

機関番号：34601  
 研究種目：基盤研究（C）  
 研究期間：2008～2010  
 課題番号：20530083  
 研究課題名（和文） 名義上の株主と真の株主

研究課題名（英文） The nominal owner and the beneficial owner

研究代表者

福本 葵 (FUKUMOTO A01)  
 帝塚山大学・法学部・教授  
 研究者番号：40388880

研究成果の概要（和文）：

年金基金、信託またはカストディのような株主名簿上の株主と資金の最終的な出し手である真の株式所有者との乖離について研究した。2008年度は、いわゆるエンプティ・ボートティングを中心に研究した。これは株式の経済的利益を有しない者が議決権を行使するものであり、近年の金融技術の発達によって生み出されたものである。2009年度、2010年度は、主にアメリカのノミニエーの自由裁量議決権行使の制限についての規制改革を研究した。

研究成果の概要（英文）：

I studied the estrangement with the beneficial owner and the nominal owner on the list of shareholders. In 2008, I studied “empty voting”. In 2009 and 2010, I studied SEC new rule that limit the nominee broker’s discretionary voting.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2009年度	900,000	270,000	1,170,000
2010年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	2,700,000	810,000	3,510,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：エンプティ・ボートティング、ノミニエー、株主、自由裁量、議決権行使

#### 1. 研究開始当初の背景

研究開始年度の2008年、日本においても、敵対的買収が見られるようになり、大量保有報告書の提出も増加した。敵対的買収の場合は特に、それ以外の場合において、発行会社は自社の現在の大株主が誰かを特定するニーズが高まっている。

生命保険会社や年金基金が株主名簿の大株主として名前が挙がっていた10年前とは異なり、現在の大株主は、日本トラスティ・サービスなどの資産管理専門銀行やJPモル

ガン・チェースやシティ・バンクなどのグローバル・カストディアンが名称が挙がるようになってきた。

これらは株主名簿上の大株主ではあるが、実質的な株式所有者ではない。投資家から預かった証券を保管し、管理する機関であり、議決権行使等の株主の権利を行使する機関ではない。

株式の発行会社が知りたいのは、実際に議決権を行使する、またはその指示を出す真の株主、株式の実質的な所有者である。

その真の株主を特定し、彼らに対して、株主総会における議案の説明などの IR 活動を行いたいとしているのである。

株式の大量保有報告書制度など、各国の証券法制度は、株主を特定する方法を意図している。また、発行会社も株主判明調査会社を利用するなど、ビジネスとしての制度も利用しているところである。

## 2. 研究の目的

(1) そこで、本研究では、グローバル・カストディアンや資産管理銀行はどのような経緯から生まれ、現在はどのような存在であるのか。

(2) 実体の見えにくい真の株主、実質的な証券の所有者を特定するにはどのような方法があるのか。

(3) 2009年1月から始まった株券不発行化によって、株主が特定しにくい実体は改善されるのか。株券不発行化は、株主判明調査の方法に何かしらの変化をもたらすのか。

(4) 比較制度として、イギリスやアメリカではどのような方法で、真の株主を特定しているのか。

(5) アメリカでは、記名株式が中心であるが、古くからノミニー制度が利用されており、ノミニーを通じて、議決権を行使することがほとんどとなっている。このようなアメリカのノミニー制度には問題はないのか。これを規制する法律はないのか。

(6) 近年の金融技術の目覚ましい発展によって、エンプティ・ボーディングとわれる現象が多く見られるようになってきている。これは、信用取引やデリバティブ取引を利用し、株式の経済的な所有者でない者が、議決権を行使するものである。エンプティ・ボーディングは一種の議決権売買である。このような事態は問題ではないのか。これらを規制する方法はあるのか。等を明らかにすることを本研究の目的とした。

## 3. 研究の方法

(1) 比較法の対象としているイギリス、イギリスの法制の影響を受けているオーストラリア、カナダの法制を調べた。特に、イギリスにおいては、2008年会社法の793条によって、発行会社が真の株主を調査する権限が与えられている。

イギリスの株主調査権は、1976年会社法改正において、導入された制度である。そこで、*Modern Law Review* に、“*Companies Act 1976*”という論文を掲載したオックスフォード大学の *Prentice* 教授にこの件について、インタビューを行った。

また、実際に現地に赴くことによって、ロンドン大学の図書館において、1976年改正時の DITI のコーエンレポートを直接入手す

ることができた。

(2) 日本の資産管理銀行が発祥した経緯、グローバル・カストディアンの業務について、特にアメリカの文献を当たり調査研究を行った。

(3) 2008年度中においては、これから開始される株券電子化の課題を予測し、どのようになるのか実務的な対応策なども検討した。

更に、2009年の制度開始以降は、制度が始まってみて、どのような問題点が浮上してきたかについて研究した。制度開始以前は、それまで現物で保管されてきた株式担保が、株券がなくなることによってどのように変化するかについて調査研究した。

これについては、全国銀行協会に赴き、実務担当者がどのようにこの問題を捉えているかについてもインタビューを行った。担当者に対するインタビューでは、詳細な回答が得られ、本研究に多いに役立った。

(4) 日本における株主判明調査については、住友信託株式会社銀行証券代行部および株式会社 IR ジャパン等にインタビューを行った。税務資料等に基づく調査が行われていることなど、実務的な説明を受けた。これらの調査方法については、文書化されたものが少なく、直接、担当者から話を伺えたことは大変、意義あるものであった。

(5) 外国人投資家および機関投資家による議決権行使については、東京証券取引所の議決権行使プラットフォームの担当者に対し、その業務、実務上の問題点、プラットフォームの現状などについてインタビューを行った。これまで、海外の投資家が株主総会の議案等についての資料を受け取るには、時間がかかり、そのため、議案を検討する時間的な余裕がほとんどなかった。プラットフォームの利用によって、物理的な書類が海外に送付される必要がなくなり、海外の投資家は議案について考慮する時間的な余裕が与えられることとなった。

(6) エンプティ・ボーディングについては、複数のアメリカの文献に当たり、その実例を研究した。エンプティ・ボーディングはテキサス大学の *Hu* 教授の造語である。

(7) 以上で得られた調査、研究の成果について、法学者以外の研究者の研究会である公益財団法人日本証券経済研究所、大阪研究所が定期的に行っている証券経済研究会において発表、報告し、議論の俎上に載せた。経済学者、証券市場論学者をメンバーとした研究会において、議論することにより、法学と経済の融合、理論と実務の融合、学際的な研究手法の構築に寄与できるように配慮した。

## 4. 研究成果

(1) 近年、株主名簿上の株主と真の株主とが乖離する状態は、ますます加速している。

そのため、株式の発行会社は、実質的な株式所有者が誰であるのかを特定することが難しくなっている。

株主が誰であるのかを特定する基本は株主名簿であるが、株主名簿の大株主は、日本における資産管理専門銀行や海外のグローバル・カストディアンである。これらは投資家からの証券を保管、管理する機関であり、実際に議決権を行使する機関ではない。

本研究では、グローバル・カストディアンや資産管理銀行はどのような経緯から生まれ、現在はどのような存在であるのかを明らかにすることができた。しかし、グローバル・カストディアンの詳細な業務、意義についてはまだ不十分な箇所も残されている。

(2) 株主判明調査について、法制度としての大量保有報告制度および株主判明調査会社の行うビジネスを調査することができた。また、イギリスにおける発行会社の株主調査権についてもその歴史的経緯を調査することができた。

(3) エンプティ・ボートイングの実体を把握することができた。

(4) 株券電子化の導入に伴う、株主の議決権行使に関する近年の判例をまとめ、研究することができた。

株券電子化後の新たな振替制度に新設された「個別株主通知」については、証券会社の窓口での取り扱いにも混乱が見られた。また、ほぼ同様の事実にもかかわらず、判断のことなる3つの高裁判決が出ることとなり、最高裁の統一的な判断が求められるところであった。

2010年12月に、最高裁により「個別株主通知」に対する判断が下された。本研究は、最高裁判決が下される直前であったため、高裁の3つの異なる判決について紹介し、それらを分析した。

最高裁判決に対する研究は途中であるため、引き続きの研究が必要である。

(5) アメリカのノミニー制度に対する近年の規制についても研究することができた。ヨーロッパが無記名式株式を中心とするのに対し、アメリカは記名式の株式を中心とする。しかし、ノミニー制度を利用しており、真の株式保有者が発行会社の株主名簿に記載されることは少ない。剰余金配当の受け取りなどもノミニー・ブローカーを通じて行われることがほとんどである。

発行会社は配当金の総額をノミニー・ブローカーに一括して送金し、ノミニー・ブローカーが株主に分配する。また、株主総会の議決権行使も同様である。真の株主は、ノミニー・ブローカーにどのように投票するかの指示を出し、それに基づいてノミニー・ブローカーが議決権を行使する。

しかし、株主は議案に対して、あまり興味

を示さず、議決権行使の指示をしないことがほとんどである。従って、NYSEはroutine(日常的)な議案について、ノミニー・ブローカーは真の株主の指示がなくても投票できる自由裁量投票権(discretionary voting)が与えられている。

しかし、近年、株主デモクラシーが盛んとなり、株主の権利は拡大される傾向にある。そして、株主に対し積極的に発行会社の株主総会において議決権を行使しようとする動きが見られる。これらの動きを背景に、ノミニーの自由裁量投票権が制限されてきた。まずは、NYSE規則452条の改正から始まった。

そして、昨年7月に成立したドッド=フランク法においてもノミニーの自由裁量投票権を制限する規定が盛り込まれた。このように実質株主の権利行使は、アメリカのコーポレート・ガバナンス改革にも大きく影響を及ぼすようになった。

本研究では、名義株主であるノミニーの自由裁量議決権行使の制限についての研究にとどまらず、ドッド=フランク法におけるアメリカのコーポレート・ガバナンス改革にも対象を拡大し、株主の議決権行使についても研究した。しかし、これらについては、まだ十分な成果が出たとは言いがたい。制度改革は多岐に及び、一つ一つが重要であるため、更に明確にする必要がある。

(6) これらすべての研究については、公益財団法人日本証券経済研究所、大阪研究所における証券経済研究会において発表した。また、その内容は、同じく公益財団法人に本証券経済研究所、大阪研究所が隔月で発行している「証研レポート」に掲載した。併せて、同研究所のホームページにもPDFファイルの形式で公開されているため、誰でもアクセスできる状態にある。

また、大阪研究所の証券経済研究会のほか、「株券電子化後の株式担保」については、証券経済学会において、「エンプティ・ボートイング」については、民間の講演会において、「アメリカのコーポレート・ガバナンス改革」については、日本証券経済研究所、東京研究所の株式市場研究会においても研究発表し、実務家、法学者、経済学者のメンバーと学際的な議論を展開することができた。

(7) 「名義上の株主と真の株主」については、アメリカの最近の規則改正や株主調査の実態など、本研究によって明らかになったことが多くある。しかし、株主の議決権行使やコーポレート・ガバナンスに対する影響など未だ明確になっておらず、新たに研究の課題として取り上げるべき事柄が増している。今後はこれらを展開し、更なる調査、研究を行う予定である。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 15 件)

福本葵「個別株主通知とは何か」証研レポート 1663 号 57-72、2010 年、査読有

福本葵「アメリカのコーポレート・ガバナンス改革」証研レポート 1661 号 47-58、2010 年、査読有

福本葵「議決権行使結果の開示」証研レポート 1659 号 55-70、2010 年、査読有

福本葵「議決権代理行使を制限する NYSE 規則改正」証券経済研究 第 69 号 41-52、2010 年、査読なし

福本葵「ノミニーの自由裁量議決権行使を制限する NYSE 規則 452 の改正」証研レポート 1657 号 42-53、2009 年、査読有

福本葵「スポンサーなし ADR 急増の理由」証研レポート 1655 号 37-53、2009 年、査読有

福本葵「ニュー・ポート・バイイングの現状とその対応策－事例紹介とイギリスの対応策」帝塚山法学第 18 号 261-284、2009 年、査読なし

福本葵「株券電子化後の株式担保」証研レポート 1653 号 52-65、2009 年、査読有

福本葵「株券電子化後の株式担保」証研レポート 1651 号 39-54、2008 年、査読有

福本葵「株券電子化後の株式担保」証研レポート 1649 号 38-64、2008 年、査読有

福本葵「JDR (日本版預託証券) とは何か？」証研レポート 1647 号 50-62、2008 年、査読有

福本葵「(講演録) 実施迫る株券電子化の残された課題」証券レビュー第 48 巻第 5 号、2008 年、査読なし

福本葵「株券電子化後の株式担保」証研レポート 1649 号 38-64、2008 年、査読有

福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証研レポート 1651 号 39-54、2008 年、査読有

福本葵「ニューポートバイイングの現状と対応策」証研レポート 1653 号 52-65、2009 年、査読有

〔学会発表〕(計 1 件)

福本葵「株券電子化後の株式担保」証券経済学会、2008 年 10 月 5 日、滋賀大学

〔図書〕(計 1 件)

福本葵「第 8 章証券決済制度」『アメリカの証券市場 2009 年度版』、財団法人に本証券経済研究所、2009 年、172~183 頁

〔産業財産権〕

○出願状況 (計 0 件)

○取得状況 (計 0 件)

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/index.html> (公益財団法人日本証券経済研究所)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

福本 葵 (AOI FUKUMOTO)

帝塚山大学・法学部・教授

研究者番号：40388880

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし