

# エクイティ・デリバティブを介した ヒドゥン・オーナーシップ等に対する法規制

—英米における開示規制の動向—

川島 いづみ

## I はじめに

一般に、株式の価値はその株式を発行する会社の価値を反映すると考えられる。会社の業績が悪化すれば、配当も支払われず株価も下落してしまうので、株式は比較的高い投資対象である。法律的には、株主は株式会社の構成員と位置付けられるところから、議決権をはじめとする種々の権利を有するのであるが<sup>1)</sup>、経済的観点からは、株主が議決権を有する理由を、前述のようなリスクある株式の所有者であるところに求めることもできよう。しかしながら、エクイティ・スワップや貸株取引を利用することにより、議決権の保有者が、保有する議決権株式の数に対応する経済的なリスクを負担しないことも可能である。出資の裏付けなしに議決権を有する場合や、保有する議決権の数に対応する経済的リスクを負担していない場合に、このようにして保有する議決権の行使を、エンプティ・ボートイング (empty voting)<sup>2)</sup> という。会社における議決権行使の利益が、経済的利益よりも大きい場合 (when an actor's voting interest in a corporation is larger than her economic interest) と、より一般的に表現することもできる。他方、直接的には議決権株式を所有していないが、議決権の行使方法を明示的または黙示的に指図することができたり、必要ときには当該議決権株式の譲渡を受けることができたりするなど、間接的に議決権にアクセスできる株式保有状態を、ヒドゥン・オーナーシップ (hidden ownership)<sup>3)</sup> という。経済的な権益が表面上の議決権を上回る (have economic ownership that exceeds their apparent voting rights) 場合である。そして、議決権あるいは株式の法的所有権から、株式所有に伴う経済的な利害 (利益の取得や損失の負担) を分離することを、デカップリング (decoupling) と呼んでいる。これらの用語、特にエンプティ・ボートイングと

1) たとえば、神田秀樹『会社法〔第15版〕』(弘文堂、2013年) 129頁。

2) 邦語文献では、「空議決権行使」、「議決権の空洞化」等とも和訳される。

3) 「持分の隠蔽」、「隠れた持分」とも和訳される。

ヒドゥン・オーナーシップという用語は、その濫用によって生ずる問題とともに、Hu 教授と Black 教授による一連の論稿<sup>4)</sup>によって、広く認識されるようになった。

多くのデカップリングは、金融デリバティブ (financial derivative) の利用によって生じており、金融デリバティブの利用の飛躍的な増大によって、エンプティ・ボートイングやその他のデカップリングが急増しているといわれる。株式の大量保有報告制度 (金融商品取引法 24 条の 23 以下) のような株式保有開示制度における開示要件は、一般に、議決権を基準に定められている。ところが、欧米では、2000 年頃から、金融デリバティブ取引等を利用して株式保有状況に関する開示義務を回避していた投資家が、企業買収の場面に突如として現れるといった事案が増加し、こうした現象をどのように規制するかが問題とされている。

本稿では、まず、Ⅱにおいて、デカップリングを生ずる仕組みについて、エクイティ・デリバティブを中心に解説し、Ⅲにおいて、欧米におけるその濫用事例を確認する。そして、Ⅳにおいて、典型的な現行規制として、アメリカと英国における開示規制の動向をみる。アメリカについては、いわゆる 5%ルールに関する規制動向をフォローし、その適用が問題とされた CSX 事件を若干詳しく検討する。英国については、かかる濫用問題に対処するために行われた、2005 年 11 月のテイクオーバー・コードの改正と 2009 年 6 月の開示規制の改正を取り上げる。最後に、英米の規制の比較を基礎として、エクイティ・デリバティブを介したヒドゥン・オーナーシップ等の開示規制の在り方について、いくつかの観点を検討して、むすびに代えることとする。

## Ⅱ デカップリングを生ずる仕組み

株式の法律上の所有者から株式の経済的な利益 (ないしは権益) が分離されて、デカップリングを生ずる仕組みには、いくつかのものがある。旧来から存在する株式の貸借も、その一つといえる<sup>5)</sup>。株式の貸借といっても、借主は名義上の株主となり、返却期日までに借りた株式と同種・同数の株式を市場で取得してこれを返却するのである。貸主は、通常株式の返却請求権を留保しており、必要な場合には議決権の行使ができる<sup>6)</sup>。日本の制度信用取引では、株式の貸借について、決済しない限り株式の貸主が議決権を行使するも

---

4) Henry T. C. Hu and Bernard Black, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership (2006) 79 South Cal. L. Rev. 811; Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership (2007) 13 J. of Corporate Finance 343; Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions (2008) 156 Univ. Pen. L. Rev. 625.

5) 貸株取引によるデカップリングについては、岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」資本市場クォーターリー (2007 年) 188 頁以下。

6) 貸株を使った空売りも問題とされてきた。

のとされているが<sup>7)</sup>、任意に株式貸借取引や買戻し特約付きの株式売買を行うことはできるし、その場合に議決権の行使をどのように行うかは、当該契約によることになろう。信託を利用することによっても、法律上の株主の地位と株式の経済的な利益の帰属主体を分離することができる<sup>8)</sup>。株式を保有する企業等が株式の管理を目的として信託を設定し、信託された株式の受託者が名義上の株主となって、委託者である元の株式保有者が引き続き指図権者として議決権の行使等を指図することが可能である。また、株主総会のための基準日に株主であった者が当該株主総会において議決権を行使できることを利用する手法もあり、Record Date Capture と呼ばれている<sup>9)</sup>。

金融デリバティブによってデカップリングが生ずる仕組みは、これらに比べると、若干複雑である。以下、後述のCSX事件において利用されたトータルリターン・スワップを例に、その仕組みを簡単に説明する。

契約当事者A・B間で締結される株式に関する金銭決済型のトータルリターン・スワップ(a cash-settled total return swap)では、契約当事者Aは、ショート<sup>10)</sup>の当事者として、契約相手方Bに対して、(i)基本となる株式(CSX事件では、CSX株式)のパフォーマンスに基づいて生ずるキャッシュフロー、たとえば株式の配当等と、(ii)株価の値上り益(Bが実際に株主であったとすれば得られたはずの利益)に相当する金額を支払うことを契約する。これと交換に、契約当事者Bは、ロングの当事者として、Aに対して、(i)想定元本(Aが一定の金額を借り入れたと想定した場合の金額)について定めた利率(たとえば、LIBOR +  $\alpha$ )によって算出される利子相当額と、(ii)株価の下落が生じた場合にはそれによって被る損失に相当する額を支払うことを契約する。

これによって、ロングの当事者であるBは、CSX株式を有しているのと同様の経済的な立場に立つことになる。ただし、実際に株式を保有している場合と比較すると、議決権等の権利を行使することはできないし、想定元本に基づく利子相当額の支払義務を負うことになる。利子相当額の支払だけで、CSX株式を有しないのに、これを有していた場合と同様の経済的な利益を享受し損失を負担することが可能である、と説明することもできよう。ショートの当事者であるAは、想定元本の利子相当額を取得することができるが、株価が上昇すればその相当額をBに対して支払わなければならないというリスクに曝さ

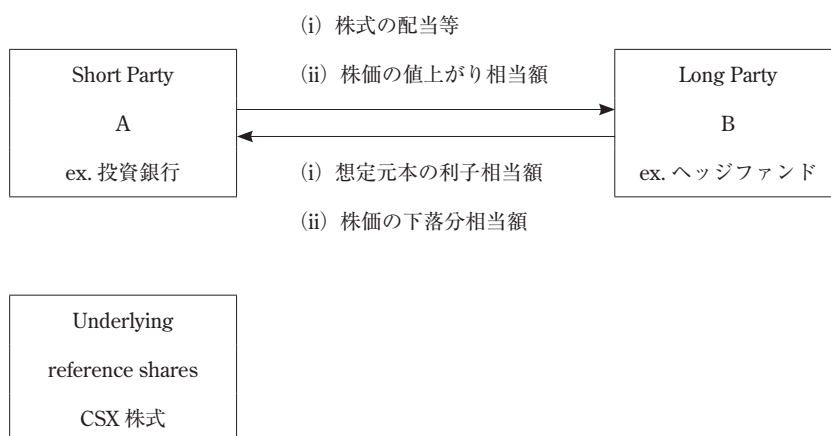
7) 幻冬舎のMBOにおける貸株の問題について、加藤貴仁「幻冬舎MBOが残した課題」ジュリスト1423号2頁以下(2011年)。

8) 信託によるエンブティ・ボートイングの問題については、佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンブティ・ボートイング規制」小出篤ほか編『前田重行先生古稀記念企業法・禁輸法の新潮流』(商事法務、2013年)39頁以下。

9) Wolf-George Ringe, Hedge Funds and Risk-Decoupling-The Empty Voting Problem in the European Union (24 August 2012) (http://ssrn.com/abstract=2135489) (last accessed on 8 May 2013) 17.

10) 一般に、ロングまたはロングポジションとは、株式(またはオプション等)を保有している状態(買持ち)をいい、その株式等の値上がりによって利益を得る当事者をいう。ロングまたはロングポジションの対義語が、ショートまたはショートポジション(売持ち)であり、原資産(たとえば、株式)の値下がりによって利益を得る契約当事者となる。

れる。実際に A が CSX 株式の株主であれば、このようなトータルリターン・スワップ契約を結ぶことにより、株価の上昇・下落に曝される不安定な投資家である株主の立場を、固定（または変動制の）の利子相当額を受領する債権者のな立場に変更することができる。その場合、A は、CSX の株主でありながら、株主としての経済的な利害を有しないことになる。実際には A が CSX 株式を所有していないとすれば、A は、無制限に CSX 株式の株価上場リスクに曝されてしまうので、このリスクをヘッジするには、CSX 株式を取得し、トータルリターン・スワップ契約の契約期間中、これを保有し続けることが有用である。



英国の株式に関する差金取引契約（Contract for Difference）もこれと類似のスワップ契約である。英国では、1990年頃からロンドンにおいて、差金取引契約を行うエクイティ・スワップの一類型として、株式に関する差金取引契約（以下、CFD という。）が開発されたといわれている。当初は、ヘッジファンドや機関投資家がロンドン証券取引所における株式取引のリスクを効果的にヘッジするために利用していた。CFD の場合も、ロングのポジションをもつ当事者 B（企業買収の事案では買収者）と、相手方であるショートポジションをもつ当事者 A（一般的には金融機関）との間で、CFD 契約が締結される。両当事者は、対象となる株式（参照株式）の価値の変化に賭けるのであるが、ロングの当事者 B は、対象となる株式の価値（参照株価）の上昇によって利益を得ることができる。他方、ショートの当事者 A は、参照価格の下落によって利益を得られる仕組みであり、参照株式の価値が下落した場合には、対応する差額を取得する。加えて、ロングの当事者 B は通常ショートの当事者 A に対し、想定元本について LIBOR と同率の利子および手数料を支払う義務を負う<sup>11)</sup>。

### Ⅲ 欧米における濫用問題の顕在化

欧州では、2005年前後から、エクイティ・デリバティブを利用して、株式の大量保有報告制度の適用や買収防衛策の発動を回避しつつ、突如ファンドなどが株式の大量保有を明らかにする事案がしばしば現れるようになり、法的な対応が問題とされるようになった<sup>12)</sup>。

たとえば、イタリアでは、2005年に Fiat Holding Company が、Fiat 株式に関する金銭決済型のデリバティブ (cash-settled derivative) を、転換ローンの期間満了時にあせて現物決済型のもの (physically settled derivative) に変更することによって、情報開示義務と強制公開買付けの対象となることなく、グループに関する支配権を維持しようとした。ドイツでは、2008年に、Schaeffler Group (Schaeffler KG) が Continental 社 (Continental AG) の株式の36%について、それまで何ら情報を開示することなく、利害関係を確立していたことを公表した。この36%のうち、①2.79%は Continental 社の株式を直接保有するものであり、②4.95%は現物決済型のデリバティブを介して保有するものであったが、①は区分開示基準の3%を下回り、②も区分開示基準の5%を下回っていて、いずれもドイツにおける開示規制の対象にはならなかった。③残り28%は金銭決済型のデリバティブを介して秘密裏に保有し、ドイツの開示規制の適用を回避していた<sup>13)</sup>。2008年10月には、Porsche が Volkswagen 社の株式の72%に当たる利害関係を確立したことを公表したが、そのほぼ半分はエクイティ・デリバティブを介して保有しており、開示規制の適用を回避して取得したものであった。

英国においては、2004年に、General Dynamics が Alvis 社に対して行った買収提案を契機として、Alvis 社の大株主である BAe Systems が、結局 Alvis 社を買収することになった。これには、Trafalgar Asset Management ら複数のヘッジファンドが CFD 取引によって Alvis 株式の約16%を有することを示しての BAs Systems への働きかけが効奏しており、ヘッジファンドは、General Dynamics の提示価格よりも1割以上高い価格で Alvis 株式を売却している。他にも、Marks & Spencer 社に対する Philip Green による買付申込み等、複数の株式取得について、CFD 取引の関与が報告されていた<sup>14)</sup>。

アメリカにおいては、2008年に後述の CSX 事件において、英国のヘッジファンド

11) Maiju Kettunen and Wolf-Georg Ringe, Disclosure Regulation of Cash-settled Equity Derivatives: An Intentions-based Approach [2012] LMCLQ 227, at p. 228 et seq.

12) 欧州諸国の状況について、渡辺宏之「エクイティ・デリバティブを用いた『隠れた持ち分』の問題～欧州における動向を中心として～」金融庁金融研究センター・今後の証券市場の在り方に関する研究会報告書『金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』(2009年)69頁以下。

13) 詳細は、Dirk Zetzshe, Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental 10 EBOR 115 (2009).

14) Takeover Panel, Dealings in Derivatives and Options, PCP 2005/1 (2005), at para. 3.4. 渡辺・前掲(注・12)73頁。



Children's Investment Fund とその協力者が、直接的な保有株式の割合については5%を超えない状態を維持するよう配慮しながら、トータルリターン・スワップを利用することで、突然大量の株式保有を明らかにして委任状争奪戦を開始し、CSX社の取締役会に5名の新役員を送り込もうとした。カナダでは、2006年にSears社が子会社であるSears Canada社の株式のうち、まだ保有していない46.2%を取得して、完全子会社化しようとした際に、やはりヘッジファンドPershing Squareがその他の者とともに、Sears社がSears Canada社との統合のために提示した株式買取価格が低すぎると主張して、強くこの統合に反対する事態が生じた<sup>15)</sup>。

2012年にも、カナダでは、エンプティ・ボートイングをめぐる事件が起きて、注目を集めている。議決権株式と無議決権株式を発行するTELUS社が、議決権株式にプレミアムを付与することなく、無議決権株式1株を議決権株式1株に転換することで、2つの種類株式を統合することとし、株主総会の承認を得ようとしたところ、米国のヘッジファンドMason Capitalが、議決権に合理的な価値を付与する株式転換プランを求めるキャンペーンを行った。TELUS社の無議決権株式と議決権株式はほぼ同数で、同様の流動性があり、市場価格には、議決権の有無を反映した相違があったため、無議決権株式の議決権株式への転換に当たり議決権株式にプレミアムを付さないとすれば、既存の議決権株式を有する株主から無議決権株式を有する株主へ利益移転が生ずることになる。とはいえ、Mason Capitalは、TELUS社の議決権株式を買持ちする一方、無議決権株式を売持ちしており（long voting shares と short nonvoting shares）、議決権株式と無議決権株式について借株もしていたので、TELUS社は、Mason Capitalがエンプティ・ボートイングに従事していると主張して、ブリティッシュ・コロンビア州裁判所に訴えを提起した。ブリティッシュ・コロンビア州地方裁判所は、Mason Capitalの経済的利益は出資割合を上回っているとするTELUS社の主張を受け入れたように見られたが<sup>16)</sup>、ブリティッシュ・コロンビア州控訴裁判所の2012年10月12日判決<sup>17)</sup>では、Mason Capitalの主張を支持する原審判決の部分が覆されている。

個々の事案やそこにおける訴訟等にはここでは立ち入らないが、デカップリングが行われる場合、それによって、大量保有報告制度等の情報開示義務や強制公開買付義務を回避することがまず問題となる。これに加えて、そのような義務違反を行った者の議決権行使を禁止できるかが訴訟において争われている。また、株式の法律上の保有者が株式保有に

15) 岩谷・前掲（注・5）196頁には、Hu and Black, *supra* note 4に掲げた2006年および2007年公表の論文を基に、2007年までに生じたエンプティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップの事例が表示されている。

16) TELUS Corporation v Mason Capital Management LLC [2012] BCSC 1582.

17) Mason Capital Management LLC v TELUS Corporation [2012] BCCA 403. 控訴裁判所は、株主を名簿上の株主と定めるブリティッシュ・コロンビア州会社法の規定について、狭義の解釈を採用している。

伴う経済的利害を手放している場合に、そのような者による議決権行使、すなわちエンブティ・ボートイングが許容されるか否かや、エンブティ・ボートイングによって成立した株主総会の決議が瑕疵を帯びるか否かも、たとえば合併等の承認決議について問題とされている。これは、合併等の手続において株主総会の承認決議が当該法域の法制においてどのように位置付けられているかとも関係する問題であり、当該国の合併法制や企業買収法制によっても、その扱いに違いを生じうる。株主の議決権行使について、公正・誠実義務のような何らかの義務を観念するかによっても、違いを生ずることになる。

#### IV 英米における開示規制の動向

典型的な現行規制の例として、ここでは、アメリカと英国の開示規制を取り上げる。アメリカと英国は、ある意味で対極的な規制方法をとっており、多くの国の規制は両者の中間にあるといわれている<sup>18)</sup>。英国を含む多くのEU加盟国は、近年、CFDの濫用を制限するため、一般開示規制と企業買収に関する特別規制を課すに至っている。これらの規制はいずれも、法的義務を決定する指標として経済的な利益を使うものである。他方で、アメリカは、従来から存在する開示規制によって、この問題に対処しようとしているようである。

##### 1 アメリカの規制動向

連邦証券諸法には、この問題に関係する開示制度として、所定の機関投資家（ヘッジファンドを含む）やミューチュアル・ファンドに求められる定期的な報告制度もあるが、規制の趣旨も異なり、その実態を把握するために十分なものではないようである<sup>19)</sup>。ここでは、CSX事件において問題となった5%ルールを取り上げることにする。わが国の大量保有報告制度に相当する情報開示制度である。なお、エンブティ・ボートイングは、州会社法における伝統的な論点である議決権譲渡（vote buying）には該当せず、この観点からはエンブティ・ボートイングの利用には違法な要素はないとされる<sup>20)</sup>。

##### (1) 5%ルール

###### (1) 規制の概要

アメリカでは、ウィリアムズ法によって改正された1934年証券取引所法（以下、「34

18) Kettunen and Ringe, *supra* note 11, at p. 229–230.

19) 岩谷・前掲（注・5）197–198頁。

20) Marcel Kahan and Edward B. Rock, *On Improving Shareholder Voting/Rationality in Company Law*, ed. by J. Armour and J. Payne (2009), at p. 262. エンブティ・ボートイングとヒドゥン・オーナーシップは、議決権譲渡とは異なるという意味で、“new vote buying”と呼ばれている。アメリカにおける議決権譲渡規制について、佐藤・前掲（注・8）49頁以下。

年法」という。) 13条(d)項が、同法12条による登録会社等の所定の公開会社 (publicly held companies) の持分証券 (an equity security) を、5%を超えて保有する者に対して、スケジュール13Dによる報告書を、SEC (the Securities and Exchange Commission : 証券取引委員会)、関係する証券取引所および当該証券の発行者に提出するよう求めており、5%ルールと呼ばれている<sup>21)</sup>。スケジュール13D報告書は、取得した持分証券が5%を超えた日から10日以内に提出しなければならない、提出後に重要な変更 (material changes) が生じたときは、訂正報告書の提出が求められる。持分割合の1%を超える増減は重要な変更とみなされる (Rule 13d-2)。株式の取得・保有を通常の業務とし、発行者の支配権に影響を及ぼす意図を持たないと考えられる機関投資家などの受動的な証券保有者については、簡易な情報開示を認めるスケジュール13Gの報告制度が設けられている。なお、持分証券は、34年法により、株式 (議決権付株式) の他、株式への転換権の付いた証券、新株引受権 (新株予約権)、株式購入選択権、またはこれらの権利の付された証券等と定義される (34年法3条(a)項(11)号)。

スケジュール13D報告書においては、取得者の経歴や氏名等、取得資金の出所、保有する証券数、当該証券に関する契約または合意、ならびに、発行者に対する支配権の行使に関する計画や提案を含めて、取得の目的を開示しなければならない。

また、2名以上の者が、発行者の証券の取得・保有・処分を行う目的でパートナーシップ、シンジケート、その他のグループとして行動する場合、そのようなシンジケートまたはグループは、13条(d)項の適用において「者 (a person)」とみなされる旨が規定されている (34年法13条(d)項(3)号)。つまり、グループのメンバーが持分証券の取得、保有または処分の目的をもって共同して行動する場合に、グループとしての保有割合が5%を超えるとときは、スケジュール13D報告書の提出が義務づけられる。

13条(d)項の法執行は、SECによって行われるが、加えて、発行者が私訴権を行使して衡平法上の救済を求めることを、事実上すべての裁判所が許容しているといわれている<sup>22)</sup>。衡平法上の救済には、記載の訂正命令、違反者による株式買増しの禁止、違反者の議決権行使の差止め等が含まれる。ただし、損害賠償請求については、裁判所は13条(d)項の違反に対する救済の形態として適切でないと考えているようである<sup>23)</sup>。

21) 制度の内容については、吉原和志「株式の大量取得・保有と開示制度——一九三四年証券取引所法一三条(d)項および(g)項を参考として——」岩原紳作編著『竹内昭夫先生還暦記念・現代企業法の展開』(有斐閣、1990年)725頁以下、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』(弘文堂、2004年)182頁以下。

22) James D. Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, *Securities Regulation-Cases and Materials*, 7<sup>th</sup> ed. (2013), at p. 993.

23) *Ibid.*, at p. 993 は、スケジュール13D報告書の不実記載による損害について、規則10b-5に基づく損害賠償請求の可能性を示唆する。



## (2) 実質的所有者

13条(d)項等による報告を要求される者は、厳密に言えば、所定の持分証券を、5%を超えて取得等した実質的所有者 (beneficial owner) である者と規定されている。関連する法文には、「実質的所有者」の定義規定は設けられておらず、SECは、当該者が実質的所有者であるとされる状況または実質的所有者であるとみなされる状況を定める規則を制定してきた。SECが、13条(d)項の実質的所有者の判断について客観的な基準を設けるために制定した規則が、規則13d-3 (Rule 13d-3) である。

規則13d-3(a)は、13条(d)項および(g)項における証券の実質的所有者には、直接的または間接的に、契約、合意、了解、関係その他を通じて、(i) 議決権に対する影響力 (voting power) または (ii) 当該証券に対する投資力 (investment power) を、有する者または共有する者を含むと定めている。ここにいう議決権に対する影響力には、当該証券の議決権を行使する力または議決権の行使を指示する力 (power to vote, or to direct the voting) を含むとされ、また、投資力とは、当該証券の処分権または処分を指図する力を含むとされる。また、規則13d-3(b)は、ある者が、13条(d)項または(g)項の報告要件を回避する契約またはスキームの一部として証券の実質的所有者となることを免れる目的で、契約、取決めまたは技巧 (device) を作り上げまたは使用するときは、その者は実質的所有者とみなされる旨を規定している。その定義には、オプションまたはワラントを通じて発行者の証券を取得する権利を有する者も、含まれる。

過去の実務においては、5%基準の超過を回避するため、グループが形式上は証券の所有者の地位を第三者に移して (たとえば、信託的に譲渡するなど)、実際にはその証券に対する支配力を維持し続けることが行われ、パーキング (parking) と呼ばれていた。実質的所有者の地位およびグループについての拡張的な定義のために、パーキングは典型的な違法行為とされている<sup>24)</sup>。近年では、Ⅲで述べたように、アクティブなヘッジファンドが、トータルリターン・スワップを使って発行者にプレッシャーをかける等の事例が現れるようになり、このようなヘッジファンドが当該スワップの取決め等を13条(d)項の下で開示しなければならないかが問題とされるようになった。アメリカでは、後述のCSX事件における裁判所の判断が注目を集め、その後のSECの対応にも関心が持たれていた。

## (3) 株式ベース・スワップ等の扱い

2010年には、リーマンショックによって生じた金融危機に対応するべく、ドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, HR 4173) が制定されたが、同法は、大量保有報告制度にも部分的な改正を加えた。ドッド・フランク法766条は、34年法に13条(o)項を追加し、証券を原資産とするスワップ (security-based swap) (以下

24) Cox et al., supra note 22, at p. 993.

「証券ベース・スワップ」という。)の取得または売却について、その原資産となる持分証券の実質的所有者とみなされるのは、SECが採用する規則の範囲内においてのみである旨を規定した。これを受けて、SECは、2011年に、同条項に基づく規則として、従来のRule 13d-3とRule 16a-1を何らの変更を加えることなく再度採用することを、法定の手続きに従って提案し、決定した<sup>25)</sup>。ちなみに、証券ベース・スワップは、ドッド・フランク法761条(a)項によって追加された34年法3条(a)項(68)号(15 U.S.C. 78c (a) (68))において定義されている。

この決定の公表に当たり、SECは、証券ベース・スワップに対して、規則13d-3がどのように適用されるかに関するSECの解説を公表している<sup>26)</sup>。それによれば、第1に、規則13d-3(a)の下で、証券ベース・スワップが、当該スワップまたはその他の契約条件を通じて、単独で保有しもしくは共有する議決権または持分証券に対する投資力を、直接的または間接的に提供する限りで、その提供を受ける者は、当該持分証券の実質的所有者となる。規則13d-3(a)の下では、持分証券を取得していない者であっても、実質的所有者となる場合がある。

第2に、規則13d-3(b)は、前述のように、ある者が、実質的所有者の報告義務を免れるための計画またはスキームの一部として、契約、合意または技巧を用いるときは、その者は実質的所有者とみなされる、と規定している。SECによれば、実質的所有者でなくなることは実質的所有者の地位に立つのを回避することを目的とし、またはそのような効果を得るために、13条(d)項または(g)項を免れる計画またはスキームの一部として証券ベース・スワップが利用される限りにおいて、当該スワップは規則13d-3(b)に定める意味における契約、合意または技巧とみることができ、したがって、係る証券ベース・スワップを利用する者は、この関係において、規則13d-3(b)に基づき、実質的所有者とみなすことができる、とされる<sup>27)</sup>。

第3に、規則13d-3(d)(1)の下においては、60日以内に持分証券を取得する権利を有し、または、証券発行者の支配に変更もしくは影響を与える目的または効果をもつ権利を保有し、その権利が行使可能である場合には、その権利が証券ベース・スワップから生じたものであるか、当該スワップと関連する了解から生じたものであるかにかかわらず、係る権利を有する者は、当該持分証券の実質的所有者とみなされる。このタイプの持分証券取得権が、証券ベース・スワップの取得または売却を通じて取得されるときも、持分証券を取得するその他の権利と同様に扱われる。つまり、そのような権利の取得は、その由

---

25) SEC, Release No. 34-64087, 76 Federal Register 15874 (2011); Release No. 34-64628, 76 Federal Register 34579 (2011). Cox et al., *supra* note 22, at p. 996 では、SECは、この分野の問題についてきわめて不確実な立場を維持する、という対応をとって、将来の規則制定行為を留保している、との評価がなされている。

26) SEC, Release No. 34-64628, *ibid.*, at p. 34582.

27) SEC, *ibid.*, at p. 34582.

来にかかわらず、その取得者が規則 13d-3(d) (1) の下で実質的所有者とみなされる結果となる、と説明されている。

## (2) 判例の動向—— CSX 事件

### (1) 事実の概要

X 会社 (CSX Corporation) は、合衆国の最大規模の鉄道会社の 1 つである。ヘッジファンド Y ら (The Children's Investment Fund Management (UK) LLP 他)<sup>28)</sup> は、X 会社の株式を取得し、X 株式についてロングの契約当事者として金銭決済型のトータルリターン・スワップ (cash-settled total-return equity swaps referencing CSX stock) 契約を締結した。ショートの手相手当事者は A ら (A 銀行、B 銀行など 8 行の金融機関) である。当該スワップ契約は、ショートの契約当事者 (金融機関) に対して、実際に X 株式を保有することを要求するものではないが、相手方金融機関が当該スワップ契約の対象となる株式数と同数の X 株式を取得することで、スワップ契約におけるショートのポジションをヘッジすることはほぼ確実であり、Y らはこれを認識していたし、A らは実際そのように行っていた。Y らは、2006 年 11 月には、LBO の可能性に関して X 会社とコンタクトをとっており、2007 年には、Y らおよび A または B との間で多数回にわたり X 会社について連絡を取り合っていたことが認定されている。この間、Y らが直接保有する X 株式の総数は 5% を下回っていた模様である。そして、2007 年 12 月 19 日に、Y らはスケジュール 13D 報告書を SEC に提出し、(i) 株式の取得および処分と、(ii) X 会社に対する一定の行為および取引の提案について、協力して行動する旨の合意を締結することにより「グループ」を形成したことを開示した。

2008 年 1 月 8 日、Y らは、X 会社の取締役候補者名簿を公表して、委任状争奪戦に入った。この株主提案についての X 会社の株主総会は、2008 年 6 月 25 日に開催されることになる。これに対して、X 会社は、同年 3 月 17 日、Y らに対する本訴を連邦地方裁判所に提起し、Y らが共同して行動し、トータルリターン・スワップを介して X 株式の 14% 超に権益を有していたにもかかわらず、グループとしての株式保有割合が 5% を超える場合に要求される 1934 年法 13 条および関連規則に基づく情報開示を怠ったと主張した。そして、違法行為の禁止と議決権行使の差止命令などを請求した。

### (2) 第一審裁判所の判決

2008 年 6 月、ニューヨーク州南部地区連邦地方裁判所 (以下、「連邦地裁」という。) の Kaplan 裁判官は、X 会社の主張を認め、問題のスワップ契約について、契約当事者が

28) 被告は、The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (Cayman) LTD, The Children's Investment Master Fund およびこれらファンドの関係者 2 名、ならびに、3G Fund L.P., 3G Capital Partners L.P., 3G Capital Partners Ltd. およびこれらファンドの関係者 1 名の計 9 名である。

議決権に「十分な影響を与えうる力 (a significant ability to affect)」をヘッジし獲得するものであり、契約当事者が議決権行使について契約の相手方当事者の指示に従うべき契約上の義務を負うものではないとしても、規則 13d-3(b) の下での実質的所有を立証するには充分であると判断した。そして、Yらが「証券の取得、保有または処分」の目的でグループを形成したことの開示を怠ったことを理由に、1934年法 13条(d)項(3)号に違反したと判示した<sup>29)</sup>。なお、SECの企業財務部 (Division of Corporate Finance) はYらの主張を支持する意見書 (an amicus letter) を提出していた<sup>30)</sup>。

連邦地裁は、Yらに対して、X株式に関する否とを問わず34年法 13条(d)項の違反を将来にわたり禁止する恒久的な差止命令 (a permanent injunction) を下したが、X会社の求めていた議決権行使の差止命令は付与しなかった。以下、本判決を若干詳しく見てみる。

本判決は、次の文章で始まる。「利益を得る十分な可能性があれば、合法と違法を分ける境界線に慎重に近づく者がある。その中の一部の者は、この境界線を越え、発見されると、たとえ法の趣旨からしてその違反が明らかな場合であっても、形式的な主張に基づき自らの行為を正当化しようとする。本件はそのような事案である」。そして、本件で利用されたトータルリターン・スワップの仕組みを丁寧に解説し、本件の事実関係が詳細に認定されている。

連邦地裁は、規則 13d-3(a) および規則 13d-3(b) の両規定に基づいて、Yらが、ヘッジした株式の実質的所有者であると判断できるか否かを検討し、最終的には、Yらが規則 13d-3(a) に定める実質的所有者であるかについては判断を示さず、当該スワップ契約を「13条(d)項の報告義務を回避するための計画またはスキームの一部として、Yらが実質的所有者となることを避ける目的および効果をもつよう組成し使用したこと」を理由に、規則 13d-3(b) の下で実質的所有者とみなされる者であると判断した<sup>31)</sup>。

規則 13d-3(b) に基づきある者が実質的所有者であるとみなされる基準には、3つの要素があるとされる。①契約、合意または技巧を用いること、②実質的所有者ではなくなることまたは実質的所有者の地位に立つのを免れることを目的または効果とすること、③34年法 13条(d)項または (g)項を免れる計画またはスキームの一部であること、という

---

29) CSX Corp. v Children's Inv. Fund Management (UK), 562 F. Supp 2d 511 (S. D. N. Y. 2008). 第一審判決を支持する見解として、Daniel Bertaccini, To Disclose or not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and their Implications for Schedule 13D Filing Purposes, 31 Cardozo L. Rev. 267 (2009). 太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流 [下] —英米における対応とわが国上場企業法制への示唆—」商事法務 1842号 23頁以下 (2008年) において、一審判決が紹介されている。

30) 経済上または事業上のインセンティブでは規則 13d-3 に基づく実質的所有者を構成するには不十分である旨の意見書である。Brian T. Sullivan, CSX Corp. v Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership, 87 North Carolina L. Rev. 1300 (2009), at p. 1309; Kettunen and Ringe, supra note 11, at p. 235.

31) CSX Corp. v Children's Investment Fund Management (UK), supra note 29, at p. 552.

3つである。連邦地裁は、当該トータルリターン・スワップが、①の要素を満たし、また、当該事案の事実とこれを取り巻く状況が②と③の要素も満たす、と判断した。後者の2つの要素については、とりわけ、当該ヘッジファンドが、多数のEメール等において、5%を下回る状態をキープするためにトータルリターン・スワップを利用する意図を示していたことが重視されたと見られている<sup>32)</sup>。裁判所は、契約相手方による議決権行使に影響を与えるためのヘッジファンドの特別な努力と、ヘッジファンドが当該取決めの解除を選択すれば、それはいつでも可能であったが、契約相手方は速やかに基となる証券を売却し、それにより、ヘッジファンドがもし望めば、同等の議決権所有者の地位を取得することは容易であったことに、注目したとの指摘もある<sup>33)</sup>。

そして、連邦地裁は、Yらが遅くとも2007年2月13日には、X会社の証券に関してグループを形成したことを適時に開示すべきであったのにこれを怠ったことにより、13条(d)項に違反したと判断した。この事件における重要なポイントは、A銀行らが当該スワップ契約におけるショートポジションをヘッジするためにCSX株式を取得することを含めて、Yらの開示義務の対象とするか、ということであり、これに対しては法令の文言に比べて開示の対象が広がりすぎるとの批判も、当然予想された。

### (3) 控訴裁判所の判決

X会社は、連邦地裁の判断を不服として、YらによるX株式の議決権行使を禁止する差止命令を求めて上訴し、他方Yらも、13条(d)項に違反するとの連邦地裁の判断を不服として、附带上訴した。第二巡回区控訴裁判所は、2008年9月15日の判決で、議決権行使を禁止する差止命令を付与しないとした原審の判断を支持する結論のみを示し、判断の理由等は後に述べるとした<sup>34)</sup>。その後、2011年7月に、同裁判所は、当該トータルリターン・スワップのロングポジションが実質的所有に当たるか否かについては合議体での意見が一致しなかったとし、主として、Yらが保有するX会社株式について34年法13条(d)項(3)号の「グループ」に関する違反があったかという争点について、原審判決を破棄・差戻として、Newman裁判官とWinter裁判官がその理由付けを判示している<sup>35)</sup>。SECが、新設の13条(o)項に基づく規則として、従来のRule 13d-3とRule 16a-1を再度採用する旨を決定した後のことである。以下、その理由付けを若干紹介する。

32) T. Siebens and M. Gambol, Who's behind the Hedges? Development in the US and UK may limit use of total return swap to conceal equity stakes in public companies, 4 Capital Markets L. J. 172 (2009), at p. 175.

33) James D. Cox, Robert W. Hillman and Donald C. Langevoort, Securities Regulation — Cases and Materials, 6<sup>th</sup> ed. (2009), at p. 974.

34) CSX Corp. v Children's Inv. Fund Management (UK), 292 Fed. Appx. 133, 2008 U. S. App. LEXIS 19788 (2d Cir. 2008).

35) CSX Corp. v Children's Inv. Fund Management (UK), 654 F. 3d 276 (2d Cir. 2011). 本件判決の解説として、飯田秀総「大量保有報告書規制における実質的所有者・グループの認定・議決権行使の差止め」商事法務1999号53頁以下(2013年)。



Newman 裁判官は、原審裁判所が「X 会社証券に関して (with respect to)」グループの存在を認定しているものの、X 会社証券を取得する目的で形成されたグループを明示的に認定していないことを指摘し、たとえ当事者の多くの活動 (activities) がグループの行為の結果であるとしても、2 名以上の存在が「発行者の証券を取得する目的でグループとして行為」していなければ、13 条(d)項(3)号の意味におけるグループとなっていない、と述べる。つまり、A 銀行らも含めて「グループ」と判断するには原審の認定は不十分である、との見解である。しかしながら、Y らが直接所有する X 株式に限っても、Y らのグループ形成について 13 条(d)項の開示義務違反が存在することが考えられるので、Y らが直接保有する X 株式について法文の趣旨でグループを形成したか否かとその時期を明らかに認定するよう、原審に本件を差し戻した、としている<sup>36)</sup>。

また、差止命令については、まず、「本巡回区では、発行者が 13 条(d)項の違反について差止措置 (injunctive relief) を求める黙示の訴権を有することは既に解決済みである」<sup>37)</sup>とした上で、原審が 13 条(d)項について将来の違反を禁ずる広範で恒久的な差止命令を下したのは、当該スワップのショートポジションを取る相手方当事者が保有する株式の量を考慮したためであるとしていることから、Y らが直接保有する株式について違反が認定される場合には、併せて差止命令の適切さを再考しなければならない、違反を禁ずる差止命令を付与する場合には適切な射程のものでなければならない、と述べる。

次に、議決権行使禁止の差止命令については、Treadway Companies, Inc. v Care Corp., 638 F. 2d 357 (2d Cir. 1980) において「13 条(d)項の違反についての差止命令は、同条項が保護しようとする利益に対する回復し得ない損害の立証に基づく場合にのみ、与えられる」と判示していることを引用し、そして、Y らによるスケジュール 13D 報告書の提出から当該株主総会の会日までの間には約 6 ヶ月の期間があることから、当該事案の状況においては、13 条(d)項により要求される情報の開示が、その情報に基づいて株主が議決権を行使するために十分な時期になされているので、13 条(d)項の違反を理由とする議決権行使を禁ずる差止命令は、本件では利用できないと判断している<sup>38)</sup>。

続いて、Winter 裁判官もかなり長文の意見を述べているが、その表現はかなり慎重なもののように見受けられる。その中では、ドッド・フランク法 766 条による 34 年法 13 条 (o) 項の新設とこれを受けての SEC の対応に関する、次のような記述が目を引く。すなわち、第 1 に、改正前には規則 13d-3 がそのようなスワップ〔証券ベース・スワップ：筆者〕には適用されなかったとすれば、連邦地裁は法律構成を誤ったことになる。第 2 に、再度採用された規則は証券ベース・スワップに何ら言及しておらず、13 条(o)項の改正文

---

36) Ibid., at p. 284.

37) Ibid., at p. 284.

38) Ibid., at p. 286-287.

言では、記載された範囲内でのみ、そのようなスワップは規制される。

判決の結論部分は、次のように結ばれている。「地方裁判所の意見の時点では、SECは、そのような解釈の自由なスワップ (such “understanding”-free swaps) を規制する権限を有していなかった。SECには今はその権限があるが、従前の諸規則をそのまま再度採用しただけである。これらの諸規則と SEC がそれらを再度採用したという事実からは、そうしたスワップを利用することが、ヘッジとして相手方当事者が取得した株式についてもロングの契約当事者は 13 条および 16 条に服さなければならないとする理由を、何ら導き出すことはできない。何らの理由ある方向性も SEC から示されない以上、裁判所がそうすべき必要性も理由も存在しない」<sup>39)</sup>。

## 2 英国の規制

2005 年以降は、英国では、CFD の濫用に対処するべく、規制が整備されてきた。英国の規制は、CFD の濫用を抑止する点で先駆者的な規制の 1 つであると評されており、フランス、スイス、香港、ドイツがこれに続いて CFD の開示規制を採用している。関連する規制は、企業買収および合併等に関するシティ・コード (The City Code on Takeovers and Mergers)、いわゆるテイクオーバー・コードと金融サービス機構 (the Financial Services Authority) (以下、FSA という。)<sup>40)</sup> の定める開示規則におかれている。

### (1) テイクオーバー・コードにおける規制

まず、テイクオーバー・コード (以下、単に「コード」という。) については、2005 年 11 月に主に 2 つの点で改正が行われている。

第 1 に、コードの Rule 8 は、公開買付期間中における株式取引等の開示に関する規程であり、その Rule 8.3 は、1% 以上の証券に権益を有する者による取引 (Dealing by persons with interests in securities representing 1% or more) に関する規程である。Rule 8.3 によれば、公開買付期間中に、ある者が、買付者または対象会社の関連証券の 1% 以上に (直接または間接に) 権益を有し、または、何らかの取引の結果として権益を有することになるときは、その者 (または当該権益が由来する他の者) は、当該会社の証券に関する取引を開示しなければならない、とされている。ここにいう「証券における権益 (interests in securities)」について、テイクオーバー・パネルは、CFD 等の普及を勘案して、株式およびその他の証券の伝統的な保有ばかりでなく、すべての関連ある権益をカバーするように定義規程に変更を加えており、その結果、現行コードの規程は、CFD およびその他のタイプのデリバティブ、オプション取引にも適用される。ただし、CFD 等の

39) 控訴審判決に不満を表明する見解として、Kettunen and Ringe, supra note 11, at p. 235.

40) 現在は、組織改編により、FCA (the Financial Conduct Authority) が所管している。

ショートポジションを有する者は、権益を有するものとは扱われない<sup>41)</sup>。2005-2006年度の年次報告書をみると、Director General's Reportにおいて、テイクオーバー・パネルが、2005年に意見照会を行った後、同年11月に、デリバティブおよびオプションを通じて保有される権益を含めて、併せて1%以上のロングの権益を有する者にも、開示を要求するように規程を改正したことが報告されており、これが取引開示要件の重大な変更であることから、その実施のために実務に対する変更点の説明に相当の期間を費やしたことや、11月7日から6月30日までの間におけるRule 8.3に基づく情報開示の約12%が、11月の改正がなければ要求されなかった情報開示であり、そのほとんどがヘッジファンドによる単一の株式に関するロングの差金取引契約の形態（the form of long single stock contracts for differences）をとる証券における権益についての開示であったことが記載されている<sup>42)</sup>。

第2に、英国では、コードのRule 9.1以下により、議決権割合が30%以上となる株式を取得する場合など所定の場合には、対象会社株式の公開買付けが義務づけられる（強制公開買付け）が<sup>43)</sup>この公開買付けを行う義務が発生する基準充足の算定に当たり、経済的な立場（economic position）を含めるように、規程が改正された。その結果、議決権株式を保有する場合に限られるものではなく、ロングのデリバティブ（long derivatives）、コールオプション、および、書面プットオプション（written put options）によって取得した株式におけるその他の利益も考慮される、とされる。そして、Rule 9は、ある者が会社の支配を取得する場合、他の証券保有者は保護されなければならないとする基本原則1（General Principle 1）から導き出されるものであると説明されている<sup>44)</sup>。

コードは、基本的には自主規制としての性格を維持しているが、その違反に対しては実質的な強い強制力を持つことが知られている<sup>45)</sup>。なお、Rule 9.1の注記（Notes on Rule 9.1）17には、「Rule 9.1の適用に際し、株式の借入または貸付を行う場合には、その者は、借入株式を既に又貸しまたは売却した場合を除いて、当該株式について議決権を有するものと扱われる」旨が記載されている。

41) R. Gillespie et al., A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2012/2013 (2013), at p. 84-86.

42) Takeover Panel, the Takeover Panel Report and Accounts for the Year ended 31 March 2006 (2006), at p. 14-15.

43) 詳細は、北村雅史「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」森本滋編『企業結合法の総合的研究』191頁以下（商事法務、2009年）、日本証券経済研究所・英国M&A制度研究会『英国M&A制度研究会報告書』2頁以下（2009年）、田中庸介「英国の公開買付規制〔上・下〕」国際商事法務39巻5号680頁以下（2011年）、同6号820頁以下（2011年）。

44) R. Gillespie et al., supra note 41, at p. 166.

45) 冷遇措置について、たとえば、英国M&A制度研究会「英国M&A制度研究会報告書」商事法務1873号144頁（2009年）。

## (2) 開示・透明性規則における規制

次に、2009年6月には、FSAが開示・透明性規則（Disclosure and Transparency Rules）（以下、DTRという。）を改正して、株式の大量保有報告について、CFD等による間接保有の場合も開示対象に加えた。CFDに関する一般的な開示規制の導入と説明される。DTR 5は、大量保有報告を規定する規則（DTR 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules）であり<sup>46)</sup>、株式保有者等は、株式の取得・処分の結果、保有する議決権の割合が、3%から100%までの1%毎の基準について、これに到達し、超過し、またはこれを下回る場合に、保有する議決権割合を発行者に通知することを義務づけられる。通知義務者は、英国外の発行者の場合を除き、遅くとも開示義務の発生日に続く2取引日の終了までにこれを通知しなければならない（DTR 5.8.3R）。これらの情報の通知を受けた発行者は、英国外の発行者の場合を除き、当該取引日の終了までに、受領した情報を開示する義務を負う（DTR 5.8.12R(1)）。

この発行者に対する通知義務の対象者には、株主として議決権を有する者ばかりでなく、DTR 5.3.1R(1)に定める金融商品（financial instruments）の直接的または間接的な保有を介して議決権を保有しまたは保有するとみなされる者も含まれる（DTR 5.1.2R）。まず、ここにいう「株主」には、所定の「株式の間接的な保有者（an indirect holder of shares）」も含まれる（DTR 5.2.1R）。たとえば、議決権を保有する第三者に対して他の者が対価を得て当該議決権を一時的に移転することに合意していた場合には、その合意した者、また、第三者が当該第三者の名前で他の者のために議決権を保有する場合には、その他の者が、株式の間接的な保有者として、大量保有報告の対象者に含まれる（DTR 5.2.1R(b) & (g)）。ただし、間接的な保有者となるか否かは、議決権の行使に対する支配を有するか否かがポイントとなるので、たとえば、名義人を通じて株式を保有するような場合（shares held by a nominee on behalf of another）、名義人が議決権行使を支配しているときは名義人が株主となり、名義人が受益的保有者（第三者）の指示に従って議決権行使を行うときは、当該受益的保有者が株式の間接的な保有者となる。

そして、DTR 5.3.1R(1)(a)は、直接的または間接的な保有が大量保有報告の対象に含まれる金融商品を、① DTR 5.3.2Rに定める適格金融商品（qualifying financial instruments）、または、②英国の発行者の株式に関連して、適格金融商品と類似の経済的効果を有する金融商品と定めている。①について、DTR 5.3.2Rでは、合意<sup>47)</sup>に基づき保有者の意思のみにより議決権のある株式を取得する権利に帰着することとなる場合には、譲渡可能証券ならびにオプション、先物取引、スワップ取引、先渡取引およびその他のデリバティブ契約

46) 英国の大量保有報告制度については、松井和也「大量保有報告制度の目的と実効性の確保方法—英国における開示規制の構造を素材として—」同志社法学 62巻4号 289頁以下（2010年）。

47) DTR 5.3.1R(3)により、適用される法律により拘束力のある合意を意味する。Rule上の用語は、“a formal agreement”である。

(transferable securities and options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts, as referred to in Section C of Annex 1 of MiFID) が適格金融商品とみなされる旨を定める。議決権株式のコールオプションのように、その保有者に無条件で議決権株式を取得する権利 (an unconditional right to acquire) を与える金融商品はこれに該当すると説明されている<sup>48)</sup>。ちなみに、FSA (現在は FCA。以下同様) のガイダンスにおいては、原資産となる株式の価格が一定の時点で一定の基準に達することによってその保有者が株式を受領することとなる金融商品や、当該金融商品の発行者または第三者が期間満了時に当該金融商品の保有者に株式または現金を付与することができるような金融商品は、適格金融商品に含まれると考えるべきではないと述べられている (DTR 5.3.3G(1))。

他方、前記②について、FSA の見解では、金融商品の保有者が発行者の株式のパフォーマンスについて事実上ロングのポジションを持つときは、その決済が現物株式によるか金銭によるかにかかわらず、一般的には、当該金融商品は適格金融商品類似の経済的な効果を有するとされる。なぜなら、そのような金融商品は、その保有者に原資産である株式の取得またはその利用可能性の点で、経済的な有利さを与えるからであるとされる (DTR 5.3.3G(2)(a))。また、原資産である株式と一致してシメトリックに金銭を生む構造になっていない (not having a linear, symmetric pay-off profile in line with the underlying shares) ロングのデリバティブ金融商品 (すなわち、たとえば、金銭決済型オプションのように、デルタワン・プロファイルを持たない金融商品) であっても、いずれかの特定の時点で、当該金融商品のデルタと等しい割合になるという点のみにおいて、原資産となる株式との関係で、適格金融商品と類似する経済的効果をもつと考えられるべきであり、それゆえ、特定の期日において 0.5 のデルタを持つ金融商品については、原資産となる株式の半分について「類似の経済的効果」を提供することになり、このことは、その保有者が、開示が要求されるか否かを判断するために、各取引日の終了時毎にデルタの変化をモニターする必要があるかもしれないことを意味する、とされている (DTR 5.3.3G(2)(b))。

通知義務者が発行者に通知すべき情報は、株式保有割合の他、支配企業を介して議決権が保有されている場合には支配企業の連鎖状況、基準に到達し、超過したまたはこれを下回った期日、株主または議決権行使について権限を有する者の氏名等である (DTR 5.8.1R)。さらに、適格金融商品 (またはこれと類似の経済的効果を有する上述の金融商品) の保有を通じて通知義務が生じている場合には、当該金融商品の権利行使期間、株式が取得され得る期日または期間、当該金融商品の満期または失効期日の通知も要求される (DTR 5.8.2R)。情報の通知を請求される場合が支配目的を有する場合等に限定されていないこともあってか、アメリカのスケジュール 13D のように、取得資金の出所や、支配権の行使

---

48) Louise Gullifer and Jennifer Payne, *Corporate Finance Law-Principle and Policy* (2011), at p. 486.



に関する計画や提案を含めた取得の目的の開示は求められていない。

なお、英国会社法には、会社が名簿上の株主に対して、実質株主の開示を請求できる制度が設けられており、合理的期間内の回答義務に違反する場合には、会社が裁判所に申立てを行い、株式譲渡の無効、議決権の停止、株主割当てからの除外、配当などの支払停止などの命令を得ることが可能である（2006年会社法第22編<sup>49)</sup>。

## V むすびに代えて

Hu教授とBlack教授は、デカップリングによって生ずる濫用問題に対処するには、アメリカの現行開示規制では不十分であると主張して、デカップリングを生ずるデリバティブ取引の実態を把握できるよう、株式保有に関する開示規制の抜け穴をなくし、さらに、いくつかに分かれる34年取引所法上の情報開示制度を統合すること等を提案していた<sup>50)</sup>。しかしながら、リーマンショックによる金融危機とドッド・フランク法の制定以降においても、SECによる規則制定権限の行使は、このような方向性を示していないようである。アメリカの開示規制においては、前述のような実質的所有者の地位を基準とし、トータルリターン・スワップ契約やCFD契約のロングの当事者となっていることだけでは、開示規制の対象とされない。では、どのような場合が開示規制の対象となるのかは、CSX判決以降もSECの立場があまり明確でないことから、実務的に不明確なままであるように見受けられる。その分、訴訟リスクが高まる懸念もあり得よう。

これに対して、支配的意図を有しながらトータルリターン・スワップ等を利用することで規制の潜脱が行われる事案がみられる現状に鑑み、SECが実質的所有者の概念を拡大することでこれに対処することを求める見解も有力である<sup>51)</sup>。他方で、アメリカには、5%ルールによる大量保有者の開示規制自体に対して、批判的な見解も存在する<sup>52)</sup>。

規制の潜脱を狙った濫用的な事案への対処という点で、英国の一般的な開示規制は優位性を持つとすることができる。しかしながら、英国の一般的な開示規制に対して、批判的な見解も存在する。FSAは、2009年の改正に際して、①特段の追加規制を行わない、②開示対象となるCFDを特定する一方、発行会社に一定の開示要求権を与える、③CFD

49) 英国の実質株主開示制度については、菊田秀雄「イギリスにおける実質株主の開示請求制度」国際商事法務 39 巻 9 号 1279 頁以下（2011 年）、山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕—イギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にして—」商事法務 1797 号 32 頁以下（2007 年）。

50) たとえば、Henry T. C. Hu and Bernard Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, 61 *Bus. Law.* 1011 (2006), at p. 1047 et seq.

51) Sullivan, *supra* note 30, at p. 1317–1318.

52) たとえば、Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, *Harvard Business Law Review* 2 (2012) 40; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 702* (12 July 2011) <<http://ssrn.com/abstract=1884226>>

を一般的な開示の対象とする、という3つの案を示していたが、最終的に前述のように③の改正案を採用した<sup>53)</sup>。これに批判的な見解は、むしろFSAが採用しなかった②の規制がよいとするものである。市場が必要とするのは、CFDのポジションが会社の支配権を得る目的で使われる場合に限られることを理由とする。そのため、一般的にCFD取引の開示を求めることは、不必要な開示費用を負担させることになり、また必要以上の情報を提供して投資家を混乱させるおそれもあって、適切ではない等と批判している<sup>54)</sup>。また、スケジュールDにおける開示情報の方が、英国の開示情報と比べて、実質株式所有の背景や性格、支配権取得の意図の詳細が開示される点で、むしろ充実していることも指摘されている。

この問題に対する英米の規制手法の相違には、両国の企業買収法制の相違と呼応する側面があるように思われる。アメリカには、英国のような強制公開買付けの制度は存在せず、いわゆる支配権プレミアムの一般株主等への分配は要求されていない。スケジュール13D報告書による開示要件も、英国に比べると緩やかである。たとえ開示義務の違反があったとしても、CSX事件判決にみられるように、情報の開示後株主総会までに相当の期間が確保されていれば、議決権行使の差止めは認められない可能性が高い<sup>55)</sup>。他方、英国では、強制公開買付けが存在することに加えて、大量保有報告を求められる基準は3%から、発行会社への通知義務も原則2取引日以内と、いずれもアメリカと比べて厳格である。そうした厳格な姿勢がCFDの濫用への対処方法にも現れているように思われる。英国の企業買収法制が、一般株主・少数派株主保護を基本的な理念とすることの反映ともいえる<sup>56)</sup>。また、実務的には、テイクオーバー・パネルが企業買収の調整役としての役割を担い、上場会社等の企業買収が訴訟に発展する例は少ないようである。制度設計自体において、訴訟による問題解決や裁判所のルールメイクが重要な役割を果たすことは、想定されていないように見受けられる。

さらに最近では、支配的意図に基づく行動を隠蔽する目的で利用される場合に限らず、エンプティ・ボートイングやヒドゥン・オーナーシップを生むデカップリング自体の社会的有用性を疑問視して、一般的な開示規制を支持する見解も現れている<sup>57)</sup>。この問題は、

53) FSA, Disclosure of Contracts for Difference: Feedback on CP 08/17 and final rules, PS 09/3 (2009).

54) Kettunen and Ringe, *supra* note 11, at p. 241 et seq. しかしながら、②の方法による場合、実効性の確保がむずかしくなるおそれがある。

55) 英米の大量保有報告制度およびその政策判断の違いについて、加藤貴仁「大量保有報告制度に関する制度設計上の課題」総合ディスクロージャー研究所編『金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題』別冊商事法務369号(商事法務、2012)130頁以下。

56) その背景には、上場会社等の主要株主を機関投資家が占めるという英国特有の株主構成が存在することも、しばしば指摘される。

57) Jordan M. Barry, John W. Hatfield and Scott D. Kominers, On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership, BFI Working Paper Series No. 2012-011 (22 August 2012) <<http://ssrn.com/abstract=2134458>> (last accessed on 10 May 2013).

より広く、金融派生商品、特に店頭デリバティブの規制問題やヘッジファンドの規制問題とも関係する内容を含むものである<sup>58)</sup>。国際的な資本市場の動向も勘案して、わが国ではどのような対応が必要となるかの検討は、EUにおける規制動向に関する考察とともに、別稿において行うこととしたい。

〔付記〕

脱稿後、得律晶「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」（2013年3月）[http://moj.go.jp/MINJI/minji07\\_00129.html](http://moj.go.jp/MINJI/minji07_00129.html)（アクセス2013年6月10日）に接した。

本稿は、2012年度財政・金融・金融法制研究助成金（公益財団法人日本法制学会）による研究成果の一部である。

---

58) 課税上の問題について、岩崎政明「有価証券のHidden Ownershipに係る課税問題」証券税制研究会編『証券税制改革の論点』（日本証券経済研究所、2012年）250頁以下。