

デュアル・クラス・シェア (DCS) ・ ストラクチャの論理と現実

佐 賀 卓 雄

要 旨

2000年代以降のアメリカの株式市場においては、公開会社の減少、IPO（新規公開）の減少、ユニコーン（時価総額10億ドル以上の非公開会社）の増加など、これまでにみられない特異な現象が生起している。他方で、上場会社の時価総額は増加しているから、株式市場が決して低迷している訳ではない。それどころか、ユニコーンは有力な上場予備軍として投資家の注目を集め、しばしば高い公開価格で上場されている。

近年のイノベーションを推進する ICT（テック）企業では、公開に際して議決権に差のある複数の株式を発行する例が増加している。このデュアル・クラス・シェア (DCS) ・ストラクチャは、創業者に経済的利得（キャッシュフロー）から乖離した割合の議決権を付与することにより、短期的利益志向の株式市場からの干渉を排除し独自のビジョンを追求することを可能にし、結果的に企業価値の向上に寄与しているといわれる。もっとも、半面では創業者が自らの私的利益を奪取するエージェンシー・コストを高める危険性もある。

現代株式会社における株式所有の分散、所有と経営の分離の下で、株主優位の原則、1株1票という制度は少数株主を保護する会社民主主義の基本と位置付けられてきた。契約によってあらかじめ利益が保護される他のステークホルダーとは異なり、事前に契約によって利益が保護されず残余請求権を与えられる株主に対しては、そのリスク負担に見合う権利が付与されるべきだとされたのである。

DCS ストラクチャはこれらの制度的枠組みを否定するものであり、一部の研究者や機関投資家から強い反対が提起されてきた。ICT 企業の創業者を含めて DCS ストラクチャを支持する論者は明示的には主張しないものの、1株1票制を支える株主の均質性という前提に対して懐疑的な認識を持っていると思われる。

両者の妥協策として、サンセット条項設定の義務づけが提案されたりしている。

このように DCS ストラクチャに対する評価は対立しているが、コーポレート・

ガバナンスの観点からは、経営に対するモニタリングに関心がなくコストもかけないパッシブ投資の機関投資家などが増加している現状を踏まえれば、議決権に格差をつける DCS ストラクチャの導入を積極的に評価する余地がある。

目	次
はじめに	
I. デュアル・クラス・シェア (DCS) ・ストラクチャの機能	III. ICT 企業の IPO (新規公開) と DCS ストラクチャ
II. アメリカにおける DCS をめぐる立法史	IV. DCS ストラクチャの修正
	終りに

はじめに

近年、ICT 企業による DCS ストラクチャを伴う IPO (新規公開) が増加している。これは IPO 数の停滞とユニコーン (時価総額が10億ドル以上の未公開会社) の増加、上場企業数の減少と軌を一にした現象である。短期的利益を求める株式市場からの干渉を排し、創業者自らのユニークなビジョンを追求し、結果的に株主利益の向上にも資するというのが新しく事業を立ち上げる創業者の主張である。もとより、DCS ストラクチャを採用する公開会社がそのような成果を達成しているかどうかはあらためて検証されるべき問題である。

他方、伝統的な会社民主主義、株主平等主義、1株1票制の立場からの反対も根強い。これらの立場からは、株主保護の観点から DCS ストラクチャの禁止あるいは何らかの制限措置が採られるべきと主張される。

本稿では、DCS ストラクチャが歴史的にみて伝統的な会社民主主義、株主優位原則、1株1票制とどのような関係にあり、またどのような問題を提起しているのかについて取り上げ

る。また、現実には、DCS ストラクチャは公平待遇条項や様々な内容のサンセット条項を伴っていることが多いが、その実態と意義について検討する。

I. デュアル・クラス・シェア (DCS) ・ストラクチャの機能

現代の株式会社制度の下では、1株に平等に1票の議決権を付与する「1株1票」(one share-one vote) が会社民主主義の基本的な特質とされている。しかし、初期の株式会社、特に株式会社発生史の大宗である故大塚久雄氏が明らかにしたように、近代株式会社の嚆矢とされるイギリス東インド会社までの初期の株式会社においては、株券は出資額をそのまま端数まで記載したものであり、今日のような等額・小額面に整理されたものではなかった。また、額面額を高額にして、その一部だけの払込みを済ませ、未払込み分をいわば予備的な資金調達枠として緊急の資金の必要性が生じた時に徴収するという慣行 (分割払込制) も広くみられた。そのような状態であったから、議決権についても出資額に比例して付与されるのではなく、出

資額に関係なく一定額以上の株主には1票 (one person, one vote) を付与したり、複数の株券に1票を付与したりしていた。

歴史的に、技術的に株券が等額面化、小額面化、全額払込みに向けて整備され、他方では株主の損失負担を出資額を限度とする有限責任制が採用されたのは、広い範囲からの資本の集中を可能にするため、出資しやすく流動性（売却可能性）を高めるためである。また、無限責任制や信用取引の追徴がそうであるように、現実には投資家が払込能力を失っている時に未払込分が徴収されることが多く、いざという時には当てにならないことが認識されるようになったからである。

このような技術的整備を前提にして1株1票という原則が広く普及してきたのである。その理論的根拠とされたのは株式会社を取り巻く他のステークホルダー（利害関係者）とは異なる株主の地位である。従業員、取引相手、債権者などはあらかじめ契約によってその権利が保護されているが、株主は事前には利益が保証されない残余請求権 (the residual claim) が与えられ、経営にともなう不確実性をもっぱら負担させられている。もっとも、細かくいえば、人間は将来起こりうるすべての事象を予想できる訳ではないので、契約は本質的に「不完備契約」(incomplete contract) としての性格を持ち、他のステークホルダーも一定のリスクを負担させられている。例えば、会社が経営破綻に追い込まれた時には、従業員や債権者は優先的な支払いを受け、株主は最劣後の扱いを受けるが、彼らといえども契約内容を完全に保証される訳ではない。

このように、人間の限定合理性 (bounded rationality) (ハーバート・サイモン) の下で

の契約は基本的に不完備契約という性格を持たざるをえないが、株主以外の契約当事者は可能な限り不確実性を回避する仕組みとなっており、株主は出資額を限度としてではあるが、残余請求権者として事業経営から生じるリスクを負担させられるのである。

株主のリスク負担に対して、基本的な株主権として、議決権、利益・配当請求権、残余財産分配請求権、が与えられている。議決権は株主総会を通して経営意思決定に参加する権利であり最も基本的なものである。利益・配当請求権は経営の成果に参加する権利、そして残余財産分配請求権は清算にあたって分配に参加する権利である。要するに、将来起きる蓋然性の高い事態に対して、株主の権利を保護することによってリスク負担に見合った報酬を提供するスキームとなっている。1株1票というのは株主に対して公平な取り扱いを体現したものとみなされてきた¹⁾。

しかし、それは強制的なものではなく、現実には様々な種類株が発行されてきた。中でも、議決権に格差をつけるデュアル・クラス・シェア (DCS) の発行は、アメリカでは会社制度の登場とともにほぼ一貫して利用されてきた。DCS はかつてはファミリー企業やマスコミ（新聞社など）が支配権や編集権を守る目的で発行され、1980年代に敵対的買収が脅威になった時には買収防衛策として利用された。しかし、最近ではICT企業による発行が急増し、DCSの役割も変化している。

DCS ストラクチャは典型的には二つのクラスの株式を発行し、一つのクラスの株式には1票、もう一つのクラスの株式には複数の議決権 (10票が多いが、70票や150票という例もみられる) を付与し、後者を創業者やファミリーなど

図表1 デュアル・クラス・シェア（DCS）・ストラクチャの類型

DCSのタイプ	導入企業例
一株に付与される議決権数に差異を設ける	クラス A, クラス B の議決権の割合が 1 対 10 が多いが、無議決権株を発行する例もある（Alphabet（google の親会社）、Snap, Viacom, Visa など）
保有期間により一株の議決権に差異を設ける（テンニユア・ポーティングあるいはタイムフェーズド・ポーティング）	過去30年間で12社が導入。そのうち、7社は既に廃止 ¹⁾ 。Aflac, The J.M.Smucker Co.（保有期間4年までは1議決権、それを越えると10議決権）など
クラス株毎に議決権のシェアが割り当てられる	Ford Motor（クラス B 株が常に40%の議決権を保持（非変更（ハードワイアリング）条項）など
クラス株毎に選任できる取締役の数を決める	NIKE（クラス A 株が取締役数の75%を選出、クラス B が25%を選出）New York Times（クラス A 株、30%を選出、クラス B 株、70%を選出）など
サンセット（期限）条項 ²⁾ の有無	現在は、Alteryx（2027年まで）、Bloom Energy（2023年まで）、Slack Technologies（2029年まで）、Smartsheet（2025年まで）、Zuora（2028年まで）など

(注) 1) Berger *et al.* [2016] による。

2) サンセット条項の内容については、本文および図表4を参照されたい。

[出所] Council of Institutional Investors (CII) [2019], *Dual Class Companies List*, September より作成

の少数株主が保有するものである（DCS ストラクチャは、取締役の選任についての議決権の制限やテンニユア・ポーティングなども含めて使われる場合がある。この広義の DCS ストラクチャの類型については、図表1を参照されたい）。近年は、これに無議決権株を発行する例もみられるが、これは持株比率の低下によって十分な割合の議決権を確保できなくなったことに対する資本政策である。2004年に新規公開したグーグル（持株会社 Alphabet Inc.）は、当初はクラス A（1個の議決権）とクラス B（10個の議決権）からなる DCS ストラクチャであったが、当初の持株比率28%が2015年には12%にまで低下したために、2014年に新たに無議決権株クラス C を発行した²⁾。また、2017年に新規公開したスナップ（Snap Inc.）は、クラス A は無議決権、クラス B は1個、クラス C は10個の議決権が付与される DCS ストラクチャを採用している³⁾。

DCS ストラクチャの直接的効果は明確である。経済的持分（キャッシュフローに対する権利）と支配権を切り離すことによって、少数株株による支配を強固にすることである。その意味で、持株会社や持合いと同じ効果が生まれる。したがって、機関投資家を中心に、会社民主主義、少数株主保護の観点から、強い批判が向けられるのは当然である。

しかし、世界的にみれば、1株1票を基本としながらも、それを逸脱した DCS ストラクチャの他、持株会社、持合いなどの多様な支配力強化（leveraged control）の手段を認めている国がほとんどである。2007年の EU 加盟16ヶ国についての調査では、464社の公開会社のうち、その44%はピラミッド構造（持株会社形態）、複数議決権などの支配権強化のメカニズムを活用していた。2016年には、DCS ストラクチャを活用している公開会社の割合が多いのは、スウェーデン、31.1%、デンマーク、

26.3%, フィンランド, 22.9%であるが, フランス (3.8%), スペイン (2.3%), イギリス (2.2%) は少ない (Kim *et al.* [2018], Table 1)。このデータではアメリカは8.1%で, 特に割合が高いわけではないが, 近年ではICT企業のIPOでは30%を越えている。他方, 東アジアでは1株1票制度との整合性を図るためにDCSストラクチャを禁止している国があるため, ピラミッド型の持株構造が最も多くみられる支配権強化の形態である。東アジア全体としては, 公開会社の38.7%がこの構造を活用している (内訳は, インドネシア66.9%, シンガポール55%, 台湾49%, 韓国42.6%, である)⁴⁾。

Kim *et al.* [2018] は, これらの差異を生じさせている主要な要因はマルチクラスの議決権に対する機関投資家の忌避的態度であり, アメリカやイギリスなどの機関投資家の持株比率が高く影響力が強い諸国では1株1票の志向性が強いと結論している。

しかし, DCSストラクチャを評価するためには, これらの批判の拠り所となっている1株1票という制度について検討する必要がある。明らかに, この制度は近代国家の民主主義制度に影響を受け取り入れられたものである。しかし, 両者は本質的なところで決定的な違いがある。それは近代国家の普通選挙権が1人1票であるのに対して, 株式会社の最高意思決定機関である株主総会は1株1票であることである。株式会社における意思決定方法は近代民主主義のそれに擬似させたものであるが, 重大かつ本質的な違いは, 後者は老若男女, 資産の多寡を問わず定められた年齢以上の国民一人一人に等しく1票の議決権が与えられるのに対して, 前者は投資額に応じて議決権が与えられることである。つまり, 投資額が多いほど多くの

議決権が与えられるということである。従って, 1株1票の原則を拠り所に株主平等原則を主張することは, そもそもが投資資産の格差を前提にしたもので, 果たしてそれを株主平等原則といえるのかという問題がある。本質は「株式の平等」なのである。

それを明らかにするために, 簡単な合本の例を考えよう。今, A, B, Cの出資者がそれぞれ400, 200, 100という投資額を持ち寄り, 合本企業を創業したとする。この場合, 出資額に関係なく1人に1票の議決権が割り当てられるとすると, 早晚, この合本企業はスムーズな意思決定に行き詰まり, 解散に追い込まれることになる。というのは, BとCが手を結べば合本企業の経営方針を決めることができるが, 最大の出資者であるAがそれに不満な場合には, 脱退し資本を引き上げるという行動が予想されるからである。そうなると, BとCは合計しても資本力で劣るため, 譲歩せざるを得なくなる。結局, 合本企業の合理的な意思決定は拠出資本額に応じた議決権の付与ということになり, これが均衡条件になる。これを言い換えれば, 合本企業における意思決定は市場における競争原理を持ち込んだものであることが分かる。

株式会社における1株1票という原理も資本主義的な競争の反映であり, 近代国家の民主主義における1人1票とは本質的に異なる。いわば, 株式会社の意思決定方式は資本力の強い方が優位にたつ資本主義的な性格を持っているのである。

さて, 創業者が十分な資産を保有していない場合, 支配権を維持しようとすれば, キャッシュ・フローに対する権利から乖離した議決権を確保しなければならない。先ほどの例でいえ

ば、創業者がBあるいはCの立場に置かれている状況である。これは決して例外的事態ではない。多くのICTベンチャーは創業資金のほとんどをベンチャー・キャピタル (VC) に依存しているのが普通である。創業者がCの立場にあり、それでも自分の企業の経営権を維持したいと思えば、DCSストラクチャを採用することによって目的を達成できる。A、Bの持株に対して各1個の議決権、それに対してCの持株に10個の議決権を付与すれば、キャッシュ・フローに対する権利は14.3%にすぎないが、62.5%の議決権を保有できるのである。さらに無議決権株を発行すれば、より少ない持株で支配権を確保できるであろう。これがDCSストラクチャの効果である。

このように、DCSストラクチャは支配に必要な資本を効果的に節約できるのであるが、キャッシュ・フローに対する権利と議決権を分離することによって、より大きなエージェンシー・コストを発生させる可能性がある。つまり、少数支配株主が自らのビジョンを持ち、それが企業価値の向上に寄与するのであれば良いが、私的利益を奪取するためにその支配的地位を利用する可能性を排除できないからである。実際、テnderオファー (企業買収提案) はこのような経営行動に対する抑止効果を持つものとして評価されてきた (会社支配市場 (market for corporate control) の意義)。従って、1株1票、DCSストラクチャについての評価は、企業目的を達成するための手段としての支配に必要な資本の節約効果とエージェンシー・コストの増加という二律背反をバランスさせる制度の構築を要請している⁵⁾。

II. アメリカにおける DCS をめぐる立法史

アメリカでは、株式に対する議決権の付与は、1852年にメリーランド州の会社法が1株1票の基準を採用するまでは、個別の会社設立を認める特許状において規定されていたが、それまでは三つの方式があった。それらは、少数ではあったが1株に1票の投票権を付与する、多くは株数に関係なく一人の株主に1票を付与する、そして大株主に議決権を制限する、である。鉄道や鉄鋼など大規模な資本の投下を必要とする産業の勃興と成長を背景に、資本集中のための効果的な株式制度の整備が求められたため、1900年までにはアメリカの株式会社の多数が「1株1票」制度を採用するようになった。議決権をめぐるこのような動向は、一般国民の経済力の集中に対する警戒感と、会社に対する偏見が次第に払拭されていったことを反映している。しかし、20世紀の最初の20年間に議決権を持たない株式の発行が増え始め、この傾向は逆転する⁶⁾。1927-32年の間に、少なくとも288社が無議決あるいは制限された議決権株が発行されていた。これは1919-32年の間の発行数の約半分に相当した。

今日では、すべての州法が一般的に基準 (default rule) として1株1票制を採用しているが、定款に定めがあればその基準から逸脱することを認め、裁判所もDCSストラクチャを認めている⁷⁾。

無議決権株 (nonvoting common stock) の最も初期の発行例は1898年のインターナショナル・シルバー・カンパニー (International Silver Co.) であるが (1902年まで議決権がな

く、その後、2株毎に1票を付与)、この問題のその後の展開との関連では、1925年にニューヨーク証券取引所(NYSE)が当時、世界第3位の自動車製造会社であったドッジ・ブラザーズ(Dodge Brothers, Inc.)による無議決権株の発行を認め、その後いくつかの上場企業がDCSストラクチャを採用したことに對して投資家から強い抗議が巻き起こり、1940年に無議決権株の上場を禁止したことが画期である⁸⁾。1962年には、無議決権株を発行したキャノン・ミルズ(Cannon Mills)を上場廃止にした。この頃はNasdaqの台頭以前で、NYSEが株式の中央取引市場として君臨していたから、上場廃止措置は資本調達力を致命的に減じるだけではなく、ブランド・イメージを大きく損なうものであり、強力な制裁措置であった。ただし、有名な例外として1956年にデュアル・クラスの資本構造であったフォード・モーター(Ford Motor Co.)の上場は認めたものの、NYSEのこのスタンスは1980年代中頃まで続いた⁹⁾。

1929年以降の大不況により証券市場の低迷が続いたため、その後しばらくは、DCSは大きな関心を持たれることはなかった。この問題が再び広く関心を持たれるきっかけは、1980年代になって敵対的な買収が活発になったために、強力な買収防衛策としてDCSストラクチャを採用する企業が多くなってきたことである。1985-88年には、複数議決権を持つ株式を発行している会社は119社から306社に増加した¹⁰⁾。また、DCSに対してより柔軟な態度を採っていたアメリカン証券取引所(AMEX)やNasdaqシステムとの競争上、NYSEも方針の変更を余儀なくされた。現在では、大手ICT企業の多くがNasdaqへの上場を選択し、失地回復を目指すNYSEが新興テック企業の上場

誘致を目的にDCSストラクチャに対して寛容な立場をとっていることは、その背景にアメリカ国内のみならず、世界的な取引所間競争がある。最近の例としては、中国の大手ネット企業のアリババ、そしてイギリスのサッカー・チームであるマンチェスター・ユナイテッドがシンガポール証券取引所(SGX)や香港証券取引所(HKEs)ではなく、DCSストラクチャを認めているNYSEへの上場を選択したため、これらの取引所も制限付きではあるものの、その上場を認めるに至ったことがある¹¹⁾。

NYSEは1920年代から80年代中頃までDCSの上場を禁止していたが、AMEXとNasdaqはもっと柔軟な対応をしていた。AMEXは無議決権株の上場は認めていなかったが、取締役会の半数以下を選任する権利を認めていれば上場を認めた。AMEXは1976年にDCSストラクチャのワング(Wang Laboratories)の上場を認めたが、その際に上場の条件とされた条件は「ワング方式」(Wang formula)と呼ばれ、その後、22社がワング方式に従ってIPOを行った他、7社が資本構造をDCSストラクチャに変更した。また、買収防衛策としてDCSストラクチャを採用する企業もあった。ワング方式は、議決権を制限された株式会社には取締役会の4分の1を下回らない数の取締役を選任する権利を認めること、議決権の割合は10対1以上にならないこと、少ない議決権の株式会社には配当支払い上の優先権を付与することなどの条件を満たせば、DCSストラクチャの上場を認めるものであった。なお、1985年9月30日時点でのDCSストラクチャを採用する上場企業数は、NYSEが10社、AMEXが60社、Nasdaqが110社であった¹²⁾。

NYSEは86年にSECに対して、DCSストラ

クチャを採用する会社の上場を認める規則変更を提案する。SECはこれを認めず、88年に企業がDCSを発行することを制限する証券取引所法規則19C-4を採用する¹³⁾。

これに対して、経営者団体のビジネス・ラウンドテーブルは、コーポレート・ガバナンスに関する規制は州法の管轄でSECにはそれに密接に関わる議決権に影響を及ぼす規則の制定権限はないとして、規則の無効を訴え提訴した。コロンビア控訴裁判所（the District of Columbia Court of Appeals）はこの主張を認め、1990年にこの規則は無効とされた。この結果、SECは株主の議決権に対する規制権限を持たないとされ、IPOの際のDCSストラクチャの採用のみ認められることになった¹⁴⁾。

とはいえ、SECは自主規制機関（SRO）の規則を承認する権限があるから、間接的には影響力を行使できる。1990年に規則19C-4が失効した後は、SECはSROに対してDCSストラクチャに対して類似した規則を採用するように説得した¹⁵⁾。この結果、NYSEとNasdaqはIPOの際には複数の議決権を持つ株式の発行を認めたが、既存の株主の議決権を減少あるいは制限させるような株式の発行は禁じた。2017年のスナップのIPOは、NYSEが複数の議決権を持つ普通株の構造を禁止して以来、初めての無議決権株の発行を伴うものであった。創業者2人は10個の議決権を付与されたクラスC株、VCは1個の議決権を付与されたクラスB株、そして一般投資家には議決権のないクラスC株が配分された。この結果、創業者2人は約88.5%の議決権を保有することになった¹⁶⁾。

このようなDCSストラクチャをめぐる規制上の推移をみると、直ちにいくつかの疑問が浮かんでくる。

第1に、M&Aブームがピークに達した1980年代後半以降、エージェンシー理論、株主価値経営という考え方が企業経営、経営学、あるいは法律の各分野において支配的イデオロギとなり、経営者は株主への説明責任や一般株主の保護を求められるようになった。「1株1票」という株主平等原則が半ば当然の前提とされたにもかかわらず、実際には資本構造の面でそれに反する経営者行動が採られるようになった背景は何かということである。

第2に、株式保有構造の変化である。パーリー・ミーンズが1932年に『現代株式会社と私有財産』において大企業への経済力の集中と株主数の増加によって「所有と経営の分離」が生じたことを実証した。しかし、その後の展開は、機関投資家の持ち株の増加により、その企業経営への影響力も強まった。このような株式保有構造の変化の下で、一般株主の権利を弱体化させるDCSストラクチャが増加しているのは何故なのかである。

第3に、幾度かの企業スキャンダルを経て、機関投資家は出資者（年金や生命保険などの場合には、契約者）に対して、説明責任からさらに進んで、90年代以降、経営者の監視やコーポレート・ガバナンスに対する義務を強く求められるようになった¹⁷⁾。この時期に、株主アクティビズムが台頭し、企業経営者にとって重大な脅威となったことを想起すれば、DCSストラクチャの増加はやはり奇妙な印象を与える。創業者や経営者の支配権を強化するような動きに対しては、機関投資家の強い反対が生まれるはずである。現実には、ロンドン証券取引所がDCSストラクチャを認めていないのは機関投資家の反対が強いためであるといわれている¹⁸⁾。

最後に、ここ数年、テック企業のIPOにお

図表2 デュアル・クラス IPO の割合 (1980-2019年)

件数・ 割合 期間	テック IPO			非テック IPO		
	デュアル・ク ラス IPO (A) (件)	総 IPO 件数 (B) (件)	デュアル・ク ラス IPO の割 合 (A/B) (%)	デュアル・ク ラス IPO (C) (件)	総 IPO 件数 (D) (件)	デュアル・ク ラス IPO の割 合 (C/D) (%)
1980-84年	7	361	1.94	14	603	2.32
1985-89	9	235	3.83	62	850	7.29
1990-94	20	456	4.39	94	1,264	7.44
1995-99	64	1,135	5.64	149	1,241	12.01
2000-04	29	382	7.59	39	380	10.26
2005-09	16	188	8.51	43	350	12.86
2010-14	20	204	9.80	68	425	16.00
2015-19	58	162	35.80	53	382	13.87
1980-2019年	223	3,126	7.13	522	5,482	9.52

〔出所〕 Ritter[2020] より作成

いて DCS ストラクチャを採用する企業が増加し、2015年には時価総額で5兆ドルを占め、2015-18年にはテック企業の IPO の3分の1を越えていることである (図表2参照)。

一見矛盾するこれらの現象が、DCS ストラクチャ採用企業の増加の背景にある構造的変化を表している。要するに、そのリバイバルは企業に対する見方や経営における広範な変容の兆候を示すものであり、優れたビジョンを持ち成功している企業が株主に議決権を放棄してでも納得できるような価値を提案していることを示すものといえる。その意味で、株主価値と会社民主主義という伝統的意味が大きな変容の過程にあることを現わしているといえるのである¹⁹⁾。

しかし、DCS ストラクチャが現実にもそのような合理的な結果をもたらしているかどうかは、改めて検証されるべき問題である。

Ⅲ. ICT 企業の IPO (新規公開) と DCS ストラクチャ

近年、ICT 企業が IPO に際して、DCS ストラクチャを採用する例が増加している理由についてはいくつかの説明仮説が提示されている。

Tallarita [2018] は、これらを三つの仮説に簡潔に整理している。第1は、「効率的私的利益仮説」(the Efficient Private Benefits Hypothesis) である。これは DCS ストラクチャを採用する IPO は合理的かつ効率的な交渉に基づくもので、投資家は低い議決権 (あるいは無議決) の株式を IPO 以前からの所有者 (創業者や経営者) よりも低い価格で取得できるから、DCS ストラクチャから生じる可能性のある追加的なエージェンシー・コストの負担に見合っていると主張する。つまり、投資家は議決権の面で劣った株式であっても、その分株価が安いので納得して投資しているという訳である。これは

投資家の DCS ストラクチャに対するコストと利益を考慮した、最も自然な解釈といえよう。

第2は、「起業家精神仮説」(the Entrepreneurial Hypothesis) である。これは DCS ストラクチャが冏抜けた才能を持つ創業者や経営者が、短期志向の株主からのプレッシャーに煩わされることなく長期的視点で自らのビジョンを追求するのを可能にし、株主価値を高めることによって株主の利益にも適うと主張する。この主張は、グーグルやフェイスブックなど、急成長テック企業の IPO に際して創業者が投資家に訴えたことである。例えば、グーグルはパークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェットを参考にして、SEC への登録届出書 (Form S-1) に、創業者であるラリー・ページとセルゲイ・ブリンの名前で株主に当てた「創業者の手紙」(Founder's IPO Letter) を添付している。その中で、二人の創業者と CEO のエリック・シュミットの三人で同社の議決権の 37.6%、経営者チームと取締役が 61.4% の議決権を保有することになることを明らかにして、「私たちはグーグルの革新能力と最も際立った特徴を保持する能力を守るための経営構造を実現した」、外部の圧力によって四半期の市場予想に合わせて長期的機会を犠牲にすることを避け、「この構造は私たちの経営チームが長期の革新的アプローチを追求するのを容易にするだろう」と述べている。もっとも、この主張は創業者がいつまで革新的な能力を保持し続けることができるかを不問にしていることで、説得力が大きく損なわれている。このことから、DCS ストラクチャにあらかじめ一定の期限を設けたり、特定のイベントの発生 (創業者や経営者の死去や事故、経営能力の喪失など) にともなう制度の終了を定めるサンセット条項の必要性が

主張されている。

第3は、「非効率的要塞仮説」(the Inefficient Entrenchment Hypothesis) である。「要塞」とは支配の拠り所を確保するという意味で、DCS ストラクチャの主要な動機はそれに伴うエージェンシー・コストを負担せずに (低い議決権あるいは無議決権株主にそれを負担させることによって)、支配権の安定的な確保を目的とするというものである。明らかに、この仮説は前の二つの仮説とは異なり、投資家が DCS の価格を非合理的に (あるいは誤って) 評価していることを前提にしている。

Tallarita [2018] は、DCS ストラクチャとシングル・クラス・ストラクチャの IPO を比較しながら、創業者が CEO である時に前者が採用される場合が多いなど、興味深い実証分析を提示している。特に示唆的なのは前者が短期志向の株主の干渉を排して長期的観点から革新的経営を遂行するのを可能にするという、テック企業が IPO の際に好んで主張する「起業家精神仮説」についてである。この一例として、DCS ストラクチャ採用企業と研究開発 (Research and Development, R&D) 投資の関係についての分析結果は重要である。この関係についての分析結果は、DCS ストラクチャが創業者による長期的観点からの経営を容易にしているという主張は支持されないとしている²⁰⁾。

しかし、現実はどうであろうか。スタートアップ企業の創業者は新規公開 (IPO) を実現し、多額の創業者利得 (キャピタルゲイン) を手にすることが起業の一大目標である。しかし、そこに至るまでに、創業者はしばしば CEO の地位から外される。ある調査によると、IPO の際に創業者がそのまま CEO に留まっている割合は 25% 以下で、それどころか起業から

3年以内に50%、4年以内に40%の創業者がCEOの地位から外されている²¹⁾。IPOの際に、創業者兼CEOの地位に止まっているのは、一握りであることが分かる。

何故、このようなことが起きるのであるのか。創業者は独自の理念やビジョンを持っていることが多く、それは必ずしも最大限の利益を上げることではない。1996年から2002年までの期間に創業した528社のベンチャーについて、創業者の51%が自分たちに報告する人間と同じかそれより低い報酬しか受け取っていないかという²²⁾。彼らは利益以外の目標を持っていることが多いのである。それが利益追求をもっぱらの目的とする出資者であるベンチャー・キャピタル（VC）としばしば衝突し、地位を奪われる原因となる。

創業者が追放された事例ではないが、良く知られた例として、1998年に創業したグーグルをあげることができる。創業者のラリー・ページとセルゲイ・ブリンは「世界中の情報を整理し、世界中の人々がアクセスできて使えるようにすること」、要するに「情報の民主化」の実現を目的としてインターネットの検索システムを構築しようとした。しかし、彼らは「情報の民主化」という理念だけで、どうやって利益をあげるかというビジネスモデルをまったく考えていなかった。

当初はスタンフォード大学の大学院生の時にアルバイトで稼いだ僅かなお金でパソコンの部品を買い自分で組み立てていたが、その後、指導教官の紹介でエンジェル投資家からの出資を得て事業を行っていたが、瞬く間に資金不足に陥り、大手VC2社からの出資を受け入れる。VCは彼らの推薦するCEOを迎え入れることを出資の条件としたが、創業者二人は推薦され

た候補者になかなか納得しなかった。最終的に、マイクロシステムを経て、ノベルのCEOであったエリック・シュミットをCEOとして迎え入れることに同意する。そして、創業以来の同社の社是が「邪悪でないこと」に象徴されるように、創業者二人は広告収入に依存することには消極的であったが、シュミットの説得を聞き入れ、広告収入を柱とするビジネスモデルを構築することに同意した。これをきっかけに、閲覧回数の急増に比例して、収益も急増したのである。

グーグルの事例からも分かるように、また企業成長の発展段階を冷静に分析すれば当然であるが、企業組織が大規模になるにしたがって、必要とされる機能も多岐に渡るようになり、到底、創業者個人の資質だけでは対応できなくなる。企業財務も複雑になり、マーケティングや顧客サービスの提供など、適切に処理しなければならぬ問題も多くなる。効率的な経営管理、企業内の最適な資源配分を実現するためには、組織内のコミュニケーションを円滑にし、各部門間のスムーズな情報の流れを維持しなければならない。組織は業務のフォーマルな手順を定め、専門的な役割を明確にし、階層的な経営組織を構築する必要がある。このようなある種の官僚化された組織への移行は固有のビジョンを持った創業経営者が最もなじめないものであろう。それが、創業者がCEOの地位から外されるもう一つの理由である。

ところで、グーグルの主張が代表的なものであるが、ICT企業がDCSストラクチャを採用する際に、その理由としてあげるのは、支配権を握ることによって短期的利益志向の株主からの干渉を排し、長期的視点から自らの優れたビジョン（idiosyncratic vision）を追求すること

を可能にすることによって株主価値を高めることができるというものである。この主張の最大の弱点はこの創業者のビジョンが属人的なもので未来永劫に続くものではないということにある。

この問題を分析したBebchuk and Kastiel [2017] は、最初に象徴的な事例として大手メディア企業のバイアコム (Viacom Inc.) の支配的株主であるサマー・レッドストーン (Summer Redstone) を取り上げる。レッドストーンは1987年にバイアコムを敵対的買収によって手に入れると3年後にDCSストラクチャを採用し、わずかな持株 (10%) で議決権の79.8%を保有し、93歳になった2016年までの26年間、同社に君臨してきた。しかし、長年取締役でもあった前CEOが、レッドストーンが深刻な肉体的かつ精神的な病気を患っており、立つことも、歩くこともできず、読んだり、書いたり、あるいは首尾一貫して話すこともできないとして、訴訟を起こした。しかし、発行株数の約90%を保有している一般株主はまったく

無力であり、彼を退任させることはできず、前CEOは多額の金額と引き換えに同社を去ることで合意した²³⁾。

この例が示すように、たとえ有能かつ優れたビジョンを持った経営者といえども、それが未来永劫に続く訳でないことは議論の余地がないほど自明である。それにもかかわらず、DCSストラクチャにサンセット条項を設けている企業は近年少しずつ増えてはいるものの、139社中約半数の62社にとどまっている²⁴⁾ (サンセット条項の内訳については、図表4を参照されたい)。

また、創業者のIPO時の持ち株が次第に低下し、より少ない持株比率で支配権を維持しているのは、エージェンシー・コストを高める結果になっている。

フォードのクラスB株が常に40%の議決権を保持するという非変更 (ハード・ワイアリング) 条項 (hardwiring provision) は極端な例にしても、DCSストラクチャが可能にしているキャッシュ・フローに対する低い持ち分と支

図表3 支配株主の持株比率の変化

企業名	最初の情報開示年	当初の持株比率 (%)	2015年の持株比率 (%)
パークシャー・ハサウエイ	1999	32	20
フェイスブック	2012	28	15
グーグル	2004	28	12
コムカスト	1978	42	0.4
ナイキ	1984	68	31
フォード・モーター	1969	7.1	1.8
リジェネレーション・ファマシー	1991	7	5
トゥエンティファースト・フォックス	2005	16	15
CBS	1995	26	8
ブロードコム	1999	45	8
平均		30%	11.6%

[出所] Bebchuk and Kastiel[2017], pp.594-95

配権の維持は、ガバナンス構造上、重大な問題をはらむだけではなく、エージェンシー・コストを高め企業経営の効率性の実現にとって阻害要因となるであろう。

さらに言えば、理念先行型の創業者が大規模化した組織の運営に秀でた能力を持っている可能性は高くはないであろう。先にみたように、それが出資者である VC によって解任される理由である。

したがって、期限を切った、あるいは特定のイベント発生による DCS ストラクチャの終了を定めたサンセット条項の設定はガバナンス問題の現実的な解決という意味を持つ。

IV. DCS ストラクチャの修正

DCS には多様な種類があるが、特に問題にされているのは議決権や取締役の選任について権利を制限された株式で、機関投資家は株主平等原則（1株1票）の立場からガバナンス上の問題を指摘してきた。例えば、機関投資家評議会（Council of Institutional Investors, CII）、CalPERS（カリフォルニア州職員年金基金）、TIAA-CREF（全米教職員退職年金基金）などの公的年金基金、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、ステート・ストリートなどの大手運用会社など、および議決権行使サービスを提供するインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシズ（Institutional Shareholder Services, ISS）がその中心である。これらの主張は明快で、DCS ストラクチャは株主平等原則に反し、ガバナンス上重大な弊害があるということに尽きる。彼らは現実的な妥協策として、期限を切った（タイムベースド・サンセット条項を設けた）DCS ストラクチャは

認めている。また、主要な指数も DCS ストラクチャを採用している企業を組み入れることを制限している²⁵⁾。

この問題を分析する場合、最初いくつかの事実確認が必要である。DCS ストラクチャを採用する企業は、かつてはマスコミやジャーナリズムの企業が多く、言論の自由を守るため編集権などへの干渉を排する趣旨から DCS ストラクチャを採用していた。他方、近年の ICT 企業は、短期志向の株主からの干渉を排し創業者の優れたビジョンの実現のために DCS ストラクチャが必要であり、結果的に株主価値の向上にも寄与すると主張している。

しかし、いくつかの実証分析はこの主張に反する結果を提示している。Cremers *et al.* [2018] はシングル・クラス・シェア・ストラクチャの企業と DCS ストラクチャの企業の IPO 時の株価を比較し、IPO 後の3年間は後者の方が株価は高いが、約3年後にはディスカウントされるようになることを示した。永続的 DCS ストラクチャとサンセット条項付き DCS ストラクチャの企業のトービンの Q を比較した Jackson [2018] も、IPO 後の1~2年間は前者のほうが高いものの、その後は低下し、後者の方が高くなることを示している²⁶⁾。現実には、先にみたように IPO 前後に創業者が解任されることも珍しくないから、これを創業者のビジョンに直接結びつけるのは無理があるかもしれないが、ICT 企業の創業者たちの主張に反する実証結果になっている。

これらの実証結果から、DCS ストラクチャを採用している企業が創業者の優れたビジョンの下に高いパフォーマンスを実現しているという仮説には疑問がある。我々は、1990年代後半の ICT バブルの時期に創業されその崩壊を生き抜いて高い成長を遂げた、アマゾン、グーグ

ル、少し後になるがフェイスブックのような眼を見張るような成長に目を奪われがちであるが、IPO企業の多くは赤字決算を続けながら、創業時のビジョンに対する市場での高い評価によって時価総額が高く維持されているのが現実である。ここ数年話題となった、ウーバー、リフト、ウィーワーク、スナップショット、スラックなど、ユニコーンと呼ばれる時価総額が10億ドルを越える企業の多くがこれに該当する。もちろん、今後の動向は分からないが、現状を冷静に見ておく必要がある。

次に、DCSストラクチャを採用している企業において、時間の経過とともに創業者の持株比率が低下しているという事実がある。図表3は、DCSストラクチャを採用している、時価総額でみた最大10社の企業の創業者の持株比率をIPO時と2015年の時点で比較したものである。例外なく大きく低下しており、平均では30%から11.6%へと低下している²⁷⁾。これにより、支配的株主の議決権保有割合とキャッシュ・フローに対する持ち分の乖離 (ウェッジ (wedge) と呼んでいる) が大きくなり、エージェンシー・コストが大きくなる可能性が強まる。

さらに、2000年代になってから、一見、DCSストラクチャの目的には反するが、買収オファーがあった場合に、持分に比例した議決権を認める公平待遇条項 (equal treatment clause) を設ける企業も少なからず存在する。これは、少数議決権株主の所有権の移動という決定的な事態への参加を認めるという点で公平性を重視しているように見えるが、買収オファーを提案している側からみれば、多数議決権を保有する少数支配株主の持ち分だけではなく、すべての株式の買い取りを求められ、その分、買収プレミア

ムが高くなるという効果を持つ。この結果、経営者 (創業者) は多額のプレミアムを要求して、株主にとって有利な買収を見送らせることになる²⁸⁾。

このような現実を踏まえれば、DCSストラクチャに対して期限を設けるというのは現実的な解決策ということになる²⁹⁾。しかし、採用されているサンセット条項は多様で、どのような内容の条項が効果的かについては判断が分かれると思われる。サンセット条項を初めて詳細に分析した Winden [2018] によると、この内容は六つに分類されるという。それは、(A) 期間を設ける (タイムベースド・サンセット条項)、(B) 支配的株主の持株が一定比率を下回る (ダイリュージョン・サンセット条項)、(C) 支配的株主の持株が最初の持株比率の一定割合を下回る (ダイベストメント・サンセット条項)、(D) 支配的株主の死去あるいは経営担当能力の喪失 (デスあるいはインキャパシティ・サンセット条項)、(E) 創業者の離職 (セパレーション条項)、(F) 定められた人物 (あるいは組織) 以外への譲渡の禁止 (一般的な譲渡禁止も含む) (トランスファー・サンセット条項)、の六つである³⁰⁾ (それぞれの条項を採用している会社数の推移については、図表4を参照されたい。(A) と (B)、(A) と (C) の条項を定めた DCS ストラクチャもあるが、それらは別に集計している)。これまでの累計 (~ 2017年) では290社であるが、1980年以降2017年までのデュアル・クラス IPO は695社である (Ritter [2020] による) から、ほぼその4割が何らかのサンセット条項を採用していることになる。

2017年までに公開した企業139社について、サンセット条項がまったくないのは、2000年ま

図表4 サンセット条項の内訳(社)

	2000年以前	2001-10年	2011-15年	2016-17年	合計
タイムベースド・サンセット条項 (A)	0	1	6	3	10
ダイリュージョン・サンセット条項 (B)	8	5	16	7	36
(A) + (B)	0	2	4	6	12
ダイベストメント・サンセット条項 (C)	7	3	3	3	16
(A) + (C)	1	0	1	1	3
デスあるいはインキャパシティ・サンセット条項 (D)	2	7	24	15	48
セパレーション・サンセット条項 (E)					3
トランスファー・サンセット条項 (F)	24	31	67	43	165
合計	42	49	121	78	290

〔出所〕 Winden[2018], Appendix B, C, D より作成

では44社の公開会社のうち28社、64%、それ以降に公開した企業は95社のうち34社、36%で、サンセット条項を設ける企業が大きく増加している。また、(A)の期間については5年から28年までの幅があるが、2017年までは7年が最も多かったが、同年に同サンセット条項を設けた企業は10年が多かったため、現在は10年が多くなっている。この条項を設ける企業が2010年以前には3%であったが、近年は増加し2010-17年には35%を占めている。(B)を採用している企業は48社であるが、その54%は一定比率を10%以下に定めている。これにも幅があり、5-25%の範囲に設定している。(C)は19社が採用しているが、その幅は0から50%に分布している。(D)については、ICT企業のIPOの増加に伴い2011年ころから増加している。特に、8社は創業者の死去と共にDCSストラクチャを放棄するとしている。(E)の創業者の離職に伴いDCSストラクチャを終了する規定を設けているのは3社に留まる。(F)の譲渡に関するサンセット条項は1999年までのIPO企業44社のうち30社が自由な譲渡を認めてい

た。しかし、2004年のグーグルのIPOは創業者から家族への複数議決権の株式の譲渡を禁止し、それを契機に自由な譲渡を認めない企業が増加した。同社のIPO後、IPOを行った84社のうち14社だけが自由な譲渡を認めている。

このように、一般的にはサンセット条項を設ける会社は増加傾向にあるが、その内容は多様であり、ガバナンス上の効果についても評価が定まっていないのが現状である。

終りに

1株1票という制度が株主の均質性を前提とし、その残余請求権を根拠とする株主優位の原則に基づくものである以上、現代はこの体系が大きく揺らいでいると言わざるをえない。DCSストラクチャの採用の増加はその現れであろう。

典型的な例として、近年、急増しているインデックス・ファンド、ETFというパッシブ運用をあげることができる。これらのファンドはマーケット・インデックスに投資し、自らは投

資判断を行わない。これにより、投資銘柄についてのモニタリングなどに必要な経費を削減し、手数料を極限まで抑え、運用上の優位を確保しようとする。

このような資産運用が一定の割合を占めるようになると、公開会社のガバナンスにどのような影響を及ぼすであろうか。運用会社は経営陣の経営方針を自ら判断できないため、経営側の提案に無批判に追従するか、せいぜいISSやグラスルイスなどの議決権行使サービス会社のアドバイスを従うだけであろう。公開会社のガバナンスに対してネガティブな影響を及ぼす可能性が強いと言わざるを得ない。

このように、株主の間の情報の非対称性の存在という問題を考慮に入れると、様々な経営問題についての十分な情報を与えられていないパッシブ運用の投資家や中小株主にも等しく議決権を与えることはその企業的意思決定を歪め、結果的に最適な意思決定をもたらさない可能性がある。むしろ、内部情報に通じた創業者や大口出資者のVCなどの支配的株主に議決権を集中させた方が適切な判断を期待できるという主張にも一定の合理性がある³¹⁾。

実際、ICT企業がIPOを急がないのは、公開会社化によって十分な情報を持たない株主から短期的視点からの干渉を受けたくないというのが有力な動機の一つであると指摘されている。DCSストラクチャの採用も、株式市場からの短期的利益の追求という圧力を回避し創業者のユニークなビジョンを追求することが目的であるといわれている。現実にもその目的に沿う結果を達成しているかは評価が分かるとはいえ、DCSストラクチャは資本市場の構造変化が生み出している重要な問題の一つとして論じられる必要がある。

注

- 1) Hayden and Bodie [2008]。この背景には、株主の均質性 (shareholder homogeneity) という認識があり、1株1票は株主に与えられる残余請求権を根拠にした株主優位原則 (doctrine of shareholder primacy) の論理的帰結である (p.475)。なお、株主優位原則を検討した論文は数多いが、とりあえず経営者主義の台頭を指摘したStout [2013] を参照されたい。
- 2) グーグルの資本政策については、Lee [2015] を参照されたい。
- 3) Solomon [2020]
- 4) 支配力強化の方法としての、持株会社、持合い、およびDCSストラクチャについてはBebchuk *et al.* [1999] を参照されたい。また、世界各国の支配力強化の状況については、Adams and Ferreira [2008], Lin [2017], Kim *et al.* [2018], を参照されたい。
- 5) 現経営陣と競合者の両者が十分な私的利益を持つときには、1株1票制度は最適な議決権構造ではなくなる可能性がある。この問題については、Grossman and Hart [1988], Hart [1995]: 鳥居訳 [2010], 第8章, を参照されたい。
ただし、DCSストラクチャを採用する企業についての実証分析の中には、それがプロジェクトのモニタリングや、より有利な価格での売却に向けたインセンティブをもたらすものではなく、支配権の維持を目的にIPOを行うという結果を示すものもある (Arugaslan *et al.* [2010], Chemmanur and Jiao [2012])。
- 6) 以下、この節はBainbridge [1991], [2007], [2017] に拠っている。
- 7) Bainbridge [2017]
- 8) Tallarita [2018]
- 9) Ashton [1994]
- 10) Tallarita [2018]
- 11) Huang [2017]
- 12) Ashton [1994], 901-04, Winden [2018], pp.864-65
- 13) アメリカでは、他の金融規制でも同様であるが、基本的に複数の監督組織が入り組んだパッチワークの性格が特徴である。この問題に関しては、SEC, 自主規制機関 (SRO), 州の証券局, そして商行為全般に対する権限を有する議会が権限を持っていた (Bainbridge [1991], Condon [2018])。
- 14) AFA [2018]
- 15) Bainbridge [1991], III, B.Regulating Corporate Governance through the Back Door
- 16) Solomon [2020]
- 17) Tallarita [2018]
- 18) Huang [2017]
- 19) Tallarita [2017]
- 20) Arugaslan *et al.* [2010] も、DCSストラクチャを採用している企業が、IPO後の1ないし3年の間に、シングル・クラス・シェアの企業よりも研究開発投資が多いとはいえないという実証結果を提示している。

また、Jackson [2018] は、永続的DCSストラクチャとサンセット条項付きのDCSストラクチャを比較して、IPO後の1-2年は前者の時価総額の方が高いものの、そ

- の後は評価額が後者を下回り、後者の時価総額との乖離が大きくなることを指摘している。同様に、Baran *et al.* [2017] は、DCS ストラクチャのイノベーションに及ぼす効果は創業間もない企業に限定されることを実証している。
- 21) Wasserman [2008]。創業者兼 CEO が解任される場合、その37%は会社を去るが、23%はCEOより下のポジションに留まり、40%が会長職に留まっている。しかし、留まる場合でも、新しい経営者の経営方針による変化に抵抗する傾向があるため、閑職に追いやり辞めるように仕向けることが多いという。
- また、別のハイテク企業についての調査では、約25%が会社を去り、50%はその後の5年間、取締役として留まっている。
- 22) Wasserman [2008]
- 23) Bebchuk and Kastiel [2017]。レッドストーンについては、Chan [2016] も参照されたい。
- 24) この問題についての包括的な分析は Winden [2018], Fisch and Solomon [2019] を参照されたい。サンセット条項の内容 (期限、死去あるいは経営担当能力の欠如など) については、Wenden [2018], Appendix B, F, および G を参照されたい。
- 25) CII の 1 株 1 票の原則を支持する文書は、[2019], *Dual Class Stock*。またデュアル・クラス IPO などのデータの収集、提供も行っている。ISS は、[2012], *Tragedy of the Dual Class Commons*。で DCS ストラクチャの批判を、[2016], *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500*。で DCS のパフォーマンスとリスクを分析している。
- また、2017年に機関投資家と運用会社の16社 (運用資産額の合計17兆ドル) が「インベスター・スチュワードシップ・グループ」(ISG) を組織し、スチュワードシップ・コードと CG コードを策定した (Investor Stewardship Group [2017], *Corporate Governance*)。後者の原則 2 で「株主は経済的分に比例した議決権が付与されるべきである」と 1 株 1 票の原則を謳っている。
- 3つの主要な指数はデュアル・クラス IPO を組み込むことを制限している。S&P ダウジョーンズ指数はすべての DCS ストラクチャ企業を排除している。FTSE ラッセル指数は浮動株が全議決権の 5% 未満のすべての企業を排除している。そして、MSCI は指数の計算に当てウェイトを引き下げている (PwC's Deals Blog [2018])。
- 26) Jackson [2018]。なお、トービンの Q は時価総額を簿価で除した数値で、一般に市場での株式評価の指標として使われる。
- 27) Bebchuk and Kastiel [2017], pp.607-09
- 28) Smith [2017], Appendix。「公平待遇条項」の例として13社があげられているが、包括的なものではない。若干の違いがあるが、被買収の際に複数議決権を持つ株式を 1 議決権を持つ株式に転換させ、公平に扱うという仕組み (equal pro rata treatment) である。
- 同論文が公平待遇条項のロックイン効果の例として挙げているのは、フェイスブックによるスナップチャット (Snapchat)、グーグルによるイエल्प (Yelp)、マイクロソフトによるリンクトイン (LinkedIn) への各買収提案である (Smith [2017], pp.553-56)。
- 29) サンセット条項の導入は機関投資家も支持しているが、その問題点も指摘されている。特に、最も多いタイムベースド・サンセット条項は、少数支配株主がその期限内に私的利益を吸い上げるモラルハザードを生み出す可能性が指摘されている (Fisch and Solomon [2019])。
- 30) Winden [2018], pp.869-86.
- 31) このような主張については、Lund [2017], [2019] を参照されたい。

参 考 文 献

- Adams R. and Ferreira [2008], "One Share-One Vote: The Empirical Evidence", *Review of Finance*, 12
- Arugaslan O., Cook D.O. and Kieschnick R. [2010], "On the Decision to Go Public with Dual Class Stock", *Journal of Corporate Finance*, 16
- Ashton D.C. [1994], "Revisiting Dual-Class Stock", *St. John's Law Review*, Vol.68, No. 4, Fall
- Bainbridge S.M. [1991], "The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4", *Washington University Law Quarterly*, Vol.69
- _____ [2007], "The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights", *UCLA School of Law Research Paper*, No.07-16, May (<https://ssrn.com/abstract=985707>)
- _____ [2017], "Understanding Dual Class Stock Part 1, An Historical Perspective", *Professor-Bainbridge.com*, Sep. 9
- Baran L., Forst A., and Via M.T. [2017], "Dual Class Firm Structure and Innovation", January
- Bebchuk L.A. [2019], "The Perils of Small-Minority Controllers", *ECGI Working Paper*, June (<https://ssrn.com/abstract=3128375>)
- _____ ,Kraakman R.and Triantis G. [1999], "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs from Cash-Flow Rights", *Harvard Law School Olin Discussion Paper*, No. 249

- _____ and Kastiel K. [2017], “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *The Virginia Law Review*, Vol. 103, June (<https://ssrn.com/abstract=2954630>)
- Berger D. J., Solomon S.D., and Benjamin A.J. [2016], “Tenure Voting and the U.S. Public Company”, Berkeley School of Law and Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (the Advisory Group), March 1
- Burkart M. and Lee S. [2007], “The One Share–One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper Series in Finance*, No. 176, May
- CFA Institute [2018], *Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly*, Aug.
- Chemmanur T.J., and Jiao Y. [2012], “Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis”, *Journal of Banking & Finance*, 36
- Choi A.H. [2018], “Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 8
- Cohan W.D. [2016], “Inside the Raging Legal Battle over Sumner Redstone’s Final Days”, *Vanity Fair*, April
- Committee on Capital Markets Regulation [2020], *The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications*, April
- Condon Z. [2018], “A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy”, *Emory Law Journal*, Vol. 68
- Council of Institutional Investors (CII) [2019], *Dual-Class Stock*
- Cremers M., Lauterbach B. and Pajuste A. [2018], “The Life-Cycle of Dual Class Firms”, January
- DeANGERLO H. and DeANGELO L. [1985], “Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Classes of Common Stock”, *Journal of Financial Economics*, 14
- Eechamadi K. [2017], “The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path forward”, *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 13, Winter
- Fisch J. and Solomon S.D. [2019], “The Problem of Sunsets”, *Boston University Law Review*, Vol. 99
- Gompers P. A., Ishii J. and Metrick A. [2008], “Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States”, May, (<https://ssrn.com/abstract=562511>)
- Goshen Z. and Hamdani A. [2016], “Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *The Yale Law Journal*, January
- Grossman S.J. and Hart O. [1988], “One Share–One Vote and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 20
- Hart O. [1995], *Firms, Contracts, and Financial Structure*; 鳥居昭夫訳 [2010], 『企業 契約 金融構造』慶應義塾大学出版会
- Hayden G. M. and Bodie M.T. [2008], “One Share, one Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity”, *Cardozo Law Review*, 30
- Huang F. [2017], “Dual Class Shares around the Top Global Financial Centres”, *Journal of Business Law*, Vol. 2
- Jackson R.J.Jr. [2018], “Perpetual Dual-Class Stock: The Case against Corporate Royalty”, SEC, *Speech*, Fe, 15
- Jensen M.C. [1986], “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May
- _____ and Meckling W.H. [1976], “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, July (in Jensen [1998], *Foundations of Organizational Strategy*)
- Khachaturyan A. [2006], “The One-Share-One-

- Vote Controversy in the EU”, *The European Capital Markets Institute (ECMI) Paper*, No. 1, August
- Kim H. and Michaely R. [2018], “Sticking around Too Long ? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting”, Oct.
- Kim J., Matos P. and Xu T. [2018], “Multi-Class Shares around the World: The Role of Institutional Investors”, Nov.
- Kristie J. [2012], “Dual-Class Stock: Governance at the Edge”, *Directors & Boards*, Third Quarter
- Lee P. [2015], “Protecting Public Shareholders: The Case of Google’s Recapitalization”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 5
- Lin Yu-Hsin[2017], “**Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control**”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2017, No. 2
- Lund D.S. [2017], “**The Case against Passive Shareholder Voting**”, *Coase-Sander Working Paper Series in Law and Economics*, 846
- _____ [2019], “Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance”, *Stanford Law Review*, Vol. 71, March
- Masulis R.W., Wang C. and Xie F [2009], “Agency Problems at Dual-Class Companies”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 4, Aug.
- Nicholas B. and Marsh B.[2017], “Dual-Class:The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 17
- Papadopoulos K. [2019], “ISS Discusses Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance”, *The CLS Blue Sky Blog*, July 1
- PwC’s Deals Blog[2018], *Dual class IPOs Are on the Rise: Tech Unicorns Jump on Board this New Trend*, July 18
- Ritter J.R. [2020], *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs through 2019*, January 14
- Smith K.[2017], “**The Agency Cost of Equal Treating Clauses**”, *The Yale Law Journal Forum*, Dec. 4
- Solomon D. [2019], “The Importance of Inferior Voting Rights in Dual-Class Firms”, *BYU Law Review* Vol. 2019, Issue 2
- Stout L.A. [2013], “**On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)**”, *Seattle University Law Review*, Vol. 36, Winter
- Tallarita R. [2018], “High Tech, Low Voice: Dual-Class IPOs in the Technology Industry”, Harvard Law School, *Discussion Paper*, No.77
- Wasserman N. [2008], “**The Founder’s Dilemma**”, *Harvard Business Review*, Feb.
- Winden A.W.[2018], “Sunrise, Suset: An empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures”, *Columbia Business law Review*, Vol.2018, No. 3, Mar

(当研究所名誉研究員)