

# アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャリッジ

佐賀 卓雄

はじめに

アメリカの株式会社におけるデュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャリッジ<sup>(1)</sup>の利用は長い歴史を持っている。一九八〇年代には究極の買収防衛策として利用されることが多かったが、ここ数年の特徴はテクノロジー関連 (ICT) 企業における利用が増加している。

このような動向は、一九八〇年代以降、企業経営をめぐる企業価値経営、株主価値の最大化、コーポレート・ガバナンス (CG) の強化といったイデオロギーの広範な受容を考える時、一見、奇妙な印象を与える。株主権の保護を強化する傾向が強まっている中で、一般株主の株主権を弱化させることになるDCSストラクチャリッジが加していることは一種のパズルといえよう。

以下では、この問題を解く手がかりとして、DCSをめぐる議論と立法史を踏まえ、ICT企業においてDCSの採用が急増している理由について検討する。また、DCSはコーポレート・ガバナンス (CG) のあり方にも重要な影響を及ぼすため、機関投資家を中心に強い反対論が展開されている。その内容についても紹介、検討する。

## 1 DCSをめぐる動向と立法史

アメリカでは、一八五二年にメリーランド州の会社法が「一株一票」(one share-one vote)の基準を採用するまでは、株数に関係なく一人の株主に一票を付与したり、大株主に議決権を制限するといったことが行われていた。<sup>(2)</sup>一九〇〇年までにはアメリカの株式会社の多数が「一株一票」制度を採用するようになったが、二〇世紀の最初の二〇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。無議決権株 (nonvoting common stock) の最も初期の発行例は一八九八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 (一九〇二年まで議決権がなく、その後、二株毎に一票を付与)、この問題のその後の展開との関連では、一九二五年にニューヨーク証券取引所 (NYSE) が当時、世界第三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、一九四〇年に無議決権株の上場を禁止したことが画期である。<sup>(3)</sup>ただし、有名な例外として一九五六年にデュアル・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のこのスタンスは一九八〇年代中頃まで続いた。

一九二九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、一九八〇年代になって敵対的な買収が活発になったために、買収防衛策としてDCSストラクチャを採用する企業が増えたことである。<sup>(4)</sup>また、DCSに對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市誘致を目的に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、アリババ、マンチェスター・ユナイテッドが香港証券取引所（HKEx）やシンガポール証券取引所（SGX）ではなく、DCSストラクチャを認めているNYSEへの上市を選択したため、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。<sup>(5)</sup>NYSEは八六年にSECに対して、DCSストラクチャを採用する会社の上市を認める規則変更を提案する。SECはこれを認めず、八八年に企業がDCSを発行することを制限する証券取引所法規則一九C―四を採用する。

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。ロンビア控訴裁判所（the District of Columbia Court of Appeals）はこの主張を認め、一九九〇年にこの規則は無効とされた。

その後、この問題は州法と証券取引所の上市規則によって規制されることになった。<sup>(6)</sup>

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。

第一に、M&Aブームがピークに達した一九八〇年代後半以降、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ーとなり、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。「一株一票」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。

第二に、株式保有構造の変化である。パーリー・ミーンズが一九三二年に『近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。

第三に、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、九〇年代以降、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。<sup>(7)</sup>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。<sup>(8)</sup>

最後に、ここ数年、テック企業のIPOにおいてDCSストラクチャを採用する企業が増加し、二〇一五年には時価総額で五兆ドルを占め、二〇一五―一八年にはテック企業のIPOの三分の一を越えていることである(図表1参照)。

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。<sup>(9)</sup>

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

## 2 ICT企業の新規公開（IPO）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。第一は、「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る。

図表1 デュアル・クラスIPOの割合

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
2015-18	45	127	35.43	41	307	13.36
1980-2018	210	3,088	6.80	510	5,420	9.41

(出所) Ritter [2018] より作成

第二は、「起業家仮説」(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に際して創業者が株主に訴えたことである。例えば、グーグルはバークシャー・ハサウエイのウォーレン・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」(2004 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三七・六%、経営者チームと取締役が六一・四%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。もともと、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(後述)。

第三は、「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(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。

Tallaria [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）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三つの仮説ともネガティブな関係になっており、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。<sup>(10)</sup>

### 3 DCSストラクチャとコーポレート・ガバナンス（CG）

わが国では、二〇一四年二月にスチュワードシップ・コード、翌二〇一五年六月にコーポレート・ガバナンス（CG）・コードが策定され、取締役会に複数の独立取締役を参加させることが義務づけられた。

こうした改革は先進諸国、特に英米の動きをお手本にしているため、しばしばアメリカでのCG改革に沿った動きとみられることも多いようである。確かに、内部統制システム構築の義務付けや独立取締役の導入についてはエンロン事件が契機になっているが、コードの策定のお手本とされているのはイギリスで、アメリカでは二〇一七年になってようやくコードの制定に向けた動きが出てきたのが現状である。<sup>(11)</sup>

こうした状況であるため、アメリカではDCSストラクチャに対する反対は、研究者を別にすれば、機関投資

家評議会 (Council of Institutional Investors、CII)、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 (Institutional Shareholder Services、ISS) が中心である。<sup>(12)</sup> 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。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。<sup>(13)</sup>

確かに、八〇年代の敵対的買収に対する防衛策のように、仮に創業者あるいは経営者 (CEO) が自らの地位を守る、保身のためにDCSストラクチャを採用しているのであれば、この主張は説得力を持つであろう。しかし、実態はともかく、それを採用する企業は長期的な株主価値の向上に寄与すると主張しているのであるから、それを反証するための事実や実証的な分析結果が必要である。

この関連で、永続的なDCSストラクチャの採用は長期的な株主価値向上という点で致命的な弱点を持っている。驚異的な業績を達成しているテック企業のビジョンはあくまで創業者個人の属人的性格のもので、それが長期にわたって持続する保証はまったくないからである。それがゆくゆくは創業者の子供や孫にまで相続されるとなると、虚構に過ぎないといわれても反論できないであろう。

このようにみると、DCSストラクチャに期限を設けたサンセット条項を挿入することは極めて合理的であるということになる。また、少し趣旨は異なるけれども、株主の短期主義 (Short-termism) を是正し長期保有を促進するために、保有期間に応じた議決権数の付与 (テンニユア・ボータイングあるいはタイムフェーズド・ボータイング) も検討の価値がある。<sup>(14)</sup>

さて、この問題を分析したBechuk 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

ドストーンは一九八七年にバイアコムを敵対的買収によって手に入れると三年後にDCSストラクチャを採用し、わずかな持株（一〇％）で議決権の七九・八％を保有し、九三歳になった二〇一六年までの二六年間、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、発行株数の約九〇％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。

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いるもの、一三九社中約半数の六二社にとどまっている<sup>(15)</sup>（サンセット条項の種類については、図表2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、エンジニア・コストを高める結果になっている。DCSストラクチャを採用している時価総額でみた上位一〇社の支配的株主（創業者）の持ち株比率をみると、平均してIPO時の三〇％から二〇一五年には一一・六％に低下している<sup>(16)</sup>。

フォードのクラスB株が常に四〇％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、エンジニア・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。

## 結び

一九八〇年代のM&Aブームを経て、また二〇〇〇年代初頭のエンロンを初めとする企業会計スキャンダルを契機に、株主価値向上への取組み、コーポレート・ガバナンス改革が進められてきた。しかし、その一方で、これに反するような議決権に格差をつけたデュアル・クラス・シェア（DCS）・ストラクチャの採用が増加している。このベクトルの向きが逆の動きはどう理解すれば良いのであろうか。

素直に解釈すれば、株主は低い議決権しか与えられていない（あるいは議決権のない）株式であっても、創業者のビジョンに共感し、それに見合った合理的（低い）価格であるから保有しているということになる。しかし、資本市場の機能を考えれば、それで問題がないとはいえない。創業者がいつまでも革新的なビジョンを持ち続けると考えることは非現実的であるし、その死去や事故によって事業の根幹が揺らぐこともあるからである。その際に、スムーズに事業の継続性を確保する仕組みを

図表2 デュアル・クラス・シェア（DCS）・ストラクチャの類型

議決権種類株のタイプ	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・ボートینگあるいはタイムフェーズド・ボートینگ）	過去30年間で12社が導入。そのうち、7社は既に廃止 <sup>(注)</sup> 。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) Berger et al. [2016]による

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

構築するのは経営者の責任である。その意味でも、サンセット条項の設定は健全なガバナンスを維持するうえで不可欠の措置であろう。

注

- (1) DCSは議決権数の異なる二種類の株式だけではなく、三種類以上の株式や取締役の選任権についての制限のある株式など、株主権に様々な制限を設けた複数の株式を発行している構造を包括的に指して使われている (CH [2019])。わが国では「種類株式」(会社法一〇八条)と呼ばれている。
- (2) この節は、Baibridge [1991], [2007], [2017]に拠っている。
- (3) Tallarita [2018]
- (4) 一九八五―八八年には、複数議決権を持つ株式を発行している会社は一一九社から三〇六社に増加した (Tallarita [2018])。
- (5) Huang [2017]。なお、現在のNYSEとNasdaqの規則はサンセット条項について何の規定も設けていない。唯一、既存株主の議決権の希薄化をもたらすような種類の株式の発行を禁止しているだけである (NYSE, Listed Company Manual, 31300: Voting Rights; Nasdaq Stock Market Equity Rules, 5640, IM-5640, Voting Rights Policy)。NYSEは一九二〇年代から八〇年代中頃まで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は一九七六年にDCSストラクチャのワンダ (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「ワンダ方式」(Wang formula)と呼ばれ、その後、一二社がワンダ

方式に従ってIPOを行った他、七社が資本構造をDCSストックチャに変更した。また、買収防衛策としてDCSストッ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四分の一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、低い議決権の株式会社には配当支払いの優先権を付与することなどの条件を満たせば、DCSストックチャの上場を認めるものであった。なお、一九八五年九月三日時点でのDCSストッ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 (Winden [2018], pp. 864-65)。

(6) とはいっても、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。一九九〇年に規則一九C-四が失効した後は、SECはSROに対してDCSストックチャに対して抑制的に運用するようを誘導した (Banbridge [1991], III. B. Regulating Corporate Governance through the Back Door)。

(7) Tallarita [2018]

(8) Huang [2017]

(9) Tallarita [2017]

(10) Arugaslan et al. [2010]も、DCSストックチャを採用している企業が、IPO後の一ないし三年の間に、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、Jakson [2018]は、永続的DCSストックチャとサンセット条項付きのDCSストックチャを比較して、IPO後の一二年は前者のトーピンのQの方が高いものの、その後は低下し、後者のトーピンのQの方が高くなることを指摘している。

(11) 機関投資家と運用会社の一六社 (運用資産額の合計一七兆ドル) 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)。後者の原則二で「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」と一株一票の原則を謳っている。

(12) CIIの一株一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の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。

(13) 三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は指数の計算に当たってウェイトを引き下げている (PwC's Deals Blog [2018], Dual class IPOs Are on the Rise: Tech Unicorns Jump on Board this New Trend, July 18)。

(14) NYSEのデータによれば、一九六〇―八〇年の投資家の保有期間は三―五年であったが、一九九〇年には二年、二〇〇〇年代中頃には一年以下になり、二〇一六年にはわずか一七週間に短期化している。ただし、このスキームを導入する際に問題になるのは、機関投資家はストリート・ネームで保有しているため、正確な保有期間を確認するのが技術的に難しいことである。過去三〇年間にこのスキームを採用した例が一―二社に止まっている理由であろう (Berger et al. [2016])。もっとも、この問題は近年のプロクチャチェーン技術を応用することによって解決可能ともいわれ、デラウェア州で取組みが進められている (Edelman et al. [2019], pp. 1005-08)。

(15) この問題についての包括的な分析はWinden [2018]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、Appendix B, F、およびGを参照されたい。

(16) Bebchuk and Kastiel [2017], pp. 607-09

参考文献

- ・李 艶紅 [二〇一七]、「アメリカ上場会社におけるデュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる諸問題」、『比較法学』五一巻一号、六月
- ・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 Kieschnick R. [2010], "On the Decision to Go Public with Dual Class Stock", *Journal of Corporate Finance*, 16
- ・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 I, An Historical Perspective", *ProfessorBainbridge.com*, Sep. 9
- ・Bebchuk L.A. 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
- ・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*
- 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 Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?", *Texas Law Review*, Vol. 97: 991
- 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>)
- 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
- 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
- Ritter J.R. [2018], *Initial Public Offerings: Dual Class IPOs*, Dec. 31
- 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

(さが たかお・名誉研究員)