

# 名義株主と眞の株主

福本 葵

## 1 はじめに

五月二二日に開催された日本証券業協会の証券受渡・決済制度改革懇談会（第一九回）において、議案「総株主通知の請求等における正当な理由の解釈指針」について、この解釈指針（案）が了承され、七月一九日、解釈指針が発表された。<sup>(1)</sup>これによって、株券が電子化される新たな振替制度の導入後、いかなる場合に、発行会社が総株主通知を請求できるかが明確になった。この「正当な理由」の第一番目に、「発行者が法令、上場規則、定款その他の規則（以下「法令等」という。）に基づき株主に対して通知をするために必要があるとき。」との記載がある。定款によって定めれば、「正当な理由」として認められるため、費用さえ支払えば、発行会社は実質的に必要な時に株主名簿を作成し、自らの株主が誰であるかを特定できることになる。

しかし、近年、株主名簿を見ても眞の株主が誰か分かりにくくなっている。二〇年ほど前であれば、株主名簿上の大株主は、生命保険や都市銀行などの機関投資家であった。最近では、日本トラスティ・サービス信託銀行や日本マスタートラスト信託銀行など資産管理専門信託銀行が株主名簿の大株主上位に並ぶようになっていた。また、外国人投資家の株式保有割合もここ数年急激に増加している。このため、ステート・ストリートバンクアンドトラストカンパニーやモルガン・チェース・バンクなど海外の金融機関も上位を占めている。日本トラスティ・サービス信託銀行などの資産管理専門信託銀行もステートストリートアンドトラストカンパニーも、いわゆ

るカストディアンである。カストディー業務は基本的に管理事務を行うのみであり、株式や債券に関する裁量権を有しない。株主総会における議決権については、その背後にある運用機関や資金提供者によって指図され、その指図に基づいて行使されている。

これもまた最近の傾向として、日本においてもM&Aが増加し、それに伴って委任状争奪戦も見られるようになってきている。また、外国人投資家は、アクティビストとして、株主総会において積極的に意見を述べ、議案によっては反対票を投じることもある。このような背景の下、議決権を行使する権限を有する真の株主を特定し、真の株主に対して、積極的にIR活動を展開しようとする発行会社が増加している。

本稿では、株主名簿上の株主である資産管理銀行やカストディアンと運用機関、資金提供者とはどのような関係にあるか、これらのうち議決権を行使する権限を有する者は誰であり、それらはどのような仕組みで行使しているのかなど、株主名簿上の株主とその背後にある真の株主の関係について考察したい。

## 2 株主名簿上の大株主（非居住者）

株式の持ち合い解消を契機に、外国人の持分比率が急増している。六月一五日に発表された平成一八年度の株式分布状況調査によると、平成一八年度の市場価格ベースでの外国人の株式保有比率は二八％であり、調査開始以来最高となった<sup>(2)</sup>。これら「外国人」として表される投資の実質的な資金提供者は、年金基金や投資ファンドなどの機関投資家である。これらは、運用に関しては資産運用会社を利用し、証券や資金の管理はカストディーを利用している。

カストディアンとは、一般に、常任代理人<sup>(3)</sup>のうち保管機関を兼ね備えているものをいう。設置は任意であり、

法律でその選任を義務付けられたものではない。日本の発行会社の多くは定款や株式取扱規則の規定によって、外国に居住する株主は、必ず国内に諸通知を受領すべき仮住所を定めるか、代理人を設置し、会社に届けることを定めている。<sup>(4)</sup> 年金基金などの機関投資家は、クロスボーダーの取引を行う場合、かつては国ごとに異なるカストディアンを利用してきた。しかし、これらの事務は複雑であったため、現在では、グローバル・カストディアンを利用している。

表1 カストディーの業務

- ① 指示に基づく証券の取得または処分・移転や資金決済を行うこと
- ② 預り金の管理と証券の名義書換を行い、指示がない限り当該証券を適切に保管すること
- ③ 保管証券（単元未満株を含む）に係る元利金の取立て、配当金の受入処理やこれらの利子・配当に関し、租税条約等の定める届出を行うこと
- ④ 新株予約権および新株予約権付社債等の権利行使を行うこと
- ⑤ 指示に従い外国人株主にかわり議決権を行使すること
- ⑥ 株主に係る諸通知の受領
- ⑦ 証券保有明細レポートの定期的な送付

日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行—その実務のすべて』232～233ページより

表2 グローバル・カストディアンの提供する業務

- ・有価証券の保管
- ・多通貨有価証券口座、資金口座の維持
- ・国内有価証券、海外有価証券のフリー、DVP決済
- ・金利、配当、元本償還の期日における受領
- ・権利行使、権利売却、その他コーポレートアクションの実施、フェイル対応
- ・取引完了報告、適宜ペーパーベース口座明細書の送付
- ・契約上または実際上の決済データの記帳
- ・端末、またはコンピュータ間で指図を受け渡し、カストディーのデータベース経由顧客情報を取り出すこと
- ・顧客別に適応した多通貨報告、パフォーマンス情報の提供
- ・有価証券貸付、借入
- ・税還付申請
- ・デリバティブの処理、決済
- ・特定国、特にエマージングマーケット情報の提供
- ・キャッシュプロジェクト、資金管理

ISSA-Report on Global Custody Risks-1992, page 6-7より

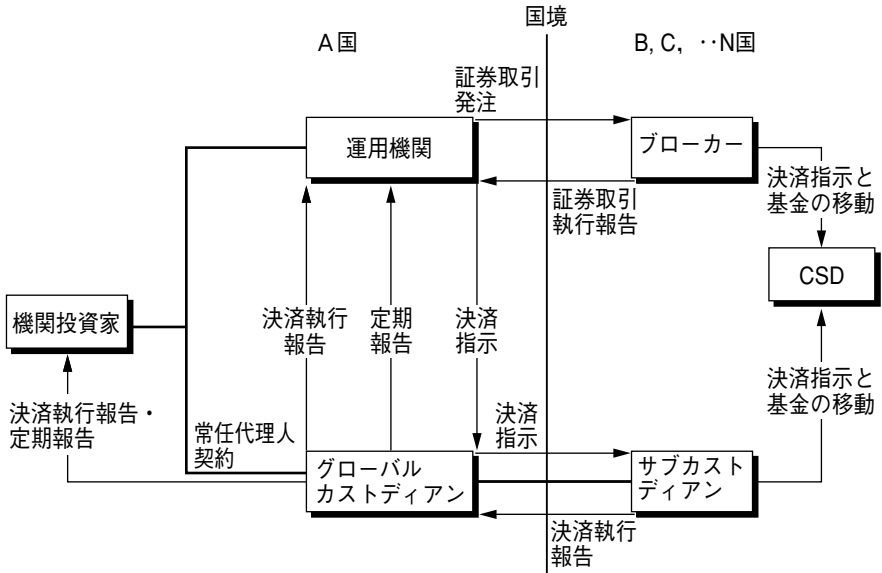
一九九〇年ISSAのシンポジウムでは「グローバル・カストディアンは顧客に対し、グローバルカストディアンまたその顧客の、基軸地域・通貨を超えて、多通貨で、あらゆる種類の金融商品の保管、決済、報告サービスを提供するものである」と定義している。<sup>(5)</sup>近年、株主名簿に大株主として名義の記載があるステート・ストリートバンクアンドトラストカンパニーやモルガン・チェース・バンクなどは、このグローバル・カストディアンである。

### 3 株主名簿上の大株主（国内）

#### (1) 日本版マスターラストの導入

現在、発行会社の株主名簿上で大株主として記載される最大の者が、日本トラスティ・サービス信託銀行や日本マスターラスト信託銀行である。これらは年金基金や投資信託の資産管理を専門とする信託銀行である。現在、資産管理専門信託銀行には、上記の二行に加え、資産管理サービス信託銀行の三社がある。

図1 グローバル・カストディの仕組み



これら資産管理専門銀行は、いわゆる日本版マスターラストの導入を契機に設立された。一九七〇年代にアメリカにおいて導入されたマスターラストを日本においても導入しようとする機運が高まった。平成一〇年一月、厚生年金基金連合会資産運用研究会が報告書「運用自由化時代の年金基金の資産運用」を発表した。この中で「わが国においても、経営戦略上マスターラストを重視しそれに優先的に資源配分を行い高度のサービスを提供する能力と自信のある信託銀行が、マスターラストの導入に向けた積極的な取り組みを進めることが期待される」と述べ、「運用機関の専門・特化の進展とこれを束ねる一元管理の業務形態の出現」を期待した。<sup>6)</sup>

また、政府の「規制緩和推進三ヶ年計画」（平成一一年三月三〇日閣議決定）において、「厚生年金基金の年金資金の運用と管理の分離」について、「年金資産の運用と管理を分離し、管理業務に特化した信託契約等を実施し、年金資産全体の一元的な管理を可能とすることとし、その方策について検討し、結論を得る。」とし、平成一一年度中に結論を出すこととしていた。これを受け、二〇〇〇年七月、厚生省（当時）から、「年金資産の一元管理による運用と資産の分離について」と題する通知が地方社会保険事務局長宛に出された。この通知によって、再信託方式による年金資産の一元管理が法制度上も可能であることを明確化している。

これまで、年金資産については、生命保険や信託銀行といった資産運用機関が引き続き資産管理業務を行ってきた。そこに管理部分を切り離し、別会社に再信託するという方式が採用された。複雑化する運用機関の投資行動を受け、それをサポートする管理業務も最新の金融テクノロジーに対応すべく、絶えずシステム投資しなければならぬ。そのため相応の資産を備えておかなければならない。また、資産管理業務はフィードビジネスであり、規模の利益が働く。このため、より多くの資産を受託することが経営の基盤を支えることに繋がる。本来ならば競合する信託銀行や生命保険会社がそれぞれのノウハウを抛出してまでもこれらの資産管理専門銀行を設立した

のは、このような利点があったためであると考えられる。

## (2) 資産管理専門銀行

### ① 日本トラスティ・サービス信託銀行

このような経緯から、平成一二年六月二〇日、りそな銀行、住友信託銀行、三井トラス・ホールディングスが三分の一ずつ出資し、日本トラスティ・サービス信託銀行が設立された。業務内容は、他の二社とほぼ共通すると考えられるが、年金信託・単独運用指定金銭信託・特定金銭信託・証券投資信託・管理有価証券信託・運用有価証券信託・退職給付信託等に係る有価証券等の管理業務、余資運用、レンディング、外国為替取引、カスタマイ、元利金支払事務等、資産管理に係る信託業務および銀行業務、オンライン情報提供サービス等日本版マスタートラストに関する業務であると発表されている。

### ② 日本マスタートラスト信託銀行

日本マスタートラスト信託銀行は、ティーエムジー信託銀行の株式を全部取得し、平成一二年五月に日本マスタートラスト信託銀行に改称したことによって始まった。<sup>(7)</sup> 設立当初の出資比率は、三菱信託銀行が四三・五%、日本生命保険三三・五%、東洋信託銀行一〇%、明治生命保険一〇%、ドイツ銀行三%であったが、現在は表3に示す通り変更となった。

### ③ 資産管理サービス信託銀行

みずほフィナンシャルグループのみずほ信託銀行株式会社と朝日生命保険相互会社、第一生命保険相互会社、富国生命保険相互会社、安田生命保険相互会社の生命保険四社が資産管理サービス信託銀行を平成一三年一月二

二日に設立した(表3)。

#### 4 株主判明調査

上記のような資産管理銀行や海外のカストディーが株主名簿の株主である場合、それらには、資産運用の裁量権や株主総会の議決権などはない。それらは資産の管理を委託されているのみであり、投資判断・議決権行使の意思決定は委託者または資金提供者が行う。

資産管理専門信託銀行以外の一般の信託銀行名義で「〇〇信託銀行(投信口)」となっている場合がある。これは信託銀行が信託勘定<sup>(8)</sup>で投資信託の資産管理を行っている場合で、信託銀行には運用や裁量権はない。従って、議決権を行使するのは、信託銀行でなく、投資顧問会社・投資信託会社であるかまたは、資金提供者である。また、「〇〇信託銀行(信託口)」と言う名義がある。これについては、契約によって、信託銀行が運用権を持つものと、投資顧問会社・投資信託会社が運用権を持つものに分かれる。

従って、信託銀行は自らが裁量権を持つ場合と、裁量権は持

表3 資産管理専門銀行

名称	設立年月日または 営業開始日	出資者	出資比率	資本金 (円)	預かり資産残高(円)
日本トラスティ・サービス 信託銀行	平成12年6月20日 (設立)	りそな銀行	3分の1	510億	156兆406億 (平成18年9月現在)
		住友信託銀行	3分の1		
		三井トラスト・ホールディングス	3分の1		
日本マスタートラスト信託 銀行	平成12年5月9日 (営業開始)	三菱UFJ信託銀行	46.50%	100億	約172兆 (平成19年3月末現在)
		日本生命保険	33.50%		
		明治安田生命保険	10.00%		
		農中信託銀行	10.00%		
資産管理サー ビス信託銀行	平成13年1月22日 (設立) 平成13年1月30日 (営業開始)	みずほフィナンシャルグループ	54%	500億	約200兆円 (平成19年3月末現在)
		第一生命保険	23%		
		朝日生命保険	10%		
		明治安田生命保険	9%		
		富国生命保険	4%		

三社の公表する平成18年度決算資料、その他財務資料により作成

たずに、投資顧問会社や投資信託会社の資金運用者の指示に従う場合、延いては、資金提供者の指示に従う場合がある。一部の年金基金（カルパスやTIAA-CREFなど）の更に一部資金においては、資金提供者が議決権行使の指示を行う。また、これらの年金基金では、一つ一つの議案に対する指示ではなく、議決権行使のガイドラインを設けて、資金運用者に受託者責任による適切な行使を求めているものもある。共済年金等の公的年金、私的年金の集まりである企業年金連合会等は議決権行使に関するガイドラインを発表している。<sup>(9)</sup>

信託銀行には、会社法上も議決権の不統一行使が認められている。資産管理銀行や信託銀行は、背後に存在する議決権行使の実質的な裁量権を有する者からの指示に従って、議決権を行使するので、不統一行使をする必要があるからである。

このような背景から、発行会社には、名義上の株主ではなく、議決権を行使する真の株主を特定したいとするニーズがある。これらの真の株主を判明し、真の株主に向けてIR活動を行うことが現行IR活動の一つとなっている。では、どのようにして、真の株主を特定するのであろうか。

株主判明調査の第一段階は株主名簿を調査することであるが、先に述べたように、株主名簿には真の株主が表記されない場合がある。そこで、第二段階で用いられるのが、免税搭載申請書や非課税申請書である。これらの書類は、配当金の課税に関わるものである。信託の委託者が非課税法人である場合、配当にかかる源泉税を免税や非課税とするために、資産管理銀行から、株主名ごとに、証券代行に非課税申請書等が提出される。発行会社の本決算の場合には、有配・無配を問わず提出されるが、中間決算の場合には、有配の際に提出される場合が多い。これを調査すると議決権を行使する裁量権がどこにあるか、ある程度は特定できる。

免税申請書上の記載から信託銀行と委託者、委託会社との信託契約がどのようなものであるか判断することが



可能である（表4）。以下の信託契約のうち、名義上の株主である信託銀行（受託者）に議決権の裁量権のないものが存在する。金銭信託のうち、指定金銭信託は信託銀行が代行している場合が多いが、単独運用指定金銭信託の場合は、一委託者からの信託財産を、受託者が単独に運用、管理しているもので、これらの委託者が議決権行使のガイドラインを策定し、受託者がこれを行うように指図しているものがある。<sup>(10)</sup>

また、特定金銭信託、投資信託、金銭信託以外の金銭の信託についても、投資信託会社や投資顧問会社に議決権行使の裁量権がある場合が多い。

このほか、大量保有報告書や、投資信託として株式が保有されている場合には、投信情報・投信組み入れ株式一覧表などからも、どの投資会社が発行会社株式をいくら保有しているかという情報入手することができる。IR業者は、国内ではこのような方法で株主判明調査を行っているが、非居住者に関する情報は、海外の提携する調査機関に調査を委託している場合が多い。ジョージソン・シエアホ

表4 信託契約の分類

交付物	運用裁量権	運用方式	主な信託契約	免税申請書上の記載
金銭信託	指定	合同運用	合同運用指定金銭信託	年金投資信託基金信託
		単独運用	単独運用指定金銭信託	指定単、指定単独、厚生年金基金信託
	特定		特定金銭信託、投資信託	特定金信、年金特金、年金特金金銭信託、投資信託
金銭信託以外の金銭の信託	指定	単独運用	ファンドトラスト	
		合同運用	従業員持株信託	
	特定	単独運用	特定金外信託	特的金外信託、金外（特金）

『IR・株主総会マニュアル』より

金銭信託 信託を引き受ける際の財産が金銭である信託のうち、信託終了時に信託財産を金銭に換

価の上、受益者に交付するもの

金銭信託以外の金銭の信託

信託財産を受益者に交付する際、運用によって取得した株式などの財産を現状のまま交付する

指定 委託者が運用対象の種類あるいはその組み入れ範囲、取引相手の範囲等を指図して運用すること

特定 委託者が取引日、運用対象の種類・銘柄・売買の別・売買価格・数量等を具体的に指図して運用すること

合同運用 複数のファンドの信託財産を合同して運用すること

単独運用 信託契約ごとに信託財産を運用すること

ルガーなどの海外のIR専門業者は、株主名簿、DTCリスト、投資信託による保有の判明、大量保有報告書などの各種の書類を調査し、また、投資家に対して直接ヒアリングを行うことによつて、株主の判明調査を行つている。<sup>(11)</sup>このような株主判明調査の結果、国内では七割以上、非居住者では七五%から八五%程度の精度で株主を特定できるとされている。

## 5 議決権行使の方法

株主名簿上の株主と議決権を行使する裁量権を有する者とが異なる場合、具体的な指図が行われ、それに基づいて、受託者が行使することになる。先に述べた企業年金連合会などは議決権行使のガイドラインを設け、これに沿つて行動するよう受託者に求めている。

非居住者の場合、発行会社から証券代行機関に対し、招集通知や議決権行使書、貸借対照表、損益計算書等が送付され、これらの書類が国内の常任代理人（外国人投資家にとっては、サブカストディアン）に送付される。国内の常任代理人は、議案や日程の記載されている招集通知の表紙を英訳したものを海外のカストディー（海外投資家にとってはグローバル・カストディアン）に送付する。グローバル・カストディアンはこれを運用機関（インベストメント・マネジメント）に送付し、投資顧問会社が年金等の資金提供者に送付する方法が一般的である（図2）。

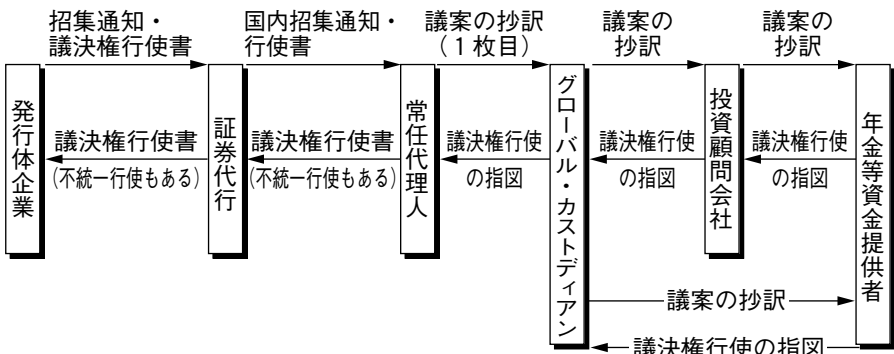
国内の常任代理人からグローバル・カストディアンに送付される書類は、発行会社から送付されてきた全ての書類ではないことから、IRの観点から問題もある。このため、近年、翻訳サービスなども台頭している。送付される書類も限られているため、非居住者が全ての議案を理解し、これに対し、賛否を判断するのは、実質的に

は不可能に近い。従って、インスタテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）などの議決権行使助言会社を利用するケースも多くなってきている。ISSは今年の株主総会で、天龍製鋸の防衛策導入議案に反対するよう助言した<sup>13)</sup>。天龍製鋸は米系投資ファンド、ステイール・パートナーズによる株式買い増しを防ぐため、防衛策導入議案の承認を目指していた。

## 6 おわりに

これまで、株券が存在する制度である株主名簿と保管振替制度における実質株主名簿が権利確定日に名寄せされていた。このため、保管振替制度を利用した場合、株式を取得しても株主名簿に記載されるには、時間を要していた。株券不発行の新たな振替制度において、株主名簿は一本化され、名寄せの必要がなくなった。冒頭でも述べたように、発行会社は正当な理由があれば、必要に応じて株主名簿を作成することができる。名簿作成の必要があると定款で定めておけば、「正当な理由」があるとされる。従って、発行会社は、実質的には、いつでも自社の株主名簿を作成することが可能となった。しかし、近年、株主名簿を見ても、実質的な株主が誰であるかを特定しにくくなっている。大株主の上位には、国内の投資家の場合

図2 非居住者の議決権行使の流れ



香田温子、斉藤誠、松田千恵子『機関投資家対応IR・株主総会マニュアル』111ページ表に加筆

は、日本トラスティ・サービス信託銀行や日本マスタートラスト信託銀行のような、議決権の裁量権を持たない資産管理信託銀行が並ぶ。また、非居住者に目を向けるとステート・ストリートバンクなどこれもまた議決権の裁量権を持たないグローバル・カストディアンが並んでいる。一方で、これもまた近年、M&A、アクティビスト、委任状合戦などが増加している。発行会社としては、真の株主を特定し、株主総会の議案について、それらの賛成票を得たいとするニーズが高まっている。発行会社は、国内外のIR業者に依頼して、株主判明調査を行い、真の株主の特定を行っている。これらの株主判明調査の結果をもとに、発行会社は、株主総会の議案を説明するなど、大口投資家や議決権行使助言会社にIR活動を行おうとしている。

発行会社は、自らの株主名簿を作成し、閲覧できるのは当然と思われるが、大株主のみに目を向けたIRや経営が行われるとするならば、はなはだ疑問である。IRは潜在的な株主である現在の株主ではない投資家や、少数株主に向けても平等に行われるべきものである。かつて、株式の持ち合いにおいて関係企業に求めていた役割を大株主である年金等に求めるようなIRは不適切である。<sup>(14)</sup>年金基金や議決権行使助言会社に対して、議案を説明し、誤解のないようにする行動自体は、不適切でないかもしれない。しかし、そのような努力はどの投資家に対しても行われるべきものではないであろうか。

注

(1) 日本証券業協会、証券決済制度改革推進センター「総株主通知の請求等における正当な理由の解釈指針」<http://www.kesai-center.com/kokunai/20070719.html>

(2) 東京証券取引所他「平成一八年度株式分布状況調査の調査結果について（要約版）」平成一九年六月一五日

- (3) 常任代理人とは、包括的代理権限を与えられている代理人である。これに対し、限定代理人とは、限定的な代理権限を与えられた代理人である。
- (4) 日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行―その実務のすべて』金融財政事情連合会、二〇〇六年一〇月、二二三頁。
- (5) ISSA 'Report on Global Custody Risks' Reproduced from the Report on the 6<sup>th</sup> ISSA Symposium May 24-27, 1992 ISSA Secretariat 2001, page 6
- (6) 厚生年金基金連合会『運用自由化時代の年金基金の資産運用』東洋経済新報社、一九九九年二月
- (7) ティエムジー信託銀行はドイツ・チェ・モルガン・グレンフェル信託銀行が平成一一年八月から改称された名称であり、更に、ドイツ・チェ・モルガン・グレンフェル信託銀行も平成八年一〇月に、チェース・マンハッタン信託銀行から改称された名称である。チェース・マンハッタン信託銀行は昭和六〇年一月に設立された(信託協会年表より)。
- (8) 信託銀行が保有する資金、証券は銀行勘定と信託勘定とに分かれる。
- (9) 「企業年金連合会 株主議決権行使基準」の策定について [http://www.jpfa.or.jp/top/jieyou/pdf/gov\\_20030220.pdf](http://www.jpfa.or.jp/top/jieyou/pdf/gov_20030220.pdf)
- (10) 「企業年金連合会 株主議決権行使基準」の策定について
- (11) 拙稿「株主の特定は必要か」証研レポート、一六三九号、三三頁。
- (12) 二〇〇五年一〇月、厚生年金基金連合会から企業年金連合会に名称変更
- (13) 二〇〇七年六月二六日、日本経済新聞
- (14) 企業の保有株数は前期末比一六％増で、持ち合いが上昇。二〇〇七年七月二九日、日本経済新聞。七月三〇日、日経金融新聞。

参考文献

- ・ 日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行―その実務のすべて』金融財政事情連合会、二〇〇六年一〇月
- ・ 香田温子、斉藤 誠、松田千恵子著ジェイ・ユール・アイアール(編)『機関投資家対応IR・株主総会マニュアル』中央経済社、二〇〇七年三月
- ・ 杉浦宣彦・渋谷彰久「カストディ業務発展に向けての法的課題について―カストディ業務の現状についての包括的分析とさらなる発展のための残された法的課題についての検討―」FSAリサーチ・レビュー、二〇〇五年五月一二日
- ・ 松田良一「資産管理ビジネスの課題とマスタートラストの可能性」金融財政事情、二四二四号、二〇〇〇年八月二八日、三四頁～三七頁。
- ・ 住友信託銀行『証券業務の基礎二〇〇七年度版』経済法令研究会、二〇〇七年七月
- ・ ISSA 'Report on Global Custody Risks' Reproduced from the Report on the 6<sup>th</sup> ISSA Symposium May 24-27, 1992 ISSA Secretariat 2001
- ・ Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks 'Custody Services Comptroller's Handbook' January 2001

※本稿作成に際し、江良明博様(ブラウン・ブラザーズ・ハリマン・インベストメント)からご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(ふくもと あおい・客員研究員)