

信用取引の議決権行使

福本 葵

1 はじめに

二〇一一年二月七日、ケイマンに本店を置くイザベル・ファンドが、JASDAQ上場の中堅出版社、幻冬舎（証券コード七八四三、二〇一一年三月一六日上場廃止）の株式を取得したことを示す、大量保有報告書を提出した。

幻冬舎は、この時、MBOの一環としてTOBを行っており、イザベルの代理人は、このTOBに反対の意思を表示していた。但し、イザベルは幻冬舎株式を信用取引で購入していたため、臨時株主総会までにどのような対応を行うのか注目されていた。イザベルは最終的に、株主総会の基準日までに信用取引の買付株式を現引きしなかった。また、名簿上の株主となった立花証券も議決権を行使しなかった。幻冬舎のMBOは成立し、二〇一一年三月一六日、JASDAQ市場を上場廃止となった。

この事例は、これまであまり組上に載せられなかった「信用取引の買い付け者に議決権はあるのか。証券会社または証券金融会社は顧客に代わって議決権を行使できるのか。」という問題を提起することとなった。この事例を受け、日本証券業協会では、自主規制会議の四つの諮問機関のうち、エクイティ委員会に下部ワーキンググループ「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会」を設置し、この問題(1)に関して議論を重ねている。

本稿では、信用取引について概観し、信用取引の買付株式に係る議決権行使について考察したい。

2 幻冬舎のMBOの経緯

幻冬舎のMBOの経緯は、表1の通りである。

3 信用取引とは

(1) 信用取引とは

そもそも信用取引とはどのような取引であろうか。株式の取引には、現物取引と信用取引とがある。前者は顧客が自己資金または株式を用意して売買する。後者は、顧客が証券会社から株式の買付資金または売付株式を借りて売買を行い、所定の期限内に弁済する取引である。

信用取引には、品貸料および弁済期限

表1 幻冬舎のMBOの経緯

日付	発表事項
2010年10月29日	幻冬舎がMBOの一環として株式会社TKホールディングズ（幻冬舎社長見城徹氏が100%保有し、代表取締役を兼務する会社）による公開買付を発表。 買付価格 22万円 買付開始 2010年11月1日
2010年11月12日	ケイマン諸島に住所を置く投資顧問業、イザベル・リミテッド設立。ヴィジャヤバラン・ムルゲス、ディレクター代表。
2010年11月24日	イザベル・リミテッドが市場にて幻冬舎の株式の取得開始。
2010年12月7日	イザベル・リミテッドが大量保有報告書提出（立花証券を通じた信用取引であることも記載）。 12月6日現在で、30.6%、8,397株を保有する筆頭株主となった。
2010年12月13日	幻冬舎がTOBの条件変更。 買付期間 2010年11月1日～2010年12月14日（30営業日）から2010年11月1日～2010年12月28日（39営業日）へ 買付価格 22万円から24万8,300円へ 買付予定数の下限 18,300株から13,725株へ
2010年12月28日	TKHDによるTOB終了。
2010年12月29日	TKHDがTOBにより58.17%保有する筆頭株主となったと発表。
2011年2月3日	幻冬舎によって「主要株主異動に関する経過のお知らせ」発表（イザベルが信用取引の現引きをしなかったため、主要株主ではないことを示す）。
2011年2月15日	臨時株主総会開催 残りの株式を全部取得条項付普通株式とし、買い取り実施。
2011年3月16日	幻冬舎株式、上場廃止。

（幻冬舎、IRカレンダーより作成 平成23年6月13日）

について、証券取引所の定める「信用取引・貸借取引規程」および「受託契約準則」の定めるところにより行う、制度信用取引と、品貸料および弁済の繰延期限について、証券会社が顧客と合意した内容に従う、一般信用取引とがある。

また、制度信用銘柄の中には、証券金融会社から資金および株式が借りられる銘柄がある。証券金融会社が信用取引に必要な資金および株券を証券取引所等の決済機構を通じて貸し付ける取引を貸借取引という。

(2) 信用取引の弁済方法

信用取引は、証券会社または証券金融会社から借り入れた買付資金または売付株券を所定の期限に弁済しなければならぬ。

買付資金を借り入れて株式を購入することを「買建て」という。その弁済方法には、反対売買と現引きがある。反対売買とは、買付株券について、証券会社に対し、売却の委託注文を行うことをいう。その売付代金で金銭債務を弁済する。信用取引において、売却の下落リスクは買付者が負う。つまり、株価が下落した場合、買付者は購入価格と売却価格の差額を支払わなければならない。

現引きとは、他から金銭を調達、または自らの手持資金を用いて、証券会社に当該金銭債務を返還することによって、担保となっている買付株券を受け取る方法をいう。

売付株式を借り入れて売却することを「売建て」という。この場合には、担保である売却代金をもって証券会社に買付けの委託注文を行い、その買付株式で株式の借り入れ債務を弁済する反対売買という方法または、現渡しとあって、他から株式を調達し、証券会社に株式の借り入れ債務を返還することにより担保として預けている

売却代金を受け取る方法がある。

(3) 喰い合い

信用取引において証券会社は、顧客が信用取引で買付けた株券、売付けた代金を担保としてとどめる。このとき、信用取引で買付けた株券を信用取引の売付けに必要な株券に充当し、信用取引で売付けた代金を信用取引の買いに必要な代金に充当することができる。これを社内対当または「喰い合い」という。「喰い合い」により証券会社は貸付けに必要な有価証券や金銭の必要調達量を少なくすることができる。

証券会社が「喰い合い」を行うことにより、信用取引では発行済株式総数以上の取引が可能となる。

4 信用取引に関する規定

(1) 信用取引に関する法律その他

信用取引については、金融商品取引法第一五六条の二四に、「金融商品取引所の会員等又は認可金融商品取引業協会の協会員に対し、金融商品取引業者が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引（以下「信用取引」という。）その他政令で定める取引の決済に必要な金銭又は有価証券を、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場又は当該認可金融商品取引業協会が開設する店頭売買有価証券市場の決済機構を利用して貸し付ける業務を行うおとする者は、内閣総理大臣の免許を受けなければならない。」という規定がある。また、「金融商品取引法第一六一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令」の第一条に、「この府令において「信用取引」とは、金融商品取引業者（金融商品取引法第二条九項）が顧客（金融商品取引業者が顧客であ

る場合における金融商品取引業者を含む。以下同じ。)に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引をいう。」という定義規定がある。

その他、証券取引所の業務規程、信用取引および貸借取引規程、受託契約準則、および信用取引口座設定約書などに信用取引についての規定がある。

(2) 信用取引の法的な性質

では、信用取引の法的な性質はどのように解されているか。河本一郎、大竹泰南著『かくれた株主』には、「信用取引を定義すれば、証券会社が顧客からの保証金の預託を受けて、有価証券を買い付けようとする顧客には、その買付資金を、また、有価証券を売却しようとする顧客にはその売付有価証券を貸し付けて行う売買または売買の取次ぎをいう。」とある。⁽²⁾

取次ぎとは、自己の名をもって他人のために法律行為をなすことをいう。信用取引は、証券会社の名をもって、顧客の計算で行われる取引である。証券会社は商法上の問屋であり、「問屋トハ自己ノ名ヲ以テ他人ノ為メニ物品ノ販売又ハ買入ヲ為スヲ業トスル者ヲ謂フ」(商法五五一条)。

5 買付株式の法的性質

(1) 担保としての買付株式

信用取引において証券会社または証券金融会社から購入資金を借り入れ、買い付けた株式を買建玉という。この買建玉(買付株式)の法的な性質はいかなるものであろうか。

信用取引の買建玉（買付株式）は、顧客の買付委託をした証券会社が顧客に対する買建玉の代金支払請求権を担保するために占有する。これについて、証券会社が顧客と締結する受託契約準則四一条には、「取引参加者は、信用取引による売付けについては、当該売付けの決済日に当該売付代金及び委託保証金を担保として当該売付有価証券の貸付けを行うものとし、信用取引による買付けについては、当該買付けの決済日に当該買付有価証券及び委託保証金を担保として当該買付約定価額の全額に相当する金銭の貸付けを行うものとする。…」と規定されている。

また、信用取引口座設定約諾書第四条は、「（買付有価証券及び売付代金の取扱い）第四条 私がこの信用取引口座を通じて買い付けた有価証券及び有価証券を売り付けた場合の代金は、貴社が任意にこれを他に貸し付け、担保に供し、他の顧客の信用取引のため使用し又はその有価証券に基づく権利を貴社が行使することに異議のないこと。」との規定がある。

証券会社は信用取引の買付株式を担保として拘束し、他の信用取引での売付けを行う顧客に貸し付ける。また、証券金融会社に貸借取引で融資を受けるための担保として差し入れる。証券金融会社では他の貸借申し込みのあった証券会社に貸し付ける。証券会社や証券金融会社は、現引きの場合、株式は特定できないため、同種同量の株式を渡せば足りるとしている。

（２）買付株式（買建玉）の法的性質

信用取引の担保には、買付株式の他、委託証拠金や代用有価証券がある。金融商品取引法第六十一条の二には、「信用取引その他の内閣府令で定める取引については、金融商品取引業者は、内閣府令で定めるところによ

り、顧客から、当該取引に係る有価証券の時価に内閣総理大臣が有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない。2 前項の金銭は、内閣府令で定めるところにより、有価証券をもつて充てることができる。」とあり、代用有価証券とは、顧客から金銭の代わりに担保として差し入れられた有価証券をいう。代用有価証券の場合、顧客が特定の株式を交付するので、議決権は顧客が行使する。

これに対し、買付株式は株式を特定できない。また、「喰い合い」部分は、証券会社の中で売り注文と買い注文が相殺されるので、そもそも対応する株式がない。「喰い合い」の残部についてのみ、証券金融会社から株式が調達される。このため、買付顧客は、一定銘柄・一定数量の株式の引渡請求権を有しているに過ぎない。従って、証券会社が持つのは、株券に対する質権や譲渡担保ではなく、株券引渡請求権の上に、顧客に対する買付代金相当額の貸付金の担保のために質権を有していると考えられている。(神崎克郎「証券売買委託者の法的地位」(3) 神戸法学雑誌一四卷三二号三三七頁。鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法(新版)』五〇八頁)

神崎(一九六四)では、「その法律構成としては、顧客が証券業者に対して有する買付証券引渡債権(民法六四六条二項)上に証券業者が権利質を有し、その権利実行方法について、証券業者は顧客に引渡すべき証券を任意売却によって換価しその売得金から債権の満足を得、剰余があればこれを顧客に引渡すとの流質契約が附されているものと解することができる。」(三三八頁)とされている。

一方、実務においては、必ずしも明確にされてはいないが、一般的には、譲渡担保と解されているようである。⁽³⁾

6 信用取引の議決権

(1) 証券会社の議決権行使

では、買付株式にかかる議決権について、信用取引ではどのように処理されているであろうか。「制度的信用取引に係る権利処理に関する規則」(取引所共通)では、第九条に、「議決権その他の権利等」第九条 当取引所の上場有価証券の制度信用取引においては、株主総会の議決権、株主帳簿閲覧権、株主優待券等については、これを権利として処理を行わないものとする。」とある。

また、信用取引口座設定約諾書第七条には、「(買付有価証券等につき剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合の処理) 第七条 私が制度信用取引に関し、貴社に預入した買付有価証券又は貴社から借り入れた有価証券につき、剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合における当該権利の処理については、当該取引所の定める方法により処理されること。」とある。

権利確定日を越えた買付株式は証券会社名義に書き換えられるか、または、買付株式を証券金融会社に担保に差し入れている場合(貸借取引)には、当該証券金融会社の名義に書き換えられる。信用取引を行う顧客はこのための「権利処理等手数料(名義書換料)」を支払わなければならない。証券会社名義に書き換えないと、株式分割や剰余金配当などの利益が得られない。証券会社は受け取った剰余金配当や株式分割で受け取った株式を買い付けた顧客に分配する。

では、名義上の株主である証券会社が実際に議決権を行使するかというと、慣例的には、制度的信用取引における買付株式について、証券会社は議決権を行使しておらず、通常は白紙の議決権行使書を提出している。また、幻冬舎の株主総会の場合、株主名簿上の株主である立花証券は議決権を放棄した。発行会社としては、名義上の

株主である証券会社や証券金融会社に白紙委任状の提出を求めることもある。

白紙の議決権行使書を提出するのと、棄権するのでは、効果が異なる。白紙の議決権行使書は賛成票に換算される。一方、棄権する場合には、票そのものが有効な議決権数に加算されないため、結果としては反対票を投じるのと同じ効果となる。

(2) 名義上の株主は実質的株主の指図を受けるか

また、名義上の株主である証券会社や証券金融会社は、経済的利益を負担する買付者から議決権行使の指図を受けるか、という問題がある。

喰い合いの場合には、発行済株式総数以上の売買を行うことができ、この場合には、議決権を行使しようとしても、対応する株式が存在しないこととなる。また、喰い合いに限らず、信用取引においては買付株式の特定ができない。どの買付株式がどの顧客のものであるかを特定できない現状では、一部の顧客からのみ個別の指示に従うことは適切ではないと考えられる。喰い合いを止め、買付を行った顧客の多数決を取った上で議決権の不統一行使をする等の方法も考えられるが、そのためには現行の信用取引制度の仕組を根本的に見直す必要がある。

買付株式を質権や譲渡担保ではなく、引渡請求権上の権利質とした場合、顧客は買付株式を所有することはない。株主名簿の名義を証券会社または証券金融会社とすることになる。また、実務で考えられている譲渡担保とした場合についても、証券会社または証券金融会社に譲渡されることとなるので、株主名簿上の株主も証券会社または証券金融会社となる。しかし、名簿上の株主が証券会社または証券金融会社であるからといって、自由に議決権行使できるかという点、そういう訳ではない。証券会社は顧客との間で、取引契約上の義務、善管注意義

務類似の義務を負い、株式の経済的価値を毀損するような議決権の行使は制約されると考えられる。

信用取引口座設定約諾書には、顧客は証券会社の権利行使に従うとある。従って議決権の行使に際し、当事者間の合意が優先される。つまり、証券会社は指図に従わなくてもよい。しかし、これは個別に指図に従うことを禁じているものではない。しかし、仮に指図に従うとしても、どの株式かを特定できない現在のシステムでは、一部の買付者のみの指示に従うか、すべての買付者に指示を仰ぎ比例配分によって、不統一行使するのかなど、行使方法を決定することには複雑な問題が存在する。

7 大量保有報告書における信用取引

証券会社は、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第四条第三号により、信用取引の買付株式においては、大量保有報告書の提出義務を負わない。⁽⁴⁾ 一方、信用取引で株券等保有割合5%超まで買いあがった顧客には、金商法第二七条の二三第三項の「株券等の引渡請求権を有する者」として、大量保有報告義務が課せられている。⁽⁵⁾ 法が証券会社に大量保有報告義務を課さないのは、証券会社が買付株式につき、議決権を行使することを予定していないからではないかと考えられる。

一方、イギリスにおいては、一〇年以上前から行われているContract for difference (CFD)につき、証券会社にも大量保有報告義務が課されている。CFDは売値と買値の差額のみを決済するスワップ取引である。近年、日本においても盛んに行われるようになってきた。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OTC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。イギリスでは、二〇〇九年六月一日から、証券会社が顧客と締結したC f Dのポジションをヘッジする株式を自らの名義で所有する場合にも大量保有報告義務が課されている。日本においても、今後、証券会社が買付者の指図によって議決権を行使する場合でも、開示しないとするのか。議決権の行使と整合性のある制度設計が必要である。

8 おわりに

この度の幻冬舎の事例は、これまであまり議論されなかった「信用取引における買付株式の議決権行使」についての問題を浮き彫りにした。信用取引は手持ち資金の少ない個人投資家を証券市場に呼び込む手段として機能してきたが、個人投資家は議決権についての関心が低く、また、買付株式を現引きすれば、議決権を行使できるため、これまで大きな問題とはならなかった。また、信用取引を開始するに当たって、顧客は証券会社または証券金融会社と買付証券について、議決権がないことについての契約を締結している。仮に、上記契約がない場合でも、顧客は買付株券と同種、同量の証券の返還請求権を持つのみであり、所有権を持つ訳ではない。信用取引において、買付証券はどの顧客の証券であるかを特定していないため、買付証券について持つ担保権は、質権や譲渡担保ではないとする説が有力である。この説によると、議決権等の権利は、顧客には帰属しない。

会社法上は、株主名簿上の株主である証券会社または証券金融会社が株主となる。しかし、会社法上の株主であるからといっても、証券会社や証券金融会社が経済的利益を有しない買付証券の議決権を行使することについて、問題がない訳ではない。証券会社や証券金融会社は、慣例上、白紙の議決権行使書を提出してきたが、これ

は実質的には賛成票を投じることとなる。証券会社や証券金融会社の議決権行使は、白紙の議決権行使書を提出すべきなのか、棄権すべきなのか。明らかに株主に不利な議案が提出されても白紙または棄権票を投じるのか。買付顧客からの議決権行使の指示に従うべきなのか、そうではないのか。指示に従うべきだとするならば、どのような方法によるのか。

現状の喰い合いを取止めて、顧客が議決権を行使、または、証券会社や証券金融会社が顧客からの議決権行使の指示を受けることへの変更は、実質的ではないと考えられる。しかし、買付株式の経済的利益を持たない者の議決権行使は、近年、議論となつているところである。証券会社や証券金融会社が議決権行使についての一定の指針を持つことや、その正当性を確保し、説明する必要があると考えられる。

※本稿作成に際し、平田公一氏、内尾博文氏（日本証券業協会）および林英生氏（大阪証券取引所）から貴重なご教示を賜りましたことを深謝いたします。

※本稿は平成二三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) 日本証券業協会、会長記者会見、平成二三年四月一九日資料六、<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaiken/files/110419s2.pdf>（平成二三年七月二二日閲覧）。

(2) 河本一郎、大竹泰南『かくれた株主―実質株主管理と開示政策』、商事法務研究会、一九八六年、一〇八頁。

(3) 実務では、買付株式の法的性格を「譲渡担保」と解していると述べられている。信用取引に係る証券会社の保有担保

株式の議決権行使の在り方に関する懇談会、第一回（平成二十三年五月九日）議事録、前田和宏「株式信用取引の担保にかかる法的性質について」証券経済研究第五四号（二〇〇六年六月）、二二五～一四四頁。

(4) 株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第四条法第二十七条の二十三第四項に規定する保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは、次に掲げる株券等とする。

三 金融商品取引業者（法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。）が法第一百五十六条の二十四第一項に規定する信用取引により保有する株券等

(5) 金融商品取引法第二十七条の二十三第三項 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。）に限る。保有者となつたものとみなす。

(ふくもと あおい・客員研究員)