

アメリカ株式会社におけるデュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャとサニセツト条項

佐賀 卓雄

はじめに

アメリカでは、一九八〇年代後半より企業経営の目的として「株主価値」(shareholder value)の最大化が掲げられ、今日まで最も有力な考え方として定着している。株主価値の最大化は企業経営のパフォーマンスを評価する際の分析の枠組み(Frame of reference)として一般化している。

しかし他方で、近年、アメリカの株式会社においてはテクノロジー関連(ICT)企業を中心

に、デュアル・クラス・シェア(DCS)・ストラクチャの利用が増加している。株主価値は具体的には株価を指標として計測されるため、「一票一票」、つまり議決権についての株主平等原則が制度的な前提であるが、DCSストラクチャにおいては議決権についての差別化が行われている。

このような支配的な理念に一見、反する現実はある。どのような背景から生み出されているのだろうか。それを明らかにするためには、株主価値という考え方を支える企業理論、具体的にはエンジェンシー・コスト論にまで遡って検討する必要

がある。

一、株主価値とは何か

今日、企業目的をめぐる議論としては、ステークホルダー価値、株主価値、経済的付加価値（EVA）などの最大化があるが、ファイナンス理論では株主価値の最大化を企業目的とすることが支配的である。それは理論的に正しいというよりは、株主価値を株価の最大化に置き換えることによって、操作可能性が高まり様々なファイナンス上の問題を理論的に処理しやすいからである。

しかし、株主価値という概念が企業目的として広く受け入れられ、通説の地位を獲得したのは一九八〇年代になってからである。Heilbron *et al.* [2014] は、ウォール・ストリート・ジャーナル紙におけるこの言葉の使用頻度を調べ、一九六

五年以前にはまったく使用されていないこと、そして六五―七九年にはわずかに八回しか言及されていないことを明らかにした。ところが、八〇年から使用頻度が増加し、特に八三年から急増し、八八年にピークに達している。その後、九〇年代初めの不況の時期に一旦は減少するものの、九〇年代後半のITバブルの時期に再び使用頻度が急増している。⁽¹⁾

さらに、Taylor [2015] は、彼らの分析が一つの経済専門紙における言及だけに限定されていること、また、share owner value、や、stockholder value、といった類語を排除しているという弱点を補うために、主要企業三社（コカ・コーラ、GE、ジョンソン・アンド・ジョンソン）の年次報告書（annual report）における株主価値という言葉（とその類語）の使用頻度を分析した。⁽²⁾ この分析結果はこの言葉が上場大企業の年次報告書

において使用され始めた時期などについて明らかにし、基本的に経済専門紙における頻度と異ならないことを示しているが、個別企業の戦略的判断を含めた詳細な分析によって、株主価値の最大化という企業目的のイデオロギーの側面が明らかにされたといえる。

そこで、問題はこの主張に対して理論的な裏付けを与えた学術的な研究であるが、これについては Jensen and Meckling [1976] で展開された企業理論、とりわけエージェンシー・コスト論であることが広く認められている。エージェンシー理論自体は、一般にプリンシパル(主人)とエージェント(代理人)の利害関係についての分析であるから、それまでも社会学、政治学、法学などの分野でも議論されてきた。⁽³⁾ Jensen and Meckling [1976] は、株式所有の分散による株主と経営者の利害関係から生じるであろうエージェン

シー・コストを企業理論に組み込み、均衡条件を分析した。

その主張は次のようなものである。⁽⁴⁾ 株式保有が広範に分散されている現代の巨大公開株式会社においては、支配的な株主が不在であることから、市場メカニズムによる規律が働かない。その結果、企業の資源配分に対する権限を手にした株主(プリンシパル)のエージェントである経営者はしばしば株主の利益に反した目標を追求するようになる。自由に使える(フリー)・キャッシュフローを手にした経営者は、最適な企業規模を越えた事業の拡大や様々な形態の巨額の経営者報酬など、しばしば企業価値を損なうような行動を採る(エージェンシー・コストの発生)が、分散した多数の小株主には有効なチェックの手段がない。このため、このチェックの手段として会社支配市場(markets for corporate control)と負債によ

る統制効果 (control effect of debt) が有効であると主張する。この両者を組み合わせたものがプライベート・エクイティ (PE) によるレバレッジド・バイアウト (LBO)・アソシエーションの形成であるという。

近年の上場企業数の減少や、ユニコーンと呼ばれる時価総額が一〇億ドルを越える非公開企業の増加という現象をみれば、この議論は極めて示唆的である。また、一九七〇年代以降の企業不祥事を契機とした、取締役会での独立社外取締役の導入や各種委員会の設置というガバナンス強化の動きもエージェンシー理論の枠組みで説明が可能である。今日でも、エージェンシー・コスト論が根強い支持を得ている理由であろう。

かくして、テイクオーバーの脅威に曝された経営者は株主利益の向上に向けた経営方針に取り組みようになるであろう。その指標は、配当支払い

や自社株の買戻しなどの株主への還元と株価の上昇である。つまるところ、株主価値経営とは株価の上昇を目標とした経営に他ならない。

さらに、ジェンセンはそのエージェンシー・コストを最小化するために、株主と経営者の利害を一致させる効果が期待できる経営者報酬としてストック・オプション制度の採用を主張したのである。⁽⁵⁾

しかし、理論的な根拠付けだけでは支配的なイデオロギーとして受け入れられるには十分ではない。この点について、Stout [2013] は株主価値という概念が広く普及していく上で、終身任用権を求めている研究者 (tenure-seeking scholars) と企業のパフォーマンスを分析しているアナリスト (empirical researcher)、会社乗っ取り屋やヘッジファンド、ロバート・モンクス (議決権行使サービス会社 ISS の創業者) やルシアン・ベ

ブチエック(ハーバード・ロウ・スクール教授で、「株主権プロジェクト」の提唱者)などの「政策アントレプレナー」と呼ばれる人達、企業の経営者(CEOやトップ・エグゼクティブ)、そして企業スキャンダルの度に責任者を探していたジャーナリズム、の五つのグループの影響が大きかったという。

特に、トーマス・クーンが科学革命論で明らかにしたように、パラダイム転換によって新たな分析の枠組みが確立すると、研究者はその理論の分節化や明確化、事実の確認といったルーティン・ワークとしての「通常科学」を急速に押し進める。クーンはこの「通常科学」をパズル解きになぞらえた。このようにして科学の各分野における「学派」が形成される。そこではしばしばグループでしか通用しない専門用語が使われ、密教のような側面さえみられる。

かくして、株主価値という言葉が社会のあらゆる分野を覆い尽くし、その発端となった契機すら曖昧になったという。

ここで確認しておきたいのは、エージェンシー理論は一九八〇年代以降の特定の時期に広く受け入れられた考え方であり、それに代わる、あるいはその代替的思考も視野に入れる必要があるということである。これはDCSストラクチャを評価する際にも重要である。⁶⁾

二、起業家のビジョンとDCSストラクチャ

スタートアップ企業の創業者は新規公開(IP O)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C

EO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二五%以下で、それどころか起業から三年以内に五〇%、四年以内に四〇%の創業者がCEOの地位から外されている。⁽⁷⁾ 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。一九九六年から二〇〇二年までの期間に創業した五二八社のベンチャーについて、創業者の五一%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⁽⁸⁾。彼らは利益以外の目標を持っていることが多いためである。それが利益追求をもつばらの目的とする出資者であるベンチャー・キャピタル(V

C)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、一九九八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

V C二社からの出資を受け入れる。V C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。これらきつかけに、閲覧回数⁹⁾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当たって、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ない問題も多くなる。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みないものであろう。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⁹⁾。

ところで、ICT企業がデュアル・クラス・シェア(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

るといふものである。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⁽¹⁰⁾。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。

三、DCSストラクチャとサンセット条項の実態

ここ数年、ICT企業を中心にDCSストラクチャの採用が増加している。DCSには多様な種

類があるが、特に問題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（一株一票）の立場からガバナンス上の問題を指摘してきた。両者の主張はそれぞれの利害を現わしているが、この問題を分析する場合、最初に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。Greners 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後の三年間は後者の方が株価は高いが、約三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¹¹⁾。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後の一二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¹²⁾。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、一九九〇年代後半の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、Uber、リフト、ウィーワーク、スナップ、スラックなど、ユニコーンと呼ばれる時価総額が一〇億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1は、DCSストラクチャを採用している、時価総額でみ

図表1 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

た最大一〇社の企業の創業者の持株比率をIPO時と二〇一五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、平均では三〇%から一一・六%へと低下している。¹³⁾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。

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。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ないと思われる。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ふ。それは、①期間を設ける（タイムベースド・サンセット条項）、②支配的株主の

持株が一定比率を下回る(ダイリユージョン・サンセット条項)、③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)、④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)、⑤創業者の離職(セパレーション条項)、⑥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。¹⁴⁾

二〇一七年までに公開した企業一三九社について、サンセット条項がまったくないのは、二〇〇〇年までは四四社の公開会社のうち二八社、六四%、それ以降に公開した企業は九五社のうち三四社、三六%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、①の期間については五年から二八年までの幅があるが、二〇一七年ま

では七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一〇年が多かったため、現在は一〇年が多くなっている。この条項を設ける企業が二〇一〇年以前には三%であったが、近年は増加し二〇一〇―一七年には三五%を占めている。②を採用している企業は四八社であるが、その五四%は一定比率を一〇%以下に定めている。

これにも幅があり、五―二五%の範囲に設定している。③は一九社が採用しているが、その幅は〇から五〇%に分布している。④については、ICT企業のIPOの増加に伴い二〇一一年ころから増加している。特に、八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。⑤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三社に留まる。⑥の譲渡に関するサンセット条項は一九九九年までのIPO企業四四社のうち三〇社が自由な譲渡を認めて

図表2 サンセット条項の内訳（社）

	2000年以前	2001-10年	2011-15年	2016-17年
タイムベースド・サンセット条項	0	1	6	3
ダイリジョン・サンセット条項	8	5	16	7
ダイベストメント・サンセット条項	7	3	3	3
デスあるいはインキャパシティ・サンセット条項	2	7	24	15
トランスファー・サンセット条項	24	31	67	43

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

いた。しかし、二〇〇四年のグーグルの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を行った八四社のうち一四社だけが自由な譲渡を認めている（図表2も参照）。

やや詳細にサンセット条項の内容を紹介したが、ガバナンス上の問題に配慮してDCSストラクチャに制限を設けている企業は未だ多数とは言えないことが明らかであろう。DCSストラクチャは依然としてガバナンス上の大きな問題を提起しているのである。

結び

企業目的としての株主価値の最大化という概念が、一九八〇年代以降広く普及し、あらゆる経営の意思決定の適切性を判断する際の指標として使

われてきた。しかし、この概念は一九六〇年代に至るまでまったく知られておらず、その後の資本市場の変貌の過程で広く受け入れられてきたもので、その文脈で評価する必要がある。既に紹介したように、Stout [2012] はこの思想に伴う様々な問題を指摘し、IPOと上場企業の減少やユニコーンの増大、他方ではプライベート・エクイティ(PE)の台頭といった現象が、株主価値という概念が説明能力を失いつつある兆候であるとし、新しい経営者主義を提唱している¹⁵⁾。しかし、残念なことにその内容が十分に展開されていないため、単なる示唆に止まっている。

こうした理論的な対立の中で、特にICT企業におけるDCSストラクチャの採用の増加をどのように理解すればよいのであろうか。中小の投資家の投資資金の受託者である機関投資家はその権利の強化を求めてDCSストラクチャに反対する

のは当然であり、その根拠を株主価値の最大化に求めるのは自然である。

しかし、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、問題は違った様相を呈してくる¹⁶⁾。つまり、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中小株主に等しく議決権を与えることはその企業の意思決定を歪める可能性があり、結果的に最適な意思決定をもたらさない可能性があるというのである。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のである。これがICT企業がIPOを急がない理由の一つとして指摘されている。このように考えると、DCSストラクチャの問題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) Heilbron *et al.* [2014], Fig. 1' を参照されたい。
- (2) Taylor [2015]
- (3) エーゼンシー理論のパイオニア的論文は Ross [1973] と Minnick [1973] であるが、企業理論の分野では Jensen and Meckling [1976] が嚆矢で最も頻繁に引用される文献の一つである。エーゼンシー・コストという概念を初めて提起したのもゼンセンである。ゼンセンはその後、数多くの論文をまとめているが、その中心テーマである経営者報酬、ストック・オプション制度、負債の自己規律(統制効果)などの問題については、佐賀 [二〇〇七] を参照されたい。
- なお、エーゼンシー理論についてのサーベイ論文も数多いが、差し当たり Eisenhardt [1989], Minnick [2019], Payne and Petrenko [2019] を参照されたい。
- (4) エーゼンシー・コスト論の内容については Jensen and Meckling [1976], Fama [1980], Jensen [1986] など を参照されたい。
- (5) ストック・オプション制度の背景と経緯、およびエンロン破綻前後に頻発した不正会計処理との関係については、佐賀 [二〇〇七] を参照されたい。
- (6) Stout [2013], pp. 1174-77. スタウトはDCSストラクチャを採用する企業とプライベート・エクイティ(PE)を新経営者主義企業(neo-managerialist firms)と呼び、株主価値イデオロギーが衰退し、バリー・ミンズが「テクノクラット」と呼んだ専門経営者が台頭しつつある兆候とみなしている。
- (7) Wasserman [2008]。創業者兼CEOが解任される場合、その三七％は会社を去るが、二三％はCEOより下のポジションに留まり、四〇％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、約二五％が会社を去り、五〇％はその後の五年間、取締役として留まっていた。
- (8) Wasserman [2008]
- (9) Wasserman [2008]
- (10) 佐賀 [二〇一〇] を参照されたい。
- (11) Cremers *et al.* [2018]
- (12) Jakson [2018]。なお、トービンのQは時価総額を再生産可能な資産の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。
- (13) Bebchuk and Kastiel [2017], pp. 607-09

(14) Winden [2018], pp. pp. 869-86. なお、サンセット条項の内容自体も多様であるが、DCSストラクチャは、議決権数に差をつける他、一定数の取締役の選任の権利を与えたり、保有期間に応じて議決権数に差をつけるなど、種類株全体を包摂する概念として使われている(佐賀 [二〇二〇]、図表を参照)。

(15) Stout [2013]
Lund [2017]

【引用・参考文献】

- 佐賀卓雄 [二〇〇七]、「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム」(上)(下)、『証券経済研究』、第五九号、第六〇号、九月、一二月
- [二〇二〇]、「アメリカのデュアル・クラス・シェア(DCS)・ストラクチャについて」、『証研レポート』、四月
- 吉川浩史 [二〇一八]、「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」、『野村資本市場クォーターリー』 Winter
- Arugaslan O., Cook D. O. and Krieschnick 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

Bebochuk L. A. and Kasriel K. [2017], “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *The Virginia Law Review*, Vol. 103, June (<https://ssrn.com/abstract=2954630>)

—— [2019], “The Perils of Small-Minority Controllers”, *ECCI Working Paper*, June (<https://ssrn.com/abstract=3128875>)

Berger D. J., Solomon S. D., and Benjamin A. J. [2016], “Tenture Voting and the U. S. Public Company”, Berkeley School of Law and Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (the Advisory Group), March 1

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

Dallas L. L. and Barry J. M. [2016], “Long-Term Shareholders and Time-phased Voting”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 40

Edelman P. H., Jiang W., and Thomas R. S. [2019], “Will Tenture Voting Give Corporate Managers Lifetime Ten-

ure?", *Texas Law Review*, Vol. 97: 991

Eisenhardt K. M. [1989], "Agency Theory: An Assessment and Review" *The Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1, January

Fama E. F. [1980], "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, April

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

Hansmann H. and Kraakman R. [2000], "The End of History for Corporate Law", Yale Law School, *Law and Economics Working Paper*, No. 235

Heilbron J., Quak S., and Verheul J. [2014], "The Origins and Early Diffusion 'Shareholder Value' in the United States", *Theory and Society*, Jan.

Hu V., Mehta H., Mittal S., and Wheeler J. [2012], "Dual-Class Share Structures in Silicon Valley: Facebook, Inc."

Dec. 13

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*)

Kennedy A. [2000], *The End of Shareholder Value*: 株式会社論 類共禁公論 [110011] 『禁共禁共禁公論』
ネーヤサハニ社

Lazonick W. and O'Sullivan M. [2000], "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, Vol. 29, NO. 1, Feb.

Lund D. S. [2017], "Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance", *Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics*, 834

Masulis R. W., Wang C. and Xie F. [2009], "Agency Prob-

lents at Dual-Class Companies”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 4, Aug.

Mitnick B. M. [1973], “Fiduciary Rationality and Public Policy: The Theory of Agency and Some Consequences”, *Paper Presented at the 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association*

_____ [2019], “Origin of the Theory of Agency: An Account by One of the Theory’s Originators”

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

Payne G. T. and Petrenko O. V. [2019], “Agency Theory in Business and Management Research”, *Oxford Research Encyclopedia, Business and Management*, Apr.

Ritter J. R. [2018], *Initial Public Offering: Dual Class IPOs*, Dec. 31

Ross S. [1973], “The Economic Theory of Agency: The Principals Problem”, *American Economic Review*, May

Stout L. [2012], *The Shareholder Value Myth*

_____ [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

Taylor B. E. [2015], “Reconsidering the Rise of ‘Shareholder Value’ in the United States, 1960–2000”, *London School of Economics and Political Science, Economic History Working Papers*, No. 214, Feb.

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

(右表) だかや・米持家近名種持家(画)