

## わが国上場企業のガバナンスに果たす外国人投資家の役割

上田, 純子  
九州大学大学院法学研究院 : 教授

<https://doi.org/10.15017/1560257>

---

出版情報 : 法政研究. 82 (2/3), pp.19-49, 2015-12-25. 九州大学法政学会  
バージョン :  
権利関係 :

# わが国上場企業のガバナンスに果たす外国人投資家の役割\*

上 田 純 子

- 一 はじめに
- 二 外国人の株式保有状況
- 三 外国人の株式保有に関する規制
- 四 外国人株主の議決権行使促進策
- 五 EUにおける「上場会社における株主の諸権利の行使に関する指令」と改正提案
- 六 おわりに―外国人株主の権利行使の促進を通じたコーポレート・ガバナンスの改善に向けて―

## 一 はじめに

一九九七年のアジア通貨危機を境に、わが国の上場企業における外国人株主の株式保有割合は一貫して高まっており、彼らの去就は株主権行使を通じた個々の企業におけるガバナンスの在り方にも多大な影響を及ぼしている。また、彼らの株主総会における投票行動に多大な影響を与えうる議決権行使助言機関の否決推奨が報道等でも大きく取り上げられるなど、外国人株主の背後にある助言機関等の動向もまた耳目を集めるところとなっている。さらに、外国人投資家による株主権行使に影響を与えうるこれら議決権行使助言機関や投資家と発行会社との間に介入するカストディ<sup>①</sup>等の役割もまた外国人投資家らのわが国上場企業における株式保有割合の増加とともに無視できなくなっている。

本稿は、わが国の上場会社における株主構成の変化に鑑み、わが国の上場企業における外国人株主の議決権行使等株主総会を通じた経営に対する牽制機能の向上、ひいては、コーポレート・ガバナンスへの寄与の可能性を検討することを目的とする。以下二においては、まず、外国人株主によるわが国上場株式の保有状況の推移を辿る。続いて、三においては、外国人株主の株主権行使に関する問題を検討するに当たり、その限界点として特定産業保護政策や対日投資政策等に基づく株式保有規制を整理し、四においては、外国人株主の重層的議決権行使のプロセスおよび当該プロセスに鑑みた促進策を検討する。五においては、目下外国人株主の議決権行使の促進およびカストディの適正な位置づけに関する改正提案がなされている欧州連合（以下「EU」という）について、改正提案の趣旨、内容を眺めつつ、わが国への示唆を得ることとしたい。

なお、本稿では、外国人株主または外国人投資家という用語を全国株懇連合会理事会が定めた「外国株主に関する統一取扱指針」（以下「株懇指針」という）上の「外国株主」とほぼ同義で用いている。当該指針によれば、「外国株主」とは、会社に届け出た住所が日本国外にある株主（実質株主を含む）のみならず、国内に居住する外国人であって署名

の慣習のある株主についても包摂される（全国株懇連合会理事会「外国株主に関する統一取扱指針」（平成一九年二月二日最終改正）一項）。この定義によれば「外国株主」には国外に居住する日本人や国内に居住する外国人も含まれる。本稿は、遠隔的株主権行使の文脈では、必ずしも国外居住邦人株主を排除するものではないが、「外国人株主」との表記のもと、もっぱら国外に居住する外国籍株主を念頭に置いている。以下では、和暦表記が慣例となっている場合を除き西暦表記で統一することを付言する。

## 二 外国人の株式保有状況

日本証券業協会が全国四証券取引所（二〇一二年までは五証券取引所）の上場会社を対象に毎年行っている株式分布状況調査をみると、一九四九年度からの推移のうち、近年の傾向として指摘できるのは、外国人等<sup>③</sup>の保有株式比率が高まっている点である。とくに二〇一二年度には、従来、メインバンク制のもと、融資と株式保有を通じてわが国の上場企業において圧倒的なプレゼンスを見せてきた金融機関が、その筆頭株主としての座を外国人株主に奪われ、さらに二〇一三年度・二〇一四年度と一貫してその差が広がっていることが読みとれる<sup>④</sup>。外国人等<sup>⑤</sup>の投資部門別株式売買状況（図表1参照）における差引売買代金でみると、二〇一四年度は二兆五二四七億円の買い越しと、二〇〇九年度以降六年連続の買い越しとなった。外国人等が、全体として前年度を大幅に上回る九兆五三三七億円も日本株式を買い越した二〇一三年度から比べると買い越し幅は大幅に減少しているが、金額ベースで前年から〇・九ポイントプラスの三一・七%の保有割合を有するようになったことは特筆される<sup>⑤</sup>。

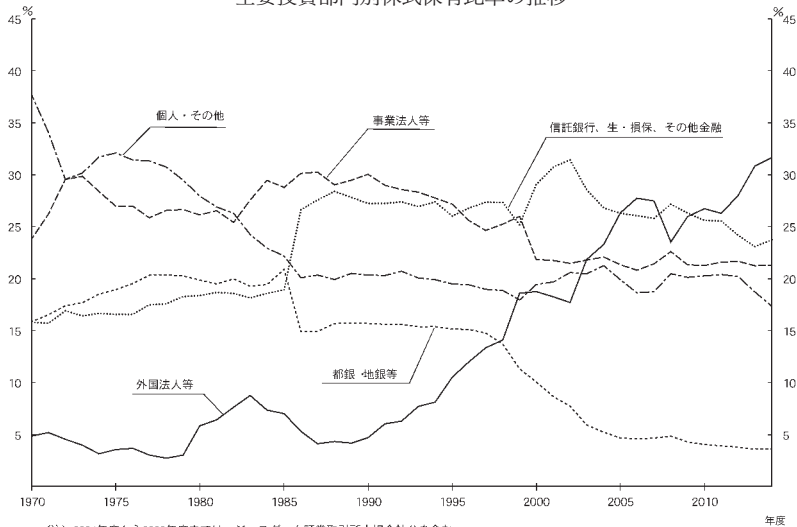
「物申さない」安定株主の減少と「物申す」内外機関投資家の保有比率の増加、加えて個人・外国人株主等の浮動株主も増え、前者は会社の統治機構の健全性向上にインパクトを、後者による経済的利益の追求は従来以上に株価形成に

図表 1 外国人投資家の株式保有の推移

年度	政府・地方 公共団体	金融機関	a. 都銀・ 地銀等		b. 信託銀行		a/bのうち		c. 年金保険 会社	d. 損害保険 会社	e. その他の 金融機関	証券会社	事業法人等	外国法人等	個人・ その他
			投資信託	年金信託	投資信託	年金信託									
1970	0.6	31.6	15.8	—	2.1	—	10.0	3.7	2.1	—	1.3	23.9	4.9	37.7	
1975	0.4	35.5	19.0	—	2.2	—	10.2	4.4	2.0	—	1.4	27.0	3.6	32.1	
1980	0.4	38.2	19.9	—	1.9	0.4	11.6	4.6	2.5	—	1.5	26.2	5.8	27.9	
1985	0.3	39.8	20.9	—	1.7	0.8	12.3	4.1	2.4	—	1.9	26.8	7.0	22.8	
1986	0.9	41.3	14.9	7.3	1.9	1.0	12.8	4.0	2.5	—	2.1	30.1	5.3	20.1	
1987	0.5	42.3	14.9	8.6	2.6	1.1	12.4	4.0	2.6	—	2.3	30.3	4.1	20.4	
1988	0.4	44.1	15.7	9.8	3.1	1.0	12.6	4.1	2.0	—	2.3	29.0	4.3	19.9	
1989	0.3	43.5	15.7	10.2	3.7	0.9	11.8	3.9	1.9	—	2.0	29.5	4.2	20.5	
1990	0.3	43.0	15.7	9.8	3.7	0.9	12.0	3.9	1.5	—	1.7	30.1	4.7	20.4	
1991	0.3	42.8	15.6	9.7	3.4	1.0	12.2	3.9	1.4	—	1.5	29.0	6.0	20.3	
1992	0.3	42.9	15.6	9.9	3.2	1.2	12.4	3.8	1.2	—	1.2	28.5	6.3	20.7	
1993	0.3	42.9	15.4	10.0	2.9	1.4	12.1	3.7	1.1	—	1.3	28.3	7.7	20.0	
1994	0.3	42.8	15.4	10.6	2.6	1.6	12.0	3.7	1.1	—	1.2	27.7	8.1	19.9	
1995	0.3	41.1	15.1	10.3	2.2	1.8	11.1	3.6	1.0	—	1.4	27.2	10.5	19.5	
1996	0.2	41.9	15.1	11.2	2.0	2.4	11.1	3.6	0.9	—	1.0	25.6	11.9	19.4	
1997	0.2	42.1	14.8	12.4	1.6	3.8	10.6	3.5	0.9	—	0.7	24.6	13.4	19.0	
1998	0.2	41.0	13.7	13.5	1.4	4.7	9.9	3.2	0.8	—	0.6	25.2	14.1	18.9	
1999	0.1	36.3	11.3	13.6	2.2	5.0	8.1	2.6	0.9	—	0.8	26.0	16.6	18.0	
2000	0.2	39.1	10.1	17.4	2.8	5.5	8.2	2.7	0.7	—	0.7	21.8	18.8	19.4	
2001	0.2	39.4	8.7	19.9	3.3	6.0	7.5	2.7	0.7	—	0.7	21.8	18.3	19.7	
2002	0.2	39.1	7.7	21.4	4.0	5.8	6.7	2.6	0.7	—	0.9	21.5	17.7	20.6	
2003	0.2	34.6	5.9	19.6	3.7	4.5	5.7	2.4	0.9	—	1.2	21.8	21.8	20.5	
2004	0.2	32.0	5.2	18.4	3.8	3.9	5.2	2.2	1.0	1.2	22.1	23.3	21.3		
2005	0.2	30.9	4.7	18.0	4.3	3.5	5.1	2.1	1.0	1.4	21.3	26.3	19.9		
2006	0.3	30.7	4.6	17.6	4.6	3.5	5.3	2.2	1.0	1.8	20.8	27.8	18.7		
2007	0.1	30.0	4.7	17.3	4.8	3.5	5.1	2.2	0.9	1.5	21.4	27.4	18.7		
2008	0.4	32.0	4.8	18.8	5.0	3.5	5.3	2.1	0.9	1.0	22.6	23.5	20.5		
2009	0.3	30.6	4.3	18.4	4.7	3.4	5.0	2.0	0.9	1.6	21.3	26.0	20.1		
2010	0.3	29.7	4.1	18.2	4.4	3.2	4.5	1.9	1.0	1.8	21.2	26.7	20.3		
2011	0.3	29.4	3.9	18.6	4.5	3.0	4.3	1.8	0.8	2.0	21.6	28.3	20.4		
2012	0.2	28.0	3.8	17.7	4.5	2.5	4.1	1.6	0.8	2.0	21.7	28.0	20.2		
2013	0.2	26.7	3.6	17.2	4.8	2.1	3.7	1.4	0.7	2.3	21.3	30.8	18.7		
2014	0.2	27.4	3.7	18.0	4.8	1.8	3.6	1.4	0.7	2.2	21.3	31.7	17.8		
最高(年度)	0.9(1986)	44.1(1988)	20.9(1985)	21.4(2002)	5.0(2008)	6.0(2001)	12.8(1986)	4.8(1979)	2.6(1987)	2.3(1988)	30.3(1987)	31.7(2014)	37.7(1970)		
最低(年度)	0.1(1999)	26.7(2013)	3.5(1986)	7.3(1986)	1.7(1998)	0.1(1982)	3.6(2011)	1.1(2011)	0.7(2014)	0.6(1998)	20.8(2006)	2.7(1978)	17.3(2014)		

(注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。  
2. 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

主要投資部門別株式保有比率の推移



(注) 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

出典：東京証券取引所ほか『2014年度株式分布状況調査の調査結果について』（2015年6月18日）

インパクトを与えることとなる。<sup>⑥</sup>

### 三 外国人の株式保有に関する規制

近年の外国人株主の台頭ぶりは前節にみたように統計的にも実証される。このことを踏まえ、本節では、次節以下のわが国の上場会社に対する外国人投資家の活動促進策を検討するに先立ち、外国人の対日投資に対する規制を取り上げることにより、外国人の自由な経済活動の一端としての対日投資の限界点を提示することとする。

#### 三―一 業種による規制

まず、国家の基幹産業については、一定範囲で現在もなお外国人の投資規制が存在する。個別法としての日本電信電話株式会社等に関する法律（六条）、航空法（一二〇条の二）、放送法（一一六条）は、特定の業種に属する上場会社の株式の外国人による取得に上限を設けている。<sup>⑦</sup>

#### 三―二 「外国為替及び外国貿易法」上の対日直接投資規制

本稿の対象は、外国人による間接投資目的でのわが国企業の株式取得に関わるが、念のため、「外国為替及び外国貿易法」（以下「外為法」という）上の対内直接当為規制をも一瞥しておくこととしたい。

外為法二七条一項は、国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、または公衆の安全の保護に支障をきたすおそれが

ある場合またはわが国経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼすことになるおそれがある場合等に審査が必要となる対内直接投資等に関し、当該対内直接投資等の外国投資家<sup>8)</sup>に対し、財務大臣および事業所管大臣への届出を義務づけている。届出した外国投資家は、財務大臣および事業所管大臣が届出を受理した日から起算して原則三〇日を経過する日までは対内直接投資等を行ってはならず（同二七条二項）、この期間は四か月まで延長でき（同二七条三項）、さらに、財務大臣および事業所管大臣は、関税・外国為替等審議会の意見を聴いたうえで、対内直接投資等の内容の変更・中止の勧告を行うことができる（同二七条五項）。勧告を受けた者が所定の期間内に応諾するか否かの通知をしなかった場合や応諾しなかった場合には、財務大臣および事業所管大臣は対内直接投資等の内容の変更・中止を命ずることができ（同二七条一〇項）。本条に関し、二〇〇八年に、ザ・チルドレンズ・マスター・インベストメント（TCI）というイギリスのファンドによる旧電源開発株式会社（Jパワー）株式の二〇%の取得計画に際し、財務大臣および経済産業大臣が中止勧告を応諾しなかったTCIに対し、株式の取得中止命令を出した件が想起される。

### 三一三 大量保有報告制度

なお、外国人投資家を狙い撃ちしたのではなく、内外の投資家に均しく適用される規制であり、かつ直接的な株式保有規制ではないものの、金融商品取引法（以下「金商法」、条文引用に際しては「金商」という）上に株券等の大量保有報告制度、いわゆる五%ルールがある。上場会社等の発行済株式総数の五%を超えて株式等<sup>9)</sup>を保有する者に対する株式保有に関する開示義務である。発行済株式総数の五%を超えて株式を保有する者を大量保有者<sup>10)</sup>といい、その者は五%を超えた日から五日以内に内閣総理大臣に対し株券等の保有割合、保有目的、資金の出所等を記載した「大量保有報告書」を提出しなければならない（金商二七条の二三以下）。保有者には、他人の名義で株式等を保有する者も含ま

れる（金商二七条の二三第三項）から、海外のグローバル・カストディアンをノミニールとする（わが国の上場会社の株主名簿上の株主が海外のグローバル・カストディアンとなっている）外国人実質株主にも開示義務が生じる。<sup>10</sup>この義務が履行されている限り、全発行済株式の5%超を保有する実質株主については自ずと（後述する株主判明調査を経ずとも）明らかになることとなる。

#### 四 外国人株主の議決権行使促進策

以上の制限を除けば、外国人もわが国の上場会社の株式の売買を自由に行うことができる。本節では、外国人株主の議決権行使を中心としたコーポレート・ガバナンス改善の足跡を、諸データをもとに辿りつつその具体的な改善状況を分析するとともに、主として実務的な問題とはなるものの、今後に残された課題を抽出することとしたい。

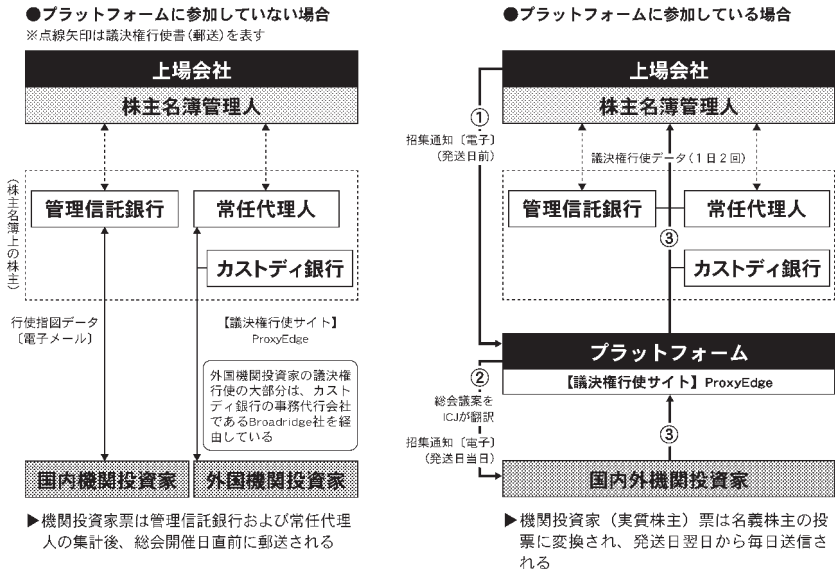
##### 四―一 外国人株主の議決権行使のプロセス

外国人株主と国内の企業との間にはカストディの階層が介在するため、外国人株主に対する株主総会の招集通知および外国人株主の議決権行使の流れは通常（後述する議決権電子行使プラットフォームを利用していない場合）以下の図のように幾段階かのプロセスを経る（図2参照）。

まず、株主総会の招集通知の流れであるが、招集通知と議決権行使書は内国株主の場合と同様に総会会日の二週間前までに発送される（会社法（以下「会」と略記する）二九九条一項）。ただし、これらの書類は、グローバル・カストディアン等に直接送付されるのではなく、通常、当該グローバル・カストディアン等の日本国内の常任代理人宛てに送



図2 機関投資家の議決権行使フロー



出典：ICJ作成資料を一部改変

付される。株懇指針に、外国株主は国内に通知を受くべき場所を定めない限り常任代理人を選任して、名義書換請求、株主総会における議決権の行使、諸通知の受領、配当金の受領などを委任すべきことが定められている(二項、一〇項)<sup>12)</sup> ことに加え、海外では名義書換手続ができないことや配当金の支払方法やその費用などの実務的問題があるため、国内の発行会社は通常、定款や株式取扱規則・規程等の内規でもって常任代理人の設置または国内において会社からの通知を受領すべき仮の住所の保持を定めている<sup>13)</sup>。したがって、国内では、常任代理人に選任されている銀行や証券会社がローカル・カストディアンでありサブカストディアンの役割を担っている<sup>14)</sup>。ちなみに、上場会社の株式は振替株式であるから、株主総会開催に伴う基準日設定によりまず株主情報が発行会社へ通知される(社債、株式等の振替に関する法律(以下「振替」という)一五一条一項一号)。発行会社は振替機関からの株主情報に基づき国内常任

代理人宛てに通知を送付する。

受領した招集通知や議決権行使書の扱いは常任代理人契約によって定められるため一様ではないとされ、常任代理人のところでは留め置かれることもあるという。<sup>15</sup>この場合には、外国の実質株主の手元には招集通知等は届いていないことになる。近年では、招集通知等の情報は常任代理人からグローバル・カストディアンのもとに送付され、グローバル・カストディアンから業務を委託されたヴェンダー（たとえば、Broadridge社（後述四―三参照）など）がその情報を自己が運営するシステム上に掲載することが大多数であるため、実質株主はヴェンダーのシステムを通じて少なくとも日本語の招集通知情報を把握することは可能である。<sup>16</sup>議案を英文抄訳等のうえグローバル・カストディアン等に流すか否かも個別の契約による（英文招集通知採用会社数の統計については、後述四―二参照）。

逆方向の実質株主からの行使については、次のような流れで進められる。実質株主が招集通知や議決権行使書等の情報を受け取っていた場合は、自らその情報をチェックし、議案ごとの立場を決めてグローバル・カストディアン等に指図する。受け取っていない場合も先述の通りヴェンダー等から議案情報を得て、それに基づいてグローバル・カストディアン等に投票の指図を行うことが可能である。なお、実質株主はこれら一連の作業を議決権行使業務代行業者に委託することも可能である。

グローバル・カストディアン等は受け取った指図内容を集計して常任代理人に通知する。常任代理人は当該指図に基づいて議決権行使書に記入し、発行会社に返送する。なお、グローバル・カストディアンの段階で、議決権は不統一行使される可能性が高く（会三―三条参照）、その場合には、常任代理人は、発行会社に対し、株主総会の日の三日前までに不統一行使を行う旨およびその理由を通知しなければならない（会三―三条二項）。グローバル・カストディアン等からの指図がなくとも、常任代理人が常任代理人契約に基づいて自らの判断で議決権を行使する場合もありうるという。<sup>17</sup>むしろ、かつては、常任代理人の判断において議決権を行使する（普通決議については棄権）ことが通例であつ

た。<sup>18)</sup>

議決権行使のプロセスのみで通常一〇日（八営業日）程度を要するといわれており、定時株主総会の開催日が集中すると投資家側には議案の検討日数が十分とれないという問題が、また発行会社側にとっても議決権行使書面を受領するのが総会会日直前となるため票読みが難しくなるという問題がある。<sup>19)</sup>

なお、外国在住の実質株主自ら議決権行使を望む場合は、理論的には名義株主であるグローバル・カストディアン等から委任状を得てグローバル・カストディアン等名義株主の代理人として行うことになろうが、その場合も原則として当該発行会社が国内の常任代理人を定めている場合には、常任代理人が総会場にて議決権を行使することとなる。

それでは、実質株主が発行会社の株主総会の場において議決権行使をすることは認められるであろうか。これには、①実質株主が国内の常任代理人を通さず名義株主であるグローバル・カストディアン等の議決権代理行使書を持参して総会場に現れ、議決権行使を望む場合と、②議決権代理行使書を持参せず、真の株主であることを主張して議決権行使を望む場合とが考えられる。①・②に共通する点として、会社の定款またはその下位規程である株式取扱規則・規程等に常任代理人へ議決権行使を委任すべき旨の定めがある場合に、常任代理人によらない名義株主（①）や実質株主（②）による議決権行使を認めた場合に、決議に瑕疵を帯びることにならないか（会八三二条一項一号参照）、という疑問が生じる。前述の株懇指針は、国外では困難な外国人保有株式に係る管理上の便宜を図る趣旨であると解される。そうであるとすれば、外国株主自らがコストと時間を負担して議決権行使を望む場合にまで、杓子定規に定款等規定を用すべきではないであろう。①の場合には、議決権行使結果は名義株主本人に帰属し、正当な決議として認められるであろうし、②の場合にも、発行会社は任意で株主名簿上の株主でない実質株主の議決権行使を認めることが可能であるから、カストディとの契約関係等を示す書面等により発行会社が実質株主であることに満足する場合に、株主総会への出席、質問権・議案提出権・議決権等の行使を認めることに問題はないもの（むしろ、発行会社は積極的に当該権利行

使を認めるべき）と考える。

#### 四―二 外国人株主の議決権行使への障壁

そもそも、前款でみたように、外国人投資家の議決権行使は国内株主の議決権行使より長いプロセスを経ざるをえないことに鑑みると、わが国の上場会社の株主総会招集手続実務自体が彼らの議決権行使の障壁となっている可能性がある。ここでは、諸データを手がかりとして、わが国の上場会社の株主総会招集手続の実態を分析したうえで、外国人投資家の議決権行使促進の立場から、問題点を摘示することとしたい。

全国株懇連合会の二〇一四年の調査<sup>21)</sup>によると、外国人株主の議決権行使書・委任状回収割合は、電磁的方法による議決権行使（以下「電子投票」という）も含め外国人株主の全議決権数に対し七〇%以上と回答した会社が全体の一五・六%あり（不明と答えた会社が全体の四七・八%）、外国人投資家からの議決権行使書等の回収率が必ずしも低いとも言いつれないものの、上場会社全体では低調であると評価できよう。仮に、外国人株主の議決権行使実務に際し障壁があるとすれば、それらはわが国における株主総会開催日の集中、招集通知期間の短さ、および、情報提供等における使用言語に集約することが可能であるように思われる。<sup>22)</sup>

##### （a）集中日開催

まず、集中日についてみてみよう。二〇一四年の株主総会から遡って五年間の『株主総会白書』を繙いてみると、株主総会を集中日に開催した社数は、二〇〇八年には、全国五証券取引所上場会社二五五八社中一〇二四社（四〇・九%）<sup>23)</sup>（六月二七日）、二〇〇九年には、二五二二社中一〇三三社（四一・〇%）<sup>24)</sup>（六月二六日）、二〇一〇年には、二四

五五社中八六三社(三五・二%) (六月二十九日)と前年から大幅に減少し、二〇一二年には、二四三二社中八二三社(三五・五%) (六月二十九日)<sup>(26)</sup>、二〇一二年には、二四一三社中八三〇社(三四・四%) (六月二十八日)<sup>(27)</sup>、二〇一三年には、全国五証券取引所(二〇一三年一月以降は四証券取引所)に上場されている二四二八社中八二八社(三四・一〇%) (六月二十七日)<sup>(28)</sup>、二〇一四年には、全国四証券取引所に上場されている二四五八社中七六〇社(三〇・九%) (六月二十七日)<sup>(29)</sup>となっており、緩やかではあるものの、集中日開催会社の割合は減少していると結論づけることができる(これに関連して、二〇一四年の株主総会白書によると、総会開催日時の決定要因として、集中日を避けると回答した会社が全国上場会社一七五六社中五九一社(三三・七%) あった。<sup>(30)</sup>)

#### (b) 招集通知期間

続いて、上場会社における株主総会の招集通知期間の経年変化に目を転じる。

一九九九年六月総会から二〇一〇年六月総会までは、『資料版商事法務』誌が毎年招集通知発送日の調査を行っており、その結果が参考となる。調査は、その年の六月に定時株主総会を開催した全国五証券取引所上場会社が対象となっている。それによると、招集通知期間を一四日間(中二週間)とする法定最短期間に近い発送日をとる会社は、一九九九年には六一・七%であったのが年々減少し、二〇一〇年には二二・二%となっている。招集通知期間が一五日ないし一七日の会社の割合はそれほど変動せず、全体の三割ないし四割程度である。他方、招集通知期間が一八日ないし二〇日の会社は顕著な増加傾向にあり、一九九九年の四・三%から二〇一〇年の二二・三%へ、また、二二日(中三週間)以上の会社も同様に一九九九年の一・三%から二〇一〇年の一七・四%へと著しく伸びている。<sup>(31)</sup>二〇一四年一〇月に公表された全国株懇連合会の調査によれば、同年に開催された定時株主総会の招集通知の発送日は、上場会社では中三週間以上の会社が最も多くなっており(上場会社一六七九社中四八三社、二八・八%)、中二週間と二週間十一日を併せ

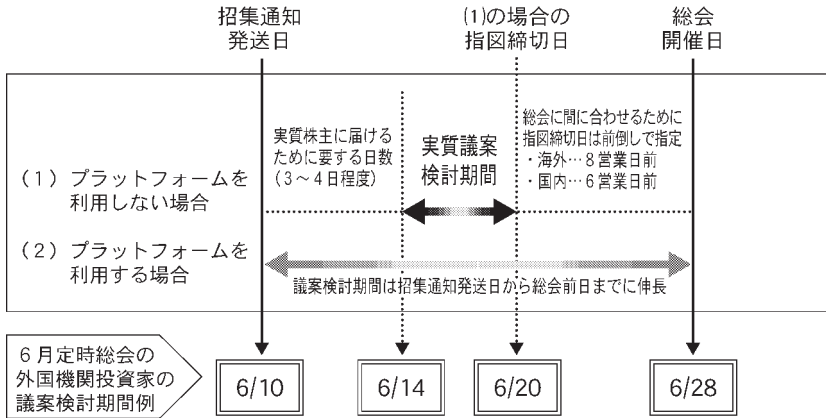
た社数の割合（二九・三％）とほぼ拮抗している。

（c）外国人株主への配慮

ここでは、株主総会招集情報の翻訳も含めた外国人株主に対するわが国上場会社の配慮状況を概観する。

二〇一四年の株主総会白書によっても、とくに何もしていない会社が、回答があった上場会社（一七五六社）全体の七〇・六％を占めており、<sup>32)</sup> いまだ、外国人株主の議決権行使に関心を払っている国内上場会社は多くはない。従来から、一部の上場会社においては、招集通知・議決権行使の情報技術（IT）化、英文招集通知の作成・送付、ホームページ（HP）への英文招集通知の掲載、専門会社への依頼による株主判明調査の実施等<sup>33)</sup>の実務はみられた。前述の二〇一四年一〇月の全国株懇連合会の公表調査結果によれば、外国人株主に対する議決権行使書等の回収率向上策としては、招集通知の早期発送（三四・三％）、ICJの議決権電子行使プラットフォーム（次款参照）への参加（二〇・七％）、株主判明調査の実施（一八・七％）、英文招集通知作成（一七・七％）が多くなっている。また、二〇一四年の株主総会白書においても類似の結果が得られており、プラットフォームを利用（二二・二％）、HPに英文招集通知を掲載（一七・〇％）、招集通知・議決権行使をIT化（二六・二％）、英文招集通知を作成・送付（一〇・四％）、専門会社に依頼して株主判明調査を実施（九・九％）となっている。仮に、会社が外国人株主の常任代理人に対してのみ、招集通知の発送を早期化し、英文での招集通知等を行ったとしても、むしろ、東京証券取引所が二〇一五年六月一日から施行している「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために<sup>34)</sup>の「本原則からは、株主の実質的平等性を担保するものとして評価されこそすれ、一般的平等則違反等の法的问题を生起させるものではないと考える。<sup>35)</sup>

図3 プラットフォーム利用による外国機関投資家の議案検討期間の短縮



出典：ICJウェブサイトの一部改変

#### 四一三 実務の対応

##### —議決権電子行使プラットフォーム

在外投資家の通常の議決権行使プロセスは、四一で前述したように、ヴェンダールの通知・開示システムを利用したとしても、翻訳等が必要となることが想定され、最短でもやはり八営業日前後を要する。そのため、より効率的な議決権行使のための新たな仕組みが開発された。電子投票採用会社を対象とする議決権電子行使プラットフォームがそれである。

株式会社ICJ (Investor Communications Japan) は、株式会社東京証券取引所とBroadridge Financial Solutions, Inc.との合併会社で、二〇〇一年一月の商法改正によって電子投票制度が導入されたのを機として、内外機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームの運営等を担うべく二〇〇四年七月に設立された。二〇〇五年一二月決算銘柄からサービスを開始し、安定株主比率が低く、内外機関投資家の所有割合が高い会社を中心にその利用が広まり、二〇一五年一〇月一日現在で利用会社はいずれも上場会社で五五九社に上り、また、五〇〇〇名以上の海外機関投資家の参加を得ているという。<sup>(37)</sup>

名義株主は、発行会社（株主名簿管理人）から電子投票サイトアクセス用のIDとパスワード（以下「PW」という）を割り当てられるが、それとは別に、ICJは名義株主の協力を得てその背後にいる実質株主を把握し、当該実質株主にプラットフォームへのアクセス用のIDとPWを割り当てる。実質株主はプラットフォームアクセス用のIDとPWを用いて発行会社の議案情報（すでに大多数のプラットフォーム利用会社が英文での招集通知を作成しているが、英訳版の招集通知が作成されていなくとも、プラットフォーム上では英文に翻訳され、外国機関投資家に提供される）を入手し、議決権を行使する。かかる議決権行使内容は、プラットフォームを通じて発行会社が割り当てた名義株主のID・PWを通じた行使に自動的に変換され、発行会社（株主名簿管理人）に伝達される（図2参照）。したがって、形式的には名義株主の名において議決権行使がなされたことになり、発行会社からは実質株主を特定することはできない。

当該サービスを利用すると発行会社と実質株主がシステム上直結し、総会招集通知の発送日にプラットフォーム上で議案情報を入力できることにより四営業日、プラットフォーム上での議決権行使を通じて株主総会の前日までに指図をすれば足りることとなることにより七営業日、それぞれ外国機関投資家が検討に充てることのできる期間が増加する（図3参照）。加えて、グローバル・カスタディアンや常任代理人は自ら議決権集計をしなくてもよくなるため、その負担が軽減され、さらに発行会社（株主名簿管理人）は機関投資家等の議決権行使状況をリアルタイムで把握することができる<sup>38)</sup>ようになる。

当該サービスの利用は、電子投票が認められていることが前提となっているうえ（二〇一四年度における全国株主加盟会社二一九八社を対象に行った調査では、回答のあった一七五三社中電子投票採用会社は五〇四社（うち一社は非上場）で回答全社に対し二八・九%となっている<sup>39)</sup>）、その参加費用は、発行会社の前年一二月末時点での上場時価総額に応じて決まり、定時株主総会一回あたり六〇万円から一二〇万円（税別<sup>40)</sup>）となっているので、電子投票システム構築も



含めた費用対効果を考え、参加に二の足を踏む企業もあるものと推察される。

コーポレートガバナンス・コードでは、プラットフォームの利用等を含む議決権行使の電子行使を可能とするための環境づくりが推進されている<sup>④</sup>。先述の通り、外国人投資家に対する議決権行使促進策の中ではプラットフォームの採用が最も多くなっていることから、議決権行使のIT化と抱き合わせて採用会社が増えることを期待したい。

#### 四―四 議決権以外の株主権の行使

議決権行使以外の株主の監督是正権等の行使については、通常の保管理業務に含まれないことから、仮に株式取扱規則・規程等で国内の常任代理人の設置を定めている発行会社にあっても国内の常任代理人を経ることなく行使できると考えられる。少数株主権や単独株主権の散発的個別行使については、個別株主通知（振替一五四条）が必要となる。

したがって、形式的には振替機関の振替口座簿上株主として記録されているグローバル・カस्टディアン等が実質株主の指図により、まず自己が口座を有する口座管理機関を通じて振替機関に申し出て自己に係る保有振替株式の種類・数等の事項を発行会社へ通知してもらい、通知後四週間以内に（振替一五四条二項、同施行令四〇条）発行会社に対し当該権利を行使することとなる。この場合には会社法一三〇条一項の對抗要件は適用されないため、個別株主通知手続を具備すれば株主名簿上の記載・記録に関わりなく（株主名簿の記載・記録は総株主通知に基づいてなされる（振替一二条参照）、当該株主（ここではグローバル・カस्टディアン等）は会社に対して権利行使しうる<sup>⑫</sup>。議決権以外の株主権については、代理行使の規定がなく、したがって、実質株主が当該株主権を上述の議決権のようにグローバル・カストディアン等の代理人として行使することはできない。同時に、振替機関によって把握されない者の名において通知手続を完了することはできず、したがって実質株主は、先述のとおり、名義株主に対し権利行使を指図するか、また

は、名義株主の名義を借用して、株主権を行使することとなる。

## 五 「EUにおける「上場会社における株主の諸権利の行使に関する指令」と改正提案

以上、本稿では、わが国における外国人投資家の株式保有の増加を背景に、外国人株主の株主権行使を通じたコーポレート・ガバナンスの改善に向けた、主として実務上の問題点を抽出してきた。わが国がこれらの問題点を克服するにあたって参考となると思われるのは、EUの動きである。そこで、本節においては、EUにおける国際的株主権行使に関する立法動向を描出し、わが国に対し示唆しうると思われる点を摘示することとしたい。

### 五―一 既存指令の概容

EUでは、二〇〇七年に上場会社における株主権行使に関する指令<sup>(43)</sup>を採択し、域内に登記を有し域内の公認証券取引所に上場銘柄を有する株式会社<sup>(44)</sup>の株主の国際的議決権行使の促進を図っている。この指令は、域内の上場会社がインターネット上に自社サイトを設けていることを前提としている<sup>(45)</sup>。

それによれば、株主総会の事前の情報提供は、招集通知について原則として総会会日の二日前までに発送すること<sup>(46)</sup>と、招集通知には、①総会開催場所、議題、②株主提案権および電子投票権の行使期間（詳細情報がウェブサイトで公表される場合には行使締切日のみの記載可）、議決権代理行使の方法、書面投票・電子投票の手続、③基準日および基準日株主にのみ株主総会への出席および議決権行使が認められる旨、④株主総会に提出される書類および株主提案全

文の入手方法、⑤株主総会に関する情報開示がなされるインターネットアドレス、が記載されなければならない。<sup>47</sup>また総会会日の二一日以前から、インターネットでも、①招集通知情報に加え、②招集通知発送日における発行済株式数および議決権数（種類株式が発行されているときは種類株式ごとに開示）、③株主提案がなされた場合には提案受領後速やかにインターネット上に当該提案を加え、株主提案がない場合には会社の権限ある機関の各議案に対する意見、④委任状および書面投票の様式が直接株主に送付されない場合は当該様式、が公開されなければならない。<sup>48</sup>

株主の議決権行使に関しては、株主名簿上の名義株主と異なる実質株主の株主総会への出席および議決権行使を認め、<sup>49</sup>基準日後の株式譲渡等からの基準日株主の議決権行使の確保等の保護を図っている。<sup>50</sup>基準日は、総会会日より三日以内に設定されなければならないとされている。<sup>51</sup>また、基準日と招集通知発送日との間は八日以上あけなければならない。<sup>52</sup>

議決権の代理行使に関しては、加盟国に対し、株主が同一会社の株式につき複数の証券会社等に口座を有する場合を除き、一総会一株主あたりの代理人数を制限することを許容しつつ、<sup>53</sup>代理行使に関する制限を、代理人と株主との間に利益相反が生じる場合を除き設けないこととし、<sup>54</sup>また、代理人が株主の指図に従ったことを担保するため、代理人に議決権指図内容記録の保存を所定の期間義務づけ、議決権行使が株主の指図通りになされたか否かを確認することができ旨の措置化を定めている。<sup>55</sup>加盟国は、複数の株主のために議決権を代理行使する者について、議決権を不統一行使しうる旨を定めなければならない。<sup>56</sup>

顧客のために業として株主の議決権行使をする者に対しては、<sup>57</sup>議決権行使の前提として従属法が株主に開示を義務づける場合には、特定された顧客および当該顧客のために行使される議決権数のリストを会社に対し開示すること以上を求めてはならない旨、<sup>58</sup>株主が顧客のために議決権を行使することの証明を従属法が求める場合には、顧客の特定に必要な範囲、または議決権行使の指図内容を証明するのに必要な範囲でのみ認められ、また、当該証明の義務づけはこれら

の目的の達成に鑑みて均衡でなければならない。<sup>(59)</sup> 通常は、複数の顧客のために議決権行使をするため、前述の複数の株主のための代理行使に関する規定で捕捉されうると思われるが、さらに、顧客のため業として議決権行使を行う株主には、議決権の不統一行使が認められなければならないとされている。<sup>(60)</sup> また、株主の議決権行使代理人の人数を従属法が制限する場合も、株主は顧客ごとに、または、顧客から指定された第三者につき、さらなる代理人を選任することを妨げられない。<sup>(61)</sup>

## 五―二 改正指令案

本指令は、経営者の短期的リスクテイクへの株主の支持が金融危機の一因となったとの反省のもと、欧州委員会から、二〇一〇年および二〇一一年に相次いで公表された二点の緑書<sup>(62)</sup>および二〇一二年の欧州委員会行動計画（the Commission's Action Plan: European Company Law and Corporate Governance—a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies）<sup>(63)</sup>に基づき、現在見直しの渦中にある。欧州委員会は、二〇一四年四月、改正提案<sup>(64)</sup>をとりまとめ、欧州議会に提出したが、その後本稿執筆現在（二〇一五年九月）に至るも欧州議会にて審議中である。<sup>(65)</sup> 見直しのポイントはいくつか掲げられているが、機関投資家等の投資先会社へのエンゲージメント<sup>(66)</sup>の度合およびその質の向上、投資助言機関の信頼性と助言の質の向上および、実質株主特定を通じた重層的投資構造における国際的な情報伝達（議決権行使を含む）の促進が含まれていることは、EUにおいても、域外居住株主の株式保有比率が四四％程度にのぼることを背景としている。<sup>(67)</sup>

まず、改正提案では、実質株主の議決権行使の保障の観点から、加盟国は、会社の請求により、中間媒体が（複数の媒体が存在するときには媒体間の伝達を通じ）遅滞なく実質株主の氏名・名称、連絡先情報を提供できるようにするこ

と、実質株主は自己の情報が伝達されたことを知らされ、不完全・不正確な情報の訂正や削除を求めうること、<sup>(68)</sup> 会社が実質株主との直接連絡をしないときは、株主権行使に必要な情報は中間媒体によって実質株主または実質株主が指定する第三者に対し、遅滞なく伝達されなければならないこと、株主権行使に関する実質株主の指図内容は中間媒体によって遅滞なく会社に対し伝達されなければならないこと、<sup>(70)</sup> 中間媒体によって実質株主の議決権行使の促進策が講じられなければならないこと、<sup>(71)</sup> が定められている。

次に、機関投資家等の投資先会社へのエンゲージメントについては、まず、加盟国は、資産保有者でもあり資産運用者でもある機関投資家および資産運用委託先としてのアセット・マネジャーに対し、①投資戦略に株主のエンゲージメントを組み込むこと、②非財務的業績も含め、投資先会社を監視すること、③投資先会社との対話を行うこと、④議決権を行使すること、⑤投資助言機関のサーヴィスを利用すること、および、⑥他の株主と共同すること、を実現するためのエンゲージメントの方針を定め、当該方針の実施状況および成果を毎年会社のウェブサイトで開示させることとする<sup>(72)</sup>。機関投資家等は会社の株主総会における議決権行使内容およびその理由を開示しなければならず、開示しない場合にはその理由を明確に示さなければならない<sup>(73)</sup>。次に、加盟国は、機関投資家に対し、その投資戦略を資産運用の中長期的実績への貢献と関連づけつつ会社のウェブサイトで等々公衆向けに開示させること（アセット・マネジャーに運用を委ねている場合には、アセット・マネジャーとの運用契約の骨子の開示。骨子は所定の要素を含み、含んでいない場合にはその理由を開示<sup>(74)</sup>）、他方、アセット・マネジャーに対し、（その顧客たる）機関投資家へ半期ごとに運用契約上の投資戦略およびその実施が当該機関投資家の中長期的資産運用実績にいかん貢献するかを開示させること（開示事項は法定されている<sup>(75)</sup>）、が定められている。

最後に、議決権行使助言機関については、加盟国に、議決権行使助言機関が自己の議決権行使に関する推奨が、入手しうるあらゆる情報の徹底的分析に基づき正確かつ信頼しうるものであることを保証する適切な措置をとらせること、

議決権行使助言機関が自己の議決権行使に関する推奨の準備に関し、毎年所定の情報のすべてを公衆に開示すること（所定の情報…（a）用いた方法・モデルの基本的特徴、（b）用いた主要な情報源、（c）内国市場、法規制の条件を考慮したか、考慮したとすればどのよう考慮したか、（d）議決権行使に関する推奨の対象となっている会社と対話したか、対話したとすればどの程度およびどのような性質の対話か、（e）議決権行使の推奨の準備に従事した職員数、（f）前年提供した議決権行使に関する推奨の件数）、当該情報は議決権行使助言機関のウェブサイトにて三年以上開示されなければならないこと、議決権行使助言機関が顧客と議決権行使推奨の対象となっている会社に対し、議決権行使に関する推奨の準備に与える潜在的・顕在的利益相反または業務上の関係、および潜在的・顕在的利益相反の除去または低減のためにとった行動を遅滞なく特定し開示させること、<sup>77</sup>が定められている。

## 六 おわりに―外国人株主の権利行使の促進を通じたコーポレート・ガバナンスの改善に向けて―

わが国の上場会社にあつては、かつては、もっぱら株主総会の役員選任議案等にかかる定足数充足の観点から、外国人株主、とりわけ外国人機関投資家の議決権行使書の回収に意が注がれていたが、近年はその目的にとどまらず、外国人株主の議決権行使を積極的に促し、外国人投資家が厳密な法的意味での受託者責任にとどまらない機関投資家としての役割と責務を果たす方向へ導くことが求められている。<sup>78</sup>このような動きは、二〇一四年二月二六日に金融庁から公表された国内の数多くの機関投資家が受入れを表明している「日本版スチュワードシップ・コード」（金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」<sup>79</sup>）の諸原則とも整合する。

もっとも、外国人株主については、そもそも真の株主像が会社にみえないという問題がある。すでにたびたび述べた

ように、通常、会社の株主名簿にはグローバル・カストディアン等の名称が記載されている。発行会社は、たとえば米国の証券取引委員会（SEC）の公開情報に接することはできるが、ここからファンドの個別銘柄への投資状況を把握し、実質株主と名義株主のつながりを特定することは困難を極める<sup>(80)</sup>。したがって、発行会社と実質株主との間の直接的やり取りは個別調査等が功を奏しない限りあまり期待できない（なお、この点への手当てについては後述する）。

他方、実質株主側から発行会社に対し、株主総会への出席および議決権行使の任意の申し出があることが実務上あるようである<sup>(82)</sup>。たとえば、全国株連連合会の二〇一四年一〇月の「株主総会等に関する実態調査集計表」によると、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という項目への回答について、上場会社一六七九社のうち「出席は認め、質問、議決権等の株主権行使も認める」が一〇九社（六・五％）、「出席は認め、質問、議決権等の株主権行使は認めない」が一五〇社（八・九％）、「出席は認めないが、別室での傍聴を許可」が五五社（三・三％）、「その他」が九一社（五・四％）、実質株主から事前に申し出がなかった会社では、「基本方針を定めていない」が九九〇社（五九・〇％）であったことが記されている<sup>(83)</sup>。

現状では、そのようなケースにおいては、関係当事者（発行会社、株主名簿管理人、名義株主、実質株主等）間での調整が試みられ、実質株主が一名のみの場合には議決権行使まで認め、複数名の場合には、実質株主か否かの真偽の特定に時間を要するため、出席は認めるものの議決権行使は認めないという扱いをする発行会社が多いという。すでに四―四において考察したように、名義株主たるグローバル・カストディアン等の代理人としての行使はもちろんのこと、仮に議決権代理行使書を携行することなく、また、国内の常任代理人を通すことなく、実質株主が総会場に現れたとしても、名義株主との委託ないし信託関係を証明して自らが実質株主であることを主張できれば、発行会社は株主総会への出席、質問権・議案提出権・議決権等の行使を認めるべきであろう。このような実務には、記名株式のみの発行とそれを支える株主名簿制度との整合性、あるいは実務の複雑化などの問題も指摘されようが、わが国の会社法はすでに株

式のノミニー保有の存在を前提とした議決権の不統一行使の制度（不統一行使をする株主が「他人のために株式を有する者」でないときは、会社はその行使を拒みうる制度となっており、多様な形態の保有を捕捉しつつもカस्टディ保有がその中核に位することは疑を入れない）を導入しており（会三二三条）（先にみたように、EUでは、この不統一行使制度は、会社による実質株主調査権の保障や実質株主による直接的権利行使等を含めた実質株主保護制度全体における不可欠の一部をなしている）、さらに一歩進んで、EUと同様の制度設計を会社法上行うことも考えられるところである。発行会社は、自らの調査権行使によって判明したものを含め、実質株主であることが客観的に判別できる限り、その者の権利行使を実質株主間で平等に認める必要がある。なお、発行会社が実質株主の権利行使を認める旨の定款規定を定めたとしても有効であると考えられるが、会社法中、これを明文規定として置くことで（認めるべき権利行使は株主総会に関連する権利に限定すべきと考えるものの、この点については別途考察したい）、より上記諸コードと整合した制度設計が図られ、また実務へのインパクトも大きいものとなることが期待される。

それとともに、実質株主において名義株主が自己の指図通り議決権を行使したかを確認できる枠組みを用意することが望ましい。前節でみたとおり、EUにおいては、代理人が株主の指示に従ったことを担保するため、代理人に議決権指図内容記録の保存を所定の期間義務づけ、議決権行使が株主の指図通りになされたか否かを確認することができる旨の加盟国国内措置化が指令によって定められている。わが国の会社法のもとでは、議決権の代理行使の局面における議決権代理行使書面の会社の本店での備置きおよび所定の株主による閲覧謄写請求が定められている（会三一〇条六項・七項）。これは、株主が後日議決権代理行使書面の真否を調査し、あるいは議決権代理行使書面の記載どおりに議決権が行使されたかを確認できるようにするためである。<sup>85</sup>したがって、少なくともわが国においても実質株主が名義株主に對しかかる閲覧謄写請求権行使による調査を指図することは可能である。あるいは、議決権行使が書面投票・電子投票によりなされた場合には、名義株主への指図により、投票内容を確認することもできる（会三二一条三項・四項、三一



二条四項・五項)。しかし、名義株主やさらにその代理人が実質株主の指図に従わなかったとしても損害賠償請求等の事後的請求を代理行使者に対し求めうる可能性があることは格別、(発行会社が実質株主の原告適格を争わないか、実質株主の議決権行使を認めただがゆえに信義則に基づき実質株主の原告適格を争えない等のような場合は別として)実質株主が決議の取消し(会八三一条一項一号)を求めることは困難であるため、そのような規定の存在意義は決して小さくなく、名義株主やその代理人の適切な議決権行使を促進する効用を評価すべきであろう。このような規定の導入は、一連の株主の権利行使の基礎をなす事項であるがゆえ金商法上の大量保有報告制度の補充規定等としてではなく、会社法における実質株主の存在を前提とした発行会社のイニシアティブに基づく開示枠組み(86)の構築と抱き合わせで行う必要がある。

日本版スチュワードシップ・コードの制定により、機関投資家の投資先会社に対するエンゲージメントに関しては、わが国においては、むしろEUに先んじてソフト・ローかつ原則主義により手当てされることとなった。EUはこれを指令の形で各加盟国に対するフレームワークとして提示し、もともと実質株主の議決権行使が保障されていたところに、さらに加盟国における会社主導の実質株主判明調査への重層的カस्टディの情報提供義務や議決権行使助言機関の中立公平助言義務の措置化をも検討している。指令の改正が実現すれば、各加盟国は履行期日までに同等効果を有する国内措置を定めなければならない。ソフト・ローの形で盛り込む国もあれば、会社法の規定として盛り込む国もあるであろう。その是非は軽々に判断されるべきではないが、少なくとも、現下の外国人株主の議決権行使を取り巻くわが国の状況を見る限り、また、上述のわが国における最近の二つのコードの趣旨を勘案する限り、これらの点についても、わが国の会社法上の制度として発行会社主導の実質株主開示制度構築と抱き合わせでの設計を検討する価値はあろう。

\* 本稿は、二〇一五年六月三〇日に長崎大学において開催された九州法学会シンポジウム「コーポレート・ガバナンスの今日的課

題」の報告原稿に加筆修正したものである。同シンポジウムを企画し筆者に貴重な報告の機会を与えてくださった西山芳喜九州大学大学院法学研究院教授、およびシンポジストとして示唆に富むご報告の労をおとりくださった野村修也中央大学法科大学院教授、畠田公明福岡大学法学部教授、砂田太士福岡大学法学部教授（報告順）、ならびに、同シンポジウムに参加し積極的に議論に加わってくださったすべての方々にこの場を借りて心から御礼申し上げます。また、本稿執筆にあたり、株式会社I・J業務執行統括役・今給黎成夫氏から、とりわけ機関投資家の議決権行使の実態について貴重なご教示をいただいた。この場を借りて厚く御礼申し上げます。むろん、本稿における誤りのすべては筆者個人の責めに帰せられる。なお、本稿は、平成二四年信託研究奨励金および平成二五年度科学研究費補助金（課題番号二五三八〇一〇七）を得てなされた研究成果の一部でもある。

(1) 二〇一五年六月一六日のトヨタ自動車株式会社の株主総会に先立ち、米国の議決権行使助言機関である「Institutional Shareholder Services (ISS)」が新型種類株式（A型種類株式：本種類株式は、中長期的株式保有株主の優遇促進のために発行される。発行後一定期間経過（概ね五年）を条件に、普通株式への転換請求権、金銭による償還請求権、会社による金銭対価の取得条項の付された配当優先株式である）の導入に関する定款変更議案に反対の議決権行使を推奨したことが報道された（日本経済新聞二〇一五年六月一七日期刊）。ISSは、元本保証の種類株式の株主が安定株主となることで会社経営の規範が緩むことを懸念したと報じられている。なお、志谷匡史「企業経営と株価」商事二〇七六号（二〇一五年）二八頁、二九―三〇頁。二〇〇六年には、回答が得られた全国五証券取引所上場国内会社のうち、議案に対し「否」の指示をした機関投資家等がいたと回答した会社一三四社（六三・五％）、いなかったと回答した会社四六七社（二四・〇％）（二〇〇六年株主総会白書」商事一七八四号（二〇〇六年）六一頁）、二〇〇七年には、いたが一五八社（五九・三％）、いなかったが四九三社（二五・三％）（二〇〇七年株主総会白書」商事一八一七号（二〇〇七年）六五頁、二〇〇八年には、いたが一七五社（五九・九％）、いなかったが四八八社（二四・九％）（二〇〇八年株主総会白書」商事一八五〇号（二〇〇八年）六八頁）、二〇〇九年には、いたが一五五社（五八・八％）、いなかったが四七二社（二四・九％）（二〇〇九年株主総会白書」商事一八八三号（二〇〇九年）六八頁、二〇一〇年には、いたが一〇二九社（五五・一％）、いなかったが四五九社（二四・六％）（二〇一〇年株主総会白書」商事一九一六号（二〇一〇年）六一頁）、二〇一一年には、いたが一〇八二社（五八・五％）、いなかったが四一〇社（二二・二％）（二〇一一年株主総会白書」商事一九四九号（二〇一一年）五九頁）、二〇一二年には、いたが一〇六四社（五七・七％）、いなかったが三八八社（二一・〇％）（二〇一二年株主総会白書」商事一九八三号（二〇一二年）六六頁）、二〇一三年には、いたが一二三社（六一・七％）、いなかったが三三八社（一八・九％）（二〇一三年株主総会白書」商事二〇一六号（二〇一三年）六七頁）、二〇一四年には、いたが一二二〇社（六三・八％）、いなかったが三三五社（一九・一社）（二〇一四年株主総会白書」商事二〇五一号（二〇一四年）七二頁）となっており、毎年六割程度の上場会社で内外機関投資家等から「否」の議決権行使がなされているようである。

- (2) カストディという語の意味するところは「義的でないが、実務上、常任代理人制度を指す語として「カストディ(custody)」、「常任代理人・保管機関を指す語として「カストディアン(custodian)」が用いられる(杉浦宜彦『渋谷彰久「カストディ業務発展に向けての法定課題について」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」二二〇〇五年)五頁。本稿において「カストディ」という場合には、在外の証券保管機関を指すものとする。なお、かつては、常任代理人契約の法的性格について、寄託契約と委任契約との混合契約とされていた(河本一郎『大武泰南「かくれた株主」実質株主管理と開示政策」』商事法務研究会(一九八六年)九一頁)が、近年のカストディ業務の多様化・高度化に鑑みた法的再構成が必要かもしれない。
- (3) 同調査における外国法人「等」とは、「外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人」を指す。
- (4) 東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所『平成25年度株式分布状況調査結果の概要』附属資料表8、参照。
- (5) 東京証券取引所他『二〇一四年度株式分布状況調査の調査結果について(要約版)』二〇一五年六月一八日。
- (6) 藤田利之『外国人投資家が求める株主総会の透明性 日本企業にモノ申す外国人株主』東洋経済新報社(一九九九年)七八頁。
- (7) 日本電信電話株式会社法は、議決権(間接保有分を含む)上限を三分の一未満、その他については、外国人等の議決権保有により事業資格を欠くこととなる等の場合に株主名簿への登載を拒みうる形となっている。
- (8) 外為法二六条一項によれば、外国投資家とは、①非居住者である個人、②外国法令に基づいて設立された法人その他の団体もしくは外国に主たる事務所を有する法人その他の団体、③①②により、その総議決権の五〇%以上を保有(間接保有を含む。)される会社、または、④①が取締役等役員もしくは代表権を有する役員いずれかの過半数を占める法人その他の団体で、対内直接投資等(外為法二六条二項各号参照)を行うものとしてされている。
- (9) 厳密に言えば、「株券、新株予約権付社債その他の政令で定める有価証券」が対象となる(金商二七条二三第一項)。
- (10) ノミニーとは、機関投資家ごとに保険会社や投資会社およびブローカーや銀行が自己の計算でまたは顧客の計算で保有している株式を株主名簿上に登録するために設けるパートナーシップ(組合)のことであり、機関投資家の職員が組合員になっており、この者はノミニー名義の株式を譲渡する権限を与えられているという(河本『大武・前掲注(2)』九四頁)。
- (11) 近藤光男『吉原和志』黒沼悦郎『金融商品取引法入門』[第4版]』商事法務(二〇一五年)三九二頁。
- (12) 岩谷賢伸『外国人株主によるわが国企業への議決権行使』資本市場クォーターリー六巻四号(二〇〇三年)一五八頁。当該文献

- は、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2003/2003spr17.html>からもダウンロードできる（二〇一五年九月二〇日最終確認）。
- (13) 山崎明美「外国人株主の議決権行使 その実務と対応」SRIC Report四巻一号（一九九八年）三四頁。
  - (14) 同上。
  - (15) 同上。
  - (16) 弥永真生「外国人投資家の議決権行使」ジュリ一三六一号（二〇〇八年）八四頁。
  - (17) 山崎・前掲注(13)三六頁。なお、関孝哉「外国人株主による議決権行使の実態と対応」商事一五五五号（二〇〇〇年）二九頁以下も併せて参照。
  - (18) 河本Ⅱ大武・前掲注(2)二〇八頁。
  - (19) 弥永・前掲注(16)四頁。
  - (20) 最判昭和三〇年一〇月二〇日民集九卷一十一号一六五七頁。
  - (21) 全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」二〇一四（平成二六）年一〇月。
  - (22) 藤田・前掲(6)一五九頁。
  - (23) 「二〇〇八年株主総会白書」商事一八五〇号（二〇〇八年）二〇頁、二四二―二五頁。資料版商事法務二九二号（二〇〇八年）によれば、回答があった上場会社一九九五社中一〇二四社（五一・三％）で前年度から四・九ポイント減少であった。なお、括弧内はその年における集中日を示している。
  - (24) 「二〇〇九年株主総会白書」商事一八八三号（二〇〇九年）二〇頁、二四頁。資料版商事法務三〇四号（二〇〇九年）によれば、回答があった上場会社一九六三社中一〇三二社（五一・五％）とされている。
  - (25) 「二〇一〇年株主総会白書」商事一九一六号（二〇一〇年）二〇頁、二三頁。資料版商事法務三一六号（二〇一〇年）では上場会社一九一七社中八六三社（四五・〇％）。
  - (26) 「二〇一一年株主総会白書」商事一九四九号（二〇一一年）一八頁。
  - (27) 「二〇一二年株主総会白書」商事一九八三号（二〇一二年）二二頁。
  - (28) 「二〇一三年株主総会白書」商事二〇一六号（二〇一三年）二二頁。
  - (29) 「二〇一四年株主総会白書」商事二〇五一号（二〇一四年）二四頁。
  - (30) 「二〇一四年株主総会白書」商事二〇五一号（二〇一四年）二八頁。
  - (31) 「平成二二年六月総会会社における招集通知発送日早期化状況調査」資料版商事法務三一八号（二〇一〇年）一三―一五頁。

- (32) 「二〇一四年株主総会白書」商事二〇五一号（二〇一四年）一一〇頁。
- (33) 「二〇〇六年株主総会白書」商事一七八四号（二〇〇六年）九二頁以下。
- (34) なお、コーポレートガバナンス・コードについては、神田秀樹ほか「特集 コーポレートガバナンス・コード」ジュリ一四八四号（二〇一五年）一四頁以下に掲載されている各論考を参照。
- (35) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」基本原則 1、1—2④。
- (36) 「二〇〇八年株主総会白書」商事一八五〇号（二〇〇八年）一〇頁。
- (37) ICJのサービズ利用会社の一覧は、<http://www.ici.co.jp/english/introduction.html>（二〇一五年九月一〇日最終確認）から入手できる。
- (38) 弥永・前掲注(16)八六頁。
- (39) 全国株懇連合会『株主総会等に関する実態調査集計表』平成二六年一〇月七頁。採用予定がないと回答した会社の割合は五四・四％にのぼる。
- (40) ICJウェブサイト<http://www.ici.co.jp/faq/index.html>（二〇一五年九月一〇日最終確認）による。
- (41) 基本原則1—2④。
- (42) 最決平成二二年一二月七日金判一三六〇号一八頁。
- (43) Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, [2007] OJ L 184/17.
- (44) 指令一条一項参照。
- (45) 指令前文(6)。
- (46) 指令五条。ただし、株主総会の総議決権の三分の二以上の特別決議でもって、臨時総会の招集通知期間を一四日まで短縮することができる（五条一項）。
- (47) 指令五条三項。
- (48) 指令五条四項。
- (49) 指令七条一項 a。
- (50) 指令七条一項 b。
- (51) 指令七条三項。

- (52) 指令七条三項。
- (53) 指令一〇条二項。
- (54) 指令一〇条三項。
- (55) 指令一〇条四項。
- (56) 指令一〇条五項。
- (57) 指令一三条一項。
- (58) 指令一三条二項。
- (59) 指令一三条三項。
- (60) 指令一三条四項。
- (61) 指令一三条五項。
- (62) Corporate Governance in financial institution, COM (2010) 284 final; The EU corporate governance framework, COM (2011) 164 final.
- (63) COM (2012) 740 final.
- (64) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long term shareholders engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (hereinafter SRDII Proposal).
- (65) U. Noack, *Wie geht es eigentlich—der Aktionärsrechte-Richtlinie?*, Europäisches Gesellschaftsrecht, <http://notizen.duslaw.de/wie-geht-es-eigentlich-der-aktionaersrechte-richtlinie/>, (二〇一五年九月一〇日最終確認)
- (66) 当該用語は、邦語では「目的を持った対話」と表記されることが多い。
- (67) SRDII Proposal, Explanatory Memorandum, P.3. ただし、外国人株主のほとんどが海外機関投資家であるわが国とは異なり、EU域内においては域内M&Aの活発化により、機関投資家ではない一般の外国企業の株式保有が一定割合を占めているといわれる(たとえば、ジェイ・ユークラス・アイアール(株)『スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード—日本企業への影響とIR活動—』同友館(二〇一四年)一〇七頁。EUにおける外国人投資家比率の推移等については、たとえば、D. Zetsche, *Shareholder Passivity, Cross-border Voting and the Shareholder Rights Directive*, [2008] *Journal of Corporate Law Studies* 290ff.
- (68) 従来、会社が実質株主像を把握しようとしても、名義株主であるグローバル・カストディヤやそのサブカストディ等は、守秘義

務やその設立準拠法たる外国の法令を盾に実質株主情報の開示を拒絶することが多く、民間の調査機関等に委託して不確かな株主判明調査を行うほかなかった。EU各加盟国が外国株主のカストディ等に対し、会社要求に基づく開示義務を課す制度を有するようになれば、低コストでより効率的な議決権行使が図られる。法の要求の範囲内において、グローバル・カストディアン等の守秘義務は解除されるものと解される。

(69) 改正提案三a条。

(70) 改正提案三b条。

(71) 違反に対する制裁措置は各加盟国に委ねられるものと思われるが、何らかの実効性確保の措置は必要となるであろう。

(72) 改正提案三f条。

(73) 改正提案三f条四項。ここではいわゆるコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチが採られている。

(74) 改正提案三g条。

(75) 改正提案三h条。

(76) 改正提案三i条一項・二項。

(77) 改正提案三i条三項。

(78) 機関投資家のエンゲージメントには、ハズブロオン型とモニタリング型という二つの型がある。前者は、企業の事業計画の検討・立案等から実際の人材支援までも視野に入れた活動によって投資先企業に対するリターンを確保するものであり、他方、後者は、インヴェスター・リレーションズ（IR）活動の改善やポートフォリオの変更による株価影響等の議論を通じて投資先企業の自主的な経営判断を支援し、これをモニタリングしていくものである（堀井浩之「日本版スチュワードシップ・コードに基づく投資家のエンゲージメント活動」信託二六三号（二〇一五年）二七頁）。

(79) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」平成二六年二月二六日。受入機関投資家のリストは、<http://www.fsa.go.jp/singl/stewardship/index.html>から入手できる（二〇一五年九月一〇日最終確認）。

(80) 山崎・前掲注(2)三四頁。六ないし七割判明すればかなりよいほうであるという。

(81) もっとも、実質株主判明調査を行うことによって、仮にある外国人投資家が会社の実質株主でないことが判明したとしても、IRを積極的に行うことにより、新たに株主になってもらうこともできるというような効用はあるかもしれない（同上三八頁）。

(82) 同上。

(83) 全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」（二〇一四年一〇月）一四頁。調査対象は、全国株懇連合会加盟会社

二一九八社であり、そのうち回答があった一七五三社の実態を集計したものである。したがって、対象会社の資本規模はまちまちであり、また、非上場会社も含まれている。

(84) 会社法一二五条。もともと、会社法上株式会社が株主名簿を作成して株主情報を管理する効用は、株主名簿上の株主と扱えば足りるとの会社に対する免責的効力が付与され、会社はそれ以上の調査義務を負わないことにあると考えられる（この点につき、たとえば、河本＝大武・前掲注(二)一一頁）。

(85) たとえば、酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法 第四巻機関一』中央経済社（二〇〇八年）一三三頁（浜田道代）。

(86) この点については、山田尚武「実質株主の開示制度—イギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にして—」(下)「商事一八〇〇号（二〇〇七年）四九頁が示唆に富む。なお、イギリスでは、現行二〇〇六年会社法中、公開会社の実質株主調査権（第二編）に加え、一四五条が実質株主への、①書面決議の送付（イギリス二〇〇六年会社法（以下同じ）二九一条、二九三条）、②書面決議の回付請求（二九二条）、③株主総会の招集請求権（三〇三条）、④株主総会の招集通知受領権（三二〇条）、⑤株主総会の議題・議案請求権（三二四条）、⑥議決権の代理行使者の指名権（三二四条）、⑦公開会社における株主総会決議の回付請求権（三三八条）、⑧計算書類および報告書類謄本の送付（四二三条）について会社が定款で認めることが可能である旨を規定している。かつて一九八五年会社法中に置かれていた大量保有報告制度（イギリスでは、「大量保有」は総議決権の三パーセント以上の保有）は、現在は金融サービズ庁（Financial Services Agency）制定に係る「開示・透明性規則（Disclosure and Transparency Rules）」中に移行している。加えて、二〇一五年小規模事業・企業・雇用法（The Small Business, Enterprise and Employment Act 2015, c.26）第七編が、所定割合の株式または議決権等を保有する株主の保有簿の作成と公衆への公開を義務づけている（法案段階では、総株式もしくは総議決権の二五％保有か、または経営を支配する者とされていたが、現在詳細要件については政府で策定中）のである。なお、第七編はすべての株式会社会社に適用される）。