

エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分」の問題

～欧州における動向を中心として～

渡 辺 宏 之¹

概 要

金融イノベーションの進展により、議決権と経済的権益を分離させる、エクイティ・デリバティブの利用による「隠れた持分」ともいえる問題は、上場会社法制に対する重大な挑戦の意味を有する。

エクイティ・デリバティブは種々の有用な可能性を有するが、同時に、大量保有報告制度や公開買付規制をはじめとした現行の金融商品取引法および会社法の趣旨の潜脱にも用いられ得るものであるから、英国やスイス・フランスにおける対応も参考としつつ、我が国における対応を検討することが望ましい。

その際、「ルール改正と潜脱のいたちごっこ」にならないためにも、それらの諸国における、エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分の取得」について詳細な定義規定を置く代わりに包括的に規制対象とする規定を設けようとしたことは非常に示唆的である。また、欧州諸国のように、規制手法としての「議決権の停止」も有効な手段と考えられる。

キーワード エクイティ・デリバティブ 大量保有報告規制 公開買付規制

1 早稲田大学法学学術院教授。本稿の作成にあたっては、金融庁金融研究研修センター「今後の証券市場の在り方に関する研究会」第4回(2009年5月12日)の筆者の報告時に、参加者の方々より有益なご教示を頂いた。また、UK Panel on Takeovers and Mergers、Swiss Takeover Board、Gleiss Lutz 法律事務所(Stuttgart)、Herbert Smith 法律事務所(Paris)からそれぞれ、訪問時に有益な情報を提供頂いたことに感謝申し上げる。なお、本稿の内容は筆者自身の理解および見解に基づくものであり、ありうべき誤りは筆者のみに帰する。

1. アメリカ・ドイツにおけるエクイティ・デリバティブを用いた

大量保有報告・強制公開買付規制回避のケースと、規制当局の見解

2008年6月、英国の投資ファンドThe Children's Investment Master Fund(TCI)²が、アメリカの鉄道会社であるCSX Corporationによって訴えられた。TCIはCSX株式を買い進めており、CSX社に対し自社株購入などの提案。TCIはCSX株式に関して、投資銀行とトータル・リターン・スワップ (TRS) 契約を締結した。委任状争奪戦の過程で、CSXが、TCI(および3G)に1934年証券取引所法に基づく大量保有報告規制違反等があったことを理由にTCIによる定時株主総会での議決権行使禁止を求めて提訴した。

アメリカNY南部地区連邦地裁所³は、TRSのロングポジションの保有者にすぎないファンドであっても、1934年証券取引所法13条(d)項の下における大量保有報告規制の潜脱防止規定SEC13-3(b)の下で、「状況証拠の積み上げ」的な認定により、CSX社の実質株主(beneficial owner)とみなされると判示した⁴。

これに対し、SECが提出した鑑定意見は、「単に経済的利益だけを得て、株式を保有することがないデリバティブポジションの保有者を実質株主とはみなさない」というものであった。SECのこの見解は上記判決後も変更されていないようである⁵。

同様にドイツでも最近、公開買付の局面で、買付者によるエクイティ・デリバティブ(cash settled share option)を用いた「隠れた持分」の存在が大きな問題となった。

2008年7月、非公開会社である自動車産業の会社であるSchaefflerは、世界最大のタイヤメーカーであるContinentalに公開買付を行った。Schaefflerは約3%の議決権保有時点でvoluntary offer(任意的公開買付け)を行ったが、実はその他にも先物で約5%、cash settled share optionで約30%保有していた。

対象会社であるContinental社は、買付者Schaefflerによる本件cash settled share option契約は、大量保有報告規制および強制的公開買付(mandatory offer)規制を潜脱する

2 同ファンドは、英国に本拠を置く代表的なアクティビスト系ヘッジファンドのひとつであり、わが国でも、Jパワー(旧電源開発)の株主総会で、経営陣との間で展開された委任状闘争が注目された。その際にも、トータル・リターン・スワップを用いた「隠れた持分」の存在が問題になったことが報道されている。

³ CSX Corp. v. The Children's Inv. Fund Mgmt (UK) LLP, Case No.1 : 08-CV-02764-LAK (S.D.N.Y. filed June 11,2008). 現在、第二巡回区連邦控訴裁判所に係属中。

⁴ ただし、34年法上のbeneficial ownerに該当するかについては明言しなかった。そして、「回復し難い損害」が生じることが立証されなかったとして、ファンド側保有株式の議決権行使禁止は結論として認めなかった。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24頁(2008年)

⁵ SECへの訴えは通常ワシントン地区の裁判所によるため、上記判決の、SECの規制活動に対する影響は大きくないと考えられている。

ものと主張したため、Bafin(連邦金融監督庁)は以下の法令違反の有無について確認した⁶。

①「投資銀行メリルリンチもしくは他の第三者がコンチネンタルの株式を Schaeffler の代理で保有していたか」(section 30(1) sentence 1 no.2 WpÜG⁷, section 22(1) sentence 1 no.2 WpHG⁸)、②「Schaeffler は、コンチネンタルの株式の現物を取得したいと意思表示すればコンチネンタルの株式を取得できることになっていたか」(section 30(1) sentence 1 no.5 WpÜG, section 22(1) sentence 1 no.5 WpHG)、③「議決権が共同行使されることになっていたか」(section 30(2) WpÜG, section 22(2) WpHG)

結局、Bafin は、以上の契約・合意が存在したという「証拠」がないとして、買付者 Schaeffler およびそのアドバイザー等の法令違反を認めなかったが、エクイティ・デリバティブを用いた同様のスキームは、ドイツにおける他の公開買付案件等でも使用されているといわれており、M&A 関係者の間では大きな議論を呼んでいる。

2. エクイティ・デリバティブとその開示に関する問題点

エクイティ・デリバティブは以下のような仕組みに基づいている。

ロングポジションの保有者(ヘッジファンド等)は、株式を購入する資産を拠出せずに、合意された想定元本について一定割合による利子を支払い、配当および契約終了時の値上がり益を取得する。一方、ショートポジションの保有者(金融機関等)は、特定された原資産のパフォーマンスを基礎としたキャッシュフローを支払い、例えば、変動金利および株式の値下がり分をロングポジションの保有者から受け取る。

ロングポジションの保有者は、エクイティ・デリバティブを活用することにより、直接株式を購入することなく、間接的に株式投資のエクスポージャーを増やしたり減らしたりして、ポートフォリオのリスク分散を図ることができ、大量取得を公にしないことによって、マーケットインパクトを抑えることもできる。ショートポジションの保有者は、証券の信用リスクと市場リスクをロングポジションの保有者に転嫁することができる。また、会社の経営者等の内部者が、自社株持分のリスクをヘッジするためにエクイティ・デリバティブを用いることも可能である⁹。

上記のアメリカおよびドイツでのケースで用いられた Total Return Swap(TRS) や Cash Settled Equity Swap も、エクイティ・デリバティブの一種である。Cash Settled は現金による決済を意味する。また、英国国内でのエクイティ取引の約三分の一を占めるといわれて

⁶ Bafin, Presse, Verletzung Meldepflichten bei :Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt [Bafin, Press, No breach of reporting requirements identified in Continental AG takeover procedure] (2008.08.21).

⁷ Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz (有価証券取得及び買収法 [企業買収法])。

⁸ Wertpapierhandelsgesetz (証券取引法)。

⁹ 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 ー2007年夏号190頁、等参照。

いるContract for Differences (CfD)¹⁰も、代表的なエクイティ・デリバティブの一種である。これらのエクイティ・デリバティブは、名称は様々であるが、基本構造は似通っている。

テキサス大学のHenry Hu教授とBernard Black教授は、論文"The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership"および"Equity and Debt Decoupling and Empty Voting"の中で、hidden ownership(隠れた持分)の問題を取り上げて詳細に検討した¹¹。

開示を伴わずにエクイティ・デリバティブを利用する場合には、ファンド等のロング・ポジションの保有者は、エクイティ・デリバティブのポジションを契約に従い任意に実現することなどで、タイミングを選んで固定価格で突如として大量に取得して開示することも可能であり、開示を行った場合に生じたであろう対象株式の株価上昇が生じず、コントロール・プレミアムを支払わないで株式を大量に取得することもできる。加えて、ファンド間等の水面下での共同行為(acting in concert)を容易にしている¹²。

ショートポジションの保有者(投資銀行等)は、取引のリスクをヘッジするため、株式を購入するのが通常であるが、取引終了時に、ロングポジションの保有者(ヘッジファンド等)からの要請に応じ、「現物決済の規定やオプションが契約にない場合でも」株式現物の交付を行うことが一般的であるため、エクイティ・デリバティブの契約内容と、取引の実質的な最終形態とのギャップが生じている。それゆえ、株式の現物交付が行われた場合、ヘッジファンド等が「突然に」大量保有者として出現することになる。

ただし、ショートポジションを保有する銀行等が、常に株式現物等の交付に応じるとは限らないことが問題を複雑にしている。最近のカナダにおけるケースでは、あるヘッジファンドはScotiabankをカウンターパーティーとしてSears Canada株式のエクイティ・スワップ取引をしていた。Sears Canada社への買収提案に反対するために、ヘッジファンドはScotiabankにスワップの反対売買を行うように要請したが、後にSears Holdingsの買収のディーラーマネージャーとなっていたScotiabankはこれを拒否した¹³。

3. 英国における開示規制と CfD(Contract for Differences)

英国では、いわゆる実質株主制度が存在し、株式を通常形態で保有している者だけでな

¹⁰ Contract for Differences (CfD)は差金決済契約を意味し、英国ではstamp duty(印紙税)不要のメリットもある。

¹¹ Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", Southern California Law Review, Vol. 79 (2006) [以下、「第一論文として引用」]; Henry T.C. Hu and Bernard S. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number (2008). [以下、「第二論文として引用」]。

¹² そうしたファンド間での水面下での共同行為は「ウルフパック戦術」(Wolf Pack Tactics)と呼ばれており、新種のマーケット・スweep(market sweep)行為であるともいえる。武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流 [上] ―ウルフパック戦術(群狼戦術)と金融商品取引法―」商事法務 1840 号 74 頁以下(2008 年)。

¹³ Henry T.C. Hu and Bernard S. Black, [第一論文], at 839、福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証券レポート 1651 号 39 頁(2008 年)47-48 頁。

く、名義株等の「実質株主」を知るために会社は開示を求める権利が会社に与えられている¹⁴。また、企業買収規制において、買付期間中に対象会社の株式等を1%以上保有または支配する者は、当該株式等について行った取引を開示しなければならない（Takeover Code, Rule 5.4 等）¹⁵。また、テイクオーバー・コード(シティ・コード)には、買付時の実質的受益者の開示に関する規定が存在し、買付者が上場会社でない場合は、買付者とその背景に関する情報を、買付文書において開示しなければならず（Takeover Code, Rule 24.2）、買付によって取得された証券の譲渡の有無、最終保有者の記載も義務付けられている（Takeover Code, Rule 24.8）。しかしながら、従来はCfDは開示の対象となっていなかったため、以下のような取引が行われて支配権移転の局面で問題となった。

2004年に、アメリカの軍事産業General Dynamicsはイギリスの戦車メーカーであるAlvis社に買収オファーを行っていた。Alvis社の大株主であるBAe Systemsは当初、オファー受諾の有無を明らかにしていなかったが、Trafalgar Asset Managementら複数のヘッジファンドが協働し、CfD取引によって合計でAlvis株式の相当比率を有することを示してBAe Systemsにアプローチしたことで、BAe Systems社が結局Alvisを買収することになり、ヘッジファンド連合は当初General Dynamicsが提示していた価格よりも一割以上高い価格でAlvis株式を売却することができた¹⁶。英国において、同様のCfD取引は2004年に他にも複数報告されており、その中には、Philip Green氏が英国の高級スーパーマーケットMarks & Spencerへのオファーに際して、ヘッジファンド数社とCfD取引を行なったケースが含まれている¹⁷。

そうした状況に対し、テイクオーバー・パネル(The Panel on Takeovers and Mergers)は、2005年11月から、買付期間の開示対象となる株式に、当該株式等の保有分にそれを原資産とするCfDその他のデリバティブのロングポジションの保有分を合算するものとした¹⁸。テイクオーバー・コード(Takeover Code) Section C.のDefinition(定義)では、対象会社証券に関するロングポジションのエクスポージャーについては、それが条件付の権利であってもなくても、当該証券に関する利益(interests in securities)と見なすことにした¹⁹。なお、同一のカウンターパーティーに対するロングとショートのパポジションの相殺は不可であり、双方とも開示する必要がある。現物株とデリバティブの開示を一体化したコンポジット型

¹⁴ 山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕〔下〕」商事法務 1797号(2007年)32頁・1800号(2007年)44頁。

¹⁵ ただし、一括裁量権を投資家が運用者に与えている場合は、開示の対象となるのは運用者の名前だけであるが、非裁量的な運用者である場合は、出資者も開示する。

¹⁶ A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009, at 72. Henry T.C. Hu and Bernard S. Black〔第一論文〕at 838.

¹⁷ Ibid. その他、2004年の英国では、PolygonによるDFS株式取得、“Songbird” ConsortiumによるCanary Wharf株式の取得に際して、同様のCfD取引が行われたことが報告されている。

¹⁸ The Panel on Takeovers and Mergers, Dealings in Derivatives and Options, Statement by the Code Committee of the Panel following the external consultation processes on control issues in PCP 2005/1 and PCP 2005/3(April 2006).

¹⁹ 株を貸している場合は“Interests in securities”に含まれる。借りている場合は含まれない。Takeover Code, Section C. Definitions, Notes on Interests in securities, 4. Securities borrowing and lending.

の開示書式もある。

また、FSA(金融サービス機構)もルールを修正し、英国内の上場株式を原資産とするCfDは、株式保有分と合算して3%を超える場合は、基本的に大量保有報告の対象になることにした²⁰。新ルールの制定をめぐるのは、①何も追加規制を行わない、②開示対象となるCfDを特定する一方で、発行会社に一定の開示要求権限を与える、③CfDを一般的な大量保有報告の対象とする、④議決権との関連にかかわらず、すべてのCfDを開示の対象にする、の大別して四つの考え方が主張されていたが、FSAは③の考え方に即したルールを制定することを決めた²¹。パブリックコメントは2009年1月23日に終了し、2009年9月までに新ルールが施行される予定である。

なお、英国を拠点とするヘッジファンドが自主的に構成した団体であるHedge Fund Working Groupも、こうした開示規制の導入に賛同する意見を2007年に出している²²。CfDに関しては、テイクオーバー・パネル、FSAによる規制に基本的に賛成している²³。

4. 他の欧州諸国(スイス、フランス、イタリア)の動向とわが国の

現状

スイス

スイスでは、現物決済のエクイティ・デリバティブは大量保有報告の対象となっていたが、現金決済のエクイティ・デリバティブは対象外であったため、とくに2005年から2007年にかけて、ヘッジファンドらによる以下のような多くの濫用事例が発生した²⁴。

- ・2005年のVictory IndustrialによるUnaxis株式取得のケース
- ・2007年のVictory IndustrialによるAscom株式取得のケース
- ・2007年のVictory Industrial-VekselbergによるSulzer株式取得のケース
- ・2006-2007年のLaxey Partnersとその後のVictory IndustrialによるSaurer株式取得のケース
- ・2007年のLaxey PartnersによるImplenia株式取得のケース

こうした状況を受け、スイス連邦銀行委員会(Swiss Federal Banking Commission)は2007年7月にルールを改正し、Cash-settled call options等の現金決済型のエクイティ・デリバティブも開示の対象にした。当該金融スキームにより株式現物を取得可能なものは、

²⁰ 空売り等の規制のため、2008年6月から一定割合(0.25%)のショートポジション保有者にも開示義務が課されている。

²¹ FSA, Policy Statement, Disclosure of Contracts for Difference (March 2009) Feedback on CP08/17 and final rules. なお、市場への流動性提供目的の仲介者による場合等、若干の適用除外が予定されている。

²² Hedge Fund Working Group, Hedge Fund Standards : Consultation Paper(October 2007).

²³ ただし、貸株に関しては、当局との対話に応じる姿勢ではあるものの、経済システムのメリットを強調している。

²⁴ Henry T.C. Hu and Bernard S. Black [第二論文] at 655-658.

広く規制の大量保有報告規制の対象としたことが注目される²⁵。

フランス

フランスでは、最近までエクイティ・デリバティブは開示の対象外であったが、AMF(金融市場庁)に設置された「主要株主とその意思表示」に関するワーキンググループ報告書²⁶において、2008年10月に、Contracts for difference やequity swapも開示の対象とすること、また最初の開示要件(比率)の引き下げや開示までの期間短縮等が勧告された。

すでにワーキンググループ報告書の提言を反映した新たなordinanceが2009年1月に制定され、エクイティ・デリバティブは大量保有報告の開示規制の対象となっている²⁷。新たな規定は2009年8月1日に施行され、AMFのルール(general règlement)の修正も行われることになっている。

イタリア

イタリアでは、現行ルールの下では、コール・オプションは大量保有報告や公開買付規制の対象となっているものの²⁸、エクイティ・デリバティブはそれらの対象となっていない²⁹。そのため、2005年のAgnelli一族によるFiatの株式取得のケースにおいて、マンドトリーオファー(強制公開買付)ルールの適用を回避するためにエクイティ・デリバティブ(エクイティ・スワップ)を用いることが行われた³⁰。

2002年にフィアット社が業況悪化によりデット・エクイティ・スワップの形式で債権銀行団から緊急融資を受けた後、フィアットの創業者であるAgnelli一族は、経営権を維持しつつマンドトリーオファー(強制公開買付)ルールの適用を受けないために、デット・エクイティ・スワップと逆取引となるエクイティ・スワップ取引をメリルリンチと締結した。融資金未返済のため2005年に銀行団がデット・エクイティ・スワップを実行してフィアットの26%の議決権を取得した後、Agnelli一族は逆取引のエクイティ・スワップにより、当該フィアット株式を市場価格よりも安く取得したが、イタリアのConsob(国家証券委員会)は、Agnelli一族が行った行為をマンドトリーオファー・ルール違反であるとしなかった。

²⁵ Art. 20 paras 2, 2bis and 5, SESA. 現在は、Stock Exchange Ordinance(Ordinance of the Swiss Financial Market Supervisory Authority on Stock Exchanges and Securities Trading)のArt.15(Financial Instruments)(2)に規定されている。

²⁶ Groupe de travail preside par Bernard Field, member du College de l'AMF, Rapport sur les declarations de franchissement de seuil participation et les declarations d'intention (Octobre 2008) [Publication of a working group report on major holdings and declarations of intent, Chaired by AMF Board Member Bernard Field] .

²⁷ the ordinance n°2009-105 of 30 January 2009. フランスでは、2008年の経済現代化法(*loi de modernisation de l'économie*)の制定により、政府は、フランスを魅力ある金融センターとするために、必要に応じordinanceを発出することができるようになった。

²⁸ 2005年のBanco Popolare di LodiによるBanca Antonveneta株式の取得のケースでは、多数の対象会社株式を対象にコール・オプション契約を締結していた買付者に対し、Consobはマンドトリーオファー(強制公開買付)を要求した

²⁹ ただし、重大な価格感応情報として、エクイティ・デリバティブ取引等に関する情報を開示しなければならない可能性は存在する。

³⁰ Henry T.C. Hu and Bernard Black [第一論文] at 839-840 .

しかしながら現在、イタリアにおいても、Consobはエクイティ・デリバティブ等も開示の対象とするルール改正を検討中である³¹。

日本

わが国の現行法では、株券等の現物の交付を請求できる権利が付与されているスキームであれば、明示的に大量保有報告規制の対象となっている³²。一方で、本稿で問題にしてきたような、契約によらずに「事実上」現物を引き渡すことができるエクイティ・デリバティブのスキームのロング・ポジションについては、「他人の名義を持って株券等を所有する者」に該当し得るが、大量保有報告者の報告に係る様式や、公開買付の際の保有割合の算定方法について明示的なガイドラインがなく、その実効性やコンプライアンスについては、必ずしも明らかではない。

5. おわりに

金融イノベーションの進展により、議決権と経済的権益を分離させる、エクイティ・デリバティブの利用による「隠れた持分」ともいえる問題は、上場会社法制に対する重大な挑戦の意味を有する。

エクイティ・デリバティブは種々の有用な可能性を有するが、同時に、大量保有報告制度や公開買付規制をはじめとした現行の金融商品取引法および会社法の趣旨の潜脱にも用いられ得るものであるから、英国やスイス・フランスにおける対応も参考としつつ、我が国における対応を検討することが望ましい。

その際、「ルール改正と潜脱のいたちごっこ」にならないためにも、それらの諸国における、エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持分の取得」について詳細な定義規定を置く代わりに包括的に規制対象とする規定を設けようとしたことは非常に示唆的である。また、欧州諸国のように、規制手法としての「議決権の停止」も有効な手段と考えられる。

参考文献

- ・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)
- ・武井一浩「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔上〕 ―ウルフパック戦術(群狼戦術)と金融商

³¹ Consobは、2009 年 5 月に、「隠れた持分(hidden ownership)」の問題に関する研究の第一人者のひとりである Henry Hu 教授を招聘し、検討会を行った。

³² 金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項、27 条の 23 第 3 項、金商法施行令 14 条の 4 の 2 第 1 号、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令 1 条 1 号。太田・前掲 27 頁。

品取引法一」商事法務 1840 号 74 頁以下(2008 年)。

- ・ 福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証券レポート 1651 号 39 頁(2008 年)。

- ・ 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年夏号188頁。

- ・ Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", Southern California Law Review, Vol. 79 (2006).

- ・ Henry T.C. Hu and Bernard S. Black, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II : Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number 3 (2008) .

- ・ Bafin, Presse, Verletzung Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt(2008.08.21).

- ・ Groupe de travail preside par Bernard Field, member du College de l'AMF, Rapport sur les declarations de franchissement de seuil participation et les declarations d'intention (Octobre 2008).

- ・ Fredelic Grillier and Hubert Segain, Franchissements de seuils : Reglementation applicable et evolutions souhaitables, Revue Trimestrielle Droit Financier (N° 4-2007) .