

## エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた 議決権の取得と持分の隠蔽

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. 近年、流動性の高まっているエクイティ・スワップ市場や貸株市場を利用して、経済的持分なしに議決権を取得したり（エンプティ・ボートینگ）、経済的持分があるにもかかわらず議決権を一時的に外部に移転することによって保有開示規制を免れたりする（ヒドゥン・オーナーシップ）取引が増加している。
2. これらの取引は、主にヘッジファンドが、株主総会前に突然大株主として出現したり、買収の承認投票などにおいて、自らに都合のよい採決がされるように議決権を取得したりするために利用されている。実際に経済的持分を保有する株主の利益が害されたり、保有開示規制が回避されて市場の透明性が下がることによって、一般の株主が不測の損害を蒙るといった問題が生じている。
3. 欧米の金融規制当局や貸株取引、コーポレートガバナンスの関連団体などは、エンプティ・ボートینگやヒドゥン・オーナーシップの濫用を懸念し、近年、情報開示規制の強化や貸株取引の実務指針の作成とその遵守の徹底などに取り組み始めている。
4. わが国の株式保有開示制度では、貸株を用いたエンプティ・ボートینگとヒドゥン・オーナーシップの実態は把握可能であるが、エクイティ・スワップを用いた場合は把握不可能であり、わが国でも今後起こりうる問題であると言える。
5. 問題の解決のためには、株式保有開示規制の抜け穴をなくし、エンプティ・ボートینگとヒドゥン・オーナーシップの取引の実態を把握できるようにすることと、貸株については貸し手が自らの議決権の管理をきめ細やかにすることが必要であろう。

## I 議決権の取得と持分の隠蔽

株式市場では、保有株式数と議決権の数が一致するのが原則である（一株一議決権の原則）。だが、エクイティ・スワップや貸株取引を用いることにより、経済的持分なしに議決権を取得する、又は、経済的持分があるにもかかわらず議決権を持たない、といった経済的持分と議決権持分の乖離した状態を作り出すことができる。近年、ヘッジファンドなどの投資家が上のような取引を通して株主総会時に突然大株主として出現したり、自らに都合のよい採決がされるように議決権を買ったりしている形跡があり、企業経営者の間や株式市場で懸念材料になっている。テキサス大学ロースクールのヘンリー・フー教授とバーナード・ブラック教授は2006年の論文（以下 Hu and Black (2006)）<sup>1</sup>の中で、これらの新たな手法を「エンプティ・ボータイング（Empty Voting：空議決権行使）」、「ヒドゥン・オーナーシップ（Hidden Ownership：持分の隠蔽）」と呼んで詳しく紹介し、資本市場に波紋を呼んだ。

このような取引が実施されている背景には、資本市場の潮流の変化がある。第一に、ヘッジファンドの台頭である。エクイティ・スワップ取引や貸株取引はどちらも特に革新的な取引ではないが、空売りなど様々な投資手法を駆使して頻繁に取引を行うヘッジファンドのおかげで、近年両市場ともに流動性が高まり、取引コストが低下している。第二に、近年、株主によるコーポレートガバナンスの強化と M&A の増加により、議決権の重要性が増していることを指摘できる。例えば米国では、機関投資家などの株主が議決権行使を積極的に行うと共に、株主総会の取締役選任議案における過半数投票方式（Majority Voting）の導入や企業の支配権市場の機能を低下させるポイズンピル等のライツプランの廃止などを提言し、自らの議決権の価値を高める努力をしている。また、企業買収を専門とするバイアウト・ファンドやアクティビスト・ヘッジファンドの活動の活発化により M&A などの重要なコーポレート・イベントが増加し、株主に最終判断を委ねられるケースが多くなったことも指摘できる。

その結果として、エクイティ・スワップや貸株を利用して議決権をコントロールし、議決権の力を通して投資リターンを生み出す手法をヘッジファンドなどが用い始めたといえる。本稿では、Hu and Black (2006)を手がかりにしながらエンプティ・ボータイング、ヒドゥン・オーナーシップについて紹介するとともに、その問題点を探ってみたい。

<sup>1</sup> “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, Vol. 79, May 2006 及び “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, 2007

## II エクイティ・スワップ市場と貸株市場の発達

エンプティ・ボーディングとヒドゥン・オーナーシップについて述べる前に、まずエクイティ・スワップ市場と貸株市場について簡単に説明する。

### 1. エクイティ・スワップ市場の発達<sup>2</sup>

エクイティ・スワップとは、固定又は変動金利と株式又は株価指数のリターンを交換する取引である<sup>3</sup>。投資家とスワップ・ディーラーの間で行われる OTC 取引であり、柔軟な取引条件の設定が可能である。投資家は、エクイティ・スワップを活用することにより、直接株式を売買することなく、間接的に株式投資のエクスポージャーを増やしたり減らしたりして、ポートフォリオのリスク分散を図ることができる。

また、会社の内部者が自社株持分のリスクをヘッジするためにエクイティ・スワップを用いることも可能である。内部者、特に経営陣は、自己の金融資産のかなりの部分を自社株のかたちで保有していることが多く、投資リスクが分散されていない。だが、自社株の大部分を売却することは、譲渡制限などもあり難しい。そこで自社株を保有したまま株価変動リスクをヘッジするために、自社株を対象にしたエクイティ・スワップで金利を受け取る側に立ち、実質的に自社株の持分を減らすことができる。

エクイティ・スワップ取引は、デリバティブ取引の中ではまだマイナーな存在であるが、1990年代から徐々に広がり始め、近年急速に拡大している。市場規模は 2006 年末現在、想定元本ベースで約 1.8 兆ドルで、5 年前に比べて 5 倍以上に増加している<sup>4</sup>。

### 2. 貸株市場の発達

貸株取引とは、主に空売りをする投資家に対し、証券会社が該当株式を貸し出す取引のことである。「貸し出す」という言葉が用いられるが、法的には名義は借り手に移動し、借り手は借りた株をショートしたり、又貸ししたりすることができる。また、借り手は年次株主総会などで議決権を行使することも可能である。だが、通常貸し手は貸した株式と同等の株式の返還請求権を留保しており、議決権行使が必要な場合は、同権利を行使する。

図表 1 は、典型的な貸株取引のフロー・チャートである。貸株取引の借り手となるのは、通常空売りを多用するヘッジファンドである。そして、最終的な貸し手となるのは、年金基金、投資信託、保険会社、財団などである。借り手に代わって必要な株式を探してくるのがプライムブローカレッジ業務<sup>5</sup>に従事する証券会社であり、貸し手の株式を預かり、

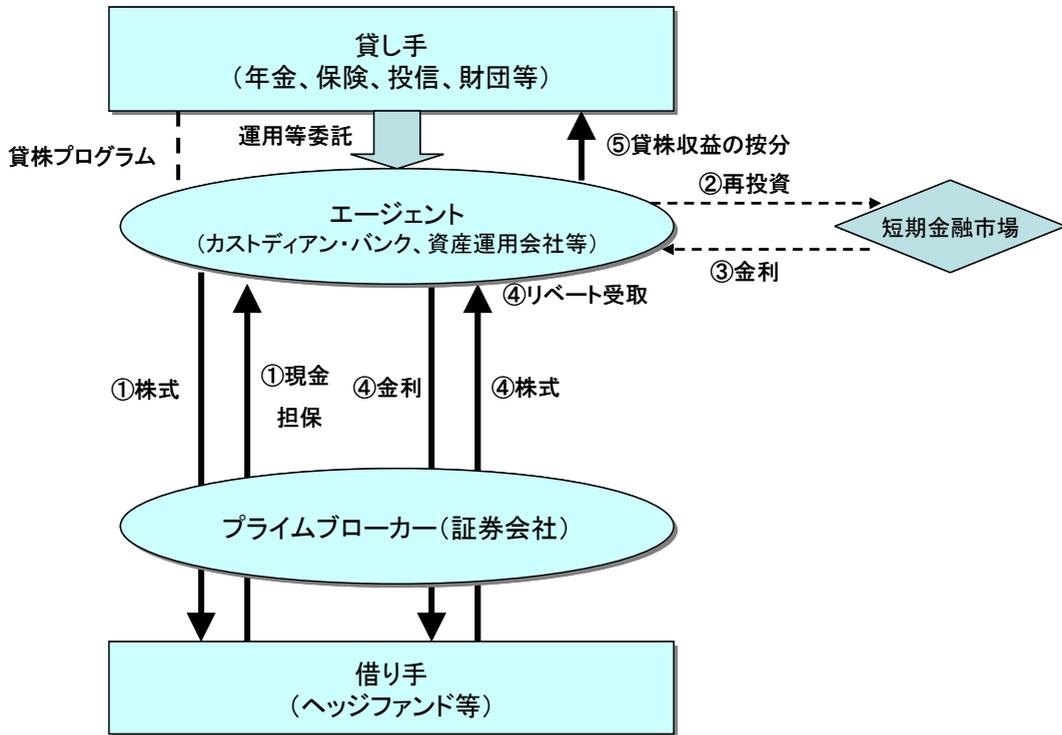
<sup>2</sup> この章の記述は、Don M. Chance, "Equity Swaps and Equity Investing," *The Journal of Alternative Investing* 7 (Summer, 2004), P.75-97 を参考にしている。

<sup>3</sup> 株式又は株価指数のリターンと別の株式又は株価指数のリターンを交換するケースもある。

<sup>4</sup> 国際決済銀行 (BIS) の統計より。エクイティ関連のフォワードとスワップの両方を含む。

<sup>5</sup> プライムブローカレッジ業務とは、証券会社がヘッジファンドにバックオフィスの機能を提供するサービス

図表 1 貸株取引のフロー・チャート



(出所) 野村資本市場研究所作成

プライムブローカー等に貸し出すのがカストディアン・バンクや資産運用会社（エージェント）である。貸し手とエージェントの間には貸株プログラムが設定されており、貸株収益の按分比率や返還請求権の行使などについて予め取り決めをしておく。また、エージェントを用いずに、投信などが自己で貸株取引を行うケースもある。

貸株の契約時に、貸し手は借り手から現金もしくは証券を担保に取る。米国では現金担保の場合が圧倒的に多い。現金担保の場合、貸し手はそれを短期金融市場に再投資する。契約期間の終了時に貸し手に借りた株式が返却されるとともに、現金担保の金利が支払われる。そして、金利の一部がリポートとしてエージェントとプライムブローカーに分配され、リポートの一部が按分比率に基づいてエージェントから貸し手に支払われる。一方、米国国債などの証券を担保にした場合、借り手は貸し手等に貸株のフィーを払う。

ヘッジファンドなど空売りを頻繁に行う投資家が株式市場でより大きな位置を占めるようになるにつれて、貸株市場は拡大している。正確な統計はないが、現在貸株取引を含む世界の証券貸借市場の規模は 2.5 兆ドルを超えるといわれる<sup>6</sup>。貸株からの収益は、エージェントであるカストディアン・バンクや資産運用会社にとって非常に魅力的である。また、貸株サービスなどを中心とするプライムブローカレッジ業務は近年一部の証券会社の

で、決済、カストディ、貸株、融資、帳簿監理などが含まれる。寡占化が進んでおり、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ベア・スターンズの3社で75%のシェアを占めると言われる。

<sup>6</sup> “Spectre of empty voting is ‘far from reality’ – It isn’t common practice for hedge funds or any other investors to borrow shares for the purpose of voting on them, says Richard Steele”, *Financial Times*, April 2, 2007

重要な収益源の一つになっている。例えば、同業務に力を入れているゴールドマン・サックスの貸株サービスを含む証券事務サービス<sup>7</sup>からの純収入は5年前（2001年）の9.32億ドルに比べて、2006年は2倍以上の21.8億ドルに達している。

貸株市場が近年急速に拡大する中で、借りた株を又貸しするといったことが盛んに行われており、証券会社がそれらを全て捕捉できず、その結果委任状が株式の所有者と借り手の両方に送られるといった事態も生じている（オーバーボーティングと呼ばれる）。2006年には、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が、証券会社はオーバーボーティングを防ぐための適切なシステムを持たず NYSE の規則に違反したとして、ドイツ銀行、UBS、ゴールドマン・サックス、クレディ・スイスの4社に罰金を科した。

### III エンプティ・ボーティング

#### 1. エンプティ・ボーティングとは

エンプティ・ボーティング（空議決権行使）とはフー、ブラック両教授の造語で、経済的持分を超えた議決権の保有・行使を指す。

エクイティ・スワップを用いる場合、現物株式を保有すると同時に、エクイティ・スワップ取引で金利を受け取る側に立つことによって、株価変動リスクがヘッジされるので、事実上、経済的持分なしに議決権だけを保有することができる。一方、貸株を用いる場合、貸株契約では貸借期間中に貸し手に配当などの経済的受益権は留保されるが、議決権は借り手に渡るため、株式を借りることによって経済的持分を保有せずに議決権を手に入れることができる。これらの手法を外部者が純粋に議決権取得のために用いる時、他の株主の利益を害するなど、様々な問題が生じる恐れがある。

#### 2. エンプティ・ボーティングの例

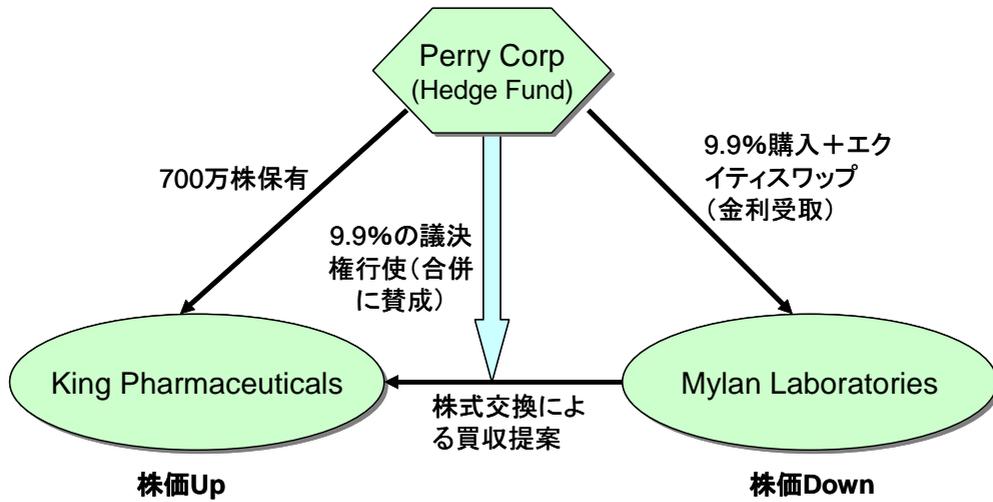
##### 1) エクイティ・スワップを用いた場合

エクイティ・スワップを用いたエンプティ・ボーティングの具体例としては、2004年のマイロン・ラボラトリーズによるキング・ファーマシューティカルの買収交渉を巡るケースがある（図表2）。

ゴールドマン・サックス出身のリチャード・ペリー氏が率いるヘッジファンドのペリー・コーポレーション（以下ペリー）は、米国製薬会社のキング・ファーマシューティカル（以下キング）の株式を700万株保有していた。2004年に同業のマイロン・ラボラトリーズ（以下マイロン）が株式交換によるキングの買収を発表すると、買収のプレミアムが高かったため、キングの株価は上昇し、マイロンの株価は下落し

<sup>7</sup> プライムブローカレッジ、ファイナンス、貸株で構成される。

図表2 ペリー・コーポレーションによるエンプティ・ボートイング



(出所) Hu and Black (2006)を元に野村資本市場研究所作成

た。ペリーはキング株の値上がり益を確保するために、マイロンが株主総会で合併承認を得るのを支援しようとした。具体的には、マイロン株を 9.9%購入して議決権を得ると同時に、エクイティ・スワップ取引で金利を受け取る側に立って株価の変動リスクをヘッジしたとされる。その結果、実質上経済的持分を持たないペリーとマイロンの他の株主の利益は相反する。なぜなら合併が承認されれば、キングの株式を保有するペリーは値上がり益を得るが、合併の発表により下がったマイロンの他の株主は損失を蒙るからである。マイロンの大株主でキングの買収に反対するアクティビストのカール・アイカーン氏は、ペリーの取引を不正であるとして訴えた。結局キングに会計上の問題が生じたため合併は破談になり、アイカーン氏は訴訟を取り下げたが、このケースでは経済的持分を持たない者が経済的持分を保有する株主の利益に反する議決権の行使をしようとした点が問題となった。

## 2) 貸株を用いた場合

貸株を利用したエンプティ・ボートイングは、“Record Date Capture”と呼ばれる手法で行われることが多い。これは、年次株主総会の通常 30 日前の議決権が確定する日の直前に貸株市場で株式を借り、議決権を獲得した後速やかに株式を返却するという手法で、経済的持分なしに議決権だけ手元に残る<sup>8</sup>。

具体例として、香港のヘンダーソン・インベストメントのケースを紹介する。2005年 11 月、香港の不動産開発会社ヘンダーソン・ランド・ディベロプメントは 75%の

<sup>8</sup> Susan Kerr Christoffersen, Chris Geczy, David K. Musto, and Adam V. Reed, “Vote Trading and Information Aggregation”, *ECGI Finance Working Paper*, No. 141/2007 は、議決権確定日の貸株取引の発行済株式総数に対する割合は 0.275%と、通常時の 0.22%に比べて跳ね上がることを実証している。ISLAはこの結果に対し、議決権確定日に貸株取引が増えるのは、配当基準日が議決権確定日と同じであることが多く、議決権よりもむしろ配当要因で貸株取引が増えるためであると反論している。

持分を保有する子会社ヘンダーソン・インベストメントの残りの 25%をプレミアムを付けて買収すると発表した。その結果、買収が成立するという市場の予想から株価は上昇した。香港の規制では、買収提案は浮動株の 10%以上の反対があった場合却下される。この場合浮動株は 25%なので、発行済み株式の 2.5%の反対によって買収提案は却下される。市場では買収は承認されるとの見方が大勢であったが、実際には 2.7%が反対に回り提案は却下された。その結果、ヘンダーソン・インベストメントの株価は 17%急落した。この事件の背後にはヘッジファンドがからんでいたことが明らかになっている。すなわち、貸株市場でヘンダーソン・インベストメントの株式を借りて 2.7%の議決権を獲得すると同時に、同株式を空売りした。株主総会で買収提案に反対票を投じ、買収提案を不成立にすると、株価下落により利益を得たわけである。

一方、買収を成立させるためにエンプティ・ボートイングを用いたケースもある。例えば、2002年にクルーズ運航大手のカーニバルがライバルの P&O プリンセスに買収を仕掛けた際、カーニバルによる買収に賛成だった P&O プリンセスの株主は、買収を成立させるために P&O プリンセス株を借りて議決権を確保したと言われる。

## IV ヒドゥン・オーナーシップ

### 1. ヒドゥン・オーナーシップとは

ヒドゥン・オーナーシップ（持分の隠蔽）も両教授の造語であり、経済的持分を保有しているにもかかわらず、議決権持分を一時的に外部に移転することにより開示規制を免れる手法である。外部の投資家が議決権を隠しておき、委任状争奪戦（プロキシ・ファイト）など、いざという時に議決権を現す際に用いる。米国の大量保有報告規制は議決権持分を基準に定められており（5%以上など）、例えば実際は 20%の経済的持分を保有していても議決権持分を一定以下になるまで移転してしまえば、開示規制を免れる。また、情報開示規制に加えて、強制買付規則（議決権の 30%など一定以上の持分を保有した株主は、残りの株式の買収を強制される）を免れるためにも用いられる。

経済的持分を維持しつつ議決権持分を移転する手段としては、貸株契約において株式の貸し手となる方法、現物株式を売却すると同時にエクイティ・スワップで株式からの収益を受け取る側に立つ方法が用いられる。

### 2. ヒドゥン・オーナーシップの例

#### 1) エクイティ・スワップを用いた場合

エクイティ・スワップを用いたヒドゥン・オーナーシップの具体例として、再びヘッジファンドのペリーのケースを紹介する。

ペリーは 2001 年初頭、ニュージーランド企業のルビコンの株式を 5%以上を保有し、5%以上保有する大株主に大量保有報告書を提出させる同国の規制に従い情報開示を行っていた。だが、2001 年 6 月にペリーはもはや 5%以上を保有していないと発表した。一年後、ペリーはルビコンの株主総会の直前に突如として 16%の株式を保有していることを開示した。ここではどのような取引が行われていたかという点、ペリーはまず、2 人のデリバティブ・ディーラーを相手にルビコンの現物株式を売却し、同時にエクイティ・スワップで株式からの収益を受け取る側に立った。その結果、ペリーは経済的持分を保持しつつ、議決権を移転して情報開示を免れた。そして、議決権が必要になった際に、スワップ契約を解消し、ディーラーから株を買い戻して、突如 16%の議決権を保有する大株主として姿を現したわけである。

## 2) 貸株を用いた場合

貸株を活用したヒドゥン・オーナーシップの例としては、開示規制を免れることが目的ではないが、2005 年にわが国で起こったフジテレビジョンとライブドアのニッポン放送の経営権争奪戦のケースがある。

同ケースでは、まず、ライブドアが 22.5%のフジテレビジョン株を保有するニッポン放送に注目し、株式を議決権ベースで約 40%取得した。それに対して、ニッポン放送は、ライブドアがフジテレビジョンの議決権を掌握するのを防ぐために、保有しているフジテレビジョン株約 14%を友好的なビジネス・パートナーであるソフトバンク・インベストメントに 5 年間の期限で貸し出し、一時的にフジテレビジョンの筆頭株主になってもらったのである。

図表 3 は、フリー、ブラック両教授がニュース・ソースや開示書類などを元に作成した 1997 年から直近までのエンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの事例集 (27 ケース) である。公になっていないケースが他にもあると思われるので、実際の件数は更に多いはずである。ヒドゥン・オーナーシップのほとんどはエクイティ・スワップを通じて行われており、貸株が利用されることは稀である。また、過去数年の事例においては、ヘッジファンドがエンプティ・ボートイング及びヒドゥン・オーナーシップの実行主体となっているケースが多いことがわかる。

図表3 エンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの事例

時期	対象企業	国	Empty Voting or Hidden Ownershipの実行者	Empty Voting	Hidden Ownership	使用手段
2007	US Global Investors	米国	不特定のヘッジファンド	X		—
2006	Multi-Fineline Electronix	米国 シンガポール	Stark	X		—
2006	Telent	英国	Polygon	X		貸株と エクイティ・スワップ
2006	Sears Canada	カナダ	Pershing Square	X	X	エクイティ・スワップ
2006	Henderson Investment	香港	不特定のヘッジファンド	X	X	貸株
2006	Time Warner	米国	Istithmar		X	エクイティ・リンク債
2005	Wendy's Int'l	米国	Triam他のヘッジファンド		X	オフショア
2005	Fiat	イタリア	Agnelli Family		X	エクイティ・スワップ
2005	Austral Coal	オーストラリア	Glencore		X	エクイティ・スワップ
2005	Exar	米国	GWA Investments	X		空売り
2005	Fuji TV	日本	ニッポン放送		X	貸株
2005	Deutsche Boerse	ドイツ	不特定のヘッジファンド	X		空売り
2005	Protman Mining	オーストラリア	Seneca		X	エクイティ・スワップ
2004-2005	WMC Resources	オーストラリア	BHP Billiton		X	エクイティ・スワップ
2004-2005	Mylan Laboratories	米国	Perry Corp Citadel	X		エクイティ・スワップ
2004	DFS	英国	Polygon		X	エクイティ・スワップ
2004	Alvis	英国	不特定のヘッジファンド		X	エクイティ・スワップ
2004	Marks and Spencer	英国	不特定のヘッジファンド		X	エクイティ・スワップ
2004	Canary Wharf	英国	"Songbird" コンソーシアム		X	エクイティ・スワップ
2004	MONY Group	米国	AXA転換社債の保有者と空売りした投資家	X		買収者の転換社債
2004	News Corp	オーストラリア 米国	Liberty Media	X		先渡取引と エクイティ・スワップ
2002	P&O Princess	英国	P&O Princess株主	X		貸株
2002	Hewlett-Packard	米国	コンパック株主	X		—
2002	Coles Myer	オーストラリア	Solomon Lew (同社会長)	X		オフショア
2002	British Land	英国	Laxey Partners	X		貸株
2001	Rubicon	ニュージーランド	Perry Corp		X	エクイティ・スワップ
1997	John Fairfax Holdings	オーストラリア	Brierley Investments			エクイティ・スワップ

(注) 塗りつぶしはヘッジファンドによるケース  
 (出所) Hu and Black (2006)より野村資本市場研究所作成

## V 欧米金融規制当局等の対応

エンプティ・ボートイングやヒドゥン・オーナーシップが濫用される可能性があることに関して、欧米の金融規制当局や貸株取引、コーポレートガバナンスの関連団体などは懸念を持ち、近年、情報開示規制の強化や貸株取引の実務指針の作成とその遵守の徹底などに取り組んでいる。

### 1. 英国

英国中央銀行の証券貸借及びレポ取引委員会 (Securities Lending and Repo Committee) は、2004年12月に取引参加者向けに証券貸借取引のガイドライン (Securities Borrowing and Lending Code of Guidance) を定めた。ガイドラインにおいては、「借り手は株主総会で議決権を行使し、投票結果に影響を及ぼすことを目的に株式を借りることが可能である。」と前置きをした上で、①証券貸借市場においては、年次又は臨時株主総会などで議決権を行使するだけの目的で株式を借りるべきではないという合意があり、また、②貸し手は年次株主総会などの期間にかけて株式を貸し出す際は、コーポレートガバナンスの遵

守に留意しなければならない、③受益者（貸し手）は、エージェントが議決権行使の責任を果たしているか、貸株取引に関する規制を遵守しているか確認する必要がある、としている<sup>9</sup>。

それから、英国の TOB に関する規制（シティ・コード）を司るテイクオーバー・パネルは、2005 年にテイクオーバー・コードを改正し、買収のオファー期間にターゲット企業の（経済的）持分を現物、デリバティブ併せて 1%以上保有する者は、保有開示をしなければならない、とした<sup>10</sup>。

## 2. EU

EU は、2004 年 12 月に透明性指令（Transparency Directive）を採択し、大量保有報告制度を改正した<sup>11</sup>。改正前は、大量保有報告書提出のトリガーは保有割合 10%であったが、同指令では 5%に厳格化されている。保有割合の計算には、貸株取引により借りている株式も含める。5%を超えた後は、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%という区切りを上下するごとに発行体に保有の通知を行われなければならない。同指令は、2007 年 1 月 20 日までに国内法化することが義務付けられた。

## 3. 米国

米国では、証券取引委員会（SEC）のポール・アトキンス・コミッショナーが 2007 年 1 月のスピーチの中で両教授の論文に言及し、エンプティ・ボートイングやヒドゥン・オーナーシップに懸念を表明したり<sup>12</sup>、クリストファー・コックス委員長がスタッフに同問題の調査を委託したりしている段階で<sup>13</sup>、規制強化等が実施されるかどうかは現時点では未定である。

Hu and Black (2006)は、米国の株式保有開示規制について、多数の規則が並立し複雑かつ互いに矛盾する点がある上、貸株やエクイティ・スワップを通じた保有に関して開示義務がない場合が多いことを問題点として指摘している。米国の株式保有開示規制は 5 つの規定があり、大まかに以下のような内容になっている。

- ・アクティブな投資家が 5%以上の持分を保有した場合、取得日から 10 日以内に SEC、取引所、当該証券の発行者に対して報告書を提出しなければならない（スケジュール 13D）。

<sup>9</sup> Securities Borrowing and Lending Code of Guidance 7.4

<sup>10</sup> The Takeover Code, Section E, Rule 8.3

<sup>11</sup> 大量保有報告制度について詳しくは、大崎貞和「株券大量保有報告書のあり方をめぐって」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号参照。

<sup>12</sup> Speech by SEC Commissioner: Remarks at the Corporate Directors Forum 2007 (Jan 22, 2007) <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch012207psa.htm>

<sup>13</sup> “Hedge Funds Vote (Often)”, *Wall Street Journal*, March 22, 2007

- ・証券会社や機関投資家等が、通常業務の中で、経営支配権に影響を及ぼす意図なく 5%以上の持分を保有している場合、年に一度報告書を提出しなければならない（スケジュール 13G）。
- ・1 億ドル以上の米国株式を保有する全ての機関投資家（ヘッジファンド含む）は、保有株式を四半期に一度 SEC に開示しなければならない（フォーム 13F）。
- ・会社の内部者（取締役あるいは業務執行役員）及び 10%以上の持分保有者は、持分を保有するに至った時、SEC に報告書を提出しなければならない（1934 年証券取引所法 16 条）。
- ・ミューチャル・ファンドは、保有株式を四半期に一度 SEC に開示しなければならない（フォーム N-1A, N-CSR, N-Q）。

上記の開示規制は、エンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの実態を把握するという観点からは、どれを取っても十分ではない（図表 4）。第一に、大量保有報告制度であるスケジュール 13D とスケジュール 13G は、持分の計算をする際に議決権持分を基準にし、また、エクイティ・スワップのポジションについての開示は求められていないので、ヒドゥン・オーナーシップが行われていても開示規制が及ばない。また、エンプティ・ボートイングが行われていた場合、議決権があることは開示されるが、それが経済的持分を伴っているかどうかは開示されない。第二に、フォーム 13F はエクイティ・スワップと貸株について共に開示義務がなく、エンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの把握については無力である。第三に、1934 年証券取引所法 16 条とミューチャル・ファンドの開示規制は経済的持分に焦点を当て、また、エクイティ・スワップのポジションの開示もされるので、エンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの把握に比較的有意義であるが、規制の対象が内部者、10%超保有者、ミューチャル・ファンドに限られる点で実効性が限定される。両教授は以上の保有開示規制を整

図表 4 エクイティ・スワップ及び貸株取引関連の米国保有開示規制

開示規制	開示頻度	ロング・ポジション		ショート・ポジション			貸株	
		エクイティ・スワップ及びその他の店頭デリバティブズ	株式及び上場デリバティブズ	エクイティ・スワップ及びその他の店頭デリバティブズ	上場デリバティブズ	株式	貸し手	借り手
13D	適時	部分的	YES	部分的	YES	部分的	不明	YES
13G	年	NO	YES	NO	YES	NO	NO	NO
13F	四半期	NO	部分的	NO	部分的	NO	NO	
16条	適時	YES		YES		禁止	おそらくNO	
ミューチャルファンド	四半期	YES		YES			NO	

(注) エクイティ・スワップのロング・ポジション、ショート・ポジションは、ここではそれぞれ株式からの収益を受け取る側、金利を受け取る側を指す。YES は開示義務あり。NO は開示義務なし。

(出所) Hu and Black (2006)より野村資本市場研究所作成

理し直して簡素化するとともに、エンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの開示義務を強化することを提案している。具体的には、大まかに言って、内部者、10%超保有者、ミューチャル・ファンド以外の投資家にもエクイティ・スワップを含むデリバティブのポジションの開示を義務付けること、貸株取引に関する開示を義務付けることである。

#### 4. 関連団体

証券貸借取引参加者の業界団体である ISLA (International Securities Lending Association) は、2005年7月に“Securities Lending and Corporate Governance”と題した調査報告書を発表した。当時、貸株取引の活発化により、コーポレートガバナンスの重要な機能の一つである議決権の行使を機関投資家が怠っているのではないかという議論や、議決権獲得を目的とした貸株取引が増加して議決権が濫用され、長期の株主の利益が損なわれているのではないかといった議論が起こっていたが、それに対して、貸株取引は市場の流動性を促進する重要な機能を持つことを強調した上で、貸株取引と良いコーポレートガバナンスは両立すると主張した。また、エンプティ・ボートイングが貸株を通じて広く行われているといった最近の報道に対して、事実と異なるとして反論している<sup>14</sup>。ISLAとしては、このような報道が取引参加者を貸株取引に消極的にさせ、市場の流動性が低下することを懸念している。同時に、取引参加者にとって重要な収入源の一つに育った貸株取引が縮小することを恐れている。

それから、コーポレートガバナンスの研究、意見交換、促進などに努める主要な機関投資家を会員とする民間団体の ICGN (International Corporate Governance Network) は、内部に貸株委員会を設け、貸株取引とコーポレートガバナンスの関係について研究を行った。そして、2005年10月に貸株に関する実務指針 (ICGN Stock lending code of best practice) を発表し、取引参加者による遵守を訴えている。

## VI わが国でも同様の問題は起こりうるか

前掲図表3のエンプティ・ボートイングやヒドゥン・オーナーシップの事例を見ると、欧米及びアジアの様々な国々で起こっていることがわかる。近年わが国では、内外の投資ファンドが会社の持分を取得し、様々な要求を突きつける事例が増えてきているが、その際にエンプティ・ボートイングやヒドゥン・オーナーシップの手法が用いられることはあるのだろうか。

<sup>14</sup> “How Borrowed Shares Swing Company Votes”, *Wall Street Journal*, January 26, 2007 において、「ヘッジファンド等の投資家が議決権目的で株式を借りるのは日常的なことだ。」という記述があり、これに対して文書で反論を行った。

わが国の株式保有に関する開示規制は、証券取引法<sup>15</sup>の大量保有報告制度に則って、上場株式等の保有割合が発行済み株式の5%を超える大量保有者は、大量保有者となった日から5営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない(27条の23)。貸株とエクイティ・スワップの扱いについてそれぞれ検討すると、まず、貸株契約(証券貸借契約)によって株式を借りた者の保有割合が5%を超えた場合、借り手は報告書を提出しなければならない。同時に、大量保有者である(あった)貸し手も貸株の結果1%以上の保有割合の変化があった場合は、変更報告書を提出しなければならない。加えて、大量保有報告の開示内容に「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」という項目があり、重要な証券貸借契約が存在する場合は、契約の相手方と貸借株数を報告書に記載しなければならない<sup>16</sup>。何が「重要な契約」に当たるかは明示されていないが、大規模な貸株取引によって新たに大量保有者となった場合は、それが経済的持分を伴っていない借株であることを開示しなければならない可能性が高い。次に、エクイティ・スワップのポジションで実質的に5%以上の持分を保有している場合であるが、法令の文言に言及されていないので、開示は求められていないと解される。要するに、現在のわが国の開示制度では、貸株を用いたエンプティ・ボーティングとヒドゥン・オーナーシップの実態は把握できるが、エクイティ・スワップを用いた場合は把握不可能である。ただし、貸株の場合も、開示内容の十分性、正確性が担保されなければならない<sup>17</sup>。以上のように、制度面からは、エンプティ・ボーティングとヒドゥン・オーナーシップはわが国でも今後起こりうる問題であると言えよう。

エンプティ・ボーティングとヒドゥン・オーナーシップの問題点を端的に述べると、前者は経済的持分を持たない者が議決権を行使することにより、実際に経済的持分を保有する株主の利益が害される恐れがある点であり、後者は株式の保有開示規制が回避されることにより、市場の透明性が下がり、一般の株主が不測の損害を蒙る恐れがある点である。

これらの問題を解決するために必要なのは、第一に、Hu and Black (2006)でも述べられているように、株式の保有開示規制の抜け穴をなくし、エンプティ・ボーティングとヒドゥン・オーナーシップの取引の実態を把握できるようにすることである。まずは市場の透明性を確保し、同取引を抑制すると同時に、次のステップとして何らかの規制が必要かどうか検討すべきと思われる。第二に、貸株については、貸し手が返還請求の管理をきめ細やかにすることである。この点、例えばカリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)は、最も多くの金額を投資している30銘柄の株式について貸株を禁止するとともに、次に多く投資する300銘柄についてはいざという時に議決権の行使ができるように常にモニターし、必要があれば返還請求権を行使するといった対策を講じている<sup>18</sup>。

今後、エンプティ・ボーティングとヒドゥン・オーナーシップが増加するのか、また、同問題について世界の市場参加者や金融規制当局がどのような対応をしていくか注目される。

<sup>15</sup> 2007年9月頃に証券取引法を改正した金融商品取引法が施行される予定。

<sup>16</sup> 関東財務局の大量保有報告書の記載上の注意より。

<sup>17</sup> 報告書の不提出や虚偽の報告書の提出には、懲役3年以下、300万円以下の罰金といった罰則規定がある。

<sup>18</sup> “How Borrowed Shares Swing Company Votes”, *Wall Street Journal*, January 26, 2007