

エンブテイ・ボートディングとデリバティブ取引

倉澤 資成

一、はじめに

エクイティ・スワップやオプション等のデリバティブ取引や貸株取引を利用すれば、株式に付与される経済的損益（配当や残余財産の分配）を受けとる権利（経済的所有権と呼ぶ）と議決権を分離でき、議決権だけの所有も可能となる。議決権だけを保有している状態、あるいは一株一議決権を基準として、保有する議決権よりも経済的所有権が相対的に少ない状態をエンブテイ・ボート

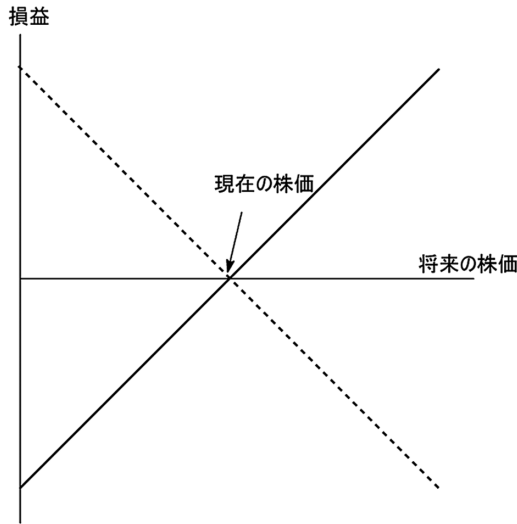
ィング (empty voting) という。⁽¹⁾

エンブテイ・ボートディングは議決権の行使のインセンティブに歪みをもたらし、企業価値を毀損したり、他の株主に損害を与える、として問題視する議論は多い。ここでは、もっぱら経済学的観点からエンブテイ・ボートディングについて考えてみたい。⁽²⁾

二、エンブテイ・ボートディング

株式の保有と同時に、同株式の経済的損益と正

図表1 エンブティ・ポーティング



反対の損益を得るポジションをとれば、株式保有からの経済的損益が完全に相殺され、議決権だけが残る。株式保有からの経済的損益（配当および値上がり利益ないし値下がり損）を完全にヘッジすると言い換えてもよい。経済的損益が完全にヘッジされていれば、手元には議決権だけが残る理屈である。デリバティブ取引を使えば、正反対の損益を得るのは易しい。一つほど例を挙げよう。

(a) 配当および値上がり利益を相手に渡し（値下がりしたときには損失を相手から受けとる）、一定の金利を受けとる形のエキイティ・スワップを契約する。

(b) 現在の株価を行使価格とするコール・オプションをショートし、プット・オプションをロングする。

図表1の横軸には将来の株価がとられている。

将来の株価はどのようになるかはわからない。現在の株価よりも高くなれば利益が生まれ、安くなれば損害が発生する。右上がりの実直線は、将来の株価と株式保有からの経済的損益の関係を表している。右下がりの点線はエクイティ・スワップあるいはオプションの経済的損益である。この図表から明らかなように、将来の株価水準に関わりなく、両者の利益と損失は完全に相殺されるのである。

貸株市場を利用して議決権を得ることもできる。議決権行使の基準日をまたいで株式を借りればよい。厳密には議決権だけを保有するわけではないが、基準日直前に借りて直後に返却すればばば議決権だけを入手できる。

議決権だけを保有して権利を行使しても、それだけでは利益は上げられない。議決権をさまざまな形の経済的損益と自由に組み合わせられる点が

重要である。企業が議決権を使って何かを決めなければならぬ状況にあれば、利益を獲得できる「議決権と経済的損益のプロファイルの組み合わせ」が存在する。これを簡単な例によって説明しよう。⁽³⁾

非現実的な数値を用いるが、わかりやすさを優先するためである。二つの会社K社とM社を考えると、両社の発行株式数はそれぞれ一〇〇株である。M社とK社は合併することで合意した。図1は、合併が成立したときと失敗したときのK社とM社の一株当たりの経済的価値である。合併条件はK社に有利であり、かなりのプレミアムが与えられることになる。

ヘッジ・ファンドP社はK社の株式を二〇株所有している。合併計画が公表される前の株価は合併が失敗したときの価値六〇に等しいとしよう。合併が成立すれば、株式の価値は九〇に上昇する

図表2 数値例

	合併失敗	合併成立
K社	60	90
M社	100	80

ため、P社は $20 \times 30 = 600$ の利益を得る。しかし、合併が成立するためにはM社の株主の承認が必要となる。市場は合併が成立する可能性を五〇%とみており、合併計画が発表された後、M社の株価は一〇〇から九〇（一〇〇と八〇の平均値）に下落している。

P社は合併の成立を狙ってM社の株式を一〇株（一〇%）購入すると同時に、エクイティ・スワップのショート・ポジションをとった。この結果、M社の株式の経済的損益は完全にヘッジされ、P社の手元にはM社の議決権だけが残る。P社はM社の株式価値が毀損しても何らの損失を被ることはないため、議決権を合併賛成に投じる。P社の思惑通り合併が成立すれば、P社はK社の保有株式から利益を獲得でき、M社の株主は大きな損失を被ることになる。

この例では、P社は合併計画の発表前にK社の

株式を保有していた、と仮定されていた。合併計画の発表前にはK社の株式を保有していなくても、同じような取引を仕掛け、利益を得る可能性がある。市場は合併成立の可能性が五〇%とみているため、合併計画の発表後にK社の株価は七五（六〇と九〇の平均値）に上昇したと考えよう。

P社は議決券の獲得によって合併が成立する可能性が高まる（五〇%をかなり上回る）と予想するのであれば、K社の株式とM社の議決権を取得することによって、平均的には利益を獲得できる。

三、エンブティ・ボートイニングは一般株主の利益を損なうか

エンブティ・ボートイニングを用いて利益を獲得する機会は至る所に存在する。エンブティ・ボートイニングを利用して利益が得られるのであれば、

それによって利益が損なわれた投資家が必ず存在するはずである。しかし、誰がエンブティ・ボートイニングを所有し、その主体がどのようなポジションをとっているのか、に関する情報が投資家に知れ渡っていれば、一般株主の利益が損なわれることはない。先の例を用いて次にこれを説明しよう。

P社はK社の株式を二〇株保有しており、合併が成立すれば六〇〇の利益が得られた。このため、M社の株式を一〇株購入すると同時に、エキイティ・スワップのショート・ポジションをとったのである。デリバティブ・ディーラーがエキイティ・スワップの取引相手であったとしよう。デリバティブ・ディーラーはP社の相手になり、エキイティ・スワップのロング・ポジションをとるだろうか。デリバティブ・ディーラーは、P社がK社の株式とM社の議決権をもつことを

知っている。P社は合併賛成に投票するはずであり、M社の株式は下落する可能性が高い。言い換えると、デリバティブ・ディーラーはエクイティ・スワップのロング・ポジションから損失を被る可能性が高いのである。

もちろん、デリバティブ・ディーラーはエクイティ・スワップのロング・ポジションからの損失を黙って受け入れるわけではなく、エクイティ・スワップのロング・ポジションをヘッジする。実際に、エクイティ・スワップの相手となるデリバティブ・ディーラーはそのポジションをほとんどヘッジしている。言い換えると、損失のリスクを他の投資家へ移転しているのである。しかし、これは不可能である。すべての投資家が完全な情報をもっていれば、デリバティブ・ディーラーの相手になり、損失のリスクを引き受けてくれる投資家は存在しない。

すべての投資家が完全な情報をもっている、という仮定はいかにも非現実的である。P社の直接の相手であるデリバティブ・ディーラーはかなりの情報をもっているだろうが、K社の株式を取引している一般の投資家がエンブティ・ボートイングの主体とそのポジションに関する情報をもっているとは考えにくい。デリバティブ・ディーラーはエクイティ・スワップのロング・ポジションを容易にヘッジできるだろう。

しかし、あえてこうしたきわめて強い想定の下で議論を展開するのは経済学の常套手段である。その結果を参照しながら、どのような方策が考えられるかを探るのである。

四、デリバティブ取引の廃止あるいは改編

エンブティ・ボートイニングにはデリバティブ取引を用いるのが一般的である。このため、エンブティ・ボートイニングによる一般投資家の損失を阻止する一つの極端な方策は、デリバティブ取引に対する全面的な取引規制である。デリバティブ取引が使えなければ、経済的所有権のない議決権を手に入れるのは容易ではない。

しかし、ここまで大きく発展したデリバティブ取引を廃止するのは現実には不可能である。論外と云ってよいだろう。さらに、デリバティブ取引は社会的に大きな機能を果たしている。デリバティブ取引の全面規制は証券市場の効率性を大きく損なう可能性がある。デリバティブ取引はリス

ク回避の手段としての有用性が強調されるが、私にはデリバティブ取引の真の有用性は別のところにある、と思っている。さまざまな規制や制度によって投資家の取引には多くの制約が課せられている。デリバティブ取引は投資家に課せられるこうした制約を除去する、あるいは緩和する。これがデリバティブ取引のもっとも大きな機能であろう。この機能を最大限享受しているのはいうまでもなくヘッジ・ファンドである。リスク回避の手段としてではなくて、この機能によってデリバティブ取引は市場の効率性に大きく貢献しているのではないだろうか。

デリバティブ取引ではないが、全面的な廃止を考えるべき取引がある。貸株取引である。先に説明したように、貸株市場を利用して議決権だけを手取できる。もともと貸株市場は空売りのための市場である。もっていない株式は売れない、空売

りしようとするれば、株式を借りてこなければならぬ。こうした発想が貸株市場の背景にある。本来、株式の空売りには議決権は不要であるが、株式を借りると議決権も一緒に付いてくる。

金融技術は大きく発展してきている。貸株市場を利用せずに、空売りを自由にできる仕組みを考へるのはさほど難しくはないし、それを考へるよい機会である。いうまでもなく個別銘柄の先物市場でもほぼ同じ機能が期待できる。先物はデリバティブ取引である。デリバティブ取引は、経済的利益だけの取引であり、議決権は取引の対象にはならない。議決権は空売りできないのである。借株を使った空売りの規制によって、問題の多い貸株市場を用いたエンプティ・ボートディングは避けられるはずである。

五、情報開示

三節の議論から、エンプティ・ボートディングの保有者と保有者のポジションの情報開示が有効かつ正当な対処策と考えられる。この点に関しては何論はほとんどなく、多くの論者が情報の開示について論じているので、ここでは二つを指摘するに止める。

第一に、情報開示に関するさまざまな現実対応と多くの新しい提案が見られるが、どのような方針をとるのであれ、投資家にエンプティ・ボートディングに関して完全な情報を提供するのは無理である。投資家の知らないうちに、エンプティ・ボートディングによって損害を受ける可能性は残るざるをえない。

第二に、こうした状況では、デリバティブ市場

を含めた証券市場での取引が縮小し、流動性の低下が起こる可能性がある。投資家がエンプティ・ボートディングによる損失の可能性を十分に知らないのであれば、エンプティ・ボートディングに関する情報提供が完全でなくても、証券市場の取引量には大きな影響を与えないだろう。しかし、多くの投資家がエンプティ・ボートディングの存在と損失の可能性を知るようになって、情報の開示が不十分であれば、証券市場の流動性は低くなり、市場のもつ重要な機能が損なわれるかもしれない。エンプティ・ボートディングによって市場の流動性が損なわれないくらい十分な情報開示の方策があるのか、については詳細な検討が必要であり、この点については今後の課題にしておきたい。

六、議決権保有者の明確化

エンプティ・ボートディングの問題は、議決権を経済的所有権から分離できるために生ずる。エンプティ・ボートディングから、一般株主の利益が実際に損なわれ、あるいは損なわれる可能性によって証券市場での取引が縮小する事態を防ぐためには、逆説的ではあるが実質的な議決権を特定の主体に与えてしまうことが一つの有効な手段である。

実質的な議決権を特定の主体に与える方法はいくつもある。一つはグループなどに見られる方法である。議決権のある株式と議決権のない株式を発行し、議決権のある株式はその大半を特定の主体、たとえば創業者が所有する、という仕組みが考えられる。

株式持合の利用も一つである。A社は、発行済み株式の一定量を友好関係のあるB社に所有してもらい、議決権をA社の経営者の意思決定に賛成するように約束しておく。A社にとってB社が十分に信頼できる存在であれば、これで十分かもしれないが、B社の株式の一定量をA社がもてば、B社による友好的な議決権行使の可能性がより一層高まる。A社が保有するB社株はいわば人質としての機能をもつからである。B社との株式持合によって、A社の実質的な議決権の保有者は経営陣になる、と考えられる。

これ以外にもいろいろと方法はあるだろう。いずれにしても、実質的な議決権を特定の主体に長期的・安定的に与え、それを投資家に開示することが大切である。これによって、たとえばヘッジ・ファンドはエンプティ・ボートディングを利用した利益獲得はできず、一般投資家が損失を被る

可能性は減少する。投資家には、誰が実質的な議決権をもっているかが開示されるため、会社の運営方針を比較的容易に予測でき、安心して株式やデリバティブの取引ができるようになる。実質的な議決権の保有者がわかったとしても、株式保有からの経済的利益には不確実性が残るのは当然である。しかし、そうした不確実性は証券の本質であり、その不確実性の評価が証券市場の第一の役割なのである。

いうまでもなく実質的な議決権を特定の主体に与えるかどうかは会社の自由であり、それぞれが自らの意思で決めればよい。こういう解決方法もある、との指摘をしているだけであり、そうすべきであると主張しているわけではないことに注意してほしい。

七、ステイグラの生存原理

特定の主体に実質的な議決権を与えると議決権をもつ主体の利益が優先され、企業価値が損なわれる、と考える論者は多い。株主によるガバナンスが形骸化する、とも表現される。確かにそうした側面はあるだろう。私はさほど悲観的ではないが、それを詳しく論じる余裕はない。私の発想に近いと思われる、故ステイグラ・シカゴ大学教授の生存原理 (survivor principle) を簡単に紹介して終わりたい。

ステイグラの生存原理とは次のような考え方である。他企業との競争に生き残る企業は、もつとも効率的な生産方法を用いている。⁽⁴⁾ステイグラは、生存原理を規模の経済に応用して論じたが、原理そのものはきわめて一般的であり、さま

ざま分野に適用できる。この原理を先の議論に適用すると、企業価値を損なうような企業運営を続けなければ、他企業との競争に破れ市場を追われるしかない。それを避けるためには、議決権を誰がもっていたとしても、企業価値を高めるような生産方法と企業組織を選択する以外にないのである。だからといって、議決権が誰にあっても企業価値の最大化を図るような意思決定が選択される、と考えるのはナイーブ過ぎる。とはいえ企業の意思決定にとって他企業との競争の影響は大きく、それを忘れた議論は説得性に欠けるのではないだろうか。

(注)

- (1) エンプティ・ボートディングの具体例については福本(二〇〇八)およびそこで引用されているHu and Black (2006)の論文を参照されたい。
- (2) エンプティ・ボートディングをデリバティブ取引の観点か

- ら論じる論文では、J. M. Barry, J. W. Hatfield, and S. Duke (2013) がみえる。
- (3) この例は、福本 (二〇〇八) でも紹介されている。Perry-Mylan Laboratories の事例を参考にして作られている。
- (4) 詳しくは Stigler (1958)。

(引用)

- 福本葵「「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」『証券レポート』一六五一号、二〇〇八年二月
- J. M. Barry, J. W. Hatfield, and S. Duke, On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership, *Virginia Law Review*, Vol.99, No.6, October 2013, pp. 1103-1167.
- G. J. Stigler, The Economics of Scale, *Journal of Law & Economics*, Vol. 1 (Oct., 1958), pp. 54-71

(くらしさわ もとなり・大阪学院大学特任教授
当研究所客員研究員)