

# 実質株主との対話

福本 葵

## 1 はじめに

近年、上場企業の大株主に名を連ねるのは、外国法人の場合は、ジェーピーモルガン チェース バンク や ストリート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー 等の グローバル・カストディアン となっている。これらは株主名簿上の株主に過ぎない。これらは資産を管理するのみであり、背後には実質的な株主が存在する。国内機関投資家についても同様である。現在、上場会社の上位大株主には、日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行等、資産管理専門銀行が名を連ねている。これらもまた株主名簿上の株主に過ぎない。

これらの名義上の株主の背後には、いわゆる「実質株主」が存在する。年金基金等は資金を拠出し、運用を投資顧問会社や投資運用会社に委託している。そして、これら投資顧問会社や投資運用会社が資産管理専門銀行に株式等を再預託している。議決権は、投資顧問会社や投資運用会社が、資金提供者である年金基金から指示されたガイドラインに沿うように行使する。株主名簿上の株主であるグローバルカストディアンや資産管理専用銀行に委託している実質的所有者を一般に「実質株主」と呼んでいる。<sup>(1)</sup>日本の実質株主の割合は、四九・七%に上る。<sup>(2)</sup>これら実質株主が株主総会に出席したいとの意向を示した場合に発行会社はどうか対応すればよいであろうか。名義株主ではない者に出席を認めるか。拒否するか。

近年、この問題が様々な会議の場で議論の対象となり、報告書やコーポレートガバナンス・コード等でも取り上げられている。しかし、これまでのところ、図表1に示すように多くの日本企業では、このような場合に手続きや方法が定められていない。

発行会社にとって、株主総会はこれら実質株主との対話の機会と捉えることもできる。そのため、発行企業の中には対話の対象者である実質株主の情報を知りたいとするものもある。日本では、発行企業は株主判明調査を行って、実質株主を把握しているが、アメリカやイギリスでは、SEC規則や会社法によって、実質株主を把握することが可能である。

図表2によると、今のところ、実質株主が株主総会に出席したいとする事前の申し出はほとんどない。しかし、スチュワードシップ・コードを順守するとした機関投資家等、今後は申し

図表1 名義株主の背後にいる実質株主から総会への出席について事前に申し出があった場合の対応（事前に申し出がなかった場合も基本方針で回答）

調査項目		会社区分			
		株式上場	株式非上場	計	構成比
A	出席は認め、質問、議決権等の株主権利行使も認める	109	2	111	6.3%
B	出席は認め、質問、議決権等の株主権利行使も認めない	150	0	150	8.6%
C	出席は認めないが、別室での傍聴を許可	55	1	56	3.2%
D	出席も別室での傍聴も認めない	284	10	294	16.8%
E	その他	91	13	104	5.9%
F	基本方針を定めていない	990	48	1,038	59.2%
合計		1,679	74	1,753	100.0%

図表2 実際に実質株主から事前に申し出があったか

調査項目		会社区分			
		株式上場	株式非上場	計	構成比
A	事前に申し出があった	36	1	37	2.1%
B	事前に申し出がなかった	1,643	73	1,716	97.9%
合計		1,679	74	1,753	100.0%

全株懇加盟会社 2,198社（平成26年7月1日）

回答会社数 1,753社

実質回答率 86.6%（対実質対象会社2,025社）

（出所）全国株懇連合会「株主総会に関する実態調査集計表」（2014年10月）14ページ

出が増加する可能性はある。基本方針の策定を定めるには遅くはない時期に来ている。

## 2 実質的株主と名義株主の構造

### (1) 日本の実質株主

信託銀行が自己資金で株式に投資する場合、信託銀行が実質株主である。一方、株主名簿上、〇〇信託銀行（信託口）となっているものの中には、様々な信託契約が混在しており、誰が実質的な株主であるかを一概に言うことはできない。

例えば、年金基金等が資金を拠出し、信託銀行が管理運用しているものがある。この場合、信託銀行が投資判断を行い、議決権を行使する。従って、資金の拠出者がいたとしても、実質的な株主は信託銀行である。また、信託銀行が管理のみを行っているものがある。この場合、投資顧問や投資信託会社が運用を行い、議決権を行使するものもある。

信託銀行の信託口の他に、名義株主の背後に実質的株主の存在があるものに、資産管理専門信託銀行がある。アメリカのマスタートラストを参考として、二〇〇〇年、日本版マスタートラスト業務が開始され、資産管理専門信託銀行が設立された。日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスター

図表 3 国内機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主 「信託銀行」 「生命保険会社」「損害保険会社」	いわゆる実質株主 〈グローバル機関投資家等〉 (議決権行使指図権者)	資金提供者
資産管理サービス信託銀行 日本トラスティ・サービス信託銀行 日本マスタートラスト信託銀行 〇〇信託銀行 (××口)	〇〇信託銀行 〇〇アセットマネジメント 〇〇投資顧問 企業年金連合会 (インハウス運用)	公的年金 私的年金 財団 個人
〇〇生命保険 (××口) 〇〇損害保険 (××口)	〇〇生命保険 〇〇損害保険	保険契約者
株主名簿に記載されている情報	株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

(出所)「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より

ラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行である。これらの資産管理専門信託銀行は、それぞれの出資母体の銀行や信託銀行の運用資産他、数多くの投資顧問会社の運用資産を管理している。年金基金から拠出された資金は、運用会社からこれら資産管理専門銀行には、再預託される。

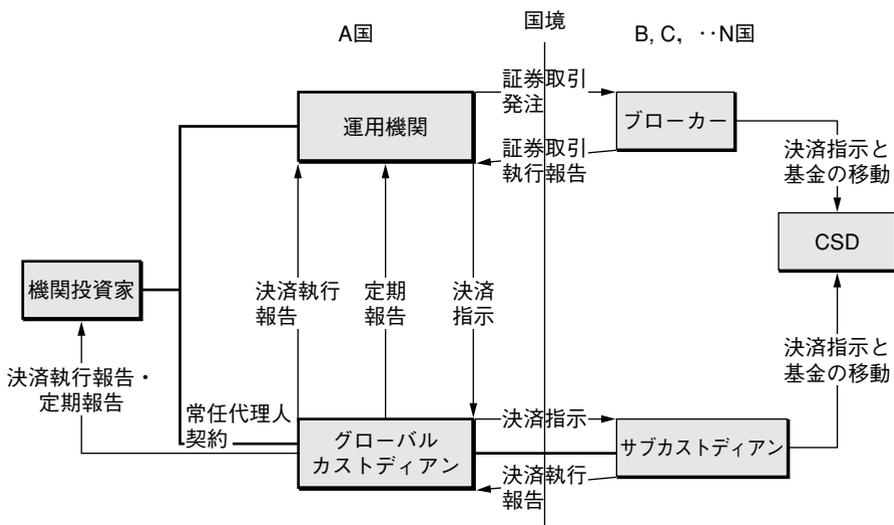
(2) 海外の実質株主  
カルパースのような海外の機関投資家も同様に株主名簿には現れ

図表4 海外機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主		いわゆる実質株主 〈グローバル機関投資家等〉 (議決権行使指図権者)	資金提供者
カストディアン ノミニ	常任代理人		
証券保管銀行 〇〇bank	[国内系] 〇〇銀行 〇〇証券 [外資系] 〇〇銀行 〇〇証券	海外の年金基金 投信・投資顧問 ヘッジファンド ソブリンウェルスファンド	年金加入者 年金基金 財団 個人 政府
株主名簿に記載されている情報		株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

(出所)「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より

図表5 海外機関投資家の構造



(出所) ISSA-Report on Grobal Custody Risks-1992、6 ページより筆者作成

ない。株主名簿上は、ジェーピーモルガンチェースバンクやステートストリートバンクアンドトラストカンパニー等のグローバル・カストディアンが株主となっている。カルパースは日本の投資先に対しても、独自の国際コーポレート・ガバナンス原則に基づいて、運用し、議決権を行使の指図を行っている。決定権限はカルパースにある。

### 3 本テーマが取り上げられてきた会議体・報告書・コード

#### (1) 実質株主の株主総会出席が取り上げられた会議

信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等の実質株主が株主総会に出席することを希望する場合、出席するだけでなく、名義株主である信託銀行に代わって自ら議決権を行使することを希望する場合には、上場会社ができるように対応すべきかについて、様々な会議で議論され、報告書やコードに取り上げられている。

#### (2) 伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト エクト「最終報告書」(二〇一六年八月六日公表)

二〇一六年八月六日、経済産業省から発表された「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト「最終報告書」、いわゆる伊藤レポートにおいても、実質株主の株主総会への出席や実質株主との対話についての以下の言及がある。「諸外国では、株式を直接保有する株主と、信託銀行等名義株主を通じて保有する機関投資家等の実質株主が株主総会で同等に取り扱われる。これに対して、日本では、実質株主の議決権行使は代理行使として認められているものの、株主総会への出席権や株主提案権について

は、名義株主と同等の権利は与えられていない点が指摘された。」

「さらに、実質株主を制度として正確に把握できない企業側としては、実質株主から議決権行使結果と、反対した場合の理由を教えてほしいとの意見もある。」

(3) コーポレートガバナンス・コード(二〇一五年三月五日公表、二〇一五年六月一日適用)

東京証券取引所では、二〇一五年三月五日公表の「コーポレートガバナンス・コード原案」を受けて、「コーポレートガバナンス・コード」を当取引所の有価証券上場規程の別添として定めた。コーポレートガバナンス・コードは、本年六月一日から適用されている。その中に以下の記述がある。

【原則1-2. 株主総会における権利行使】

1-2 ⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。」

(4) 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」～対話先進国に向けた企業開示と株主総会プロセスについて～(平成二十七年四月二三日)

「日本再興戦略改訂二〇一四」に「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」が盛り込まれた。これを受け、経済産業省では「持続的成長に向けた企業と投資家との対話促進研究会」が立ち上げられ、本研究会の分科会として、「株主総会のあり方検討分科会」が置かれた。「株主総会のあり方検討分科会」では、

株主総会手続きに関係する様々な問題が議論されている。そのうちのひとつとして、実質株主の株主総会出席について議論された。そして、「株主総会のあり方検討分科会」における議論等を踏まえ、研究会は、平成二七年四月二三日、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」を発表した。

本報告書の内容は多岐に渡るが、ここでも実質株主の株主総会出席についての記述がある。「機関投資家が保有する株式の名義は、一般的に（自らの名義で保有する場合以外）資産管理機関としての信託銀行となっており、これが法的に株主総会に出席（株主総会における議決権等の権利を行使）できる株主である。したがって、運用機関（投資顧問等）の議決権の指図は、名義株主に対して行われている。」

「本研究会においては、名義株主でない機関投資家等から株主総会への参加要請があった場合、企業側に基本的な対応方針がない場合が多く、そうした投資家が参加できるか否か、どのようにすれば参加できるのかが不明確ではないかとの問題提起がなされた。」

「日本の会社の定款においては、一般的に株主総会に出席できる代理人を名義株主に限っている。したがって、企業側としては、名義株主以外の機関投資家を株主総会に出席させることに法的リスクを感じている面があるとの指摘がなされた。」

「企業側として株主との対話を促進する観点からは、機関投資家等が、自らが実質的な株主であり、かつ名義株主からの代理権授与を証明すれば、株主総会への出席を認めることが基本的な考え方ではないかとの問題提起があった。また、定款で代理人を株主に限る趣旨は株主総会の攪乱を防ぐことであり、株主総会を攪乱するおそれがない場合、代理人が株主ではなくとも株主総会に出席できると解釈できるのではないかとの指摘もなされた。」

「株主総会の実務では、企業は極めて慎重に対応するため、企業の自発的、自主的対応に任せるだけでは改善が進まない可能性がある。したがって、実務上、例えばどのような証明書類を実質株主が持参しなければならぬかなどを示すことで企業側の対応の混乱も防ぐことができるため、株懇等において何らかのガイドライン等の策定することが有用ではないかとの提案がなされた。」

#### 4 「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」

(1) 「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」とは

前述のように多くの会議、報告書で、実質株主が株主総会に出席したいと申し出た場合の対応について、関係団体における実務上の対応についてのガイドランスの策定が望まれていた。「日本再興戦略改訂二〇一五」においても「名義株主以外のグローバルな機関投資家等が、株主総会に参加する上での企業の基本方針作りを円滑化するため、関係団体等においてガイドランスを本年末までに策定することを促す。」と述べられている。

これを受け、全国株懇連合会では、平成二七年一月一三日に「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を発表した。

この中で、名義株主ではないグローバルな機関投資家をグローバル機関投資家等と定義した。そして、グローバルな機関投資家等が株主総会に出席する場合の論点や手続きを整理したガイドラインを策定した。

(2) 現行会社法ではどうなっているか

① 株主の代理行使と代理人資格

「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」では、現行会社法における関連規定を整理している。株主総会には、株主が出席し、議決権を行使することが原則である。信託契約には、受託者に議決権の指図権限がある契約があるが、この場合でも株主総会で株主の権限を行使できるのは名義上の株主である。

しかし、株主は代理人によっても議決権を行使することができる（会社法三二〇条一項）。そして、上場企業の多くは、定款で代理人を株主に限定している。このような代理人を株主に限定する定款規定は、有効とされている（最判昭和四三年一月一日民集二三卷一二号二四〇二頁）。

例えば、任天堂の定款には、以下の規定がある。

「〔議決権の代理行使〕 第一八条 株主は、当会社の議決権を有する他の株主一名を代理人として、その議決権を行使することができる。」

定款に代理人資格を株主と限定しているにも係わらず、株主でない者が代理人として総会決議に加わった場合、決議取消事由となりうる（最判昭和四三年一月一日）。一方で、代理人の資格制限が及ばないことが明確な場合に代理行使を認めないことも、決議取消事由となりうる（東京地裁判昭和六一年三月三十一日判例時報一一八六号一三五頁、東京高判昭和六一年七月三〇日資料版商事法務三三二号五二頁）。

## ② 不統一行使

信託の場合や消費寄託等の場合には、会社法三二三条一項にある「他人のために株式を有する場合」に該当し、その有する議決権を統一しないで行使することができる。<sup>(3)</sup> 信託契約には、委託者が議決権の指図権限を有する場合がある。

ところで、複数の信託契約を一つの口座で管理する場合、この口座をオムニバス口座という。オムニバス口座の一部の株式について、実質株主が議決権の指図権限を有する場合が生じる。この場合、議決権の不統一行使が行われる。議決権の不統一行使をする場合、株主は、株主総会の三日前までに不統一行使をすることその理由を通知しなければならない（会社法三二三条一項）。

### (3) グローバル機関投資家等が株主総会に出席する四つの方法

ガイドラインの中で、現行会社法において、グローバルな機関投資家が株主総会に出席する方法を以下の四つに整理した。

ルートA 株主総会の基準日時点でA（実質株主）が一単元以上の株主の所有者となり、N（名義株主）名義株式に係る代理権をAに授与して総会に出席する方法

ルートB 会社側の合理的最良に服した上で、株主総会の当日に総会を傍聴する方法

ルートC 下記の「特段の事情」を発行会社に説明した上で、Nの代理人として総会に出席する方法  
特段の事情 ①Aによる議決権の代理行使を認めても株主総会がかく乱され会社の利益が害されるおそれがなく、

②議決権の代理行使を認めなければ議決権行使が実質的に阻害されることとなる等、Aによる議決権行使を認

めるべき「特段の事情」

ルートD 発行会社かたとえば次のように定款規定を変更して、AがNの代理人として、その議決権を行使することを認める方法

〔議決権の代理行使〕

第〇条 株主は、当会社の議決権を有する他の株主一名を代理人

として、その議決権を行使することができる。

2. 前項の規定にかかわらず、定款第〇条に定める取締役会において定める株式取扱規程に従い、信託銀行等の名義で株式を保有し自己名義で保有していない機関投資家は、株主総会に出席してその議決権を代理行使することができる。〕

## 5 GPIFのアンケート

平成二八年四月七日、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」を発表した。GPIFは資金提供者であり、直接議決権を行使する機関ではない。議決権の行使等を行うのは、委託運用会社である。スチュワードシップ・コードを受け入れるのは、運用会社である。GPIFは委託運用会社に対するアンケートを行っている。

図表6 機関投資家のスチュワードシップ活動に対する意見・要望

- 回答企業の約6割が日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化を認め、経営戦略、ESGに関する質問が増えたことを肯定的に捉えている。
- 一方で、好ましくない変化として、実績作りのための形式的・画一的な質問が増えたことや経営者との面談を強要するケースが増えたことなどを挙げた企業も多い。
- 企業を取り巻く環境などを無視した一方的な提案もある。
- 機関投資家の変化として、好ましい変化、好ましくない変化ともに資本政策・資本効率に関する質問が増えたことを挙げた企業が多く、評価が分かれた。
- 企業側は、資本政策や資本効率に関しては、投資家ならではの示唆を期待している。
- 投資家の短期志向（ショート・ターミズム）に対する懸念から、中長期的な視点に立った対話や投資を求める声が目立つ。

(出所) GPIF 「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの集計結果の公表について」平成28年4月7日より

しかし、これだけでは、一方的な情報取扱いとなり公正性に欠けるため、投資先の上場会社に対して、アンケートを行った。

## 6 おわりに

日本の上場企業の大株主にグローバル・カストディアンや資産管理専用銀行の名前が挙がるようになって久しい。これらは名義上の株主であり、背後には、実質的な株主が存在する。更に、その背後には年金基金のような資金提供者が存在する。

名義株主の背後にいる実質株主から株主総会に出席したいとの申し出があった場合、発行会社はどのように対応するか。過半数の発行会社が、そのような場合の基本方針を定めていないとする調査結果がある。

近年、複数の会議体でこのテーマが取り上げられている。その中には、発行企業が基本方針を定めるべきであるとするものもある。これを受け、全国株懇連合会では、平成二七年一月一三日に「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を発表した。

公的、私的年金基金や投資信託が資産管理銀行を名義株主として、株式に投資する、海外の投資家がグローバル・カストディアンを通じて株式を所有するという形態は今後も変化することはないであろう。

二〇一四年に策定されたスチュワードシップ・コードは、発行企業との対話を求めており、実質株主から発行会社に対して、インタビュー等が求められ、議決権の行使も今後は積極的に行われるものと考えられる。これまでもほとんどの会社で、実質株主は事前に総会への出席を求めているはこなかったが、株主総会への出席を希望する者も増加する可能性は否定できない。発行会社は、どのように対応すべきか事前に検討しておくべきである。

注

(1) 保管振替制度における株主を実質株主と呼んでいたが、振替制度に移行（株券電子化の実施）とともに、実質株主制度は廃止された。

(2) 経済産業省の株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言」企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備」二〇一六年四月二二日

(3) 会社法三二三条一項 株主は、その有する議決権を統一しないで行使することができる。

3 株式会社は、第一項の株主が他人のために株式を有する者でないときは、当該株主が同項の規定によりその有する議決権を統一しないで行使することを拒むことができる。

(ふくもと あおい・客員研究員)