

# ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買

福本 葵

## 1 はじめに

今年六月、日本でもJパワー株式の買占めで有名になったイギリスの投資ファンド、The Children's Investment Master Fund (以下、TCI)が、アメリカの鉄道会社であるCSX Corporationによって訴えられた。TCIはCSX株を買って進めており、CSX社に対し自社株購入などの提案を行ってきた。TCIはCSX株をめぐって、投資銀行とトータル・リターン・スワップ取引(TRS取引)を結んでいた。この取引が大量保有報告制度を定めた一九三四年証券取引所法一三D違反であるとの訴えが提起されたのである。<sup>(1)</sup>

今回取り上げるTRS取引を用いたいわゆる五%ルール回避は、このケースが初めてではない。同様の取引は、貸株取引を用いた空の議決権と合わせて、テキサス大学のHenry T.C. Hu and Bernard Blackによる複数の論文の中でも詳細に論じられている。本稿では、Henry T.C. Hu and Bernard Blackによる代表的な論文、"The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership"<sup>(2)</sup>を必要な説明を加えて紹介し、なぜこのような取引が増えているのか、今後はどうなることが予想されるかについて考察する。<sup>(3)</sup>

## 2 空の議決権とは何か

論文のタイトル中にあるempty voting (空の議決権) およびhidden (morphable) ownership (隠れた(変形)株

式所有) はテキサス大学の Henry T.C. Hu and Bernard Black の造語である。Huらは、これらの用語を二〇〇六年頃から使い始めている。論文では報道ベースのものも含めて数多くの事例が紹介されている。Huらによると、新たな議決権売買が盛んになったのは、二〇〇二年頃からであるとしている。その要因の一つにヘッジファンドの台頭を挙げており、ヘッジファンドがこれらの取引の主たるプレイヤーであると述べている。

### (1) 貸株を用いた空の議決権

空の議決権および隠れた(変形) 株式所有の形態には、貸株取引を用いたものと、エクイティ・スワップを用いたものがある。

#### ① 貸株取引とは何か

典型的な貸株取引は、現金担保付株券貸借取引である(図1)。この取引において、年金基金や保険、投資信託などは保有する株券の貸手である。株券の貸手は株券を貸し出すと同時に、現金担保金を受け入れる。また、月末ごとに株式の貸借料を受け取るとともに、担保金に対する担保金利を支払う。

一方、株券の借手は主にヘッジファンドなどである。借手は株券を借り入れると同時に現金担保金を差し入れる。また、月末ごとに株式の貸借料を支払うとともに、担保金に対する担保金利を受け取る。

借手が貸株取引を行うのは、空売りを容易にするためである。従って、借手は借りた株式を市場で売却するのが原則である。そして、後に空売りの売り手は市場で株式を購入し、この株式を貸手に渡すことによって決済する。

株式の貸手である年金基金などの機関投資家は自ら取引を行うこともあるが、カストディアンバンクや資金運

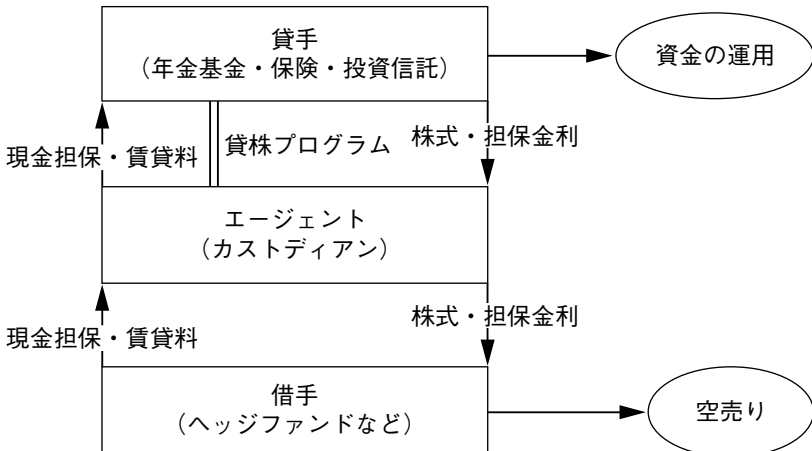
用会社などの特定の貸株エージェントと契約を結んで、取引を行うことも多い。エージェントを通じて取引する場合には、貸手はエージェントと貸株プログラムを設定し、貸株収益の按分比率や返還請求権などについて取り決めを行う。議決権の行使や配当、株式分割などをどちらが行使するかは契約による。<sup>(4)</sup> 貸手は貸した株式と同等の返還請求権を有する。貸手が請求権を行使しない場合には、借手が議決権を行使することができる。つまり、権利確定日をまたぐ貸株取引の場合、株式の経済的利益を持たない借手によって議決権が行使される場合もありうる。

## ② 貸株取引を利用した事例（香港）

二〇〇六年、香港のヘンダーソンランドはヘンダーソン・インベストメントの株式の七五％持つ親会社であった。ヘンダーソンランドはヘンダーソン・インベストメントを完全子会社化するべく、残りの二五％株を購入するという提案をした。ほとんどの少数株主はこの買収を好ましいものと判断したので、ヘンダーソン・インベストメントの株価は相当上昇した。

香港法では、買収は少数株式の一〇％の反対によって阻止される。この場合は、発行済み株式総数の二・五％である。ところが、ふた

図1 現金担保付貸株取引



を開けてみると、買収は二・七％の反対で否決された。

これは複数のヘッジファンドが、権利確定日前に貸株取引によって議決権を取得し、その後、ヘンダーソン・インベストメント株を空売りしたことによると考えられる。これらのヘッジファンドは三ヶ月後の株主総会において貸株取引で取得した議決権を行使して合併決議に反対した。株価が下がったところで株式を購入し、空売りを決済することによって、ヘッジファンドは利益を得ることができた。買収が失敗するという情報は、公にされていない。このようなヘッジファンドの取引は明らかに他の株主の利益を阻害する。

## (2) スワップを用いた空の議決権

### ① トータル・リターン・スワップとは何か

トータル・リターン・スワップ取引において、ロングのポジションを持つ者（つまりプロテクションの売り手、代表的なプレイヤーはヘッジファンド）は、株式を購入する資産を拠出せずに、配当および契約終了時の値上がり益を取得する。一方、ショートポジションを持つ者（プロテクションの買い手、代表的なプレイヤーは投資銀行）は、配当や終了時の値上がり益をロングのポジションを持つ者に支払う代わりに、例えば、三ヶ月LIBOR + 25bpなどの変動金利および株式の値下がり分をロングのポジションの所有者から受け取る。ショートポジションを持つ者は、証券の信用リスクと市場リスクをロングのポジションを持つ者に転嫁することができる。ショートポジションを持つ者はこの取引のリスクをヘッジするため、株式を購入する。

従って、単一銘柄について、大量のロングのポジションを保有すれば、ショートポジションを持つ者に株式を買わせる株式の買い圧力となる。また、反対にロングのポジションを突然大量に解消すれば、株式の売り圧力

となる。このようにして大量に市場に出回った株式をヘッジファンドが安価で購入する事態も予想される。

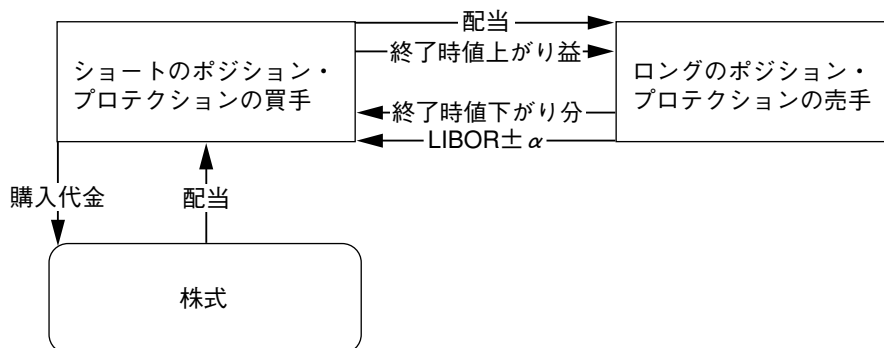
②スワップ取引を用いた事例1（アメリカ）

二〇〇四年後半、ヘッジファンドであるペリー・コーポレーションはジェネリック薬品メーカーであるキング・ファーマシーの株式を七〇〇万株所有する大株主であった。マイロン・ラボラトリーはキング・ファーマシーを株式交換によって買収する提案を行った。この合併が成功すれば、ペリーは二八万ドルの利益を取得する計算となる。ただし、この合併を成功させるためには、マイロンは株主の賛成を得なければならない。しかしながら、この合併がアナウンスされると、マイロンの株式は急激に値を下げた。

そこで、ペリーは九・九%のシェアのマイロンの株式を購入し、この合併決議に賛成票を投じた。株式購入と同時に、エクイティ・スワップのショートポジションを取って、株価変動リスクをヘッジした。また、ロングのポジションを取ったデリバティブ・ディーラーはマイロンの株式を売却することによってロングのポジションをヘッジした。

一方、マイロンの大株主であるカール・アイカーンは合併に反対していた。アイカーンは、ペリーとマイロンを一九三四年証券取引所法一三D違反であると訴えた。アイカーンは、「ペリーおよび他のヘッジファンドが経済的所

図2 トータル・リターン・スワップ



有なしにマイロン株を一九%取得した。ペリーおよびそれらのヘッジファンドはマイロン株において全体的に見てマイナスの経済的利益を所有することになる。彼らはマイロン株が下がっても合併契約を実行させたいと思うであろう。」と主張した。この訴訟はキングの会計に問題があるとして、マイロンが合併を断念したので取り下げられたため、一三D違反か否かの結論は出ていない。

### ③事例2 (イギリス)

保険会社AXAは保険会社のMONYを買収しようとした。この買収にファイナンスするために、AXAは転換社債を発行した。この転換社債はAXAがMONYの買収に成功した場合にのみ、ディスカウントプライスでAXAの株式に転換できるものである。このようなAXA社債保有者はMONYを買収する案に賛成票を投じるであろう。一方、空売りを行った者は買収案に反対を投じるであろう。どちらのグループも自ら所有するMONY株式の購入をヘッジしており、MONYにとってよい買収かどうかに基づかないで票を投じる。<sup>(15)</sup>

### ④事例3 (アメリカ)

コーポレートガバナンスに影響を与えた例としては、Liberty Mediaの行ったRupert Murdoch's News Corporationに対する買収が挙げられる。二〇〇四年一月Liberty Mediaは一億二五〇〇万株のNews Corp議決権株式を購入したと示す一三Dを提出した。この後も一億九二〇〇万(九・一%)の議決権を買い増し、マードックファミリーの三〇%に次ぐ第二の大株主となった。リバティはすでにADRなどの無議決権株式八億四三〇〇万株持っていた。これらを合計すると発行済み株式のおよそ一七・四%を保有することになる。さらにリバティメディアは、経済的利益をヘッジするため、一億五二〇〇万株の議決権株式を固定価格で売却するという先物取引をシテイバンクと締結したという情報を開示した。リバティメディアはこの後もNews Corp株式の経済的およ

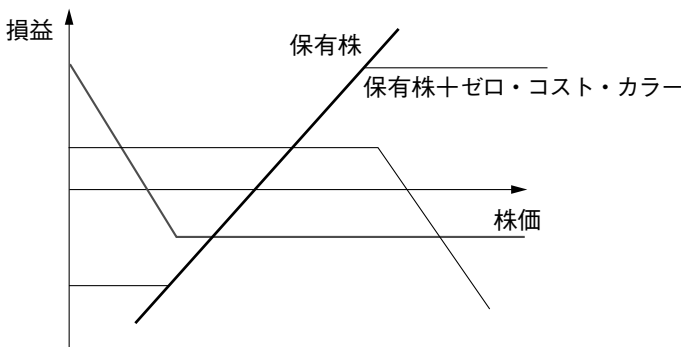
び議決権の所有を調整し続けている。

### ⑤ インサイダーのヘッジや利益の確定

NYSE上場会社においても、関係者が自社株を大量に保有する会社が多く見られる。取締役や支配株主は、譲渡が制限されている場合が多い。このようなインサイダーは、「関係者が逃げ出している」、「税金の支払いを招いている」、または支配株主にとっては、「会社支配することを止めた」という社会的関心を引き起こすことなく、株式がさらされている経済的リスクを削減したいと考えていることが多い。

一方、投資銀行では、安定的収入確保のために、自社株の経済的リスクを回避したいとする関係者の要望に適合したさまざまな方法を開発している。このひとつに「ゼロ・コスト・カラー」がある(図3)。これは株価下落損失を抑えるために、プットオプションを購入すると同時に、コールオプションを売却する。これによって、株価が下落したときのリスクが固定化すると同時に、上昇したときの潜在的利益は減じられる。このようなオプション取引を行う場合でも、議決権は保持したままである。

図3 ゼロ・コスト・カラー



2000年3月14日先物・オプションレポート (大阪証券取引所)

### 3 隠れた株式所有

(1) スワップを用いた所有の隠匿

#### ①事例1(ニュージールランド)

ニュージールランドにも5%の大量保有報告制度がある。ヘッジファンドであるペリー・コーポレーションは、ルビコン社の大株主であったが、二〇〇一年六月、5%株主ではなくなったと報告した。ところが、一年後、ペリーはルビコン社の一六%株主であるとの情報開示を行った。二〇〇二年の株主総会の議決に合うよう三二〇〇万株をドイチェバンクとUBSウォーバークから購入した。

ペリーが表面上ルビコン株の大株主でなくなった時期に何が行われたか。二〇〇一年五月ペリーは経済的利益を保有したまま、議決権だけを取り除いた。ペリーは三二〇〇万株を二つのデリバティブ・ディーラーに売却すると同時に、エクイティ・スワップのロングのポジションを取った。このような取引を行ってもペリーの一六%の経済的利益には変化がない。しかし、報告義務はなくなった。というのは、ニュージールランドの開示ルールではスワップ取引には報告義務が課せられていないからである。ペリーは、議決権が必要ときに、スワップ取引を止め、ディーラーから株式を買い戻すことができる。

ルビコン社の他の主たる株主から、ペリーの議決権に対する異議申し立て訴訟が提起された。第一審は異議申し立てが認められた。控訴審ではペリーが支持された。

前述のマイロンの事例のときには、ペリーは経済的な所有なしに空の議決権を取得するために、ショートポジションを取った。ルビコン社のケースでは、経済的保有はそのまま、情報開示の義務が課される議決権をなくすためにロングのポジションを取っている。同時にペリーは、事実上のペリーの決定で行使可能な議決権を保



有し続けている。というのは、いつでも逆スワップ取引を行うことができるからである。別の表現をするならば、ペリーは変形の議決権を保有しているといえる。それはペリーがその株式を隠したいと思えば隠し、議決権行使したいときには、いつでも再び現れることができるからである。

## ②事例2（イギリス）

アメリカの軍事産業ジェネラルダイナミクスはイギリスの戦車メーカーであるアルビス社買収の提案を行っていた。アルビス社の大株主であるBAeシステムズは当初、買収の是非を明らかにしていなかった。しかし、後にBAeシステムズ社はアルビスを買収した。これはイギリスにおいてCFDといわれている取引によってアルビス株の株式の支配権を持つ複数のファンドがBAeシステムズをサポートしたことによるところが大きい。CFDはContract for differenceの略で、イギリスにおいて盛んに用いられているスワップ取引である。これは売値と買値の差額のみを決済する取引であり、配当などは取得することができるが、議決権はない。通常はOTCで行われることから取引期間は自由に設定できる。つまりいつでも止められる。また、印紙税を支払う必要がない。

BAeシステムズを支持したファンドのうち、株式の現物で決済したものもあるとされる。スワップ取引を行うファンドはデリバティブディーラーに対し、いつでもアルビス株式を返還するように請求できる。そのため、開示規制の義務なく、株式を支配できる。本件ではこれらのヘッジファンドの持分は現物株式が九・二%、CFDが七%、合計一六・二%であったとされ、これらヘッジファンドの支持を得て、BAeシステムズはアルビス買収を成功させた。

## ③事例3（カナダ）

しかし、スワップ取引のショートポジションを取る投資銀行が常に証券を返還するかは、保証されているこ

とではない。二〇〇六年シアーズホールディングスがシアーズカナダを完全子会社化する提案をした。この提案より以前に、あるヘッジファンドはスコティアバンクを相手にシアーズカナダのエクイティ・スワップ取引をしていた。

後にスコティアバンクはシアーズホールディングスの買収のディーラーマネージャーとなった。買収提案にはシアーズカナダの少数株主の賛成が必要であった。多くの株主やシアーズカナダの独立取締役は買収提案に反対であった。買収提案に反対するためにヘッジファンドはスコティアバンクにスワップの反対売買を行うように要請したが、スコティアバンクはこれを拒否しただけでなく、買収提案に賛成の議決権を行使した。スコティアバンクは空の議決権を行使したことになる。

ヘッジファンドはスワップ取引の市場習慣に反したとして、スコティアバンクを抗議し、この取引に対する自主規制や法的規制を期待すると述べている。

## (2) 強制取得ルール回避のための隠れた所有

五%の大量保有開示回避以外の目的で、隠れた所有を利用する場合もある。強制取得ルール回避のためである。多くの国の法は、公開買付けの際、一定のパーセント以上の株式を取得した大株主は、すべての株主に対して、決まった価格で残りの株式のすべてを取得する申し出をしなければならない、いわゆる強制取得ルールを持っている。これを回避するために、隠れた所有が用いられることがある。

強制取得ルール回避の事例としては、イタリアのフィアット社のものがある。フィアットは二〇〇二年の四月六期決算では、売上高は一四六億八〇〇万ユーロ、純損益は三四〇〇万ユーロの赤字であった。このため、債

権銀行団から緊急融資を受けることで合意を取り付けた。規模は三〇億ユーロで、三年後に返済できなければ株式に転換されるという契約であった。三年後の二〇〇五年、銀行団の債務が株式に転換され二六%の持分を所有した。この転換によって、ファイアットの創業者であるアニエリ一族の持分は二二%低下していた。経営権を維持するためには、債権団よりも多くの株式を取得する必要があった。

そこで、二〇〇五年、アニエリ一族がメリルリンチと開示義務のないスワップ取引を締結した。一家はアニエリ家の株式の価値を薄める可能性のあるデッド・エクイティ・スワップの後にもファイアットの経営権を維持したいと考えていた。しかし、もしファイアット株式を直接購入したならば、持分が三〇%を超えてしまい、イタリアの強制買収ルールを引き金を引いてしまう。また、アニエリが購入したことを開示すれば、ファイアットの市場価格に影響を及ぼしてしまうであろう。ファイアットがデッド・エクイティ・スワップを実施した後、アニエリはエクイティ・スワップの逆取引を行い、相当するファイアットの株式を市場よりも安い価格で取得した。

イタリアの証券委員会は、アニエリが行った行為を強制取得ルール違反であるとしなかった。また、イタリア法において、スワップ取引は大量保有報告の対象とならない資産である。

正は、隠れた株式所有はいつも社会的に望まれていないものとは限らないと述べている。そのひとつに大量取得を公にしないことによって、マーケットインパクトを抑えられることを挙げている。ファイアット社のケースはその一例であろう。また、情報の少ない投資家から多くの情報を持つ投資家へと議決権を移転させることによって、株主による監視が強化されるとしている。

### (3) 議決権の剥離、買収防衛策としての利用

貸株取引による変形所有が買収防衛策として利用される場合もある。論文ではその具体例として、ニッポン放送株のソフトバンクインベストメントへの貸株を挙げている。ニッポン放送は、経済的リスクなしで、議決権を友好的な関係の第三者、この場合は、ソフトバンクインベストメントに渡すことができた。

### 4 ニューポートバイイング（新たな議決権購入）の技術発展

論文では、ニューポートバイイングについての今後の展望が述べられている。今後、これらの取引は増えるのか、もしくは、収束するのか。

IIIは、需要と供給から考えると、これまで述べてきた空の議決権や株式所有の隠匿といった新たな議決権の売買はこれからも成長を続けるであろうと述べている。

その理由は主に三つある。一つは、取引コストを削減するためのファイナンシャル・テクノロジーの改良はこれからも続くことが予想されるからである。一九八〇年代には見られなかったOTCデリバティブ取引は二〇〇四年までに四兆ドルとなっており、前年比五〇％増である。この成長は、取引コストの削減と金融商品の質および多様性の向上がその原因と思われる。

また、二つ目に貸株市場の発展を挙げている。貸株市場は過去一〇年間より急激に成長している。イギリスでは一九九六年三五億ポンドであったが二〇〇四年八〇〇億ポンドであった。デリバティブ取引の成長と空売りを含む取引を行うヘッジファンドの増加がこれらを牽引している。また、年金基金や退職基金、投資信託のような大口機関投資家がさまざまな方法で株式の貸手となっている。中には特定の第三者の貸株エージェントを利用し

ているものもある。多くは清算やポジションを保有するカストディアン銀行が貸株エージェントとなっている。数は多くないが、機関投資家の中には、このようなエージェントを通さず、直接、貸株を行うものもある。例えばカルパスは自ら貸株を行っている。ブローカー・ディーラーも信用取引客のためなどに、保有する株式の貸株を行っている。一方借手側も、大きな借手は自ら行うが、ブローカーの信用力や借手の匿名性という観点からもブローカー・ディーラーを通じて間接的に株式を借りていることが多い。

三つ目の理由として、ヘッジファンドの急成長を挙げている。年金基金や退職基金、投資信託が投資に関して、多くの規制の下にあるのとは違い、ヘッジファンドの取引ストラテジーは広い方向性を持つことができる。ヘッジファンドのマネージャーはデリバティブや他の洗練された金融ツールを用いることに抵抗がない。

## 5 まとめ

हुआँは、 Empty Voting=Voting Ownership>Economic Ownershipのあと述べて、また、 Economic-only ownershipの「一」をHidden（開示義務に違反しない）、もう一つをMorphable（必要などときにはいつでも取り戻せる）所有であるとしている。

アメリカにおいては、議決権だけを分離して売買することは許されていないにもかかわらず、貸株取引やエクイティ・スワップを用いて、現実的には議決権のみの売買が可能となっている。これらは、一株一議決権の原則に反する。Voting OwnershipとEconomic Ownershipを切り離すことを予定していない法制ではカバーしきれなくなっている。開示制度を見直す必要があるとの結論を導いている。

これらを概観して、私見をまとめると、近年、このようなニューボートバイイングが盛んになってきた理由と

して、まず、第一に、投資家の機関化、特に、ヘッジファンドの急成長が挙げられる。H.E.の論文にもあるように、彼らに対しては年金基金や投資信託、保険といった他の機関投資家よりも規制が緩やかであり、行動の自由が認められている。行動の自由は、取引コストを下げ、金融商品の多様化を求める金融技術を促進するものとなる。第二に、近年の企業再編の加速が挙げられる。企業の再編の際には、例えば、村上ファンドが買収提案すると、阪神電鉄社の株価が高騰したように、それまでには価値が顕在化していなかった議決権の価値が顕在化し、議決権を売買するニーズが高まる。前述の事例もそのほとんどが企業再編の事例である。第三に、機関化にも関係するが、議決権は個々ばらばらでは価値がなく、塊であるところに意味がある。ヘッジファンドを中心とするプレイヤーは、個人投資家などがばらばらで持つ議決権をまとめ、価値を生み出す。そのために、ニューポートバイイングが用いられていることが挙げられる。これら三つの事項は、これからもニューポートバイイングが広く行われるであろうことを示している。

さらに、本稿では詳細に紹介しなかったが、論文では、イギリスはCFD取引を大量保有報告の対象とする改正を行ったこと、アメリカの開示制度は、複雑であり、統一性がないことなどを挙げ、アメリカの開示制度を見直す必要があるとの指摘を行っている。

複数議決権株式の発行など、一株一議決権の原則には例外も認められる。H.E.の論文においても、議決権を売買すること自体が絶対的に禁じられるべきだとは述べてはいない。また、日本の会社法においては、議決権行使を条件に利益供与することは禁じられているが、会社以外の者が議決権の行使に関し、金銭を交付する等の利益供与をすることは禁じられていない。<sup>(7)</sup>

しかし前述のように、貸株取引によって空の議決権を取得したヘッジファンドが相場操縦を行ったと思われる

ケースもある。また、大量保有報告義務を逃れるために、スワップ取引を行い、俄かに大株主として現れて、議決権を行使するケースも見られる。これらの行為には、他の株主の利益を害するものもあるため、何らかの規制が必要であろう。多くのヘッジファンドがこの度の危機で窮地にあるとはいえ、ヘッジファンドは生き残るであろう。ヘッジファンドの急成長や企業再編の活発化の傾向は一国に留まらない。先に挙げた事例も世界各国にまたがっている。日本においても早晚このような事例が発生することは予想されるところである。

〔付記〕本稿は平成二〇年帝塚山学園特別研究助成費による研究成果の一部である。

本稿は平成二〇年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

#### 注

- (1) 二〇〇八年八月二五日付日本経済新聞および太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔下〕」『商事法務』一八四二号、一三三―一三〇頁。
- (2) Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Southern California Law Review*, Vol. 79, May 2006.
- (3) 同論文についての先行研究に、岩谷賢伸「エキイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」『資本市場クウォーターリー』二〇〇七年夏号、一八八―二〇〇頁がある。
- (4) 貸手が議決権を行使するのが原則である。
- (5) 二〇〇四年七月AXAはMONYを買収。

(6) ニューヨーク会社法六〇九条 (e) BUSINESS CORPORATION LAW 609(e)

(e) A shareholder shall not sell his vote or issue a proxy to vote to any person for any sum of money or anything of value, except as authorized in this section and section 620 (Agreements as to voting; provision in certificate of incorporation as to control of directors); provided, however, that this paragraph shall not apply to votes, proxies or consents given by holders of preferred shares in connection with a proxy or consent solicitation made available on identical terms to all holders of shares of the same class or series and remaining open for acceptance for at least twenty business days.

(7) 江頭憲次郎『株式会社法 第二版』有斐閣、二〇〇八年、三三三頁。

(シムセウ あおひ・客員研究員)