

金融商品取引法研究会
研究記録第 57 号

上場会社による種類株式の利用

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

上場会社による種類株式の利用

(平成 28 年 7 月 20 日開催)

報告者 加藤 貴仁

(東京大学大学院法学政治学研究科准教授)

目 次

I. 本稿の目的	1
II. AA 型種類株式の内容とその発行目的	2
III. AA 型種類株式の 現行法（会社法・証券取引所の上場規則）における位置づけ	4
1. 会社法における位置づけ	4
2. 東京証券取引所の上場規則における位置づけ	5
IV. 我が国における短期主義（short-termism）の脅威について	7
1. 短期主義（“short-termism”）とは何か？	7
2. 短期主義の代名詞としての Hedge fund activism	8
3. 日本における短期主義の脅威とは？	11
V. AA 型種類株式という方法について	13
1. 短期主義への対抗策としての AA 型種類株式？	13
2. AA 型種類株式がコーポレート・ガバナンスに与える影響	14
VI. 上場会社が自らの株式の保有構造に 介入することへの規律について	16
VII. 今後の課題	19
討 議	19
報告者レジュメ	41

金融商品取引法研究会出席者(平成28年7月20日)

報告者	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
会長	神田 秀樹	学習院大学法学研究科教授
副会長	前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	松尾 健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾 直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田 剛志	成城大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	齋藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸田 吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌塚 正人	SMB C日興証券法務部長
〃	陶山 健二	みずほ証券法務部長
〃	田島 浩毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石黒 淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	富田 英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

上場会社による種類株式の利用

神田会長 定刻になりましたので、始めさせていただきます。本日は金融商品取引法研究会の第13回目になります。交代の司会ということで、本日は私、神田が司会進行を務めさせていただきます。

まず最初に、オブザーバーの交代がございましたので、ご紹介させていただきます。

本日はご欠席なのですが、日本証券業協会から自主規制企画部長でいらっしゃる山本悟さんに本日からご参加いただくことになりました。

本日は、ちょっと委員の先生方でご欠席の方が多いのですが、夏の期間ということで、大変申しわけありませんけれども、予定どおり本日開催させていただきますこととしました。

既にご案内のとおり、加藤委員から「上場会社による種類株式の利用」というテーマでご報告をいただき、いつものように意見交換をさせていただきたいと思います。

それでは、加藤先生、よろしくお願いいたします。

[加藤委員の報告]

加藤報告者 本日はよろしくお願いいたします。

I. 本稿の目的

最近「ジュリスト」という雑誌で、同じ「上場会社による種類株式の利用」という題名で検討したのですが、そこでいろいろと積み残したものがありませんでした。せっかく報告の機会をいただきましたので、本報告ではそれをもう少し発展させた上で先生方のご意見を伺いたいということで、問題提起のような形の報告になっておりますけれども、ご容赦いただければ幸いです。本報告では、特に、2015年にトヨタが発行したAA型種類株式を題材にし

て、上場会社による種類株式の利用の意義と、仮に何らかの規制が必要であるのであれば、そういったものを規制する際の課題というものを検討していきたいと思います。

まず、検討の順番を簡単に申し上げます。まず、昨年のことですのでご記憶の先生方もいらっしゃるかと思いますけれども、最初に AA 型種類株式というものの内容を簡単に説明し、その発行目的を明らかにしておきたいと思います。その後、AA 型種類株式が現行法、特に会社法と証券取引所の上場規則においてどのように位置づけられているのかということを確認したいと思います。次に、AA 型種類株式というものは、トヨタ自身が明示的に言っているわけではないのですが、いわゆる短期主義というものに対する 1 つの対応策として位置づけられるように思われますので、我が国において短期主義の脅威というものがどういうものなのかということの説明し、その後、それに対して AA 型種類株式という方法で対処することの是非を検討したいと思います。そして、上場会社による種類株式の利用に対する規制については証券取引所が非常に重要な役割をしているので、「上場会社が自らの株式の保有構造に介入することへの規律について」という表題で、証券取引所による規律に何か見直すべき必要があるのかどうかということを検討し、最後に今後の課題、残された課題について説明を加えていきたいと思います。

II. AA 型種類株式の内容とその発行目的

まず、AA 型種類株式の内容とその発行目的ですが、主な特徴はレジюмеに掲げたとおりであります。

第 1 に、譲渡制限株式でありますから、非上場株式であります。第 2 に、非参加型の優先株式であって、優先配当の額は、1 年目は発行価格の 0.5%、2 年目以降は毎年 0.5% ずつ段階的に増加して、5 年目以降は 2.5% に固定される。第 3 に、普通株式の株主と同じく、株主総会において議決権を行使できる。第 4 に、普通株式を対価とする取得請求権付株式であって、株主は

2020年10月以降、AA型種類株式1株を普通株式1株に転換することを会社に請求できます。また、現金を対価とする取得請求権付株式及び取得条項付株式であって、株主は2020年9月以降に、会社は2021年4月以降に現金償還を請求できるようになります。現金償還の対価の額は発行価格を下回ることはないように定められております。

このようなAA型種類株式の発行目的ですが、トヨタのプレスリリースを抜粋してきたものをそのまま読ませていただきますと、「このたび、次世代技術へ投資し、新たな成長フェーズを創出していくにあたり、これまで以上に中長期の視点は欠かせないものであると認識するに至りました。その結果、次世代技術のための研究開発資金の調達にあたっては、研究開発投資が当社の業績に寄与するまでの期間と、株主の皆様当社へ投資していただく期間とをできるだけ合わせることを望ましいと判断し、中長期の保有を前提とした議決権のある譲渡制限付種類株式として、AA型種類株式を発行することといたしました。AA型種類株式の発行によって、投資家の方々に、そのスタイルに合わせた投資機会を新たに提供させていただくとともに、株主権を行使していただくことで、当社の事業サイクルと株式保有サイクルを合わせた中長期の視点から、株主の皆様によるガバナンス効果を経営に取り入れていくことができると考えております」と述べられています。

トヨタは、AA型種類株式の発行計画とあわせて、普通株式の希釈化を回避するために、発行するAA型種類株式と同数の普通株式を取得することを公表しており、実際に普通株式を取得しました。そのため、AA型種類株式の発行目的は純粋な資金調達とは言えないと思われます。これはトヨタ自身もプレスリリースなどで示唆していることですが、AA型種類株式の発行目的は、普通株式の株主の一部をAA型種類株式という特殊な株式に興味関心を持つ投資家に転換することにあると思われます。流動性を重んじる機関投資家にとってAA型種類株式は魅力的とは言えず、後者の投資家、つまりAA型種類株式に興味を持つ投資家として主に想定されるのは、日本の個人投資家となります。

トヨタは、AA型種類株式の発行について、当初から国内における一般募集しか行わないことを前提としておりましたし、実際に国内における一般募集しか行っていません。そして、トヨタ自身が、AA型種類株式を発行する投資家の中心は国内の個人投資家になる可能性が高いということを自分で認めていたわけであります。

Ⅲ. AA型種類株式の現行法（会社法・証券取引所の上場規則） における位置づけ

1. 会社法における位置づけ

次に、AA型種類株式の現行法における位置づけを確認しておきたいと思
います。

最初に、会社法における位置づけなのですけれども、上場会社（公開会社）
が種類株式を利用する際の会社法上の制約としては以下の2点があるのでは
ないかと思えます。まず、株主が選任できる取締役または監査役について内
容の異なる種類株式を発行することはできないということであります。次に、
株主総会において議決権を行使することができる事項が制限されている株式
（議決権制限株式）の数は、発行済株式総数の2分の1を超えることはでき
ないということであります。

以上を踏まえると、AA型種類株式に付される議決権は普通株式と全く同
じ、つまり何ら制限がないわけですから、以上に述べた会社法上の制約は及
ばないということになるかと思えます。確かにAA型種類株式と普通株式は、
一個の議決権に対応する株主としての経済的権利の内容が大きく異なってい
ます。AA型種類株式は、議決権の付された利率ステップアップ型劣後転換
社債とでも言うべきものであり、5年間の譲渡制限を課すかわりに、株主に
取得請求権を付与することで事実上の元本保証をしている点が斬新であると
評されているわけです。しかし、その是非はともかく、会社法は、議決権と
株主としての経済的権利の対応関係の不均衡自体を問題とする規定を有して
はいませんし、1議決権当たりの株主としての経済的権利の同質性というも

のを明文の規定では要求していないように思われます。その結果、1株に複数の議決権が付された株式は認められないと解されているにもかかわらず、種類株式ごとに異なった1単元の株式数を定めることによって、例えば、X種類の株式は1単元の株式数を10株、Y種類の株式については1単元の株式を100株とすることによって、X種類株式の株主が1株につきY種類株式の株主の10倍の議決権を行使できる状況をつくり出すことができるとも解されているわけであり、このような仕組みは複数議決権方式または議決権種類株式（複数議決権方式）と呼ばれているようであり、

2. 東京証券取引所の上場規則における位置づけ

このように、会社法において明文の規定でAA型種類株式を規律する手掛かりのようなものは実はないわけなのですが、上場会社による種類株式の利用ということについては、主に東京証券取引所の上場規則において規制されているわけであり、したがって、3-2としまして、東京証券取引所の上場規則におけるAA型種類株式の位置づけを確認しておきたいと思えます。

上場会社が新たに種類株式を発行することなどが、「株主の権利及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合」は上場廃止事由とされています。その詳細についてはAppendix 1をご参照下さい。AA型種類株式は拒否権付種類株式でもありませんので、関係があるのは5号、「上場株券等よりも議決権の多い株式の発行」に関する上場廃止事由に当たるかどうかで、一応問題にはなり得るのかなという気はします。

そこで、AA型種類株式は議決権の多い株式なのかということを確認しておきたいと思えます。

議決権の多い株式の定義については、Appendix 1の5号にあるとおり、「取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券等より低い株式をいう」とされてい

ます。そうすると、議決権の多い株式というのは、剰余金の配当請求権などの価値が他の株式よりも小さい、上場株券などよりも低い株式のことをいうわけであります。

したがって、AA型種類株式が議決権の多い株式に該当するか否かに関連するのは、AA型種類株式の経済的権利の価値ということになります。この点に関連するのは、AA型種類株式の発行価格かと思えます。トヨタは、AA型種類株式の発行価格を算定する際に外部の専門機関にAA型種類株式の公正価値の評価を依頼したり、AA型種類株式の発行価格の下限（発行価格決定日の普通株式の市場価格の120%）を設定するなどして、AA型種類株式の発行価格が公正かつ相当な水準になるように配慮していると説明しています。その詳細につきましては、Appendix 2をご参照下さい。

実際の発行価格は1株につき1万598円で、この発行価格が決定された日の普通株式の市場価格を約30%上回っていたわけであります。

トヨタは、AA型種類株式を発行する際に、必ず普通株式よりもAA型種類株式の発行価格が高くなるように設定をしているわけですが、例えばこれが普通株式より低かったらAA型種類株式は議決権の多い株式になるのかという問題があるように思います。さらに言うと、発行価格が上場株式よりも高ければ、それだけで議決権の多い株式に該当しないと評価してよいのかがよくわからないわけであります。議決権の多い株式の発行を規制する制度趣旨を考えた場合に、議決権の多い株式に付された経済的権利の内容が重要であって、その発行価格が幾らかというのは二次的な話ではないかという気がするのです。

東京証券取引所の規制において、議決権の多い株式として念頭に置かれているのは、先ほど説明した複数議決権方式とか議決権種類株式（複数議決権方式）など単元株数の差異を利用した複数議決権株式だと思えます。この場合は、先ほどのX種類株式とY種類株式の例を再度用いれば、X種類株式とY種類株式の経済的権利の内容は同一でもよいわけです。この場合、1議決権当たりの単元株数の差は、そのまま1議決権あたりの経済的権利の大きさ

の差となります。したがって、複数議決権方式とか議決権種類株式（複数議決権方式）みたいに株式の経済的権利の内容が等しい場合には、議決権の多い株式かどうかを容易に判別することができると思います。これに対して、AA型種類株式のように他の種類株式と比べて株式の経済的権利の内容が複雑だと、議決権の多い株式かどうかの判定が難しくなるような気がします。では、AA型種類株式はどうかというと、現在ではよくわからないというのが現在の私の立場であります。

IV. 我が国における短期主義(short-termism)の脅威について

次に「4. 我が国における短期主義(short-termism)の脅威について」に移りたいと思います。

1. 短期主義(“short-termism”)とは何か？

まず、短期主義という言葉は至るところで出てくるようになったのですが、そもそも短期主義とは何かということ自体に争いがあるように思います。投資家が株式を保有する期間が短いこと自体が短期主義であるということの意味するのではなくて、短期主義の本質というものは、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益のほうを高く評価することなのだと思います。学会の共通認識があるかどうかとも怪しいのですが、少なくとも海外で何か規制上の対応が必要か否かを検討する際の短期主義はこのような認識なのかなという気がします。

この短期主義という問題は、アメリカで非常に問題になっております。日本では経営者と株主の間の対立のような形で論じられる場合が多いような気がします。アメリカでは、特に年金基金などの伝統的な機関投資家や長期投資を前提とする private equity fund と、hedge fund などの機関投資家の間においてすら、前者から後者に対する批判として短期主義が挙げられるようになっております。そのような短期主義に対する問題意識の中で、典型的な短期主義の代名詞と呼ばれるような行動が、いわゆる hedge fund activism

と呼ばれているものであります。

2. 短期主義の代名詞としての Hedge fund activism

4-2として、簡単に hedge fund activism の内容を確認しておきたいと思えます。

hedge fund activism とは、hedge fund が会社（以下、hedge fund activism の対象となる会社を「対象会社」という）に対して、株主利益の向上に資すると考える施策の実施を積極的に求めることで短期的に高い収益を上げる手法をいいます。この hedge fund が施策の実施を求めることを、この報告では activist campaign と呼びたいと思えます。

レジュメに書いたとおり、この activist campaign にはさまざまな種類のものがあるのですが、アメリカでは、hedge fund activism が対象会社及び経済全体に与える影響について活発な議論が行われております。例えば、hedge fund activism に批判的な立場は、その主たる根拠として、activist campaign が行われることによって確かに対象会社の株価は短期的に大幅に上昇し、hedge fund は高値で売り抜けることができるけれども、他の株主は長期的に対象会社の収益力の減少という不利益をこうむるという状況がつけられているのだと主張するわけです。

Activist campaign を行う hedge fund が、我が国の大量保有報告書に相当する Schedule 13D を提出した場合に、対象会社の株価が短期的に上昇するということは多くの実証研究によって既に明らかにされていますし、この点は hedge fund activism に批判的な論者自体も認めているわけであります。すなわちアメリカでは、activist campaign が行われることによって企業価値などが長期的にどのように変動するかという方向に研究の重点が移っているわけであります。

次に、アメリカで言われているような hedge fund activism が我が国において同じように上場会社の脅威となっているのか、もしくはなり得るのかということを検討してみたいと思えます。

Hedge fund activism は近年アメリカで急速に増加しているわけなのですが、増加した理由というものはさまざま存在するわけです。その1つとして、これは既に日本でも紹介されていますけれども、wolf pack と呼ばれる特徴的な戦術というものがあります。wolf pack というのは、hedge fund が 1934 年取引所法 13 条(d)(3)のグループ、我が国の共同保有者の概念に相当すると思いますが、このグループを形成することを意図的に避けつつ、activist campaign を成功させるために緩やかな協調行動をとることと定義されます。

この wolf pack がうまくいくとどういことが起こるかということ、hedge fund が Schedule 13D を提出し activist campaign を行うことを公表した時点で、既に対象会社の多くの議決権が hedge fund 及び activist campaign に賛同する他の株主によって確保されているという状態が生じるわけでありませ。例えば、我が国でも非常に著名な hedge fund である Third Point が Sotheby's に仕掛けた activist campaign では、Third Point の持ち株比率自体は 9.62% だったんですけれども、wolf pack に参加したと思われる hedge fund の持ち株比率を合わせると、その持ち株比率は 32.86% であったと言われています。すなわち、いきなり 32.86% も議決権を持っている人があらわれた場合、対象会社としてはもはや対抗することが非常に難しくなるので、activist campaign に応じて何らかの行動をとらざるを得ない状況に追い込まれるというのが、wolf pack の hedge fund にとってのメリットなわけでありませ。

Wolf pack は緩やかな協調行動なのでグループを形成するのではないかと思われるわけですが、これは恐らく我が国の共同保有者概念とも同じかと思いきませけれども、wolf pack と呼ばれる行動をするだけでは Schedule 13D の提出義務を負うグループは形成されないというのがアメリカでの通説的な見解のようでありませ。

これに対して、日本では大量保有報告制度とインサイダー取引規制というものによって、少なくともアメリカと比べると wolf pack を行うことが困難

となっているように思われます。

第1に、日本とアメリカは大量保有報告書及び Schedule 13D の提出義務が生じる持ち株割合は5%と同じであります。提出義務の期限が日本は5営業日以内であるのに対して、アメリカは10日以内となっています。したがって、持ち株割合が5%を超過した後に、大量保有報告書または Schedule 13D の提出期限が到達する前に株式を買い増すことができる期間がアメリカのほうが長いわけであります。

第2に、日本では、いわゆる公開買い付けだけでなく、対象会社の総株主の議決権数の5%以上を買い集める行為が公開買い付けに準ずる行為とされ、その実施または中止に関する事実がインサイダー取引規制の対象となっています。すなわち、日本では、activist campaign を行う際に他の投資家に株式買付行為を依頼することが、公開買い付けに準ずる行為の伝達行為となり、伝達を受けた投資家は第1次情報受領者としてインサイダー取引規制の対象となるため、伝達を受けた hedge fund などが株式を秘密裏に買い集めることができない可能性があります。これに対してアメリカでは、公開買い付けに向けた重要な行動と評価されない限り、いわば wolf pack への参加を勧誘する行為はインサイダー取引規制の対象にはならないとされているようであります。

大量保有報告制度やインサイダー取引規制というものは、hedge fund activism の費用の大きさと非常に大きな関連があると思いますが、大量保有報告制度とかインサイダー取引規制というものは、hedge fund activism だけではなくて、機関投資家によるエンゲージメントの障害ともなっているわけであります。将来的に機関投資家によるエンゲージメントの障害を取り除くという意味で何らかの制度改正、例えば共同保有者の定義をより明確化するといったものが行われると、もしかしたら hedge fund activism を行おうとする人にとってもいわばプラスの影響が生じる可能性があるのかもしれませんが、機関投資家のエンゲージメントを促進するための法改正の具体的な中身について検討したわけではありませんので、本報告では、可能性だけの指

摘とさせていただきます。

3. 日本における短期主義の脅威とは？

以上を踏まえて、次に4-3として、「日本における短期主義の脅威とは？」ということを考えてみたいと思います。

少なくとも、hedge fund activism が日本において盛んであるとは言えないように思います。そうすると、日本において短期主義を問題視することが、果たして何を問題視しているのかというのが非常に難しいのではないかという気がします。

幾つか思いつきを述べてみると、例えば、株主還元の強化を求める資本市場に対する経営者の不満を挙げることができます。言いかえれば、手元資金の活用方法に関する経営者と株主の見解の不一致というものかもしれません。さらに、短期主義を問題とすることの裏側には、いわゆる安定株主と呼ばれる人たちが減少していることへの懸念があるのかもしれません。さらに言えば、そもそも株式市場が非効率的だということが短期主義の脅威という形で主張されているのかもしれません。

本報告では、今挙げた最初の2つの点についてももう少し詳細に検討してみたいと思います。

まず、資本市場の参加者が、手元資金を使わないのであれば株主に返せということを求めることが我が国でも非常に多くなっているように思うんですけども、同じような問題はアメリカでもあります。先に述べたようなhedge fund activism が盛んになったことにより、activism の対象になった会社だけではなくて、一般的に資本市場の参加者が剰余金の配当とか自己株式の取得を強く対象会社に求めるようになったと言われています。その結果として、アメリカでは、手元資金を株主に返還すれば当然その資金を事業活動に利用することができないわけなので、hedge fund activism によって、上場会社は、いわゆる R&D 投資など成果が上がるのに長期間を要する投資に必要なお金まで株主に返還させられてしまっているのではないかという懸

念が主張されることがあります。

これについて最近の実証研究の中には、activist campaign が成功した対象会社の R&D 投資の額が売上高に占める割合が、activist campaign の対象になったということ以外で類似の特徴を持つ会社と比べて長期的に下落する傾向にあるということを示す研究もあるようです。ただ、R&D 投資が減少傾向にあること自体が当然に悪いことなのかどうかということについて、アメリカでは争いがあるようです。つまり、伝統的に会社の経営者は、手元資金があったらそれを利用して規模の拡大など無駄な投資（いわゆる empire building）に使う可能性がある、いわゆる free cash flow 問題があると言われています。こういったことを踏まえると、R&D 投資自体が減ることは、当然に企業価値に対してマイナスの影響を生じるわけではないという解釈も成り立ち得るわけであります。

これに対して、いわゆる経営者が手元資金、余裕資金を使って empire building を行うことに対する懸念というものは、経営者の報酬の主たる部分が金銭であった場合は大きかったけれども、報酬の大部分がストックオプションと株式になった現代においては、経営者には規模の最大化を追求する誘因は存在しないとして、R&D 投資の減少はアメリカ経済にとって非常に重大な問題だという反論も成り立ちます。

では我が国ではどうなのかというと、内閣府などの資料を参照してみると、我が国の ROE とか ROA の水準は国際的に見て低く、このことは手元資金が有効に活用されていないことを示しているように思います。したがって、資本市場の参加者が株主還元の強化を求めるといふことの意味が、アメリカと日本ではかなり違っていると思います。

次に、安定株主の減少についてです。トヨタは AA 型種類株式の発行に際して、中長期保有の株主を開拓するということはコーポレートガバナンス・コードの原案とも一致すると説明しております。トヨタの現在の株主構成を調べてみました。本来であれば参考資料で出せばよかったですけれども、トヨタの 2015 年 3 月期の有価証券報告書によると、2015 年 3 月 31 日現在

で金融機関と外国法人などの所有株式数の割合を合算すると約 60%、外国法人などだけで 31.12% 保有されている状況にあります。したがって、安定株主の減少はトヨタにとって深刻な問題であった可能性があります。ただ、仮に短期主義の脅威に対して安定株主を増加させることが AA 型種類株式の発行の目的であるとするならば、こういった AA 型種類株式によって短期主義に対抗するということの是非がそもそも問題にされなければなりません。

V. AA 型種類株式という方法について

1. 短期主義への対抗策としての AA 型種類株式？

レジюмеに幾つか文献が引用されておりますけれども、いずれも共通しているのは、長期保有の人にできるだけ株式を持ってもらいたいというのがトヨタの意思だということです。このように、会社が自分の株主構成に興味関心を抱くこと自体は決して不思議なことではなくて、例えば、venture capital とか private equity fund など特定の属性を持つ投資家が株式を保有することによって企業価値が増加するという事例はあり得ますので、上場企業でも、企業価値を最大化させる、投資家と投資先企業の正しい組み合わせというものがあり得るのかもしれませんが。ですから、トヨタの経営者がトヨタの企業価値の最大化のために中長期保有の投資家が本当に必要であると考えるのであれば、それを追求することが当然に否定されるべきではない、つまり会社が株主構成に介入すること自体、株主構成のことを考えること自体許されないという話ではないという気がします。

ただ、株主構成に経営者が何らかの介入をするということは、当然その会社のコーポレート・ガバナンスに影響が出てきますので、次に、5-2では、AA 型種類株式というものがコーポレート・ガバナンスに与える影響ということを考えてみたいと思います。

2. AA 型種類株式がコーポレート・ガバナンスに与える影響

AA 型種類株式がコーポレート・ガバナンスに与える影響については、まだ評価が定まっていないように思います。現在までの議論を踏まえると、AA 型種類株式がコーポレート・ガバナンスに与える影響は2つの観点から論じられているような気がいたします。1つ目が、AA 型種類株式によって個人株主の株式保有を促進するということがコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えるかということでありまして、もう1つは、AA 型種類株式が取得請求権付株式であるということによって生じる影響です。以下、順に検討していきたいと思います。

最初に、個人株主の株式保有を促進するということについてです。一般的には、集合行為問題のため、個人株主が会社経営にとって意味のある行動をすることは期待できないと言われていています。それに加えて、AA 型種類株式は社債に類似した特徴を有しているため、その株主はリスク回避的であるということも言えると思いますので、AA 型種類株式によって個人株主の株式保有を促進することは経営者に対する規律を緩めるのだと評価する見解があります。この見解に強く反論する見解があるのですが、その根拠として挙げられているのは以下のとおりであります。例えば、AA 型種類株式の多くは個人であるから、持ち合い株主などと異なり、発行会社との間に株主としての権利行使を妨げる利害関係を持っていない。さらに、個人株主であれば常に経営陣をサポートするわけではない。AA 型種類株式は譲渡が制限されていることから、特に業績悪化局面において自己の利益を守るために積極的に議決権行使などを行うことも期待できるといったことなどが挙げられています。

しかし、AA 型種類株式の株主が、少なくとも機関投資家よりも、集合行為問題を克服することはできないように思います。したがって、個々の株主が意味のある権利行使をすることができるとの主張には、やや疑問があります。

次に、AA 型種類株式が取得請求権付株式であることに基づく規律につい

てです。普通株式の株価が AA 型種類株式の発行価格を下回っている場合には、AA 型種類株式の株主の多くが、普通株式への転換ではなく現金による償還を請求することが予想されます。その結果、会社から多額の財産が流出することになってしまうので、経営者は普通株式の株価を一定以上維持するというインセンティブを持っています。したがって、経営者が普通株主の利益を無視するような経営をすることが、AA 型種類株式の発行によって促進されるわけではないという主張がなされています。ただ、そうすると結局、AA 型種類株式が発行された後も、トヨタの経営者は、普通株式の株価を通じた規律から逃れることはできないわけなので、株式市場の短期主義への処方箋として合理的なのかという疑問があります。

さらに、レジユメには書かなかったんですけれども、2015 年に発行した AA 型種類株式は第 1 回 AA 型種類株式と呼ばれていますが、その数は 4710 万株に過ぎません。2016 年 3 月 31 日現在のトヨタの普通株式の発行済株式総数は 33 億 3799 万 7492 株であります。したがって、発行済株式総数に占める第 1 回 AA 型種類株式の総数は約 1.39% にすぎないので、AA 型種類株式を発行したことがコーポレート・ガバナンスに与える影響を論じることの意味自体にも疑問があります。ただし、AA 型種類株式は、いわゆる shark repellent、アメリカでよく「サメよけ」と呼ばれますけれども、そういった機能を有しているような気がします。以下、簡単に私の考えを述べます。

トヨタの 2015 年 3 月期の有価証券報告書と 2016 年 3 月期の有価証券報告書に記載されている外国法人などが所有する普通株式の割合は、2015 年 3 月 31 日現在は 31.12% だったのが、2016 年 3 月 31 日現在は 26.83%、つまり、約 4.3% 減少しています。ただ、2015 年度は外国法人などが日本株を大幅に売り越した時期なので、その影響がトヨタにもあらわれているのに過ぎないのかもしれませんが。ただ、つい最近出た 2015 年度の株式分布状況調査、これは 2016 年 3 月末現在において東京証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所の 4 証券取引所に上場していた内国上場会社 3631 社を対象とするものですけれども、それによると、2016 年 3 月末現在

の外国法人などの株式保有比率は 29.8%で、2014 年度の株式分布状況調査の同様の数値は 31.7%で、減少は 1.9 ポイントなんです。

本来は、より厳密な比較をしなければならないことは承知しておりますが、市場全体では外国法人の持ち株が 1.9 ポイント減少したのに対して、トヨタは 4.3%減少しているので、もしかしたら、AA 型種類株式を発行するということが、トヨタは余り外国人機関投資家を大事にしない会社であるというメッセージとして機能したのかもしれませんが。このように AA 型種類株式は、いわば外国人機関投資家に対する shark repellent としての働きを持っているのかもしれないということです。

5 - 3 の話は時間の都合上飛ばして、次に、「6. 上場会社が自らの株式の保有構造に介入することへの規律について」に行きたいと思います。レジユメの 13 ページです。

VI. 上場会社が自らの株式の保有構造に介入することへの規律について

これまで私が述べてきたことを要約すると、AA 型種類株式というものは会社法の規律にも違反はしていないし、証券取引所の規律にも違反はしていない。さらに、上場会社がみずからの事業活動にとって望ましいと考える株主構成を追求すること自体は否定されるべきではないということです。ただ、AA 型種類株式が本当にトヨタの事業活動にとって望ましい手段だったのかは、やや疑問があります。そうすると問題なのは、要は上場会社が種類株式などを利用して株主構成に何らかの影響を与えようとする際に、それが本当に企業価値にプラスの影響を与えるものなのかどうかを選別する仕組みがあるか否かという話になるわけです。まず問題になるのは、株主総会の決議を経ればよいのかという話だと思います。

上場会社がみずからの株式の保有構造に何らかの影響を与えることは経営者のイニシアティブによって行われる場合が多いので、当然、経営者が自分の都合のいいように株式保有構造に介入するのではないかと懸念があるわ

けであります。ただ、AA型種類株式のような仕組みを利用するためには定款変更が必要なので、必ず株主総会の特別決議というものがが必要です。この株主総会の特別決議があれば、いわば経営者が自分の都合のいいように株式の保有構造に介入することは十分に規律されているという評価も一応あり得るかもしれません。ただ、上場会社による種類株式の利用が証券取引所の自主規制の対象になっているのは、会社法の定めるこういった規律だけでは不十分だという前提に立っているのです。AA型種類株式のような仕組みを利用する場合にも、当然に株主総会決議を経れば十分だという結論にはならないような気がします。

ただ、AA型種類株式の発行に必要な株主総会決議については、総会への出席または行使を確認できた議決権数に対して賛成の比率は75%でした。同じ株主総会のそのほかのトヨタの議案では95%だったので、75%という数字はかなり反対票が多かったことを意味します。そうすると、少なくともトヨタと株主構成などが類似している会社が今後AA型種類株式に類似する仕組みを利用するのはかなりハードルが高いのかなという気がします。

ただ、一般的に株主全体の利益を保護する仕組みとして株主総会がどの程度信頼できるかということは、証券取引所による規制が合理的なものであるかを検討する際に非常に重要な考慮要素となります。例えば、上場会社による議決権の多い株式の発行などが上場廃止事由とされている理由は、既に上場されている株式よりも議決権の多い株式を発行すると、上場されている株式の株主の権利を害するおそれがあることに求められています。しかし、株主総会の決議で議決権の多い株式の発行について賛成があれば、一応株主全体の判断としては、議決権の希釈化を補うことができるだけの何らかのベネフィットがあると株主総会が判断したのではないかという反論もまた成り立ち得ます。

そうすると、上場会社が議決権の多い株式などを発行することに対して、なぜ株主総会の判断だけではなくて証券取引所によるかなり立ち入った実質審査が必要となるかが問題となりますが、その理由は、アメリカの証券取引

所の規制を参考にしたことにあると思われます。ただ、このアメリカの証券取引所の規制は、1980年代に、上場会社が、議決権の多い株式などの発行に必要な株主総会決議と剰余金の配当決議などをセットにして株主総会にかけるなど、議決権の多い株式などの発行が本当に株主全体の利益になるかどうかの判断を株主ができないような方法で、株主の利益を害するような議決権の多い株式の発行などを上場会社が行ったという認識を前提にしてできているわけです。このような規制の前提となった事情が現在も存在するのかわくは、1980年代と比べてかなり株主構成が変わってきていますので、常に考えていく必要があるように思います。

この点に関連して、我が国では、スチュワードシップ・コードであるとか株式持ち合いの減少といったものの結果、従前よりも株主総会の意思決定といったものを尊重すべき領域が広がる方向にいくのかどうか、非常に興味があります。

最近、AA型種類株式がスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で取り上げられたという新聞報道があったので、議事録を確認してみました。フォローアップ会議では以下のような発言がなされています。「スチュワードシップ・コードを受入れた機関投資家がこれを真摯に実行しているか疑問を感じる。例えば、昨年、ある会社の種類株式発行が株主総会で承認されたことがあったが、スチュワードシップ責任を負った機関投資家株主の多くが賛成したことは理解できないといった意見が寄せられているところでございます」。こういった意見自体は、スチュワードシップ・コードが導入されたとはいえ、依然として我が国の株主総会の意思決定は、株主全体の利益にかなうような種類株式の発行とそうではない発行をうまく選別する仕組みとして信頼することはできないと考えている人がいるということです。株主総会の意思決定が尊重されるべき範囲については、今後、継続的に検証されるべき必要があると思います。

Ⅶ. 今後の課題

最後に、今後の課題、残された課題についてです。個人的に興味があるのは、AA型種類株式に shark repellent としての機能があるか否かです。AA型種類株式の発行数自体は非常に少ないのですが、AA型種類株式を発行したことによって、今後トヨタの株主構成、特に普通株式を所有する株主構成も変わっていくと、AA型種類株式には shark repellent としての機能があることが明らかになります。このような機能が認められる場合には、コーポレート・ガバナンスにおける AA型種類株式の評価も変わっていくように思います。

次に、これは余り本報告ではしっかりと検討できなかったのですが、現在の証券取引所の規制というのは、種類株式が発行されていない会社における1株1議決権の状況があるべき状態として、できるだけそこからの乖離を小さくしようというポリシーに基づき設計されていると思います。ただ、現在の規制がうまく機能しない可能性があることが、AA型種類株式の発行によって明らかになったと思います。これを機会に、証券取引所としてもこのポリシーの見直しあるいは規制の再構築の可否を検討すべきように思います。

さらに、AA型種類株式は中長期保有のコミットメントをした投資家の数をふやす仕組みですが、中長期保有の投資家をふやす類似の仕組みはたくさんあります。したがって、そういったほかの仕組みなどもあわせて、経営者が株主構成に何らかの影響を与えていくことの是非を今後考えていく必要があると思います。

私からの報告は以上です。

討 議

神田会長 大変興味深い報告をどうもありがとうございました。

それでは、いつものように意見交換、議論をさせていただきたいと思いま

す。どなたからでも、どのような点についてでも結構です。ご質問、ご意見をよろしくお願いたします。

山田委員 貴重なご報告ありがとうございました。トヨタの今回の AA 株の発行について、変更されたトヨタの定款を見ると、今後第 2 回から 5 回まで予定されています。先生のお話ですと、今回は発行済み株式総数における 1.43% で非常に少ないのだけれども、5 回やるとかなり割合的に高くなるんじゃないかと思います。

そこで、Appendix の 17 ページを見ると、今回特別決議の承認を得た場合には、2 回目以降の AA 型種類株式を発行する場合には別途株主総会の承認を得ることは現時点では予定していないというように書いてある。そうすると、1 回目は、トヨタは同じ株式数の取得をして、結果的に資金調達というよりは安定的株主化ということで株主の入れかえを目的とした可能性はあるとしても、今後はそのような自社株買いをしないということであれば、これは純粋に資金調達が目的ということになり得るのかなと思います。

そうすると、今回問題となった特別決議は、ほかの議案と比べて 20% も株主の賛成の比率が低い。では、どこまでこれが承認されているのか。例えば、これは譲渡制限の株式を新たに盛り込むという定款変更なんですけど、Appendix の 17 ページに書いてあるように、トヨタの発表の中に有利発行の文脈があります。今回はどこからも反対が出ないように 20% のプレミアムというのをつけていたんですが、2 回目以降、これをもう少し低い価格にする、もしくはもう本当に時価ぎりぎりにするというときに、例えば 5 年分の割引現在価値とかいろんな考慮をすると、時価でやった場合、今回の決議を経たことで、それで果たして株価についても株主から承認を得ているのかどうかということで、20% が固定されたのか。それとも、株価について、有利発行も含めて特別決議で承認されたのか。今回の特別決議はいろいろな意味があるのかなと思うんですが、第 2 回目以降の AA 型種類株式の発行について、今回の決議と異なる意味の資金調達の意味が入ってくるとすると、

特に株価という点について今回の決議はどのような意味を持つのか、ご教示いただければと思います。

加藤報告者 まず最初に、今後どれだけ AA 型種類株式が発行されるかということですが、トヨタの定款によれば、第 1 回から第 5 回の AA 型種類株式のそれぞれについて、発行可能種類株式総数として 5000 万株が記載されています。さらに、それに加えて第 1 回から第 5 回の AA 型種類株式の発行可能株式総数の合計は 1 億 5000 万株という規定があるので、最高でも 1 億 5000 万株までしか AA 型種類株式を発行しないということになります。普通株式の発行可能種類株式総数は 100 億株なので、今後 AA 型種類株式が発行済株式総数の 3 割とか 4 割とかになるような状況は多分発生しないだろうと思います。

山田先生の 2 つめのご質問の趣旨は、第 2 回以降の発行に際しては株主総会の決議は必ずしも予定されていないが、発行価格はどのように決定されていくか、さらに言えば、第 1 回の発行に際して募集事項の決定を取締役に委任することについて株主総会決議を得たことが第 2 回以降の募集事項の決定に何か影響があるのかという問題に関わるかだと思います。これは非常に難しい問題で、形式的に回答させていただくならば、第 2 回以降のそれぞれの AA 型種類株式の発行が有利発行であれば株主総会決議が必要であって、そうでなければ不要ということになると思います。問題となるのは、第 1 回の AA 型種類株式で普通株式の市場価格に 20% ぐらいのプレミアムをつけていることが、第 2 回以降の AA 型種類株式というほぼ同じ内容の株式の発行の際に何らかの影響があるかということだと思います。トヨタの説明によれば、第 1 回 AA 型種類株式の普通株式に対する 20% というプレミアムの額（仮条件の下限）は、第三者機関による AA 型種類株式の公正価値の算定結果に基づき定められたものです。トヨタは、このような条件で AA 型種類株式を発行することは有利発行に該当しないと考えるが、念のため有利発行として株主総会の特別決議による承認を得ることにしたと説明しています。もし、株式に付された経済的権利の価値について普通株式と AA 型種

類株式の相対的な関係は将来も変わらないということであれば、たとえば、第2回のAA型種類株式の発行価格が普通株式の市場価格に10%程度のプレミアムしか付いていない価格であった場合、第2回のAA型種類株式の発行は有利発行となりそうです。ただ、経済状況が変わればAA型種類株式と普通株式の相対的な関係も変わるのではと思います。したがって、私は、少なくとも、第2回以降のAA型種類株式の発行が有利発行に該当するかどうかを検討するに際して、第1回の発行に際してAA型種類株式の発行価格に普通株式の市場価格に対する20%のプレミアムが付されたという事実は影響しないと考えるべきだと思います。

前田副会長 AA型種類株式が「議決権の多い株式」に当たるかどうかという問題を取り上げられました。取引所がこのような「議決権の多い株式」という概念を設けているのは、出資額と議決権のバランスが余りに大きく崩れないように、ということからだと思います。その考え方を厳密に実現しようと思えば、1議決権当たりの株式価値が普通株式よりも低い株式であれば、「議決権の多い株式」に本来は当たるべきところ、譲渡制限がついているとか、あるいは取得請求権・取得条項がついているなどの事情まで織り込んで取引所が株式価値を判断するのは容易なことではないので、比較的単純な基準として、配当などの経済的利益だけに着目して、現在は「議決権の多い株式」の定義が設けられているのではないかと思うのです。

このような考え方からしますと、AA型種類株式が「議決権の多い株式」かどうかを考えるに当たっては、取引所がとっている配当などの経済的利益を基礎としてAA型種類株式の株式価値を出してきて、その株式価値が普通株式の価値よりも低ければ、「議決権の多い株式」に当たると考えるべきことになるのではないのでしょうか。つまり「議決権の多い株式」に当たるかどうかは、発行価格が幾らかではなくて、AA型種類株式の価値が果たしてどれだけかによるのだと思うのです。

今も有利発行のお話が出ていましたけれども、例えばAA型種類株式の価値が高いのであれば、有利発行決議をとって低い価格で発行したって、そ

れは全然構わないと思うのです。ですから、重要なのは株式価値の問題ということになるのですが、ただ株式価値といいましても、今もお話にありましたように、果たしてこれだけ内容の複雑な株式について、どうやって株式価値を出すのかというのは非常に悩ましい問題です。有利発行の場面であれば、特に有利かだけを判断すればいいのですけれども、譲渡制限がついていますので、買取価格を裁判所が決定しないとイケないとなったときに、現実に価格を算定するのは大変だろうなと思います。

ともかく、「議決権の多い株式」かどうかの判断は、現に幾らで発行されたかどうかによるのではなく、この株式の価値に基づいて考えるべきなのではないかと思のですけれども、いかがでしょうか。

加藤報告者 私も、前田先生がご指摘の通り、発行価格ではなく株式価値が重要だと考えています。AA 型種類株式の発行価格は、ブックビルディングの方式で決められており、公正な価格といえると思います。公募の方法で発行される場合に、発行価格以外に何か公正な価格の指標というものがあるのか疑問があります。私が報告で申し上げた発行価格とは、株式価値が適正に評価された公正な価格という意味です。

前田副会長 発行価格が公正だという前提であれば、その発行価格が普通株式よりも高ければ、「議決権の多い株式」には当たらない、その考え方はよくわかります。

加藤報告者 ただ、そのような解釈が東京証券取引所の規制の制度趣旨に合うのか疑問があります。つまり、東京証券取引所が議決権の多い株式を規制する背景には、僅かな事業活動のリスクしか負担していない人が議決権を行使することを避けたいという発想があると思います。仮にそうであれば、発行価格が公正であれば、発行価格が普通株式より上回っていれば問題ないと言ってよいか躊躇を覚えるのです。

前田副会長 1 議決権当たりの AA 型種類株式の株式価値が普通株式の株式価値を上回るように設計されているのであれば、議決権が普通株式よりも有利に与えられることにはならないのでしょうかね。

加藤報告者 もう少し私の考えを述べさせていただくと、発行価格の比較だけでよいのかという問題意識もあります。議決権の多い株式のような株式を規制する意義は、1議決権に対する経済的権利の内容や大きさの差異は株主の議決権行使に影響を与えるということだと思います。発行価格だけに着目することは、株式に付された経済的権利の内容や大きさが株主の議決権行使に与える影響を無視することに等しいように思います。議決権の多い株式の定義というのは、単元株制度を利用した複数議決権方式を対象とする場合には運用が非常に簡単なのですが、AA型種類株式のような株式の内容が複雑になってくると、果たして制度趣旨に照らした運用ができるのか疑問があるということです。

後藤委員 今の加藤先生のご指摘になっていた点を違う面から言うことになるかと思うんですけども、AA型種類株式は複雑過ぎて、多分いろんな見方があり得るものであって、3ページに太田先生のご論文を引用されていますけれども、見方をがらっと変えると、これは転換社債に議決権を与えたものだという見方ができるわけです。太田先生はその後でなぜか「元本保証を付している点が斬新である」と書いておられるのですが、むしろ社債に議決権を与えていることのほうがよほど斬新だろうと思いました。

今、加藤先生がおっしゃっておられたことは、結局社債権者のように債務者である会社が倒産しない限り元本保証がついていて、ダウンサイド・リスクを負っていない人に対して議決権をあげるのがいいのかどうかという問題として言い換えることができると思うんですね。加藤先生が指摘された複数議決権の場合の問題は、ダウンサイド・リスクは負っているんだけど、負い方の量に比べて議決権が多いのがいいのかどうかということですが、リスク・リターンの構造が全然違う人に対して議決権を与えていいのかというのは、価格がいいのかというのとは別の話であるという気がするんです。

そうすると、種類株式としてアプローチすると、株式であることが前提であって、議決権がどれだけあっていいのかみたいな話になるような気がするのですが、社債だと見ると、社債に議決権をあげていいということは今まで

余り考えてこなかったわけですし、そのことをどう見るかという問題が大きいような気がするんですね。

転換社債の機能についてはいろんな見方があるわけですが、1つは、ちゃんと転換してもらえらるくらいの業績を上げないと全部償還請求が来て、会社が苦しくなるので、経営者は頑張って株主のために株価を上げようとするはずで、株主と経営者のインセンティブをそろえるのに役立つというものです。もちろん、転換権の価値をちゃんと公正に評価しているという前提つきでということはあるんでしょうけれども。ただ、そのときにも、転換される前から社債権者に議決権を与えておこうとかいう話は転換社債の話としては出てこないわけです。転換社債が合理的な仕組みだとしても、そのように議決権を追加で乗せる合理性がどこにあるんだらうかというのが一番の問題のような気がするんですね。

このように見ると、AA型種類株式を持っている人は、アップサイドへの期待は普通株式に転換できるので持っていますが、ダウンサイドのリスクは負担していない人なので、5年間売れないというリスクさえ甘受できる資金力さえあれば、5年後に株価が下がっていくのがどうでもいいわけですね。元本保証がついているわけですから。トヨタは、AA型種類株式を持っている人は5年間売れないので中長期のコミットメントがあると言っているわけですが、ダウンサイド・リスクを負わずにアップサイドだけ取るという人に議決権まであげると、成長を目指してガンガン投資するという経営を支持するのもかもしれないので、トヨタがやろうとしていることとはひょっとしたら合っているのかもしれないんだけど、それでよかったのかなという気もするところですし、短期主義がどうかという話とはまた違った話になっているような気がします。そういう観点から見た場合の、加藤先生の評価をお聞かせいただければ幸いです。よろしくお願ひします。

加藤報告者 前者の説明については私からは補足することはなくて、後者のご質問ですけれども、AA型種類株式のことを考える場合と、発行会社がトヨタであることをどの程度重視するかによって評価が異なってくる気がしま

す。トヨタが発行会社の AA 型種類株式の投資家は、例えば5年後に償還されなくなる事態は発生しないと考えていると思うんですね。少なくともトヨタが発行する AA 型種類株式を取得する投資家というのは、非常に低リスクの商品だという前提で買っているのだと思います。

後藤委員 これを買っている人は会社が倒産しない限りダウンサイド・リスクを負っていないのだと思います。そういう人が会社にはリスクをとらせると、自分の持っているリスクと会社にやらせていることがマッチしていないということになる。トヨタは、ダウンサイド・リスクを負っていない人が支持してくれると、ほかの人に迷惑をかけるかもしれないけれども、AIとかにどんどん投資をすることができる。それはひょっとしたらいいのかもしれないんですけども、化けるかどうかわからないところに投資していったら、長期的に見たらだめかもしれないけれども、やってみようということになるのかもしれないとすると、逆にある意味、短期的なような気がしなくもないんですね。これはただの言葉遊びでしかないと思うんですけども。

トヨタかそれ以外の会社かというのがもし意味を持つとすると、トヨタは結局外国人投資家と機関投資家の比率が6割を超えているとすると、なんだかんだ言って、一般株主のコントロールが非常に効いている会社であるので、そういうところがこれをやっても、そんなに問題は起きないかなという気がするわけです。そうじゃなくて、安定株主が過半数を占めていて、安定株主は取引等の形で利益を得ているので、株価とかは余り気にしない。そういう一般株主のコントロールが効いてないところがこれをやると、ちょっと問題かなという気もします。他方で、トヨタがこの量でやっても、あまり問題はないと言えるのかもしれませんが、歯切れが悪くなってしまって恐縮なんですけれども、問題の所在がどこなのか、なかなか難しいような気がしております。

松尾（健）委員 今の後藤先生のお話を別の観点からということになるかもしれませんが、確かに AA 株は中長期の保有を前提にされていて、4年なり5年なりたつまで譲渡できなくて、償還も転換もされないということです。

しかし、そのことから直ちに短期主義への対抗ということが言えるのかというのは少し疑問でして、権利内容によっては、議決権がありますから、短期的な株主還元を目指したようなものに賛成してしまう可能性もあるわけですね。そういう観点からしますと、短期主義との関係でむしろ特徴的なのは、先ほど来出ていますように、非常に社債に近い、非参加型というような権利内容の設計になっているところかと思います。

しかし、そのことは、債権者的な立場から議決権を行使する人をふやしたということにもなります。もちろん、後藤先生がおっしゃるように、逆にハイリスクのほうに傾く可能性もないわけではないと思うんですけども、安定株主というか、従来の金融機関的な立場の株主をふやしたと言えなくもないと思うんです。例えば中長期の株主をふやしたいということであるとすると、フランスのように保有期間に応じて配当を増額するとか、議決権をふやすという方法もあり得たと思うんですけども、そうではなくて、債権者的な権利内容の人に議決権を付与するという方法をとることが、発行の目的に本当に合っているのかどうなのかという疑問が出てくるんですけども、いかがでしょうか。

加藤報告者 確かに松尾先生がおっしゃるとおり、AA型種類株式の株主がどのように行動するかによって、AA型種類株式がトヨタの経営に与える影響は大きく変わってきますので、この点については、今後継続的に検証する必要があります。ただ、トヨタは、短期的に売買することを予定していない個人投資家をAA型種類株式の主たる投資家層として想定していたことは間違いないと思います。その上で、個人投資家は、発行会社に対して、積極的に権利行使をしないだろうと考えたのかもしれませんが、これに対して、AA型種類株式ではなくて、例えば長期保有の株主には全て一律に優遇措置を与える場合には、優遇する投資家層を選べないことになります。長期保有するかどうかは、投資家が判断することです。しかし、AA型種類株式については、株式の内容を工夫することによって、ある程度は、トヨタの経営者が望ましいと考える人に株式を持ってもらうことができたのかもしれない

ん。

ただ、今手元に2016年3月の有価証券報告書があるのですがけれども、第1回AA型種類株式を保有する投資家のうち、個人は6割に過ぎません。実は金融機関が12.89%で、その他の法人が26.16%持っているようで、この点の評価は難しいかもしれません。もしかしたら新しい形の持ち合いみたいな形になっているような気もして、結構問題なのかもしれないなど、松尾先生のご指摘を伺って思いました。

松尾（直）委員 私はコーポレート・ローヤーではないので、専門家でなくて申しわけないのですが、大変タイムリーな議論と思っています。

幾つかお伺いしたいことがあるんですが、トヨタさんは主として個人向けに一般募集をされたわけですがけれども、金商法上は、上場会社であっても、種類株式については、同一種類の株式が上場されてなければ、私募が可能です。ですから、できればご議論されるときには、今後のことも視野に入れて、トヨタさんは公募だけど、私募で行われた場合、どういうふうを考えるか。私募で行われる場合は、結局上場会社なんで、東証さんが認めるかどうかという加藤先生ご指摘の議論があって、価格が公正であればいいのかという議論が経済的には1つですね。

もう1つは、先ほど来議論があった、やや政策的な安定株主、形を変えた持ち合いではないかという議論の2つ目があつて、その2つの議論について、恐らく最終的には東証さんがどう考えるかという話なんで、加藤先生にはぜひその辺の東証さんに指針を示していただければありがたいです。実務的にはかなり発展可能性をもっている議論だと個人的には思っております。

安定株主の議論が出てきて、安定株主が悪いのかという議論、いろいろ議論があるのですがけれども、1つは、個人株主がふえるのは、一般には安定株主ではないんですね。金融庁も最近は言わないのですがけれども、貯蓄から投資ということで、むしろ個人の株主をふやすほうがいいという方向でされているのですがけれども、個人株主、ここでもちょっと議論があったんですがけれども、中長期的に保有するからといって、会社のポリシーを支持するとは限ら

ないですね。株主総会で一番厳しいのは一般にその会社のOBだと言われて
います。個人株主がふえたからといって、株式を持つてはくれるけれども、
会社提案の議案を支持してくれるという意味での安定株主なのかどうか。

そもそもあえて議論しますと、安定株主づくりが本当に悪いのかどうか。
なぜかと言うと、釈迦に説法で、私のほうが素人ですけれども、日本の株主
総会は権限が強い。株主総会で無事決議を成立させるために個々の会社は苦
労しているわけで、株主総会の権限の強さと裏腹の問題ではないかと思うん
ですけれども、その点についてはどのようにお考えでしょうか。

安定株主が本当にいないと、場合によっては定足数さえ満たされないおそ
れもあるわけです。株主総会自体が成り立たないおそれもあるわけで、会社
としてはその辺は多分非常に気にしているということだろうと思います。で
すから、そもそも論、政策論的な関連でもっと言うと、昨今の英国のEU離
脱を見ても、直接民主主義の株主総会万能論が本当に正しいのかと疑問に思
わないでもないんです。ちょっと大げさですが、その辺の先生のお考えをお
伺いしたいと思います。

加藤報告者 最後のご質問から回答させていただきます。安定株主工作の目
的が定足数確保のためであるならば、定足数制度の見直し自体を求めていく
ことの方が、筋が通っているのではないかと思います。

日本の株主総会の権限が強過ぎるというのは、たとえば、定款変更提案と
いう形をとれば業務執行に関する事項でも株主は株主総会に対して議案を提
案できることなどに着目すれば非常に強いというのはそのとおりで、総会を
円滑に進めるためには、安定株主が一定の範囲で必要だという主張に私も納
得はするんですね。

ただ、何というんですかね、ほどよいあんばいというのがよくわからない
んです。今は過渡期で、株主構成が急激に変わっている時期なので、会社側
で株主総会を担当する方々がいわば決議の成否の予測可能性が非常に読みに
くい時代なのかもしれません。そのため、より一層安定株主というものに対
する需要が高まっているのかもしれないんですけれども、対応策として妥当

なのかということについて、腑に落ちないところもある。

つまり、安定株主工作はどうしても経営者のイニシアチブで行われますので、経営者に都合のいい株主をふやすということを単に言いかえただけではないかという気がするんですね。何もないときにスムーズに株主総会を進行させるための仕組みと、何か株主と経営者の間で争いが生じた時に常に経営者側につく株主は何か違うような気がします。株主総会で特に議論すべきことがないときにスムーズに株主総会を進めるために安定株主が必要だということは理解できるので、そのような目的に対して安定株主工作という手段は過剰な対応であるように思います。

松尾（直）委員 私募の場合については、どう考えるのでしょうか。

加藤報告者 失礼しました。私募の場合だと、具体的に何が問題になるのかがイマイチ……。一番問題になるのは、特定の株主にのみ特殊な株式を付与されることだと思います。確かに、トヨタもプレスリリースで、これは公募です、公募なので、経営者が株主を選ぶことはできませんということを強調していました。先生ご指摘のとおり、私募でAA型種類株式など特殊な株式を発行することは、違法ではないのですけれども、安定株主をつくる方法としては乱用されやすい方法だということは言えるような気がします。ただ、現在の日本の会社法というのは、支配株主をつくるような株式発行ではない限りは、経営者が自由に株主を選んでいいという仕組みになっています。このことを前提にした上で、AA型種類株式のような特殊な株式だからプラスアルファの規制が必要かと問われると、直ぐに回答することはできません。

もう1つ気になるのは、私募と公募で価格決定のプライスメカニズムが違うのであれば、問題になる気がします。私募と公募というのは、プライスメカニズムがかなり違うという理解でいいのでしょうか。公募価格の決定メカニズムみたいなものは、私募の場合は完全に……。

松尾（直）委員 私募の場合には、正式なブックビルディング手続は行われないでしょう。

加藤報告者 そうすると、私募の場合には、議決権の多い株式かどうかとい

う判定がかなり難しくなるという問題が生じるような気がします。

松尾（直）委員 ただ、今のお話を伺っていると、確かに私募の場合は正式なブックビルディング手続は行われないでしょうけれども、例えば複数の評価会社から複数の価格評価を得て、公正な価格だと算定してもらうことは私募でも当然可能でしょう。また、乱用のおそれは確かにそうでしょうが、逆に言うと、乱用目的でなければ、少なくとも金商法上は可能であり、公募と私募というのは少なくとも金商法に関する限りは、法律自体に関する限りは、開示するかどうかの違いにすぎません。ですから、今ご紹介いただいた東証さんの規則、Appendix 1の5号に合致するかどうかというところで、前田先生からご議論があった価格の問題、その公正性をいかに担保するか。私募でも、適時開示すればいいわけで、そういう手法をちゃんと踏めば、別にだめということはないのではないかなと思っています。

神田会長 私も若干感想を申し上げて、2つ質問させていただきます。

先ほどからの皆さんのご議論を聞いて、若干の感想なのですが、最初に山田さんがおっしゃった、第2回目以降を発行するときの手続はどうかという点は、昔から会社法では議論があって、伝統的な議論は、普通株と優先株を発行している会社が新しく次の優先株を出すときに、有利発行かどうかというのは、種類を超えて当てはまるかどうか。すなわち、2回目の発行が既存の株式の株主に対して特に有利な発行であれば、種類を超えて有利発行であって、したがって全体の株主総会、議決権のある株主の出席する株主総会の特別決議が要りますという点と、ある種類の株主に対して特に有利というか、すなわち第2回目の発行のときに第1回目の優先株よりも有利だとすると、形式的には第1回目の優先株主から成る種類株主総会が、定款で排除されてなければ、必要になるのではないかという点の2つがあって、余り実例はないと思うのですけれども、会社法上は、有利発行かという話になってくると、おもしろい問題になるかなと思います。感想です。

次に、東証のルールの話ですけれども、私は黒沼先生と一緒に上場制度整備懇談会というものに参加しているものですから、これも感想なのですけ

ど、今日の話のルールは、2008年につくったルールだと思うのですね。その際、加藤先生の研究等も一生懸命参照した上でつくったというのが今あるルールで、その後、新規公開の場合についてだけ特別規定ができて今日に至っていると思います。既存の上場会社に関するルールの考え方は、簡単に言うと、1株1議決権の原則を維持しましょうということなのですね。その意味を詰めるとなかなかよくわからないわけですがけれども、先ほどの議論の流れで言うと、新しく出す株式は、それが種類株式である場合には、経済的権利というか価値がほぼ同じというか、そうであればそれがある程度公正な手続で出されるのであればもう形式基準。すなわち、新しく出す株式が1.2倍の議決権、これはだめです。ですから、1を超えてはだめですということになります。理屈上は、新しく出す種類株がかりに私募であるという場合でも、経済的価値のところがある程度見合っている場合には、議決権は既存の株式と比較して1を超えたらダメ。逆に言うと、1あるいは1未満ならセーフです。

したがって、今回トヨタのケースをどう捉えているかという、これは1なので、セーフです。現在のルールには抵触しない。したがって、今後の課題ということがあるとすれば、1であっても、もうちょっと説明した上で株主総会決議を経てやってくださいと言うかというあたりだと思うのですね。まだルールはないですがけれども。そんなような話ではないかと思います。

では、なぜ既存の上場会社については1株1議決権原則を今言ったような形で維持するのかというのは、詰めると自明ではないのですがけれども、まあアメリカもそうですしねというあたりが1つあります。そして、これは後藤さんがおっしゃったことで、既存の株主の影響ですよ。株主総会決議を経てやるとしても、これは加藤さんがおっしゃったことですがけれども、既存株主から新しい株主への価値移転はないのか、ちゃんと説明した上で株主の意思決定を得てくださいということではないかと思います。

以上は感想です。質問が2つあります。

私はこの分野についての見方は加藤さんと非常に近いと自分では思ってい

るのですが、質問の第1は、今回のトヨタのAA株式が一部で批判された理由はどこにあるかということです。私は間違っているかもしれないのですが、日本でだけ募集したというところにあるのではないのでしょうか。もしこれを世界中で公募していたらどうなんだろう。

それから、こういう株式の理論的な文献の元祖というか、一番有名なのはパトリック・ボルトンという人の論文「ロイヤルティー・シェアーズ」だと思えるのですが、彼は、こういうものはアメリカでも企業が自発的に——こういうものってどういうものかを定義せずに話していて申し訳ないのですが、中長期保有している人を優遇する株式です——発行することを推奨しているのです。彼が推奨する形というのはストックオプションの形で、今回のケースに近づけると株主割当てですね。ですから、私の第1の質問は、今回これが批判された理由は、日本でだけ募集するから批判されたのではないか。世界中で公募していたらどうか、あるいは株主割当てで出していたらどうかというのが第1の質問です。

第2の質問は、より理論的で抽象的なのですが、キャッシュフローに対する権利に対して、コントロールライトのほうを変えていくというのは、種類株を使わないとやれないことではないですよ。これは加藤さんが何度もおっしゃったことだし。しかも、会社法の制約も絡んで、フランスと同じことは日本では形式的にはできない。そういういろいろな制約の中で、普通株だけで行う場合とのバランスはどうかというのが常に問題になると思うのです。IPOの場合でも、普通株だけで支配権を維持しながら残ったものを上場しますということは、幾らでもやれる。そういう場合とサイバーダイナミクス社の場合はどう違うのだろうかという比較がある。同じような問題は、既存の上場会社が新たに何か出すときに、普通株だけ使って出す。パトリック・ボルトンが言っているのはある意味それに近いのですが、ストックオプションを役員や従業員に配るのではなくて、全株主に配りましょうという提案で、そういうやり方もあるし、それからいろんな形で普通株だけで、日本で従来議論されてきた文脈で言うと、一番多いのは新たに支配株主をつくり出すよ

うな形で支配権を変えていくということをやる場合のルールはどうあるべきですかという形で議論されているわけです。ですから、種類株以外を使った場合とのバランスについて、どういう制度設計というかルールを考えたらいいかというのが2点目の質問です。

長くなって、申しわけありません。

加藤報告者 1点目のご質問は、AA型種類株式が批判された理由は募集の方法にあったのではないかということですが、主にAA型種類株式に対して批判をしているのは海外の機関投資家だと思います。彼らは仮に海外でAA型種類株式が募集されても買わなかったと思いますので、募集が国内限定であったということは、少なくとも批判している人たちにとっては余り大きなイシューではなかったという印象を持っています。

次に、AA型種類株式というのを、伊藤園がやったような形で株主割り当てみたいの方法でやったらどうかということなんですけれども、国内で募集を行う場合、トヨタみたいに既存の株主の数が非常に多い場合には、株主割り当ては非常にコストがかかるのかなという気がします。

ただ、株主割り当てでは、個人投資家以外の、既にトヨタの株式を保有している事業会社や金融機関がAA型種類株式を取得する理由ができますので、トヨタにとっては都合が良かったのかもしれませんが。その一方で、株式持合いの強化という批判を受ける可能性があります。これは神田先生のご指摘とは反対の理由で、むしろ公募で行ったことが、AA型種類株式のような内容の株式については、経営者が自分の都合の良い株主を選択しているとの批判をかわすという観点からはよかったのではないかなという気がします。もしかしたらご質問の趣旨を捉えかねているかもしれませんが。

2つ目のご質問は、神田先生のご指摘の通り、種類株式を利用しなくても、さまざまな方法でコントロールライトとキャッシュフローライトの不均衡をつくり出すことができます。個人的に一番検討しなければならないのは株主優待だと思っていまして、株主優待はほぼ放置の状態、AA型種類株式だけを問題視するのはバランスが崩れている気がします。仮にAA型種類株

式のような特殊な種類株式の発行を規制しても、株主構造に何らかの影響力を行使したいという経営者側の需要は残っている以上、他の手段が模索される可能性があります。種類株式が利用されているか否かにとられることなく、横串を刺すような規制が必要であるか否かを考えていかなければいけないんですけども、ただどういった規制が望ましいかということについては、今の段階ではいいアイデアが思い浮かびません。

神田会長 前者について1点だけ。おっしゃったことに関連して、公募がどうか、株主割当てがどうかというのは、普通株を新たに追加発行する場合でもある有名な議論で、どういう観点から議論されているかということ言えば、さっきの文脈で言えば、既存の株主が害されないか、どちらがベターかということだと思いのですね。

それで、おっしゃった考え方は十分ありうると思うんですけども、例えばパトリック・ボルトンは逆のことを言っているんです。株主割当てのほうがいいだろうと。なぜか。株主割当てだと、全ての株主がロイヤルティー・シェアーズを引き受ける権利をもらう。もし中長期保有を望まないのだったら、それを市場で売却すればいいので、短期保有を望む株主と、中長期保有を望む株主がそこで出会って市場が機能すれば、価格が決まっていくので、そのメカニズムで先へ進むほうがいいと言っているのですね。

ただ、おっしゃるように、公募のほうがいいという議論も可能だとは思いますが。これは普通株の追加発行であるようなときに、繰り返しになりますけど、ある議論で、簡単に決着がつかないというか、置かれた状況、会社の規模、おっしゃるようなことで決まると思いのですね。従来のもうそういう議論というか、どの程度の議論と言っているかわからないんですけども、そういう議論がある中で、トヨタが行って、それが、一部でなのかもしれませんがけれども批判されたという理由がどこかなというのをもう少し探してみたいなと思ったということがあります。

加藤報告者 私からも補足的にお答えさせていただきます。先ほどの回答では、株式割当ての内容を勘違いしていました。神田先生にご指摘していた

だいた方法は、ライツ・オフリングのような形で AA 型種類株式を発行することなのだと思います。確かにそのような形で行うと、中長期保有を好まない人はライツを売って、中長期保有したい人はそのまま市場でライツを買い集めたりすることになると思います。公募で AA 型種類株式を発行した場合と、株主割り当てで AA 型種類株式を発行した場合で、結果として AA 型種類株式を取得する投資家がどの程度変わるのかが恐らく重要なのだと思います。

神作委員 本件で、どのような目的で AA 型種類株式が出されたのかということについてのご質問です。発行会社に、個人株主をふやしたいという意図があったとすると、その個人株主は AA 型種類株式についてどのように議決権を行使することを想定していたのでしょうか。後藤先生から、本件種類株式の経済実質はむしろ社債に近いというご発言もありましたが、そうすると個人投資家は AA 型種類株式について議決権を行使しないことをむしろ想定していたのでしょうか。それから、この種類株式を買った株主は実際にどのように議決権を行使しているのかについてご存知でしたら、教えていただければと思います。

加藤報告者 今、手元に神作先生のご指摘の情報はないのですが、私の予想では、恐らく行使しないだろうという予想で AA 型種類株式は発行されているのだろうという気がします。先ほど松尾先生と後藤先生のご質問にもありましたけれども、AA 型種類株式の株主がどのように議決権を行使するのが非常に重要だと思います。これについては、例えば臨時報告書における議決権行使結果の開示において、種類株式ごとに開示することを求めるルールがあると良いと思います。

神作委員 私も、AA 型種類株式について議決権が行使されたのかどうか、行使されたとしてどのように行使されたのか非常に興味があります。

岸田オブザーバー AA 株を買った方がどう議決権を行使しているかわからないんですけども、一般的にはどうかということで、当社の例をご参考で申し上げますと、個人株主の方々は、大体 3 分の 1 くらいの議決権行使比率

にとどまっています。ただ賛成率は非常に高く、大体95%くらいの方が賛成票を入れてくれるということで、個人の人は安定株主ではなくて、どんどん入れかわるんですけど、議決権行使結果を見ると、基本的に賛成してくれています。

先ほど、トヨタの場合、定款変更議案75%の賛成率ということで、恐らくISSが反推奨した関係で、海外の機関投資家は機械的にISSに倣って投票する人が多いので、かなりの割合で反対したんじゃないかなと思っています。安定的に株主総会を運営するという意味では、なるべく個人の株主をふやしたほうが良いという考え方を持っている会社もあるのではないかなと思っています。

山田委員 何度も申し訳ありません。今回、第1回目から5回目までのうち1回目は、先ほど申し上げたように、同時に自社株買いも行うということは、明らかにこれは公募を前提に、安定株主をつくる、これが目的じゃないかなと思います。そう考えると、もし株主割り当てにってしまった場合には、株主の入れ替えができず、さらに発行株式数の関係があるので、全員に株主割り当てをしてしまったら、かなりの株式数になってしまう。ですから、今回のようなケースは、恐らくこれだけ有利な条件をつけたので、1回目はとにかく通すことを目的にして、それで安定株主をつくるのが目的じゃなかったのかなと思っています。

別な質問ですが、今回、譲渡制限ということなんですが、トヨタの定款をよく見てみますと、TOBがかかればTOBに応じてよろしいということで、だから買収防衛じゃないんだという説明がなされているんですが、このような場合に、本当にこれは譲渡制限なのかということと、あと、譲渡制限で、結局これは上場会社が新たに発行する新株券等の上場というところの規則に該当するのか。ただ、東証規則の304条なんか見てみると、どういうふうに読めばそこに上場できないというふうになるのかということと、つまり譲渡制限株式が上場できないのかということと、今回は譲渡制限ということでしたけれども、同じ目的を達成するために、譲渡制限以外にどのような

形の制限ならば、中長期的な株主維持という点で有益なのか。

最後に、金融庁の方にお伺いしたいんですけども、AA 種類株式がもし上場ということになると、中長期的保有ということであれば、N I S Aの対象になるのかならないのか。そういうふう考えたんですけども、これは余談です。申しわけございません。以上です。

加藤報告者 譲渡制限に関するご質問ですが、ご指摘のとおり、公開買い付けを通じた譲渡については、取締役会の承認があったものとみなすという条項が定款の定めに入っています。その趣旨というのは、友好的買取の場合には取締役会が承認するでしょうから、結局、敵対的な買取に対して応じるかどうかの決定権は、AA 型種類株式の株主にありますよということを行っているということです。

公開買い付けを通じた譲渡を譲渡制限から除くという規定は、AA 型種類株式のような譲渡制限株式に対しては、買取防衛策ではないかという批判があるので、そういった批判に対応するために置かれたのだと思います。個人的には、譲渡制限から敵対的企業買取が外れていることの意味は、AA 型種類株式の発行済株式総数に占める割合や発行会社に対する敵対的企業買取の脅威の大きさによって変わってくるように思います。AA 型種類株式の場合には、AA 型種類株式の数は少ないですし、トヨタが敵対的企業買取の対象となる差し迫った脅威も存在しないように思います。ですから、公開買い付けが対象外になっていることは、そんなに大きな意味はないのかなという気がします。

ただ、AA 型種類株式の発行目的は、これは後藤先生がおっしゃってくれたことと関連しますが、5年間新しいビジネスに投資するので、その5年間はつき合ってください、譲渡を制限してつき合ってくれる人に株式を保有してほしいということです。このような発行目的と、公開買付けが譲渡制限の対象外となっていること、すなわち、AA 型種類株式の株主は敵対的企業買取に応募できるということは、一見すると整合しないように思います。ただ、株式の保有期間としてどの程度の強さのコミットメントを要求することが発

行会社にとって望ましいかは、個別具体的な事情によって異なるように思います。AA型種類株式の株主に求められる株式保有のコミットメントは、トヨタが敵対的企業買収の対象になるような経営環境が激変した場合を除き、AA型種類株式を継続保有するということだと思えます。トヨタの経営者は、企業価値最大化の観点から、このようなコミットメントをした株主が存在することが望ましいと考えたのだと思えます。

2点目は、AA型種類株式は本当に上場できない株式だったのかどうかという話かと思いますが、これは私ではなくて、証券取引所の方とか金融庁の方からお答えいただいたほうが良いと思います。たしか上場規則では単に譲渡が制限されている株式としか書かれてないんですね。しかし、会社法の譲渡制限株式は株主名簿の書き換え請求ができないだけなので、どうなのでしょう。これまで、一般的には会社法上の譲渡制限株式を上場することはできないと考えられてきたと思えます。

神田会長 なかなか難問で、いろいろな観点からのご意見等をいただきました。そろそろ時間ではあるのですけれども、富田さん、何かありますか。

富田オブザーバー いただいたご意見は、中で上場のほうにも伝えますし、先ほど神田先生がおっしゃっていたように、上場整備懇のほうでも今いろいろこの点も議論されていると聞いていますので、参考にさせていただきたいと思えます。

神田会長 ありがとうございます。それでは、まだご質問とかご意見もおありかと思えますけれども、ほぼ予定の時間が来ておりますので、以上とさせていただきます。本日は、難問について、非常に刺激的な報告をいただきました。加藤先生、どうもありがとうございました。

次回の研究会ですけれども、お手元の議事次第にあるように、9月7日(水)の午後2時から、藤田先生にご報告をいただく予定です。今後の予定ですけれども、その後、お手元にありますとおり、11月、2月、それから3月をもって終了するということでもあります。このうち、来年の2回分の開催予定ですが、前回の後に日程調整をして計画させていただきました。昨今、先

生方のご予定は、皆さん大変に忙しくて、ご予定がなかなか合わない状況になっております。それで、前に申し上げたかもしれませんが、大変申しわけないんですけども、この研究会、私が存じ上げている限り、鈴木竹雄先生以来の伝統で、水曜日に西の先生と東の先生が集まってということから始まっているという伝統もございますので、水曜日を基本とさせていただき、報告書の先生方のご都合を優先するというあたりで、開催日を決めさせていただかざるを得ないような状況になっております。この点をご都合のつかない先生方に大変申しわけありませんけれども、3月まではお手元の予定で進めたいと思います。

それでは、以上で本日の研究会を終えさせていただきます。どうもありがとうございました。

1. 本稿の目的

- ・ 加藤 [2016] で積み残した課題を検討する。特に、2015年にトヨタが発行したAA型種類株式を題材にして、上場会社による種類株式の利用の意義と規制上の課題を検討する。
 - 「筆者は、AA型種類株式の評価は、①我が国の上場会社の株式保有構造の現状、②上場会社が自らの株式の保有構造に介入することの是非、③AA型種類株式という方法、の3つの観点から行う必要があると考えている。」（加藤 [2016] 19頁）
- ・ 検討の順番
 - AA型種類株式の内容とその発行目的
 - AA型種類株式の現行法（会社法・証券取引所の上場規則）における取扱い
 - 我が国における短期主義（short-termism）の脅威について
 - AA型種類株式という方法について
 - 上場会社が自らの株式の保有構造に介入することへの規律について
 - 今後の課題

2. AA型種類株式の内容とその発行目的

- ・ AA型種類株式の主な特徴は以下の通りである（太田 [2015] 28頁 [図表]）。
 - 第1に、譲渡制限株式（会社法2条17号）であり、非上場株式である。
 - 第2に、非参加型優先株であり、優先配当の額は、1年目は発行価格の0.5%、2年目以降は毎年0.5%ずつ段階的に増加し、5年目以降は2.5%に固定される。
 - 第3に、普通株式の株主と同じく、株主総会において議決権を行使できる。¹
 - 第4に、普通株式を対価とする取得請求付株式（会社法2条18号）であり、株主は、2020年10月以降、AA型種類株式1株を普通株式1株に転換することを会社に請求できる。また、現金を対価とする取得請求権付株式および取得条項付株式（会社法2条19号）であり、株主は2020年9月以降に、会社は2021年4月以降に現金償還を請求できるよ

¹ トヨタは、AA型種類株式を発行することによって、種類株式発行会社（会社法2条13号）となった。本報告において「普通株式」とは、トヨタがAA型種類株式を発行する前から発行していた株式のことを指す。

うになる。現金償還の対価の額は発行価格を下回ることはないように定められている。

- ・ トヨタは、AA型種類株式の発行目的を以下のように説明する。²
 - 「このたび、次世代技術へ投資し、新たな成長フェーズを創出していくにあたり、これまで以上に中長期の視点は欠かせないものであると認識するに至りました。その結果、次世代技術のための研究開発資金の調達にあたっては、研究開発投資が当社の業績に寄与するまでの期間と、株主の皆様当社へ投資していただく期間とをできるだけ合わせる事が望ましいと判断し、中長期の保有を前提とした議決権のある譲渡制限付種類株式として、AA型種類株式を発行することといたしました。
 - AA型種類株式の発行によって、投資家の方々に、そのスタイルに合わせた投資機会を新たに提供させていただくとともに、株主権を行使していただくことで、当社の事業サイクルと株式保有サイクルを合わせた中長期の視点から、株主の皆様によるガバナンス効果を経営に取り入れていくことができると考えております。」
- ・ トヨタは、AA型種類株式の発行計画と合わせて、普通株式の希薄化を回避するために、発行するAA型種類株式と同数の普通株式を取得することを公表しており、実際に普通株式を取得した。³そのため、AA型種類株式の発行目的は純粋な資金調達とはいえないと思われる。トヨタ自身もプレスリリースなどで示唆していることだが、AA型種類株式の目的は、普通株式の株主の一部をAA型種類株式という特殊な株式に興味関心を持つ投資家に転換することにあると思われる。流動性を重んじる機関投資家にとってAA型種類株式は魅力的とはいえず、後者の投資家として主に想定されるのは、日本の個人投資家である（太田 [2015] 29頁・31頁；大崎 [2015] 59頁）。⁴

² トヨタ「第1回AA型種類株式の発行、AA型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回AA型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」2頁（2015年4月28日）。

³ トヨタ「自己株式の取得状況および取得終了に関するお知らせ」（2015年11月5日）。

⁴ AA型種類株式の発行に関する定款変更議案等に対する Institutional Shareholder Service (ISS)のレポート（以下「ISSレポート」）でも、同様の指摘がなされている。ISSレポート24頁。なお、

トヨタは、AA 型種類株式の発行について、当初から国内における一般募集しか行わないことを前提としており、実際に国内における一般募集しか行っていない。⁵ そして、トヨタ自身が AA 型種類株式を取得する投資家の中心は国内の個人投資家になる可能性が高いことを認めている。⁶

3. AA 型種類株式の現行法（会社法・証券取引所の上場規則）における位置付け

3-1 会社法における位置づけ

- ・ 上場会社（公開会社）が種類株式を利用する際の会社法上の制約
 - 株主が選任できる取締役または監査役について内容の異なる種類株式を発行することはできない（会社法 108 条 1 項但書）。
 - 株主総会において議決権を行使することができる事項が制限されている株式（議決権制限株式）の数は、発行済株式総数の 2 分の 1 を超えることはできない（会社法 115 条）。
- ・ AA 型種類株式に付される議決権は普通株式と同じであるから、上記の制約は及ばない。
 - AA 型種類株式と普通株式は、1 個の議決権に対応する株主としての経済的権利の内容が大きく異なる。AA 型種類株式は「『議決権の付された利率ステップアップ型劣後転換社債』とでもいうべきものであり、5 年間の譲渡制限を課す代わりに株主に取得請求権を付与することで事実上の元本保証を付している点が斬新である」（太田 [2015] 31 頁）と評されている。しかし、その是非はともかく、会社法は議決権と株主としての経済的権利の対応関係の不均衡自体を問題とする規定を有していないし、1 議決権あたりの株主としての経済的権利の同質性を要求していないように思われる。
 - その結果、1 株に複数の議決権が付された株式は認められないと解されているにも関わらず（江頭 [2015] 145-146 頁）、種類株式ごとに異なった 1 単元の株式数を定めることによって、たとえば、X 種類株式（1 単元の株式数 10 株）の株主が 1 株につき Y 種類株式（1 単元の株式数 100 株）の株主の 10 倍の議決権を行使できる状況を作り出すことがで

⁵ トヨタ「第 1 回 AA 型種類株式の発行および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」3 頁（2015 年 6 月 16 日）。

⁶ トヨタ「AA 型種類株式に関する Q&A」4 頁（2015 年 6 月 16 日更新版）。

きると解されている（加藤 [2007] 31 頁；東証報告書 9 頁）。このような仕組みは、複数議決権方式または議決権種類株式（複数議決権方式）と呼ばれている（戸嶋 [2014] 81 頁；加藤 [2015]）。

3-2 東京証券取引所の上場規則における位置づけ

- ・ 上場会社が新たに種類株式を発行すること等が「株主の権利及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合」が、上場廃止事由とされている（東京証券取引所・有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号；東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則 14 項 3～5 号）。
 - Appendix 2. 東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則 14 項 3～5 号
- ・ AA 型種類株式は「議決権の多い株式」か？
 - トヨタは、外部の専門機関に AA 型種類株式の公正価値の評価を依頼したり、AA 型種類株式の発行価格の下限（発行価格決定日の普通株式の市場価格の 120%）を設定するなど AA 型種類株式の発行価格は「公正かつ相当な水準」になるように配慮している。
 - ◇ Appendix 1. トヨタ「第 1 回 AA 型種類株式の発行、AA 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」I. 4. (2) 第 1 回 AA 型種類株式の発行条件等の公正性および相当性
 - ◇ 実際の発行価格（募集価格）は 1 株につき 10,598 円で、発行価格（募集価格）決定日（2015 年 7 月 2 日）のトヨタ普通株式の市場価格（東京証券取引所）の終値（8,153 円）を、約 30% 上回る。⁷
 - 疑問
 - ◇ 発行時にその発行価格が上場株式よりも高ければよいのか？
 - ◇ 発行後に「剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等」が変動することは全く考慮されないのか？
 - ◇ 「議決権の多い株式」の定義は上場規則の制度趣旨と整合的か？
 - Cf. 「議決権種類株式（複数議決権方式）が利用される場合で、種類株式の間で剰余金の配当請求権等の内容が同じであれば、議決権の多い株式か否かを判定することは容易である。これに対して、AA 型種類

⁷ トヨタ「第 1 回 AA 型種類株式の発行価格等の決定および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」1-2 頁（2015 年 7 月 2 日）。

株式と普通株式のように、剰余金の配当請求権等の内容が異なる場合には、各種類株式の剰余金の配当請求権等の価値を算定する必要があるため、議決権の多い株式か否かを判断することが困難な場合が生じ得るように思われる。」「東証は、上場会社が種類株式を発行していない場合をあるべき状態と考え、上場会社が種類株式を利用することで、議決権と剰余金の配当請求権等の価値の均衡関係が著しく損なわれることを防止することを目指しているように思われる。AA型種類株式は、剰余金の配当請求権等の内容が多様化すると、前述した均衡関係の維持を目的とした規制の構築および運用が困難になることを示している」
(加藤 [2016] 20 頁)

4. 我が国における短期主義 (short-termism) の脅威について

4-1 短期主義 (“short-termism”) とは何か？

- ・ 投資家が株式を保有する期間が短いこと自体が短期主義を意味するのではなく、短期主義の本質は、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益を高く評価すること。
 - たとえば、Coffee & Palia[2016] は、短期主義を将来の利益を現在価値に割り引く際の割引率が伝統的な機関投資家が用いる割引率よりも高い傾向と定義する (Coffee & Palia[2016] at 573)。
- ・ アメリカでは、短期主義は経営者と株主の対立の問題にとどまらず、機関投資家の間においてすら現実的な問題とされている。
 - Andrew Ross Sorkin, *BlackRock's Chief Lawrence Fink, Urges Other C.E.O.s to Stop Being So Nice to Investors*, N.Y. TIMES (Apr. 12, 2015), <http://www.nytimes.com/2015/04/14/business/dealbook/blackrocks-chief-lawrence-fink-urges-other-ceos-to-stop-being-so-nice-to-investors.html>.
 - Peter Clapman & Richard Koppes, *Time to Rethink 'One Share, One Vote'?*, Wall Street J. (June 23, 2016), <http://www.wsj.com/articles/time-to-rethink-one-share-one-vote-1466722733>.

4-2 短期主義の代名詞としての Hedge fund activism

- ・ Hedge fund activism とは、hedge fund が、会社 (以下、hedge fund activism の対象となる会社を「対象会社」という) に対して、株主利益の向上に資すると考える施策の実施を積極的に求めること (以下「activist campaign」という) で、短期的に高い収益を挙げる手法をいう。

- Activist campaign には、CEO と取締役会議長の分離の提案など穏当なものから、会社の売却、CDO の解任または事業部門の売却の提案などより干渉的なものが含まれる (Coffee & Palia[2016] at 553-554)。
- ・ アメリカでは、hedge fund activism が対象会社および経済全体に与える影響について活発な議論が行われている。
 - たとえば、hedge fund activism に批判的な立場は、その主たる根拠として、activist campaigns によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、hedge funds は高値で売り抜けることができるが、他の株主は長期的に対象会社の収益力の減少という不利益を被るという状況が生じていることを挙げる (Coffee & Palia[2016] at 549 ; Bebchuk et al. [2015] at 1093-95)。
 - Activist campaign が Schedule 13D (我が国の大量保有報告書に相当) の提出により明らかになることによって対象会社の株価が短期的に上昇することは、多くの実証研究によって明らかにされているし、hedge fund activism に批判的な論者も認めている (Bebchuk et al. [2015] at 1121-23)。
 - 我が国において hedge fund activism は上場会社の脅威となっているのか? なり得るのか?
- ・ Coffee & Palia[2016]は、hedge fund activism が増加した主たる理由の一つとして、“wolf pack”を挙げる (Coffee & Palia[2016] at 550)。Coffee & Palia は、“wolf pack”は、hedge fund が 1934 年取引所法 13 条 (d) (3) の group (我が国の共同保有者に相当) を形成することを意図的に避けつつ緩やかな協調行動をとることと定義する (Coffee & Palia[2016] at 562)。
 - “Wolf pack”が成功すると、hedge fund が Schedule 13D を提出し activist campaign を行うことを公表した時点で、既に対象会社の多くの議決権が hedge fund および activist campaign に賛同する他の株主によって確保されているという状態が生じ得る。
 - たとえば、Third Point が Sotheby’ s に仕掛けた activist campaign では、Third Point の持株比率は 9.62%であったが“wolf pack”に参加する hedge fund の参加者をあわせると、その持株比率は 32.86%であったようである (Coffee & Palia[2016] at 567)。
 - 株主が group を形成する場合、持株割合が 5%を超えるか否かは group

を構成する株主全員の持株数が合算されて判断され、group を構成する株主全員を名宛人として Schedule 13D の提出義務が課されるため、activist campaign を行おうとする hedge fund から情報提供を受けた hedge fund が株式を秘密裏に買い集めることが制限される。しかし、同じ目的を持って同時並行的に行動するに過ぎないので、たとえ遣り取りが行われていたとしても、group を構成するとは評価されないと解する見解が有力である (Coffee & Palia[2016] at 568)。

- ・ 日本では、大量保有報告制度およびインサイダー取引規制によって、アメリカと比べると、“wolf pack”を行うことが困難となっているように思われる。
 - 第1に、日本とアメリカは、大量保有報告書及び Schedule13D の提出義務が生じる持株割合は5%と同じであるが、提出義務の期限が日本は5営業日以内であるのに対して、アメリカは10日以内となっており、持株割合が5%を超過した後に大量保有報告書または Schedule13D の提出期限が到達する前に株式を買い増すことができる期間がアメリカの方が長い。
 - 第2に、日本では、公開買付け（金商法27条の2第1項）だけではなく対象会社の総株主の議決権数の5%以上を買い集める行為が公開買付けに準ずる行為とされ、その実施又は中止に関する事実がインサイダー取引規制の対象となる（金商法167条1項，金商令31条）。これに対してアメリカでは、公開買付けに向けた重要な行動と評価されない限り、インサイダー取引規制の対象にはならない (Coffee & Palia[2016] at 566-567)。そのため、アメリカでは、activist campaign を行おうとする hedge fund から持株割合が5%を超える取引を実施する予定であることを伝達された他の hedge fund が株式を秘密裏に買い集めても、インサイダー取引規制に違反しないことになる。
- ・ 機関投資家によるエンゲージメントと hedge fund activism について
 - 金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014年2月26日）において示されているように、大量保有報告制度とインサイダー取引規制は機関投資家によるエンゲージメントを萎縮させる要因となり得る。
 - 機関投資家によるエンゲージメントの障害を取り除くための制度改正

(共同保有者の定義の明確化など)は、hedge fund activismにも影響を与える可能性があるように思われる。

4-3 日本における短期主義の脅威とは？

- ・ Hedge fund activism が盛んとはいえない我が国において、短期主義を問題とすることは、何を意味するのか？
 - 株主還元の強化を求める資本市場への経営者の不満（手元資金の活用に関する経営者と株主の見解の不一致）？
 - 安定株主の減少？
 - ◇ 資本金規模の大きな会社ほど安定株主比率（「株主総会決議で会社側提案を支持してくれることが期待できる株主が保有する議決権数の全議決権数に対する比率」）は低くなる傾向にある（株主総会白書 [2015] 82 頁）。
 - ◇ 「分散保有の上場会社の中でも特に大規模な（それゆえに、経済的重要性の高い）会社については、機関投資家の株式保有比率上昇とともに安定株主比率が低下し、機関投資家の議決権行使が、株主総会の決議結果を左右するまでに至っていることがうかがえる」（田中 [2013] 32 頁）
 - 株式市場が非効率であること？
 - ◇ 「非効率な株式市場は、会社の長期的利益を短期的利益に比べて過少に評価することもあれば、逆に過大に評価することもある。市場がシステムティックに長期的利益を過少に評価する（それが、短期的志向の意味である）と信じる理由は必ずしも存在しない」（田中 [2013] 36 頁）
- ・ 資本市場の参加者が株主還元の強化を求めることの是非について
 - アメリカでも、hedge fund activism 自体およびそれを契機として、hedge fund に限らず多くの資本市場の参加者が以前よりも剰余金の配当や自己株式の取得を対象会社に強く求めることになったといわれている（Coffee & Palia[2016] at 580-581）。
 - Activist campaign の後、対象会社が、R&D 投資など成果が挙がるのに長期間を要する投資を絞る傾向にあることへの懸念が示されている。2015 年に公表された研究によれば、activist campaign が成功した対象会社の R&D 投資の額が売上高に占める割合が、activist campaign の

対象となったこと以外は共通した特徴を有する会社と比べて、長期的に下落傾向にあることが示された。⁸

- Hedge fund activism に批判的な論者は、対象会社は activist campaign によって R&D 投資などの減少を迫られ長期的な利益を犠牲にせざるを得なくなっていると主張する。これに対して、Bebchuk et al. [2015] は上場会社の経営者は一般的に事業規模の拡大を求めて非効率的な投資を行う誘因を持っている（いわゆる empire building）として、R&D 投資などの減少は肯定的に評価され得る可能性のあることを示唆する（Bebchuk et al. [2015] at 1136 & 1137 note 103）。一方、Coffee & Palia は、empire building に対する懸念は経営者の報酬の主たる部分が金銭であった場合は大きかったが、報酬の大部分がストック・オプションと株式になった現代においては、経営者には規模の最大化を追及する誘因は存在しないとして、Bebchuk et al. [2015] の評価に疑問を呈する（Coffee & Palia [2016] at 593-594）。
- 我が国において、上場会社が資本市場の参加者の要望を受けて株主還元を強化していることは、どのように評価されるべきか？
 - ◇ 欧米と比較して我が国の上場企業の ROA、ROE の水準が低いことの評価（内閣府「平成 27 年度年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）一四半世紀ぶりの成果と再生する日本経済一」（2015 年 8 月）146 頁第 3-2-6 図）
 - ◇ 歴史的な低金利について
- ・ 安定株主の減少について
 - 「トヨタは、「AA 型種類株式の発行により、コーポレートガバナンス・コード原案（平成 27 年 3 月）において、『会社にとって重要なパートナーとなり得る存在』とされている中長期保有の株主層を開拓することを目指します」と述べる。しかし、コーポレートガバナンス・コード原案が想定する中長期保有の株主とは、短期的な株価の変動ではなく中長期の観点から企業価値を評価し、結果として中長期間にわたり株式を保有することになる株主のことを指しているように思われる。結果として保有期間が短期となっても、株主が中長期的な観点から企

⁸ See Yvon Allaire & Francois Dauphin, *Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence*, INST. FOR GOVERNANCE OF PUB. & PRIVATE ORG. (Apr. 1, 2015), http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150401_Allaire.pdf.

業価値を評価し経営改善を会社に促しても成果が出ないため持株を売却したような場合、そのような株主は責められるべきではないと思われる。」(加藤 [2016] 19 頁)

- 「株主の投資期間が短期的であるからとって、その株主としての行動までが短期的利益の追求に偏る（会社の長期的利益を損なう）理由は当然には存在しない」（田中 [2013] 36 頁）

5. AA 型種類株式という方法について

5-1 短期主義への対抗策としての AA 型種類株式？

- ・ 「トヨタによる AA 型種類株式発行の最大の意義は…株主ブロックの一部を、ヘッジファンドや一部機関投資家等の短期的利益志向の強い投資家から中長期的に経営をサポートする個人投資家に入れ替える点にあると思われる」（太田 [2015] 31 頁）
- ・ 「AA 型種類株式は、譲渡を法的に制限することによって、株主に中長期保有のコミットメントを求めるものといえる。トヨタが公表した AA 型種類株式の発行目的からは、このようなコミットメントにより、株主が中長期の観点からトヨタの経営を評価するようになることへの期待がうかがわれる。」(加藤 [2016] 19 頁)
- ・ 「トヨタは研究開発に年間 1 兆円を投じる。自動車技術が転換期を迎えるなか、2030～50 年に花開くとされる人工知能 (AI) には数千億円単位で資金を投じる。『株式市場が強めるショートターミズムとどう向き合うかが重要度を増した』と幹部は言う」（揺れる企業統治 (下) 「安定株主」トヨタも悩む. 日本経済新聞. 2016 年 7 月 10 日、朝刊)
- ・ 個々の上場会社にとって最適な資本構成（株主構成）が存在するのか？
 - Rock [2012] at 851 (Venture capital や private equity fund は投資先企業の企業価値に貢献してきたことを例に挙げつつ、上場企業でも、投資家と投資先企業の正しい組み合わせが企業価値にとって重要である可能性を指摘する)。
 - 「最適資本構成に関する研究は、Modigliani & Miller を起源とするものであるが、それは企業にとって最適な負債と資本の組み合わせを探求するものといえる。現在では、レバレッジの比率だけではなく、負債に関しては貸し手の属性や信用供与契約の内容について、資本に関しては株式保有の集中の程度、敵対的企業買収、取締役会の構成につ

いても論じられるようになってきている。その目的は、企業の内部者（経営者など）と外部者（投資家など）の情報の非対称によって生じる種々の問題を解決することにあると言われている。その中には、経営者と株主のエージェンシー問題の解決も含まれる。」（加藤 [2013] 524-525 頁）

➤ Cf. CYBERDYNE 社

5-2 AA型種類株式がコーポレート・ガバナンスに与える影響

- ・ 仮に我が国において短期主義への何らかの対処が必要な状況が発生していたとしても、AA型種類株式が処方箋とした最適とは限らない。AA型種類株式については、コーポレート・ガバナンスに与える影響について評価が定まっていないように思われる。⁹
 - なお、AA型種類株式は中長期保有の個人株主促進策の一種であり、AA型種類株式の評価は上場会社が行う類似の施策（株主優待制度など）と比較検討しつつ行うことが望ましいとも思われる。
 - Cf. 大崎 [2015] 63 頁（AA型種類株式と同様の効果を持つ株主優待制度では同じ種類の株主が不平等に扱われるのに対して、このような不平等はAA型種類株式では存在しないと指摘する）
 - トヨタは2015年に発行したAA型種類株式（以下「第1回AA型種類株式」）の数は4710万株であるが、2016年3月31日現在のトヨタの普通株式の発行済株式総数は33億3799万7492株であり、発行済株式総数に占める第1回AA型種類株式の総数は約1.39%に過ぎない。¹⁰
- ・ AA型種類株式によって個人株主の株式保有を促進することについて

⁹ なお、AA型種類株式の譲渡制限は、同株式を対象とする公開買付を通じた譲渡には及ばない（トヨタ定款21条2項）。譲渡制限の意味は株主名簿の名義書換請求をするために取締役会の承認が必要となることである。したがって、トヨタ取締役会の同意を得ない買収者、すなわち、敵対的買収者も、公開買付によってAA型種類株式を取得すれば、株主名簿上の株主となり、議決権等を行使できるようになる。トヨタは、この点を理由の一つとして、AA型種類株式は買収種防衛策ではないと説明する（トヨタ「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」6頁（2015年6月16日））。

¹⁰ また、トヨタの定款には、普通株式の発行可能種類株式総数100億株、第1回AA型種類株式～第5回AA型種類株式のそれぞれについて各5000万株が発行可能種類株式総数として定められているが、第1回AA型種類株式～第5回AA型種類株式の発行可能種類株式総数の合計は1億5000万株を超えないものとする旨も定められている（トヨタ定款第5条）。

- 一般的には、集合行為問題のため個人株主が会社経営にとって意味のある行動をすることは期待できない。それに加えて、AA 型種類株式は社債に類似した特徴を有していることからその株主はリスク回避的であることも理由として、AA 型種類株式によって個人株主の株式保有を促進することは経営者に対する規律を緩めると評価する見解がある（ISS レポート 25 頁）。
- これに対して、AA 型種類株式の発行によって経営者に対する規律が緩むとの主張に強く反論する見解がある。その根拠として、AA 型種類株式の株主の多くは個人であるから持合株主などと異なり発行会社との間に株主としての権利行使を妨げる利害関係を持たない（大崎 [2015] 61 頁）、個人株主であれば常に経営陣をサポートするというわけではない（太田 [2015] 31 頁）、AA 型種類株式は譲渡が制限されていることから、特に業績悪化局面において、自己の利益を守るために積極的に議決権行使などを行うことも期待できる（大崎 [2015] 61 頁；太田 [2015] 31 頁）などが挙げられている。
- AA 型種類株式の株主に集合行為問題を克服することを期待できるのか？
- ・ AA 型種類株式が取得請求権付株式であることに基づく規律について
 - 普通株式の株価が AA 型種類株式の発行価格を下回っていると AA 型種類株式の株主の多くが普通株式への転換ではなく現金による償還を請求し会社から多額の財産が流出することになるため、経営者は普通株主の利益を無視することはできない（大崎 [2015] 61 頁；太田 [2016] 31 頁）。
 - AA 型種類株式の発行後も普通株式の市場価格を通じた規律が残ることは、株式市場の短期主義への処方箋として合理的か？

5-3 中長期保有の株主を一般的に優遇することの是非について

- ・ 中長期保有の株主を優遇することは、短期主義への対応策として、副作業が大きいように思われる。
- ・ たとえば、議決権の大きさについて長期保有株主を優遇する仕組みは、hedge fund activism への対抗策となり得るが、会社経営に不満を持つ株主が株式を売却することによって生まれる経営者への規律効果を弱める（田中 [2013] 41 頁（注 43））。会社に安定株主が存在する場合、短期間で株式

を売却する株主の数が増加すれば、安定株主の議決権割合が増加する。

- ・ いわゆる中長期保有株主の優遇策は、投資判断に発行会社の企業価値以外の要素を織り込ませるので株式市場を歪めるといふ問題をどのように評価するか？

6. 上場会社が自らの株式の保有構造に介入することへの規律について

- ・ 株主総会決議を経れば良いのか？
 - 「上場会社による対応は経営者のイニシアティブによって行われる場合が多いから、経営者が自分の都合のよいように株式保有構造に介入するのではないかと懸念を払拭することはできない。もちろん、上場会社が AA 型種類株式のような仕組みを利用するためには株主総会の特別決議（会社法 466 条・309 条 2 項 11 号）が必要であるから、経営者による私的利益追求行為は十分に規律されているとの評価もあり得るであろう。しかし、上場会社による種類株式の利用を制約する証券取引所の規則は、このような規律では不十分であることを前提に構築されていることに留意されるべきである。」（加藤 [2016] 19 頁）
 - 「たとえば、トヨタが 2015 年 6 月 17 日に提出した臨時報告書によれば、行使を確認できた議決権数に対して、AA 型種類株式の発行に必要な株主総会決議案に賛成の割合は 75%であるが、その他の決議案のほとんどでその割合は 95%を超えていた。このことは、AA 型種類株式に対する投資家の消極的な評価を示唆しているように思われる。しかし、トヨタですら 75%の賛成しか得られなかったことは、トヨタと類似した株式保有構造を持つ他の会社では、AA 型種類株式に類似した仕組みの利用が株主全体の利益の向上につながるか否かを株主総会が十分に選別できるとの評価もあり得るように思われる。」（加藤 [2016] 20 頁（注 23））
 - 株主全体の利益を保護する仕組みとして株主総会をどの程度信頼できるかは、証券取引所の規制の合理性を検討する際に重要な考慮要素となる。上場会社による議決権の多い株式の発行などが上場廃止事由とされている理由として、既上場の会社が、上場している株式より議決権の多い株式を発行すると、上場されている株式の株主の権利を害するおそれがあることが挙げられる（松尾 [2014] 321 頁）。これに対し

て、株主総会が議決権の多い株式などの発行によって議決権の希釈化を補うことができると判断した場合には、このような判断は尊重されるべきとの反論が考えられる。上場会社による議決権の多い株式の発行などを対象とした規制は、アメリカの証券取引所の規制を参考にしたものと思われる。アメリカの証券取引所の規制は、1980年代に上場会社が様々な手法を用いて株主全体の利益を害するような種類株式の利用を株主に承認させてきたという事実認識がその背景にある（加藤 [2007] 117-123 頁）。

- ・ スチュワードシップ・コードや株式持合の減少は、株主総会の意思決定を尊重すべきという方向に向かうのか？
 - 「それから、スチュワードシップ・コードを受入れた機関投資家がこれを真摯に実行しているか疑問を感じる。例えば、昨年、ある会社の種類株式発行が株主総会で承認されたことがあったが、スチュワードシップ責任を負った機関投資家株主の多くが賛成したことは理解できないといった意見が寄せられているところでございます。」（第 8 回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（2016年6月1日）議事録）
 - 「証券取引所による規制の目的が投資家保護にとどまるのであれば、上場会社における株主総会や IPO に参加する個々の投資家に代わり、証券取引所が実質審査を行うことの合理性が常に問われるべきである。」（加藤 [2016] 20 頁）
 - NYSE や東京証券取引所の上場規則は、種類株式を発行する会社が IPO を行う場合と上場会社が新たに種類株式を発行する場合を区別し、後者をより厳格に規制するという点で共通している。しかし、IPO 市場では、コーポレート・ガバナンスに関する事項（敵対的企業買収防衛策など）はあまり重視されていないようである（Klausner [2013]）。このことを踏まえると、投資家保護の観点からの規制の必要性は、むしろ IPO 市場にあるとの評価も成り立ち得るように思われる。

7. 今後の課題

Appendix 1. 東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則 14 項

- ・ 規程第 601 条第 1 項第 17 号に規定する施行規則で定める場合とは、上場会社が次の各号のいずれかに掲げる行為を行っているときと当取引所が認めた場合その他株主の権利内容及びその行使が不当に制限されていると当取引所が認めた場合をいう。
 - 3 号 拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行に係る決議又は決定（持株会社である上場会社の主要な事業を行っている子会社が拒否権付種類株式又は取締役選任権付種類株式を当該上場会社以外の者を割当先として発行する場合において、当該種類株式の発行が当該上場会社に対する買収の実現を困難にする方策であると当取引所が認めるときは、当該上場会社が重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされた拒否権付種類株式を発行するものとして取り扱う。）。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合は、この限りでない。
 - 4 号 上場株券等について、株主総会において議決権を行使することができる事項のうち取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について制限のある種類の株式への変更に係る決議又は決定。ただし、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合は、この限りでない。
 - 5 号 上場株券等より議決権の多い株式（取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券等より低い株式をいう。）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）

Appendix 2. トヨタ「第1回AA型種類株式の発行、AA型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回AA型種類株式発行に際した自己株式取得に関するお知らせ」(2015年4月28日) I. 4. (2)

第1回AA型種類株式の発行条件等の公正性および相当性

当社は、第1回AA型種類株式の発行条件の決定にあたっては、公正性を期すため、当社から独立した第三者機関である株式会社ブルータス・コンサルティングおよび株式会社赤坂国際会計に第1回AA型種類株式の価格算定を依頼し、一般的な価値算定モデルであるモンテカルロ・シミュレーションおよび二項モデルでそれぞれ作成した第1回AA型種類株式の公正価値に関する評価報告書を受領しております。当社は、各第三者機関が異なる評価手法を用いて算出した評価報告書のうち、普通株主にとってより有利な算定を行ったもの（すなわち第1回AA型種類株式の公正価値をより高く算定したものをいい、以下「採用評価書」といいます。）を採用することとし、評価報告書の公正性をより高めるように配慮しております。

当社取締役会は、本日、第1回AA型種類株式の発行価格に係る仮条件（※）の下限を、採用評価書において評価額が適正と示される範囲内となる120%に設定いたしました。発行決議日において決定される発行価格に係る仮条件は、当該下限以上で、同日時点の市場環境等を勘案して当社取締役会が適当と判断する水準（レンジ）に設定されます。

※ 発行価格に係る仮条件は、発行価格等決定日における株式会社東京証券取引所における普通株式の普通取引の終値に対する割合（%）の形式で表示され、最終的な発行価格は仮条件の範囲内で決定されます。

また、発行価格は、日本証券業協会の定める有価証券の引受け等に関する規則第25条に規定されるブックビルディング方式と同様の方式により、仮条件による投資家の需要状況ならびに第1回AA型種類株式の価値が相当程度連動すると考えられる普通株式の株価水準およびその価格変動リスク等を総合的に勘案した上で、仮条件の範囲内で決定されます。したがって、投資家が第1回AA型種類株式の対価として支払う金額（発行価格）は、第1回AA型種類株式の公正価値の範囲内にあり相当な水準となると判断しております。

さらに、当社が第1回AA型種類株式の発行により払込みを受ける金額（引受価額）は、発行価格をもとに当社と引受人との間の対等な当事者間の交渉によって決定されますので、公正かつ相当な水準となると判断しております。

上記のことから、当社は、第1回AA型種類株式の発行は、会社法に定める「特に有利な金額」による発行には該当しないと考えております。しかしながら、客観的な市場価格のない種類株式の公正価値については、その計算が高度かつ複雑であり、その価値評価については様々な考え方があり得ることから、株主の皆様のご理解を得るため、会社法第199条ならびに第200条第1項および

第2項に基づき、第1回AA型種類株式の募集事項の決定を当社取締役会に委任することにつき、本定時株主総会における特別決議による承認を得ることを条件として、第1回AA型種類株式を発行することといたしました。なお、第1回AA型種類株式についてかかる当社株主総会の承認が得られる場合、今後第2回以降の回号に係るAA型種類株式を発行する場合については、別途当社株

主総会の承認を得ることは現時点では予定しておりません。

※参考文献

- ・ 江頭 [2015] 江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』145-146頁(2015年、有斐閣)
- ・ 大崎 [2015] 大崎貞和「AA型種類株式が投じた一石」証券アナリストジャーナル 53巻11号58頁以下(2015年)59頁。
- ・ 太田 [2015] 太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕」商事法務 2086号27頁以下(2015年)
- ・ 加藤 [2007] 加藤貴仁『株主間の議決権配分—一株一議決権原則の機能と限界—』(商事法務、2007年)
- ・ 加藤 [2013] 加藤貴仁「グループ企業の経済的意義と法規制の役割」岩原紳作=山下友信=神田秀樹編著『会社・金融・法〔上巻〕』501頁以下(2013年11月、商事法務)
- ・ 加藤 [2015] 加藤貴仁「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？」神作裕之責任編集=資本市場研究会編『企業法制の将来展望-資本市場制度の改革への提言〔2015年度版〕』141頁以下(2015年1月)
- ・ 加藤 [2016] 加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト 1495号15頁以下(2016年)
- ・ 株主総会白書 [2015] 商事法務研究会「株主総会白書 2015年版-制度改正対応からみえる変化の兆し-」商事法務 2085号(2015年)
- ・ 東証報告書 [2008] 東証取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008年1月16日)
- ・ 田中 [2013] 田中亘「株式保有構造と会社法-『分散保有の上場会社のジレンマ』を超えて」商事法務 2007号30頁以下(2013年)
- ・ 戸嶋 [2014] 戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株式上場の実務と展望」商事法務 2032号81頁以下(2014年)
- ・ 松尾 [2014] 松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規制の検討」阪大法学 64巻3=4号317頁以下(2014年)
- ・ Bebchuk et al. [2015] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, and Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015)
- ・ Coffee & Palia [2016] John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 547 (2016)
- ・ Klausner [2013] Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 STAN. L. REV. 1325 (2013).
- ・ Rock [2012] Edward B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849 (2012)
- ・

金融商品取引法研究会名簿

(平成 28 年 7 月 20 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜 一 郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月
 —「新規な説明義務」を中心として—」
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第57号

上場会社による種類株式の利用

平成28年9月7日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-673-0 C3032 ¥500E