

ニューボートバイイングの現状と対応策

福本 葵

1 はじめに

年金基金や投資信託などの機関投資家は、資金提供者からの小口の資金を集め運用している。信託もまた資金提供者からの資金を運用している。これらに加え、カストディバンクなど、近年、資金提供者つまり実質的な株主と株主名簿上の株主とが同一ではないケースが多く見られる。

これらのケースは名義株主と実質的株主とが異なるものの、名義株主の背後には資金を提供している実質的株主が存在している。契約によっては、名義株主が議決権を行使する際には、資金提供者の指図が必要であるものもある⁽¹⁾。また、年金基金も信託も実質的株主に対する *fiduciary duty* があり、これに基づいて行動しなければならぬ。

しかし、名義株主と実質的株主が異なるケースのうち、近年は新たな形態が見られるようになってきた。いわゆる「エンプティ・ボートイング（空の議決権）」⁽²⁾と言われるものである。その方法には、貸株取引を利用したものと、トータル・リターン・スワップを利用したものとがある。それ以外の名義株主と実質的株主との相違のケースと異なる点は、議決権を行使する者が経済的利益を持っていないか、もしくは、持つてはいても行使する議決権と同程度には持つていない（より少ない）ことにある。

このエンプティ・ボートイングを含むニューボートバイイングについては、アメリカでの議論が盛んである。

そこで、本稿では、まず、この現象がアメリカ特有の問題であり日本では見られないのか、日本の大量保有報告制度はこれに対応できているのか、進んでいるとされるイギリスでの対応策はどのようなものかについて紹介し、これらについて考察することを試みた。

2 企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動

(1) 株主に議決権がある理由

そもそも株主にのみ議決権が与えられている理由は、株主が会社の residual claimants (残余権者) であるからとすることが多い。つまり、会社債権者が会社に対して有するのは、はじめから契約で金額が定められている債権であって、それは会社の価値がいくら増大しても変わらない。会社価値のうち、会社債権者の取り分を除いた残余財産は株主に帰属する。従って、株主は残余価値を高めるインセンティブを持つ。このことから、株主に議決権が与えられるとする⁽³⁾。

しかし、近年、この考え方にそぐわない株主行動が見られるようになってきた。金融技術の発展によって原則とは異なる行動が見られるようになった。これが先に述べたエンプティ・ボートイングである。彼らは残余価値を高めるインセンティブを持たない。短期的な投資判断による議決権行使の是非が問われているが、短期的な投資判断どころではない。空の議決権を行使する者の中には、企業価値を高めるどころか、むしろ企業価値が下がるかと判断され、株価が下がる方がより多くの利益が得られる場合がある。そのため、会社の企業価値を下げる合併決議に賛成したり、反対に企業価値を高める決議に反対したりする場合もある。

(2) 企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動

ここで、企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動の例を挙げたい。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を七五%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。提案が発表されると、ヘンダーソン・インベストメントの株価は上昇した。ところで、香港法では、買収は浮動株の一〇%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。買収は少数株主にも好意的に評価されたと考えられていた。ところが、株主総会決議の結果、驚いたことに、二・七%の反対で否決された。

このようなことが起こったのはなぜか。それは、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、そして三ヶ月後の株主総会において貸株で取得した議決権で決議に反対したからであった。彼らは空売りをしていたので、買収の発表の段階では、株価が上昇すればするほど、そして、買収提案が否決された情報によって株価が下がれば下がるほど、利益を得ることができる。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。また、買収決議が反対されるであろうことは、多くの投資家の予想に反するものであったであろう。

このような行動をするヘッジファンドにとつては、合併や買収によって企業価値が上がるので賛成票を投じるという従来の「株主が残余価値を高めるインセンティブを持つ」という考えは当てはまらない。むしろ、反対である。買収の発表時点での株価と否決が発表された時点での株価の差が大きければ大きいほど利益が得られる。

貸株取引やスワップ取引を用いて、経済的所有を持たない者（もしくは行使する議決権ほどは経済的所有を持たない者）が議決権を行使することをエンプティ・ボートイング（空の議決権）という。エンプティ・ボート

ングとヒドゥン・オーナーシップ（隠れた所有⁽⁴⁾）、およびこれら二つを併せて、ニューポートバイイング（新たな議決権購入）という。これらのことばは、テキサス大学のHenry T. C. HuおよびBernard Blackの造語である⁽⁵⁾。これらの議論はアカデミック、特にアメリカを中心に盛んになってきている。

3 OECDの公表文書

このような議論に対し、OECDのコーポレートガバナンスについてのSteering Groupは二〇〇七年五月に『THE ROLE OF PRIVATE POOLS OF CAPITAL IN CORPORATE GOVERNANCE: SUMMARY AND MAIN FINDINGS ABOUT THE ROLE OF PRIVATE EQUITY FIRMS AND "ACTIVIST" HEDGE FUNDS』と題した報告書を発表した。この中では「アカデミックには空の議決権が注目を浴びるようになってきている。しかし、実際にはそう広がっているものではない。」「空の議決権はヘッジファンドの排他的領域ではない。発行会社の取締役も、大株主もこの技術を用いている。」と現状についてコメントしている。

これが問題となる場面については、「このストラテジーを用いている少数のヘッジファンドはそれが他の株主と潜在的な利益の争いがある場合に注意を引く。」「これが起こるのは、例えば、買収会社および被買収会社の両方の株式を持っているヘッジファンドが、買収会社のリスクを完全にヘッジした上で、買収価格が過大評価であっても合併に賛成する場合である。」としている。

また、「同様の株主間の利益の争いは過去にも見られた。従って、このような問題は会社法において新しいものではない。しかし、この状況を管理することは、新たなもの言う株主の重要性の増加と金融イノベーションの向上に伴ってさらに重要なものとなってきた。」と述べている。

さらに政策や規制の可能性については、「資本市場の発展に対する実行可能性のある政策の与える効果、コーポレートガバナンス規制に与える効果を注意深く考える必要がある。」、「新たな実用性を禁じたり阻害したりすることなく、透明性の向上を通じて、異なるニーズ間での適切なバランスが達成される必要がある。」、「いかなる場合においても、市場の失敗が起こりうる場合には、必ず、ルールのコストとベネフィットが注意深く図られなければならぬ。」と述べている。

つまり、現状はアカデミックで議論されている程には、喫緊でかつ多くの発生事例があるわけではない。また、ヘッジファンドに特有の行動でもない。しかし、このような状態を管理することは重要である。貸株市場や金融技術の進展を阻害することなく透明性の向上を通じて規制すべきである。また規制するとするならばどのような方法が実行性があるのかを見極めていくべきということを述べた。

4 日本では起こっているか

(1) 貸株取引を用いた空の議決権は、日本で起こっているか

OECDは広く発生している問題ではないと述べているが、では、空の議決権は日本でも問題となっていないだろうか。結論からいうと、現状ではあまり起こってはいない。これにはいくつか理由があると考えられる。一つには、日本の貸株市場が歴史も浅く、参加者および件数も少ないことが挙げられる。貸株市場がイギリスやアメリカほど成熟していないからではないかと考えられる。

また、年金などの機関投資家は権利確定日に株式をリコールするのが慣例であり、議決権は貸手が行使する。借手が record date capture (議決権つかみ) を行うことは、日本では難しいかまたはコストがかかる。仮に、借

手に議決権を行使させる場合には、前もって発行会社からの了解を得ることが慣行になっている。銘柄によっては、貸手である生命保険会社などが前もって発行会社の了承を先に取り付けておく場合もある。さらに、貸株取引が、大量保有報告制度の要求する数値を超える場合には、大量保有報告書によって取引が明らかになるからであるというのも一つの理由であろう。

ただし、これらは日本の機関投資家の慣行であるため、外国人投資家が行う場合には当てはまらない。貸株市場の成熟、取引の拡大、または外国人投資家の増加によっては、議決権取得目的の取引が今後増加する可能性は否めない。

これまでも日本で発生したケースがある。一つは、フジテレビ株式のソフトバンクインベストメントへの貸株である。また、アデランスホールディングスの二〇〇八年六月二十九日開催の株主総会においても、ステイールに加担するヘッジファンドが空の議決権を行使したのではないかと、考えられているとことが報じられている。⁽⁷⁾

(2) 日本の大量保有報告書

次に、日本の大量保有報告制度では、仮に空の議決権や隠れた株式所有があった場合に適切に開示されるのであろうか。貸株取引を行った者やトータル・リターン・スワップのロングのポジションを有する者に大量保有報告義務はあるか。

まず、大量保有報告書を提出しなければならないのは誰か、提出義務者は誰かについて、金融商品取引法は以下のように定めている（二七条の二三の第三項）。まずは法第二七条の二三第三項本文に該当する、自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者、次に、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者、その他

これに準ずる者〔施行令第一四条の六⁽⁹⁾〕である。その他、法第二七条の二三第三項第一号に該当する、金銭の信託契約等によって株券等の発行者の株主として議決権その他の権利を行使することができる権限を有する者や第二号に該当する投資一任契約につき権限を有する者などがある。

それでは、まず、貸株取引によって空の議決権を行使する者はこれらに含まれるか。貸株は、消費貸借である場合がほとんどであり、従って、貸手は株券の引渡請求権を有している。そのため、二七条の二三第三項括弧書きの「売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者」に該当する。

また、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令改正様式の記載上の注意の中でも、当該株券等に関する担保契約等重要な契約として、「保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めがある場合には、その契約の種類、契約の相手方、契約の対象となっている株券等の数量等当該契約又は取決めの内容を記載すること。株券等を組合又は社団等の業務執行組合員等として保有している場合、共有している場合等には、その旨記載すること。」と記されている⁽¹⁰⁾。つまり、貸手はその保有株券に含めなければならぬ。また、借手も処分するまでは、保有株券に含めなければならぬ。

次に、スワップ取引は開示されるであろうか。先に述べた提出義務者のうち、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者に、スワップ取引のロングのポジションを持つ者が該当するかどうかが問題となる。条文によると契約に引渡請求権を明記している場合には、報告しなければならないと解される。しかし、引渡請求権のない契約には該当しない。

単一の銘柄について大量のトレード・エクイティ・スワップ取引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対して、株式の買い圧力がかかる。また、契約を解除すれば、ショートポジション

を持つ者に対して、売り圧力がかかることになる。引渡請求権を持たなくとも、大量の売りによって株価が下落した株式を購入すれば、買収決議がある場合など必要な時に、突然大株主として姿を現すということが可能となる。

また、後述する Contract for Difference (C f D) のように、差金決済によるものは、施行令一四条の五の二の大量報告義務の対象有価証券とは言えず、報告義務がないのではないかと考えられる。

つまり、日本の大量保有報告制度においては、貸株取引を用いたニューボートバイイングには対応できているが、一方、スワップ取引を用いたものについては必ずしもすべてに対応できていない。

5 ニューボートバイイングに対するイギリスの対応

(1) 大量保有報告制度の改正

アメリカにおける大量保有報告制度は貸株取引にもスワップ取引にも十分に対応できていないとの指摘がある。⁽¹¹⁾ イギリスは、これまでも C f D 取引が多く行われているため、この問題については一〇年以上前から既に問題視されていた。⁽¹²⁾ C f D とは、Contract for Difference の略で、売値と買値の差額のみを決済するスワップ取引である。配当などは取得することはできるが議決権はない。また、開示義務も印紙税支払い義務もない。通常は O T C で行われることから、取引期間を自由に設定できる。つまり、止めたいときにはいつでも止められる。イギリスでは企業買収などについても、買収企業が被買収企業の現物株を買うのではなく、C f D を利用し、買収提案の段階になって俄かに現れるということが頻繁に行われるようになっていた。Baesシステムズのアルビス社買収の際にも、複数のヘッジファンドが C f D 取引を行っており、これらのヘッジファンドの後押しで Baesシステムズは

買収を成功させた。

このCfdについて、イギリスのFSAは二〇〇七年一月にDisclosure of Contracts for Differenceと題するペーパーを発表した。また、二〇〇八年八月にはこのリバイス版を発表した。

この報告書の中でもエクイティ・スワップは現物で決済するものであれ、差金決済であれ、大量保有報告の対象とするべきという記述がある。Cfdなども大量保有報告の開示対象に含める方針と発表した。

さらに二〇〇九年三月三日には、FSAは二〇〇八年八月発表の報告を修正し、施行予定をそれまで予定していた二〇〇九年の九月一日から六月一日へと早めた。新たな大量保有報告制度においては、Cfdはそのみ、または他の保有分との合算で、三%を超える場合には報告の対象となる。報告書によると早期施行の理由としては、昨年夏からの金融情勢の変化およびこれらの変化によってもたらされた透明性に対するニーズからとしている。

また、もう一つの大きな変更点として、実質的な所有をより正確に反映させるため、デルタベシスによる換算で開示されることとした。ただし、新たな要求にすぐには対応できないことも考えられるため、施行から七ヶ月の間は、ノーマルベシスとデルタベシスのどちらの形式で報告してもよいこととする。(市場参加者が正確に計算できるようにするため、この間、ノーマルベシスで報告する会社は、DTR (Disclosure Rules and Transparency Rules、開示規制および透明性規制第五章)の規則に基づく追加的开示を要求する)としている。

イギリスのCfd取引はアメリカや日本よりも規模も大きく歴史も古い。これが問題となるのもその他の国よりも早かったため、大量保有報告制度の改正も早期であると考えられる。

(2) 貸手のベスト・オブ・プラクティス

イギリスにおいては、貸株取引の貸手に関しても、複数の団体が近年、ベスト・オブ・プラクティスを発表している。まず、バンクオブイングランドの貸株およびレポ委員会 (the Securities Lending and Repo Committee) は二〇〇四年十二月、「Code of Guidance the Securities Borrowing and Lending Code of Guidance」を発表した。この中で、「市場には証券は単に議決権を行使するという目的で借りられるべきではないという同意がある。例えば貸手は貸株の以前に、一定期間に株主総会や臨時株主総会において、彼ら期待されているコーポレートガバナンスの責任を考えるべきである。受益者はエージェントが議決権行使の責任を果たしているか、貸株取引の行動に対しても責任を果たしているかについても確認する必要がある。」としている。

また、機関投資家・規制当局など関連団体から成る、コーポレートガバナンス改善・推進を目的とした民間非営利団体である International Corporate Governance Network (ICGN) の貸株委員会 (Securities Lending Committee) も二〇〇五年一月一日、ベスト・プラクティス (ICGN Stock Lending Code of Best Practice) を発表している。

この中では、透明性、一貫性、責任に関する三つの原則が挙げられている。第一の透明性に関しては、「貸株取引は自己取引や受益者のための取引と同程度の透明性と安全性がもたらされなければならない。」と述べられている。第二の一貫性については「貸株エージェントが自分の利益を犠牲にしてまで、貸手の長期の利益を保護するか、管理者責任をまっとうするかは確実なものではない。従って、ボーダーラインの状況を律するメカニズムを確立しなければならない。」と述べられている。第三の責任に関しては、「信頼できる株主には、彼らの株式保有と関連した議決権が彼らの定まった方針と経済利益に反する方法で投じられないのをチェックする義務があ

る。」と述べられている。この原則に沿って、七つのベスト・プラクティスを述べている。

さらに、証券貸借取引参加者の業界団体であるInternational Securities Lending Association（国際証券貸付協会）も二〇〇五年七月四日、“Securities Lending & Corporate Governance”と題したベスト・プラクティスを発表した。これも透明性、一貫性、コミュニケーション、タイミングに分けたベスト・プラクティスを発表した。

6 まとめ

本稿では空の議決権や隠れた株式所有のニューボートバイイングが日本でも問題となっているかについて述べ、また、他の国に先き駆けてこれらに対応しているイギリスの対応策を紹介した。イギリスでは問題となる時期も早かったため、他の国に比べて対応も早い。アメリカにおいても大量保有報告制度を改正すべきという議論がなされている。

日本においては、貸株取引を通じた空の議決権は現状では大きな問題となっていない。その理由の一つには機関投資家の慣行が挙げられる。しかし、今後問題となることはないとは言いが切れない。また日本の大量保有報告制度は貸株取引には対応できていても、スワップ取引については十分に対応できているとは言えない。CFDは日本でも普及してきており、金融庁が顧客資産の保護策を導入する方針を固めた¹³と報道された。

経済的所有と議決権の行使が、大きく乖離することが常態化し、このような取引が多くを占めるようになれば、発行会社にとっても投資家にとっても開示制度の意義が低下してしまうことになりかねない。日本においても、空の議決権行使などについても対応できる大量保有報告制度とすることは、今後の課題となると考えられる。

注

- (1) 拙稿「名義株主と真の株主」『証研レポート』一六四三号、四七頁（二〇〇七年七月）
- (2) 拙稿「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」『証研レポート』一六五一号（二〇〇八年二月）
- (3) 藤田友敬「株主の議決権」『法学教室』一九四号、一九頁（一九九六）
- (4) スワップ取引のロングのポジションを取る者が、実質的には株式の経済的持分を有しているにも関わらず、開示義務を免れること。企業再編などの重要な決議がある場合、俄かに大株主として登場し、議決権を行使する場合に問題となる。
- (5) 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
- (6) エンペティ・ポータイング（空の議決権）はヘッジファンド・アクティビズムの一つである。
- (7) 二〇〇八年三月二四日 日本経済新聞
- (8) 金融商品取引法二七条の二三第三項
 - 3 第一項の保有者には、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもつて株券等を所有する者（売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他のこれに準ずる者として政令で定める者を含む。）のほか、次に掲げる者を含むものとする。ただし、第一号に掲げる者については、同号に規定する権限を有することを知つた日において、当該権限を有することを知つた株券等（株券等に係る権利を表示する第二条第一項第二十号に掲げる有価証券その他の内閣府令で定める有価証券を含む。以下この項及び次条において同じ。）に限り、保有者となつたものとみなす。

(9)

金融商品取引法施行令

(対象有価証券の範囲)

一 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する者(次号に該当する者を除く。)であつて、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者

二 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する者

第十四条の五の二 法第二十七条の二十三第二項に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 株券(議決権のない株式として内閣府令で定めるものに係る株券を除く。)

二 新株予約権証券及び新株予約権付社債券(新株予約権として議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与されているものを除く。)

三 外国の者の発行する証券又は証書で前二号に掲げる有価証券の性質を有するもの

四 投資証券等

(株券等の引渡請求権を有する者に準ずる者)

第十四条の六 法第二十七条の二十三第三項に規定する政令で定める者は、次に掲げる者とする。

一 株券等(法第二十七条の二十三第一項に規定する株券等をいう。以下この章において同じ。)の売買の一方の予約(当該売買を完結する権利を有し、かつ、当該権利の行使により買主としての地位を取得する場合に限る。)を行つている者

二 株券等の売買に係るオプション(当該オプションが第十四条の四の二第一号に掲げる有価証券において表示さ

れている場合を除く。)の取得(当該オプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得するものに限る。)をしている者

(保有株券等から除外するもの)

第十四条の六の二 法第二十七条の二十三第四項に規定する政令で定める権利は、次に掲げる権利とする。

- 一 売買その他の契約に基づく株券等の引渡請求権
- 二 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主若しくは投資主としての議決権を行使することができる権利又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権利
- 三 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づいて有する投資をするのに必要な権利
- 四 株券等の売買の一方の予約に基づき、当該売買を完結させ、かつ、買主としての地位を取得する権利
- 五 株券等の売買に係るオプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得する権利

(10) <http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20080722-1/12.pdf>

(11) 前掲Henry T. C. Hu and Bernard Black (2006), P874

(12) 二上季代司「トラファルガー事件の意味するもの」『証研レポート』一五二九号(一九九五年二月)

(13) 二〇〇九年二月一九日、日本経済新聞朝刊

〔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。

(ふくもと あおい・客員研究員)