

株主による議決権行使の在り方に関する
会社法上の論点についての
調査研究報告書

平成 25 年 3 月

公益社団法人商事法務研究会

株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点

北海道大学法学研究科准教授 得津 晶

目 次

I. 理論上のフレームワーク.....	1
1. 研究の目的	1
2. 議決権の一般理論	1
3. 議論の対象：所有の分散した上場会社	6
4. 株主総会の各国の位置づけの違い	6
II. Empty Voting.....	7
1. Empty Voting の実例	7
(1) Perry-Mylan Laboratories	8
(2) Stark-M-Flex	9
(3) AXA-MONY	10
(4) Hewlett Packard-Compaq	10
(5) Lew-Cole Myer	10
(6) Liberty Media-News Corporation	11
(7) Zero Cost Collar	11
(8) Variable Prepaid Forwards	12
(9) Laxey-British Land	14
(10) Henderson Land	15

(11) Mason Capital-Telus	16
2. Hidden (Morphable) Ownership の実例	17
(1) Perry-Rubicon	17
(2) BAe Systems-Alvis/ Philip Green-Marks & Spencer	19
(3) Agnelli-Fiat	20
(4) Glencore-Austral Coal	21
(5) BHP-WMC	21
(6) Sulzer-Victory	21
3. Related Non-host Asset の事例	22
(1) Deutsche Börse-LSE	22
(2) Indirect Hedge	23
4. 全体の量的傾向	23
5. 評価	24

Ⅲ. Private Benefit による議決権行使.....26

1. White Squire	26
2. ESOP	26
3. 株式持ち合い	26

Ⅳ. 各国の法的対応28

1. 情報開示規制	28
(1) アメリカ	28
(2) ニュージーランド	37
(3) オーストラリア	38
(4) 香港	39
(5) EU	39

- (6) イギリス 39
- (7) フランス 40
- (8) ポルトガル 40
- (9) スイス 41

2. 実体的規制 41

- (1) アメリカ 41
- (2) イギリス 44

V. 日本法への示唆.....44

Bibliography 46

I. 理論上のフレームワーク

1. 研究の目的

いわゆる株式の持ち合い（企業同士がお互いの株式を相互に保有しあうこと）について、それぞれの会社が他方の会社の安定株主として存在することにより、会社にとって本来好ましくない議案が可決するなど、株主によるガバナンス機能が形骸化し、他の株主の利益が害される恐れがあるなどの問題が指摘されている。

他方で、近時、諸外国のヘッジ・ファンドとの投資家がエクイティ・スワップ等の新たに開発された金融取引を利用することで、株主としての経済的損益を議決権から分離して、経済的損益の帰属なしに議決権だけを保有する状態を作り出している事例が多数報告され、**Empty Voting** として問題視されている¹。

この両者に共通するのは、株主が株式所有者としての地位に基づく利益（剰余金配当、残余財産分配）とは異なる利益が存在し、そのために、企業価値の向上と無関係な自らの利益を優先することで、企業価値または他の株主（とりわけ局外株主）の利益を害する危険性が生じるのではないかという問題意識である。

そこで、本報告では、これらの事象を議決権行使のインセンティブの歪み、ないし、インセンティブの歪んだ株主の議決権行使と定式化し、諸外国の実例および法的規制導入に関する議論（主にアメリカ）を紹介する。

2. 議決権の一般理論

まず、株主が株式所有者としての地位に基づく利益（剰余金配当、残余財産分配）とは異なる利益が存在し、そのために、企業価値の向上と無関係な自らの利益を優先することで、企業価値または他の株主（とりわけ局外株主）の利益を害する危険性が生じるのではないかという問題意識がいかなる一般理論に支えられているのかを確認する。とりわけ、株式における経済的価値の帰属²と議決権とが乖離（**decoupling**³）しないことが、合理的ないし効率的であるとする議論およびその射程・前提を確認する。

伝統的に、株主に議決権が認められる根拠は、残余権者（**residual claimant**）性に求め

¹ 主要な業績として本調査研究が主に依拠した Hu & Black の業績がある。Hu & Black 2006a; Hu & Black 2006b; Hu & Black 2007; Hu & Black 2008. See also, Martin & Partnoy 2005; Kahan & Rock 2007; 太田 2008; 武井 2008; 武井ほか 2008b; 嘉村 2008a; 嘉村 2008b; 佐藤 2012; 佐藤 2013.

² 株式の経済的価値の帰属（**Economic Ownership**）という用語法については *See, Hu & Black 2006a, p.824*

³ **Decoupling** による一連の問題の定式化について *See, Hu & Black 2008.*

られてきた⁴。株主は残余権者として債権者に対する最劣後権である残余財産分配請求権等を会社に有するため、株主が自らの取分を最大化することが優先する債権者等会社の利害関係人の価値の総和の最大化につながるという考え方である。また、近時は、株主が、会社の価値（会社の利害関係人の価値の総和）の限界的な増減に応じて自己の損益が増減するという限界損益の帰属者であると説明する⁵。会社の利害関係人全体の価値の限界損益が帰属する者には全体の価値最大化のインセンティブがあるため、議決権を認めることが合理的であるとする。

このような説明から、議決権の正当化根拠として、株式の経済的な価値の帰属として具体的には、配当受領権限、自己株式取得、清算時の残余財産分配等の形で会社から株主へ分配される **cash flow** の帰属が挙げられていることが理解でき、その論拠としては、会社の利害関係人の価値の総和の最大化という功利主義的な考え方に基づくものであることが分かる。他方で、株主は会社の所有権者である⁶等の命題には依存していないこともわかる。

この議論から、株主の適切な議決権行使のインセンティブは、株式としての **Cash flow** にあることから、残余権ではない、ないし、限界損益ではない株式以外の利益（さまざまなものが入りうるが総称して **private benefit** と呼ぶ）を株主（議決権者）が有する場合は、株主の会社支配が会社の利害関係人の価値の総和の最大化に向かないおそれがあることになる⁷。

また、同様の理由で、近時のデリバティブ取引等によって、株式の経済的価値を完全にヘッジしてしまった場合には、適切な支配権行使のインセンティブが存在しないことになる。株主が株価下落リスクをヘッジするために同数の株式を対象財産に **Put Option**⁸の **Long position**⁹を保有すれば、株価がオプションの権利行使価額より下がっても当該株主全体の財産状況は下がらないため、会社の価値が最大化するように議決権を行使するインセンティブがないことになる。また、**Call Option**¹⁰の **Short position**¹¹を保有した場合は、株

⁴ Clark 1986, p.389; 江頭 2011, p.22 注 3

⁵ Easterbrook & Fischel 1983, p.410; Easterbrook & Fischel 1996, pp.67-68. なお、そもそも株主が限界損益の帰属者としてみることに反対する見解もある。

⁶ 大隅 1944

⁷ 支配権争いの文脈において支配株主の **private benefit** の存在が効率的でない結果を承知しかねないことを論じるものとして Grossman & Hart 1988; Hart 1995

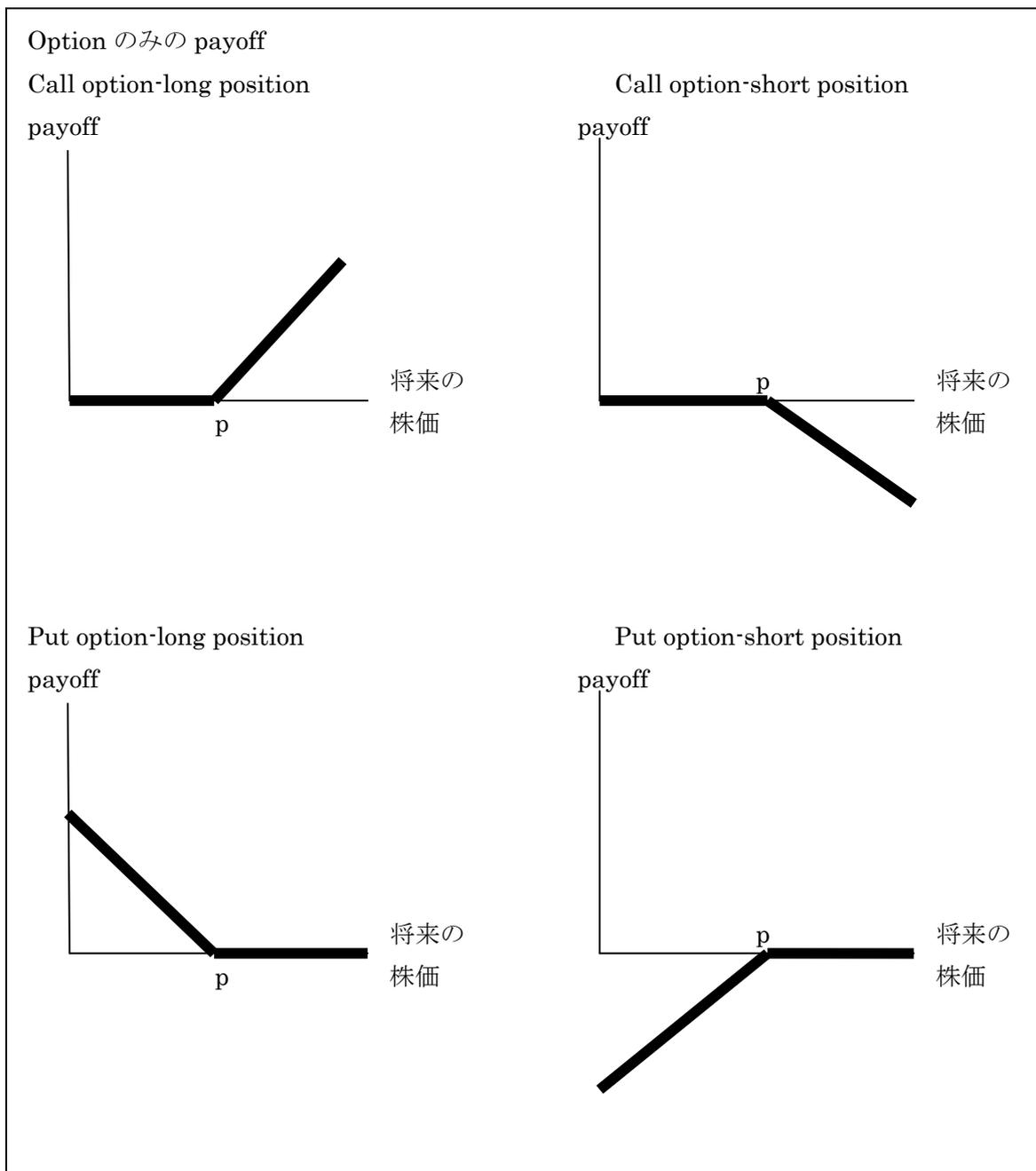
⁸ **Put Option**（プットオプション）とは、金融資産（ここでは株式）を一定の値段で売却する権利のことである。

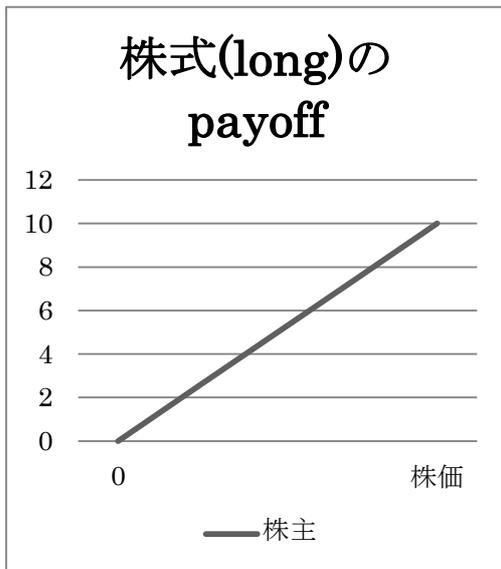
⁹ **Long position** とはいわゆる（権利を）持っている状態（買い持ち）のことである。ここでは、投資家が、プットオプションとして株式を一定の価格で売却する権利を有していることを意味する。

¹⁰ **Call option**（コールオプション）とは、金融資産（ここでは株式）を一定の値段で取得する権利のことである。

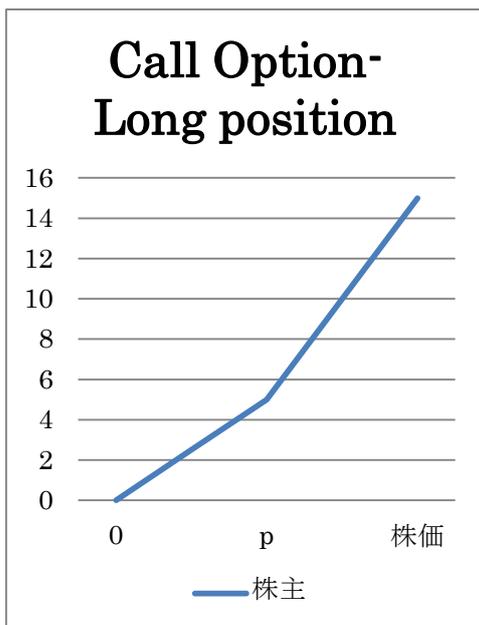
¹¹ **Short position** とは **long position** の取引相手方として、いわゆる（権利を）売っている状態（「売り持ち」）のことである。この **Call option** の **Short position** とは、**long position** が **call option** を行使した場合に、株式を一定の値段で売却する義務を負うことを意味する。

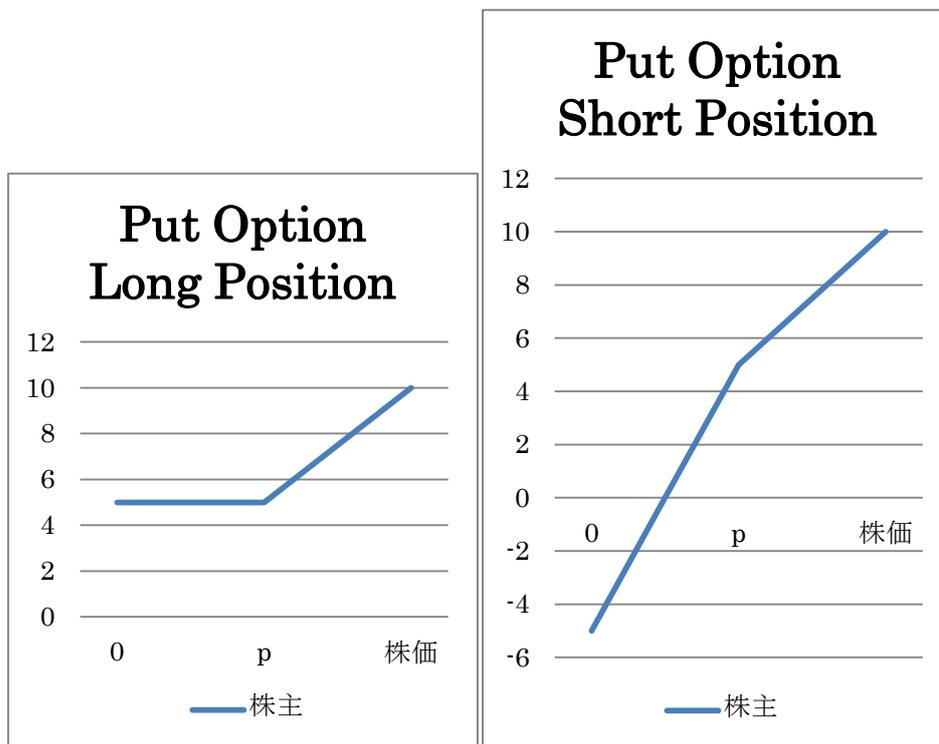
価値がオプションの権利行使価値より上がっても、株主全体としては財産が上昇しないため、当該株主に会社の価値が最大化するように議決権を行使するインセンティブがないことになる。さらに、株式を対象財産とする put option の long position を保有株式数よりも多く持っている場合は、当該投資家は、会社の価値が下がるほど個人の利得が大きくなるため、会社の価値が毀損するようなインセンティブを持つことになる。これが Empty Voting の問題である。





【株主が Option を保有している場合の Payoff】





このように、Empty Voting や株主の private benefit を問題とする議論は、株主の議決権行使のインセンティブの歪みを問題とするものである。だが、上記の議論にはいくつかの全体がある。まず、規範論としてこれらの事象を問題視する前提として効率性を基準とするという立場を採用している点である。株式会社をある種のコミュニティとして効率性を第一の目的と考えない立場を採用する場合は、そもそも、株式の経済的帰属と議決権者の乖離という定式化による問題視はできない。本報告書では、さしあたり効率性を前提にするが、それ以外の立場が理論的に排除できたことを示すものではない。

第二に、効率性の観点から、株式の経済的帰属と議決権者の乖離が問題であるならば、自由競争に任せておけば解決するのであり、仮に、乖離が存在している場合は、合理的理由が推察されるのであり、法的介入を検討する前提として、なぜ効率的でないにもかかわらず、このようなアレンジメントがとられたのかを考察する必要がある。

第三に、株主が現実の法制度の下で、残余権者または限界損益の帰属者といえるのかどうかという問題がある¹²。たとえば、日本であれば、会社が収益を限界的な 1 単位上昇させた場合に、かつてほど強固なものではないとはいえ解雇権濫用法理等により保護された日本型長期雇用により労働者の Payoff を上昇させている可能性もある。ただし、この問題は会社法の基本問題に関わる点であり、理論的な問題にすぎため、本報告書の対象外とする。

¹² See, Black 1999, p.18; Stout 2002, p.1193; 神田 2009

3. 議論の対象：所有の分散した上場会社

理論的には、取引費用が 0 であれば、現実に株式の経済的価値の帰属と議決権じゃとの乖離があったとしても取引された結果であり、問題はないはずである。しかし、株主間ないし経営者と株主の間で情報が不完備である場合、取引費用が禁止的に高い場合は、非効率ながらも経済的帰属と議決権との乖離が存続することがあり得る。典型的には、株主の数が多の場合、また、株主間に人的な関係がない場合となる。本報告書では、この典型として上場会社のみを取り扱う。上場会社以外であっても、経済的帰属と議決権の乖離が問題になる場面はあろうが、本報告書からは外した。そのため、本報告書が取り扱う事案は、各国の会社法のみならず、証券法による規制も問題となっている。

なお、交渉・取引できなくとも、情報が不完備であっても、一般投資家は、そのリスクをディスカウントして株式を購入するのであって害されないという考え方もあるが、このことは、この種の議決権と経済的帰属の乖離が存在しない会社であっても今後、このような **decoupling** が発生しないという **credible commitment** ができないため、株式をディスカウントされ、会社の効率的な資金調達を阻害することになるので、問題は残るものとして考える。

このような株式所有の分散している上場会社のみを対象とすると、株主総会決議について、本研究報告の指摘する株式の経済的帰属と議決権の分離によるインセンティブの歪みの問題とは別の問題が存在する。それが、株主の集合行為問題である。分散が所有している株式会社では持分割合の小さい株主は決議の成否に与える影響が弱いため、コストをかけて資料を検討し議決権を行使するインセンティブが弱い。そして、この集合行為問題の解決策として有用であるのが公開買付であるという点は、株主総会における問題を考える際の第一の処方箋として常に考慮すべき事項である。

また、本報告書が対象とする株式の経済的帰属と議決権者の乖離の問題は、後述する貸株・借株等を考えれば従前より存在していた問題であるが、上場会社に対象を限定することで、貸株・借株についても一定規模のマーケットの存在が必要となり、近時になってようやく問題視されるようになったことも納得できるのである。

4. 株主総会の各国の位置づけの違い

本報告書は、海外の業績に倣い、諸外国の事例を複数拾っている。だが、各国の会社法において、株主総会が「最高機関」とであるというイメージは共有されていても、具体的な株主総会の権限は異なる。定款変更議案を通じれば強行法に反しない事項であればほぼすべてを株主総会で決定できる日本法を前提とすると諸外国の株主総会の権限は狭い場合もあり得る。ただし、日本法は株主総会決議事項が広いという前提に立てば、諸外国で問題となっている点が日本法でより強く問題になることはあっても、反対に、日本法では問題

とならない場面は少ないとして、紹介を進めることにした。

とりわけ、具体的に問題となるのは、日本法の下では、買収防衛策について株主総会決議に重要な意義を最高裁が認めている点である¹³。先述したように、株主総会の議決権行使に問題があれば、最終的には、公開買付という手段が残されていれば一定の解決が可能であるはずであるが、買収防衛策によって公開買付による支配権取得が阻害されうるのであれば、やはり、株主総会の議決権行使の問題は、諸外国以上に、検討しなければならない課題となる。

本報告書では、まず、広義の **Empty Voting** としてデリバティブや貸株等を用いて、株式の経済的帰属と議決権者の帰属とを乖離させた実例を紹介する (II)。次いで、株式の経済的帰属とは異なる経済的利益 (いわゆる **private benefit**) が株主にある場面について簡単に紹介する。

II. Empty Voting

少なくとも、オーストラリア、カナダ、ドイツ、香港、イタリア、日本¹⁴、ニュージーランド、イギリス、アメリカで現実の会社の支配権争いにデリバティブやオプション等を用いて株式の経済的帰属とは乖離した議決権 (**decoupling**) が影響しているといわれている¹⁵。ここでは、報道されたものを中心に各国での実例を紹介する。ここでは、オプション・デリバティブを用いた場合をまず紹介し、次いで、基準日前後における貸株・借株¹⁶の事例を紹介する。

ただし、筆者が 2013 年 3 月にアメリカ合衆国のニューヨーク及びワシントン DC (電話) の **Law Firm** に勤務する弁護士にインタビューしたところでは、以下に述べるような著名な例があるのは事実であるが、会社を害することが明らかな形での極端な **Empty Voting** の実際の数は決して多くないとのことである。

1. Empty Voting の実例

¹³ 最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁

¹⁴ 日本については、ライブドア-フジテレビ事件において、ライブドア社が、おそらくフジテレビ社の支配権ないし一定の発言権を求めてフジテレビ社株式を保有しているニッポン放送社の株式に買い集める中で、ニッポン放送社が保有しているフジテレビ社の株式をソフトバンク・インベストメント社と大和証券に複数年で撤回不能の貸株契約を締結した事案を、株式の経済的帰属をニッポン放送が有したままで、議決権のみ借り手に移転したとして乖離の例として紹介されている。See, Hu & Black 2006a, pp.841-842.

¹⁵ See, Hu & Black 2006a, p.816

¹⁶ 貸株・借株が **Empty Voting** として機能するメカニズムについては See, Hu & Black 2006a, pp.832-833.

(1) Perry-Mylan Laboratories¹⁷

2004 年末、ヘッジ・ファンドである Perry 社が、ジェネリック医薬品製造会社である King Pharmaceutical 社（以下、King 社）の株式 700 万株を保有していた。2004 年末に、Mylan Laboratories は King 社を、対価を株式とする合併（stock-for-stock merger）で買収することに合意した。この合併条件は、King 社株主にかなりのプレミアムを与えるものであり、合併が成就すれば、Perry 社は 2800 万ドルの利益が得られるはずであった。だが、合併を成立させるためには、Mylan 社の株主の承認が必要であり、しかも、この合併計画が公表されて Mylan 社の株価は急降下していた。そこで、Perry 社は、Mylan 社が株主から合併の承認を得るのを助けるために、Mylan 社の 9.9%の株式を取得し、Mylan 社の筆頭株主になった。

だが、Perry 社はここで取得した Mylan 社株式の価格が変動するリスクをエクイティ・スワップその他さまざまな取引によってヘッジしていた。具体的には、Mylan 社のエクイティ・スワップの short position¹⁸を取得し、これによって、Mylan 社株式保有の経済的リターンを long position を保有するデリバティブ業者に移した¹⁹。Perry は 9.9%の議決権を保有していたが Mylan 社に対する経済的な意味での所有は 0 であり、King 社株式を保有していることを考えると、Perry 社は全体としては、Mylan 社の経済的利益に対して正反対の地位にあった。つまり、Mylan 社が King 社に対価を支払えば支払うほど、Perry 社は利益を獲得するという状態であった²⁰。

Mylan 社の主要株主である Carl Icahn はこの買収に反対であり、5%を超える株式の実質的所有者に報告義務を定める連邦取引所法（Securities Exchange Act 1934）13 条(d)項²¹

¹⁷ Perry-Mylan の事例を紹介するものとして、Hu & Black 2006a, p.816, pp.828-829; 武井ほか 2008, p.421; 嘉村 2008a, p.106. そのほか、Jesse Eisinger, Icahn Cries Foul at Perry's No-risk Play in Take Over Fight, Wall St. J. (Dec. 15, 2004), <http://online.wsj.com/article/0,,SB110305047108299804,00.html>

¹⁸ エクイティ・スワップ（equity swap）では、対象となる株式（underlying stock）のリターンに相当するリターンを short 側から、long 側に移転することになる。Mäntysaari 2010, p.528. 株主は、エクイティ・スワップの short position を保有することで、エクイティ・スワップの long position 保有者に株式自体を保有していることの経済的地位（株式の long position）を、移転させることができる。Neftci 2008, p.140. 嘉村 2008a, p.105 は short equity swap position に「エクイティ・スワップの売り持ち」との訳語を当てている。

¹⁹ このデリバティブ業者も、おそらく Mylan 社株式の short position を売却して、equity swap の long position をヘッジしたものである。Hu & Black 2006a, p.828

²⁰ なお、二番手のヘッジ・ファンドである Citadel も Perry 社と同様、合併のプレミアム目的に King 社の株式を取得し、その際に、合併に賛成すべく Mylan 社の株式も取得しつつ Mylan 社の株価変動のリスクから回避するために銀行と複雑なエクイティ・スワップ取引を締結していたとの報道がなされていた。Andrew Ross Sorkin, For a Takeover Artist, One Bluff Too Many?, N.Y. Times (Nov. 28, 2004), <http://www.nytimes.com/2004/11/28/business/yourtaxes/28dealbook.html>

²¹ 取引所法 13 条(d)項の内容については See, 黒沼 2004, p.182.

等の違反を理由に Perry 社と Mylan 社を訴えた²²。Icahn は、Perry 社およびその他のヘッジ・ファンドが Mylan 社の株式を 19%取得しているが、経済的帰属が一切ないことを主張した²³。これにより、Perry 社らは、Mylan 社全体の経済的利益に対して正反対の立場であり、Mylan 社の価値が毀損しようともこの買収を望んでいるというものであった。だが、最終的に King 社の会計に問題があることが発覚したため、Mylan 社がこの買収をあきらめ、この訴訟自体は訴えの利益を喪失した (moot)。

(2) Stark-M-Flex²⁴

2006 年 3 月に Delaware 州設立会社である Multi-Fineline Electronix 社 (M-Flex 社) がシンガポール法人の MFS Technologies 社に対して買付のオファーをした。別のシンガポール法人の WBL 社は M-Flex 社と MFS 社の両方の会社の株式の過半数を保有していた。M-Flex 社の定款 (Charter) には、全株主と少数派株主両方の過半数の承認が合併には要求されていた。M-Flex 社は、この買収が M-Flex 社の少数派株主にとって望ましいものか否かを判断するための特別委員会を立ち上げた。この特別委員会は、本件の買収提案を望ましくないと判断し、少数派株主に反対に投票することを勧めた。その後、M-Flex 社は WBL 社を訴え、支配株主としての信託義務を理由に WBL 社が買収に反対に投票することを求めた。M-Flex 社によれば、このような請求が必要となった背景には、Stark というヘッジ・ファンドが M-Flex 社の少数持分のうち少なくとも 48%を保有しており、しかも Stark は、M-Flex 社を害するものであったとしても買収に賛成するインセンティブを有していたという事情があった。Stark は対象となる MFS 社の株式を大量に保有しており、しかも、保有する M-Flex 社株式についてはそのほとんどまたはすべてについてヘッジをしていた。つまり、Stark は、M-Flex 社が買収の対価を不当に多く MFS 社に支払うことを望んでいたのである。

この事件では、Stark は M-Flex 社の株主として株式の価値変動リスクをヘッジによってそのほぼすべてが帰属していない。この意味で、Empty Voter であるし、買収の相手方となる MFS 社株式を大量に保有していたことまで考えると、Stark 全体としては、M-Flex 社の株式の価値が毀損すればするほど利益を得るという正反対のインセンティブを持つ地位にあった。

²² Complaint, High River Ltd. Partnership v. Mylan Labs., Inc., 353 F. Supp. 2d 487 (M.D. Pa. Dec. 10, 2004) (No. 04-2677).

²³ 取引所法 13 条(d)項違反の場合には、equity (衡平法) 上の救済として、記載の訂正命令、違反者による買い増しの禁止、違反者の議決権行使の差止等の柔軟な救済が可能であることについては *See*, 黒沼 2004, p.183.

²⁴ Stark-M-Flex 事件を紹介するものとして Hu & Black 2008, p.634

(3) AXA-MONY²⁵

2004年にフランスの保険会社であるAXA社がMONY社を買収し合併することに合意した。この買収のファイナンスのために、AXA社は転換社債を発行し、この転換社債（以下、AXA債とする）は、AXA社がMONY社の買収に成功した場合に限り、AXA社の株価からディスカウントした価格で株式に転換するというものであった。このAXA債の保有者はMONY社の合併に賛成するためにMONY社株式を取得したのに対して、AXA債のショート販売した投資家（ヘッジ・ファンドのHighfields Capitalなど）は、合併に反対するためにMONY社の株式を買い集めた。両陣営とも、取得したMONY社株式のヘッジをしており、どちらもこの合併がMONY社にとって良いものか否かに関係なく、投票をしていた²⁶。

(4) Hewlett Packard-Compaq²⁷

2002年にアメリカのHewlett-Packard社（以下、H-P社とする）は当時のCEOであるCarly Fiorinaのもと、Compaq Computer社（以下、Compaq社とする）を買収・合併することを提案した。これに対し、H-P社の創業者の一人（William Hewlett）の息子であり、取締役の一人であったWalter Hewlettは合併に反対した。H-P社とHewlett氏は委任状勧誘合戦（proxy fight）を行ったが、最終的にHewlett氏は負け、Compaq社との合併は承認された。この委任状合戦の際に、Compaq社の株主が合併に賛成するため、ヘッジしたうえでH-P社株式を取得しているといううわさが流れた。

(5) Lew-Cole Myer²⁸

2002年にオーストラリアの小売業チェーン店を運営していたColes Myer社において、社長（Chairman）であるStan Wallisが、取締役の一人であり、かつ、同社の株式の3%を保有するSolomon Lewを取締役会（board）から追い出そうとして、委任状合戦（proxy contest）となった。その際に、Lewは自分の再選のために、4%の株式を取得したが、Lewの保有株式の経済的価値について、call optionのshort positionとput optionのlong positionを取得することでヘッジしていた。

²⁵ AXA-MONYの事件を紹介するものとしてHu & Black 2006a, p.829がある。

²⁶ See, *In re* MONY Group, Inc. Shareholder Litigation, 853 A.2d 661 (Del. Ch. 2004); *In re* MONY Group, Inc. Shareholder Litigation, 852 A.2d 9 (Del. Ch. 2004)

²⁷ Hewlett-Packardの事件を紹介するものとしてHu & Black 2006a, p.289がある。

²⁸ Lew-Cole Myerの事件を紹介するものとしてHu & Black 2006a, p.289がある。

(6) Liberty Media-News Corporation

アメリカのメディア会社である Liberty Media 社は、Rupert Murdoch 氏が保有する世界第 2 位のメディア・コングロマリットの持株会社である News Corporation 社株式の相当数を取得した。2004 年 1 月に、Liberty Media 社は、News Corporation 社の議決権付株式を 1 億 2500 万個取得したことを Schedule 13D²⁹による大量保有報告書を提出した。この取引により、Liberty Media 社は News Corporation 社の 1 億 9200 万個の議決権を保有し、議決権割合は 9.1%となり、Murdoch 一族の 30%に次いで、第二位の議決権を保有することとなった。Liberty Media 社はすでに 8 億 4300 万個の無議決権株式も保有しており、合算すると、equity 持分の約 17.4%を保有していた。

他方、Liberty Media 社は 1 億 5200 万個の議決権付株式を Citi Bank 社にあらかじめ決めた価格で 2008 年 1 月に引き渡す旨の 3 種類の先渡取引 (forward³⁰) 契約を締結した。このことは、Liberty Media 社は保有する議決権付株式の経済的利益のほとんどがヘッジされていることを意味する。これは、”empty voting”の亜種である。ただし、この Liberty Media 社は無議決権株式を大量に保有しているために、全体としてみれば、経済的帰属は議決権よりも大きいので、empty voting とは異なるものであり、その後も、Liberty Media 社は News Corporation 社の経済的帰属と議決権数とのギャップの調整を続けている。

(7) Zero Cost Collar³¹

株主が、株式の価格が下がることによる損失を抑えるために put option³²を購入する (long position; “floor”と呼ばれる) と同時に、将来のキャピタル・ゲインを抑えるために call option³³を売却する (short position; “cap”と呼ばれる) 投資戦略は、“Collars”と呼ばれる。Call option の行使価格が put option の行使価格より高い場合、株主が株式の価値に関して負うリスクはその差額 (Collar) のみとなる。株式に配当がなく、put option と call option の行使価格、行使期日が同一であれば、株主は一切、株価の変動リスクを負わず、経済的には株式を売却した場合と同一となる。この場合を Zero cost collars と称する。

²⁹ Schedule 13D については *See*, 黒沼 2004, p.182.

³⁰ 先渡取引 (forward) 契約は、先物取引 (future) 契約と異なり、差金決済ではなく対象資産 (underlying assets) の現物を引き渡すこととされている。

³¹ Zero Cost Collars 取引について紹介する文献として Hu & Back 2006a, p.7, pp.831-2; Bettis et al. 2001 (equity swap との関係について論じる) がある。

³² Put option (の long position) とは、あらかじめ定めた期日・期間 (権利行使期日・期間) にあらかじめ定めた価格 (権利行使価格) で株式を売却する権利のことである。Brealey et al. 2006, p.544.

³³ Call option (の long position) とは、あらかじめ定めた期日・期間 (権利行使期日・期間) にあらかじめ定めた価格 (権利行使価格) で株式を取得する権利のことである。Brealey et al. 2006, p.542.

この Zero-cost collars 取引は、経営者・支配株主をはじめとするいわゆるインサイダーが株式を大量に保有していて、株式売却によるリスクの分散ができない場合への処方箋として投資銀行により開発された戦略であった。実際、2001年には、アメリカのニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場している会社のうち、収入が2億5000万ドルから150億ドルの会社の10分の1以上はCEOが10%を超過する株式を保有していた。約半数の会社で、株式の50%超をインサイダーが保有していた。このような場合、インサイダーは株式を売却することが理論的に可能であっても、インサイダーが脱出しているという社会的耳目を集めかねないこと、課税上の理由、支配株主である場合には支配権を失ってしまいかねないことなど、諸々の理由から、株式の売却をインサイダーが望まない場合がある。他方で、会社の支配権を実質的に保有しているインサイダーは、分散投資によるリスク回避ができないことによって、会社への関係特殊的（人的）資本の投下に、少数派株主よりも回避的になりかねない。そこで、投資銀行は、自信の手数料収入の目的もあり、インサイダーの保有している大量の株式のリスクをヘッジする手法として zero-cost collar を提供するようになったのである。

実際に、1996年1月から1998年12月までの期間を対象にアメリカでなされた調査によれば、上級経営者等のインサイダーは保有する株式の36%を Collar 取引によってヘッジしており、これによって株式の実質的な経済的な帰属が、平均して、25%減少しているとされている³⁴。

(8) Variable Prepaid Forwards

Zero-cost collar は、put option を購入し (floor)、call option を売却する (cap) ことで、株式の売却と同様に、株価変動リスクから現在の株主を解放する投資戦略であった。さらに、株主に流動性を与えるため、ディーラーが前もって資金提供（信用供与）を行う場合が Variable Prepaid Forwards (VPF; 先渡し契約)³⁵である³⁶。株主は、保有している株

³⁴ Bettis et al. 2001, p.346,

³⁵ Prepaid Variable Forwards (PVF) とも表記する。New York Southern District of District Court は Prepaid Variable Forwards を「会社のインサイダーが counterparty に、将来の一定の期日に一定の価格でインサイダーの会社の株式の一定の数を売却する契約」と定義した。Donoghue v. Centillium Communications Inc., 2006 U.S. Dist. LEXIS 13221 (S.D.N.Y. Mar. 28, 2006). 「先渡し契約」の訳語は嘉村 2008a, p.105 にならった。

³⁶ Variable Prepaid Forward を紹介する文献として Hu & Back 2006a, p.7; Rachel Emma Silverman & Jane J. Kim, IRS Targets Strategy for Wealthy Executives, Wall St. J. (Feb. 9, 2006), <http://online.wsj.com/article/SB113945211270069119.html>; Robert Frank, The Billionaire's Tax Loophole, Wall St. J. (Nov. 22, 2011), <http://blogs.wsj.com/wealth/2011/11/22/the-billionaires-tax-loophole/>があり、VPF についてはキャピタルゲインを認識するか否かという課税上の取扱いが問題になっている。その他、Donoghue v. Centillium Communications Inc., 2006 U.S. Dist. LEXIS 13221 (S.D.N.Y. Mar. 28, 2006) は variable prepaid forward 契約が Exchange Act 16 条の下でど

式の市場価値を一定の割引率(advance rate)で割り引かれた前払い金をディーラーから受け取る。

たとえば³⁷、A社のある株主（投資家；顧客）が現在株価 50 ドルのある株式を 10 万株保有していたとする。この株主の株式保有によるポジションは 500 万ドルとなる。この株主が A 社株式に関連して 3 年の Variable Prepaid Forwards 契約をディーラーと締結したとする。この場合に 3 年間の割引率を 85%の範囲とすると、事前にディーラーから株主が受け取る前払金の金額は 425 万ドルとなる。3 年経過した支払期日に株主は 500 万ドルを株式（現物決済）か金銭（金銭決済）で返済しなくてはならない。前払金の金額は、利息³⁸、企業の信用力（credit spread）および組み込まれたオプションの行使価額等によって決まる。また、Variable Prepaid Forwards に組み込まれている put option（株主側が long position）の行使価額を 50 ドル、call option（ディーラー側が long position）の行使価額を 60 ドルとすると、支払期日の株主及びディーラーのペイオフは株価に応じて以下のようになる。

株価	株式保有の 価値	株主から Dealer への 支払額	Dealer から 株主への 支払額	株主が 保有する 株式数	Dealer が 保有する 株式数
\$30	\$3,000,000	\$0	\$2,000,000	0	100,000
\$35	\$3,500,000	\$0	\$1,500,000	0	100,000
\$40	\$4,000,000	\$0	\$1,000,000	0	100,000
\$45	\$4,500,000	\$0	\$500,000	0	100,000
\$50	\$5,000,000	\$0	\$0	0	100,000
\$55	\$5,500,000	\$0	\$0	9,091	90,909
\$60	\$6,000,000	\$0	\$0	16,667	83,333
\$65	\$6,500,000	\$500,000	\$0	15,385	84,615
\$70	\$7,000,000	\$1,000,000	\$0	14,286	85,714

この取引もアメリカの会社において、経営者等のインサイダーがデリバティブ業者との間で用いられている手法である。この Variable Prepaid Forwards が契約を締結した時点で、売買と同様の経済的地位に立つものであるため、通常は数年後に設定されている支払期日

のように規制されるのかについて論じる

³⁷ 以下の数値例は Stonemont Financial Group, *Variable Prepaid Forwards*, <http://www.stonemontfinancial.com/derivatives/variableprepaidforwards.pdf> (last visited Feb. 25, 2013) を参考にした。

³⁸ Advanced rate が高ければ高いほど利息は低いことを意味し、advanced rate が低ければ利息としては高いことを意味する。Id.

までの間、当初の株主（投資家；顧客）が議決権を行使できるという状態は、株式の経済的帰属なしに議決権行使をしている *empty voting* となる。

Variable Prepaid Forwards は経済的には売買と同一であるのに、決済日まで従前の株主が議決権を行使できる点で法的には株式の売買とは異なるものである。だが、裁判所も一定の場合には、*Variable Prepaid Forwards* をこの取引の締結の段階で売買契約が成立しているものと扱う場面があることはすでに認めている。それが、以下の *Donoghue v. Centillium Communications Inc.* 判決である。インターネット通信技術・モデム製造販売業者である *Centillium Communications* 社（以下、*Centillium* 社）の取締役 *Kamran Elahian* は、2001年11月9日に、*Variable Prepaid Forwards* 契約を Delaware 州法人である *CSFB Cayman International LDC*（以下、*CSFB* 社）と締結した。この契約では *CSFB* 社は、*Centillium* 社の株式 30 万株に対して、1 株あたり約 5.31 ドルを前払金として支払い、株式は 2005 年 1 月 12 日に *CSFB* 社に移転するというようになっていた。2005 年 1 月 7 日、*Centillium* 社の株式は 1 株 2.38 ドルで市場取引を終え、*Elahian* は株鸚式を *CSFB* 社に譲渡した。その後、2005 年 2 月 28 日に *Elahian* は、*Centillium* 社株式 162,814 株を 1 株 2.01 ドルで市場にて取得した。これに対して、*Centillium* 社の株主である *Deborah Donoghue* が、1934 年連邦取引所法 16 条(b)項³⁹に基づき、取締役である *Elahian* が 2005 年 1 月に *Variable Prepaid Forwards* 契約で株式を *CSFB* 社に譲渡してから 2 月に株式を取得するまでに 6 か月を経過していないため、短期間の売買差益の吐き出し (*disgorgement*) を求めて、*Elahian* を相手取って株主代表訴訟 (*derivative suit*) を提起した。New York 州 Southern District の地方裁判所は、*Elahian* が求めていた *Donoghue* の請求を却下する *Summary Judgment* を出した。そこで、裁判所は、取引所法 16 条との関係では、取引は 2001 年の段階で発生しており、株式が譲渡された 2005 年 1 月ではないとし、よって今回の取締役の利益は短期売買差益には該当しないとした⁴⁰。

(9) *Laxey-British Land*⁴¹

Empty Voting とされる現象はオプション取引その他のデリバティブ手法を用いる場合に限られず、株式を株主総会の権利（議決権）行使の基準日限定で借りることで⁴²、経済的帰属

³⁹ 取引所法 16 条(b)項は、証券発行会社の取締役その他のインサイダーが 6 か月以内に行った購入と売却または売却と購入により取得した利益を発行会社に返還しなければならない旨を定める。この規定については *See*, 黒沼 2004, p.175.

⁴⁰ *Donoghue v. Centillium Communications Inc.*, 2006 U.S. Dist. LEXIS 13221 (S.D.N.Y. Mar. 28, 2006)

⁴¹ 2002 年の *Laxey-British Land* 事件を紹介する文献として *Hu & Black* 2006a, p.7, p.834 がある。

⁴² 借株 (*share borrowing*) は伝統的には、空売り (*short-selling*) のための手法として用いられてきた。空売りは、株を借り、借株を売却することで、議決権を持つことなく会社の価値について負のインセンティブを持つ状況になり、その後、返済期に市場で株式を購

属がないにも関わらず、議決権を行使するという empty voting が可能となる。この手法を”Record Date Capture⁴³⁾”と称する。アメリカであれば証券市場から借株が容易であり、借株ができない株式は 1%未満に過ぎないといわれている。そして、2004 年のイギリスでの会社の支配権争いには、株式の 20%が貸株に出されていた例があること報告されている⁴⁴⁾。

Record Date Capture の例として 2002 年にイギリスで発生したヘッジ・ファンドである Laxey Partners の British Land 社との攻防が挙げられている。Laxey は、イギリスの不動産会社である British Land 社の株式を 1%保有していた。Laxey は British Land を解散させる組織編成を求め、現社長の再選に反対していた。定時株主総会で、Laxey は 9%超の議決権の投票をしたが、それは基準日直前に約 4200 万株を借りていたことによるものであった。British Land 社社長の John Ritblat はこの Laxey の借株 (rent-a-vote) 戦略に不快感を示し、議決権の濫用と批判し、対して、Laxey は現経営陣の経営の失態の責任を取るよう求めている。最終的に Laxey の提案は総会で可決されなかったが⁴⁵⁾、この際に、City においてよりよいコーポレート・ガバナンスの推進役とされてきたファンド・マネージャーの Hermes が Laxey に株式を貸していたことが発覚し、Hermes はのちに謝罪することとなった。

(10) Henderson Land⁴⁶⁾

2006 年の初頭、香港で、Henderson Land は上場子会社である Henderson Investment の 25%の少数持分を買い取るとのオファーをした。Henderson Investment の少数株主のほとんどがこの buyout に賛成し、Henderson Investment の株価は上昇した。しかし、香港法では、流動株 (“Free floating” shares) の 10%の反対で buyout を阻止することがで

入し貸し手に返済する。Hu & Black 2006a, p.833

⁴³⁾ Record Date Capture については、Hu & Black 2006a, p.832-833 に紹介がある。また、Record Date Capture は武井ほか 2008, p.480 により「基準日つかみ」という訳語があげられている。

⁴⁴⁾ Kate Burgess, James Drummond & Peter Thal Larsen, *Transparency Finds a High-level Champion*, Fin. Times (April 21, 2005 8:59 pm), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c446d0e0-b29c-11d9-bcc6-00000e2511c8.html> (last visited Feb. 26, 2013).

⁴⁵⁾ なお、Laxey は翌 2003 年も British Land に CEO John Ritblat の解任を求める株主提案を行おうとしたが (Algernon Craig Hall, *Laxey Turns up the Heat on British Land*, Citywire (Feb 27, 2003), <http://citywire.co.uk/money/laxey-turns-up-the-heat-on-british-land/a246290> (last visited Feb. 26, 2013))、最終的に撤回した模様である。Helena Keers, *British Land Pressure Eases as Laxey Drops Demands and Disposes of Stake*, The Telegraph (Jun. 17, 2003), <http://www.telegraph.co.uk/finance/2855167/British-Land-pressure-eases-as-Laxey-drops-demands-and-disposes-of-stake.html> (last visited Feb. 26, 2013).

⁴⁶⁾ Henderson Land 事件を紹介する文献として Hu & Black 2006a, p.834

きるため、この件では、全株式中 2.5%の株主の反対で buyout が阻止できることになる。そして、実際に 2.7%の株主が buyout に反対し、この結果が公表されると Henderson Investment の株価は 17%も下がった。

この背景には、ヘッジ・ファンドは基準日直前に株式を借り、buyout を阻止し、buyout が否決されたという情報が市場に届く前に株式を空売りして利益を上げたとされている。この事件は、Laxey-British Land 事件でみられたヘッジ・ファンドによる Record Date Capture、Perry-Mylan 事件でみられたヘッジ・ファンドによる会社の価値と正反対の方向の経済的利益の保有という 2つの性質を有している事件であった。

(11) Mason Capital-Telus

カナダの通信放送事業会社である Telus 社は、カナダ法上の大規模電話会社の外資規制(3分の1を超えて外国人に所有されてはならない)への抵触を避けるため、議決権付株式と無議決権株式の二種類の株式を発行していた。Telus 社はこの無議決権株式を New York Stock Exchange と Toronto Stock Exchange の両方で上場し、外国人投資家による取得を促進しようとしていた。しかし、2004年にアメリカ人による所有が急激に低下し、外資規制抵触の恐れがなくなったため、Telus 社は、無議決権種類株式を廃止し、これによって株式の流動性を高めようとした。それまで、無議決権株式は議決権付株式よりも 4.5%安い価格で取引されていたところ、Telus 社の当初の計画によれば、無議決権株式を議決権付き普通株式に 1対1で変換 (conversion) するつもりであった。Telus 社の特別委員会はこの 1対1の変換比率は公正であると判断していた。

アメリカのヘッジ・ファンドである Mason Capital は、33.3million の Telus 社の議決権付株式の long のポジションと 32.6million 株の無議決権株式の short position を同時に取得し、2012年4月に Telus の議決権株式の 20%取得を公表した。Mason Capital は、無議決権株式を議決権付株式にする際に、既存の議決権付株式にプレミアムを支払わないと賛成しないという立場を示した。

Mason Capital の株式取得によって Telus 社は株式の変換を定める定款変更に必要な全株主の 3分の2の賛成を取得できないため、当初の計画を断念した。そこで、Telus 社は、次の計画として、裁判所の許可を経て、(conversion ではなく) one-time exchange で無議決権株式を議決権付株式に交換することにした。この新しい計画では定款変更は行わないので、無議決権株式については 3分の2以上の賛成が必要だが、普通株式は単純多数決の賛成があればよいことになる。これに対し、Mason Capital は株主総会の招集を要求した。対して、Telus 社は Mason の株主総会の招集は却下すべきと裁判所に請求した。第一審 (British Columbia Supreme Court) は、Mason の株主総会招集要求を無効とした。だが、控訴審 (British Columbia Court of Appeal) は原審の判断を覆し、Mason の株主総会招集の要求は有効であり、BCBCA (British Columbia Business Corporations Act) は、株主

の請求の際に **beneficiary owner** と同一であることを要求しないと判断した⁴⁷。

本件では、種類株式発行会社が議決権付株式一種類の資本構成に変更する計画に際して、交換比率から「さやとり」目的で株式と空売りをした **Mason Capital** が、株式の価値に関する経済的帰属が株式現物の **long position** と空売りとで実質 0 であることから、**Empty Voter** であるとして、**Empty Voter** でも株主としての権利（ここでは総会招集権限）が認められるか否かが問題となっている。そして、一審は、株主としての権利行使を否定した点で注目されるが、控訴審では、やはり株主として扱い、株主としての権利行使を認めるという結論を採用したのである。

2. Hidden (Morphable) Ownership の実例

Empty Voting は株主が対象となる会社の価値の経済的帰属よりも多く議決権を保有する現象であったが、他方で、反対に、株主が会社の価値の経済的属を議決権以上の保有している場合があり、これが隠れた株式保有 (**Hidden Ownership**) という問題である。この場合、株式と同様の経済的地位にありながら、各国の証券法（金融商品取引法）による大量保有ないし大株主の強制的情報開示ルールは適用はない。というのも、大株主の開示ルールは支配権・議決権に注目するためであるからであり、これだけであれば、本報告も、株主総会における議決権行使を問題としている以上、取り扱う必要はないはずである。だが、実際には、デリバティブを用いて大量保有の情報開示ルールの適用を逃れながら、株主総会の議決権行使の場面でデリバティブを取り崩して株式を取得し情報開示の前に議決権行使をする場面が表れている。このように、単に隠れた株式保有にとどまらず、保有状況をデリバティブを取り崩すことで変更することができることから、変身可能な株式保有 (**Morphable Ownership**) が問題となっている。

(1) Perry-Rubicon⁴⁸

2001年初頭、Perry-Mylan 事件にも登場したヘッジ・ファンドの **Perry** 社は **New Zealand** の上場会社である **Rubicon** 社の大株主であった。**New Zealand** の 1988 年 **Securities Amendment Act 26** 条は、アメリカの連邦取引所法 13 条(d)同様、株式を 5%保有する株主に強制的な情報開示規制を課していた。2001 年 6 月に **Perry** 社は **Rubicon** 社の 5%以上の株主ではなくなる旨の通知をした。ところが、その 1 年後、2002 年の **Rubicon** 社の定時株主総会の直前になって、3100 万株をドイツ銀行及び **UBS Warburg** から取得したとして、**Perry** 社は **Rubicon** 社株式の 16%を保有する株主であることを開示した。

⁴⁷ **Mason Capital Management LLC v. TELUS Corporation**, [2012] BCSC 1919

⁴⁸ **Perry-Rubicon** 事件を紹介する文献として **Hu & Black 2006a**, p.817, p.836, p.868; 嘉村 2008a, p.109

実は、Perry社は、2001年5月にRubicon社の議決権を減らしたものの、経済的帰属は維持していた3100万株を2つのデリバティブ取引業者であるドイツ銀行とUBS Warburgに売りながら、同時に3100万株のエクイティ・スワップのlong positionを二社から取得した。Perry社は従前どおり、Rubicon社株16%の経済的帰属は有していたが、New Zealand法のディスクロージャーは、エクイティ・スワップ取引を適用の範囲外とするものであるとPerry社は考えていたので、開示をやめた。その後、Perry社は議決権が必要な場面で、スワップ取引を終了させて、取引業者から株式を買い戻した⁴⁹というのが以下の事情である。

Perry社がEquity Swapを締結したのち、2002年6月末に、投資持株会社であるGuinness Peat Group社（以下、GPG社）がRubicon社の株式を取得しはじめ、2002年7月3日には、GPG社はRubicon社の19.87%株式を保有したとして、大株主として通知した。GPG社は、Fletcher Challenge Forests社（以下、Fletcher Forests社）の直接の株主でもあった。このFletcher Forests社は、Central North Island Partnershipが保有する森林地域の土地を取得することを提案していた。この土地取得取引には、Rubicon社の子会社であるRubicon Forest Holdings社の保有するFletcher Forests社株をFletcher Forests社が買い取ること、Rubicon社が保有するFletcher Forests社の株式を4850万NZドルで売却することも含まれていた。GPG社は、この取引はRubicon社の長期的利益にならず、またNew Zealandの林業にとっても最善の利益にもならないとして、このRubicon社の株式売却案に反対していた。反対に、Perry社はこの提案に賛成であったため、2002年7月11日にequity swapを取り崩したのであった。

そこで、GPG社およびGPGがNew Zealandに投資している株式を保有しているGPG社の子会社であるIthaca社が、Rubicon社の株主として、Perry社の議決権行使に反対して、訴えを提起した。第一審（High Court）では、Perry社の開示義務違反を認めた。Potter判事は、単に現金決済のequity swapというだけでは開示義務は発生しないが、この事件では、Perry社がRubicon社株式を再取得することを相手方のドイツ銀行もUBS Warburgもわかった上で取引したものであることから、Securities Market Act §5(1)(f)によって証券の取得・譲渡を支配する権限のある者も証券の保有者に含まれるとして、Perry社も開示が必要であると判断した。そして、12か月にわたり3600万株もの保有を故意に開示しな

⁴⁹ Equity Swap取引においては、long positionを保有する顧客である投資家は、契約上の権利ではなくとも、dealersが当該equity swapの対象財産となっている株式（matching shares）を同数、顧客に引き渡してくれるものと期待していることが多いとされている。See, THE CODE COMMITTEE OF THE UNITED KINGDOM'S PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, DEALINGS IN DERIVATIVES AND OPTIONS: OUTLINE PROPOSALS RELATING TO AMENDMENTS PROPOSED TO BE MADE TO THE TAKEOVER CODE AND THE SARs (PCP 2005/1, 7 JAN. 2005) §3.3., <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/pcp200501.pdf> (last visited Feb. 27, 2013). また、Dealerが株式を保有しておらずヘッジしていない場合であっても、dealerがコストをかけて株式を取得するものと期待しているのが通常であるとされている。Id. §3.4. なお、イギリスでは、アメリカにおけるEquity SwapをContract for DifferencesないしCFDと称し、同報告書でもこの用語が用いられている。

った Perry 社に対して、Securities Market Act §34⁵⁰に基づく損害賠償は否定したが、Securities Market Act §30, 32⁵¹により、保有株式の 3 分の 1 にあたる Rubicon 社株式 1200 万株（約 800 万 NZ ドルに相当）を没収、残りの 2400 万株については 180 日以内に市場で売却するように命令した⁵²。だが、控訴審では、この一審判決は覆され、Perry 社が開示義務の課される 5%以上株主には該当しないと判断された⁵³。

(2) BAe Systems-Alvis/ Philip Green-Marks & Spencer

イギリスでは equity swap を用いた Morphable Ownership が公開買付の場面でも登場してきている。2004 年にアメリカの航空宇宙機器・防衛機器製造会社である General Dynamics 社が、イギリスの自動車製造会社である Alvis 社を、取締役会の道を経て、公開買付を開始したところ、英国市場を外資から守るべく、イギリスの防衛機器・航空宇宙機器の製造会社である BAe Systems 社が対抗買付を開始した。この BAe の対抗買付について、いくつかのファンドが賛成を表明し、ファンドが保有していた Equity Swap を取り崩して株式にして、BAe のオファーに応じた⁵⁴。

同じく、2004 年のイギリスで、大手小売チェーンの Arcadia Group や British Home Stores の CEO である Philip Green による洋服や食料品の小売業者である Marks & Spencer への敵対的公開買付においても Equity Swap が Morphable Ownership となる事案が発生した。Philip の敵対的公開買付を equity swap のヘッジのために Mark & Spencer 社の株式を 8.3%保有していた投資銀行が支持した。この背景には、投資銀行を相手方とする Equity Swap の long position を保有していたヘッジ・ファンドが投資銀行に Philip への支持を指示したという事情があった模様である⁵⁵。

他方で、Equity Swap が必ずしも Morphable Ownership として機能するわけでもない。2006 年にアメリカで Sears や Kmart といった小売業を経営する Sears Holdings 社はカナダにある子会社 Sears Canada の少数派株主へ buyout の offer をした。ヘッジ・ファンドは Scotiabank から Sears Canada 社株式の equity swap を以前に購入していた。Sears Holdings 社による buyout には Sears Canada 社の少数派株主の過半数による承認が必要

⁵⁰ New Zealand の Securities Market Act §34 は、日本の金融商品取引法 21 条の 2 と同様、開示義務違反によって株式の売買を行った場合における損害賠償を定める。

⁵¹ New Zealand の Securities Market Act §30 は、実質的な株主〔証券保有者〕(substantial security holder) が情報開示規制を遵守しなかったと疑われる合理的な理由がある場合 (Securities Market Act §32 の定める場合) は、裁判所に広範な裁量を認める。

⁵² Ithaca (Custodians) Ltd. v Perry Co. [2003] 2 NZLR 216 (HC).

⁵³ Perry Co. v Ithaca (Custodians) Ltd., [2003] 1 NZLR 731 (CA), ¶9.

⁵⁴ BAe Systems-Alvis 事件を紹介するものとして Hu & Black 2006a, p.838; CODE COMMITTEE, SUPRA NOTE 49, §3.4 (a).

⁵⁵ Green-Marks & Spencer 事件を紹介するものとして Hu & Black 2006a, pp.838-9; CODE COMMITTEE, SUPRA NOTE 49, §3.4 (b).

であるところ、Sears Canada 社の独立取締役も Sears Canada 社の少数派株主の多くも Sears Holdings 社の買付に反対であった。ヘッジ・ファンドは Scotiabank に Equity Swap を取り崩してこの申し出に反対するように依頼したが、Scotiabank はヘッジ・ファンドの依頼を拒否しただけではなく、保有していた Sears Canada 社株式をバイアウトに賛成に投票したのであった。この事件では Equity Swap 契約の long position を有していたヘッジ・ファンドが事実上も議決権を行使できなかつたのであるから、Morphable Ownership として機能していなかつたことになる。他方で、Equity Swap の相手方として short position を有していた Scotiabank は、ヘッジ・ファンドとは逆に、Sears Canada 社の企業価値の向上とは反対方向に経済的インセンティブを有していたのであり、Scotiabank による議決権行使は、empty voting であり、しかも、会社の利益に反する方向の議決権行使であった⁵⁶。

(3) Agnelli-Fiat⁵⁷

Morphable Ownership の問題点は、前述のように、大株主への強制的情報開示ルールを潜脱しながら議決権行使する点を中心であるが、一定の閾値の株式保有・取得をもって、株式取得者に公開買付義務が発生する法圏では、かかる義務的公開買付制度の回避のために Morphable Ownership が用いられる例も報告されている。

2005年、イタリアの自動車製造会社である Fiat の支配株主である Agnelli 一家は、Merrill Lynch と Fiat 社株式について Equity Swap を締結したが、この事実は公表しなかつた。Agnelli 一家は、今後予定されている Debt-for-equity Swap⁵⁸により Agnelli 一家の持分が希釈化した後も、Fiat 社の支配権を維持することをめざしていた。もし、Agnelli 一家が Fiat 社の株式を直接取得した場合、持分比率が 30%を上回り、イタリアの強制的公開買付制度が適用になることになるし、株式大量取得を情報開示せねばならず、Fiat 社の株価に影響しかねない。そこで、Debt-for-Equity Swap をまず行い、その後、Agnelli 一家は、保有していた Equity Swap を取り崩して、対象財産である Fiat 社株式を取得した。イタリアの証券当局はこの Agnelli 一家の株式取得自体には義務的買付制度違反はないと判断している。

⁵⁶ Scotiabank-Sears Canada 事件を紹介するものとして Hu & Black 2006a, p.839

⁵⁷ Agnelli-Fiat 事件を紹介するものとして Hu & Black, 2006a, pp.839-840

⁵⁸ Debt-for-Equity Swap (Debt-Equity Swap)とは、会社の負っている債務を消滅させる代わりに、債権者に対して会社の株式（または転換権付社債）等と交付する取引である。

(4) Glencore-Austral Coal⁵⁹

2005年に、オーストラリアにおいて Centennial 社が Austral Coal 社に対して公開買付を実施した。オーストラリア法では、フリーズ・アウト（少数派株主の締出し）には、株主の90%の賛成が必要なところ、Glencore 社は、フリーズ・アウトを阻止しうる10%の議決権を投票し得る地位を取得した。Glencore 社が、デリバティブ取引業者との間で Equity Swap 契約を締結し、デリバティブ業者がヘッジのために株式を保有するという形で作られた。オーストラリア法は5%以上の株式保有する大株主には情報開示を義務付けているところ、Glencore 社は保有する Equity Swap が議決権の10%相当となるまで開示しなかった。オーストラリアの Takeover Panel は経済的帰属が5%を超えた時点で開示義務が課されるとしたが、この Panel の決定は裁判所で覆された⁶⁰。

(5) BHP-WMC⁶¹

2004年にオーストラリアで BHP Billiton 社が WMC 社に対して公開買い付けを始める前に、BHP 社は Equity Swap を用いて4.3%をまず足がかり(toehold)に取得した。BHP 社は、情報開示義務の生じる5%の株式直接保有を超える直前にその足掛かりとしての持分を開示した。株式ではなく Swap 取引を用いた理由は不明だが、おそらくは、持分を隠したままにするか、それとも5%を超えて取得するかという選択の機会を、持分を開示する前に有しておきたかったのではないかと推察されている。

(6) Sulzer-Victory⁶²

2007年にスイスの主要な工業技術会社である Sulzer 社がアメリカとロシアの投資家に秘密裏に買収が進められた。アメリカ、ロシアの投資家は現金決済 call option 取引を用い、情報開示と公開買付けの準備が整った瞬間に option を行使して株式を取得し、一気に32%もの株式を取得した。

⁵⁹ Glencore-Austral Coal 事件の紹介として Hu & Black 2006a, p.840, p.869; John Elliott & Louise McCoach, Austral Coal Update - the Use of Cash-Settled Equity Swaps in Takeovers, Clayton Utz (Apr. 13, 2006), http://www.claytonutz.com/publications/newsletters/banking_and_financial_services_in_sights/20060413/austral_coal_update-the_use_of_cash-settled_equity_swaps_in_takeovers.page (last visited Feb. 26, 2013).

⁶⁰ Glencore International AG v. Takeover Panel (2006) F.C.A. 274

⁶¹ BHP の WMC 株式取得の紹介として Hu & Black 2006a, p.841

⁶² Sulzer-Victory 事件の紹介として Hu & Black 2008, p.655

3. Related Non-host Asset の事例

このような株主のインセンティブの歪みは、デリバティブ取引のような複雑な金融商品を用いなくとも発生する。ここではヘッジ・ファンド等が買収・合併等の際に、相手方の株式を保有している場合、または、相手方の株式に関連して空売りをしている場合、当該買収・合併に賛成するか否かの決定において、直接保有している株式の経済的価値のみを有している場合とは異なるインセンティブを持つことになる⁶³。

(1) Deutsche Börse-LSE⁶⁴

2004年12月にドイツ証券取引所(Deutsche Börse)はLondon Stock Exchange(以下、LSE)に対して買収を提案した。2005年1月に、2つのヘッジ・ファンド、Children's Investment FundとAtticus Capitalは、合算してすでにドイツ証券取引所の株式8%を保有しており、今回の買収提案は株主利益に反するとして反対を公言した。買収は、他の主要株主の反対にも遭い、最終的に提案は撤回された。この2つのヘッジ・ファンドの反対が公表された後、あるヘッジ・ファンド(おそらくは前述の2つのヘッジ・ファンド)が、LSE株を空売りしだした。おそらく当該ヘッジ・ファンドは、ドイツ証券取引所株式のlong positionとLSEのshort position(空売り)とを同時に保有し、この買収が失敗することでドイツ証券取引所の株価が上昇し、LSEの株価が下がることに賭けたのではないかと推察されている。

この事件は、株主が、買収の相手方の株式に関連する経済的地位を有するものであり、Perry-Mylan事件に非常に類似している。このヘッジ・ファンドは、買収の相手方の空売りのポジションも有することで、ドイツ証券取引所株主にとって不利益となる買収の経済的影響を、ドイツ証券取引所の株主としての経済的影響よりも大きく受ける地位に身を置いた。このことが、上場会社株主の課題である集合行為問題(collective action problem)を克服する方法として機能したと評価することができる。だが、これは本件をドイツ証券取引所株主の側からみた評価であり、かつ、ヘッジ・ファンドの反対した当該買収がドイツ証券取引所にとって不利益であったら判断した結果論にすぎない。仮にヘッジ・ファンドの保有していたLSEの空売り(short position)が、ドイツ証券取引所株式の直接保有数よりも大きかった場合、当該買収がドイツ証券取引所にとって有利な条件であったとしても、ヘッジ・ファンドはLSEの株価が下がるようにLSEの企業価値の毀損をはかるであろう。両当事会社の企業価値の総計が上昇するような社会的に望ましい買収であっても反対する可能性があり、このような戦略が社会的に望ましいか否かは状況による。

⁶³ このような「関連する当事会社以外の資産“related non-host assets”」を保有することについて See, Hu & Black 2008, p.639

⁶⁴ Deutsche Börse-LSE 事件の紹介として Hu & Black 2006a, pp.842-3

(2) Indirect Hedge⁶⁵

アメリカの自動車会社である Ford 社の役員が、アメリカ国内の自動車産業の将来に悲観していても、Ford 社の株式の売買や Ford 社株式の put option を購入することは、連邦取引所法 Section 16⁶⁶の定める証券発行会社役員等の短期売買差益の没収の関係で⁶⁷、難しかった。そこで、その代わりに、Ford 社の役員は、同じくアメリカの自動車会社である General Motors 社株式の put option や、Ford 社への部品納入会社の株式の put option を購入した。これら General Motors 社や Ford の部品会社の業績は、Ford 社の業績と相関関係にあることから、Ford 社の役員は所期の目的を達成できた。

4. 全体の量的傾向

以上、anecdotal な実例を多数引用したが、このような new vote buying とされる現象に対して情報開示規制がなされていないこともあり、実際に、社会においてどの程度、このような事例があるのか、網羅的に把握することはできない。Perry-Mylan 事件など社会の耳目を引く事件があったのは事実だが、このような「極端な」事件がどの程度あるのか定かではなく、むしろごく稀だと考えられている向きが実務では強いようである⁶⁸。ただし、大きく考えて、このような現象は拡大しつつあり、かつ、今後も拡大していくのではないかと予想されている⁶⁹。

というのも、第一に、金融技術は発展しており、これによって、Empty Voting を仕組む取引費用が安くなっていくことが挙げられている⁷⁰。Equity Swap やその他の店頭取引 (Over-the-Counter: OTC) デリバティブは、1980 年代末に発明されたものであるのに、

⁶⁵ Indirect Hedge の紹介として Hu & Black 2006a, p.844

⁶⁶ 取引所法 16 条(b)項は、証券発行会社の取締役その他のインサイダーの短期売買差益を発行会社に返還しなければならない旨を定める。See, *supra* note 39; 黒沼 2004, p.175. See, 黒沼 2004, p.175.

⁶⁷ 後述するように、株式の put option/ call option やその他株式を対象財産とするデリバティブ取引が、連邦取引所法 16 条による短期売買差益の適用対象となるか否かは不明確であり、適用されないとされる可能性も高い。しかし、他方で、デリバティブにも 16 条による短期売買差益の吐き出しが適用される可能性は否定できず、仮に裁判所で最終的に適用範囲外と判断されるものであるとしても、SEC によってエンフォースされ、手続きに巻き込まれるコストからインサイダーは自社株に関するデリバティブに対して回避的になることが予想される。取引所法 16 条(b)項は、証券発行会社の取締役その他のインサイダーが 6 か月以内に行った購入と売却または売却と購入により取得した利益を発行会社に返還しなければならない旨を定める。この規定については See, 黒沼 2004, p.175

⁶⁸ 筆者が 2013 年 3 月にアメリカで実施したインタビューにおいてもアメリカの弁護士は同趣旨の回答をした。

⁶⁹ Hu & Black 2006a, p.844

⁷⁰ See, Hu & Black 2006a, p.844

ピークとなる 2007 年末には、店頭取引による株式を対象財産とするデリバティブは約 12 兆ドルにまで迫り、サブプライム危機後は減少したものの、2010 年前半の時点でも 6.4 兆ドルを超えている⁷¹。このような取引量の増加は **Empty Voting** その他の **New Vote Buying** と呼ばれてきた取引を仕組む取引費用を削減させるし、商品の質を上げることもできる。第二に、貸株市場も急速に拡大していることが挙げられている⁷²。イギリスでは貸株市場は 1996 年に 350 億£だったところ、2004 年には 800 億£にまで増加している⁷³。年金基金のような機関投資家も証券保管銀行を通じて、また大規模な機関投資家であれば直接、貸株をおこなっている。第三に、ヘッジ・ファンド自体が近年急成長していることが挙げられている⁷⁴。ヘッジ・ファンドは 2012 年末には運用資産が約 2.25 兆ドルに達したと報道されており⁷⁵、ヘッジ・ファンドには、法規制が少ないため、株式を対象としたデリバティブのほか、様々な金融技術を用いて、**Empty Voting** を行うことができる状況は今後も続くと考えられる。

5. 評価

冒頭の理論モデルからすればインセンティブが歪む **Empty Voting** は非効率な帰結をもたらす可能性があることとなる。しかし、上記の現実の実例からは、必ずしも弊害のみが指摘されているわけではない。たとえば **Record Date Capture** の実例として紹介した **Laxey-British Land** 事件では、情報を有していない者からより情報を有する者に議決権が移り、情報を有する者によって議決権が行使されたと評価されている⁷⁶。このように上場会社の株主総会における現代的難問の一つであった集合行為問題に起因する合理的無関心等の問題の克服に **Empty Voting** の手法は有用ではないかと評価されているのである。

実際に、株式から離れた議決権のみを対象財産とする市場競争が行われれば、株式を対象財産とする会社支配権市場と同様、効率性を改善する可能性があることが経済学の一般均衡モデルから指摘されている⁷⁷。別の研究においても、一般均衡モデルではなく **Core Outcome** の枠組みを用いて金融市場が不透明であれば、**Empty Voting** や隠れた株式保有は

⁷¹ See, International Swaps and Derivatives Association, Summary of Recent Survey Results, <http://www.isda.org/statistics/recent.html>; ISDA, Market Survey Data, 1987-2010 (Jun. 30, 2010), <http://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/market-surveys/>

⁷² See, Hu & Black 2006a, p.845

⁷³ See, Hu & Black 2006a, p.845

⁷⁴ See, Hu & Black 2006a, pp.845-6

⁷⁵ See, HFR Global Hedge Fund Industry Report - Year End 2012; HFR, Relative Value Arbitrage Leads Hedge Fund Capital to New Record, <https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=products-irglo> (last visited, March 6, 2013).

⁷⁶ Hu & Black 2006a, p.821

⁷⁷ Neeman & Orosel 2007

市場の透明性を害し、不安定となり、非効率となるが、金融市場の透明性が確保されていれば、市場を安定させ、効率性を向上することが指摘されている⁷⁸。ただし、これらのモデルは、市場参加者に情報が知っているという仮定の上での議論であり、現在の状況での Empty Voting では成り立たないと評されている⁷⁹。

他方で、実証研究によれば、株式の経済的帰属と支配権とが乖離することで企業価値が下がる場合があることが報告されている⁸⁰。経済的帰属と議決権の乖離の例の一つとして、上記のほかには伝統的に種類株式の発行によるものがあるが、1980年代のアメリカで買収防衛策としての機能を有していた種類株式の発行を公表すると株価は有意に下がったことが検出されている⁸¹。Tobin q⁸²で測定した企業価値が、株式所有と支配が分離する企業においては下がる場合があることが報告されている。アメリカにおいて種類株式を用いて cash flow と control right との乖離が進む企業ほど企業価値が低いことが示されている⁸³。因果関係の問題等があるが、上場会社においては企業価値向上のために cash flow と control の乖離は望ましくないという問題意識に論拠がないわけではないのも事実である。

現実には、Empty Voting その他の手法は様々な用途で用いられており、Liberty Media-News Corporation 事件では、すでに種類株式によって議決権割合と経済的帰属との間に乖離が生じていた場面で、むしろ、この乖離を埋めるために株式の先渡取引 forward を利用していた。Zero-Cost Collar の事案においては、経営者が株式を保有している状況で、経営者のリスク回避性から効率的な経営が阻害される恐れが大きい場面において、改善するための処置として用いられていた。

これに対して、Morphable Ownership はインセンティブそのものの問題ではない。そして、Morphable Ownership も害だけではなく、実際には、株価が急騰するのを抑え、全体としての買収コストを下げるため、また、買収への抵抗を増加させないため、公開買付前の足がかりとなるある程度の株式 (toehold) の取得を、開示の必要のない Equity Swap でひそかにおこなうような場面で用いられている。会社支配権市場の活性化を推進する立場

⁷⁸ Barry et al. 2012

⁷⁹ Hu & Black 2006a, p.854

⁸⁰ Hu & Black, 2006a, pp.854-855

⁸¹ Dann & DeAngelo 1988; Gordon 1988; Jarrell & Poulsen 1988. 他方、Partch 1987 は影響するという有意な結果はないとする。

⁸² Tobin Q とは企業の市場において投資家が評価した価値が総資産の価値と比較してどれだけ高いのかを示した指標である。

$$Q \text{ Ratio} = \frac{\text{Total Market Value of Firm}}{\text{Total Asset Value}}$$

現実には、 $Q = \frac{(\text{株式時価総額} + \text{負債総額})}{\text{資産総額}}$ となる。資産総額としては時価の想定は困難であることから通常は簿価を利用する。

⁸³ Gompers et al. 2010

に立つのであれば、toehold の不開示は、ある程度までであれば、社会的に望ましいと評価することになる⁸⁴。

III. Private Benefit による議決権行使

Empty Voting は option その他デリバティブ取引や、貸株・借株を用いて、株式の経済的帰属と議決権者とを乖離させる手法であったが、議決権保有者が株式の経済的価値の帰属者ではあるものの、それ以外の利害関係を対象会社との関係で有する場合（private benefit）において、適切な議決権行使が期待できるか。典型的には、株式持ち合いと呼ばれているような場面に、お互いに相手方会社の経営陣の利益になるように議決権行使をすることが挙げられる。

1. White Squire

支配権争いの場面で、経営陣と親密な関係にある者に会社が買い戻した株式を売却することがある⁸⁵。このように株式を取得した”White Squire”は自己株式と異なり議決権が認められるが、自己株式と異なり、White Squire 自身が株式の価格変動リスクを負うことになる。この場合は、従前よりある経営陣との親密な関係性による利益という private benefit が株価変動リスクよりも大きいため、適切な議決権行使がなされない現象と見るべきであろう。

2. ESOP

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) による自社株式の取得の場合も、ESOP は当然に保有している株式の価格変動リスクを負っているわけで Empty Voting ではない。だが、実際に ESOP が保有する株式の議決権は、受託者 (trustee) によって行使されることが多いが、この trustee による議決権行使は Empty Voting ということができるし、かつ、ESOP の trustee は実際には、経営者と親密な関係にある者が選任されることが多く⁸⁶、かかる親密な関係という private benefit によって議決権行使のインセンティブが歪んでいると評価できる。

3. 株式持ち合い

「株式持ち合い」という用語は、狭義には、厳密に株式を相互の保有しあう関係のみを

⁸⁴ Hu & Black 2006a, p.841, p.843 は集合行為問題の克服にも有用であるとする。

⁸⁵ Hu & Black 2008, p.644

⁸⁶ Hu & Black 2008 p.649

指すことになるが、一般的には、取引先の株式を保有すること（慣習）一般を指すこともある。どちらも、会社間の取引関係強化のために株式を保有していることができ、ここには、株式保有関係とは別の「取引関係」という **private benefit** が存在することになる。

前者の狭義の持ち合いについては、相手方の残余権を保有していることから相手方会社に不利益な行動はできないという財産的コミットメントと、相手方の議決権を保有していることが脅威になるのでお互いに同調行為をとりやすいという議決権的コミットメントの2通りのコミットメントによって会社の取引関係が一層強化されていることになる。ここで、財産的コミットメントの点については、自社が保有している相手方株式の価値を減少させないために相手方会社との取引関係などで配慮することであり、株式の価値の問題は残余権・限界損益の問題であるので **private benefit** の問題はないということができる。これに対して、議決権的コミットメントは相手方会社が自社にとって有利な議決権行使をしてくれるように相手方株主総会での議決権行使を行なうのであるから、相手が他会社への議決権行使のインセンティブが自社の総会での経営者よりの議決権行使をしてもらうという **private benefit** によって歪められていることがわかる。

このような株式持ち合いに対して、ヨーロッパには日本法の議決権停止と同様、一定の基準で実体的規制を課す国がある⁸⁷。日本の株式相互保有規制の議論の際に主に参照されてきたドイツ法の規制は以下のとおりである。ある会社（A社）が別の会社（B社）の株式を持分ベースで4分の1を超える株式を保有した場合、A社はB社にそのことをすぐに通知しなくてはならない（株式法20条1項）。先に相手方の株式25%超を保有したA社はB社に通知さえすれば、保有B社株式全部について議決権行使・配当受領が認められる。他方、B社は、A社より通知を受けてしまった後、A社株式を25%超取得した場合、権利行使が認められるのは25%分のみであり、25%を超える分（たとえば30%保有している場合なら $30-25=5\%$ ）については議決権、配当受領権限も含めてすべてが認められない。また、A社がB社に通知をしていなかった場合でもA社がB社株式の25%を越えて取得したことをB社がすでに知っていれば、同様である。その後、さらにA社がB社株式を買い進めてB社株式の過半数を取得したときには、A社はB社の支配会社、B社はA社の従属会社となる。これによってB社はA社の株主総会ですべての議決権（25%保有分も含めて全部）を行使できなくなる。他方、②で述べたとおり、先に25%超を取得したA社に対しては規制がかからないが、B社がA社の株式を持分の過半数を超えて取得したときには、逆転し、B社がA社の支配会社、A社はB社の従属会社となる。これにより、B社に加えられていた議決権・配当受領権への規制が解除され、A社はB社の株主総会で保有株式すべての議決権を行使することができなくなる（株式法136条2項）⁸⁸。

⁸⁷ La Porta et al. 1999, p.500によれば、ドイツ、ベルギー、フランス、イタリア、韓国、スペインに相互保有株式規制があるとしている。

⁸⁸ ただし、この場合、従属会社となったA社も配当受領権限や残余財産分配請求権はある

また、A社、B社が共に相手方の株式の25%を超えて所有していた場合、両社は「相互資本参加企業」となり（株式法19条1項）、相互資本参加企業はドイツ株式法上の「結合企業」とされるので（株式法15条1項）、コンツェルン法の情報開示規制等の適用を受けることになる。さらに、A社が上場会社である場合、A社から通知を受けたか、または、A社が25%超の株式を保有したことを知ったB社は、A社の株主総会決議のうち、監査役⁸⁹の選任については保有している株式すべて（25%分も含めて全部）の議決権が行使できなくなる（株式法328条3項〔1998年の株式法改正〕）。

フランス法では、A社がB社の10%を超えて資本を保有した場合は、B社はA社の株式を保有することができなくなる⁹⁰。

IV. 各国の法的対応

各国のEmpty Votingへの対応は現在も進行中であり、確立した枠組みがあるわけではない。だが、現在までのところをまとめるならば、全体としての傾向は、現在、現実に改正を実施したところは、情報開示規制にとどまっており、議決権停止などの実体的規制に乗り出している法圏は少なくとも先進資本主義諸国の中にはないということである。この原因は、Empty voting等のヘッジ手法はさまざまなものがあり、規制をかける場合、回避手段が簡単であるので、実質を規制する必要があるが、この場合、条文の文言を作ること及びエンフォースメントが困難である点に集約されそうである⁹¹。情報開示のみに限定しても、実質をとらえたルールを書くという作業は非常に難しいとされている。

他方で、各国は、一般法理として、抽象的には、Empty Votingその他、議決権と経済的帰属の乖離について適用可能な法理を有している。しかし、現実には、これらの一般法理を現実に適用して規制を課すという形では確立していないことがわかる。

1. 情報開示規制

(1) アメリカ

(a) 現行法の枠組み

という点で25%超50%未満の相互保有規制と異なる。

⁸⁹ ドイツの株式法では、日本の会社法と異なり、取締役(ドイツではVorstandsmitglieder)を選任するのは株主ではなく監査役であり(株式法84条1項)、株主は監査役を選任する(株式法101条1項。ただし共同決定法適用会社は一定人数を被用者代表〔従業員代表〕が占める)。

⁹⁰ Code de Commerce, L. 233-29, L. 233-30

⁹¹ Hu & Black 2006a, p.821

現在のアメリカ法の枠組みでは **Empty Voting** に関して従前の開示義務が課されていないと評価されている⁹²。現在の連邦取引所法における株主側の開示義務ルールは以下の5つの枠組みになっている。①積極的な株主 (**active shareholder**) として5%の株式を保有している場合は **Schedule 13D** で開示しなくてはならない⁹³、②受動的な株主 (**passive shareholder**) として5%の株式を保有している場合は **Schedule 13G** で開示、③ヘッジ・ファンドを含む機関投資家は **Form 13F** により、上場会社の株式保有状況を開示しなくてはならない、④会社内部者の株式保有について **Section 16**、⑤**mutual funds** の開示⁹⁴。

① **Schedule 13D**

積極的な株主 (**active shareholder**) として5%の株式を保有している場合は **Schedule 13D** で開示しなくてはならない⁹⁵。「直接または間接に」上場会社株式を5%を超えて「経済的に所有 (**beneficially ownership**)」した者は5%を超過して取得した日から10日間以内に **SEC** に **Schedule 13D** を登録しなければならない。

② **Schedule 13G**

受動的な株主 (**passive shareholder**) として5%の株式を保有している場合は **Schedule 13G** で開示義務が課される。一定の種類の機関投資家で、上場会社株式の5%超を、一部の機関投資家のような受動的に取得した者(通常の経営の過程で取得したものであり、かつ、支配権取得の意図がない場合)は **Schedule 13D** のかわりに、年1回で、より簡略化した **Schedule 13G** を登録すれば足りるとされている⁹⁶。

これら①、②の開示は、「経済的な所有 (**beneficially ownership**)」をキー概念とするものであり、**Rule 13d-3** に定義されており、契約、合意 (**arrangement**)、事実上の関係性を通じて、直接または間接に議決権ないし投資家の地位を保有する場合を中心に考えている⁹⁷。経済的な所有には、オプションやワラントの行使によって60日以内に株式の経済的な所有を取得する場合も含まれ⁹⁸、これらの開示義務を潜脱するためのいかなる契約、合意、仕組みを利用した者も「経済的な所有」に含まれるとしている⁹⁹。

経済的な所有の売買をした場合は60日以内に、売買をした株式の割合を報告しなくてはならない¹⁰⁰。**Schedule 13D** のみ **Item 6** が、発行会社証券(株式)に関連する「すべての契約、合意、(法的または事実上の)関係」の開示義務を課すが¹⁰¹、**Schedule 13G** にはこの義務はない。

⁹² Hu & Black 2006a, pp.864-875

⁹³ **Schedule 13D** による開示については *See*, 黒沼 2004, p.182

⁹⁴ *See*, Hu & Black 2006a, p.818

⁹⁵ **Schedule 13D** による開示については *See*, 黒沼 2004, p.182

⁹⁶ **Schedule 13G** については *See*, 黒沼 2004, p.184

⁹⁷ Exchange Act Rule 13d-3(a), 17 C.F.R. § 240.13d-3(a) (2005).

⁹⁸ Exchange Act Rule 13d-3(d)(1)(i), 17 C.F.R. § 240.13d-3(d)(1)(i) (2005).

⁹⁹ Exchange Act Rule 13d-3(b), 17 C.F.R. § 240.13d-3(b) (2005).

¹⁰⁰ **Schedule 13D** at **Item 5**, 17 C.F.R. § 240.13d-101 (2005); **Schedule 13G** at **Item 4**, 17 C.F.R. § 240.13d-102 (2005)

¹⁰¹ **Schedule 13D** at **Item 6**, 17 C.F.R. § 240.13d-101 (2005)

これらの開示義務は、株式実物であれデリバティブであれ、**short position** は対象とはならない。**Long position** を保有していることで開示義務が課されても、**short position** でどれほど相殺されているかはわからないままである。借株そのものについては開示義務が課されうるが、借株を用いた **Record Date Capture** は、支配権取得までの意図がない機関投資家による場合は **Schedule 13G** が適用されるため、毎年の報告日に重ならない限り、開示義務は課されない。**Perry-Rubicon** 事例における **Perry** 社のような **Equity Swap** の **long position** を保有する形での **Morphable Ownership** の場合、実際の事例のように、現金決済であり、株式現物を取得する権利が **Equity Swap** 契約の中には組み込まれていないため、開示義務の対象にはならない。仮に、**Equity Swap** が金銭決済ではなく、いつでも株式現物に交換できる取引であったとすれば、文理上、「すべての契約、合意、(法的または事実上の) 関係」として開示義務を課することが不可能ではなさそうであるが、**SEC** の規則、**no-action letter** からは明らかでない。どちらにせよ、実務においても、少なくとも現金決済であれば、開示義務の対象とならないことは確立しているようである¹⁰²。現金決済の **Equity Swap** であっても、投資家が **long position** を保有し、デリバティブ取引業者が **short position** を保有する場合には、一般的に顧客である投資家は、自らが望めば、解約の際に、デリバティブ業者は株式を取得ないし保有している株式による現物の引き渡しを求めることが事実上でき¹⁰³、実際にそのように期待しているとも言われているが、この期待だけでは開示義務を基礎づけられないという理解がなされている模様である。

Perry-Mylan 事件のような **Empty Voting** の事例においても、**Perry** 社が **Mylan** 社の株式 **9.9%** を取得した際に、同時にヘッジのためにデリバティブを購入していた点については、**Schedule 13D** の **Item 6** による発行会社証券(株式)に関連する「すべての契約、合意、(法的または事実上の) 関係」として開示義務が課されうるが、当該事件のように合併に賛成・反対するというだけでは、支配の意図があるとは言えるかどうかは不明確であり、**Schedule 13D** ではなく **Item 6** のような規定のない **Schedule 13G** が適用される可能性もある。仮に、**13D** による **Item 6** が適用される場合を考えても、証券発行会社の企業価値の反対方向のポジションをどの程度保有しているのかまで細かく記載を要求されるかは不明である¹⁰⁴。

Deutsche Börse-LSE 事件や **Hewlett Packard-Compaq** 事件のように買収・合併の際に相手方の株式を保有する場合に、この点については、仮に **Schedule 13D** が適用になっても、**Item 6** が開示を求める契約、契約、合意、(法的または事実上の) 関係とは、「発行会社の」証券に関するもののみであるので、一方当事会社の株主としての開示義務には相手方会社

¹⁰² Hu & Black 2006a, p.868

¹⁰³ See, CODE COMMITTEE, *supra* note 49 §3.3

¹⁰⁴ **Perry-Mylan** 事件で、**Schedule 13D, Item 6** に基づいて、**Perry** 社が開示したのは、証券を対象財産とするスワップ取引に参加していること、および、**Bear Sterns** と **Goldman Sachs** からヘッジ取引としてする株式投資のために金銭を借りた (**share loan**) をしたということであった。**Perry Corp., Schedule 13D as to Mylan Laboratories, Inc., at Item 4, 6 (Nov. 19, 2004).**

の持分は開示されない。

このように Schedule 13D, 13G は、Empty Voting その他について開示義務が及ぶ範囲は非常に限定されている。

③ Form 13F: ヘッジ・ファンドを含む機関投資家

株主の情報開示義務の3つ目のカテゴリーとして機関的投資運用者 (institutional money manager) が毎四半期ごとに SEC に提出を義務付けられている Form 13F がある。だが、この Form 13F は、機関的投資運用者が1億ドル以上分の取引所法 13 条(f)項証券を保有している場合に開示義務を課すものである¹⁰⁵。そして、「機関的投資運用者 (institutional money manager)」は、(1)自己の計算で投資または売買を行う自然人以外の者、および、(2)第三者の計算となる投資の裁量権限を行使する自然人を含む者とする¹⁰⁶。

この定義では、米国内外のヘッジ・ファンドは含まれるが、個人投資家は、第三者の計算で行っていない限り含まれないことになる¹⁰⁷。また、開示の対象となる取引所法 13 条(f)項証券とは、取引所で取引されている証券のみであるので¹⁰⁸、仮に経済的には同一のキャッシュフローを意味するものであっても OTC (Over-the-Counter ; 店頭取引) でのオプション取引については開示義務の対象とならない。ファンドは、第三者から購入するのではなく自ら設計したオプション取引であれば、Form 13F による開示義務を負わないことになる。また、そもそも short position であれば開示義務の対象にならないし、貸株・借株の状況も開示されないとされている¹⁰⁹。

④ Section 16: 会社内部者

4 つ目の開示義務の類型として、役員 (officers)、取締役 (directors)、米国上場会社株式の 10%以上を保有する株主に対する連邦取引所法 16 条がある¹¹⁰。このルールは、Section 16(b)によって、株式取得から 6 か月以内の売却 (または株式売却から 6 か月以内の取得) による短期売買差益 (short-swing profits) の没収のトリガーとなるため、通常、外部株主は 10%基準を超えないようにする。10%基準は Section 13(d) の定める「経済的な所有 (beneficially ownership)」に基づいて計算するが、これは、経済的帰属ではなく議決権に着目した定義であるので¹¹¹、株式の経済的帰属のみ取得することでこの開示規制の適用か

¹⁰⁵ See, Exchange Act §13 (f) (1), (f) (5) (A); 15 U.S.C. §78m(f)(1), (f) (5) (A) (2000); Exchange Act Rule 13f-1, 17 C.F.R. §240, 13f-1 (2005)

¹⁰⁶ See, Exchange Act §13 (f) (5) (A); 15 U.S.C. §78m(f) (5) (A) (2000)

¹⁰⁷ See, Exchange Act Rule 13f-1, 17 C.F.R. §240, 13f-1 (2005)

¹⁰⁸ See, Exchange Act §13 (f) (1), (d) (1), §12; 15 U.S.C. §78m (f) (1), (d) (1) (2000)

¹⁰⁹ Hu & Black 2006a, p.872

¹¹⁰ See, Exchange Act Rules §16a-1(a), 16a-2, 17 C.F.R. §§ 240.16a-1(a), 16a-2 (2005). 規制の概要については See, 黒沼 2004, p.174

¹¹¹ See, Exchange Act Rule 13f-1, 17 C.F.R. §240, 16a-1(a) (2005)

ら逃れることができる。現金決済の equity swap には、Section 13 (d)の開示規制が適用されないのであれば、同様に、Section 16 も適用されないということになる。

ただし、一旦、Section 16 の情報開示規制が適用されれば、開示の中味である「経済的な所有 (beneficially ownership)」とは、Section 13 (d)上の「経済的な所有」とは異なり、Section 16 によって独自に定められている。Section 16 に基づく開示は、Form 3, Form 4, 及び、Form 5 によってなされるが、その内容は、Section 13(d)と異なり、経済的価値の帰属 (economic interest) にウェイトがおかれている。Form 3¹¹²は、Section 16 の開示規制が適用される状態となつてからから 10 日以内に提出が義務付けられている開示書類であり、変更が生じた場合は Form 4¹¹³を提出し、毎年の変更状況については Form 5¹¹⁴を提出する。これらの書類はすべて公表される。Section 16 の「経済的な所有 (beneficially ownership)」はすべての「金銭的利益 (pecuniary interest)」を含むものと広く定義されており¹¹⁵、すべてのオプション、ワラント、転換証券、Stock Appreciation Rights¹¹⁶、その他の株式に関連する価格を行使価格または転換価値とする類似の権利、その他の株式の価値から派生する価値に関連する類似の証券であれば、開示対象に含まれる¹¹⁷。

このように、一旦、Section 16 の開示義務が課されれば、Equity Swap やその他の株式デリバティブ取引も、現物決済・現金決済を問わず、また、取引所に上場しているか店頭取引かも問わず、開示義務が課される。ただし、対象となる株式が広範囲に及ぶインデックスオプションや先物取引、マーケット・バスケット方式の場合には適用除外とされている。Form 3 による開示には、デリバティブのタイトル、行使・転換価格、行使期間、デリバティブ対象証券のタイトルが含まれ、Form 4 では所有状況の変更を、売買 ("S")、転換権行使 ("C")、out-of-the-money¹¹⁸でのオプション行使 ("O")、in-the-money¹¹⁹もしくは at-the-money¹²⁰でのオプション行使 ("X")、Equity Swap 取引その他類似の取引 ("K")

¹¹² Form 3, Initial Statement of Beneficial Ownership of Securities, 17 C.F.R. § 249.103 (2005), available at, <http://www.sec.gov/about/forms/form3.pdf> (last visited May 1, 2013)

¹¹³ Form 4, Statement of Changes in Beneficial Ownership of Securities, 17 C.F.R. § 249.104 (2005), available at, <http://www.sec.gov/about/forms/form4.pdf> (last visited May 1, 2013)

¹¹⁴ Form 5, Annual Statement of Beneficial Ownership Securities, 17 C.F.R. § 249.105 (2005), available at, <http://www.sec.gov/about/forms/form5.pdf> (last visited May 1, 2013)

¹¹⁵ See, 17 C.F.R. §§ 240.16a-2, .16a-3, .16a-4.

¹¹⁶ Stock Appreciation Rights (株式評価益権; SARs) とは、権利の付与時点と行使時点の間の株価の上昇分を金銭または株式で受け取る権利のことであり、ストック・オプションと並んで経営者や従業員へのインセンティブ報酬の一つとして用いられている。See, Herzel & Perlman 1978, p.749.

¹¹⁷ Exchange Act Rule 16a-1(c), 17 C.F.R. § 240.16a-1(c).

¹¹⁸ Out-of-the-money とは、オプションの行使価格が対象資産の市場価格よりも高い状態を指す。

¹¹⁹ In-the-money とは、オプションの行使価格が対象資産の市場価格よりも低い状態を指す。

¹²⁰ At-the-money とは、オプションの行使価格と対象資産の市場価格がひとしい状態を指す。

ごとに記載を求めている。

他方、上記の Section 16 による開示では、貸株・借株が開示の内容には含まれていない。Section 16 は経済的所有 (economic ownership) に着目して開示義務を課しているので、貸株・借株は経済的所有に影響しないため Section 16 による開示義務が及ばない。同様に、議決権信託によって経済的所有なしに議決権を保有する受託者を作り出しても開示義務の対象とはならない。

このように、Section 16 は隠れた株式所有 (Hidden Ownership) や変身可能な株式所有 (Morphable Ownership) への開示として有用である。他方、Empty Voting に対してはデリバティブを用いているものは開示されるが、借株については開示が及ばないという問題点がある。

⑤ Mutual fund

取引所に上場しているデリバティブであれば開示が求められる場面であっても、店頭取引デリバティブに関する取引上の地位は開示規制から漏れることが多い。Mutual funds は四半期ごとにポートフォリオとしての保有状況を SEC に報告し、公開され、また、半年ごとに投資家に対して要約を報告しなければならない¹²¹。開示の対象は経済的な株式所有に着目し、long position も short position も開示が求められる。オプションであれば、オプション価値、行使価格、行使期日を開示しなければならない。Equity Swap やその他の店頭取引(OTC)デリバティブの開示の詳細について定めはないが、開示書類の抜取調査からはスワップ・デリバティブの相手方や数量などの数値的情報の開示が求められることがうかがわれる。他方で、貸株や、空売りと関係のない借株についても開示義務はない。

このように mutual funds の情報開示は、前述した Section 16 による内部者の開示と同様、(1) 経済的所有 (economic ownership) に着目し、(2) long/ short とともに、また議決権の有無にかかわらず、すべてのポジションに適用される、(3)取引所上場デリバティブにも店頭取引(OTC)デリバティブにも適用があるが、(4) 貸株・借株には適用がない。両ルールともに隠れた株式所有 (Hidden Ownership) ・変身可能な株式所有 (Morphable Ownership) に適用があり、Empty Voting にもある程度適用がある。ただし、Mutual fund の情報開示は四半期末時点での状況のみを開示するものである点に変更があった場合にも開示を求める Section 16 との違いがある。

(b) SEC の対応

¹²¹ Form N-1A, available at, <http://www.sec.gov/about/forms/formn-1a.pdf> (last visited May 1, 2013); Form N-CSR, available at, <http://www.sec.gov/about/forms/formn-csr.pdf> (last visited May 1, 2013); Form N-Q, available at <http://www.sec.gov/about/forms/formn-q.pdf> (last visited May 1, 2013)

現段階では、SEC は Empty Voting その他近時の議決権と経済的帰属の乖離について、特別に新たな規制を加えるという態度ではない。だが、近時、Empty Voting が問題とされているのを受けて、SEC としては、2010 年に Empty Voting がどれくらい広まり、どのような弊害があるのかについて意見の照会を行った¹²²。だが、現状、この手続きによって Empty Voting に関連して何らかの対象をしたとは言えない。

(c) 学者による提案

情報開示については、他の投資家に知らせるといった情報開示一般に認められる機能のほか、Empty Voting に関しては、これらの議決権と株式の経済価値の帰属の乖離がどの程度現実に発生しているのか、どのようにして議決権行使結果に影響しているのか、といった不明確な点を規制官庁に評価させるという重大な機能も有する。また、Delaware の裁判所が後述するような一般原則を用いて case-by-case に Empty Voting の事案を処理する場合においても、そもそも Empty Voting の全体像が分かるかどうかは重要な意味を持つ。さらにいえば、Empty Voting について、一部の経済学者が、市場参加者が知っている場合であれば、効率性が改善することを示唆していることは、開示義務さえ適切に課すことができれば、実体法的な規整は控えるべきであり、このことによって効率性の改善が行われるのかもしれないことを示唆する。

Hu & Black は、アメリカ連邦取引所法による開示ルールを改正することを提案する。まず、①情報開示の首尾一貫性が大事であり、経済的価値の帰属と議決権とをパラレルに扱うとする。また、②規制官庁と投資家がいつどのように new vote buying が発生したのかが分かるような情報開示がなされるべきであり、かつ③Long position も short position も同様に扱うものとする。さらに、④情報開示を単純化・統合化することを目標とし、現在の 5 つの情報開示ルールのように整合性がなく複雑なルールとなっているもの（大規模 active 株主 (Schedule 13D)、大規模 passive 株主 (Schedule 13G)、機関投資家一般 (Form 13F)、インサイダーと 10%以上保有株主 (Section 16)、mutual funds) を、既存の Section 16 型と mutual funds の情報開示ルールを基に単純なルールに作り直すべきとする¹²³。具体的には以下のとおりである。

(1) Schedule 13D 及び Schedule 13G に基づく大株主開示

既存の、議決権に着目した Schedule 13D 及び Schedule 13G の枠組みを、議決権も経済的帰属も両方ともカバーする枠組に拡張することを提案する。開示義務の対象となるかどうかのレベルで議決権も経済的帰属もカウントするため取引所法 Section 16 の定める経済

¹²² Securities and Exchange Commission, Concept Release on the U.S. Proxy System (Release No. 34-62495, IA-3052, IC-29340; File No S7-14-10, 2010), (2010) 75 F.R. 42981, in particular at p. 43019 et seq. on the various regulatory options.

¹²³ Hu & Black 2006a, p.819

的所有 (economic ownership) 概念を Schedule 13D, Schedule 13G にも適用し、さらに、貸株・借株についても含めるように拡張。そして、13D と 13G との区別も今までの支配の意図から議決権が支配権争いに影響するか否かを問わず株主の議決権行使へ影響させる意図があるかどうかに変更することを提案する¹²⁴。

前掲 Perry-Mylan 事件を例にとって説明すると、この提案の下では、Perry 社は、Mylan 社の株式の 5% を取得した時点で Schedule 13D に基づいて開示義務が義務付けられることになる。というのも、Perry 社は Mylan 社の King 社との合併の議決権行使に影響を与える目的だったからである¹²⁵。この開示提案のもとでは、正負を問わず経済的所有及び議決権の保有状況について開示しなくてはならず、また、当該ポジションの保有をヘッジしていればそのヘッジ契約も添付書類の形で開示しなくてはならないとする。

Schedule 13G についても添付書類を除いて 13D と同様の改正を提案する。13G は年に 1 回、期末のみの開示であるが、変動が生じた場合の開示は後述する Form 13F に委ねる。

5% 基準の判定をする際に、long position と short position の両方を持っている場合にもネットで計算するのではなく、グロスで計算すべきとする¹²⁶。たとえば、10% の short position と 6% の long position を保有していた場合、ネットの計算でよいとすると、6% の議決権行使が可能であり、かつ、Empty Voting という状況であるにもかかわらず、開示されないことになってしまうことを懸念しているからである。

なお、call option 等の場合において 5% 基準をカウントする際に、Call option の価格変動は原資産である株式の価格変動よりも小さく、割合デルタであるところ、Call option の場合はデルタ分のみでよいとも考えられるが、Hu & Black は香港の改正に倣って単純にデリバティブが関連付けられている株式の数に従ってそのまま集計するという方式を提案する¹²⁷。このデルタ (δ ; delta) とは、ここでは、デリバティブの原資産の価格変動がデリバティブ自体の価格の変動にどの程度影響を与えるのかを示す割合を指す。

(2) 機関投資家・Mutual funds

Hu & Black は経済的帰属と議決権の開示をする Form 13F についても、Schedule 13D、Schedule 13G における改正提案と同様のフォーマット、同様の開示をすべきと提案する。このことは、現在の Form 13F では 1 億ドル以上の section 13(f) 所定の証券^{128,129} (Securities) の所有者は開示義務が課されているところ、Hu & Black の提案であれば、この適用対象を

¹²⁴ Hu & Black 2006a, p.882

¹²⁵ Hu & Black 2006a, p.882

¹²⁶ Hu & Black 2006a, p.882

¹²⁷ Hu & Black 2006a, p.883

¹²⁸ Exchange Act Rules §13f-1(c), 17 C.F.R. §240.13f-1 (2005). Section 13(f) securities のリストは、available at, <http://www.sec.gov/divisions/investment/13f/13flist2013q1.pdf> (last visited May 3, 2013)

¹²⁹ アメリカ連邦法上の“security”概念は券面が不要であることから、券面を想起させる「証券」の訳語に問題があることは指摘されてきたところであるが、従来の用語法にならない「証券」の訳語を当てることにした。竹内 1986, p.37; Loss & Seligman 2004, pp.231-233

1億ドル以上のエクイティ性証券 (Equity Securities) の経済的帰属の開示に変更されることになる¹³⁰。これによって機関投資家がエクイティ・デリバティブと株式の直接保有継続によって開示規制を回避することを防ぐことができるとする。

また、現在の枠組みでは、貸株・借株がどの程度行われているのかの全体像はあくまで推計されているのみであって、開示されているわけではない。Form 13F が貸株・借株の情報も開示させることで、貸株・借株市場の全体像もわかるようになり、市場にとって有益な情報が提供されるとする¹³¹。

このような Form 13F の開示情報の増加による費用の面について、Form 13F は主要機関投資家が四半期ごとに提出しなくてはならないところから、Schedule 13D、Schedule 13G よりも深刻であることを Hu & Black も、認めてはいる。だが、現実には、ヘッジ・ファンドの中には非常に詳細なレポートを投資家に提供しているところもあり、また、一旦、フォーマットを変えてしまえば、その後、開示を継続する必要は mutual funds が現在被っている開示費用と同じであるとして、費用の増加は限定的で、開示義務内容の拡大を否定するほどとは認めていない¹³²。

前述の改正を Form 13F まで及ぼせば、アメリカでいえば Fidelity や Vanguard といった mutual funds を対象に議決権と経済的帰属が乖離する状況に関連する情報を提供させるための開示としての機能を果たすことになるとする。他方、個人投資家その他の個別のファンドは対象となっていない。そこで、Hu & Black は、別途、Empty Voting 関連情報を開示させるための新しいルールも提案している。

(3) 大規模な Empty Voting の開示

定期的な開示義務ルール (Form 13F、Schedule 13G、Mutual Fund 開示ルール) では、基準日前後に短期的に Empty Voting を戦略的に用いるような場合は適用がない。そこで、Hu & Black は、開示義務の対象者に対して、経済的帰属を実質的に超えて議決権を行使する場合には開示義務を課すことを提案している¹³³。通常のヘッジ活動に対する開示コストを制限するために、経済的帰属に比べて議決権が発行済株式総数の 0.5% 以上大きい場合に開示義務を課すとする¹³⁴。

AXA-MONY 事件を例にとると、ヘッジ・ファンドは AXA 社の転換社債を保有し、合併が成立することを望み、MONY 社の株式 4% を基準日前に借り、合併に賛成に投票し、その後、株式を返却した。この場合に、次の Form 13F の提出の際にヘッジ・ファンドは MONY 社の株式を借りたこと、議決権を行使したこと、どの決議事項にどのように行使したのか、株式を借りた日、議決権行使日、ポジションを元に戻した日、MONY 社株式および関連財産 (related non-host asset) の経済的帰属といった事柄を開示しなくてはならないことに

¹³⁰ Hu & Black 2006a, p.883

¹³¹ Hu & Black 2006a, pp.883-4

¹³² Hu & Black 2006a, p.884

¹³³ Hu & Black 2006a, p.885

¹³⁴ Hu & Black 2006a, p.885

なる¹³⁵。

Laxey-British Land 事件であれば Laxey Partners が British Land 社株式の経済的帰属は1%ながらも British Land 社の分割 (split up) のために借株によってさらに8%の議決権を利用したことも開示が求められることになるであろう。

この Empty Voting の開示提案はコストが過大にならないように配慮されている。たとえば、大規模な Empty Voting を行っている機関投資家等のみには適用されないであろうことから開示義務者はごく一部であり、また、通常の継続開示ルールの枠組みを利用している。他方で、今後、Empty Voting が小規模投資家も含めて広まることも考えられるし、この提案では、議決権行使の後に開示がなされることから、事前に他の株主・投資家が対策を打てるわけではない。Hu & Black は、このようなことへの対処は今後の課題であるとしつつも、まずは、大規模のみに開示義務を課し、Empty Voting の利用実態の全体像をつかむことを先決とし、その後、やはり問題であると判明すれば、その後、開示義務の適用対象の拡大、開示タイミングについて改正することで足りる、と考えている¹³⁶。

このように、学界ではおおむね情報開示規制の拡張に賛成するものが多いが、他方で、経済的損益の帰属よりも、議決権を多く機関投資家が保有する形での Empty Voting は株主総会での集合行為問題の克服に有用であることから、開示義務というコストを課すべきでないとして反対する見解もないわけではない¹³⁷。

(2) ニュージーランド

ニュージーランド証券法も、アメリカ連邦取引所法 13 条(d)項と同様の、5%以上の株主に対して情報開示義務が課されている。上場会社の証券を大量に保有 (Substantial Holding) している者は、発行者及び取引所に対して¹³⁸、開示しなくてはならない¹³⁹。ニュージーランド Securities Markets Act において「大量保有 (substantial holding)」とは、取引所上場会社の議決権付証券について全体の 5%以上に関連する利益 (relevant interests) を保有している場合を指す¹⁴⁰。かかる証券に「関連する利益(relevant interests)」の保有者とは、Securities Markets Amendment Act 2006 による改正前は、証券所持人として登録されている者¹⁴¹、証券の経済的所有者 (beneficial owner) ¹⁴²、証券に付帯する議決権を行使また

¹³⁵ Hu & Black 2006a, p.885

¹³⁶ Hu & Black 2006a, pp.885-6

¹³⁷ Christoffersen et al. 2007

¹³⁸ Securities Markets Act 1988, §26 (1)

¹³⁹ Securities Markets Act 1988, §22

¹⁴⁰ Securities Markets Act 1988, §21 (2)

¹⁴¹ Securities Markets Act 1988, §5 (1) (a)

¹⁴² Securities Markets Act 1988, §5 (1) (b)

は行使を支配する者¹⁴³、証券の取得・処分する者または取得・処分を支配する者¹⁴⁴、または、証券に関する信託、合意 (agreement)、取決め (arrangement)、了解 (understanding) によって議決権の行使またはその支配、取得・処分権限またはその指示権限が認められた者¹⁴⁵であると定められていた。

2002 年の Perry-Rubicon 事件では、3100 万株、発行済み株式総数の 11%分の現金決済 Equity Swap の long position を保有していた Perry 社が開示義務を怠ったことが上記の開示義務規定に違反するか否かが問題となった。この事件で、第一審裁判所 (High Court) は、Perry 社が開示義務違反を認めた¹⁴⁶。第一審では、実際には Equity Swap 契約の相手方が従前より Perry 社が解約後に株式を取り戻すことを了解していた等の事情を重視して、合意等により証券の取得・譲渡を支配する権限のある者 (当時の Securities Markets Act §5(1)(f)(iv)¹⁴⁷) に該当するとした。しかし、控訴審は、一審の判断を破棄して、開示義務を認めなかった¹⁴⁸。

このことからすれば、ニュージーランド証券法による開示義務規定は Morphable Ownership には及ばず、ひいては、デリバティブには及ばないことがうかがえる。

(3) オーストラリア

オーストラリア法もアメリカ連邦取引所法 13 条(d)項と同様の、5%以上の株主に対して情報開示義務規定を有している。2005 年の Glencore-Austral Coal 事件において、Equity Swap を用いて、Austral Coal 社の株式 10%分の long position を保有していた Glencore 社が、5%を超えて Equity Swap を保有していた時点で開示をしなかった。これについて、Takeover Panel は、Equity Swap でも経済的に 5%を超えて保有したのと同じ地位に立った時点で開示義務が課されると判断したが¹⁴⁹、裁判所は開示義務を負わないとした¹⁵⁰。

¹⁴³ Securities Markets Act 1988, §5 (1) (c)

¹⁴⁴ Securities Markets Act 1988, §5 (1) (d); Securities Markets Amendment Act 2006, §4 による改正前は Securities Markets Act 1988, §5 (1) (d), (e)

¹⁴⁵ Securities Markets Act 1988, §5A; Securities Markets Amendment Act 2006, §4 による改正前は Securities Markets Act 1988, §5 (1) (f)

¹⁴⁶ Ithaca (Custodians) Ltd. v Perry Co. [2003] 2 NZLR 216 (HC).

¹⁴⁷ Securities Markets Amendment Act 2006 による 2008 年 2 月 29 日改正後 Securities Market Act 1988, §5A(1), §5 (1) (d). なお、この Securities Markets Amendment Act 2006 による Securities Market Act 1988, §5 の定める証券に「関連する利益(relevant interests)」の定義及び大量保有者 (Substantial Securities holders) についての改正は、条文の構造を単純化 (simplified) することにあるとされているため、実質的な改正はないとみてよいと思われる。See, CCH 2009, p.445.

¹⁴⁸ Perry Co. v Ithaca (Custodians) Ltd., [2003] 1 NZLR 731 (CA), ¶9.

¹⁴⁹ Takeover Panel, Austral Coal Limited 02 – Decision and Review Application (TP05/49 1 July 2005),

http://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=media_releases/2005/049.htm

(4) 香港

2003年、株式を対象財産とするデリバティブの long position 保有者及び short position 保有者に開示義務を拡大した¹⁵¹。さらに、2006年の Henderson 事件を受けてさらに強化し、大株主の開示義務をただの空売りの場面にまで拡大した。

(5) EU

EUにおいても、アメリカと同様、2つの加盟国(フランス、ポルトガル)を除いて、Empty Voting に着目したルールはできていない。だが、European Securities and Markets Authority (ESMA) は、Empty Voting に関する実態と法規制の必要性について意見をまとめている¹⁵²。

(6) イギリス

イギリスでは、経済的帰属に焦点を当てた情報開示及び Record Date Capture に対する開示に向けた努力がすでになされている¹⁵³。2005年に、イギリスの Takeover Panel は大株主の開示義務を議決権か経済的価値の帰属のどちらか一方でも有していた場合にまで拡大している¹⁵⁴。さらに、Takeover Panel は、公開買付期間中に、デリバティブの保有者が、

¹⁵⁰ Glencore International AG v. Takeover Panel (2006) F.C.A. 274

¹⁵¹ See, HONG KONG SEC. & FUTURES COMM'N, OUTLINE OF PART XV OF THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (CAP. 571)—DISCLOSURE OF INTERESTS (Aug. 2003) available at,

http://en-rules.sfc.hk/net_file_store/new_rulebooks/h/k/HKSFC3527_2980_VER10.pdf (last visited May 3, 2013); HONG KONG SEC. & FUTURES COMM'N, CONSULTATION CONCLUSIONS ON THE REVIEW OF THE DISCLOSURE OF INTERESTS REGIME UNDER PART XV OF THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (May 2005) available at,

<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=05CP2> (last visited May 5, 2013). 香港では従前よりインサイダーが、開示されない店頭取引 (OTC) デリバティブを用いて自社の経済的帰属を増加ないし減少させてきたといわれている。

¹⁵² ESMA, Call for Evidence: Empty Voting (14 September 2011 ESMA/2011/288), <http://www.esma.europa.eu/consultation/Call-evidence-Empty-voting> (各団体からの Response も同ページからダウンロード可能である)

¹⁵³ See, Hu & Black 2006a, p.879

¹⁵⁴ CODE COMM., U.K. PANEL ON TAKEOVERS & MERGERS, DEALING IN DERIVATIVES AND OPTIONS: DETAILED PROPOSALS RELATING TO AMENDMENTS PROPOSED TO BE MADE TO THE TAKEOVER CODE—PART 1: DISCLOSURE ISSUES §§ 5.1-5.2 (May 2005), available at, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/pcp200502.pdf> (last visited May 3, 2013); CODE COMM., U.K. PANEL ON TAKEOVERS & MERGERS, DEALINGS IN DERIVATIVES AND OPTIONS: STATEMENT BY THE CODE COMMITTEE OF THE PANEL

持分の1%を超える場合は、開示義務を課している。

(7) フランス

フランスはヨーロッパでいち早く、株主総会（定時総会）期日の議決権において一時的な利益に関連する事項に開示義務を課した国として紹介されている¹⁵⁵。2010年10月22日に Code de Commerce を改正し、L225-16 を新設した。この条文は、借株その他類似した方法によって株式を保有する者のうち発行者の総議決権の0.5%を保有する者は、発行会社及びフランスの監督当局（Autorité des Marchés Financiers: AMF）に開示しなくてはならないと規定する。立法過程で、0.5%という基準は議論がなされ、数度にわたる修正のうねりで定められたものとされている。開示義務は、当該貸株が株主総会において効力を有する場合は、おそくともその株主総会の3日前にはなされなくてはならない。開示義務の内容は、取引によって取得した株式数、貸し手に関する情報、取引の終了日、取引の仕組み、議決権に関する合意を含む。

もし借主が開示義務を守らなかった場合は、当該株主総会議決権を失うことになる¹⁵⁶。さらに、裁判所は、開示義務に反した株主の議決権行使を5年以内の期間で禁止することができる。開示義務に反した株主が関与した株主総会決議は裁判所によって無効とされる。

他方で基準日から株主総会期日までの間の貸株・借株の規制はなされていないこと、議決権停止はあくまで情報開示義務違反の場合に限定され実体的な規制がないことなど、規制の適用範囲が必ずしも十分ではないことも指摘されている¹⁵⁷。

(8) ポルトガル

株主総会（定時総会）議決権行使の基準日と当該総会期日の間に株式を譲渡した者は、総会に参加する意思がある場合、この事実を直ちに株主総会およびポルトガル証券市場委員会（CMVM）に通知しなければならない。Record Date Capture への対応策であり、委

FOLLOWING THE EXTERNAL CONSULTATION PROCESSES ON DISCLOSURE ISSUES IN PCP 2005/1 AND PCP 2005/2 (Aug. 2005) available at, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/rs200502.pdf> (last visited May 3, 2013); PANEL EXECUTIVE, U.K. PANEL ON TAKEOVERS & MERGERS, SUMMARY OF CHANGES TO THE TAKEOVER CODE (OCT. 2005). Cf. Fin. Servs. Auth. (U.K.), *Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement* (Fin. Servs. Auth.. Discussion Paper No. 05/4, 2005), available at, http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf (last visited May 3, 2013).

¹⁵⁵ ESMA, *supra* note 117, p.6 note 1.

¹⁵⁶ Code de commerce, Article L225-126(II).

¹⁵⁷ Ringe 2012, p.47

員会は、Empty Voting についてさらなる規制を考えることになる¹⁵⁸。

(9) スイス

スイスも Sulzer 事件その他の一連の事件が発生するまでは、大株主の開示義務はアメリカ連邦取引所法のルールと同様、上場会社の 5%以上の議決権を保有している者に限定され、現物決済のオプション取引であれば開示義務の対象になり得るが、現金決済の場合には開示義務の対象とならなかった¹⁵⁹。だが、2007 年改正により、現金決済の場合も開示義務に含まれ、また基準となる持分割合も 5%から 3%に引き下げられた¹⁶⁰。

2. 実体的規制

(1) アメリカ

① Vote Buying

アメリカの各州の会社法では、議決権のみを第三者に売却することを会社法上の Vote Buying として禁止しており、この法理は、株式の経済的帰属と議決権との分離への規制としての機能を果たしている。議決権売買の禁止は、1932 年 Restatement of Contracts¹⁶¹、ニューヨーク州一般事業会社法¹⁶²等によって定められているほか、Delaware 州の判例法でも認められている¹⁶³。ただし、Delaware 州判例法は、Vote Buying に該当するとしても、本質的な公平性 (intrinsic fairness) 基準を満たす場合は、適切な目的 (proper purpose) によるものであるとして許容している。リーディングケースとされる *Schreiber v. Caney* 事件¹⁶⁴は、企業再編計画への株主の承認を得るために、Texas International Airline 社から支配株主に計画への賛成を求める見返りとして loan の提供を行ったことに対して、vote buying にあたるとしながらも、この企業再編は、Texas International 社株主全体の利益になることから、適切な目的によるものであるとした。

一般論として、Vote Buying の判例法理を new vote buying と呼ばれる近似の現象にまで及ぼすことは難しいと評価されている¹⁶⁵。Schreiber 判決は vote buying を、株主個人に対

¹⁵⁸ ESMA, *supra* note 117, p.6 note 1.

¹⁵⁹ Hu & Black 2008, p.658

¹⁶⁰ *Id.*, at 659

¹⁶¹ RESTATEMENT OF CONTRACT § 569 (1932)

¹⁶² N.Y. BUS. CORP. LAW § 609(e) (McKinney 2003). 株主が議決権を金銭その他の利益のために売却または取引することを禁止する。

¹⁶³ Macht v. Merchants Mortgage & Credit Co., 22 Del. Ch. 74, 194 A.19 (1937)

¹⁶⁴ Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982).

¹⁶⁵ Hu & Black 2006a, pp.861-3

価を支払う議決権に関する合理 (voting agreement) であり、「これによって、株主が自ら裁量によって行使できるはずの議決権を切り離して、指示通りに議決権を行使する」合意であると定義しており、そこでは、議決権を買主に売った **vote seller** に着目している。この定義では、株式を購入し、デリバティブ取引で株式の経済的帰属を飛ばすような事例 (Perry-Mylan 事件参照) は、議決権の売却・譲渡が含まれず、**vote buying** には該当しない。Record Date Capture も貸株も **vote buying** には該当しない。

以上は、既存のアメリカ州法判例法理を前提とした形式論理に基づく帰結であるが、そもそも、所有が分散し、**free ride** 問題、合理的無関心といった問題を抱える上場会社の株主によるコントロールにおいては、実質論として、かかる弊害の解決策になり得る **vote buying** が規制すべき事柄であるのか議論の余地が大いにある点にも留意せねばならない。

② Fiduciary Duty

Vote Buying に該当しないとしても、アメリカ判例法における **Fiduciary Duty** によって対応とすることが考えられる。アメリカの州会社法判例法においては、会社の取締役や支配株主といったインサイダーに **fiduciary duty** (信認義務) が課されている。

例えば、H-P 社による Compaq 社買収の事件では、Walter Hewlett 氏は H-P 社の株主であるドイツ銀行が H-P 社の経営陣に将来の取引関係維持を元に賛成の議決権行使を強制するように脅かされていると主張し、ドイツ銀行の議決権行使を **Vote Buying** であると主張していた。現実の裁判では、そのような脅しの存在が立証されなかったが、仮に立証されていたとすれば、裁判所は脅しが違法であるという立場を前提としていた模様である¹⁶⁶。

このような信認義務が課されるのは、取締役等の役員または支配株主に限定されているのが現在のアメリカ判例法の理解であり、ヘッジ・ファンドが **Empty Voting** を利用する例の多くは支配株主ですらないことを考えると、現在の状況では **Fiduciary Duty** を課すことによる解決は難しい。だが、一部の学説は、この信認義務を、非支配株主にまで拡大することを提唱している¹⁶⁷。

他方、金融機関の **fiduciary duty** を課するという考え方も紹介されている。この見解は、金融機関の責任を追及することというよりも、**Empty voting** の需要・供給に対するインセンティブを削ぐための貸株をしていない金融機関には信認義務違反による責任が発生しないとする **Safe Harbor Rule** を提供することで金融機関の行動を抑止することを考えるものである¹⁶⁸。

¹⁶⁶ Hu & Black 2006a, p.863

¹⁶⁷ Anabtawi & Stout 2008

¹⁶⁸ Hu & Black 2008, p.709-

③ 議決権停止

アメリカにおいて、Empty Voting に焦点を当てた議決権行使規制は、Brokers に経済的に帰属していない株式の議決権行使を制約する上場規則¹⁶⁹のみであって、現在、制定法で明白に議決権行使を禁じたものはない。

だが、学界には立法提案として、議決権の停止を唱えるものが多い。経済的に株式の Short Position の保有者に立つ場合は議決権を停止すべきとする見解¹⁷⁰、実質的な経済的帰属がない場合には議決権を停止すべきとするもの¹⁷¹等があるが、極端な例はともかく、現実に履行可能な制度とするには、どのようにして議決権保有者の経済的な状況を測定するのか等、難しい点が多い¹⁷²。

Hu & Black (2008)は、以下の様な規制を提案する。①原則は従来通りの議決権行使を認める。②第1の例外として、1%以上保有の株主に対して、保有する議決権と株式の経済的帰属の乖離とがその20%を超えていないことの証明を要求し、証明できた場合のみ全部の議決権行使を認め、証明に失敗した場合は、実質的な経済的帰属主体に議決権を行使させるという特別の定款の定めを各会社の任意によって採用できるようにする。③第2の例外として call option の short position のように会社の価値と株式の形式上の保有者の経済的インセンティブが正反対の場合には、州会社法の規定により強行法的に議決権行使を禁止する¹⁷³。

他にも、Hu & Black (2006a)では、②の様な定款規定を導入するかどうかについては、既存の上場会社が今から定款変更できるとすると、既に上場し株式所有が分散している会社は定款変更株主総会決議を要求しても、free ride 問題によって既存の経営者に有利なように決議がなされ¹⁷⁴、棚ぼた的な買収防衛策になりかねないとして、設立時ないし IPO 時に限って、cash flow と control とが分離する前の段階における定款変更を認めるべきとの提言がなされていた¹⁷⁵。

④ 株主総会の議決権行使メカニズム

総会基準日の制度が根本的に Empty Voting を生む制度であることから、一定程度緩和するために、議決権行使メカニズムの改正案が提案されている。総会決議事項を基準日以前

¹⁶⁹ Order Approving Proposed NYSE Rule 452, Release No. 34-60215, File No. SR-NYSE-2006-92 (July 1, 2009)

¹⁷⁰ Martin & Partnoy 2005, p.794

¹⁷¹ HFWG 2007, p.61

¹⁷² See, Hu & Black 2006a, p.888

¹⁷³ Hu & Black 2008, p.694

¹⁷⁴ Bebchuk 1989; Black 1990

¹⁷⁵ Hu & Black 2006a, p.886

に開示すること¹⁷⁶、配当の基準日と議決権の基準日を分離すること¹⁷⁷、株主名簿の名義を介さず株式の表章する限界損益の経済的帰属による直接の議決権行使制度の創設¹⁷⁸、現在の株主が株主総会で議決権行使できるように基準日と総会期日を近づける¹⁷⁹等の議決権行使メカニズムの改正などが提案されている。

(2) イギリス

イギリスにおいては、**Record Date Capture** となるような貸株・借株が、法的ルールではないものの、社会的規範として禁止されていると紹介されている¹⁸⁰。

V. 日本法への示唆

現状の諸外国の規制の立場は、株式の経済的価値の帰属と議決権者との乖離に対して、議決権停止のような実体的な規制を行っている法圏は先進国の中では発見できなかったというのが本報告の結論である。ただし、規制が不要という形で結論が一致しているわけではなく、議決権停止を含めた積極的な規制賛成派も少なくない中、規制の方向性について議論が一致していないというため、正式な法ルールとして導入されている例が非常に少ないというのが現状である¹⁸¹。現在は、大株主の開示規制等の情報開示規制をデリバティブを用いている株主・投資家等にも自らの経済的なポジションを開示させる方向に拡張させる立法論が一部の法圏で実現しているところである。ただし、**Vote Buying** のような一般法理・一般条項によって、株式の経済的価値の帰属と議決権者との乖離を規制することは、現在の裁判所で行われていないにしても、抽象的な法理の性格からして理論上不可能なわけではない。

この状況を日本法に置き換えると、デリバティブ等を用いて発生した経済的な価値の帰属について開示義務を拡大することは考えられてよいが、直ちに、一定の数値的基準を用いて議決権停止の条文を設けることに対して、諸外国の動向から積極的に賛成することはできない。ただし、**Vote Buying** の法理、信認義務の概念をそのまま持ち込むことはできないにしても、日本法であれば、会社法上の利益供与の禁止（120条）、株主権の一体性論¹⁸²、

¹⁷⁶ Hu &Black 2008, p.715

¹⁷⁷ Hu &Black 2008, p.715

¹⁷⁸ Hu &Black 2008, p.716-

¹⁷⁹ Hu &Black 2008, p.718-

¹⁸⁰ Hu & Black 2006a, p.905

¹⁸¹ 筆者が2013年3月に米国でおこなった米国 Law Firm での米国人弁護士に対するインタビューでは、実体規制・情報開示両方が必要と主張する者、情報開示のみでよいと主張する者、どちらも不要と主張する者がいた。

¹⁸² 神田 2012, p.63 は、「株主としての地位に基づく諸権利のうち個々の権利についてそれを別個独立に処分することはできないと解されている。たとえば、株主権のうちの株主総

議決権代理行使の制限（会社法 310 条 2 項）、特別利害関係人の議決権行使による株主総会決議取消（会社法 831 条 1 項 3 号）といった一般法理を具体的事情に応じて適用していくという形の処理の可能性が否定されているわけではない。

現実には、インセンティブの歪みが生じる一方で、株主が分散している上場会社においては集合行為問題を克服する点で有用である場面もある。また、開示義務を適切に課すことで、議決権のみの競争市場が成立すれば、ガバナンスの向上に有用である。

他方で、仮に実体規制を考えるとした場合、デリバティブ商品の発展によって数値規制の潜脱がすぐに可能となることを考えると、先述した一般条項を裁判所が用いての判断が候補に挙げられる。この場合は、予見可能性を害することになる。厳密に考えれば、経済的帰属なしに機関投資家への議決権行使アドバイザー¹⁸³や株主総会の議決権行使の基準日制度¹⁸⁴等も、経済的帰属なしに議決権行使を指示する者に該当することになるため、「株主共同の利益を害する決議がなされた場合」等の抽象的ながらも一定の制限を解釈論によって一般法理の要件として付していくことが考えられる。このような予見可能性の問題を重視するならば、Hu & Black その他の研究者の提案にもあったように、株式の経済的帰属についてポジションがネガティブの場合には議決権を停止することとし、その際には、**Related non-host asset** や、組織再編契約の相手方といった、関連はするが会社そのものではない場合については形式的な規制の対象とするのは断念し、前述した既存の一般法理に委ねるという形で、新規制と一般法理の二本化で処理していくべきであろう。

会における議決権だけを、あるいは剰余金配当請求権だけを譲渡することはできないと解されている」とする。

¹⁸³ Hu & Black 2008 p.639

¹⁸⁴ Hu & Black 2006a, p.835 note 58

Bibliography

Anabtawi & Stout 2008: Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255-1308 (2008)

Barry et al. 2012: Jordan M. Barry, John William Hatfield, & Scott Duke Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2134458

Bebchuk 1989: Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820 (1989)

Bettis et al. 2001: J. Carr Bettis, John M. Bizjak & Michael L. Lemmon, *Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders*, 36 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 345-370 (2001)

Black 1990: Bernard Black, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, 84 NW. U. L. REV. 542 (1990)

Black 1999: Bernard Black, *Corporate law and Residual Claimants*, BERKELEY PROGRAM IN LAW & ECONOMICS, WORKING PAPER SERIES (University of California, Berkeley) Year 1999, Paper 27 (1999) available at, <http://repositories.cdlib.org/blewp/27/>

Brealey et al. 2006: RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE (8th ed. 2006)

CCH 2009: CCH NEW ZEALAND LIMITED, NEW ZEALAND COMPANIES AND SECURITIES LEGISLATION, VOLUME B (27th ed., 2009)

Christoffersen et al. 2007: Susan E.K. Christoffersen, Christopher C. Geczy, David K. Musto, and Adam V. Reed, *Vote Trading and Information Aggregation*, 62 J. OF FIN. 2897-2929 (2007)

Clark 1986: ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW (1986)

Dann & DeAngelo 1988: Larry Y. Dann & Harry DeAngelo, *Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure*, 20 J. FIN. ECON. 87-127 (1988)

Easterbrook & Fischel 1983: Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395-427 (1983)

Easterbrook & Fischel 1996: Frank EASTERBROOK & DANIEL FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (1996)

Gompers et al. 2010: Paul A. Gompers, Joy Ishii, & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 REV. OF FIN. STUD. 1051-1088 (2010)

Gordon 1988: Jeffrey N. Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CAL. L. REV. 1-85 (1988)

Grossman & Hart 1988: Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 J. OF FIN. ECON. pp.175-202 (1988)

Hart 1995: Oliver Hart, *Voting Right in a Public Company*, in *FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE* (1995), pp.186-209.

HFVG 2007: HEDGE FUND WORKING GROUP, *HEDGE FUND STANDARDS CONSULTATION PAPER PART 2: THE BEST PRACTICE STANDARDS* (2007)

Hu & Black 2006a: Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811-908 (2006)

Hu & Black 2006b: Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership; Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 BUS. LAW. 1011-1070 (2006)

Hu & Black 2007: Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable)*

- Ownership*, 13 J. CORP. FIN. 343-367 (2007)
- Hu & Black 2008: Henry T.C. Hu & Bernard Black, *Equity and Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. PA. L. REV. 625-724 (2008)
- Jarrell & Poulsen 1988: Gregg A. Jarrell & Annette B. Poulsen, *Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms*, 20 J. FIN. ECON. 129-152 (1988)
- Kahan & Rock 2007: Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021-1093 (2007)
- La Porta et al. 1999: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. Fin. 471-517 (1999)
- Mäntysaari 2010: PETRI MÄNTYSAARI, THE LAW OF CORPORATE FINANCE: GENERAL PRINCIPLES AND EU LAW, VOLUME III FUNDING, EXIT, TAKEOVERS (2010)
- Martin & Partnoy 2005: Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775-813 (2005)
- Neeman 2007: Zvika Neeman & Gerhard O. Orosel, *On the Efficiency of Vote Buying When Voters Have Common Interests*, INT'L REV. OF L. & ECON. 536-556 (2007)
- Neftci 2008: SALIH NEFTCI, PRINCIPLES FINANCIAL ENGINEERING (2d ed. 2008)
- Partch 1987: Megan Partch, *The Creation of a Class Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 J. FIN. ECON. 313-339 (1987)
- Ringe 2012: Wolf-Georg Ringe, *Hedge Funds and Risk-Decoupling—The Empty Voting Problem in the Europe Union*, Legal Research Paper Series Paper No 52/2012 (2012)
<http://ssrn.com/abstract=2135489>
- Stout 2002: Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. Cal. L. Rev. 1189-1209 (2002).
- 江頭 2011: 江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』(2011、有斐閣)

大隅 1944: 大隅健一郎「最近における会社機構の推移」民商法雑誌 19 卷 3 号 (1944)

嘉村 2008a: 嘉村雄司「議決権と経済的利益の新たな分離現象 (1)」福岡大学大学院論集 40 卷 1 号 101-130 頁 (2008)

嘉村 2008b: 嘉村雄司「議決権と経済的利益の新たな分離現象 (2)」福岡大学大学院論集 40 卷 2 号 105-128 頁 (2008)

神田 2009: 神田秀樹「株式の不思議」前田重行＝神田秀樹＝神作裕之編・前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』(2009・有斐閣) 125-147 頁

神田 2012: 神田秀樹『会社法〔第 14 版〕』(2012・弘文堂)

佐藤 2012: 佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学 35 卷 3=4 号 65-145 頁(2012)

佐藤 2013: 佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンプティ・ボーディング規制」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』(2013・商事法務) 39-77 頁

黒沼 2004: 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』(2004・弘文堂)

武井ほか 2008: 武井一浩＝中山龍太郎＝星明男「ヘッジ・ファンドと会社法—ヘッジ・ファンドの投資戦略と M&A における議決権行使を例に」神作裕之編・ファンド法制 (2008・資本市場研究会) 407-433 頁