

デュアル・クラス・シェア（DCS）・ ストラクチャとコーポレート・ガバナンス（CG）



日本証券経済研究所 名誉研究員

佐賀 卓雄

はじめに

近年、ICT企業の新規公開（Initial Public Offering, IPO）にあたって、議決権に格差をつけるデュアル・クラス・シェア（DCS）の発行が急増している。歴史的には、アメリカではファミリー企業やメディア産業を中心にDCSの発行がみられたが、最近の特徴は情報技術やデータサイエンスなどの新しいテクノ

ロジーを活用したビジネスを展開するICTベンチャーによる発行が目立っていることである。

アメリカでも株主権の保護を裏付ける1株1票制が会社民主主義の基本的な枠組みとなっているが、DCSストラクチャはこれに反することは明らかである。

ここで問題になるのは、そもそもICT企業において何故、DCSストラクチャの採用が急増しているのか、その動機は何かということであろう。かつては買収防衛策としてDCSストラクチャが採用されたこともあったが、近年はIPOの際に採用されることがほとんどであるため、そのような動機は強いとはいえない。

また、保有主体別には今や最大の投資家となった機関投資家の様相と行動にも大きな変化がみられる。DCSストラクチャもコーポレート・ガバナンス（CG）に関わる重要な問題の一つであり、その動向にも機関投資家の

目次

はじめに

1. デュアル・クラス・シェア（DCS）
・ストラクチャとは何か
2. 何故、ICT企業においてDCSストラクチャが増加しているのか
3. 機関投資家の投資行動の変化とコーポレート・ガバナンス（CG）

終りに

行動が大きな影響を与えることになる。

■ 1. デュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャとは何か

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) 制が会社民主主義の基本的な特質とされている^(注1)。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、出資額を限度としてではあるが（有限責任制）、経営にともなう不確実性を負担させられている。

株主のリスク負担に対しては、基本的な株主権として、議決権、配当請求権、残余財産請求権、が与えられている。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现したものとみなされてきた。

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メディア（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2つのクラスの株式を発行し、1つのクラスの株式には1票、もう1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の少数株主が保有するものである。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（経済的持分）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。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、クラスBは1票、クラスCは10票が付与されるDCSストラクチャを採用している^(注2)。

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）と支配権を切り離すことによって、少数持株による支配を強固にすることである。その意味で、持株会社や相互持合いと同じ効果が生まれ

る。むしろ、買収防衛策としてはポイズンピル (poison pill) やスタッガード・ボード (staggered board) (時差選任取締役会) などよりも強力である。その分、既存株主の持株の希薄化 (ダイリューション) が生じるために、取引所は既存の上場会社によるDCSストラクチャを原則的に禁止している^(注3)。従って、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、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。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。

両者のちがいを明らかにするために、簡単な合本の事例を考えよう。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ろう。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。そうすると、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ろう。かくして、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。

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るれば、経済的利得 (キャッシュフロー) 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。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。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、経済的利得 (キャッシュ・フロー) 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。従って、1株1票、DCSストラクチャの評価は、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（注4）。

■ 2. 何故、ICT企業においてDCSストラクチャの採用が増加しているのか

歴史的には、アメリカの株式市場では既に株式会社制度が整備される19世紀末からDCSストラクチャが採用されていたが（注5）、IPOの際にDCSストラクチャを導入する企業は今世紀に入ってから増加している（図表1参照）。もっとも、IPOの件数は1990年代後半から減少しているので、この現象を分析するにはユニコーンの増加などと共に資本市場全体の動向の中で議論する必要がある（注6）。

DCSストラクチャ導入企業は全体的に増加しているが、テック企業に限れば2015－19年にはIPOの3分の1を占めている。この背景には、基本的には運用資金の累積によって、新興企業の資金調達環境が良好になっている

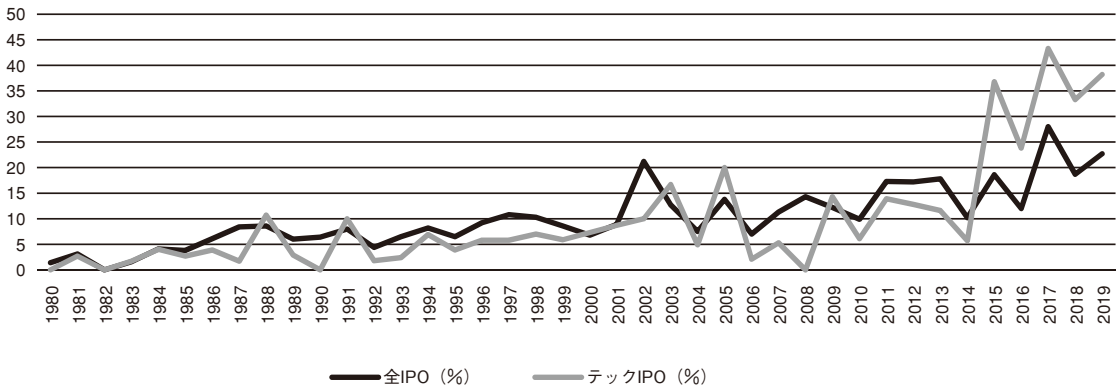
ことがある。以前であればIPOによって公開市場での資金調達に到達することが最大の経営目標であったが、近年は新規公開の条件を満たしてもそのまま非公開に留まるケースが多くなっている。時価総額が10億ドルを超える、いわゆるユニコーンの増加である。

その理由としてあげられるのは、上場に伴って十分な情報を持たない株主が増加したり、四半期の利益を重視する短期主義（short termism）の株主が増加し、創業者が経営上の裁量の幅が狭められることを忌避する傾向が強いためであるといわれる。これは支配権の保持を目的としたDCSストラクチャの導入と整合的な主張であり、特に独自のビジョンを持つテック企業の創業経営者に強い志向性であるといわれる（注7）。

要するに、企業の支配権を維持しつつ、株式市場からの資金調達を可能にする方法がDCSストラクチャの導入なのである。

Tallarita [2018] は、こうした新興企業の行動について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

(図表1) テックIPOに占めるDCSの割合 (%)



(出所) Ritter [2020] より作成

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ストラクチャが図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、2004年に公開したグーグルはバークシャー・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

イジとセルゲイ・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。

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が、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。しかし、この関係についてのこれまでの分析結果は、いずれもネガティブな関係かせいぜいIPO後の数年間に限られたポジティブな関係を示すに止まっている（注8）。

■ 3. 機関投資家の投資行動の変化とコーポレート・ガバナンス（CG）

DCSには多様な種類（注9）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。

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、ステート・ストリート（このインデックス運用の大手3社をビッグ・スリーと呼んでいる）、フィデリティ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・サービスズ（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。

最初に、株主としての機関投資家の影響力をみておこう。機関投資家の大手公開会社に対する持株比率の推移については、2010年のコンファレンス・ボードによる調査以降、行われていない（注10）。もっと広い機関投資家の保有株式の金額や比率については連邦準備銀行（FRB）の資金循環勘定で分かる（注11）が、ここでは大手公開企業に対する持株が問題であるから、少し古い2009年時点での機関投資家の存在感を確認しておこう。

まず、機関投資家のトップ1,000社に対する持株比率は、1987年の46.6%から、2009年には73%に上昇している。時価総額で最大25社では、機関投資家は平均して60%を保有している。この25社には、マイクロソフト（機関投資家の持株比率63.7%、以下同じ）、シスコシステムズ（73.4%）、オラクル（60.8%）、アップル（70.8%）、グーグル（79.6%）などの急成長したテック企業の名前もみられるが、言うまでもなくこの時点ではフェイスブックなどのその後急成長した企業の名前はみられない。

また、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートは、2017年にS&P500指数構成銘柄のうち、それぞれ488社、500社、130社の発行株式の5%以上を保有している。Russell3000指数についても、3社はそれぞれ2,344社、2,059社、205社について5%以上保有している（注12）。

以上は定量的な側面で、機関投資家の影響力の大きさを測る手掛かりの一つではあるが、問題は彼らの間で連携して企業の経営方針に影響力を行使する行動がみられ始めていることである。

この背景には、機関投資家の資産運用をめぐる様々な動きが影響を与えている。ワールド・エコノミック・フォーラムは、2016年に『新しいパラダイム』と題するレポートを取りまとめ、公開会社と主要な機関投資家との関係を調整し、他のステークホルダーとも協力し、短期主義を排し、長期的価値と持続可

能な成長を追求することを提案している（注13）。これを契機に、機関投資家はESG（環境・社会・ガバナンス）投資やコーポレート・ガバナンス（CG）問題に積極的に取り組み始める。機関投資家の調査・政策提言組織である機関投資家評議会（CII）は敵対的買収が脅威となっていた1985年に創設されているが、2017年には機関投資家と運用会社の16社（運用資産の合計額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。後者の原則2で、「株主は経済的持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（注14）。

こうした背景から、近年、機関投資家の行動にも注目すべき動きがみられる。ここでは、2つの動きに注目したい。

1つは、パッシブ投資と議決権行使の関係についてである。パッシブ運用はベンチマークである指数に投資するので、たとえそれを構成する個々の会社が問題を起こしたり、その業績が悪化したりしても、売却（exit）することはないとされてきた。他方、出来るだけ運用コストを圧縮するために、他の機関投資家のタダ乗り（free rider）を避けるために、スチュワードシップにかかるコストをできる限り抑制しようとする。その結果、その担当スタッフも少数に抑えられ、投資している会社についての十分な情報を持たないとみられてきた。この結果、Lund [2017], [2019] の

ように、パッシブ運用の投資家に議決権を与えることを疑問視する研究者もいる。

しかし、ここ数年で、機関投資家を取り巻く環境は大きく変わってきた。何よりも、情報面で大きな改善がみられることである。パッシブ運用のビッグ・スリーは運用資産に占めるその割合が圧倒的に高いのであるが、それでもアクティブ運用のファンドも傘下に抱えている。そのため、ファミリー・ファンド内での情報の共有が図られるため、パッシブ運用が必ずしも情報劣位に置かれているとはいえないのである。また、スチュワードシップ関連のスタッフも大幅に増加している。

もう1つは、ヘッジファンドを中心としたアクティビストの動きである。アクティビスト・ヘッジファンドの運用資産額は約1,000億ドルと推定される^(注15)。この金額は巨額ではあるが、ブラックロック（運用資産額3.7兆ドル）、ステート・ストリート（同2兆ドル）、バンガード（同1.8兆ドル）、フィデリティ（同1.6兆ドル）と較べるとはるかに少ない金額である。また、S&P500銘柄の平均時価総額(中位値)は160億ドルであり(2014年1月31日現在)、それと較べてもはるかに多いという訳ではない^(注16)。従って、アクティビストが単独で、あるいはいくつかのファンドが連携してターゲットとする会社に要求を通そうとしても実現の可能性は大きくはない。そこで、自ら触媒として他の機関投資家に非公式に呼びかけ、協調行動を促すのである。こうした動きは2010年代の中頃から注

目され、「オオカミの群れ」アクティビスト(Wolf Pack Activist)と呼ばれている^(注17)。

■ 終りに

ガバナンスという言葉はラテン語に語源を持ち、本来は組織の関係者が協議して合意形成を図っていくことを意味している。転じて、CGは「企業の目的を定め、支配権や義務、決定が企業の様々な利害関係者の中でどのように割り当てられるかを定めるための一連の取り決め」^(注18)と定義されている。歴史的には、株式会社の大規模化に伴って所有と経営が分離し、所有に基づかない経営者支配が行われるような状況(バーリー・ミーンズ)で、企業目的に沿う経営の適切なあり方を模索することを課題としていた。その代表的な議論がエージェンシー理論である。しかし、CGという言葉が一般に使われ始めたのは、1970年代初頭の粉飾決算を伴うペンセントラル鉄道の破綻とロッキード事件を契機とする企業スキャンダルの露見を契機としている。

その後も、2000年のエンロン・スキャンダルや、2008年のリーマン・ブラザーズの破綻に伴う金融機関のリスク管理の不適切さなどの露見の度に、CG改革が進められてきた。CGの焦点は株主と経営者の関係にあるから、現在では最大の投資家である機関投資家の動向に注目が集まっている。当然、会社民主主義を否定するDCSストラクチャには反対の

立場であるが、個々の機関投資家の規模だけではなく、その協調行動に注目する必要がある。パッシブ運用、アクティブ運用を問わず、CGに対して明確な意思表示を示す傾向が強まっているため、機関投資家のネットワークに基づく協調行動を考慮に入れないと、真の影響力を明らかにすることはできないであろう。

そのためには新たな分析手法が必要である。既に機関投資家の協調行動を対象にしたネットワーク分析^(注19)が試みられている。このアプローチによる成果に期待したい。

[引用・参考文献]

- ・佐賀卓雄 [2019]、「アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について」、『証券経済研究』第108号、12月
- ・_____ [2020a]、「デュアル・クラス・シェア (DCS) ・ストラクチャの論理と現実」、『証券経済研究』、第111号、9月
- ・_____ [2020b]、「機関投資家ネットワークとコーポレート・ガバナンス」、『証券経済研究』、第112号、12月、掲載予定
- ・Anand A. and Mihalik A. [2017], “Coordination and Monitoring in Changes of Control: The Controversial Role of ‘Wolf Packs’ in Capital Markets”, *Osgoode Hall Law Journal*, Vol. 54 (2)
- ・Appel I. R., Gormley T. A., and Keim D. B. [2016], “Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism”, *NBER, Working Paper*, 22707, Sep.
- ・Baran L., Forst A., and Via T. [2019], “Dual class Share Structure and Innovation”.
- ・Bebchuk L. A. [2019], “The Perils of Small – Minority Controllers”, *ECGI Working Paper*, June (<https://ssrn.com/abstract=3128375>)
- ・_____ and Hirst S. [2019], “The Specter of the Giant Three”, *Boston University Law Review*, Vol. 99 : 721
- ・Benoit D. and Grind K. [2015], “Activist Investors’ Secret Ally : Big Mutual Funds” *Wall Street Journal*, Aug. 9
- ・Conference Board [2010], *The 2010 Institutional Investment Report : Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, November 11
- ・Crane A. D., Koch A., and Michenaud S. [2019], “Institutional Investor Cliques and Governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, Issue 1
- ・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
- ・Enriques L. and Romano A. [2018], “Institutional Investor Voting Behavior : A Network Theory Perspective”, *University of Illinois Law Review*, *Forthcoming*, March
- ・Fichtner J. and Heemskerk E. M. [2016], “Hidden Power of the Big Three ? Passive Index Funds, Re – Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk”, January (<https://www.researchgate.net/publication/315432577>)
- ・FILALI ADIB F. – Z. [2019], “Passive Aggressive : How Index Funds Vote on Corporate Governance Proposals”, November 20
- ・Goldman K. [2018], “Theories and Solutions on Wolf Pack Activism”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol. 7, Issue 2
- ・González T. A. and Calluzzo P. [2019], “Clustered

-
- Shareholder Activism”, *Corporate Governance International Review*, 27
- ・Goshen Z. and Hamdani A. [2016], “Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *The Yale Law Journal*, January
 - ・Haldane A. G. [2015], “Who Owns a Company?”, Bank of England, *Speech in University of Edinburgh Corporate Finance Conference*, 22 May (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/833.aspx>)
 - ・Heath D., Macciocchi D., Michaely R., and Ringgenberg M. C. [2018], “Passive Investors Are Passive Monitors”, December 28
 - ・Jackson R. J. Jr. [2018], “Perpetual Dual – Class Stock : The Case against Corporate Royalty”, SEC, *Speech*, Fe, 15
 - ・Lu C. X. W. [2016], “Unpacking Wolf Packs”, *The Yale Law Journal*, 125 : 773
 - ・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
 - ・Ritter J. R. [2018], *Initial Public Offering : Dual Class IPOs*, Dec. 31
 - ・Rock E. B. [2015], “Institutional Investors in Corporate Governance”, *University of Pennsylvania Law School, Faculty Scholarship*, Paper 1458 (http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1458)
 - ・Solomon D. [2019], “The Importance of Inferior Voting Rights in Dual – Class Firms”, *BYU Law Review* Vol. 2019, Issue 2
 - ・Stevenson A. [2014], “No Barbarians at the Gate ; Instead, a Force for Change”, *New York Times*, January 6
 - ・Tallarita R. [2018], “High Tech, Low Voice : Dual – Class IPOs in the Technology Industry”, Harvard Law School, *Discussion Paper*, No. 77
 - ・World Economic Forum [2016], *The New Paradigm : A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long – Term Investment and Growth*, September 2
- (注1) 株式会社の基本的構造およびDCSストラクチャの歴史については、詳しくは佐賀 [2020a] を参照されたい。
- (注2) Solomon [2020]
- (注3) Baran *et al.* [2019]。ポイズン・ピルは特定株主への新株発行によって買収者の持株比率を下げる買収防衛策、スタグガード・ボードは取締役の改選時期をずらすことによって、買収側が推薦する取締役が一気に多数を占めることを避け時間を稼ぐ買収防衛策である。
- (注4) Goshen and Hamdani [2016] は、創業者の独自のビジョン (idiosyncratic vision) とエージェンシー・コストという二律背反を調整するための法的な枠組みの必要性を主張している。
- (注5) DCSストラクチャに関する最も初期の優れた理論的・実証的分析に、DeANGELO and DeANGELO [1985] がある。
- (注6) 佐賀 [2019] を参照されたい。
- (注7) Baran *et al.* [2019]
- (注8) 例えば、Baran *et al.* [2019] はDCSストラクチャとイノベーションとの関係についてポジティブな関係を導いている。ただし、その期間はIPOから10年間に限られるとしている。また、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。

なお、これらの分析はいずれもバランス・シート上の数値に基づいているが、近年、イノベーションとの関連ではR&D投資には計上されない無形資産 (intangible asset) を考慮すべきであるという重要な指摘がある。

(注9) DCSストラクチャの種類については、佐賀 [2020a]、図表1、を参照されたい。

(注10) Conference Board [2010]

(注11) FRBの資金循環勘定によると、発行株式総額に占める機関投資家の持株比率は1950年の6.1%から2017年には63%に上昇している。

(注12) Bebchuk and Hirst [2019]

(注13) World Economic Forum [2016]

(注14) Investor Stewardship Group [2017], *Stewardship Code, Corporate Governance Code*

(注15) Stevenson [2014]

(注16) Rock [2015]

(注17) Benoit and Grind [2015]。「オオカミの群れ」アクティビストに関連する文献については、佐賀 [2020b] を参照されたい。取りあえず、簡潔に整理したものとして、Lu [2016], Anand and Mihalik [2017], Goldman [2018] をあげておく。

(注18) Haldane [2015]

(注19) 機関投資家についてのネットワーク分析は多くはないが、Enriques and Romano [2018], Crane *et al.* [2019], González and Calluzzo [2019], がある。

