



Title	北海道大学法学会記事
Description	雑報
Citation	北大法学論集, 61(1), 199-203
Issue Date	2010-05-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/43155
Type	departmental bulletin paper
File Information	HLR61-1_005.pdf



北海道大学法学会記事

二〇〇九年二月一日(木) 午後三時より

「政権交代への道」

報告者 山口二郎

出席者 三五名

日本でも、同じような展開を発見できる。第一の道は、一九六〇年代から八〇年代にかけてかつての自民党が展開した利益配分政治である。しかし、そのような政策は普遍的な制度に基づくものではなく、官僚の持つ裁量によって実施され、不公正や腐敗を伴っていた。地方自治体に対する公共事業補助金の配分や、公共事業受注をめぐる談合、護送船団方式といわれる業界保護の仕組みなどがその代表例であった。他方、第一の段階においては、制度的な社会保障の整備が行われたが、その規模は国民経済の規模に比べればきわめて小さいものであった。

今回の民主党の勝利は、日本における第三の道の実現と評価することができる。第三の道とは、一九九七年にイギリスで労働党が一八年ぶりに政権を獲得した時に打ち出したスローガンである。いうまでもなく、第一の道は第二次世界大戦後、ベヴァリッジ報告に基づいて労働党が実現した福祉国家、第二の道はサッチャー政権が一九八〇年代から九〇年代にかけて推進した新自由主義的な改革である。九七年の選挙に臨んだ労働党は、

グローバル化時代に経済的な効率と両立する新たな福祉国家として、第三の道を打ち出した。

第二の道は、二〇〇〇年代に小泉純一郎政権によって展開された新自由主義的構造改革である。第一の道がもたらした腐敗や無駄遣いに怒った国民は、小さな政府による改革を支持した。しかし、小泉政権は腐敗の是正や行政の効率化ではなく、社会保障や社会福祉の削減、労働の規制緩和、地方政府に対する財政援助の大幅な削減を実施し、日本社会にはアメリカのように、貧困と不平等が蔓延した。

第三の道は、今回民主党が打ち出した福祉国家の再構築の路線である。従来の裁量的な利益配分が変わって、普遍的制度を

立て、それに沿って同じ条件にあるすべての市民に対して公平に給付やサービスを提供するという点に民主党の政策の本質がある。子ども手当は、いわばベーシックインカムの部分的な試行である。また、農業についてはヨーロッパに習って、農家に對する戸別所得保障を行うことを打ち出している。従来の農業政策が、農村に對する裁量的な補助金や建設事業に偏っていたことへの反省からこのような政策が生まれた。さらに、医療、教育の分野では、それらの分野に對する財政支出がOECDの平均的な水準に達するように増額することを目指すとしている。民主党政権は、アメリカ型の小さな政府と決別し、ヨーロッパ型の福祉国家を目指すことが出来る。

ポスト小泉の自民党が構造改革路線の継続か、修正かをめぐって内部論争を起こしたのに対して、民主党は生活第一というスローガンの下に、一応社会民主主義的なアジェンダを打ち出した。その点で、民主党が攻勢に出ることができ、構造改革の破滅的な帰結に對する反発を強めていた国民の支持を得ることができた。この点に關しては、二〇〇六年春に代表に就任した小沢一郎のリーダーシップによるところが大きい。

二〇〇九年一〇月二二日(木)午後三時より

「Empty Voting」に關する近時の議論状況—Cash-flow と control right の乖離の観点から—」

報告者 得 津 晶
出席者 一 五 名

一・問題意識 近時、アメリカでは、隆盛な Hedge Fund の活動 (Kahan & Rock *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. Pa. L. Rev. 1021-1093; 武井一浩、太田洋「ハッジファンド・アクティビズムの新潮流」商事一八四〇、一八四二号) に關連して Empty Voting と Hidden (Morphable) Ownership という現象が論じられてくる (Hu & Black *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811-908; Hu & Black *Equity and Decoupling and Empty Voting II*, 156 U. Pa. L. Rev. 625-724; Martin & Partnoy *Encumbered Shares*, 2005 U. Ill. L. Rev. 775-813; 武井一浩ほか「ハッジ・ファンドと会社法」神作裕之編「ファンド法制四〇七頁」。近時のデリバティヴ取引など金融取引の発展によつて、brokerage firm など株主名簿上の株主・大量保

有報告書提出義務のある株主と、実質的な株主とが乖離し、情報開示規制等が課されずに株主の地位に立つことがHidden (Morphable) Ownershipであり、株式の経済的価値が実質的に帰属していないにもかかわらず、株主としての形式的資格があるために議決権を行使する現象がEmpty Votingである。代表的論者たるHu & BlackはEmpty VotingとHidden (Morphable) Ownershipをnew vote buyingと評し(Vote buyingはアメリカ法上違法)、規制の必要性の主張につなげていた。報告では、近時問題視されているempty votingとはどのような場面を指し、いかなる問題なのかを紹介した上で、本当に新しい問題であるのかを検討した。

二・議決権の正当化根拠 Empty votingの具体的問題状況を単純化すると、株主が株価下落リスクをヘッジするためにcall optionのshort positionまたはput optionのlong positionを取るとある(optionについてはBrealey et al. CORPORATE FINANCE 8th ed. 542.)。株主の議決権の正当化根拠として、清算時における残余権者(residual claimant)性(Clark CORPORATE LAW 389; 江頭憲治郎「株式会社法」[第二版]二二頁注三、神田秀樹「株式の不思議」前田喜寿・企業法の変遷二二五―二四七頁)ないしgoing concernとしての限界損益の帰属

(Easterbrook & Fischel *Voting in Corporate Law*, 26 JLE, 395; THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 67-68)により株主には自己利益最大化のため債権者・従業員等も含めた企業全体の利益を最大化させるincentiveがあるという功利主義的発想に求められてきたという、Empty Votingにおいては、株主に株式価値向上ひいては企業全体価値向上のincentiveが欠け、議決権の正当化根拠に欠ける(Martin & Partnoy: Hu & Black 79 S. CAL. L. REV.)。また現金決済のoption取引を保有株式数より多く行うことで、株価の減少が望ましいという負のincentiveを持つ者が議決権行使する場面すらあり得ることが問題視されている。

会社の議決権と株式の経済的価値であるcash flowとが乖離するという問題状況は、empty votingのほかに一株一議決権原則(Grossman & Hart *One Share One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 JFE 175-202; Hart FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE 186)とvote buyingの禁止法理(Schreiber v. Carey, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982))、日本法上でも利益供与禁止(会社法一一〇条)、議決権代理権授権制限(三三〇条二項)、取締役の任期規制(三三二条)、株式の自益権と共益権の不可分性の議論などから伺えるところである。アメリカの種類株式

制度による cash flow と control right との乖離が Tobin Q で測定した企業価値への負の相関があることも示されており

(Compens et al. *Extreme Governance: An Analysis of Dual-class Firms in the United States*, Working Paper) 問題視されてきた。

三' Empty Voting の情報開示 (Hidden (Morphable) Ownership) しかし、empty voting が現実ほどの程度使用されているのかは不明であり、それは、empty voting となる取引自

他への情報開示規制が不十分であることによる (例えば、大量保有報告書提出義務 [金商法二七条の二三]、主要株主短期売

買差益の返還義務 [一六四条])。これが Hidden (Morphable) Ownership の問題であり、現に二〇〇七年のスイス Sulzer 社

の買収や日本のニッポン放送事件の貸株において実例が報告されている。搾取の恐れのある大株主の有無などの情報をコミットメントある形で投資家に提供して、リスク回避による搾取の

危険性を踏まえた大幅な割引なしに、適正条件での投資家からの資金調達を可能にすることが強制的情報開示制度の趣旨なら

ば、権利行使のみで搾取可能な大株主の登場がありうる option 取引も含めて包括的情報開示が要請されることになる。

四' 議決権の問題への対応策 二' で述べた cash flow と control right の乖離の問題は、Empty Voting に限らず、株式持合

・デュアルクラス型保有などによって生じた (Bebchuk et al. *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity*)、現実に米国

以外の地域では乖離が大々く (Claessens et al. *The separation of ownership and control in East Asian Corporations*, 58 JFE 81-112)、限界損益・cash flow 以外の取引関係継続の利益を重視

する取引先株主の存在は日本では周知の事実である。メインバンク論としてこのような株主がモニタリング・企業価値の向上に資するという議論まで考慮すると (Sheard *Delegated Monitoring among Delegated monitors*, 18 J. JAPANESE INT. ECONOMIES 1-2; Aoki and Patrick *THE JAPANESE MAIN BANK SYSTEM*)、乖離への法規制の是非は非常に悩ましい問題である。

Hu & Black 156 U. Pa. L. Rev. は、①原則は従来通りの議決権行使を認め、②第一の例外として、1%以上保有株主に対し

て、保有する議決権と株式の経済的帰属の乖離とがその20%を超えていないことの証明を要求し、証明できた場合のみ全部

の議決権行使を認め、証明に失敗した場合は、実質的な経済的帰属主体に議決権を行使させるという特別の定款の定めを各会

社の任意によって採用できるようにし、③第二の例外として call option の short position のように会社の価値と株式の形式

上の保有者の経済的インセンティブが正反対の場合には、州会

社法の規定により強行法的に議決権行使を禁止するという提案をした。他にも Hu & Black 79 S. Cal. L. Rev. では、①の様な定款規定は free ride 問題のある株式分散所有型の既存の上場会社 (Bechtuk *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law*, 102 HARV. L. REV. 1820.; Black *Is Corporate Law Trivial?*, 84 Nw. U. L. Rev. 542.) に棚ぼた的買取防衛策を与えないために設立時ないし IPO 時の定款変更 (See, Daines & Klausner *Do IPO Charter Provision Maximize Firm Value?* 17 J.L., ECON. & ORG. 83) に限定するとしていた。実際に NYSE は上場規則四五二条を改正し、実質株主の指示なしで brokerage firm が取締役選任選挙へ投票することを禁止し、HFWG (2007) 61 は、経済的利益のない市場参加者の議決権行使禁止を提案している。結局、確たる証拠はないものの、比較法的にも経済学的にも、cash flow と control の乖離を完全に市場に任せるという判断は取っておらず、何らかの規制が必要という方向にある。

cash flow による incentive が歪むというのは従来から存在していた問題である。どのような場合に乖離する株式保有となるのかについては、大量の文献の蓄積がみられるところである (political determinant に着目するものとして Roe (2003); Legal origin に着目するものとして La Porta et al. (2008))。また、本問題をより抽象化すると、incentive による法的権利の正当化という発想法と、当事者間の契約自由を認めることで法で決定する incentive 構造が歪むこととの衝突をどのように考えるのかという多くの法分野で共通する難問 (職務発明制度等) につながる。

五 New Vote Buying は本当に新しい問題か？ 以上の empty voting の問題は金融取引・デリバティブの発展によって顕著

になったといわれる。しかし、配当相当額を賃料とする貸株も cash flow / capital gain は最終的には貸主に帰属し、empty voting の一例となり、さらに政策目的株式保有も含めて議決権の