

論 説

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
 ——1980年代の状況と近時の動向との比較検討を中心に——

李 艶 紅

はじめに

- I デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる法規制
 - 1 議決権に関する法規制
 - 2 デュアル・クラス・ストラクチャーに関する上場規則の変遷
 - 3 小括
 - II デュアル・クラス・ストラクチャーに関する理論と実証研究の紹介
 - 1 デュアル・クラス・ストラクチャーに対する擁護と批判
 - 2 従来の実証研究と近時の実証研究
 - 3 小括
 - III 1980年代の議論と近時の議論との比較検討
 - 1 1980年代の議論の状況
 - 2 近時の議論の状況
- おわりに

はじめに

デュアル・クラス・ストラクチャー (Dual Class Structure, DCS) とは、株式会社が2種類の株式を発行し、そのうちの1つの種類について、1株あたり1つの議決権のみを付与する一方 (以下、「A種類株式」という)、もう1つの種類の株式については1株あたりに複数の議決権を付与しておく (以下、「B種類株式」という) 仕組みのことをいう。そのうえで、A種類株

式は資本市場での取引に供されるのに対し、B種類株式は創業者をはじめとする株式会社の現経営陣側に付与されることが一般的である⁽¹⁾。こうしたDCSが目ざされてきている理由としては、それが1株1議決権という株式会社法制度の一般的な原則を逸脱していること、そして、往々にして、DCSの中で発行される複数議決権株式の保有株主の投資割合が比較的低いことから生ずる議決権割合と投資割合との不均衡に対する疑問視に由来するとされる⁽²⁾。

アメリカでは、1980年代に、敵対的な企業買収事例の増加を受け、DCSが企業の買収防衛策の1つとして広く採用されるようになった⁽³⁾。そうしたなかで、当時のアメリカの主要な証券取引所であったアメリカン証券取引所(The American Stock Exchange, AMEX)、および全米証券業協会(National Association of Securities Dealers, NASD)の運営する店頭市場であるナスダック(NASD Quotation System, NASDAQ)がDCSの採用を上場会社に許容した一方、ニューヨーク証券取引所(New York Stock Exchange, NYSE)はDCS採用会社の上場を当初は認めなかった。

ただ、NYSEは、市場間競争におけるNYSE自身の地位に対する憂慮もあり、1986年になって証券取引委員会(The Securities and Exchange Commission, SEC)⁽⁴⁾に対して1株1議決権原則に関する上場基準の緩和を含む規則の

(1) 日本における「デュアル・クラス・ストラクチャー」に関する先行文献としては、鈴木隆元「アメリカにおける1株1議決権原則(1)、(2・完)」法学論叢131(1)49-71頁、131(4)68-90頁(1992)、加藤貴仁『株主間の議決権配分』(2007年、商事法務)105-148頁、弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日米の状況—フェスブック上場を契機として—」商事1982号24-31頁(2012)などがある。

(2) See e.g., Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687 (1986).

(3) アメリカにおけるDCS採用の歴史につき、本稿(I・2)において詳述する。

(4) 第一次世界大戦後のアメリカにおける株価暴落と大恐慌の時期への対応策の1つとして制定された1934年証券取引所法によってSECが創設され、証券法の運用もSECの所管となった(黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第

変更について意見照会を行った。

その後、SECは1988年に既存株主の議決権を希釈化するような一定の複数議決権株式の利用を禁止するなどとした規則19c-4 (Rule 19c-4)を制定した⁽⁵⁾。ところが、この規則19c-4は実務家サイド(代表的なのがThe Business Roundtable⁽⁶⁾であった)からの反発を受け、同規則の有効性は、1990年Business Roundtable v. SEC事件において司法の場で争われた⁽⁷⁾。

同判決の中で、コロンビア巡回区控訴裁判所は、SECが取引所の規則を制定する権限を有しておらず、規則19c-4の制定はSECの権限を超えたものであると判示した。すなわち、同判決は、規則19c-4の内容そのものについての判断は行うことなく、あくまでも、規則の制定がSECの権限範囲外であるということを理由に、同規則が無効であるという構成をとっていたのである。このため、同判決後、NYSEのDCSに関する規則の変更はしばらく行われなかった⁽⁸⁾。こうした一連の騒動が契機となり、1株1議決権原則ないし上場会社におけるDCS問題をめぐって、当時のアメリカでは大きな議論を呼んだ。その結果、アメリカにおける主要証券取引

2版, 2004), 3-4頁)。

- (5) 規則19c-4の制定について紹介した和文文献としては、近藤光男「米国における一株一議決権原則について—SEC規則19c-4の制定をめぐって—」インベストメント2号27-36頁(1989)、松原正至「いわゆる一株一議決権原則と自主規制機関の対応—SEC規則19c-4をめぐって—(1)(2・完)」六甲台論集38(4)115-126頁, 39(1)184-199頁(1992)、村田淑子「ニューヨーク証券取引所の一株一議決権政策(1)(2・完)」六甲台論集40(3)168-186頁, 40(4)218-233頁(1993)など。
- (6) 1972年に発足されたアメリカ国内の主要な会社とそのCEOで構成される協会である(同協会のホームページによる<http://businessroundtable.org>)。
- (7) *The Business Roundtable V. SEC*, 905 F. 2d 406 (D.C.Cir. 1990)。なお、同判決を紹介した和文判例批評としては、松原正至「一株一議決権原則とSECの規則制定権限」商事1286号, 43-45頁(1992)がある。
- (8) この点、Seligman教授は、判決が出される前に発表した論稿の中で、たとえば、裁判所がSECの規則制定権限を認めず、規則の無効を判示したとしても、その判決の効力がNYSEの内部規則の有効性までは及ばないとしていた(Joel Seligman, *Essay The Case For Federal Minimum Corporate Law Standards*, 49 Md. L. Rev. 947, 950 (1990))。

市場は、その上場規則等において、規則19c-4を習ったルールを導入し、一定の範囲でDCSは許容され続けることとなった⁽⁹⁾。

近時では、Google社、Facebook社などのDCS上場事例が話題となっている⁽¹⁰⁾。具体的には、以下のような利用例が見られた。すなわち、2004年に上場したGoogle社は、共同創業者であるラリー・ページ氏（現最高経営責任者）らだけに議決権が通常の株式の10倍ある種類株式を発行した。2011年に上場したクーポン共同購入サイト最大手であるGroupon社は、創業者に150倍の議決権を付与し、交流サイト向けゲーム大手のZynga社においては創業者が一般株主に比べて70倍の議決権を有する種類株式を保有している。また、上述したZynga社の場合、上場前から同社株式を保有していた株主は他の株主に比べて7倍の議決権を保有するような3つの種類の株式を発行していた。さらに、2012年に上場したFacebook社においては、マーク・ザッカーバーグ創業者らに対して10倍の議決権を有する種類株式を発行した⁽¹¹⁾。

こうした2000年代以降のアメリカ市場におけるDCS上場事例は、それらが情報技術（IT）関連の新興産業部門企業に利用されていることや、資金調達規模が大きかったことから、DCS問題に再びスポットが当てられた。その表れとして、DCS上場会社に対するさまざまな実態調査が行われ、その結果が公表されていること、および学術論文の蓄積が顕著になってきていることが挙げられよう⁽¹²⁾。また、アメリカのDCSに関する取引所のルールに習って、2008年に日本における上場規則の改訂⁽¹³⁾、そして香港における近時の「1株1議決権原則を改廃すべきか」に関する議論の

(9) 1980年代当時の状況については、加藤・前掲注(1)、115-148頁など。

(10) M. R. H. Jensen, B. B. Marshall and J. S. Jahera J., *Retaining Majority Ownership and Control After the IPO*, 25 J. Corp. Acct. Fin. 57 (2014).

(11) *Id.*

(12) 本稿・IIにおいて詳述する。

(13) 松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規則の検討」*阪法*64(3・4)317-340頁(2014)など。

際にもアメリカのDCS問題が参考とされた⁽¹⁴⁾。こうしたアメリカ内外の状況に対して、アメリカ国内においてはDCS問題に関する議論の再燃であると言われている⁽¹⁵⁾。したがって、アメリカにおける1980年代の議論・実態と近時の議論・実態とを比較することは、日本のみならず、諸外国でのDCS問題を考えるときに有益な参考材料となるように思われる。本稿はこのような観点から、アメリカにおけるDCS問題の歴史と1980年代の議論と状況をふりかえ、近時での議論および実証研究の状況を明らかにしたうえで（本稿ⅠとⅡ）、これらを比較検討する（本稿Ⅲ）。

I デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる法規制

1 議決権に関する法規制

アメリカでは、伝統的に、事業会社法（business Corporation law）の近代的原則（modern rule）として、株主はその持ち株数に応じて議決権を持つとされてきている。そのため、1株1議決権は自明のことであり、必ずしも制定法や定款によって明示する必要がないとされてきた⁽¹⁶⁾。他方で、制定法や定款に定めがある場合、株式会社は議決権のない株式または複数の議決権のある株式を発行することができる⁽¹⁷⁾とされてきている。たとえば、多くの会社が準拠法としているデラウェア州一般会社法やニューヨーク州事業会社法では、1株1議決権原則を変更するには定款変更の手続きとして株主総会決議を経なければならないものの、そうすれば複数議決権株式を発行することができる⁽¹⁸⁾とされている。

(14) HKEx, *Concept Paper on Weighted Voting Rights*, available at (<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>) last visited JAN. 10, 2017. なお、香港におけるこうした動向につき、別稿を予定している。

(15) M. R. H. Jensen, B. B. Marshall and J. S. Jahera J., *supra* note 10, 57, 58.

(16) David L. Ratner, *The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of "One Share, One Vote"*, 56 Cornell L. Rev. 1, 3-5 (1970).

(17) 並木俊守『アメリカ会社法』（東洋経済新報社、1970）115-116頁。

なお、デラウェア州では、通常の定款変更は株主総会の過半数の賛成を得る必要があるものの、複数議決権株式を保有しない少数派株主の過半数の賛成は特段要件とされていない⁽¹⁹⁾。しかし、総会決議において、少数派株主に対する強圧行為がなされていた場合には、有効な決議とはならないとする判例もみられている⁽²⁰⁾。

2 デュアル・クラス・ストラクチャーに関する上場規則の変遷

(1) デュアル・クラス・ストラクチャーの利用開始 (20世紀初頭)

アメリカにおけるDCSの歴史は、株式の議決権とキャッシュ・フローに関わる権利とを分離する例が見られ始めた19世紀の終わり頃にさかのぼる。それ以前にも、2種類の株式を発行して、キャッシュ・フローに関わる権利に差を設ける、いわゆる優先株式の利用例はあったが、当時は、普通株式も優先株式も議決権についての差別はなかった。

議決権とキャッシュ・フローにかかる権利とを分離した株式の最初の発行事例は、1898年にInternational Silver Company⁽²¹⁾が発行した1100万株の無議決権株式であるとされる⁽²²⁾。ここから、デュアル・クラス・ストラクチャーという資本構成をとる初期の事例がみられるようになっていった⁽²³⁾。

(18) デラウェア州会社法222条, 242条, ニューヨーク会社法402条, 803条など。

(19) *Williams v. Geier*, 671 A. 2d 1368 (1996).

(20) *Williams v. Geier, Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc.*, 517 A. 2d 271 (Del. Ch. 1986).

(21) シルバー製品の生産会社であるThe American Silver Companyの前身である。

(22) W. H. Stevens, *Stockholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control*, 40 *The Quar. J. Eco.* 353-92 (1926).

(23) もっとも、本稿で扱うデュアル・クラス・ストラクチャーは複数議決権株式を利用した例を考察の対象としている。その意味では、無議決権株式の歴史にまでさかのぼることは調査対象の混同とみられるかもしれない。しかしながら、この時期のデュアル・クラス・ストラクチャーが純粹に資金調達のみをその目的とするとは言い切れない点においては、同じく会社支配権に関連づけら

(2) NYSE によるデュアル・クラス・ストラクチャーの禁止 (1920年代~1980年代)

1920年代に入って、2種類の株式を発行し、そのうちの1つの種類の株式にのみ議決権を与える無議決権株式の利用例が増えてきた。例えば、1925年にNYSEで上場した株式会社Dodge Brothers社が当時150万の無議決権A種類株式を発行していた一方、投資銀行などによって同社の議決権付きB種類株式を約25万株保有されていた。ところが、出資比率については、同A種類株式、社債と優先株式を合わせて1億3000万ドルを計上するのに対して、投資銀行などによる出資額はわずか200万ドルであったとされる⁽²⁴⁾。こうしたDCSを採用した会社が、1926年までに少なくとも183社が確認できたとされる⁽²⁵⁾。

NYSEでは、このような無議決権株式の濫用という事態に対応すべく、1926年に上場会社による無議決権株式の発行を禁止するための1株1議決権原則を上場規則に制定し、1980年代前半まではほぼ60年間にわたってそれを貫いた。この間の歴史を多くの文献資料の中で、NYSEにおけるDCS禁止の時代とみなされてきている⁽²⁶⁾。

(3) SEC規則19c-4の制定前後とその後の自主規制機関での対応 (1990年代前後)

① SEC規則19c-4の制定

1980年代前半まで、アメリカを代表する証券取引市場では、株式に付与

れるため、本稿ではDCSの利用開始に関する歴史を探る中で、無議決権株式の利用例およびそれに関連する法規制を切り離すことが不可能と考え、扱うこととする。

(24) Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687, 694 (1986).

(25) Fischel Daniel R., *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. Chi. L. Rev. 119 (1987).

(26) See e.g., Stephen M. Bainbridge, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, 69 Wash. U. L. Q. 565, 569 (1991).

される議決権に対する取り扱いが異なっていた。すなわち、NYSEでは1株1議決権の原則を定めていた一方⁽²⁷⁾、AMEXでは、一定の要件の下で上場会社が議決権の異なる定めを置くことを認めていた⁽²⁸⁾。また、NASDAQにおいては何ら制限も設けていなかった⁽²⁹⁾。

他方で、上場会社が敵対的な企業買収に曝されることが頻発するようになった頃から、会社の経営陣側がDCSを利用した買収防衛策をとることについての関心が高まっていた。このような状況のなかで、DCSの利用に関して抵抗を示してきたNYSEは、1株1議決権原則を維持するか否かという判断に迫られた。NYSEは、1株1議決権原則の遵守が上場会社数の減少を招くことを危惧して、1986年9月に株主の過半数と独立取締役の過半数の賛成を要件として、DCSの導入を許容する旨の規則改正案をSECに提出し、承認を求めた⁽³⁰⁾。

NYSEのこのような提案がきっかけとなり、SECがNYSEの提案を承認すべきか否かをめぐって大きな議論を招いた。承認すべきであると主張する意見は、主として、議決権に差別を設けることについては、健全な経済上の政策的な理由があり、DCSの採用によって株価に悪い影響を与えたという経験則がないとされた。そして、株主の議決権のようなコーポレート・ガバナンスに関する事項は連邦の管轄事項ではなく、州の管轄事項であると主張した。これに対し、承認すべきでないとは主張する意見は、主

(27) NYSEによる1株1議決権原則は、上場審査基準である上場会社マニュアルの第3章「会社責任」の中で定められた（New York Stock Exchange Listed Company Manual §301.00 (1983)）。

(28) AMEXは1972年に上場審査基準であるAMEX会社指針122条において以下のように定めた。すなわち、「本取引所は、無議決権普通株式の上場は認めない。ただし、取締役会の少数のみを選任する権利を有する普通株式の上場については認める。」と定め、条件付き無議決権株式の上場を認めた（American Stock Exchange, Company Guide §122 (1983)）。

(29) See e.g., Posner, *Restructuring the Stock Markets: A Critical Look at the SEC's National Market System*, 56 N. Y. U. L. Rev. 883 (1981).

(30) この間の経緯については、松原・前掲注（5）論文（1）、119-120頁が詳しい。

としてNYSEが1株1議決権原則を放棄すること自体に対する反対意見であり、すべての市場において統一的な1株1議決権原則が確立されるべきであると主張した。その主張の根拠は、株主の議決権は会社責任の基本的な要素であって、株主の承認があったとしても株主の権利が保護されるとは言い難い、というものであった⁽³¹⁾。

一連の議論と審議の末、SECは、NYSEの提案を承認しないこととし、1934年証券取引所法19条(c)項に基づいて、この問題に関する取引所と店頭市場間での統一なルールを制定することとした。SECがこのような結論を出した理由は、仮にSECがNYSEの提案を承認してDCSの採用を承認すれば、NYSEは他の証券取引所と効率的な競争関係に立ちうるが、そのことは結局のところ自主規制機関相互の「底辺へ向かう競争(race to the bottom)」にほかならず、それを防止するためには証券取引所法19条(c)項に基づいた権限の下で、公正な議決権および投資家保護の目的を達成するために、SECが議決権に関する上場基準について最低限の基準を制定すべきであると判断したからである。SECは、1986年7月に、規則19c-4を提案し、1年にわたる公開的な意見募集と審議を経て、同規則は1988年7月に成立した⁽³²⁾。

② SEC 規則19c-4の概要

規則19c-4の(a)号によると、証券取引所法12条に基づいて登録されている普通株式あるいはその他のエクイティ証券を発行している国内の会社がかかる証券に差別を設けたり、社外の株式あるいは差別化された株式の保有者の1株あたりの議決権を無効にしたり、または、制限を付したり、あるいは差別化して減じるような行為を行う場合には、新規の上場あるいは上場の継続を認めてはならない⁽³³⁾、ということが各証券取引所に

(31) 松原・前掲注(5)論文(1), 122-123頁。

(32) Karen D. Bayley, *Rule 19c-4: The Death Knell for Dual Class Capitalizations*, 15 J. Corp. L. 1, 16.

(33) SEC Rule 19c-4 (a).

義務づけられる。

そして、同(b)号によると、(a)号の定めは各協会にも同様に適用される⁽³⁴⁾とした。このような規定の定めにより、全国の証券取引所とNASDAQ等では議決権に差のある株式の上場が禁止されることとなった。

また、(c)号においては、(a)号と(b)号の趣旨に照らして、上場禁止とされるべき行為を以下のように定めた。すなわち、①議決権の上限設定(Capped Voting Plan)、②株式の保有期間によって段階的に増加付与される議決権の設定(Time Phased Voting)、③上場した株式等と引き換えに、上場済み株式の議決権より少ない議決権を有する株式等が発行される交換の申し込み(Exchange Offer)、④上場済み株式等の議決権より多い株式等を株式配当などによって分配すること(Super Voting Stock Distribution)などである⁽³⁵⁾。

さらに、(d)号において、例外的に上場が認められる事項をも列挙した。すなわち、①新規上場の場合(Initial Public Offering)、②上場済株式より多くない議決権が付された株式等の発行(Subsequent Issuances of Lower Voting Stock)、③誠実な合併・買収を達成するために上場済株式より多くない議決権が付された株式等を発行する場合(Bona Fide Mergers and Acquisitions)、④一定割合の株式を有する株主の議決権を会社の独立した株主の賛成にかからしめる州法(支配株式取得法[Control Share Acquisition Statutes])にしたがって行われた会社行為などであった⁽³⁶⁾。こうした例外事項は、SECがDCSの採用が有効な経営上または経済上の目的が存する場合もあると考慮して定めたとされる。

しかしながら、SECによる規則19c-4の制定は、会社法によって管轄される事項が伝統的に州法の領域であることから、実務界から州法との関連性が明確でないと批判された。SECは同規則のなかで州法による制限が

(34) SEC Rule 19c-4 (b).

(35) SEC Rule 19c-4 (c).

(36) SEC Rule 19c-4 (d).

ある場合には例外事項として認めることでこの問題に対応しているつもりでいたが、これに対して、そもそも連邦主義という問題を避けるために、SECが州の規制対象に介入すべきではないと批判された。結果的に、実務界との対立は訴訟で争われることになり、SECに規則制定の権限はないとの判断が裁判所によって示された⁽³⁷⁾。

このようにして、SECがDCSに関連する規則の制定に直接には関与できなくなったが、規則19c-4は各証券取引所が具体的な解釈を行ったうえで、NYSEをはじめ、自主規制機関ごとにその立場を反映した解釈が行われることとなった⁽³⁸⁾。

③ SEC 規則19c-4の各自主規制機関での対応

前述したように、規則19c-4は、その制定主体であるSECの制定権限問題が故に、無効とされた。しかしながら、各自主規制機関では、実質的には、同規則と同じ内容の規則を制定した上で、SECによる承認を得た⁽³⁹⁾。

3 小括

以上に見てきたように、アメリカにおいては、1株1議決権の原則に関する厳格な強行法規はほとんど存在してきていない一方、自主規制機関の規則によってDCSに関連するルールが確立されてきたという歴史がある。以下では、こうした法規制の元で、DCS採用をめぐってどのような理論的な攻防が展開され、実務において如何なる形で利用されてきたのか、といったことについて見ていくこととする。

(37) 松原・前掲注(7)判批, 44頁。

(38) Stephen M. Bainbridge, *supra* note 26, at 565.

(39) *Id.*, at 626-27.

II デュアル・クラス・ストラクチャーに関する理論と 実証研究の紹介

1 デュアル・クラス・ストラクチャーに対する擁護と批判

(1) DCS に対する擁護

DCS の導入については、さまざまな面においてそのメリットが唱えられてきている。

第 1 に、DCS を導入した株式会社において経営陣のインセンティブが高められるとされてきている。

第 2 に、DCS を導入した場合には情報不足に起因する企業買収 (uninformed takeovers) を防止することができる点にメリットがあるとされてきている。株式会社に関する情報については、内部者と外部者との間で、知り得る情報に不均衡性が生じてしまう。すなわち、会社の将来的な投資の方向性や会社の経営状況といった面において外部者に比して内部者の方がより多くの情報を把握するといった不均衡性が存在するのである。そのため、外部者が限られた情報に基づいて経営陣の交代を求めることがしばしば起こり得るが、そのような場合に、内部者としての経営陣は自らの意思決定の正しさを証明するために外部者に情報発信をしなければならない。そのような情報発信には、たとえば、会社の収益率 (high debt-equity)、配当の変更または自己株式の取得などが含まれるが、これらは会社にとって新たな費用負担となってしまう。しかしながら、DCS を導入した会社の場合においては、経営陣が会社支配権を維持するために、そのような情報不足による企業買収を防ぐ効果があると説明される。その結果、会社にとって不必要なコストを削減することができる点に DCS のメリットがあるとされてきた⁽⁴⁰⁾。

(40) Alchian A. & H. Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organization*, 62 *American Economic Rev.* 777-795 (1972); DeAngelo &

第3に、経営陣が長期的な視点で会社経営を実現しやすいというメリットが主張されてきている。会社支配権市場は、会社の経営陣を監視し、かつ、経営陣に対して矯正または懲戒的な力として機能しうる。ある会社の現経営陣が株主の最善の利益に資するような経営をしていない場合には、新たな経営陣がそれらを交代させられる結果を招来する。なぜならば、現経営陣に対する評価はしばしば株価または四半期毎の売上高によって決められてしまうからである。そのため、経営陣は長期的なプロジェクトよりは短期的な利益を追求するために経営方針を決める嫌いがある。しかしながら、DCS導入会社の場合、その経営陣はそのような外圧から解放され、長期的な経営方針を立てやすいとされてきている⁽⁴¹⁾。

第4に、DCS導入会社が企業買収に見舞われた場合には、その企業買収プレミアムをより高めることができるとされている。株式が分散的に保有されている会社の場合、株主たちが団結して買収会社と買収価額の交渉をすることは期待し難い。たとえ株主によって選ばれた取締役会であるとしても、実際に全株主の最善の利益を実現しようとより良いプレミアムを引き出せる交渉ができるかどうかには限界がある。しかしながら、DCS導入会社ならば、支配権が集中しているため、支配株主側には最も強力な交渉力を持つと見られる。したがって、DCSは支配権取引の発生件数を下げる可能性があるとしても、支配権プレミアムの価額の交渉においてはより良い金額を勝ち取ることができると言われてきた⁽⁴²⁾。

第5に、DCSを導入した場合には、会社支配権を固定しつつもエクイ

DeAngelo, H. & L. DeAngelo, *Managerial Ownership of voting rights: A Study of Public Corporations With Dual Classes of Common Stock*, 14 J. Fin. Eco. 33-69 (1985); Fischel Daniel R., *supra* note 25, at 138 and 150.

(41) Fischel, *supra* note 25, 148-151.

(42) Fischel, *supra* note 25, 148-151; Comment R. & G. W. Schwert, *Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures*, 39 J. Fin. Eco. 3-43 (1995); Smart S. B. & C. J. Zutter, *Control as a Motivation for Underpricing: a Comparison of Dual and Single-Class IPOs*, 69 J. Fin. Eco. 85-110 (2003).

ティー・ファイナンスができることがメリットとして主張された。すなわち、発展途上の会社にとって資金需要は常にあるものであり、支配株主側の持株比率を下げずに株式の発行を通じた資金調達が可能であるとのことである⁽⁴³⁾。

(2) DCS に対する批判

上記のような擁護論がある一方で、DCS に対する批判も長きにわたって叫ばれてきている。その代表的な意見としては、以下の2点が挙げられよう。

まず、DCS の採用が株主利益の最大化を実現する意見に対する懐疑である。すなわち、経営陣が会社支配権を維持しようとするときには、さまざまな理由が考えられるが、それらは株主利益の最大化を実現しうる、との見解に対する懐疑である。このような懐疑的な意見によれば、仮に、DCS の採用が経営陣の支配権維持を理由としたときに、それが株主の利益に資するとすることは、あらゆる敵対的な企業買収に対する否定であり、あらゆる買収防衛策が肯定されてしまうことになる、としている⁽⁴⁴⁾。

また、DCS 採用会社においては、経営者が不当に利益を流用するリスクを拡大するとも主張されてきている。つまり、株式のより少額な部分しか投資していない経営者に支配権を委ねることは、経営者の責任追及のメカニズムを無意味にするというのである⁽⁴⁵⁾。

2 従来の実証研究と近時の実証研究

(1) 従来の実証研究

前述したように、1980年代のアメリカでは、DCS 採用会社の上場問題が大いに議論された。また、この時期から DCS に関する様々な実証研究も

(43) R. J. Gilson, *Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*, 73 Virg. L. Rev. 807-844 (1987).

(44) *Id.*, at 807.

(45) Seligman, *supra* note 2, at 690.

継続的に発表されてきた。これらの実証研究は、主として以下のような問題意識を有してきたとされる。すなわち、1株1議決権原則を逸脱した会社所有関係の仕組みが利用される原因はどこにあるのか、そのような仕組みが一般株主の保有する株式価値に対してどのような影響を及ぼすのか、支配株主はそのような仕組みを保身的な目的で利用したのか、そのような仕組みが経済と金融の発展に影響を及ぼすのか、などである⁽⁴⁶⁾。DCSは1株1議決権原則を逸脱する資本構成の仕組みの中の1つである。これらの問題意識はDCS採用会社の上場問題をめぐる実証研究にも共通しているものと見られた。以下では、これらの実証研究の概要とその結論を紹介する。

- ① 1962年から1984年までの間にアメリカにおけるDCSを通じた資本構造再構成 (recapitalizations) を実施した会社44社をサンプルとして調査研究が行われた。同調査によれば、それら44社の資本構造再構成は平均して、それまでにない (abnormal) かつ非消極的な株価収益 (stock price returns) をもたらしたとした上で、DCSによって不平等な議決権株式を発行することが株主の利益を害するとは言えないと結論づけた⁽⁴⁷⁾。
- ② 1976年から1987年までの間にアメリカにおけるDCS導入会社94社をサンプルとした調査では、1984年から1987年までの3年間に上記①の調査結果よりおよそ50社近くが新たにDCSを導入したことが明らかにされた⁽⁴⁸⁾。増加した理由としては、1984年にNYSEにおいて1株1議決権原則を逸脱する仕組みを禁止する規則を緩和したことが影

(46) R. Adams & D. Ferreira, *One Share-One vote: The Empirical Evidence*, 12 Rev. Fin. 51-91 (2008).

(47) M. Megan Partch, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 J. Fin. Econ. 313-339 (1987). なお、資本構造再構成とは、既存の株式会社が既存の株式に加えて新たに、議決権に差を設けた株式を発行することを言う。

(48) Gregg A. Jarrell & Annertte B. Poulsen, *Dual Class Recapitalization as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, 20 J. Fin. Econ. 129-152 (1988).

響したと推測された。また、上記①の調査結果とは対照的に、当該調査では DCS の導入によって株式市場では消極的な評価が見られたため DCS が株主の利益を害する恐れがあると結論づけた。

- ③ 1979年から1998年までの間に DCS を導入したアメリカ企業の178社を対象として行った調査では、以下のようなことが導き出された。すなわち、第1に、DCS 導入会社とその導入以前にすでに株式所有構造が集中しており、DCS 導入と支配株主の保身的な (entrench controlling shareholders) 目的との間には直接なつながりがあると言えないとされた。第2に、DCS 導入直後の3日間の異常収益 (abnormal returns) の平均値が0.06%であるとされ、これは「ゼロ」に近い数値であるため、DCS 導入が当該会社の株価に消極的な影響を及ぼしたと言うことは難しいとされた。第3に、より長期的な調査方法を通じて DCS 導入後4年間の調査期間では、23.11%という積極的な異常収益 (significant positive abnormal returns) が明らかにされた。よって、当該調査は最終的に、DCS 導入によって企業のパフォーマンスの向上をもたらし、結果的に非支配株主のために利益を創出したことが言えると評価した⁽⁴⁹⁾。
- ④ 1978年から1998年までの間の資本構造再構成事例142件をサンプルに調査を行なった実証研究においても、DCS への資本構造再構成に対して株価を通じた市場からの目立った反応はなかったとされた。同調査によれば、大半の企業が資本構造再構成を行ったのちに会社の業績の向上が見られ、破産の申告件数が減少したとされた。また資本構造再構成を行った企業がのちに買収される場合においてもより高いプレミアムを獲得したことがしばしば見られたとされた。さらに、ほとんどの資本構造再構成によって支配株主が大規模なキャッシュ・フロ

(49) Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-run Stock Returns* (2004), 1-45, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=422080>.

一持分の処分 (liquidation) を伴っていた。したがって、DCS への資本構造再構成が会社支配権に望ましくない変更を防ぐために用いられるのではなく、むしろ、それは会社支配権の自発的な変動を促進するツールになりうるし、かつ、そのような変動がもたらす利益が株主全体の利益となるとされた⁽⁵⁰⁾。

(2) 近時の実証研究

① IRRCI レビュー 2012

2012年に「S&P1500 インデックス構成会社のうち支配的な株式会社に対する過去10年間にわたる会社経営状況とそのリスクに関する調査 (Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review)」(以下、「IRRCI レビュー 2012」という)が Investor Responsibility Research Center Institute (IRRCI) の起案・助言のもとで Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) によって実施され、その調査結果が「IRRCI レビュー 2012」として発表された⁽⁵¹⁾。

IRRCI レビュー 2012が対象とする「支配的な株式会社 (controlled companies)」とは、ある個人またはグループが当該会社において議決権株式の30%以上を保有する場合、あるいは、ある個人またはグループが当該会社の取締役会構成員の4割以上が選任できる権利を有する場合の当該会社のことをいうとされる⁽⁵²⁾。

(ア) IRRCI レビュー2012によれば、2002年から2012年までの10年間にわたって、S&P1500インデックス会社のうち、支配的な株式会社は87社から114社へと増えており、114社のうち79社が複数議決権株式を用いた資本

(50) Scott W. Bauguess, Myron B. Slovin and Marie E. Sushka, *The Consequences of Recontracting Shareholder Control Rights at Closely Held Firms* (2006), 1-46, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=889683>.

(51) IRRC Institute, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review* (2012), available at <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report1.pdf>, last visited JAN. 10, 2017.

(52) IRRCI レビュー2012・前掲注 (51), 18頁。

構成となっており、残りの35社が1株1議決権原則に基づく単一種類の議決権株式を有する支配的な株式会社となっている⁽⁵³⁾。

(イ) また、2012年8月31日から起算して過去3年間、過去5年間および過去10年間に遡った企業のパフォーマンス調査では、支配的な株式会社が非支配的な株式会社を下回った結果が出された。とりわけ、複数議決権株式を有する支配的な株式会社の場合において、1年間という短期間に企業パフォーマンスの上昇は見られるものの、長期的には企業パフォーマンスが下落が顕著であるとされた。他方、複数議決権株式を用いない支配的な株式会社では企業のパフォーマンスが全ての調査期間において上昇傾向にあったとされる。このことは、支配権行使のメカニズムの性質が重要であるとの見方もなされている⁽⁵⁴⁾。

(ウ) 対象会社の金融リスクを評価するために、株価を調査したが、所定の期間において複数議決権株式の資本構成を有する支配的な株式会社は、非支配的な株式会社に比較して、株価の変動幅がより大きいことが分かってきたとされる。また、複数議決権株式を用いない支配的な株式会社の場合は比較的株価が安定しているように見られた⁽⁵⁵⁾。

(エ) 会社支配権をめぐる環境については、支配的な株式会社の方が非支配的な株式会社に比して、より本質的な脆弱性が存在するとされた⁽⁵⁶⁾。

(オ) 関連当事者間の取引については、支配的な株式会社の方が非支配的な株式会社に比してより多く見られたとされる⁽⁵⁷⁾。

(カ) 機関投資家は支配的な株式会社への投資について懸念を示すことはあるものの、そのような会社に対する正式な投資政策については一般的に公表しない。ほとんどの機関投資家によれば、支配的な株式会社は、問い合わせに対して無反応であり、非支配的な株式会社に比べれば社会福祉

(53) IRRCI レビュー2012・前掲注(51), 3, 4と9頁。

(54) IRRCI レビュー2012・前掲注(51), 4-5頁。

(55) IRRCI レビュー2012・前掲注(51), 9頁。

(56) IRRCI レビュー2012・前掲注(51), 1と8頁。

(57) IRRCI レビュー2012・前掲注(51), 14頁。

活動 (outreach) が少ないとされた⁽⁵⁸⁾。

(キ) 支配的な株式会社におけるガバナンス条項については、複数議決権株式を用いる会社とそうでない会社との間での区別が一般的であり、一部の条項においては複数議決権株式を用いない株式会社の方が非支配的な株式会社のそれらに酷似していると言われる。複数議決権株式を用いない株式会社の方が、取締役会の責任と株主の権利に関して、より伝統的なガバナンス条項を採用していることが明らかであるとされた⁽⁵⁹⁾。

② IRRCI レビュー 2016

2016年3月17日に、IRRCIによる新たな追加調査報告書が発表された。それは、「S&P1500 インデックス構成会社における支配的な株式会社に対する会社経営状況とそのリスクに関する追加調査 (Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance and Risk)」(以下、「IRRCI レビュー 2016」という)と題された⁽⁶⁰⁾。

(ア) IRRCI レビュー 2016によれば、支配的な株式会社は2012年から2015年10月25日までの間にS&P1500に占める割合がおおよそ8%減少したとされる⁽⁶¹⁾。

(イ) 全ての調査期間、すなわち1年間、3年間、5年間および10年間にわたって、全株主への利益還元、企業収益の増加 (revenue growth)、株主資本利益率 (return on equity) および配当性向 (dividend payout ratios) などに関して支配的な株式会社は非支配的な株式会社を下回った結果となっている。しかしながら、資産の利益率 (return on assets) に関しては支配的な株式会社が非支配的な株式会社を上回る。また、さまざまな投資資本

(58) IRRCI レビュー2012・前掲注 (51), 15頁。

(59) IRRCI レビュー2012・前掲注 (51), 10-13頁。

(60) IRRC Institute, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Follow-up Review of Performance & Risk* (2016), available at <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/03/Controlled-Companies-IRRCI-2015-FINAL-3-16-16.pdf>, last visited JAN. 10, 2017.

(61) IRRCI レビュー2016・前掲注 (60), 7頁。

の利益率 (returns on invested capital) に関しては、10年間という調査期間において支配的な株式会社が非支配的な株式会社を下回る以外、他の調査期間はその逆の結果が示された⁽⁶²⁾。

(ウ) 関連当事者間の取引に関しては、支配的な株式会社における発生率が減少傾向にあるものの、依然として非支配的な株式会社の発生率を超え続けている⁽⁶³⁾。

(エ) 取締役会構成員の平均最短任期が15年である支配的な株式会社が全体の17%を超えており、非支配的な株式会社よりも高い割合であるとされた。ほぼ8割の支配的な株式会社において、新任の取締役がいないとされた。これは非支配的な株式会社より10%高い割合であるとされた⁽⁶⁴⁾。

(オ) 支配的な株式会社の取締役会構成員の中には、女性や少数派取締役が割と少ないのが一般的であるとされた⁽⁶⁵⁾。

(カ) 複数議決権株式を用いた支配的な株式会社における最高経営責任者の平均報酬が明らかに高額であることとされた。その報酬額は単一議決権の支配的な株式会社の3倍であり、非支配的な株式会社の報酬額の40%以上多いとされた⁽⁶⁶⁾。

3 小括

前述したようにDCSの支持者たちは、DCSを採用することによって会社の経営陣が外部からの影響力を最小限に制して事業の長期的な成長により集中しやすいが故に株主により高い利益の配分を必然的になしうることであると主張する。しかしながら、IRRCI レビュー 2012の調査結果が示したように、実態は正反対の結論を見せている。すなわち、複数議決権株式を用いたDCSの資本構成を通じて行使された支配権の存在によって、

(62) IRRCI レビュー2016・前掲注(60)、24-41頁。

(63) IRRCI レビュー2016・前掲注(60)、64頁。

(64) IRRCI レビュー2016・前掲注(60)、45-52頁。

(65) IRRCI レビュー2016・前掲注(60)、47-49頁。

(66) IRRCI レビュー2016・前掲注(60)、66-67頁。

そのような会社のパフォーマンスを低下させ、会社がより多くのリスクにさらされるようになっていく。会社支配権が単一の種類の株式を通じてそれぞれつながりの持たない投資者（unaffiliated investors）にコントロールされている場合に、会社のパフォーマンスが長期にわたって向上し、かつ、リスクがより少なくなるのであると言われる⁽⁶⁷⁾。

Ⅲ 1980年代の議論と近時の議論との比較検討

1 1980年代の議論の状況

(1) DCS に関する統一したルールの必要性

DCS に関する規制、DCS をめぐる理論および継続してきた実証研究は、時代とともに、変化が見られてきたと言えよう。1980年代の議論の状況については、DCS をめぐる制度の形成期とも言うべく、規制方法としてのルールがどうあるべきか、またそのルールの制定に当たり、SEC には権限があるのか、そして、取引所間における競争を理由として、DCS のルール形成に拍車がかかることは果たしていいことなのか、といった様々な面において議論がなされたといえる。以下では、これらを中心に1980年代当時の議論の状況を振り返る。

これらの点に関しては、既述したように、*The Business Roundtable v. SEC* の判決が出されたことで、決着がつけられた。結論から言うと、判決では、SEC にそのような権限は認められないとした。しかしながら、興味深いのは、SEC に自主規制機関に対する監督権があるがために、ほとんど規則19c-4の内容が各主要取引市場の内部規則の中で植えつけられた結果となったことである⁽⁶⁸⁾。

(67) Jon Lukomnik, IRRCI executive director, at IRRCI Press Release, Oct. 2, 2012, available at <http://irrcinstitute.org/news/new-study-says-multiclass-voting-companies-underperform-riskier/>, last visited JAN. 10, 2017.

(68) Stephen M. Bainbridge, *supra* note 26, at 565.

SEC のルール制定権限の有無に関する論争はあったものの、それらの議論の中では、結局のところ、DCS が果たして株主の利益に資するか否かは未知数であるという意見がみられた⁽⁶⁹⁾。

(2) DCS に対する考え方の対立問題

DCS については、これを新規の株式公開 (IPO) 時に採用することと、既存の上場会社が DCS を採用して資金調達することとの 2 つの場合が実際に利用されてきた。このうち、後者については、多くの文献の中で資本構造再構成 (recapitalization) と称されてきたことは前述した。

IPO 時における DCS 採用については、議決権に何らかの制限条項が付された場合には、その株式がディカウントされた価格で取引されるがために、不利益を被る株主は存在しないと考えられた。しかしながら、資本構造再構成の場合における DCS の採用の場合には、果たして既存株主に不利益を与えるのか否かといった点で議論の対立が見られた。この点については、主として、DCS がもたらす経営者と株主との間の利益相反問題と企業買収場面における株主利益との問題が取り上げられていた。

① DCS 由来の利益相反問題

既存株主に不利益を与えると主張する論者は、DCS が、会社の経営陣と株主との間の利益相反を生じさせると説く⁽⁷⁰⁾。株主は会社の価値を最大化するインセンティブを有するため、株主による議決権の行使は、会社の経営者に対する監視監督として機能する。ところが、DCS 採用会社においては、会社の経営者による会社支配が確実なものとなるのが常である。そうすると、議決権を通じた株主による経営者への監視監督が無意味なものとなってしまい、経営者が会社と株主の利益の最大化よりは、経営者自身の利益のために会社経営を行い、ここに経営者と株主との間の利益

(69) この点、Seligman 教授と Dent 教授の激しい対立からも明らかである (Seligman, *supra* note 2, at 699; George W. Dent, *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 Geo. Was. L. Rev. 725, 755.)。

(70) Seligman, *supra* note 2, at 720.

相反が生ずるとのことである。

他方、DCSが既存株主に不利益を及ぼすことに否定的な見解もあるが、そのような見解の根拠には、株主の行使する議決権による経営者への監視監督機能自体を疑問視する点にある⁽⁷¹⁾。すなわち、DCSが会社支配の固定化を生じさせ、DCSの採用が結局敵対的な企業買収を防ぐが故に、会社経営者による効率的な経営が期待できないとする意見への疑問視である。敵対的な企業買収に由来する経営者の更迭が必ずしも効率的な会社経営を生み出すことは言い切れないと同時に、むしろ、DCSの採用によって、経営者の短期主義を是正して長期的な経営計画を実現させると反論するのである。そのため、DCSの採用によって、会社経営が非効率的になって、直ちに利益相反を起こすことは言えないとしている⁽⁷²⁾。

② DCSと支配権プレミアム問題

DCS採用に否定的な見解では、とりわけ企業買収の場面において、それが一般株主に不利益をもたらすとする。すなわち、DCS採用時の企業買収の場面において、一般株主が支配権プレミアムを獲得することが期待できず、株価の低迷を招来するため、大規模な上場会社においてそのような一般株主にとって不公正であるとする⁽⁷³⁾。

こうした主張に対して、プレミアムの獲得いかんの問題以前に、そもそも企業買収が常に株主にとって利益となるとは言い切れないと同時に、また、DCSの採用が株主の利益を減少させてしまう濫用的な企業買収の場面においては、逆に買収防衛策として、株主の利益を保護することも考えられるとされてきている⁽⁷⁴⁾。

(71) George W. Dent, *supra* note 69, at 747-8.

(72) George W. Dent, *supra* note 69, at 738-9.

(73) Seligman, *supra* note 2, at 724.

(74) Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Calif. L. Rev. 3, 4 (1988).

2 近時の議論の状況

(1) なぜ DCS は利用し続けられてきたのかをめぐって

1980年代における議論は、前記の実証研究からもわかるように、DCS 採用例が比較的少数であり、そのため、当時の議論としては、理論面にスポットが当てられたことが特徴であるといえよう。それに比べると、近時における DCS をめぐる議論では、1980年代以降に継続して DCS 問題を扱う経済学の文献の中での実態調査や IRRCI などのような団体が行う実証研究が増えている。こうした実証研究が、近時の DCS 議論には重要な素材を提供していると考えられる⁽⁷⁵⁾。

ところが、注目すべきこととしては、前述したようにさまざまなデータが出されて、DCS に対するマイナス評価が主流であることが明らかになりつつある。それでもなお、DCS は利用し続けられてきたことは否めない事実である。この点については、資金調達の柔軟性といった観点から、DCS 採用には一定のメリットが否定できないことがその根拠であるとも言われてきている⁽⁷⁶⁾。

しかしながら、DCS が今後も増え続けていくのではないかと目されている。なぜならば、カナダにおける DCS 研究⁽⁷⁷⁾やシンガポールなどにおける複数議決権に関連する法改正⁽⁷⁸⁾、そして、香港取引所における 1 株 1 議決権原則の撤廃（すなわち、DCS などを許容すべきか）の是非をめぐる

(75) 本稿 II。

(76) Ronald Gilson and Jeffrey Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pennsylvania L. Rev. 785 (2003); Ronald Gilson and Alan Schwartz, *Corporate Control and Credible Commitment*, 43 International Review of Law and Economics 119 (2015); and Zohar Goshen and Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 Yale Law Journal 560 (2016).

(77) M. R. King, *Family Values: Ownership Structure and Performance of Canadian*, 32 J. Bank. Fin. 2423 (2008).

(78) *Singapore Removal of One-Share-One-Vote rule*, The Business Times on Oct. 9, 2014, available at <http://news.asiaone.com/news/singapore/removal-one-share-one-vote-rule>, last visited 17 JAN. 2017.

近時の論争⁽⁷⁹⁾が世界中で注目されている。これら諸外国での動向について、アメリカにおけるDCS研究としても注目に値すると考えられる⁽⁸⁰⁾。

(2) DCSと企業統治

DCSを採用する会社においては、企業統治の問題上、リスクが拡大されるといわれる。それは主として、代理コスト (agency-cost) の増大によるとされる⁽⁸¹⁾。株式会社制度に由来する所有と経営 (支配) の分離によって、株主と経営者との間の利害対立が企業統治におけるもっとも重要な問題とされてきた。そのため、とりわけ、分散的に株式が保有される株式会社においては代理コストの増大が引き起こされる。それに対して、株式が集中的に保有される株式会社においては、そうした代理コストが比較的少ないとされる⁽⁸²⁾。しかしながら、DCSを採用した会社では、分散的な株式所有構造に起因する代理コストの増大問題が生じる一方で、集中的な所有構造に由来する代理コストの減少の効果が期待できず、逆に、複数議決権株式を保有することを通じて会社に対する支配権を持つ支配株主または経営者に対するさらなる監督のコストが加えられるとされる⁽⁸³⁾。

それにもかかわらず、アメリカにおいてDCS採用例が減ることなく、前述したようにDCSの採用の基礎となる複数議決権株式制度が新たに他の国でも導入されてきている。そのため、DCSをめぐる企業統治におけ

(79) *Hong Kong Exchange Gives Up on Dual-Class Share Plan*, Financial Times on OCT. 15, 2015, available at <https://www.ft.com/content/0bc597ee-6b42-11e5-aca9-d87542bf8673>, last visited JAN. 17, 2017.

(80) Choi, Albert H., *Costs and Benefits of Concentrated Ownership and Control* (2016), Virginia Law and Economics Research Paper No. 19. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2619462>.

(81) See e.g., Lucian Arye Bebchuk et al., *Stock Pyramid, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP 295, 301-05 (Randall K. Morck ed., 2000).

(82) Z. Goshen & A. Hamdani, *supra* note 76, at 577.

(83) Z. Goshen & R. Squire, *Principal Cost: A New Theory for Corporate Law and Governance*, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2571739>.

る問題への対処方法が重要な課題であると認識されてきている。すなわち、会社法は、一般株主の利益を保護すると同時に支配株主またはカリスマ的な経営者の独特な会社ビジョン (idiosyncratic vision) の追求を保護できるよう整備されるべきであるとされる⁽⁸⁴⁾。

おわりに

DCS は1980年代における企業買収防衛策の1つとして生成されてきたと言われてきた。本稿で紹介したように、批判的な評価が絶えなかった中でも、アメリカの株式市場は、広範囲に資金調達を行いつつも企業文化などさまざまな面から会社支配権を維持しようとしてきたニーズに、DCS は応えてきた。

さらに前述したように、日本のみならず諸外国での近年の動向を勘案すると、アメリカにおける DCS 議論の再燃には理由があり、これに注目して今後も調査・検討を行い続けるに値すると考えられる。

* * 本稿の執筆にあたり、日本証券業協会の研究助成を受けた。

* * 本稿は科研費 (若手研究 (B) : 26780067) の成果の一部である。

(84) Z. Goshen & A. Hamdani, *supra* note 76, at 617.