

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 8 日現在

機関番号：34601
研究種目：基盤研究(C)
研究期間：2011～2014
課題番号：23530118
研究課題名(和文) 隠れた株主の議決権行使とコーポレート・ガバナンス

研究課題名(英文) Voting and corporate governance of hidden shareholder

研究代表者
福本 葵 (Fukumoto, Aoi)

帝塚山大学・法学部・教授

研究者番号：40388880
交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：株式会社の株主は、株主名簿によって知ることができる。しかし、近年、株主名簿は必ずしも株式の実質的な所有者を示してはいない。例えば、年金基金が株主名簿上の株主となってもその背後には、年金の加入者が存在し、彼らが実質的な金銭を拠出している。また、信託契約においても、株主名簿には、受託者である信託銀行やカストディの名称が記されているが、金銭を拠出しているのは、信託契約の委託者である。本研究では、実質的株主が株主総会における議決権行使や発行会社のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えているかを研究した。

研究成果の概要(英文)：The shareholders can be identified by the register of shareholders. However recently the register of shareholders does not necessarily indicate a beneficial owner of the shares. For example, the pension funds are the record shareholders of the register, but there are a subscriber of pension, they have contributed a substantial money. Also, in the trust agreement, the trust banks and custody has been written on the register as the shareholder. But there is a beneficial owner in trust. Sometimes they indicate how to vote in shareholder meeting. In this study, I have studied how the beneficial owner has given effect on corporate governance.

研究分野：会社法、証券市場論

キーワード：隠れた株主 実質的株主 貸株取引 店頭デリバティブ 信用取引

1. 研究開始当初の背景

近年、金融技術の発達や株主構造の変化に伴い、株主名簿上の株主と実質的所有者とが異なるケースが散見される。株主名簿に大株主として名前を連ねるのは、カストディや資産管理銀行である。これらは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、株主の権利を行使するものではない。また、欧米を中心に、貸株やエンプティ・ポーティングのように、株式の経済的利益の保有者と議決権行使者とが乖離する場面も見られる。隠れた株主による議決権行使とそれがコーポレート・ガバナンスにどのように影響しているかを研究とするものであった。

2. 研究の目的

そこで本研究は、名義上の株主と実質的な株主が異なる場合には、どのようなものがあるのか。近年、金融技術の発展とともに、エンプティ・ポーティングや持合解消信託のように、議決権を行使する者と株式の経済的利益の保有者とが異なる新たな仕組みが生み出されるようになった。これらはどのようなもので、どのような問題を包含しているのか。

実質的な株主が議決権行使しないことは、コーポレート・ガバナンス上、問題はないのか。実質的な株主が権利行使できていないとすれば、どのような原因があるのか。

イギリスやアメリカでは実質的な株主が権利行使できる制度は整っているのか。アメリカでは、ノミニー名義が主流であり、ノミニー名義では基本的に発行会社は実質的な株主を特定できない。このような実態は改善される必要があるか。あるとすればどのような方法で改善されているのかについて、調査、研究することを目的とした。

また、実質的な株主が株主名簿には表れない方法として、貸株取引やデリバティブ取引があるが、その制度そのものはいかなるものであり、今日どのような問題があるのか。それが実質的な株主の議決権行使にどのような影響

を与えているのかについての調査研究を行うことを目的とした。

3. 研究の方法

本研究は、証券実務と密接な関係があるため、関係者へのインタビューは毎年度必須となる。本研究では、国内外の資料を分析し、実務関係者に対するインタビューを行い、更に、そこで得られた、一般には公表されていない資料も含めて、これらを参考に研究を行った。

具体的には、「SEC のフォーム F4 に関連する問題」をテーマとした際には、株式会社東京証券取引所および日本証券業協会に対し、「店頭デリバティブの決済制度改革」に関する調査では、日本証券業協会に対し、また、「信用取引の議決権行使」を研究する際には、日本証券業協会および大阪証券取引所（当時）に対し、「貸株取引の決済制度」に関する調査については、株式会社証券保管振替機構および株式会社ほふりクリアリングに対し、直接面談し、それぞれで、実務直結した最新の情報を入手した。

4. 研究成果

研究成果をテーマごとにまとめると以下のようなになる。

(1) アメリカのコーポレート・ガバナンス改革

平成 23 年 4 月、公益財団法人日本証券経済研究所の発行する『証研レポート』に「アメリカの say on pay の導入」と題する論文を掲載した。

また、平成 24 年 3 月に公益財団法人日本証券経済研究所の株式市場研究会において「SEC の Form - F4 に関連する問題」と題した研究発表を行った。本研究会での議論を基に、同研究所の発行する『証券経済研究』に「ドッド・フランク法のコーポレート・ガバナンス規定 - say on pay と proxy access の法律成立後の動き - 」と題する論文を掲載した。

(2) 信用取引の議決権行使

平成 22 年 10 月、JASDAQ 上場の中堅出

版社、幻冬舎はMBOの一環として、TOBを行った。幻冬舎の株式を取得していたイザベル・ファンドはこのTOBに反対の意思を表示した。この時、イザベル・ファンドは株式を信用取引で購入していたため、株主名簿上の株主ではなかった。また、イザベル・ファンドは信用取引の買付株式を現引したり、名義書換をして、議決権を行使することもなかった。

また、名簿上の株主となった立花証券は議決権を行使しなかった。この事例は「信用取引の買付者に議決権はあるのか。証券会社は顧客に代わって議決権を行使できるのか。」、「名義上の株主である証券会社や証券金融会社は、経済的な利益を負担する買付者から議決権行使の指示を受けるか。」という正に本研究テーマに直接関わる問題について取り上げた。

信用取引の買付株式は、法的にどのような性質を持つか。信用取引を行う者は、名義上の株主である証券会社や証券金融会社に対し、自己が買い付けた買付株式の議決権について、指図することができるのか、という問題について考察した。

平成23年6月13日、公益財団法人日本証券経済研究所大阪研究所の証券経済研究会にて、「信用取引の議決権行使」と題する研究発表を行った。そして、ここでの議論を基に、同研究所が発行する『証研レポート』に同じく「信用取引の議決権行使」と題する論文を掲載した。

(3)SECのフォームF4に関連する問題

近年、外国人投資家、特に米国投資家の日本株の保有割合が増加している。米国証券法では、米国市場に上場していない日本企業の事業統合や合併にも関わらず、SECのフォームF4という形式の登録が義務付けられる場合があることを規定している。本稿では、SECのフォームF4に関連する問題を取り上げた。既存株主保護の目的からも導入が促進

されているライツ・オファリングについてもいくつかの問題が指摘されており、そのうちのひとつにSECのフォームF4に関連するものがある。

平成24年12月15日、公益財団法人日本証券経済研究所大阪研究所の証券経済研究会において、「SECのフォームF4に関連する問題」と題する研究発表を行った。そして、ここでの議論を基に、同研究所が発行する『証研レポート』に同じく「SECのフォームF4に関連する問題」と題する論文を掲載した。

(4)新たな証券決済制度改革

株式に対して、経済的利益を保有する実質的株主が株主名簿上の株主として現れない方法にはいくつかある。そのうちのひとつがデリバティブ取引を用いた方法である。本稿では、デリバティブ取引の制度を理解するために、論点を拡大し、近年、デリバティブ取引に関連して問題となっている店頭デリバティブの決済制度改革について取り上げ、考察した。

平成26年1月6日、公益財団法人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、「店頭デリバティブの清算機関、取引情報蓄積機関および電子取引プラットフォーム」と題する研究発表を行った。ここでの議論を基に、平成26年3月、同研究所が発行する『証券経済研究』に「店頭デリバティブの清算機関・取引情報蓄積機関・電子取引基盤」と題する論文を掲載した。

(5)貸株取引の決済制度改革

「信用取引の議決権行使」の研究の際に、さらなる研究の必要があると感じた貸株取引の実態について、研究し、さらに貸株取引の問題点として近年の決済制度改革について取り上げた。

平成27年1月26日、公益財団法人日本証券経済研究所大阪研究所の証券経済研究会において、「貸株取引の決済制度改革」と題

する研究発表を行った。そして、ここでの議論を基に、同研究所の発行する『証研レポート』に同タイトルの論文を掲載した。

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 6件)

福本葵「アメリカの say on pay の導入」証研レポート 1665号 66 - 77、2011年、査読有

福本葵「信用取引の議決権行使」証研レポート 1667号 45 - 57、2011年、査読有

福本葵「ドッド・フランク法のコーポレート・ガバナンス規定 - say on pay と proxy access の法律成立後の動き - 」証券経済研究第 77号 65 - 77、2012年、査読なし

福本葵「SEC のフォーム F4 に関連する問題」証研レポート 1676号 47 - 60、2013年、査読有

福本葵「店頭デリバティブの清算機関・取引情報蓄積機関・電子取引基盤」証券経済研究第 85号 37 - 51、2014年、査読なし

福本葵「貸株取引の決済制度改革」証研レポート 1689号 72 - 88、2015年、査読有

〔学会発表〕(計 0件)

〔図書〕(計 1件)

福本葵「第 8 章証券決済制度」『図説アメリカの証券市場 2013 年度版』、公益財団法人日本証券経済研究所、2013年、174 ~ 187 頁

〔産業財産権〕

出願状況(計 0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0件)

名称：
発明者：
権利者：

種類：
番号：
出願年月日：
取得年月日：
国内外の別：

〔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)

研究者番号：40388880

(2) 研究分担者
なし

(3) 連携研究者
なし