南山法学 35 巻 3・4 号（2012 年）

論　　説

議決権と経済的所有権の分離

佐　藤　　勤

一　はじめに
二　デカップリングの発達
　1　はじめに
　(1)　伝統的な会社法のパラダイム
　(2)　デカップリングの登場と発展
　2　海外におけるデカップリングの事例
　(1)　エンプティ・ボーティングの事例
　　①　利益の相反する株式保有によるエンプティ・ボーティング
　　②　エクイティ・デリバティブを利用したエンプティ・ボーティング
　　③　レンディング取引を利用したエンプティ・ボーティング
　　④　株式と価格連動性の高い資産（転換社債）を利用（空売り）したエンプティ・ボーティング
　　⑤　信託を利用したエンプティ・ボーティング
　(2)　隠れた（変態する）所有権の事例
　　①　エクイティ・デリバティブ利用の隠れた（変態する）所有権
　　②　レンディング取引を利用した議決権の隠匿
　3　小　括——デカップリングの四つの問題
三　アメリカにおける議決権譲渡に関する規制
　1　はじめに
　2　議決権譲渡の規制範囲
　(1)　議決権譲渡の定義
　(2)　デカップリングを実現する取引
　　①　デリバティブ取引およびレンディング取引
　　②　議決権信託
　3　議決権譲渡規制の推移
　(1)　伝統的な判例法理——厳格な規制
　(2)　議決権譲渡規制の緩和

① 議決権譲渡の認容
② シュライバー判決
③ シュライバー判決の意義
4 議決権譲渡を違法とする理論的根拠に関する学説
(1) 信認義務を根拠とする説
(2) 民主主義における投票権の譲渡と議決権譲渡との類似性に根拠を求める説
(3) リスク負担者としての株主の地位に根拠を求める説
四 議決権と経済的所有権の分離に関する規制
1 はじめに
2 コーポレート・ガバナンスに関する規制――エンプティ・ボーティングに関するレンディング取引規制
3 情報開示規制――大量保有報告制度
(1) アメリカの大量保有報告制度（スケジュール13D，13G）の概要
(2) 実質的所有者の定義の拡張
(3) わが国の大量保有報告制度の概要
五 総　括
1 はじめに
2 株主権者の決定――誰を株主とすべきか
(1) 州会社法のパラダイム
① 州会社法上の議決権者――名義人
② 模範事業会社法および統一商事法典のパラダイム――実質的所有者
(2) 議決権行使の実務運営――証券取引所法による州会社法の補正
① 実質的所有者（beneficial owner）パラダイムの採用
② 議決権行使に関する書類の交付
③ 議決権行使の方式
(3) 小　括
3 経済的所有権を有しない者による議決権行使の制限――レンディング取引に関する規制
4 経済的所有権を有しない株主の議決権の制限
5 大量保有報告制度の対象範囲の拡張
六 おわりに

一　はじめに

アメリカでは，コーポレート・ガバナンスに関する株主と経営者との間の権限分配の在り方の議論が活発に行われている[1)]。さらに，近年，公開会社の株主が，散在した個人から機関投資家に移行していることから，株主による議決権行使が長期にわたる株主利益最大化の最良の保証であるという理論，すなわち株主優位の理論（theory of shareholder primacy）[2)]が支持を得ている[3)]。

ところが，この株主優位の理論は，議決権（voting rights, voting ownership）と経済的所有権（economic ownership）[4)]を分離する取引の増加の脅威にさらされている。フ（Hu）教授とブラック（Black）教授は，議決権と経済的所有権が分離され，経済的所有権を有することなく行われる議決権行使を，エンプティ・ボーティング（empty voting）と呼んでいる。

わが国においても，買収防衛策の導入・実行等については，「最終的には，会社の利益の帰属主体である株主自身によって判断されるべきものである」とする裁判所の判断[5)]や，第三者割当増資に関する取引所の自主規制[6)]などが存することから，わが国においても，株主優位の理論が支持を得ているものと考える。

しかしながら，議決権と経済的所有権を分離する取引の増加が[7)]，株主優位の理論を柱とするコーポレート・ガバナンスの構築の障害となっている。

そこで，本稿は，株主優位の理論のもとで，議決権行使制度の在り方を再検討することを目的とする。特に，アメリカでの議論・制度を参考に，情報開示を含めた，新たな議決権行使制度を提言するものである[8)]。

本稿では，まず，アメリカを中心としたエンプティ・ボーティングを含む議決権分離の事例とその問題点を考察する。次に，議決権を株式から切り離す伝統的手法である議決権譲渡の規制およびその変遷，ならびにその規制の

根拠を概観する。さらに，事例で抽出された問題点に関連する現行規制について，その規制の概観およびその具体的な問題点を考察する。最後に，これらの考察を踏まえ，どのような規制をすべきかの提言を行いたい。

注

1）たとえば，ベブチェック（Bebchuk）教授は，コーポレート・ガバナンスに関する株主の権限を強化すべきであると主張し（Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power,* 118 Harv. L. Rev. 833, 836（2005）），これに対し，ベインブリッジ（Bainbridge）教授は，株主の権限を制限している現在のアメリカ州会社法の規制を維持すべきと主張している（Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment,* 119 Harv. L. Rev. 1735, 1758（2006））。

2）ベインブリッジ教授は，株主優位を，株主が企業価値を最大化する最良のインセンティブをもつ原則と，定義している（Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance,* 97 Nw. U. L. Rev. 547, 573（2003））。

3）Onnig H. Dombalagian, *Can Borrowing Share Vindicate Shareholder Primacy?,* 42 U.C. Davis. L. Rev. 1231, 1247（2009）.

4）本稿では，株式に関連する経済的収益をいう（Henrry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Voting Buying: Empty Voting and Hidden*（Morphable）Ownership, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 824（2006））。

5）最二小決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。また，同様の趣旨を述べる判例には，東京高決平成17年3月23日判タ1173号125頁がある。

なお，経済産業省・法務省『株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針』（2005年5月27日）2では，買収防衛策の導入は，株主の合理的な意思に依拠すべきであるとし，株主総会決議を株主意思確認方法の一つとして挙げている。

6）東京証券取引所有価証券上場規程432条，同施行規則第435条の2。

7）議決権と経済的所有権との分離に関するわが国の取引については，次のような事例が報道などにより，公表されている。

ニッポン放送＝ライブドアにおけるフジテレビ株式のレンディング取引（『日本経済新聞』2005年3月25日付朝刊1面など），楽天＝TBSにおける株式管理信託（『日本経済新聞』2005年11月30日付朝刊16面など），イザベル・リミテッド＝幻冬舎における信用買取引（『日本経済新聞』2011年1月31日付朝刊16面，日本証券業協会『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報告書』参考資料〔2011年10月11日〕など），株式流動化信託（『日本経済新聞』2009年8月26日付朝刊7面，福岡泰彦『株式流動化信託――企業による株

式保有の新形態』金融財政事情2861号30頁〔2009年〕ほか)。

なお，信用取引については，イザベル・リミテッド=幻冬舎を契機に，日本証券業協会に「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」が設置され，2011年10月18日に報告書(2011年10月11日付)が公表された。そこでは，会社法上，信用取引の株式の株主は，証券会社であるが，原則として，当該株式の議決権については，放棄することを原則とする。ただし，当該株式は，信用取引の担保物であることから，民法298条，350条に定められた善管注意義務を負う可能性があることから，例外的措置をとることもありうるとされている。ただし，信用買主が株主としてリスクを背負うので，信用買主から指図を受ける旨を契約することは当然無効となるものではないとしている。

8) SECは，議決権行使にかかる問題点を洗い出し，今後の政策課題として，公表し，意見を求めはじめた(Concept Release on the U.S. Proxy System No. 34-62495 (July 14, 2010))。

二　デカップリングの発達

1　はじめに

(1)　伝統的な会社法のパラダイム

株式における議決権と経済的所有権との結合は，企業価値を増加させるインセンティブをもつ者，すなわち株主に企業経営者を監視する権限を与えることに，その目的がある。つまり，多くの株式を所有する者は，企業経営者を監視するインセンティブが大きいことから，多くの議決権が与えられる。

この議決権と経済的所有権との結合が，株主の義務および権利に関する多くの規制の前提となっている。一部の例外はあるが，会社法，証券規制法，取引所規則などにおいては，株式の所有が重要な概念であり，株式は株主の権利の標準的なパッケージであることが前提となっている。すなわち，株式は，剰余金分配請求権，残余財産分配請求権，株式買取請求権などの経済的所有権と，議決権，訴訟を提起する権利，帳簿閲覧請求権などの，経済的所

有権以外の権利のパッケージである。そして，ストリート・ネームなど，実質株主から株式の寄託を受けている金融機関が株主名簿上の名義人となっている場合を除き，会社法は，株主名簿上の株主を基礎として，構築されている。さらに，会社法等の規制のいくつかは，株式の経済的利益の保有者としての株主を規制するものであるが，その場合においても，議決権者である株主名簿上の株主を基準に，規制されることが多い。

20 世紀には，この規制方法は，十分機能していた。すなわち，株式が，議決権と経済的所有権などの経済的所有権以外の権利との結合された権利であることを前提に，株主規制を行うことが最も妥当であった。数少ない例外が，基準日（record date）制度に関する規定である。このため，アメリカにおいては株式の議決権と経済的所有権との結合を維持するため，デラウエア州など，多くの州会社法が，議決権自体を譲渡することを禁止してきた。

ところが，デリバティブ取引[9]およびレンディング市場[10]の発達，社会制度の成熟，ならびにヘッジ・ファンドの成長[11]が，議決権と経済的所有権の分離を容易にしたことから，従来の「議決権譲渡」を禁止する法規制だけでは，議決権を前提とする会社法制を維持することができなくなってきた。

(2) 新たな議決権譲渡の登場と発展

デリバティブ取引やレンディング市場などの新たな金融取引や手法の発達により，これらの手法を利用して，投資家は，経済的所有権以上の議決権を，簡便に保有することができるようになった。このように株式の経済的所有権以上の議決権を有することを，「エンプティ・ボーティング」という[12]。極端な場合には，株主は，株式価値（または企業価値）を減じる方向で議決権行使するインセンティブを有する。

反対に，投資家は，議決権以上の経済的所有権をもつことも簡単に行うことができるようになった。多くの国では，開示規制が議決権を基準に定められ，間接的に議決権にアクセスできる場合であっても，それを開示する義務を負わないことから，このような株式保有を行う投資家がいる。このように

議決権以上の経済的所有権を有する株主保有形態を隠れた所有権（hidden ownership）という。さらに，後日または必要な時に，投資家が，金融機関から議決権の譲渡を受けたり，金融機関に対し議決権行使の方法を指図することができる株式保有形態をとる場合がある。このように議決権以上の経済的所有権をもち，かつ間接的に議決権にアクセスできる株式保有を，「隠れた（変態する）所有権（hidden (morphable) ownership)」という[13)]。そして，「エンプティ・ボーティング」と「隠れた（変態する）所有権」を従来の議決権譲渡（vote buying）と区別して，新たな議決権譲渡（new vote buying），またはデカップリング（decoupling）（以下「デカップリング」という）と呼んでいる[14)]。

デカップリングを行うには，いくつかの方法がある。代表的な方法は，次の二つである。

第１に，レンディング市場を利用する方法がある。典型的なレンディング契約は，消費貸借契約の一種で，当事者の定めた期日に，借主が同種，同質および同量の物（株式）を返還することを約して貸主から株式を受け取るものである。すなわち，借主は，経済的所有権を有することなく，議決権を有し，貸主は，議決権を有することなく，経済的所有権を有する。

第２に，エクイティ・スワップを利用する方法がある。エクイティ・スワップ取引の買主は，売主から，原資産である株式の経済的所有権を取得する。売主は，その支払債務を履行（ヘッジ）するため，原資産である株式を保有する場合がある。この場合，売主は，議決権のみを有することになる。

それ以外にも，株式オプションを利用して，議決権と経済的所有権とを分離することもできる。

以下では，海外で起こった議決権と経済的所有権の分離に関する事例を概観し，その問題点を考察する。

2　海外におけるデカップリングの事例

(1)　エンプティ・ボーティングの事例

①　利益の相反する株式保有によるエンプティ・ボーティング

2006年3月30日，デラウエア州のマルチ・ファインライン・エレクトロニクス（Multi-Fineline Electronix Inc.）（以下「エム・フレックス」という）は，シンガポールのMFSテクノロジー（MFS Technology Ltd.）（以下「エム・エフ・エス」という）の買収（シンガポール法に基づく，支配株主の承認を条件とする条件付任意公開買付〔pre-conditional voluntary tender offer〕）（以下「本公開買付け」という）を行うことを公表した。エム・フレックスの定款では，公開買付けの実施は，すべての株主の過半数，および少数株主の議決権総数の過半数の承認が必要とされていたため，本公開買付けが株主の利益となるかを調査する目的で，エム・フレックスは，特別委員会を設立した。

2006年8月22日，特別委員会は，エム・エフ・エスの株価暴落のため，当初設定した合併対価が過大となったことから，本公開買付けは少数株主の利益とはならないと判断し，エム・フレックスの株主に対して，反対するよう，推奨した[15)]。

ところが，2006年10月10日，エム・フレックスの少数株主の議決権総数の少なくとも48%（全体の18.4%）の保有していた，ヘッジ・ファンドのスターク・マスター・ファンド（Stark Master Fund Ltd.）（以下「スターク」という）は，本公開買付けを承認することを表明した。これは，たとえ本公開買付けの対価が過大であったとしても，スタークは，本公開買付けの対象会社であるエム・エフ・エスの大株主（約4.9%）の地位を兼ねていたことから，利益を得ることができるからである。

本事例では，スタークは，エム・フレックスの株主として公開買付けに賛成すれば，エム・フレックスの株主としての損失を上回る利益を得ることができることから，エム・フレックス株式について議決権と負の経済的所有権

(negative economic ownership)[16]を有していたことになる。つまり，スタークは，エム・フレックスの議決権を保有しているが，経済的所有権は保有していない。

本事例では，二つの問題を指摘することができる。第1に，エム・フレックスは，合併等の組織再編を行う場合，少数株主保護を目的として，少数株主の議決権総数の過半数の承認を得る旨の定款を定めている。ところが，保護されるべき少数株主のうち，過半数近くの議決権を有するスタークは，株式の経済的所有権を有しないばかりか，エム・フレックスの地位とは相反して，利益を得ることができることから，負の総体的経済利益（negative overall economic interest）を有する地位にいる。そのため，少数株主保護を目的とする定款が機能しなくなっていることである。第2に，そのような株式の価値，または少数株主の利益に重大な影響を有する事実が，まったく開示されていなかったことである[17]。

② エクイティ・デリバティブを利用したエンプティ・ボーティング

（i） 株主保護制度の潜脱

2004年，ペリー（Perry Corporation）は，キング製薬（King Pharmaceuticals）の株式を700万株所有していた。マイラン・ラボラトリーズ（Mylan Laboratories）（以下「マイラン」という）は，株式交換によりキング製薬を買収すること（以下「本買収」という）を，キング製薬と合意したが，本買収を成立させるためには，株主の承認を得る必要があった。ところが，本買収対価が過大であったことから，本買収報道により，マイランの株価は，急落した。

そこで，ペリーは，本買収の承認を目的として，マイランの株式の9.9%を取得するとともに，この株式の価格をヘッジすることを目的として，エクイティ・スワップ取引を行った。このエクイティ・スワップ取引は，スワップの買い手が，スワップの売り手から，原資産である株式の収益に相当する金額を受け取る取引であり，ペリーは，マイランの株式を原資産とするエクイティ・スワップ取引の売り手となった。この取引の結果，ペリーは，マイラ

ンの9.9%の議決権のみを保有する状態（経済的所有権を有しない状態）となっていた。

他方，ペリーは，キング製薬の株式を保有していたことから，たとえマイランが，本買収の対価として過剰な支払いを行ったとしても，キング製薬の株主として利益（負の総体的経済利益〔negative overall economic interest〕）を得られる。つまり，ペリーは，マイランの株式について，議決権と負の経済的所有権（negative economic ownership）を有していたといえる。

マイランの大株主であるカール･アイカーン（Carl Icahn）は，この買収に反対していた。そこで，彼は，経済的所有権を有しない株式を有しているにもかかわらず，その事実の開示を怠ったとして，証券取引所法10条(b)項および13条(d)項を含む連邦証券法違反で，ペリーおよびマイランを訴えた[18]。

本事例においては，二つの問題を指摘することができる。第1に，マイランの大株主であるペリーは，マイランの株主として，負の経済利益所有権を有していることから，マイラン（またはマイランの株主）の不利益となる合併を承認する行動をとるため，株主保護のために設けられている組織再編にかかる株主総会での承認制度が，機能しなくなることである。第2に，そのような株式の価値，または少数株主の利益に重大な影響を有する事実が，まったく開示されていないことも，開示制度の趣旨から問題となる。

（ii）　低リスクでの支配権の維持

2001年に2億5000万ドル以上15億ドル以下の純利益を上げたニューヨーク証券取引所の上場会社（701社）の1割以上の会社は，最高経営責任者（CEO）が発行済株式総数の10%以上を保有し，さらに内部者までその範囲を拡げると，過半数以上の会社が，発行済株式総数の10%以上の株式を保有されている。また，これらの会社の約半数は，発行済株式総数の50%以上を，経営者を含む内部者が保有しているという調査結果がある[19]。

一方，シスコ（Cisco Systems, Inc.），マイクロソフト（Microsoft Corporation），

ヒューレット・パッカード (Hewlett-Packard Company) などの大企業は，小さなハイテク企業を買収して，成長を遂げてきたが，こうした企業買収は，たいてい株式交換方式で行われる。この場合，企業を売却する創業者は，売却先企業の株式を保有することになるが，この保有株式には売却制限が付けられることが多い。売却可能な部分があっても，一定期間の保有が義務付けられたり，3 年程度の売却禁止の条件が付される場合もある。

そこで，投資銀行は，安定した収益源として，このような経営者や創業者の保有株式の経済的所有権をヘッジするための金融商品として，ゼロコスト・カラー (zero-cost collar)（プット・オプションの買いとコール・オプションの売りの合成オプションを含む）を開発してきた。ゼロコスト・カラーのような資産のヘッジは，議決権を維持しながら，株式の経済的所有権を削減することができる。

1996 年 1 月から 1998 年 12 月までの調査では，内部者が保有する株式総数の約 36% においてゼロコスト・カラーまたはエクイティ・スワップ取引が利用され，平均約 25% の経済的所有権が削減されているという調査報告がある[20]。

このように，内部者が保有株式の経済的所有権を削減することは，経営者や支配株主と，これらの株主以外の株主との間の争いが生じるリスクを軽減する一方，株式の価格変動リスクを負うことなく，企業支配が可能になることから，市場メカニズムによる会社のモニタリングを弱めるという問題が生じる。

③ レンディング取引を利用したエンプティ・ボーティング

（i） レンディング取引を利用したエンプティ・ボーティング

会社は，株主総会前に，株主総会において議決権を行使する株主や配当金を受領する株主を特定する目的で，基準日を設定する。デラウエア州では，株主総会の 60 日以内，かつ 10 日前までの日を基準日としなければならないが[21]，多くの企業では 1 か月程度前の日を基準日として設定している[22]。

このような制度のもとでは，基準日を挟んで，レンディング取引（securities lending or stock lending）により株式を借りることによって，議決権のみを入手することができる。つまり，レンディング取引は，借主が，当事者の合意した期限に，同種，同量および同質の株式を返済することを約して，株式を借り受け，その間に借主が受領する配当金等相当額は，貸主に返還される契約であり[23]，この取引の結果，貸主は，経済的所有権のみを，借主は，議決権のみを保有することになる。

1996年の全米証券市場改善法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）成立以前，証券会社は，通常の業務の範囲内でのみ，銀行や他の証券会社とレンディング取引を行うことが許されていたが[24]，同法の成立による証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）改正後は，空売りや証券取引の決済不履行（フェール〔fail〕）の回避などの目的であれば，自由にレンディング取引を行うことができるようになった[25]。

このような規制があることから，レンディング取引は，空売りや証券取引の決済不履行を回避するために利用されてきた[26]。この場合，借主は，貸主から借り受けた借株を取引の相手方に引き渡し，後日，返済のために当該株式を購入する。つまり，借主は，議決権を保有せず，負の経済的所有権を有する。

当然，証券会社以外の者は，この規制の適用を受けないので，レンディング取引によって，株式を借り受けることにより，簡単に，議決権のみを入手することができる。アメリカ国内では，多くの上場会社の株式において，レンディング取引を行うことができる。近年の調査では，レンディング取引を行うことのできない株式は，上場会社の株式時価総額の1%に満たないといわれている[27]。また，近年の企業買収では，買収対象会社の株式の20%まで，借株によって議決権を集めた事例がある[28]。

レンディング取引を利用すれば，買収者は，買収対象会社の株価変動リスクを負うことなく，企業買収を遂行できることから，買収コストの低廉化が図れるというメリットがある。しかしながら，これは，買収者の利害が，買

収対象会社の株主共同の利益，すなわち企業価値の向上に無関係であるということを意味し，そのような者が，本当に，企業価値の向上を図るインセンティブを有して，議決権を行使するのか，疑わしい。

(ii) レンディング取引を利用した基準日獲り（record date capture）

2006年，ヘンダーソン・ランド（Henderson Land Development Co. Ltd.）は，上場会社である関連会社のヘンダーソン・インベストメント（Henderson Investment Limited）の発行済株式総数の25%の株式を購入する公開買付け（以下「本公開買付け」という）を実施することを公表した。ヘンダーソン・インベストメントの多くの少数株主は，本公開買付けに賛成し，ヘンダーソン・インベストメントの株価も，次第に上昇していった。

香港法では，企業買収は，浮動株の10%の反対で阻止することができることから[29]，本公開買付けは，約2.5%の反対で阻止することが可能であった。しかしながら，多くの株主は，本公開買付けは承認されるものと信じていたところ，株主総会での議決の結果，2.7%の反対により，本公開買付けは，否決され，株価は急落した。

このとき，いくつかのヘッジ・ファンドが，定時株主総会の基準日前にヘンダーソン・インベストメントの株式を借りて，議決権を取得し，本公開買付けに反対していた。そのうえ，議決権取得後，当該株式を処分していたことから，株価の急落によって，多額の利益を得ていた。

本事例では，ヘッジ・ファンドは，レンディング取引を利用して，議決権を取得する取引，いわゆる基準日獲り（record date capture）を実施し，議決権取得後，空売りを行うことにより，株式の価格変動リスクを回避していたのである。

本事例においては，二つの問題を指摘することができる。第1に，議決権者を確定する基準日と議決権行使日との間にタイム・ラグが存在することから生じる問題である。これは，株主総会での議決権行使者を確定するため，当該株主総会開催日前に基準日を設けていることから生じる問題である。基

準日後，かつ株主総会前に株式を処分する者は，当該株主総会の決議の結果になんら影響を受けない者であることから，当該議決権行使者による議決権行使はエンプティ・ボーティングといえるが，会社法上認められた制度内であるという観点では，他のエンプティ・ボーティングとは異なる問題である[30)]。第2に，レンディング取引を利用して，議決権を取得する問題である。レンディング取引を利用して株式を取得した株主は，議決権を有するが，経済的所有権を有しないことから，レンディング取引の借主による議決権行使は，エンプティ・ボーティングといえる。確かに，レンディング取引において貸借される株式の所有権は借主に移転するが，経済的所有権は移転しない。とするならば，経済的所有権を有する貸主が，議決権行使のインセンティブを有しているので，議決権は移転しないと考えることができないかが，問題となる。

④ 株式と価格連動性の高い資産（転換社債）を利用（空売り）したエンプティ・ボーティング

2003年9月17日，フランスの生命保険会社アクサ（AXA S.A.）のアメリカ現地法人であるアクサ・フィナンシャル（AXA Financial Inc.）（以下「アクサ」という）は，アメリカの保険会社であるマネー・グループ（MONY Group Inc.）（以下「マネー」という）を買収（以下「本買収」という）する契約を，同社と締結した。

アクサは，本買収資金を調達するため，本買収が成功した場合のみ，市場価格より割安の価格（本買収成立日の終値の23%ディスカウント）で，アクサ株式に転換でき，また本買収が，2004年12月24日までに成立しない場合には，年率2.4%の利息を付して償還される転換社債（以下「本転換社債」という）を発行した[31)]。本転換社債が発行された以後，アクサの株価は上昇した。

マネーの株式を5%近く保有する大株主であるヘッジ・ファンドのハイフィールド・キャピタル・マネジメント（Highfields Capital Management）（以下「ハイフィールド」という）は，本転換社債を空売りしていた。ハイフィールド

は，本買収が成功しなければ，本転換社債の価格が下落するので，多額の利益を得る。そこで，ハイフィールドは，マネーの株主に対し，本買収に反対することを働きかけることを目的として，ウォールストリート・ジャーナルに広告を掲載するとともに，議決権助言会社であるISS（Institutional Shareholder Services Inc.）に対し，株主が本買収に反対し，株式買取請求権を行使すべきと推奨するよう，働きかけていた[32)]。しかしながら，本買収は，53.8%の賛成をもって，承認された[33)]。

本事例において，ハイフィールドは，マネーの合併承認決議時において，約5%の議決権と負の経済的所有権を有する株主であったといえる。今日の上場会社においては，発行済株式総数の過半数以上が，機関投資家によって保有されている[34)]。機関投資家は，一般的に，自己の運用するポートフォリオの価値の最大化を目的として，株式などの有価証券を保有，運用している。したがって，株式（企業）価値が上昇するかにかかわらず，自己のポートフォリオの価値が上昇するならば，合併決議に賛成をする。さらに進んで，利益を得る機会があれば，株式から生み出される収益と反対方向の収益を生み出す資産を積極的に保有することもある。特に，年金基金などの伝統的な機関投資家ではないヘッジ・ファンドには，その傾向が強い。支配株主であれば，他の株主に対して信認義務を負っていると考えられていることから，他の株主の利益を害する結果となる議決権行使を規制することはできるが，他の株主に信認義務を負うとは考えられていない，少数株主の場合には，自己の利益のみを考慮して，議決権を行使することは当然認められる。

本事例において指摘できる問題は，次の点である。多くの投資家は，多様な方法によって，自己のポートフォリオの価格変動リスクをヘッジしている。エンプティ・ボーティングの規制を考える場合，株式保有者のどの取引を価格変動のヘッジ取引と認定するのかが，問題となる。株式の経済的所有権を削減させるありとあらゆるヘッジ取引をエンプティ・ボーティング規制の対象とした場合，議決権者を特定することが困難となり，市場に対する影響も大きい。また，良いエンプティ・ボーティングと悪いエンプティ・ボー

ティングとに分別し，後者のみを規制することも難しい。他の株主への影響度合い，エンプティ・ボーターの意図などを考慮し，規制の枠組みを考えることが重要であろう。

⑤　信託を利用したエンプティ・ボーティング

わが国では，取引の強化もしくは拡大，長期にわたる安定的な関係構築，発行会社との密接な関係の明示，または安定株主確保による経営安定等を目的として，株式を保有することが多数行われている。ところが，近年の株式市場の混乱による株価下落に伴う減損処理，IFRS（国際財務会計基準）の適用による損益認識の変更，自己資本規制および株式持合に関する開示規制の強化など，株式保有に伴う財務リスクが企業経営に大きなインパクトを与えはじめている。そこで，住友信託銀行（現三井住友信託銀行）などの信託銀行が，議決権と経済的所有権を分離する信託を開発した[35)]。

この信託の仕組みには，多様なバリエーションがあるが，いずれの仕組みも株式保有者を委託者，信託財産を委託者の保有する株式，信託目的（または信託設定の動機）を委託者のための議決権行使という点では，共通している。ここでは，その一つである「株式流動化信託」[36)]を検討する[37)]。

株式流動化信託は，企業（以下「委託者」という）が保有する株式を信託銀行に信託する有価証券管理信託である。信託された株式（以下「信託株式」という）は，信託終了時まで信託銀行が管理（所有）する。この信託の受益権は，株式からの収益を受領する権利（以下「収益受益権」という）と信託終了時に信託財産を受領する権利（以下「元本受益権」という）との二つの受益権からなる。委託者は，保有株式の信託後，収益受益権と元本受益権を取得する。その後，委託者は，元本受益権を第三者に譲渡することにより，信託した株式の価格変動リスクをヘッジすることができる。なお，議決権は，収益受益者が信託銀行に指図し，行使することになる。

この信託を利用すれば，経済的所有権をほとんどゼロにして，議決権のみを保有することができることから，エンプティ・ボーティングの一類型とい

え，低コストで，委託者による信託株式の発行会社との支配関係を維持できるというメリットがある。

これは，後述する議決権信託の一種といえる。しかしながら，伝統的な議決権信託は，委託者が受益者（いわゆる自益信託）となり，信託株式の経済的所有権を有し，受託者が信託株式の議決権を行使することから，受託者はエンプティ・ボーターであるが，受託者は，株式の経済的所有権を有する受益者（兼委託者）のために議決権を行使することから，実質的にはエンプティ・ボーティングとはならない。ところが，株式流動化信託など，今日わが国で行われている議決権信託は，経済的所有権の一部（「株式流動化信託」の場合，信託終了時に信託財産を受領する権利〔元本受益権〕）を第三者に転売することから，「剰余金の処分」（資金の社外流出）など，議案によっては，受託者は，受益者相互の利益が相反する状況におかれ，エンプティ・ボーティングとなるおそれがある[38]。

このように，議決権と経済的所有権を分離する信託には，会社法上の問題と信託法上の問題が潜んでいると思われる。

まず，会社法の観点では，デリバティブ取引やレンディング取引を利用して議決権を分離する事例と同様の問題が指摘できる。また信託法の観点では，収益受益権者と元本受益権者の両者が存在する場合，両者の間に利益相反の問題が生じやすく，たとえば受託者が議決権を行使する際，どのように判断すべきか，困難な状況に陥る可能性があるという問題が指摘できる[39]。

(2) 隠れた（変態する）所有権の事例

エンプティ・ボーティングとは反対に，エクイティ・デリバティブやレンディング取引などの新しい金融取引の発展により，投資家が，議決権以上の経済的所有権をもつことも簡単に行うことができようになった。

また，多くの国の開示規制は，経済的所有権よりは，むしろ議決権を基準に定められていることから，経済的所有権を有してはいるが，間接的に議決権にアクセスできるにすぎない場合には，それを開示する義務を負わない。

そのため，エクイティ・デリバティブなどの金融取引を用いて，経済的所有権のみ，または議決権以上の経済的所有権を保有して，開示規制を回避し，後日または必要な時に，金融機関から議決権の譲渡を受けたり，金融機関に対し議決権行使の方法を指図する株式保有形態を投資家がとる場合がある。このように，議決権以上の経済的所有権をもち，かつ間接的に議決権にアクセスできる株式所有を隠れた（変態する）所有権ということは，先に述べたとおりである。

以下では，この隠れた（変態する）所有権の事例を検証し，その問題点を考察する。

① エクイティ・デリバティブ利用の隠れた（変態する）所有権

（i） 議決権保有の開示の回避

2001年，ペリー（Perry Corp.）は，ニュージーランドの上場会社である，ルビコン（Rubicon Ltd.）の株式を3,100万株（発行済株式総数の16%）保有する大株主であった。ニュージーランドでは，上場会社の発行済株式総数の5%以上の株式の開示が，義務付けられている[40]。

2001年5月，ペリーは，ルビコン株式3,100万株をドイツ銀行およびUBSウォーバーグ（以下「取引金融機関」という）に売却し，それと同時に，ルビコン株式3,100万株を原資産とするエクイティ・スワップ取引（以下「本取引」という）の買い手となった。これらの取引の実行後においても，ペリーは，ルビコン株式の16%の経済的所有権を保有しているという地位には変化はなかったが，経済的所有権のみを保有する場合，開示義務は課されないので，2001年6月，ペリーは，ルビコン株式の保有株式数が発行済株式総数の5%未満となったことを開示した。

ところが，その後，ペリーは，ルビコン株式の議決権が必要となったため，本取引を終了させ，取引金融機関からルビコン株式3,100万株を買い戻したことから，株式保有割合が16%となったことを開示し，2002年の定時株主総会で議決権を行使した。そこで，ルビコンの大株主は，ペリーの

2001年5月の取引以後，議決権の開示をしなかったことは，開示義務違反であるとして，ペリーを訴えたが，この主張は退けられた[41]。

本事例では，ペリーは，ルビコン株式の経済的所有権を保有していたことは事実であるが，議決権を保有していたという事実はない。しかしながら，金融実務においては，エクイティ・スワップ取引を行っている金融機関は，この取引から生じるエクスポージャーをヘッジする必要が生じる。本事例においては，エクイティ・スワップ取引の原資産であるルビコン株式の流通量が少なく，他の方法でヘッジ取引を行うと，取引コストが多額となることから，ルビコン株式を保有し続けることが妥当であったという事情があったようである。

このような金融に関する知識は，市場参加者において一般的であったことから，ペリーは，本取引が継続している間，取引金融機関がルビコン株式を保有し続けると考えて，本取引を終了する時に取引金融機関からルビコン株式を買い戻すという計画を立てていたと思われる。

本事例においては，ペリーは，事実上いつでも議決権を行使できる状態であった。換言すれば，ペリーは，形を変えて，議決権（morphable voting rights）を保有していた（隠れた〔変態する〕所有権者であった）にもかかわらず，開示義務が課せられていないことが問題となる[42]。

（ii） 強制買付義務回避

隠れた（変態する）所有権は，開示義務の回避以外にも利用される。その一つが，強制買付ルールの回避での利用である。

多くの国では，一定の保有割合を超過した株主は，残存する株式を買い入れる義務，いわゆる全部買付義務を有する。ところが，次の事例は，この規制をエクイティ・スワップ取引を利用して回避したものである。

2005年9月15日に，フィアット（Fiat S.p.A.）の経営再建のためにデット・エクイティ・スワップ取引が行われ，フィアットの株主資本は，希釈化されることになっていたが，同社を支配しているアニェッリ（Agnelli）一族は，

希釈化後（約22%に持株比率が低下する）においても，現在と同程度の約30%の経営権を維持したいと考えていた。なお，イタリアでは，30%を超えて株式を保有した場合，全部買付義務が生じる。

そこで，デット・エクイティ・スワップ実施前の2005年4月に，アニェッリの支配する投資会社（EXOR S.p.A. 以下「投資会社」という）は，メリルリンチとフィアット株式の経済的権利の8%に相当するエクイティ・スワップ（トータル・リターン・スワップ）取引（以下「本エクイティ・スワップ取引」という）を締結した。デット・エクイティ・スワップ実施後の同年9月16日，アニェッリ一族の資産管理会社（Ifil Investments S.p.A. Company）（以下「資産管理会社」という）[43]は，投資会社から8,225万株（約8%）のフィアット株式を取得し，アニェッリ一族は，フィアットの支配権を維持することとなった。なお，この株式は，投資会社が本エクイティ・スワップ取引を終了して，メリルリンチから取得したものであった。

そこで，イタリアの証券規制当局（Consob）は，本エクイティ・スワップ取引の詳細について調査を開始し，資産管理会社は強制買付ルールには違反していないが，2005年8月24日に行われた資産管理会社の新聞発表[44]が不実開示（false representation of the reality）であると認定した[45]。

本エクイティ・スワップ取引は，取引相手である証券会社が当該取引の債務の履行を目的として，当該取引の原資産を保有するという金融実務の観点から，実質的に株式のコール・オプションと同視できる。そのため，投資会社の取引動機（資産管理会社の意図・指図などを含む）を鑑みると，本エクイティ・スワップ取引の開始時からデット・エクイティ・スワップ実施前の間，アニェッリ一族は，フィアット株式の30%超を保有していたと認定でき，その場合，強制買付義務を負っていたといえる。

本事例では，イタリアの証券規制当局が，投資会社の取引動機や資産管理会社の意図・指図などを立証できなかったことから，このような結果になったものと考える。逆をいえば，エクイティ・スワップの意図が，規制回避であると認定できれば，強制買付義務違反の責任を問うことができたであろう。

(iii) 公開買付け後の強制買付け阻止

公開買付け後，公開買付け対象会社の株式の90%超を保有したならば，残りの株式を強制買付けすることができる制度を有する国がある。これは，公開買付けの強圧性から株主を保護するための制度である。本事例は，前の事例と異なり，この公開買付者の権利行使（締め出し）を阻止するために，エクイティ・スワップを利用した事例である。

2005年2月23日，センテニアル・コール（Centennial Coal Company Limited）（以下「センテニアル」という）は，オーストラル・コール（Austral Coal Ltd.）（以下「オーストラル」という）の公開買付けを行うことを公表した。このとき，センテニアルのライバル会社であるグレンコア・インターナショナル（Glencore International AG）（以下「グレンコア」という）は，既にオーストラル株式の4.9%を保有していた。

オーストラリア会社法では，公開買付け後，公開買付け対象会社の株式の90%超を取得したならば，残りの株式を強制買付けすることができる[46)]。そこで，グレンコアは，センテニアルの買収を阻止するため，クレディ・スイス・ファースト・ボストンおよびABNアムロの二つの投資銀行（以下「投資銀行ら」と総称する）とオーストラル株式に関するエクイティ・スワップ取引（以下「本エクイティ・スワップ取引」という）を行った。投資銀行らは，本エクイティ・スワップ取引をヘッジする目的で，合計7.4%のオーストラル株式を取得したため，グレンコアは，自らが直接保有する株式と本エクイティ・スワップ取引を通じ間接的に保有する株式を合算すると，オーストラル株式の発行済株式総数の12.3%を保有していた。しかしながら，本エクイティ・スワップ取引は，大量保有報告義務の対象外であるとして，グレンコアは，開示を行わなかった。

ところが，オーストラリアのテーク・オーバー・パネルは，投資銀行らが，本エクイティ・スワップ取引の継続する間，本エクイティ・スワップ取引の原資産であるオーストラル株式の価格変動リスクをヘッジするため，オーストラル株式を保有し続けなければならないことを理由として，グレンコアは，

本エクイティ・スワップ取引を通じて，投資銀行らのオーストラル株式の処分行為に関して消極的支配（negative control）をしていたと認定した。そして，オーストラル株式の支配権市場が効率的競争市場であるための要件として，グレンコアは，本エクイティ・スワップ取引を通じ消極的支配をしている株式を合算して，持株数を開示すべきであったと決定した[47]。この決定には，効率的競争市場であり，かつ情報に基づき取引が行われる市場であるオーストラル株式の支配権市場において，本エクイティ・スワップ取引が重要な情報であったことを考慮したものであった。

ところが，連邦裁判所は，グレンコアは投資銀行が保有するオーストラル株式について何ら権利を有していないにもかかわらず，事実上の権利を有していることを理由としてなされたテーク・オーバー・パネルの決定を，却下した[48]。

本事例においては，大量保有報告書の趣旨である支配権の開示を実現するための「支配権」を法的強制力のある支配に限定するのか，より広く事実上，または消極的支配まで拡張すべきかが問題となっている。ただし，買収者の行う買収対象会社の株式の価格変動リスクをヘッジするすべての取引を開示対象とすれば，買収者の登場の兆候が即座に開示されることから，買収コストの上昇を招き，良い企業買収も起こりえなくなるというデメリットもある。買収コストの上昇を抑える一定の取引の非開示を認めることは，支配権市場の育成に繋がるという意見もある[49]。

② レンディング取引を利用した議決権の隠匿

ライブドアは，ニッポン放送の支配権の22.5%を保有しているフジテレビに影響を及ぼすために，ニッポン放送を買収しようと考えていた。2005年2月，ライブドアは，ニッポン放送の支配権の35%を支配したと発表し，ニッポン放送は，それに対抗して，ソフトバンク・インベストメントおよび大和証券（以下「ソフトバンク・インベストメントら」と総称する）と，5年の長期にわたるフジテレビ放送株式のレンディング取引契約（以下「本レンディ

ング取引契約」という）を締結した。本レンディング取引契約には，ニッポン放送の解除権は定められていなかった。つまり，ライブドアがニッポン放送を買収しても，本レンディング取引契約を解除し，フジテレビ放送株式を回収することはできない。すなわち，ニッポン放送は，完全に経済的所有権のみを保有することとなった。

もし，ニッポン放送が，買収合戦に勝利するならば，おそらくソフトバンク・インベストメントらは，本レンディング取引契約を解除して，フジテレビ放送株式の返還を行うが，ライブドアが勝利する場合には，ライブドアは，本レンディング取引契約を解除できないというリスクを負う。この買収防衛策は成功し，ライブドアは，ニッポン放送を買収することを断念し，フジテレビ放送との事業提携の合意を行った。その後，ソフトバンクらは，フジテレビ放送株式をニッポン放送に返還した。

本事例では，前の二つの事例と異なり，開示規制などの規制を回避するために議決権の存在を隠す目的があったのではなく，買収の脅威が存在する間，経済的所有権を維持し，かつ事実上議決権の支配を維持しながらも，買収者が議決権を利用できないように，議決権を譲渡したのと実質的に同一の効果をもつレンディング取引を利用したことに問題がある。ただし，買収の脅威から逃避するという目的については，前の3例と同様，コーポレート・ガバナンスの観点から，問題があるといえよう。

3　小　括――デカップリングの四つの問題

会社の仕組みを規制する会社法や，会社への出資を表章する株式の流通を規制する証券規制法においては，株主の標準的な権利のパッケージである株式を規制の中心概念においている。つまり，議決権と経済的所有権とが包含されている権利のパッケージとして，規制がなされている。ところが，事例の分析のとおり，デリバティブ取引やレンディング取引を利用して株式の議決権と経済的所有権との分離が行われ，その結果，それまでの会社制度の秩

序が維持できなくなってきた。

そこで，これまでに考察した事例において，どのような問題が生じているのかを整理する。

第1に，株式会社の株主総会の在り方に問題が生じている。これは，隠れた（変態する）所有権から生じるものではなく，エンプティ・ボーティング固有の問題である。

株主総会は，会社における最高意思決定機関であり，ガバナンスの中心をなす。株主総会は，資本多数決が原則であり，つまり出資額（比率）に比例して議決権が与えられている[50]。ところが，エンプティ・ボーティングは，この資本多数決による会社の意思決定制度に歪みを与えるものである。特に，合併などの企業再編に関する意思決定は，合併等の対価や買収価格など，企業価値や個々の株主の利益に重大な影響を与える決定であり，そのため，経済的所有権を有しない者による議決権行使は，他の株主や企業価値全体に悪影響を与えやすい。

第2に，少数株主保護に関する各種制度に影響を与えているという問題である。株主総会における資本多数決のもとでの株主間の利害調整のため，会社法や証券規制法においては，株主総会の決議要件，種類株主総会，および株主買取請求権，ならびに公開買付制度および大量保有報告制度などが設けられている。しかしながら現在の通説では，支配株主以外の株主は，他の株主に対して，信認義務を負わないことから，少数株主保護を理由に一律エンプティ・ボーティングを規制することは，難しい。

第3に，低リスクで企業支配を継続できることから，市場メカニズムによる会社のモニタリングが弱くなるという問題がある。これは，隠れた（変態する）所有権から生じるものではなく，エンプティ・ボーティングに固有の問題である。金融機関のBIS規制の強化や，近年の乱高下する株式市場の決算への影響などを排除しつつ，取引先との関係から株式保有を継続する必要性が高い企業において，近時多様なスキームでエンプティ・ボーティングが行われている。しかしながら，大株主が株式の経済的所有権を保有し続け

る株式保有構造は，企業価値の増減に関心の薄い議決権保有者を増加させることにも通じ，市場を通じたコーポレート・ガバナンスの観点から，問題である。

以上は，広義でいえば，ガバナンスに関する問題であるが，最後は，これらとは異なる性質を有するもので，市場参加者への情報開示制度の機能・趣旨を損なうという問題である。アメリカの証券法（Securities Act of 1933）および証券取引所法，ならびにわが国の金融商品取引法などの証券規制法は，証券市場で流通している株式の価値（価格）を投資家が判断するための情報を，的確に開示される制度を設けている。開示される内容には，株式自体の価値に関する情報（企業情報，証券情報）と，当該株式の流通状況（保有者，支配者等）に関する情報がある。前者は，証券市場における株式価格を算定するための情報であり，投資家は，これらの情報を入手・分析し，投資判断を行う。また，後者は，株式の支配状況に関する情報であり，会社の支配権市場の動向や株主総会に向けてのコミュニケーションを行う場合の情報として重要であるとともに，これらの情報の開示を義務付けることにより，間接的ではあるが，公開買付けなど，企業の支配権市場に関する各種規制の実効性を確保する機能も有する。

現行規制のもとでの情報開示制度において，多くのデカップリングは，投資家や株主に誤った情報を伝達する可能性がある。ここで検討した事例における情報開示の問題は，二つに分類できる。まず，主としてエンプティ・ボーティングにおいて生じる問題で，株式保有者（特に支配株主）の経済的所有権に関する情報が開示されないという問題である。支配株主に関する情報が開示されるのは，株主総会での決議に重要な地位を占めるからであり，どのような投票行動をとるのかを，発行会社や投資家に知らしめることが目的である。現在の大量保有報告における開示情報には支配株主の経済的所有権に関する情報は，含まれない。次に，主として隠れた（変態する）所有権において生じる問題で，いったい誰が真の支配株主かという情報の開示が不完全であるという問題である。これは，まさに大量保有報告制度の目的の根幹

をなすものである。

注

9) 2009年末，エクイティ・デリバティブの想定元本は，約6.4兆ドルとなった。なお，リーマンショック前の2008年前半末では，エクイティ・デリバティブの想定元本は，11.9兆ドルであった（www.isda.org/statistics/recent.html）。

10) アメリカ国内では，株式および債券の貸借市場は，2004年半ばには，1.3兆ドルへ成長していた（Phyllis Plitch, *Funds' Lending Sparks "Short" Debate,* Wall St. J., May 25, 2005, at B2）。

11) 2010年末，世界中のヘッジ・ファンドが投資する残高は，1.9兆ドルに達している。

12) Hu & Black, *supra* note 4, at 815.

13) Hu & Black, *supra* note 4, at 816.

14) *Ibid.*

15) 特別委員会が本公開買付け提案を推奨しなかったことから，エム・フレックスは，本公開買付けの撤回の承認を求め，シンガポール証券業審議会に申請を行った（シンガポール証券法では，シンガポール証券業審議会（Securities Industry Council）の承認がなければ，公開買付けを撤回することはできない）。しかしながら，この申請は，2007年1月に，却下された。また，この申請と並行し，2006年10月17日，エム・フレックスは，支配株主であるダブリュ・ビー・エルに対し，信認義務に基づき本件公開買付けに反対することを求めて，訴訟を提起した。なお，この訴えは，被告に対し有効に判決をなしうる権限が，デラウエア州の裁判所にないことを理由に，訴えは却下された（Multi-Fineline Electronix, Inc. v. WBL Corp. 2007 Del. Ch. LEXIS 21 (Del. Ch. 2007); Del. Code Ann. tit. 10, §3104）。

16) 株式の利益と同じ方向の利益を正の経済的所有権（positive economic ownership），株式の利益と相反する利益を負の経済的所有権（negative economic ownership）という（Hu & Black, *supra* note 4, at 813）。

17) エム・フレックスは，スタークを証券取引所法13条(d)項（17 U.S.C. §78m(d)）の開示義務違反を主張し，訴訟を提起したが，後日，双方の合意により，訴えを取り下げた（Multi-Fineline Electronix, Current Report (Form 8-K) (Jan. 1, 2007)。

18) High River Ltd. P' ship v. Mylan Lab. Inc., 353 F. Supp. 2d 487 (M.D. Pa. Dec. 10, 2004).

なお，本訴訟は，ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所へ裁判地が移された。2005年2月28日，マイランとキング製薬は，本買収に関する合意を終了させることを発表した。その後，同年5月27日，ペリーが，マイラン株式を売却し，それを開示したことから，本訴訟は，取り下げられた（Physician L. Wkly., June 29, 2005, at 9.）。

19) Dennis Simon, *In Splitting Leadership, Look at CEO Ownership*, Directors & Boards, Winter 2004, at 24, 25.

20) 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,* 361 J. Fin. & Quantitative Analysis 345, 346 (2001).

21) Del. Code Ann. tit. 8, 213(a) (2011).

22) わが国会社法においては，株主総会の3か月以内に基準日を設定しなければならないと定めている（会124条1項）。なお，東京証券取引所上場会社の平成23年度3月期決算会社の株主総会は，1社を除き，6月中に開催され，さらに過半数以上の会社が，6月25日以降に開催している（東京証券取引所『平成23年度3月期決算会社の定時株主総会開催日集計結果（東証上場会社）』)。

23) International Securities Lending Association, Global Master Securities Lending Agreement (2010); Securities Industry and Financial Markets Association, Master Securities Loan Agreement (2000).

24) Former 15 U.S.C. § 78h(a).

25) 12 C.F.R. § 220.10(a).

26) 2004年，SECは，借株等，決済の裏付けのない，空売りを規制する規則を制定した（Short Sales, Securities Exchange Act Release No. 34-50103 [69 Fed. Reg. 48,008] (Jul. 28, 2004))。

27) Gene D'Avolio, T*he Market for Borrowing Stock,* 66 J. Fin. Econ. 271, 273 (2002).

28) Kate Burgress & James Drummond, *Transparency finds a high-level champion,* Fin. Times, Apr. 22, 2005, at 1; Peter Grant, *Charter's Unusual Issue May Have SEC Balking,* Wall St. J., June 24, 2005, at 3; *Charter Share Issue Approved by the SEC,* Wall St. J., July 19, 2005, at C3.

29) 香港の上場会社の多くは，国，親会社，関連会社などが保有しているため，このような規制が設けられている。

30) わが国においても，基準日時点での株主による株主総会の判断によって，現に株式をもつ者による判断である公開買付けによる支配権取得に干渉することに合理性があるのか，疑問を呈する意見がある（田中亘「ブルドックソース事件の法的検討〔下〕」商事1810号16頁〔2007年〕，中東正文「ブルドック事件と株主総会の判断の尊重」ジュリ1346号22頁〔2007年〕)。

なお，ニューヨーク証券取引所上場株式の場合，基準日と権利行使日（株主総会日）との間，おおよそ10%の株式が売買され（2000年)，すなわち株主が入れ替わっている（W. Scott Bauman, Robert E. Miller & E. Veit, *Managing Portfolio Turnover: An Empirecal Study,* Q.J. Bus. & Econ. 15, 15 (2005))。また，東京証券取引所上場株式の場合，おおよそ30%の株主が入れ替わっていると考えられる（東京証券取引

所『統計月報』〔2011年9月〕)。ただし，いずれも，年間売買回転数から算出した推計値であり，実際は，この数値より，少ないものと考える。

31) *In re* the Money Mony Group Inc. Shareholder Litigation, 853 A.2d 661, 668 (Del. Ch. 2004).

32) Sare Hansard, *Mony delays Vote as Dissidents' Effort Gains Stream; Highfields Capital Letter Asks Board to Rein in Management,* Investment News, Feb. 23, 2004, at 25.

33) マネーの合併承認に関する臨時株主総会は，2004年5月18日に開催され，53.8%の賛成により，本合併は承認された。本合併が承認された最大の要因は，直前になり，ドイツ銀行がMONYの株式を8.7%保有したことである。この保有の開示は，同月7日に開示されており，5%を超えたのは同年2月であるとされるが，開示が遅延した理由は公表されていない（Floyd Norris, *Holder of MONY Approve $1.5 Billion Sale to AXA,* N.Y. Times, May 19, 2004, at C4)。

34) 2002年第3四半期末現在，アメリカ企業の発行済株式の時価総額は，19.6兆ドルであった。そのうち，60.72%は，機関投資家（外国人を含む）が保有していた (New York Stock Exchange, Fact Book)。

35) 住友信託銀行（『日本経済新聞』2009年8月26日付朝刊7面)，りそな信託銀行（『日本経済新聞』2010年2月25日付朝刊4面）など。

36)「株式流動化信託」は，株式管理信託の一種で，住友信託銀行（現三井住友信託銀行）の商品である。なお，本稿は，福岡泰彦「『株式流動化信託』企業による株式保有の新形態」金融財政事情2861号30頁（2009年)，住友信託銀行「『株式流動化信託』のビジネスモデル特許成立について」(2010年3月29日付プレスリリース）を参考にして，「株式流動化信託」の商品概要を説明している。

37) 議決権を株式の経済的所有権から分離する信託の仕組み，金商法（大量保有報告規制，内部者取引規制，公開買付，投資運用業)，および信託業法（指図権者規制）については，井上聡「最近の新しい信託取引の動向について」信託242号161頁 (2010年）を参照。

38) 井上弁護士は，委託者は，「もはや自らに株式の経済的利益および危険が帰属していないにもかかわらず，あるいは，自らに帰属する経済的利益および危険と株式の経済的価値との関係が希薄になったにもかかわらず，当該株式の議決権を行使すること」から，このような信託もエンプティ・ボーティングと呼べるとする（井上聡「共益権と自益権」岩原紳作・小松岳志編『会社法施行5年　理論と実務の現状と課題』14頁〔有斐閣，2011年〕)。

39) たとえば，剰余金分配に関する総会議案においては，元本受益権者は，極力配当金支払いを減らし，内部留保を増やすことを望み，収益受益権者の立場は，配当金支払いを増やすことを望むことが想定される。なお，複数の受益者が存する場合，

これらの者を公平に取り扱わなければならない受託者の義務を，公平義務という（信託33条）。

40) Securities Market Act 1988, 26.

41) オーストラリア，アメリカおよびイギリスにおいては，経済的所有権を開示する規制は存在しないことを理由に，訴えは却下された（Ithaca (Custodian) Ltd. V. Perry Corp., 2 N.Z.L.R. 216 (H.C. 2003), *rev'd,* 1 N.Z.L.R. 731 (C.A. 2004); 2 N. Z.L.R. 182 (C.A. 2004)）。

42) 本事例のように，ある者（「パーキー」〔parkee〕）が，株式を保有し，つまり議決権を保有するが，経済的所有権を保有していない場合において，他の者（以下「パーカー」〔parker〕という）の非公式の期待もしくは要求に従い議決権を行使したり，またはパーカーの請求により，取引を終了し，パーカーに議決権を返還（移転）する合意を，ソフト・パーキングと呼んでいる。本事例におけるエクイティ・スワップ取引もソフト・パーキングの一種と考える（Henrry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions,* 156 U. Pa. L. Rev. 625, 628 (2008)）。

43) 資産管理会社は，フィアット株式を30%保有していた。そして，アニェッリ一族は，資産管理会社を通じ，フィアットを支配していた。

44) Johanna Iivonen, *IFIL, Creditor Banks Deny Any Role in Fiat Share Price Rally,* World Markets Analysis, Aug. 25, 2005.

45) Edward Hadas, *Italian Regulator Takes Agnelli Clan to Task,* Breakingviews, Feb. 14, 2007.

46) Corporations Act, 2001, 661A.

47) Press Release, Nigel Morris, Director, Takeover Panel, Austral Coal Limited 02-Decision and Review Application (July 1, 2005).

なお，イギリスでは，現物決済のエクイティ・スワップのみならず，現金決済のエクイティ・スワップも，強制買付義務を生じさせる株式総数に含まれるとされている（UK Takeover Code, Rule 9）。

48) Glencore Int'l AG v. Takeovers Panel (2006) F.C.A. 274.

49) Hu & Black, *supra* note 4, at 841.

50) 資本多数決を明確に定める法令等はない。なお，1926年1月，ニューヨーク証券取引所は，一株一議決権原則を宣言し，資本多数決を上場基準としていた。ただし，同証券取引所も，1986年7月，独立取締役と株主の多数の承認を条件に，種類株式の発行を認めた（Peter N. Flocost, *Toward a Liability Rule Approch to The "One Share, One Vote" Controversy: An Epitaph for The SEC's Rule 19c-4?,* 138 U. Pa. L. Rev. 1761, 1762 (1990)）。

なお，わが国では，近年，株主総会が資本多数決を前提とした機関であるとする

決定がある（東京高決平17・3・23判タ1173号125頁）。

三　アメリカにおける議決権譲渡に関する規制

1　はじめに

アメリカでは，古くから議決権を譲渡することによって，議決権を株式の経済的所有権から分離することが行われていた。かつては，多くの州法が，議決権譲渡を禁止していたが[51)]，今日では，株式を融資の担保とする場合など一部の例外を除き，議決権譲渡と同一の効果を有する取消不能の委任状の付与のみが制限されるにすぎない[52)]。

しかしながら，議決権譲渡が禁止される理論的な根拠が明確にされているわけではない。そこで，議決権譲渡など，従来から行われてきた議決権と経済的所有権の分離に関する規制を，過去の判例，学説等を検証し，議決権と経済的所有権の分離が禁止される理論的な根拠を明らかにする。

2　議決権譲渡の規制範囲

(1)　議決権譲渡の定義

デラウエア州裁判所は，議決権譲渡を，「単に株主に対価を支払うことによる議決権にかかる合意」で，それによって，「当該株主が議決権行使の裁量権を分離し，または譲受人からの指図によって議決権を行使するもの」と定義している[53)]。要するに，議決権譲渡を，対価をもって，株式を会社の残余財産分配請求権など財産的権利（経済的所有権）と議決権などの会社の支配権とを分離する合意と定義している。

この定義に従えば，議決権譲渡には，多様な類型が存在することになる。

たとえば，株主が，株主総会での議案の賛否に関する投票を第三者に包括的に委任することも，対価を伴えば，この議決権譲渡に該当する。ただし，定義のうえでは明確ではないが，禁止される議決権譲渡は，永続性のある議決権譲渡に限定されると考える。これは，州法では，議決権の委任の期間が制限され[54]，連邦法では，証券取引所法のもとで登録されている株式について，委任状勧誘書類が送付された直後の定時株主総会以外の株主総会の議決権行使に関する委任状が禁止されていることから，推測される[55]。

なお，この議決権譲渡の定義に該当する場合には，後で述べる規制が適用される。つまり，この定義は，議決権譲渡禁止規制の対象範囲を画す重要な定義となっている。

しかしながら，株式の経済的所有権と議決権を分離するものは，議決権譲渡ばかりではない。同様の効果は，二. 2. の事例で見てきたように，デリバティブ取引，レンディング取引および信託（代表的には，議決権信託）などによっても実現可能である。そこで，これらの取引が，この議決権譲渡の定義に該当し，規制の対象となるのかを検証する。

(2)　デカップリングを実現する取引

①　デリバティブ取引およびレンディング取引

デリバティブ取引やレンディング取引を利用して議決権のみを取得する者は，株式の取得，当該株式の経済的所有権の削減，という二つのステップを通じ，議決権のみを取得することができる。

たとえば，投資家が株式を購入し，当該株式の価格変動や配当金請求権などの経済的所有権をヘッジする目的で，エクイティ・スワップ取引を行う方法である。この場合，議決権の譲渡や移転の取引は行われず，株式の購入と，そのヘッジ取引であるデリバティブ取引が行われる。また，レンディング取引においては，株式を保有する者が貸主となり，当該株式を借主に貸し付けることによって，株式の借主は，完全所有権（full ownership）を取得する。ただし，一般的には，借主または貸主のいずれか，または双方が，貸株

の返済請求権を有し，レンディングが実行されている間は，配当金などの収益に貸株料を加えた金額を，借主が貸主に支払うことになる。つまり，貸主は株式の経済的所有権のみを維持し，議決権のみが借主に対して一時的に移転される。

このように，デリバティブ取引やレンディング取引によって議決権と経済的所有権を分離する取引は，議決権者が株式の完全所有権を有し，自らの判断で議決権を行使することから，「当該株主が議決権行使の裁量権を分離し，または譲受人からの指図によって議決権を行使するもの」という要件を充足するとは言い難い。したがって，デリバティブ取引やレンディング取引で行われる議決権と経済的所有権の分離，すなわちデカップリングは，従来の議決権譲渡の定義にあてはまらないことから，議決権譲渡規制が及ばない。

② 議決権信託

信託を利用して議決権を分離する方式は，古くから存在し，一般的に議決権信託と呼ばれている。議決権信託とは，株主が，株主のために議決権行使する権限を与えることを目的として，受託者に保有株式を移転し，受託者は，信託の存続期間，議決権の行使を行うものである[56)]。すなわち，委託者を株主，信託財産を委託者の保有する株式，および委託者のために議決権を行使することを信託目的とする信託と定義できる。

また，これらに加えて，伝統的な議決権信託は，会社支配の獲得もしくは維持またはそれらに対する参加が，受託者による議決権行使の窮極的な目標となっていること，およびそのために，複数の株主に帰属している議決権が受託者のもとで集積されて，会社支配に必要な割合部分を構成することが予定されていることから，複数の株主に帰属する議決権を集積させることも，議決権信託の定義の一部を構成するとする考え方もある[57)]。少なくとも，議決権信託として規制されるには，単なる株式を信託財産とする信託ではなく，会社支配の獲得または維持の目的が必要となる[58)]。

いずれの定義に従っても，受益権を第三者に対価を伴って譲渡しない限り，議決権譲渡の定義である「単に株主に対価を支払うことによる議決権にかかる合意」という要件を満たさないし，信託の受託者（legal owner）は，受益者に対し，忠実（信認）義務（fiduciary duty）を負い[59]，信託の目的（受益者の利益）のために，議決権を含めた株主権を行使する義務を負う点で，「当該株主が議決権行使の裁量権を分離し，または譲受人からの指図によって議決権を行使するもの」という要件を満たさない。そのため，信託によって議決権と経済的所有権の分離を行う場合，議決権譲渡の規制は及ばない。

しかしながら，19 世紀には，議決権と自益権（beneficial interest）とを分離することは，会社法の株式の概念と矛盾するとして，違法な取引とされてきたことから[60]，議決権信託は議決権行使を第三者に委ねる点で委任状と同じであり，委任状は一般的に期間の制限があること，議決権は受益的所有権（beneficial ownership）から分離するべきではないこと[61]，株主は他の株主を含めたすべての株主の利益のために議決権を行使すべき義務を負っており，株主が議決権を放棄することは，その義務に違反すること[62]，会社の支配権を，金銭的権利（pecuniary interest）を有しない者に移転することは，公序に反すること，議決権信託は権限濫用であることなどを理由として，違法な取引であるとされていた[63]。

ところが，20 世紀に入ると多くの州で，議決権信託を合法とする立法がなされ[64]，裁判所も独占などの違法な目的がなく，かつ法律に特段の定めのない限り，議決権信託を合法とするようになった[65]。これは，議決権信託が，事業の継続および組織再編の実行など，経済や産業の発展において必要な仕組みであると認識され始めたことから，変化が生じたものである[66]。つまり，議決権信託が会社支配において不適切な目的で利用されてきた歴史を踏まえ，多くの州においては，信託契約の存続期間の制限，会社の事務所などにおける信託条項の開示など，一定の条件を満たす場合に限り，議決権信託を認める規制が，会社法に定められた[67]。なお，デラウエア会社法は，議決権信託は会社の多様な目的を達成するための有効な手段であるとして，

1994年に議決権信託の期間制限を撤廃した[68]。

さらに，閉鎖会社と異なり，全国に何千もの株主が散在する上場会社の場合には，議決権譲渡を違法とする一つの根拠である，株主は他の株主の利益のために議決権を行使すべき義務を負うという理論が，完全に廃れていることも，議決権信託を合法化する理由となっている。しかしながら，今日の株式保有の機関化によって，株式が一部の機関投資家に集中し，またコーポレート・ガバナンスの問題について，株主間で連携を取り合うことも多くなっていることを鑑みると，株主の権利行使の在り方も大きく変質してきているものと思われ，議決権信託の規制の見直しが必要となってきているものと考える。

今日わが国で行われている議決権信託[69]は，アメリカ州法が想定している自益信託型の議決権信託と異なり，経済的所有権の全部または一部（「株式流動化信託」の場合，信託終了時に信託財産を受領する権利〔元本受益権〕）が第三者に転売されていることから，委託者が実質的議決権者であり，つまりエンプティ・ボーターであり，信託終了時には元本受益権者が株式を取得することから，元本受益者が隠れた（変態する）所有権者といえる[70]。このような議決権信託制度は，対価を伴って行われる議決権と経済的所有権の分離の合意といえ，アメリカの議決権譲渡の定義に合致する。

3　議決権譲渡規制の推移

(1)　伝統的な判例法理――厳格な規制

伝統的な判例法では，議決権の譲渡は，無効とされ[71]，研究者によってもそれは支持されてきた[72]。しかしながら，これらの判例において，議決権譲渡が無効である理論的根拠が明らかにされてきたわけではなく，1960年頃まで，多様な理由から，議決権譲渡は違法であると信じられてきた。過去の判例を分析すれば，議決権譲渡は，次の三つの理由により禁止されてきた[73]。

第1に，株主は，他の株主に対し，独立した判断によって，議決権を行使すべき義務を負うことから，議決権に関し対価を受け取ることは，他の株主に対する詐欺を構成するとするものである。第2に，株式会社における議決権譲渡は，民主主義における投票権譲渡と同じものであることを，理論的根拠とするものである。最後に，株式を一種の財産権として考えて，その株式を多様な要素に分解することはできないとするものである。

所有（ownership）と支配（control）の分離に関する議論の当初から，議決権譲渡は許されるべきであるという意見はあったが[74)]，以上のように，裁判所は，一般的に議決権譲渡に対して否定的であった。また，株主の投票自由[75)]，取消不能の委任状[76)]，議決権信託[77)]および議決権拘束契約[78)]を認める判決が存在することから，これらの判決と議決権譲渡禁止の原則との不整合が，研究者において議論されてきた。これらの不整合は，議決権譲渡を禁止しているにもかかわらず，同様の機能を有する議決権に関する合意を認めている州法が存在することにおいて[79)]，顕著に現れている。それゆえ，議決権譲渡は違法であるという意見がある一方，株式を議決権と経済的所有権とに分離するすべての取引が，違法とは限らないという意見も底流にはあった[80)]。

(2)　議決権譲渡規制の緩和

①　議決権譲渡の認容

近年においても，依然として，議決権譲渡を禁止する会社法の規定を有する州も存在するが[81)]，多くの州は，1984年模範事業会社法（Model Business Corporate Act）において委任状に関する規定が設けられたことを契機に，議決権譲渡を禁止する会社法の規定を廃止している[82)]。そのため，今日では，議決権譲渡は，個別事情に応じ，裁判所が判断すべき問題であるとされている。

1980年代に入ると，様々の状況の下で問題が生じ，それに対して伝統的なアプローチとは異なり，議決権譲渡は許されるべき取引であるとする裁判

事例が多数登場してきた。これらの中で最も重要な判決は，次のシュライバー判決[83]である。

② シュライバー判決[84]

シュライバー判決は，テキサス・インターナショナル・エアーラインズ（Texas International Airlines, Inc.）（以下「テキサス・インターナショナル」という）の35% の株主を所有するジェット・キャピタル（Jet Capital Corporation）に対して行われたテキサス・インターナショナルの融資が，議決権譲渡にあたり違法であるとして，この融資の無効の確認を求めて提起された株主代表訴訟に対する判決である。

（i） 事実概要

テキサス・インターナショナルを，同社の企業再生のために設立されたテキサス・エアー（Texas Air Corporation）の完全子会社とする必要があった。ところが，テキサス・インターナショナルの企業再生計画の実施過程において，テキサス・インターナショナル株式とテキサス・エアー株式との株式交換（以下「本株式交換」という）が，ジェット・キャピタルの反対によって遅延していた。

テキサス・インターナショナルの定款では，株式交換は，各種類株式総会の過半数の承認が必要とされており[85]，ジェット・キャピタルは，C 種類株式のすべてを所有していたため，本株式交換を実施するためには，ジェット・キャピタルの賛成が必要となっていた。

ジェット・キャピタルは，本株式交換が自社や他の株主の利益になることを認識していた。ところが，ジェット・キャピタルは，1982 年に行使期限が満了するテキサス・インターナショナルの新株予約権（以下「本新株予約権」という）を保有しており，本新株予約権を行使することなく，テキサス・インターナショナルの株式交換が成立すると，過大な税負担を被ることがわかっていた。しかしながら，ジェット・キャピタルは，本新株予約権を行使する

ための資金を保有していなかったことから，本株式交換に反対せざるを得なかった。

そこで，テキサス・インターナショナルは，ジェット・キャピタルの賛成を得るため，本新株予約権の行使期限満了まで，ジェット・キャピタルに対し，5% の金利で融資（以下「本融資」という）を実行することとした。ジェット・キャピタルは，この借入金により，新株予約権を行使し，テキサス・インターナショナルの普通株式を取得した。

本融資を実行する際，テキサス・インターナショナルとジェット・キャピタルには，取締役を兼任する者がいたことから，これらの取締役を除いた，利害関係のない 3 名の取締役によって指名された特別独立委員会は，利害関係のない弁護士や投資銀行の助言を得て，ジェット・キャピタルが株式交換に賛成するための障害を排除する手段として，本融資が最適な解決策であると結論づけていた。そして，テキサス・インターナショナルの取締役会は，特別独立委員会の推奨する本融資を満場一致で承認し，さらに本融資に関連する事実を漏れなく開示してうえで，株主総会の承認を受けた。

ところが，この株主総会の承認において，本融資に反対した株主であるシュライバーは，本融資は議決権譲渡にあたり，確立された法において，違法であると主張し，本融資の無効を求めて，訴訟を提起した。

(ii) 判　決

シュライバー判決は，次のような理由で，シュライバーの請求を却下した。

まず，シュライバー判決は，議決権譲渡を，単に株主に対価を支払うことによる議決権にかかる合意で，それによって，当該株主が議決権行使の裁量権を分離し，または譲受人からの指図によって議決権を行使するものと定義し，この定義に照らすと，本融資は，ジェット・キャピタルが株式交換に関する議案に賛成するための障害を排除するため，つまり賛成票を購入するために実施されたものであるから，議決権譲渡であると判示した[86]。ただし，

議決権譲渡は，当然に違法となるものではなく，当該議決権譲渡の行為もしくは目的が搾取であるか，または他の株主の権利を剝奪する方法である場合において，違法となるとし，本融資は，他の株主から搾取し，または権利を剝奪するものではなく，むしろ他の株主に提案された株式交換議案の賛成票を得るものであることから，合法であるとした[87]。

(iii) シュライバー判決における議決権譲渡の違法性の判断基準

シュライバー判決以前のデラウエア州の判例は，議決権譲渡を，公序に反し，かつ他の株主を詐欺にかけるものとして，譲渡された議決権を無効としてきた[88]。

シュライバー判決は，過去の判例においては曖昧であった議決権譲渡の定義を明確にするとともに，その範囲を拡張し，裁判所の審査対象となる取引を拡大した。一方，議決権譲渡を一律に無効とはせずに，個々の取引内容の判断を通して，議決権譲渡が違法か否かを判断すべきとした。

しかしながら，シュライバー判決は，議決権譲渡が無効であることを否定したが，必ずしも議決権譲渡の合意を無条件で容認したわけではなかった[89]。すなわち，シュライバー判決は，議決権譲渡の合意が潜在的に濫用されるおそれのあることを指摘し[90]，それゆえ，議決権譲渡にかかる合意は当然に無効となるものではないが，無効となることもありうるとした[91]。

シュライバー判決は，本融資の内容が株主に開示されたうえで，利害関係のない株主の多数によって株式交換議案が承認されていることから，議決権行使を有効とした[92]。

つまり，シュライバー判決は，議決権譲渡が違法であるか否かを，次の三つのテストにより，判断している。第1のステップは，議決権にかかる合意が，議決権譲渡を構成するか否かのテストである。すなわち，議決権の移転（裁量権の付与，指図権の付与を含む）が対価を伴っているならば，当該取引は，議決権譲渡と判定されて，次のテストが行われる。第2のテストは，議決権譲渡を構成すると判定された取引が，他の株主から議決権を搾取するもの

か，または剝奪するものであるならば，当該取引は無効と判断される。第3のテストは，「本質的公正テスト（test of intrinsic fairness）」である。このテストは，第2のテストで，議決権譲渡を構成すると判定された取引が他の株主の議決権を搾取，または剝奪するものでないと判定された取引について実施されるもので，このテストに適合しなければ，無効の取引と判断される[93)]。

「本質的公正テスト」は，取引当事者の双方の取締役が兼務する場合において，当該取引が公正な取引であり，かつ公正な価格で行われていることを審査するものである[94)]。シュライバー判決においては，議決権の譲受人であるテキサス・インターナショナルの取締役が，議決権の譲渡人であるジェット・キャピタルの取締役を兼務していたことから，「本質的公正テスト」が適用された。したがって，すべての議決権譲渡に，この「本質的公正テスト」が適用されるわけではないことに留意する必要がある[95)]。

③ シュライバー判決の意義

シュライバー判決以前の判例は，議決権譲渡が当時の公序良俗に触れることを理由に，議決権譲渡を違法な取引であるとしてきた。ところが，シュライバー判決は，議決権譲渡を必ずしも違法な取引とするものではなく，議決権譲渡が濫用的に利用されるおそれがあることから，議決権譲渡が他の株主の議決権を搾取し，または剝奪するものである場合にのみ，議決権譲渡を違法な取引であると，大転換したのである[96)]。

シュライバー判決が過去の判例法理を大転換したのは，次の三つの理由からである。

第1に，議決権譲渡を違法と判断した代表的な判例であるマハト判決[97)]は，「詐欺的動機（fraudulent motives）で，他の株主から会社の支配権を剝奪するため，計画的に取締役によって実行された一連の不当な操作的取引を含んだもの」[98)]であることを理由として，議決権譲渡が違法であるとしていることを指摘し，過去の判例も，詐欺的要素を含んだ議決権譲渡を違法な取引と判断していることから，議決権譲渡が違法とされるには，その行為が他の

株主から議決権を搾取する（defraud or disenfranchise）目的を持ったものでなければならないと結論づけた[99]。

第2に，過去の判例は，公序（public policy）に反することを理由として，議決権譲渡を違法としていると指摘している。ここでいう公序とは，株主が他の株主に対して義務を負うことを理由に，株主は，独立した判断で，議決権を行使しなければならないというものである[100]。かつての株式会社においては，株主の個性が重視されていたが[101]，今日の大規模化した株式会社においては，株主の個性は，必ずしも重要ではなく，議決権譲渡を必ずしも違法とする必要がなくなってきている[102]。すなわち，シュライバー判決は，今日の株式会社を取り巻く環境の変化にあわせて，議決権譲渡の評価軸を，公序からコーポレート・ガバナンスにおける株主の機能に移したといえる。

第3に，デラウエア州判例法が，議決権拘束契約を認めていたことも議決権譲渡を容認した背景にある。たとえば，1947年のリングリング判決では，株主は，他の株主に負っている義務に違反しない限り，議案に対し広範かつ自由な判断をすることができ，さらにその判断は，個人の利益であろうと，気まぐれであろうと構わないから，複数の株主が，共同の利益を得る目的のため，議決権行使に関する合意を行うことは，違法ではないと判示している[103]。なお，1957年，デラウエアでは，10年以内の期間に限り[104]，書面による合意により，議決権行使の内容を拘束する契約の締結を容認することが，立法化されている。

つまり，シュライバー判決がこのような緩やかな基準を採用したのは，少数株主が他の株主に対して信認義務を負っているという公序は[105]，もはや存在しないと考えたからである。この判決で重要なことは，議決権譲渡の目的が株主を欺くことでなければ，当該議決権譲渡は有効であると判示したことである。

シュライバー判決は，議決権譲渡に関して重要な分岐点となったが，裁判所は，けして議決権譲渡を合法とする意図があったわけではない。むしろ，

シュライバー判決は，議決権譲渡の濫用の可能性を指摘し，議決権譲渡は個別の事情に応じて評価されるべきものであることを確立したことに，意義がある[106]。しかしながら，シュライバー判決で確立された基準，つまり議決権譲渡の目的が「株主を欺くこと」である場合に限り無効とする基準が，今日十分なものか，今後の検討課題である。

4　議決権譲渡を違法とする理論的根拠に関する学説

議決権譲渡を禁止する根拠に関する学説には，各株主は，他の株主に対し信認義務（fiduciary duty）を負うことにそれを求める説，政治における民主主義の原則にそれを求める説，株式のリスク負担者としての株主の地位にそれを求める説がある[107]。

ここでは，これら三つの学説を検討する。

(1)　信認義務を根拠とする説

議決権譲渡の禁止を信認義務に求める説は，議決権譲渡は株主が他の株主に負っている信認義務に有害な影響を及ぼすものであることを，根拠とする[108]。ここでの信認義務の概念は，各株主は，独立した判断に基づき議決権を行使する義務を他の株主に対して負うというものである。この義務は，株主個人の利益を増やすためには，各株主が株主全体（企業）の利益を増やさなければならないという株主の地位の本質から，導き出される[109]。もちろん，株主の地位の本質に基づけば，議決権譲渡というものがなければ，株主は，企業価値，すなわち株主の共有財産の最大化を通じてのみ，自己の利益を増やすことができる。つまり，議決権譲渡の禁止は，株主の権利が完全に一体であることを確保するための制限と理解することができる。

初期の判例では，会社に対して経済的利益を有しない者が議決権を譲り受けたならば，その者の議決権行使によって他の株主の利益が害されるという

問題から，議決権譲渡を禁止していた[110)]。確かに，議決権譲渡が行われる理由は，議決権譲渡を受けた者が，会社の支配権を私的に利用して，利益を得ようとすることにある。つまり，議決権譲渡の禁止を信認義務に求める説は，議決権譲渡は，株主が他の株主に負う信認義務に違反する行為であるから，禁止されるべき行為であるとするものである。

今日の判例法においては，少なくとも少数株主が他の株主に対して信認義務を負うという概念は，否定されている[111)]。すなわち，今日では，少数株主は，会社の事業において競争関係に入る権利[112)]，会社の機会を奪取する権利[113)]，および他の株主の損害の原因となる取引に従事する権利[114)]などが認められている。したがって，少なくとも，少数株主の他の株主に対する信認義務は，裁判所によって否定されていることから，信認義務を議決権譲渡の禁止の根拠とすることは，難しい。

(2) 民主主義における投票権の譲渡と議決権譲渡との類似性に根拠を求める説

議決権譲渡の禁止の根拠を，民主主義における投票権譲渡の禁止に求める説がある[115)]。ただし，この説には定説がなく[116)]。一部の研究者は，「公平性」，「効率性」，または「不可譲性」の三つに，その理論的根拠を求めている[117)]。

「公平性」に理論的根拠を求める学説は，貧しい人々が投票権を譲渡し，富裕な人々がそれを譲り受ける可能性が高いことを，その理由とする。つまり，投票権の譲渡を認めると，富裕な人々に政治的権力が集中することを，その根拠としている[118)]。「効率性」に理論的根拠を求める学説は，投票権の譲渡を認めた場合，投票権を譲り受けた者が，社会的富（私腹を肥やす）を減少させるレント・シーキング（rent seeking）[119)]行動に没頭することを，その根拠としている。「不可譲性」に理論的根拠を求める学説は，投票権が譲渡に適さないという道徳的評価に依拠している。この道徳的評価は，投票権は全体としての共同体に属する集団的権利であることから，個々の投票権者がそ

れを譲渡することはできないこと，または投票権は自己の利益のために行使されるのではなく，公共の利益のために行使されるべきであることから，投票権の行使において，金銭の授受はできないという規範，つまり投票権の反商品化規範のいずれかから，導き出される[120]。

ところが，株主の議決権は，次の特色を有することから，民主主義における投票制度と大きく異なる制度である。

第1に，議決権は，株主ではなく，株式に付随するものである。つまり，議決権は，株式という経済的価値から生じるインセンティブによる監視を目的とした制度である。第2に，投票権と異なり，議決権の基礎となる株式は売買できることである。つまり，議決権行使に関する合理的無関心を補うため，費用と利益とを直接結びつける制度として，株式市場が存在することである。たとえば，会社の支配権を求める株主は，支配権の取得において合理的な株価であれば，他の株主から議決権を集めるインセンティブを有する。また，機関投資家などの大株主は，持株の価値が増加する最適な議決権行使のための調査費用を費やすインセンティブを有するので，より多くの収益を得るため，さらに株式を取得するインセンティブを有する。第3に，議決権は，会社の権限の源泉となるものではない。すなわち，会社法では，会社の権限は，株主ではなく，取締役会に付与されている[121]。第4に，議決権は，公的な権利ではなく，株主としての地位に直接結びついた権利である。すなわち，会社は，共同の富の最大化のため，経済的行為主体によって自由に締結された契約関係である[122]。このため，会社は株主利益の最大化に関心をもっているが，政府は市民に対して利益や富を再配分することに関心をもっている[123]。

以上のように，株式会社制度と民主主義制度との間に多くの相違点があることから，ハセン（Hasen）教授は，「公平性」，「効率性」，「不可譲性」のいずれも株式会社における議決権譲渡の禁止の理論的根拠にはならないと，次のように述べている。

まず，株式会社は，株主の利益のために設立され，存続しているので，株

式会社を規律する会社法は，株主利益を最大化する規範のみが重要であり，「公平性」にかかる規範は重要ではない[124]。

また「不可譲性」は，公共の利益のために投票権を行使させることにおいて有効であるが，株主は議決権行使において自己の利益のみを考慮するのであるから，株主がどのような目的で議決権行使を行うのかについて心配する必要はない。つまり，株主は，自己の利益の最大化を目的として議決権行使をするのであり，議決権譲渡は，この目的と矛盾するものではない。したがって，「不可譲性」を理由として，議決権譲渡の禁止を正当化することはできない[125]。

さらに，非効率な取引（たとえば，株主の利益の最大化に寄与しない取引）を除外するために，裁判所が十分機能している。すなわち，投票権とは異なり，株主は議決権以外にプリンシパル＝エージェント関係を管理，監督する手段をもっている。たとえば，会社の取締役や支配株主は，会社に対して信認義務を負うことから，取締役や支配株主が自己の利益を図る取引を行うならば，株主は，株主代表訴訟や差止訴訟を提起することができる。また，デラウエア州では，法律上認められている議決権譲渡が，株主から富を搾取する場合や「本質的な公正テスト」に合致しない場合には，他の株主は，当該取引の無効を主張することができる[126]。それゆえ，株主は，議決権譲渡によって生じる非効率な取引を管理，監督する手段をもっているといえる。このため，「効率性」を理由として，議決権譲渡の禁止を正当化することはできない[127]。

このハセン教授の主張に加えて，関係を終了させるための実行可能な選択肢が存在するか否かが，会社の議決権制度と民主主義における投票制度との重要な相違点であると指摘する見解がある。すなわち，不満をもっている株主は，自己の株式を売却することによって，会社との関係を終了させることができる[128]。これと比較し，不満をもった国民の場合，国家との関係を終了させるために，国籍の放棄や他国の国籍を取得することは，市場で株式を売却する以上に，費用がかかるし，実現困難である[129]。このため，実行可

能な選択肢が存在しないことから，民主主義の領域において，投票権の保護が重要となっている。

このように，民主主義の領域における投票権の譲渡から推論されることは，株式会社における議決権譲渡に関する議論に対し，ほとんど示唆を与えないと考えられる。

(3) リスク負担者としての株主の地位に根拠を求める説

株式会社における議決権は，会社運営に関し，定款等で決められたこと以外の会社運営に関する事項を決定する制度である。集合的選択の問題（collective choice problem）があるので，判断に必要な情報に接することができる少数者に対し，議決権を与えることが望ましいという問題はある。また，会社財産の増加については，会社の債権者，経営者，および従業員など，多くの関係者が貢献しているが，株式会社制度において議決権が与えられているのは，株主のみである。この点について，明確にその理由を説明するものは少ない。

イースターブルーク（Easterbrook）判事とフィシェル（Fischel）教授は，株式会社を契約の束とみなす立場から，議決権は，契約に記述されていない事項に対する対応のための制度であり，契約に定められていない事項を決定するインセンティブを有するグループに，その権利が付与されるべきであると，次のとおり主張している[130]。

たとえば，会社が新しい投資を行い，その結果，限界的に利益と費用が一致すると仮定した場合，株主以外の利害関係人は，新しい投資を引き受けることにより，僅かな利益のみを受け取ることができる。しかしながら，株主は，剰余の利益の多くを得られるし，または予想外の損失を被るおそれがある。それゆえ，株主は，議決権を行使する適切なるインセンティブを有するのである。つまり，債権者は固定金利を受け取り，従業員は，一般的に，成果を挙げる前に交渉によって報酬を決定する。株主は，会社の利益の残余請

求権者であり，予想に反した成果からの利益や損失は，株主の分け前となる[131]。集合的選択の問題はあるが，株主は，残余請求権者として，会社経営の裁量権を行使することに関して，最適なインセンティブを有する。

ただし，集合的選択の問題が存在することからは，多様な選好を有する株主に日々の業務決定を委ねることはできない。そこで，株主は，日々の業務決定を経営者に委ねることになる。この場合においても，業務決定を委ねられた経営者は，会社経営の裁量権について最適なインセンティブを有する株主により監視され，ときには，議決権行使されることを認識しているから，自身のキャリアを高めるため，または解任されることを避けるため，株主の利益となるよう行動するのである。

このように，イースターブルーク判事とフィシェル教授は，会社経営の裁量権を行使する最適なインセンティブを有する者が株主であることを根拠に，株主にのみ議決権が与えられていると説明している[132]。

他方，議決権が株主のみに与えられるならば，株主が債権者の利益と相反する行動をとるという問題が生じる。すなわち，株主は，リスクの高い投資を行わせたり，または会社財産を自分自身に移転させたりするなど，会社から自分自身に富を移転するための多様な計画を立案するインセンティブを有するという問題がある。これについて，イースターブルーク判事とフィシェル教授は，債権者は，次の二つの方法によりこの株主の行為を規制することができるので，問題はないと説明している[133]。

一つは，詳細な契約を作成する方法である。株主の行為により，会社が予期し得ないリスクにさらされる場合，債権者は，残余請求権者となるおそれがある。そのため，会社が重大な建設プロジェクトや合併などのような，特別にリスクの高い取引を行うときには，債権者が経営に関する決定権限を有する方法である。この種の権限は，社債[134]や銀行借入[135]などにみられるものである。

もう一つは，債権の性質の中に，既に含まれているものである。債務は弁済する必要があるため，会社は，また新たな資金調達をする必要性に迫ら

れる。つまり，会社は，継続的に資金を必要とする間，継続的な監視を受けている。たとえば，会社が，過度のリスクを伴うプロジェクトや低い収益しか期待できないプロジェクトを実施するならば，高い金利で資金を調達する必要がある。この場合，会社は，既存の債権の弁済を行い，新たなリスクおよび収益に見合った金利，つまりプレミアムを乗せた高い金利で，債権者と資金調達の合意をする必要が生じる。このため，株主は，自らの利益を確保するため，既存の金利に上乗せするプレミアムを圧縮するためのインセンティブを有することから，過度にリスクの高いプロジェクトを差し控える。

さらに，イースターブルーク判事とフィシェル教授は，残余請求権に，議決権が付随すべきであると指摘している。すなわち，会社が債務超過状態の場合においては，株主の残余請求権（残余財産分配請求権）の価値はなくなり，債務超過状態が継続する限り，利益を最大化するインセンティブを失う。他方，債権者などの他の利害関係者は，債務が完済されるまで，事業の利益を享受することとなる。株主は，自らが利益を享受できないのであれば，新たな利益を生み出すための資金やエネルギーを投下する理由がなくなる。このような理由から，破産法などの倒産法制は，会社が債務超過状態に陥った場合，株主から議決権を通じた支配権を剝奪し，債権者に一定程度経営に関与できる権利を与えるのである。つまり，現行法制のもとでは，議決権に代表される経営参加権は，残余請求権を実質的に有する利害関係者に与えられていると説明している。

注

51） いくつかの州では法令によって議決権の譲渡を禁止し（N.Y. Bus. Corp Law 609 (e)），また他の州では，判例法によって禁止されている（Macht v. Merchants Mortgage & Credit Co., 194 A. 19 (Del. Ch. 1937)）。

52） Del. Code Ann. tit. 8, § 212(e) (2011).

53） Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 23 (Del. Ch. 1982) .

54） たとえば，デラウエア州法は，3年を超える期間の委任状を禁止し，それを超える場合，3年を超える期間の効力を無効としている（Del. Code Ann. tit. 8, § 212

(2011))。

55) 17 C.F.R. 240.14a-8(d)(2).

56) Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984).

57) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law,* 26 J.L. & Econ. 395, 400, 410.

なお，デラウエア州会社法は，1994年改正において，1人でも議決権信託が設定できることを明確化（それ以前でも，設定できた）している（Brenda G. Houck, *Recent Developments in Delaware Law: 1994 Statutory Amendments to the Delaware Corporation Law,* 20 Del. J. Corp. L. 477, 491 (1995); Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984))。なお，この場合も，他の株主が，同一内容の信託契約によって，信託の当事者となることが予定されていた（吉本健一「議決権信託に関する若干の法的問題点」阪法95号88頁〔1975年〕)。

58) Lehrman v. Cohen, 222 A.2d 800, 805 (Del. Ch. 1966).

59) Stone v. Massa, 218 N.E.2d 583 (1966); Brown v. McLanahan, 148 F.2d 703 (4th Cir. 1945); 5 W. Fletcher, Private Corporations § 2091.1 (perm. Ed vol. 1976).

60) Shepaug Voting Trust Case, 24 A. 32 (Conn. 1890); Harvey v. Linville Improvement Co., 24 S.E. 489 (N.C. 1896); Warren v. Pim, 59 A. 773 (N.J. 1904); Luthy v. Ream, 110 N.E. 373 (Ill. 1915).

また，連邦議会下院のプジョー委員会報告（H.R. No.1593 (1913)）は，議決権信託は，目的，目標および意図にかかわらず，違法とみなすべきであると，提案していた（Cushing, Harry Alonzo Bibliolife, Voting Trust: A Chapter in Recent Corporate History 23 (BiblioBazaar, 2008))。

61) Shepaug Voting Trust Case, 24 A. 32, 42 (Conn. 1890); H.R. No.1593 (1913); Stauback v. Mercantile Trust and Bostwick v. Chapman, 24 A. 34 (1890).

62) Luthy v. Ream, 110 N.E. 373, 375 (Ill. 1915).

63) Henry Winthrop Ballantine, Ballantine's manual of corporation law and practice: a treatise on the principles of corporation law practical directions on organization corporate forms 587 (1930).

64) 1901年にニューヨーク州（1892 N.Y. Laws, c. 687, § 20），1908年にメリーランド州（1908 Md. Laws art.23, c.240 § 77），1925年にデラウエア州（34 Del. Laws c. 112, § 6 (1925)），1926年にニュージャージー州（1926 N.J. Laws 1926, c.318, § 3）において，議決権信託を認める立法がなされた。さらに，1984年には，模範事業会社法が，議決権信託を容認する規定を制定した（Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984))。

65) Brightman v. Bates, 55 N.E. 809 (Mass. 1900).

なお，この判決では，議決権信託を容認する明確な理由は，述べていない。

66) I. Maurice Wormser, *The Legality of Corporate Voting Trusts and Pooling Agreement,* 18 Colum. L. Rev. 123, 123 (1918).

67) Model Bus. Corp. Act § 7.30 (1984).

68) Houck, *supra* note 57, at 492–94.

なお，デラウエア州法が議決権信託の存続期間を撤廃する以前には，デラウエア州の近隣の州においては，既に撤廃または延長されていた（ペンシルバニア州は1988年に期間制限が廃止され，ニュージャージー州は1991年に期間制限が21年に延長された)。

69) アメリカ型（自益型）の議決権信託の効力については，当該信託契約により達成しようとする目的や，その内容の諸条件により，それが脱法行為（たとえば，会社法310条2項）となるかどうか，会社法の精神または公序良俗に反しないかどうかによって決すべきであるとするのが多数説である（菱田政宏『株式の議決権行使と会社支配』183頁〔酒井書店，1960年〕，大森忠夫「議決権」田中耕太郎編『株式会社法講座（3)』894頁〔有斐閣，1956年〕)，大隅健一郎・今井宏『会社法論（中）〔第3版〕』77頁〔有斐閣，1992年〕，鈴木竹雄「議決権信託の効力」『商法研究III』103頁〔有斐閣，1971年〕)。

70) 日本版ESOPもエンプティ・ボーティングの一種といえる。日本版ESOPには，多様な手法が存在する。代表的な手法は，会社が保有する自己株式を信託などのSPVに譲渡する。この株式取得資金は，銀行からなどの借入金によって賄われる。信託設定後，定期的に，信託財産である株式は，市場価格で従業員（または持株会など）に譲渡される。最終的に，このSPVに譲渡益が残った場合には従業員に分配され，譲渡損が生じた場合には，会社が塡補する。SPVが当該株式を保有している間，議決権は，従業員代表（持株会の理事など）や中立性の確保された受益者代理人（または信託管理人）などによって，行使される。この間，株価が上昇すれば，従業員は，SPVから上昇後の価格で株式を購入し，最終的にSPVに譲渡益が残った場合，従業員に分配される。逆に，株価が下落すれば，従業員が低い価格で株式を購入することができ，その譲渡損失は，会社が負担する。したがって，従業員は，株価上昇の利益のみを享受できることから，日本版ESOPも，エンプティ・ボーティングの一類型といえよう。

なお，太田弁護士は，持株会にSPVの保有株式の議決権を行使させることに関し，従業員として，会社の企業価値の向上の利益ひいては株主共同の利益を一般株主と共有しており，株主共同の利益に反しないと述べている（太田洋「日本版ESOP導入に際しての実務上の留意点」商事1857号16頁〔2009年〕。なお，日本版ESOPについては，これ以外に，有吉尚哉「日本版ESOPの法的論点と実務対応〔上〕〔下〕」商事1881号24頁，1882号27頁〔2009年〕，内ヶ崎茂「従業員持株ESOP信託の導入効果とスキーム設計」商事1914号26頁〔2010年〕，葉玉匡美・

生瀬雅志「従業員持株 ESOP 信託の法律上の問題点」商事 1915 号 14 頁〔2010 年〕などがある)。

71) Smith v. San Francisco & N. Pac. Ry. Co., 47 P. 582 (Cal. 1897).

72) Milton M. Bergerman, *Voting Trust and Non-Voting Stock*, 37 Yale L.J. 445, 466 (1928); William P. Rogers, *Pooling Agreements Among Stockholders*, 19 Yale L.J. 345, 348 (1910); Walter K. Tuller, *The Rules Which Determine the Validity or Invalidity of Voting Agreements of Corporate Stock*, 44 Am. L. Rev. 663, 690 (1910).

73) Thomas J. Andre, Jr., *A Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control*, 63 S. Cal. L. Rev. 533, 542–543 (1990).

74) Jesse W. Lilienthal, *Corporate Voting and Public Policy*, 10 Harv. L. Rev. 428, 433 (1897).

75) Moses v. Scott, 4 So. 742, 744 (Ala. 1888); Gamble v. Queens Country Water Co., 25 N.E. 201, 202 (N.Y. 1890).

76) Smith v. San Francisco & Northern Pacific Ry. Co., 47 P. 582, 587 (Cal. 1897); Chapman v. Bates, 47 A. 638, 641 (N.J. 1900).

77) 議決権信託を，信託条項の規定から，委任状と同視し，委任状が有効である限り，議決権信託は，有効であるとする判例（Mobile & Ohio R.R. Co. v. Nicholas, 12 So. 723, 730 (Ala. 1893)），自益権（beneficial interest）と議決権とを分離することを正当化するためには，保護されるべき財産権，会社の利益にために実行される施策，株主に提供される新たな自益権（beneficial interest），または株主に有利な目的の存在が必要であるとする判例（Bayer v. Nesbitt, 76 A. 103, 104 (Pa. 1910)），議決権信託の目的が，独占，脱法的な組織再編，または議決権の譲渡（対価を得る目的での議決権の移転）などの違法な目的でない限り，議決権信託は有効であるとする判例（Carnegoe Trust Co. v. Security Life Ins, Co., 68 S.E. 412, 419 (Va. 1910)）などがある。

78) 議決権拘束契約は，すべての株主の利益のためではなく，契約当事者の私利を目的として締結される場合，公序に反し，無効である。議決権拘束契約を有効とする判例には，議決権拘束契約のすべてを無効するものではないとする判例（Smith v. San Francisco & Northern Pacific Ry. Co., 47 P. 582, 590 (Pa. 1897)），少数株主を害する目的や意図を有するものではない議決権拘束契約を有効とする判例（Faulds v. Yales, 57 Ill. 416, 422 (Ill. 1870)），取締役の選任に関して，権限の授権を定めた議決権拘束契約によって，権限の授権を受けた当事者は，信託の受託者であり，株式を信託することは法によって認められているとして，議決権拘束契約を容認した判例（Brightman v. Bates, 55 N.E. 809, 810 (Mass. 1900)）などがある。

79) N.Y. Bus Corp. Law § 609(e) (Mckinney 2011); GA. Code. Ann. § 1504(A); IDAHO Code § 30-1-33(c)(4) (Supp. 1988); 15 PA. Cons. Stat. Ann. § 1504(A) (Pur-

den Supp. 1988); S.C. Code Ann. § 33-11-40 (Law. Co-op. 1976).

なお，ニューヨーク州法を除き，模範事業会社法 7.22 条の制定に伴い，議決権譲渡の禁止に関する規定は，廃止された。

80) Andre, *supra* note 73, at 545.

81) N.Y. Bus. Corp. Law § 609(e) (Mckinney 2011).

82) ニューヨーク州法では，現在も議決権譲渡は，禁止されている（N.Y. Bus. Corp. Law § 609(e) (Mckinney 2011)）。

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

84) シュライバー判決に関する邦文の文献には，加藤貴仁『株主間の議決権配分』232 頁（商事法務，2007 年）がある。

85) Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 19 (Del. Ch. 1982).

86) *Id.* at 23.

87) *Ibid.*

88) Chew v. Inverness Mgmt. Corp., 352 A.2d 426 (Del. Ch. 1976); Hall v. Isaacs & Sons Farms, Inc., 146 A.2d 602 (Del. Ch. 1958), *aff'd.* 163 A.2d 288 (Del. 1960); Macht v. Merchs. Mortgage & Credit Co., 194 A. 19 (Del. Ch. 1937).

89) Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 25 (Del. Ch. 1982) .

90) *Id.* at 26.

91) *Ibid.*

92) *Ibid.*

93) *Ibid.;* Douglas R. Cole, *E-Proxies for Sale? Corporate Vote-Buying in Internet Age,* 76 Wash. L. Rev. 793, 826 (2001).

94) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710–11 (Del. 1983).

95) Andre, *supra* note 73 at 537 n.48.

96) Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 26 (Del. Ch. 1982).

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

98) *Id.* at 22.

99) Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 24 (Del. Ch. 1982).

100) *Ibid.;* Cone v. Russell, 48 21 A. 847, 849 (Mass. 1891).

101) 議決権譲渡を禁止する判例では，小口の株主が自己の利益を大きくするためには，各株主は，全体の利益を大きくしなければならないと述べ，株式が分散していることを前提に，議決権譲渡を禁止している（Cone v. Russell, 48 21 A. 847, 849 (Mass. 1891)）。

102) Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17, 25 (Del. Ch. 1982); Fletcher Cyc Corp § 2066 (Perm. Ed.).

103) Ringling Bros.-Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling, 53 A.2d 441,

447 (Del. 1947).

なお，1981年には，議決権信託に関して，会社に対する損害賠償請求権の行使を含む多様な権利と交換に，議決権を放棄する目的をもった議決権信託を認める判決がある（Oceanic Exploration Co. v. Grynberg, 428 A.2d 1, 5 (Del. 1981)）。

104) 1994年，この有効期間の制限は，議決権拘束契約や議決権信託が，多様な会社の目的において，有益なツールとなるとの認識から撤廃された（8 Del. C. § 218(c) (2011), Houck, *supra* note 55, at 492–94）。

105) Cone v. Russell, 21 A. 847, 848–50 (N.J. Ch. 1891).

106) Braman v. Cent. Hanover Bank & Trust Co., 47 A.2d 17, 26 (Del. Ch. 1982).

107) 裁判所は，信認義務と民主主義の原則に，議決権譲渡の禁止の根拠を求めている（Cole, *supra* note 93, at 819）。

なお，信認義務に根拠を求める判例は，Andre, *supra* note 73, at 543 n.27，民主主義の原則に根拠を求める判例は，*Id.* at 542 n.26。

108) Cole, *supra* note 93, at 819.

109) Cone Ex're v. Russell, 21 A. 847, 849 (N.J. Ch. 1891).

110) Shepaug Voting Trust Cases, 24 A. 32, 41 (Conn. Super. Ct. 1890).

111) 少数株主は，信認義務を負わないとする判例には，Priddy v. Edelman, 883 F.2d 438, 445 (6th Cir. 1989); Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987）がある。また，株主は，他の株主に対し信認義務を負わないとするものには，Harry G. Henn & John R. Alexander, Laws of Corporations 240, at 653 (3d ed., West 1983）がある。

なお，近年，アクティビスト・シェアホルダーには，信認義務を課すべきであるという見解がある（Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Actvist Shareholders*, 60 Stan. L. Rev. 1255 (2008)）。

112) Doll v. Bitner, 652 N.E.2d 1372, 1378 (Ill. 1995).

113) Advanced Communications Design, Inc., v. Follett, 615 N.W.2d 285, 293–294 (Minn. 2000).

114) Waters v. Double L., Inc., 769 P.2d 582, 583–584 (Idoho 1999).

115) Andere, *supra* note 73, at 542.

116) Richard L. Hasen, *Voting Buying*, 88 Calif. L. Rev. 1323, 1325 (2000).

117) *Id.* at 1324–26.

118) *Id.* at 1329–31.

119) 企業によるレント（土地や希少金属など，供給量が固定されている財・サービスの供給者に帰属する利益〔収入と機会費用との差〕）獲得・維持のための活動をいう。他企業の参入を阻止する行動や，政府による参入規制または輸入制限政策を実施・温存させるための政治的活動等が典型的である。これらの多くは社会的な資源

の浪費である。

120) Hasen, *supra* note 116, at 1335–38.

121) Del. Code. Ann. tit. 8, § 141(a) (2011); Model Bus. Corp. Act § 8.01(b) (1984).

122) Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock,* 54 U. Chi. L. Rev. 119, 141 (1987).

123) Joe Pavelich, *The Shareholder Judgment Rule: Delaware's Permissive Response to Corporate Vote-Buying,* 31 Iowa J. Corp. L. 247, 249–50 (2005).

124) Hasen, *supra* note 116, at 1353.

125) *Id.* at 1354.

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

127) Hasen, *supra* note 116, at 1350–51.

128) Albert O. Hirschman, Exit Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States 21–29 (Harvard Univ. Pr. 1970).

129) *Id.* at 33.

130) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 68 (1991).

131) ただし，池尾教授は，労働者の側での企業特殊的な熟練（汎用性がなく，その企業をやめたら有用でなくなるような種類の熟練）の蓄積の重要性が高まると同時に，株式市場が発達し，株式の流動性も高まっている現代の企業を考えると，もはや株主が企業の唯一のリスク負担者（残余請求権者）とはいえないと主張する（池尾和人『現代の金融入門〔新版〕』175 頁〔筑摩書房，2010 年〕)。

132) 得津准教授は，この考え方は，「会社の価値最大化のインセンティブは残余権者であることそのものではなく，限界損益が帰属することによってもたらされることを意味する」と唱えている（得津晶「持合株式の法的地位（五・完)」法協 126 巻 10 号 2035 (39) 頁〔2009 年〕)。

133) Easterbrook & Fischel, *supra* note 130, at 68.

134) 「財務上の特約」といわれるものである。「担保提供制限条項（ネガティブプレッジ条項)」「純資産額維持条項」「利益維持条項」「配当制限条項」などがある。

135) 「コベナンツ」といわれるものである。「情報開示義務」「財務制限条項」「資産処分等一定の行為に対する制限」などがある。

四　議決権と経済的所有権の分離に関する規制

1　はじめに

議決権と経済的所有権との結合が，株主の義務および権利に関する多くの規制の前提となっている。

ここでは，二.3.に述べた四つの問題に関し，現行法令のもと，議決権と経済的所有権との分離が，どのように規制されているのかを考察する。

なお，紙幅の都合もあり，ここでは，アメリカの法令を中心に取り上げる。

2　コーポレート・ガバナンスに関する規制
――エンプティ・ボーティングに関するレンディング取引規制

レンディングの市場の発達に伴い，レンディング取引を利用したエンプティ・ボーティングが増加している。特に，年金基金をはじめとした大規模な機関投資家は，安定的な運用を指向することからパッシブ型の運用が増加し，その運用利回りを向上させるため，レンディング取引を活用するようになっている。そのため，ますますレンディング取引の市場規模は拡大しつつある。

そこで，顧客に対して運用責任を有する機関投資家のレンディング取引については，コーポレート・ガバナンスの観点からいくつかの規制がなされている。

まず，投資会社がレンディング取引を行う場合，証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: 以下「SEC」と略す）の定めるガイドライン[136]を遵守

しなければならないという規制が課されている[137]。このガイドラインは，貸付株式の発行会社の株主総会において重要な議案が提案された場合には，投資会社は，賛否を表意するため株式の返却を求める義務があると定めていた。この義務は，投資会社が投資家に対して負っている信認義務を果たすための義務である[138]。

ただし，株主総会の議案は，基準日後に株主に交付されるため，この義務を履行するには，基準日にすべての株式の返却を求める必要がある。しかしながら，一度に多くの投資家が株式の返却を求めるならば，市場の混乱を招くことから，2003年，SECは，投資会社および投資助言会社（以下「投資会社等」という）に，議決権行使の指針およびその手続を開示する義務を課した[139]。そのリリース[140]において，議決権行使を怠った投資会社等が，必ずしも信認義務に違反するわけではなく，議決権行使の費用がその利益を上回る場合には，議決権行使を行わないことができる旨を述べ，実質的に規制を緩和した。

次に，アメリカ労働省は，年金基金の制度加入者および受給者に対して信認義務を負っている年金基金の制度受託者（fiduciaries）は，年金基金の経済的価値に影響を与える議案に対し議決権行使する義務を負うことを明確化し，議決権行使の費用以上の経済的利益を得られることが期待できるならば，制度受託者は，議決権行使を行わなければならないとした[141]。さらに，1979年，制度受託者は，株主総会に重要な議案が上程される場合には，貸株の返却を求める義務を負うことも，明らかにした[142]。また，制度受託者は，年金基金の利益のためにのみ株式を貸すことができるという目的規制が課されているので[143]，借主が，エンプティ・ボーティングを目的とする場合には，貸し出すことが制限される。

証券取引所法3条(a)項(4)号および(5)号で定義する証券会社は，特別の定めのない限り，空売りの決済，およびフェールの解消を目的としたレンディング取引以外のレンディング取引を行うことが禁止されている[144]。

ところで，レンディング取引とは異なる問題ではあるが，ニューヨーク証

券取引所は，株式の名義人である証券会社が，実質的所有者の指図に従い議決権行使することを原則としているが，実質的所有者が議決権行使の指図をしない場合においても，委任状争奪が行われている議案，企業再編に関する議案など，重要な議案を除いて，証券会社の裁量で議決権行使できるとしている[145]。すなわち，株主総会の成立を容易化するため，軽微な議案に限定して，エンプティ・ボーティングを認めているのである。

3　情報開示規制——大量保有報告制度

証券規制法は，投資家が証券市場で流通している株式の価値（価格）の判断に有用な情報を強制的に開示させる制度を設けている。開示される情報には，株式自体の価値に関する情報（企業情報，証券情報）と，当該株式の流通状況（保有者，支配者等）に関する情報がある。デカップリングが，会社の支配状況に関する情報を，投資家や株主に誤って伝達する可能性のあることは，二.3.で問題提起したとおりである。そこで，ここでは，アメリカの情報開示制度を概観するとともに，日本における開示制度の問題点とその改革案を検討する。

なお，アメリカの情報開示制度には，(1) 大量保有報告制度（13D・13G）[146]，(2) 保有有価証券の開示制度（フォーム 13F）[147]，および (3) 主要株主等の開示制度[148]の三つの制度がある。これらの開示制度は，それぞれ，将来，(1) 支配権の変動がありうることを被保有会社の株主や市場参加者に知らせること[149]，(2) 公正で秩序だった証券市場の維持，証券市場が安定し，公共や証券発行者の利益を図るため，証券市場に重大なインパクトを与える機関投資家の有価証券の売買や保有状況の情報を規制当局や市場参加者に知らせること，(3) 内部者取引を未然に防止することという[150]，異なった目的をもっている。そこで，ここでは，議決権という支配権の変動に着目した開示制度である大量保有報告制度に絞って，考察する。

(1) アメリカの大量保有報告制度（スケジュール 13D, 13G）の概要

現在，アメリカにおいては，直接または間接に，証券取引所法 12 条のもと登録されている有価証券（株式）の 5% 以上の実質的所有権（beneficial ownership）を取得した者（以下「実質的所有者」という）は，5% 以上となった日から 10 日以内に，SEC に対して，スケジュール 13D（大量保有報告）により，その保有状況を報告しなければならない[151]。

実質的所有者に対しこのような報告義務が課されるのは，将来，支配権の変動がありうることを被保有会社の株主や市場参加者に知らせるためであるが，間接的には被保有会社の経営陣に企業買収の早期警戒措置をとる余裕を与えることにもなる。

報告義務の課される実質的所有者は，契約，合意，関係など，株式の議決権もしくは議決権の指図権，または株式の処分権もしくは処分の指図権を保有，もしくは共有する者をいう[152]。また，購入オプション（call option）の購入者，および新株予約権（warrant）の保有者など，権利の行使を通じて，60 日以内に株式を取得できる権利（right）を有する場合には，実質的所有者とみなされる[153]。同じ理由から，レンディング取引で株式を貸している貸主も，60 日以内に返済を受けることができる場合には，実質的所有者とみなされる[154]。ただし，実質的所有者とみなされるのは，取得する「権利（right）」を有する者に限定される。したがって，売却オプション（put option）の売却者は，株式を購入する義務を負うに過ぎないことから，実質的所有者とはみなされない。この権利性が，隠れた所有権者が開示義務を負うかについて，問題となる場合がある。なお，実質的所有者の定義は，以下のスケジュール 13G も同様である。

有価証券の取得および処分を業務とする金融機関など[155]（以下「適格機関投資家」という）に対し，スケジュール 13D の義務をそのまま課すことは，業務の効率性を著しく阻害し，また適格機関投資家が有価証券を取得する趣旨

から鑑みても，報告義務を課す必要性は低い。そこで，適格機関投資家が，業務の範囲内で，かつ会社の支配権に変更を与えたり，影響を与えたりする目的または意図を有することなく，株式を取得した場合には，スケジュール13Dではなく，スケジュール13G（大量保有報告〔特例方式〕）によって，その保有状況を報告することが許されている[156]。

スケジュール13Gも，スケジュール13Dと同様に，実質的所有者が報告の基準となる。スケジュール13Gは，スケジュール13Dと異なり，保有が年末に5%を超える場合には，その年末から45日以内にSECに対して，スケジュール13Gによって，その年末現在の保有状況を報告しなければならない[157]。したがって，年内に基準を超えたとしても，年末に基準未満となった場合には，報告義務が生じない。

ただし，スケジュール13Gで報告が許される場合でも，その保有割合が10%以上となったときには，10%以上となった日の属する月の月末から10日以内にSECに対して，スケジュール13Gによって，その状況を報告しなければならない[158]。さらに，その保有割合が，20%以上となった場合には，スケジュール13Gでの，報告は認められず，スケジュール13Dによって，報告を行わなければならない。

なお，スケジュール13Dにおいては，住所，国籍等の購入者の身元に関する情報や実質的所有株式数に加えて，（i）購入資金の出所および総額ならびに借入の場合の資金提供者（ただし，銀行が通常業務の一環で行った融資の場合は除く），（ii）支配権取得目的である場合，対象会社の清算，売却，合併等の計画または提案，（iii）共同保有に関係する契約や合意等に関する情報（これには譲渡契約だけでなく，オプションに関する契約や委任契約等も含まれる）および当該契約の相手方に関する情報などが報告の対象であるが，スケジュール13Gの場合，これらの付加的情報は，報告の対象とされていないという観点においても，大幅な簡素化が図られている。

(2) 実質的所有者の定義の拡張

大量保有報告制度の趣旨は，将来，支配権の変動がありうることを被保有会社の株主や市場参加者に知らせることである。二.2.の事例で見たように，デカップリングは，株主や市場参加者に誤った情報を伝えることになり，結果として大量保有報告の趣旨を潜脱することになる。そこで，大量保有報告の対象，すなわち実質的所有者を拡張することが，一つの解決策となる。2006年6月，トータル・リターン・エクイティ・スワップの購入者が，実質的所有者にあたるかについて，重要な判決[159]がなされたので，ここで検討する。

これは，チルドレン・インベストメント・ファンド（The Children's Investment Fund）とスリー・ジー・ファンド（3G Fund）(以下「ファンド」と総称する）が，鉄道会社であるシー・エス・エックス（CSX Corporation）に対する投資として行った現金決済のトータル・リターン・エクイティ・スワップ取引（以下「本スワップ取引」という）[160]を開示しなかったのは，大量保有報告義務違反であるかが争われた事件に関する判決である[161]。ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所（以下「地裁」と略す）は，ファンドを実質的所有者とみなし，大量保有報告義務違反であると判示した。

ここでの争点は，本スワップ取引の売却者（以下「売却者」という）が取引のヘッジとして保有する株式を，本スワップ取引の購入者（ファンド。以下「購入者」という）が所有しているとみなせるかどうかである。SECは，経済的インセンティブや業務上のインセンティブは，大量保有報告における「実質的所有権」の存在を認定するには不十分であるとしていた[162]。ところが，地裁は，購入者に議決権や処分権限を与えるものではないし，売却者にヘッジ目的で原資産の保有を求めるものでもないことを認めつつ[163]，実質的所有者の概念を，事実上の支配に拡張し，議決権や処分権限の行使に影響を与える重大な能力（significant ability）をもつ者を，実質的所有者であるとした[164]，さらに，これを本事案にあてはめ，売却者が現物株式でヘッジを行うのであ

れば，この要件を満たすとした[165]。

さらに，地裁は，規則 13d-3(b)が，大量保有報告義務を回避するためのプランや仕組みを利用している者に実質的所有権が帰属すると規定していることから，購入者は，この規定によっても，大量保有報告義務を負うとした。つまり，購入者は，大量保有報告を回避するプランや仕組みの一部として，実質的所有権が購入者に帰属することを避けるために，本スワップ取引を利用していることから，規則 13d-3(b)の規定に従い，購入者は，売却者の保有する株式の実質的所有者であると判示した[166]。この点に関して，SEC は，スワップ取引を行っているという事実のみによって，大量保有報告義務を潜脱していると認定し，規則 13d-3(b)の実質的所有者とみなすことはできないと，主張している[167]。

この判決は，過去の判例で示された事実上の支配の概念である，議決権や処分権限の行使に影響を与える重大な能力（significant ability）を拡張し，一律，自己のポジションのヘッジ目的で行っている現金決済のスワップ取引の購入者を，実質的所有者と認定している。この見解に従えば，自己ポジションのヘッジ取引は，すべて大量保有報告の対象となることから，大量保有報告制度の本来の趣旨からは逸脱すると指摘する意見がある[168]。しかしながら，取引当事者の主観的事情を外部から判断することは困難であることから，隠れた（変態する）所有権者を監視する有効な手段であることには間違いない。したがって，開示対象となる取引の明確化は必要であるが，支配権市場への影響や投資家の報告義務のコストなどを考慮しつつ，実質的所有者の範囲を拡張することはやむを得ないであろう。

なお，SEC は，エクイティ・スワップなどのデリバティブ取引の購入者が，支配権の変更を目指し，事実上株式を支配している場合，当該購入者を大量保有報告の実質的所有者とすべきかについて，検討を続けている[169]。

(3) わが国の大量保有報告制度の概要

わが国の大量保有報告制度には，アメリカの大量保有報告制度と同様に[170]，

一般投資家が行う「一般報告」（金商27条の23）と金融機関等が行う「特例報告」（同27条の26）の2種類がある。以下では，一般報告を中心に，検討する。

投資家は，ある銘柄について，その株式等保有割合（以下「保有割合」という）が5%を超えた日から5営業日以内に，内閣総理大臣に大量保有報告書を提出しなければならない（金商27条の23第1項)。

保有割合は，基本的に，投資家が保有する株式数（以下「保有株式数」という）を分子として，発行済株式総数を分母として計算される（金商27条の23第4項)。分子の算定にあたっては，自己の名義で所有する株式に加えて，他人の名義で所有する株式が加算される（同3項)。さらに，株式の引渡請求権等（買い予約，コール・オプションの取得者）を有する場合（金商26条の23第3項，金商令14条の6)，信託契約の中で信託財産に含まれる株式の議決権行使を指図する権限を有する場合（金商27条の23第3項1号)，投資一任契約によって投資権限を有する場合（同項2号）には，保有株式数に参入される。

レンディング取引やデリバティブ取引における保有割合の算出に関し，金融庁は，次のような解釈指針を示している[171]。

まず，レンディング取引については，これが消費貸借契約である場合，借主は所有権を有することから当然に借主の保有株式数に算入され，貸主は株式の引渡請求権を有することが一般的であることから，貸主の保有株式数に算入される[172]。また，停止条件付売買等，契約の効力発生に条件が付されていることにより，当該停止条件が成就するまで引渡請求権が発生しない場合には，当該停止条件が成就するまでは買主の保有株式数に算入する必要はないが，原則として当該停止条件が成就すると考えられる場合など，事実上引渡請求権が存在すると認定できる場合には，保有株式数に算入すべきとされている。さらに，売買契約に決済の前提条件が付されている場合には，当該契約の具体的内容に照らして，個別に判断されるが，通常，引渡請求権自体は発生していると認められる場合が多いことから，買主の保有株式数に算入すべきとされている[173]。このように，わが国の大量保有報告における

「引渡請求権等」は，停止条件付売買の一部に例外はあるが，法的請求権に限定される。

また，トータル・リターン・エクイティ・スワップなどの株式等を原資産として，当該原資産から生じる経済的利益のみを一方当事者に帰属させることを内容とするデリバティブ取引については，当該デリバティブ取引の購入者（ロングポジション保有者）は，経済的利益のみを有するに過ぎないことから，原則として，大量保有報告書を提出する必要はないとされている。ただし，当該デリバティブ取引の売却者（ショートポジション保有者）がヘッジ取引として行う原資産の取得もしくは処分，または保有に，購入者の支配が及んでいると考えられる場合には，購入者は，当該原資産である株式を保有株式数に算入すべきとされている[174]。

なお，わが国の大量保有報告で開示される情報は，保有者の住所に関する情報や保有株式数に加えて，（i）購入資金の出所および総額ならびに借入の場合の資金提供者（ただし，銀行が通常業務の一環で行った融資の場合は除く），（ii）保有目的，（iii）当該株券等に関する担保契約等重要な契約に関する情報などであるが，これらのうち，特例報告では，（i）および（iii）の情報は，報告の対象とされていない[175]。

注

136） Salomon Brothers, SEC No-Action Letter (May 4, 1975).

137） 投資会社は，運用している有価証券を保管銀行に預託する義務を負うが，貸借取引は，その例外として，認められている（17 C.F.R § 270.17f-2; SEC, No-Action Letter, *supra* note 160）。また，コーポレート・ガバナンスに関する規制以外に量的規制として，オープンエンド型の投資会社においては，そのポートフォリオの3分の1以上となる運用財産の貸出しが制限されている（15 U.S.C § 80a-18(f)(1); The Brinson Funds et al., SEC No-Action Letter, SEC No-Action Letter (Nov. 25, 1997)）。

138） Sife Trust Fund, SEC No-Action Letter (Feb. 17, 1982); State Street Bank & Trust Company, SEC No-Action Letter (Sep. 29, 1972).

139） 17 C.F.R. §§ 270.30b1-4-4, 275.206(4)-6.

なお，わが国においては，投資信託協会の自主規制のもと，議決権の指図行使に

関する規定の作成が義務付けられている（「正会員の業務運営等に関する規則2条2項」および「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」参照）。

140) Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 33-8188 (Jan. 31, 2003); Proxy Voting by Investment Advisers, Investment Advisor Act Release No. IA-2106 (Jan. 31, 2003).

141) 29 C.F.R. § 2509.08-2(1).

142) Pension & Welfare Benefit Programs, OP. Dep't of Labor No. 79-11A, at 7 (Feb. 23, 1979).

143) Prohibited Transaction Exemption (PTE) 2006-16; Class Exemption to Permit Certain Loans of Securities by Employee Benefit Plans, 71 Fed. Reg. 63,786 (Oct. 31, 2006).

144) 12 C.F.R. § 220.10(a).

なお，配当金再投資制度 (Dividend Reinvestment Plans (Programs): DRIPs) に限り，証券会社は，この規定にかかわらず，株式を借り入れることができる (12 C.F.R. 220.10(c); Federal Reserve Board Rulings and Staff Opinions Interpreting Regulation T, Reserve Regulatory Serv. 5-615.01 (July 6, 1984); Reserve Regulatory Serv. 5-615.1 (Mar. 2, 1984))。

145) NYSE Rule 452.

146) 15 U.S.C. § 78m(d), 17 C.F.R. § 240.13d-1(a).

147) 15 U.S.C. § 78m(f), 17 C.F.R. § 240.13f-1(a).

148) 15 U.S.C. § 78p(a).

149) Filing and Disclosure Requirements relating to Beneficial Ownership, Securities Exchange Act Release Nos. 33-5925; 34-14692 [43 Fed. Reg. 18,484] (Apr. 28, 1978).

150) Jesse M. Frid, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading through PreTrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303, 342 (1998).

151) 15 U.S.C. § 78m(d), 17 C.F.R. § 240.13d-1(a).

152) *Id.* § 240.13d-3(a).

153) *Id.* § 240.13d-3(d).

154) この場合，貸借契約等の内容が，スケジュール13Dの項目6で，開示される。

155) 証券会社 (15 U.S.C. 78o)，銀行 (*id.* 78c)，保険会社 (*id.* 78c)，投資会社 (*id.* 80a-8)，投資顧問会社 (*id.* 80b-3)，従業員福祉プラン・年金基金 (29 U.S.C. 1001 et seq.) など (17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(ii))。

156) 17 C.F.R. § 240.13d-1(b).

157) *Ibid.*

158) *Ibid.*

159) CSX v. Children's Investment Fund, 562 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y. 2008), *aff'd*, 292 Fed. Appx. 133 (2d Cir. 2008).

なお，本判決に関する詳細は，Sean M. Donahue, *Lessons Learned From CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals For Reform,* 4 Brook. J. Corp. Fin & Com. L. 221 (2010) 参照。邦文の参考文献としは，太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔下〕」商事1842号23頁（2008年）などがある。

160) 証券会社が，対象となる証券（株式等）のパフォーマンスに相当する金銭を支払い，それと交換で，購入者であるファンドが，想定元本における利息を支払う取引。

161) SECの解釈では，現金決済のスワップ取引の購入者は，実質的所有者とはならない，とされていた (Commission Guidance on the Application of Certain Provisions of the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, and Rules Thereunder to Trading in Security Futures Products, Securities Act Release No. 8107, Exchange Act Release No. 46,101 [67 Fed. Reg. 43,234, at 43,240] (June 27, 2002))。

162) Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United State District Judge, Southern District of New York 2 (June 4, 2008), *available at* http://www.gibsondunn.com/publications/documents/csx-brianbrehenyltrto-judgekaplan.pdf.

163) CSX v. Children's Investment Fund, 562 F. Supp. 2d 511, 541 (S.D.N.Y. 2008).

164) SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc., 837 F. Supp. 587, 607 (S.D.N.Y. 1993).

165) CSX v. Children's Investment Fund, 562 F. Supp. 2d 511, 541 (S.D.N.Y. 2008).

166) *Id.* at 552.

167) Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United State District Judge, Southern District of New York 4 (June 4, 2008), *available at* http://www.gibsondunn.com/publications/documents/csx-brianbrehenyltrto-judgekaplan.pdf.

168) Robert T. Law, The Derailment of Section 13(D) Liability After CSX V. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(D) Disclousere, 59 Cath. U.L. Rev. 259, 285 (2009).

169) *Modernizing Oversight to Increase Transparency and Reduce Risk: Hearing Before the Subcomm. on Securities, Insurance and Investment of the Comm. On Banking, Housing, and Urban Affairs,* 111th Cong. (2009).

170) わが国大量保有報告は，1990年の証券取引法（当時）改正で，アメリカの大量保有報告規制に範をとって，導入された。

171) 金融庁『株券等の大量保有報告に関するQ&A』(2010年3月31日)(以下「大量

保有報告 Q&A」という」)。

なお，大量保有報告 Q&A についての解説は，三井秀範・土本一郎・宮下央「株券等の大量保有報告に関する Q&A の解説〔上〕〔中〕〔下〕」商事 1903 号 4 頁，1904 号 36 頁，1905 号 26 頁（2010 年）。

172) 「大量保有報告 Q&A」（問 9）。

なお，借主が大量保有報告書等を提出する場合，「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に消費貸借により借り受けている旨ならびに相手方および数量等を記載する必要があり，貸主は，既に大量保有報告等を提出している場合，「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄に消費貸借により貸し付けている旨ならびに相手方および数量等を規制した変更報告書を提出する必要がある。

173) 「大量保有報告 Q&A」（問 11）。

174) 「大量保有報告 Q&A」（問 14）。

175) 株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令の定める第 1 号様式および第 3 号様式参照。

五　総　　括

1　はじめに

デカップリングは，コーポレート・ガバナンスの在り方，および支配権市場における情報開示の二つの領域において，重大な問題を生じさせている。

そこで，最後に，ここまでの考察を踏まえて，これらの問題を如何に解決するかについて，アメリカの会社法制を検討し，日本の会社法制のもとでのいくつかの解決策の提言を試みたい。

以下では，まず，誰が議決権をはじめとした株主権を行使するべきか（コーポレート・ガバナンスの主役である「株主」の確定）という論点で，解決策を考えてみたい。次に，この論点に関連して，議決権と経済的所有権の分離の制限が可能か，経済的所有権を有しない者による議決権行使の制限が可能か，という問題を考える。最後に，もう一つの重要な問題である支配権市場における情報開示規制について，支配権市場に影響を与える株式保有の情報を如何に

適切に開示するのか，具体的には大量保有報告制度の対象範囲（実質的所有者）はどうあるべきか，という論点で，解決策を考えてみたい。

2　株主権者の決定――誰を株主とすべきか

(1)　州会社法のパラダイム

①　州会社法上の議決権者――名義人

上場株式の場合，株式は流通しているので，議決権を行使する者を確定する日（基準日），および当該日において議決権を行使する者を特定する仕組みが必要となる。

たとえば，デラウエア州会社法は[176]，株主総会の60日以内で，かつ10日前までの日を基準日としなければならないとし[177]，この基準日の株主名簿上に記載されている者が，株主総会で議決権を行使することができると定めている[178]。このように，デラウエア州会社法は，議決権者を，基本的に，実質的所有者（beneficial owner）ではなく，株主名簿上の名義人（registered owner）としている[179]。また，受認者（fiduciary）の資格で株式を保有している名義人も，議決権を行使する権限が与えられている[180]。

デラウエア州会社法が，実質的所有者ではなく，名義人を株主とする理由は，二つある。第1に，会社が議決権者を明らかに特定できることである。第2に，実質的所有者と名義人との関係は，実質的所有者が解決，対処すべき事項であり，会社は，実質的所有者と名義人との間の紛争には，できるだけ巻き込まれないようにすべきと考えていることである[181]。つまり，デラウエア州会社法では，議決権者を特定する唯一の証拠が，株主名簿であるとされる。もちろん，このように名義人を株主とするのは，会社の便宜であって，このことから，実質的所有者による株主権の行使が許されないわけではないことに留意する必要はある[182]。

デラウエア州会社法のもとでは，名義人のみが，議決権者であり，会社は，名義人を議決権者として，取り扱えば，免責される。このため，会社は，議

決権行使に必要な委任状，委任状勧誘書類および事業報告書等を名義人に送付すればよい。名義人は，委任状に，どのように行使するかを指示して，議決権を行使する。デラウエア州会社法の議決権行使のモデルは，典型的な閉鎖会社のように，名義人である株主自らが議決権行使することを前提としたものである。

しかしながら，日々取引が行われる上場会社の株式を，株式の券面の交付により決済することは，現実的ではない。そこで，アメリカの株式取引では，券面が不動化（immobilization）され，現在では，証券取引の清算および決済の容易化のため，上場会社のほとんどの株式は，預託信託公社（Depository Trust Company: DTC. 以下「DTC」と略す）などの保管機関で保管され，株主は，保管機関に保管口座を有する金融機関を通じ，株式を保有している。したがって，株式の発行会社の株主名簿に記載されている名義の多くは，この保管機関の名義（ストリート・ネーム〔street name〕[183]）となっている[184]。

なお，模範事業会社法は，名義人または実質的所有者（保管機関名義〔nominee〕となっている株式に関する実質的所有者）を株主と定義し[185]，実質的所有者に多くの株主の権利（配当請求権，議決権，株式買取請求権，帳簿閲覧権など）を与えている[186]。

② 模範事業会社法および統一商事法典のパラダイム――実質的所有者

模範事業会社法は，実質的所有者を株主と考えており，その実質的所有者が，会社法上の株主の権利を保有することは，既に述べたとおりである。しかしながら，デラウエア州会社法をはじめとした多くの会社法は，実質的所有者を株主とは認めていない[187]。

ところが，このストリート・ネームでの保有形態に対応するため，アメリカの統一商事法典（Uniform Commercial Code: U.C.C.）は，実質的所有者を株主とするパラダイムを構築している。つまり，統一商事法典は，金融機関の口座において株式を保有する者を，保管機関が保有している金融資産（financial asset）[188]上の権利（securities entitlement）[189]の保有者とみなしている[190]。

金融機関が投資家の購入した株式を帳簿に記載したとき，その投資家が，権利保有者（entitlement holder）となる。重要なのは，金融機関（保管機関）が株式を購入せずとも，投資家の口座に記帳すれば，投資家は，権利保有者となることである。

ただし，統一商事法典8-503条は，金融資産上の権利を，当該金融資産上の直接の権利ではなく，当該金融資産上のすべての権利に関する持分権であると，定義している[191]。つまり，金融資産上の権利は，当該金融資産を保管する名義人である保管機関が，投資家のために行使する義務を負い，投資家は，当該保管機関が適切に当該義務を履行することをモニタリングする権利を有するにすぎない。

以上のように，上場会社での株主権のパラダイムは，名義人が株主であるとする州会社法のパラダイムを補正し，実質的所有者（=権利保有者）を株主とするパラダイムを採用しているといえよう。

(2) 議決権行使の実務運営
——証券取引所法による州会社法の補正

以上の考察のとおり，アメリカの株主確定の法的プロセスには，名義人を基準とする法制度と，実質的所有者を基準とする法制度が存在する。そこで，以下では，ニューヨーク証券取引所に上場されている株式の議決権者確定のプロセスを考察する。

① 実質的所有者（beneficial owner）パラダイムの採用

会社は，実質的所有者を見つけ出すため，保管機関（主として，DTC。以下では，DTCが保管機関であることを前提とする）に，会社の株式を保有する参加金融機関（直接参加金融機関）のリストの提供を求めなければならない。保管機関は，直ちに参加金融機関を明らかにする義務を負っている[192]。

会社は，保管機関から参加金融機関のリストの受領後，当該参加金融機関に，必要となる株主総会に関する書類（以下「議決権行使書類」と総称する）の

数（実質的所有者の総数）を調査するためのカード（以下「調査票」という）を送付する[193]。調査票を受け取った参加金融機関は，要求された情報を提供する義務を負う。多くの参加金融機関は，この議決権に関する業務をブロードリッジ社（Broadridge Financial Solutions, Inc.）[194]に委託している。

参加金融機関のうち，証券会社は，調査票受領後，7営業日以内に，調査票に回答しなければならない[195]。参加金融機関のうち，銀行（以下「直接参加銀行」という）は，調査票受領後1営業日以内に，当該直接参加銀行に管理口座を開設している，実質的所有者のために株式を管理している銀行（respondent bank. 以下「間接参加銀行」という）に関する情報を，会社に回答しなければならない[196]。会社は，間接参加銀行の情報受領後，間接参加銀行に調査票を送付しなければならない[197]。これらの銀行（直接参加銀行および間接参加銀行）は，調査票受領後，7営業日以内に，調査票に回答しなければならない[198]。

なお，この一連の手続において，会社が，実質的所有者を特定する情報（氏名，住所，基準日における株式数）の提供を要請した場合において，保管口座の名義人が，実質的所有者であることを開示することに異議を留めたときには[199]，参加金融機関は，当該実質的所有者を特定する情報を会社に提供することが禁止される制度となっている[200]。このため，会社は，全部の実質的所有者を特定する情報を把握することができるわけではない[201]。

② 議決権行使に関する書類の交付

会社が，実質的所有者の情報を入手したら，当該実質的所有者を管理する証券会社および銀行に議決権行使書類を送付しなければならない[202]。議決権行使書類を受領した証券会社および銀行は，5営業日以内に，それを実質的所有者に転送しなければならない[203]。

また，2007年3月30日からは，議決権行使書類を会社のウェブ・サイトに掲載することをもって，交付に代えることが認められた[204]。この場合，会社は，株主に，電子交付サービスを受けることのできる旨の通知を行い，

株主が電子交付を受けることを選択すれば，会社は，議決権行使書類の交付を免除される。

③　議決権行使の方式

議決権行使の方式は，二つある。第1に，参加金融機関が，実質的所有者に，所定の委任状を送付し，当該実質的所有者は，その空欄を補充し，委任状を完成させ，会社に直接送付する方法である（直接行使方式）。この方法は，余り利用されていない[205]。

第2に，参加金融機関が，実質的所有者からの指図に従い，議決権を行使する方法である（包括的委任状方式）[206]。具体的には，参加金融機関から業務委託を受けた，議決権行使サービスプロバイダーであるブロードリッジ社が，実質的所有者に，議決権行使の依頼を行う。依頼を受けた実質的所有者は，ブロードリッジ社に議決権行使の指図を行う。ブロードリッジ社は，この指図を集計のうえ，包括委任状を作成し，会社から業務委託を受けた票集計会社（tabulator）[207]へ通知する。なお，票集計会社は，DTC 名義[208]で DTC に保管されている株式数と議決権行使される株式数の照合を行う。

(3)　小　　括

アメリカの会社法制では，州会社法は，名義人を株主とする制度を採用しているが，上場会社の実務運営の基礎となっている統一商事法典や証券取引所法のもとでは，実質的所有者を株主として権利行使を認める制度が定着している。実質的所有者を株主とするパラダイムにおいては，実質的所有者の概念が明確に定義されていないが，実務運営では，エンプティ・ボーティングなど，従来の株主保有形態で想定されていない場合を除けば，剰余金などの経済的利益を収受する経済的所有権を有する者を実質的所有者と推定する運営がなされている。したがって，さらに一歩進み，経済的所有権者を実質的所有者と定義し，保管機関や参加金融機関の実務運営を見直すことによって，議決権行使のインセンティブを有しないエンプティ・ボーティングを排

除することができると考える。

ところで，わが国会社法は，株主名簿の名義人を株主と推定し，議決権を含めた株主権行使を認めている（会 130 条 1 項）。また，市場で流通している振替株式は，振替機関[209]が権利行使の確定日を基準に作成する総株主通知を会社に通知することによって，その基準日に名義書換が行われたものとして，名義人が確定し，会社は，その名義人に議決権などの株主権を行使させる（社債株式振替 151 条 1 項，152 条 1 項）。権利確定手続（同法 151 条）の存在しない少数株主権の行使など（同法 147 条 4 項）については，加入者の個別の申出に従い振替機関が会社に対し通知をなすことにより，当該加入者の権利行使がなされる（同法 154 条）。振替株式については，口座管理機関の振替口座簿における記載・記録の名義人を権利者とする推定規定がある（同法 143 条）。総株主通知や少数株主権の行使などにおける権利確定手続のいずれの枠組みも，株主名簿や振替口座簿という会社や口座管理機関に備置される記録簿に記録された名義人を権利者と推定する点で，州会社法のパラダイムと同じである。

このように振替株式制度のもとでは，アメリカと同様，株式保有は，証券会社や銀行などの口座管理機関を通じて行われるが，わが国の少数株主権など，一部の株主権を除き，株主名簿上の名義人を株主と推定する制度は維持されているといえる。したがって，法制度上「実質的所有者」という概念は採用していないことから，経済的所有権者を株主と認定するならば，会社法（同 124 条 1 項，130 条），および振替口座等の記載内容を定める社債，株式等の振替に関する法律の見直しが必要となる。

3　経済的所有権を有しない者による議決権行使の制限——レンディング取引に関する規制

議決権行使のインセンティブを有しない者による議決権行使を排除する有効な規制方法の一つは，議決権と経済的所有権の分離を禁止することであ

る。しかしながら，株式の保有動機は多様であり，すべての株式保有者について，デリバティブ取引やレンディング取引など議決権と経済的所有権とを分離することになる取引を，一律に禁止することは現実的ではない。そこで，少しでも経済的所有権を有しない者による議決権行使を少なくすることが可能か，その場合の課題を検討する。

アメリカにおけるレンディング市場の発展は，めざましく，2011年第1四半期には，アメリカ市場において，平均約3.8兆ドルの株式が貸出可能であり，そのうち平均約2,495億ドルの株式が貸し出されていた[210]。これは，ニューヨーク証券取引所とナスダック証券取引所の株式時価総額[211]の約17%を占める。つまり，上場株式の約17%は，エンプティ・ボーティングであるともいえる。そこで，このような大きな比率を占めるレンディング取引によるエンプティ・ボーティングを少しでも削減することが，コーポレート・ガバナンスの有効性を確保する意味から重要である。

レンディング取引を利用したエンプティ・ボーティングを減らすには，(i) 経済的所有権を有する貸主を議決権者（実質的所有者）と認定し，議決権を行使させること，または (ii) 基準日に株式の返却を義務付けることである。(i)については，五.2.で論じたので，ここでは，(ii)について，検討する。

SECおよびアメリカ労働省は，投資会社，投資助言会社，制度受託者に対し，自己のポートフォリオで保有する株式をレンディング取引で貸付けている場合，議決権行使の費用以上の経済的利益を得られることが期待できるならば，貸株を回収し，議決権行使することを義務付けている[212]。さらに，制度受託者は，株主総会に重要な議案が上程されるならば，貸株の返却を求める義務を課されている[213]。

しかしながら，株主総会の議案は，基準日後に株主に交付されるため，議案の内容を精査し，その結果を踏まえて貸株を回収することは不可能である。そこで，会社提案の議案を基準日前に公表することが考えられるが，株主提案は，委任状勧誘規制との抵触もあり，基準日前に公表することは難し

い[214]。わが国の会社法においても，株主総会の3か月以内に基準日を設定する旨の定めがあり[215]，多くの上場会社は，基準日を会社の決算日とし，株主総会日を，この限度の上限近くで設定していることから，基準日以前に議案を確定することは難しい。

そこで，基準日以前にレンディング取引を一斉に終了し，貸株の回収を義務付けることも考えられるが，その場合，市場へのインパクトが大きく，その影響を見極める必要がある。

このように，レンディング取引によって貸し出されている株式を議決権行使の目的のために，基準日前に回収を義務付けることは，いずれも困難であろう。

4　経済的所有権を有しない株主の議決権の制限

議決権行使のインセンティブを有しない者による議決権行使を排除する有効な規制方法のもう一つは，経済的所有権以上の議決権行使を制限する方法である[216]。たとえば，当該株式について，売りポジションを有している株主の議決権行使を制限することが考えられる[217]。

しかしながら，経済的所有権を切り離す方法には，オプション，スワップ，レンディングなど，多様な取引手法があり，どのような取引を行っていた場合にエンプティ・ボーティングであると認定し，その議決権行使を規制するのかを明確にすることは困難である。投資家が直接取引を行っているのではなく，複数のファンド内の取引を合成することにより，意図してまたは結果として，エンプティ・ボーティングを行っている場合もあることから，さらに規制を困難にする。そこで，支配権市場に影響を与えるエンプティ・ボーティングのみを規制対象とすることが考えられる。

また，アクサの事例のように，経済的所有権の量を判断する際において，株式以外の資産が関連する場合には，さらに複雑となる。アクサの事例で

は，アクサの転換社債の保有者がマネーに関して負の経済利益（negative economic interest）を有していたわけではなく，保有者の関心事が，自己のポートフォリオの利益，すなわち合併自体が株主全体の利益になるかどうかではなく，自己の保有する転換社債を転換して利益となるかにあった。このような場合までを規制の対象とすることは，証券投資の本質から困難である。規制対象とする取引種類を列挙するなど，一定の割り切りは必要である。

議決権を株式の経済的所有権から分離することには問題もあるが，議決権譲渡，移転が必ずしも害となるわけではない218)。消極的な株主や無関心な株主から，積極的な株主に議決権を譲渡，移転することは，企業価値の向上の観点では，意義のあることである。株式の価格リスクをヘッジしている株主でも，企業価値を増加させるインセンティブを有している者もいる。

そこで，許されるべきエンプティ・ボーティングであるのか，許されるべきではないエンプティ・ボーティングであるのかを判断することを避けるために，大量保有報告の提出者など，一定の基準以上（たとえば，5% 以上）の議決権を有する株主が議決権を行使する場合，経済的所有権の一定割合以上（たとえば，120% 以上）を超えた議決権を行使していないことの証明を義務付けることが提案されている219)。つまり，経済的所有権の裏付けのない議決権行使を間接的に制限する規制である。この場合，経済的所有権の算出においては，たとえば，X 株式のヘッジとして，X 株式を含むインデックスの売り建て取引のような，一般的なヘッジは考慮せず，X 株式と直接関連する利益を媒介する資産（結合資産〔coupled ownership〕）のみを考慮して，算出することが効率的，かつ有効である。規制の対象者を大量保有報告者（すなわち 5% 以上の議決権保有者）とすれば，大量保有報告において，この結合資産に関する情報開示を義務付ければ，実効性を担保できる。

この規制方法によれば，企業価値を増加させるためのインセンティブをもった株主による議決権行使を保護することができる一方，株主に対し，自己の経済的所有権の監視負担を求めるものであることから，取引コストを増

大させる心配も少ない。また，大量保有報告制度を活用することから，事後的に株主の証明を検証することが可能であり，かつ大量保有報告の虚偽記載には，刑事罰の対象となることから，強制力を有する規制である。

さらに，投資家が直接取引を行っているのではなく，複数のファンド内の取引を合成することにより，意図してまたは結果として，エンプティ・ボーティングを行っている場合に対応するため，規制は，連結ベースで行うことも考えられる。

この規制方法は，一定の大口投資家のみを対象とするが，（i）過剰な規制による取引コストは小口投資家の利益を超えること，（ii）経済的所有権を超える議決権を行使する小口投資家は単にヘッジをしているだけで，エンプティ・ボーティングを意図しているわけではないこと，（iii）小口投資家のエンプティ・ボーティングは決議の結果に影響を与えることはないこと，および（iv）小口投資家に対する追加の負担は更なる消極主義をもたらすことから，一定の合理性はあるものと考えられる。

なお，経済的所有権の一定比率を上回るがために，行使することが否認された議決権数の取扱いが問題となる。つまり，当該議決権数を定足数の算出において，どのように取り扱うかが問題となる。結果の合理性から考えて，自己株式や関連会社の保有株式と同様に，発行済株式総数から除外することが妥当である[220]。

5　大量保有報告制度の対象範囲の拡張

大量保有報告制度は，支配権の変動があるうることを被保有会社の株主や市場参加者に知らせることが目的であるが，本稿でも述べたとおり，十分機能しているとは言い難い。そこで，この目的を達成するため，大量保有報告制度の更なる機能向上に向けて，実質的に議決権行使の判断を行っている者の開示の必要性，および法律上ではないが，実質的に株式を支配している者の開示の必要性という二つの論点で，私案を提示したい。

第1に，適格機関投資家を対象とする特例の報告（アメリカのスケジュール13Gおよびわが国の特例報告。以下合わせて「特例報告等」と総称する）は，報告される情報の内容が限定的である[221]。しかしながら，信託銀行や投資顧問会社などによる議決権行使のように，資金供給者の議決権行使指針に従い議決権行使が行われる場合があることから，その背後にある投資家（ファンドの委託者など）の名前等を開示する必要があると考える[222]。

また，わが国とアメリカともに，議決権の行使権者や議決権の指図権者を大量保有報告の報告義務者としているが，ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）[223]などの議決権行使助言会社の助言に従い，議決権を行使するという機関投資家も多くあることから[224]，これらの情報開示も必要であろう。

第2に，わが国とアメリカともに，株式等（以下「原資産」という）から生じる経済的利益のみを一方当事者に帰属させることを内容とするデリバティブ取引の購入者（ロングポジション保有者）は，当該取引の相手方（ショートポジション）がヘッジ目的で保有している原資産を保有株式数に算入する必要がない。

しかしながら，すでに述べたとおり，SECは，エクイティ・スワップなどのデリバティブ取引の購入者が，支配権の変更を目指し，事実上株式を支配している場合，当該購入者を大量保有報告の実質的所有者とすべきかについて，検討を続けている[225]。すでに，イギリスの金融サービス機構（Financial Service Authority）は，2009年3月，CFD（Contract for Difference）を通じ間接的に保有する株式について，証券会社が顧客との取引で購入者（ロングポジション）となるものを除き[226]，購入者（ロングポジション保有者）が保有するものとし，報告義務を課している[227]。

そこで，わが国も，イギリスと同様，事実上支配する株式についても，大量保有報告制度の対象とすべきである[228]。

注

176) アメリカの公開会社の50%以上は，デラウエア州で設立されている。そこで，本稿では，デラウエア州法について，言及する。

177) Del Code Ann. tit. 8, § 213(a) (2011).

178) *Id.* § 219 .

179) デラウエア州会社法では，その他帳簿閲覧請求権，株式買取請求権，株主代表訴訟提訴権などの株主権が，名義株主（registered）に与えられている（Del Code Ann. tit. 8, §§ 220, 262）。

なお，派生訴訟（derivative action）の当事者適格を判断する際の株主は，名義株主以外の実質的所有者（beneficial owner）も含まれる。実質上の株主が派生訴訟の当事者適格として認められる実質的理由は，議決権行使などの株主権行使において，会社は，株主の確定につき確実性と予測可能性を有する利益をもっているが，実質上の株主が会社の利益を図ろうとする派生訴訟においては，そのような硬直性はなく，派生訴訟の提起において原告が裁判所に対して自己の実質的株式所有を証明する必要があるので，会社は，株主の確定について何らの不当な負担を被るものではないことなどがあげられる（Rosenthal v. Burry Biscuit Corp., 60 A.2d 106, 112 (Del. Ch. 1948)）。

180) Del Code Ann. tit. 8, § 217 (2011).

181) Salt Dome Oil Corp. v. Schenck, 41 A.2d 583, 589 (Del. 1945).

182) したがって，法的救済を求めることもできる（神崎克郎「米国における実質的株主の保護」神戸23巻3・4号184頁（1974年））。

183) 預託信託公社（Depository Trust Company）は，Cede & Co. という名称（ストリート・ネーム）を使用して，株主名簿に登録している。

184) 1997年当時，ニューヨーク証券取引所に上場している株式のおおよそ70%から80%は，ストリート・ネームで保有されていた（Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange, Inc.; Order Granting Approval to Proposed Rule Change and Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval to Amendment No. 1 to Proposed Rule Change Relating to a One-Year Pilot Program for Transmission of Proxy and Other Shareholder Communication, Exchange Act Release No. 38,406 [62 Fed. Reg. 13,922, 13923] (Mar. 14, 1997)）。

185) Model Bus. Corp. Act § 1.40 (21) (1984).

186) *Id.* §§ 6.40, 7.22, 7.23, 7.24, 7.40, 7.41, 13.01, 13.02, 16.02.

187) Curtis R. Reitz, *Investment Securities: The New UCC Article 8 for Delaware,* 1 Del. L. Rev. 47, n.15 (1998).

188) 金融市場で取引されている，または投資媒体として発行もしくは流通している，証券，ならびに債務，持分，参加およびその他の権利等をいう（U.C.C. § 8-102(a)

(9) (2011))。

189) 金融資産（financial asset）に関する実質的保有者（entitlement holder）の権利および財産権をいう（*Id.* § 8-102(a)(17))。

190) *Id.* § 8-501.

191) *Id.* § 8-503(b).

192) 17 C.F.R. § 240.17Ad-8(a).

193) *Id.* § 240.14a-13.

194) 2007年にADP（Automatic Data Processing, Inc.）からスピーン・オフした会社。

195) 17 C.F.R. § 240.14b-1(b)(1) (2001).

196) *Id.* § 240.14b-2(b)(1)(i).

197) *Id.* § 240.14a-13(a)(2).

198) *Id.* § 240.14b-2(b)(1)(ii).

199) 実質的所有者であることの開示に異議を留める実質的所有者を，objecting beneficial owners (OBOs) といい，異議を留めない実質的所有者をnon-objecting beneficial owners (NOBOs) という。

200) 17 C.F.R. §§ 240.14b-1(b)(3), 240.14b-2(b)(1)(ii) (2001).

201) 実際には，ストリート・ネームで株式を保有している名義人の約75%（NYSE, Report and Recommendations of the Proxy Working Group to the New York Stock Exchange 11 (2006)），上場会社株式の約52%から60%の株式（Business Roundtable, Request for Rulemaking Concerning Shareholder Communications, Petition 4-493, Apr. 12, 2004, at n.2 (2004)）の実質的所有者は，不明である。

202) 17 C.F.R. § 240.14a-13(a)(4) .

203) *Id.* §§ 240.14b-1(b)(1), 240.14b-2(b)(3).
なお，この転送費用は，発行会社の費用となる（*Id.* § 240.14a-13(b)(5))。

204) Internet Availability of Proxy Materials, Securities Exchange Act Release No. 34-55146 [72 Fed. Reg. 4,148] (Jan. 22, 2007).

205) 17 C.F.R. § 240.14b-1(b); *id.* § 240.14b-2(b)(3).
Marcel Kahan and Edward Rock, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 Geo. L.J. 1227, 1246 (2008).

206) 17 C.F.R. § 240.14b-2(b)(2)(i)).

207) 多くの場合，発行会社が選任した証券代行会社（transfer agent）が行う。

208) DTCは，Cede & Co.というストリート・ネームを使用している。

209) わが国の場合，株式会社証券保管振替機構が唯一の振替機関である。

210) RMA, Securities Lending Industry Composite, Averages for Period: 1st Quarter 2011. 調査対象は，15金融機関である。

211) ニューヨーク証券取引所およびナスダック証券取引所に上場している株式の2011

年6月末の時価総額合計は，約18兆ドルである（World Federation of Exchanges, Market Highlights for First Half-year 2011 (18 July, 2011)）。

212) 17 C.F.R. §§ 270.30b1-4-4, 275.206(4)-6; 29 C.F.R. § 2509.08-2(1).

213) Pension &Welfare Benefit Programs, OP. Dep't of Labor No. 79-11A, at 7 (Feb. 23, 1979).

214) アメリカのSECは，会社が，レンディング取引の貸主に対し議案を事前に公表することに関し，意見を求めはじめた（Concept Release on the U.S. Proxy System No. 34-62495 (July 14, 2010)）。

215) 会社124条2項括弧書。

216) 太田弁護士は，「『裸の議決権』のみを保有する者は会社の価値の向上について何のインセンティブも持っておらず，自らの利益のみを図るインセンティブしか有していない点で他の通常の株主とは利害相反があり，その議決権行使は，『株主共同の利益』に反するおそれが高い（…〔略〕…）こと等にかんがみると，『裸の議決権』のみを株式に関する経済的権益から分離して行使することが合理性を有するような特段の事情が存しない限りは，『裸の議決権』のみを行使することは，会社法上正当な議決権行使とは認められない」と述べている（太田・前掲注159) 28頁）。

217) マーティン（Martin）教授，パートノイ（Partnoy）教授は，空売りポジションのみを規制の対象とすることを提案している（Shaun Martin and Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. Ill. L. Rev. 775, 793–94 (2005)）。

218) Robert C. Clark, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 Case West. L. Rev. 779, 793–95 (1979); Hu & Black, *supra* note 4, at 852.

219) Hu & Black, *supra* note 42, at 699.

220) Del Code Ann. tit. 8, § 160(c) (2011).

なお，関連会社等の保有株式を発行済株式総数から除外することについては，Italo Petro. Corp. of Am. v. Producers Oil Corp. of Am., 174 A. 276, 278 (Del. Ch. 1934)。

221) スケジュール13Dやわが国の一般報告では，資金の出所や担保契約等重要な契約に関する情報が開示対象となっている。これは，現実に株式を保有しているのは，誰の指示であるのかを明らかにする目的を有する（近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』381頁〔商事法務，2011年〕）。

222) 大崎貞和「株券大量保有開示規制の派生効果と機能不全」宍戸善一『「企業法」改革の論理』284頁（日本経済新聞社，2011年）。

223) ISSと，Proxy Governance, Inc., Glass, Lewis & Co.の2社との計3社が大手の議決権行使助言会社である。

224) アメリカの総務担当役員やコーポレート・ガバナンス責任者で構成される秘書役協会のアンケートによると，回答者の半数は，少なくとも20%の議決権について，議

決権行使助言会社の勧告に従い行使し，回答者の82%は，議決権行使助言会社は重要な影響力をもっていると回答している（Letter from Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals, to Office of Regulations and Interpretations Employee Benefits Security Administration, Comments on Definition of Fiduciary Proposed Rule 5 (Feb. 23, 2011)）。

225）*Modernizing Oversight to Increase Transparency and Reduce Risk: Hearing Before the Subcomm. on Securities, Insurance and Investment of the Comm. On Banking, Housing, and Urban Affairs,* 111th Cong. (2009).

226）Disclosure and Transparency Rules, § 5.3.1.

227）従来は，現物決済であることが明示されていない限り，大量保有報告での開示対象外とされてきた。本規制では，現物決済であると現金決済とにかかわらず，大量保有報告での規制対象となる（*Id.* § 5.3.3 (2011)）。なお，この規制は，2009年6月1日に施行された（Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference: Feedback on CP/17 and final rules, 2009, PS09/3）。

この新ルールの概要に関する邦文の文献としては，武井一浩・町田行人・森田多恵子「大量保有報告制度の今後の課題（11・完）」商事1870号28頁（2009年）がある。

228）Sean M. Donahueは，証券取引所法16条の役員等の保有株式の報告義務における「間接的な金銭的権利（indirect pecuniary interest）の概念を採用すべきと，提案している（Sean M. Donahue, *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform,* 4 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 221, 250–51）。

六　おわりに

株式保有構造の機関化，デリバティブ取引やレンディング取引の発達，株券のペーパレス化をはじめとするITの発達など，株式市場を取り巻く環境は大きく変貌を遂げている。また，買収防衛策や第三者割当増資などの決定に際し，取締役会の監視の意味を含め，経営に対する株主の意思の反映の観点から，株主総会の重要性も高まっている。

そこで，経営機構など，ガバナンスの構造の改革なども当然に重要であるが，如何に株主共同の利益を害さない株主制度の改革も重要ではないだろう

か。今後さらに，株式会社制度の原点に戻り，株主の在り方，株主権の行使の在り方が重要な課題と考え，さらに研究を続けていきたいと考えている。

（本研究は，2011年度南山大学パッヘ研究奨励金I-A-2の助成を受けている。）