

大株主としての「信託口」*

——その仕組みと位置付け——

鳥居陽介

諏訪東京理科大学経営情報学部

要旨：

株式会社において、多数の株式を所有する株主が企業（上場企業）に多大な影響を与える。日本における近年の大株主の状況を見ると、市場全体では依然として外国人機関投資家が最上位であるが、個別企業の有価証券報告書の上位株主欄には、「日本マスタートラスト信託銀行」や「日本トラスティ・サービス信託銀行」といった名前が記載されている。本稿では、これら「信託口」の仕組みを確認した上で、議決権行使の状況を分析した。その結果、信託口に資産管理を委託しているが実質的な議決権行使を行っていると思われる株主は、株主利益に反する恐れのある議案に反対票を投じており、言い換えると「信託口」も積極的に議決権を行使する存在であると考えられる。

キーワード：

信託口、議決権行使、株式所有構造、機関投資家、スチュワードシップ・コード

目次：

1. はじめに
2. 資産管理専門銀行の役割と議決権行使
3. 「信託口」による議決権行使状況の推定
4. 「信託口」の大株主としての位置づけ
5. まとめと今後の課題

1. はじめに

株式会社においては、多数の株式を所有する大株主が、企業（上場企業）に多大な影響を与えている。日本においては、戦前は財閥が100%出資する持株会社が傘下企業を支配しており、財閥の利益が重視される時代であった。第二次世界大戦後、財閥が解体され一時的に旧財閥時代の専務や常務が株式を保有し経営を

行ったが、間もなく陽和不動産の株式買い占め事件や資本の自由化によって買収の脅威を感じた企業は、旧財閥系企業が集まって株式持ち合いを行い、企業集団を形成した。この時代の主要株主は同系企業集団の銀行や企業であり、自身が所属する企業集団の利益、市場シェアといった指標を重視した経営を行った。これは、バブル崩壊による株価の暴落や時価会計の導入といった要因によって終焉を迎える。銀行や企業は持ち合い株式を売却したが、その株式の多

* 本研究は、石井記念証券研究振興財団の助成金を受けたものである。

くを購入したのが英米機関投資家である。これら機関投資家は株主利益を求め、株主資本コストという概念を重視し、例えばROEといった指標を用い、株主を意識した経営を企業に求めた¹⁾。

近年の大株主の状況はどうか。例えばトヨタ自動車の上位10大株主には、豊田自動織機や日本生命保険、デンソーといった株主が名を連ねる一方、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、資産管理サービス信託銀行といった「信託銀行」も上位に来ている。有価証券報告書の注には、「上記、各信託銀行所有株式数は、すべて信託業務に係る株式の総数です²⁾」という記載があり、名簿上は信託銀行名義であっても、その内情は複数の信託口の合算であることがわかる。

また、日本経済新聞社による調査によると、日本の上場企業の株式保有総額が多い上位10大株主（個別株主）は、2013年3月末時点で第1位が「日本トラスティ信託口」で保有額が15.4兆円、第2位が「日本マスター信託口」で保有額が14.2兆円となっており、これらの信託口が上位を占めている³⁾。

このように、市場全体としては依然として外国人機関投資家が最上位であるが、個別企業の有価証券報告書の上位株主欄には、「日本マス

ター信託口（あるいは日本マスタートラスト信託銀行）」や「日本トラスティ信託口（あるいは日本トラスティ・サービス信託銀行）」といった名前が記載されている。主要株主が企業経営に影響を与えるのであれば、現在の主要株主である「信託口」はどのような経営を企業に求めるのが重要となる。

これらの銀行は「資産管理専門銀行」と呼ばれており、日本には3つの資産管理専門銀行が存在する。日本マスタートラスト信託銀行は、三菱UFJ信託銀行、日本生命保険、明治安田生命保険、農中信託銀行の共同出資で2000年5月に設立されている。日本トラスティ・サービス信託銀行は、三井住友トラスト・ホールディングスとりそな銀行の共同出資によって2000年6月に設立されている。資産管理サービス信託銀行は、株式会社みずほフィナンシャルグループ、第一生命保険株式会社、朝日生命保険相互会社、明治安田生命保険相互会社、富国生命保険相互会社の共同出資で2001年1月に設立されている。

資産管理専門銀行は、委託者の資産の管理業務を行っている機関である。つまり、これら銀行が「信託口」として株主名簿に記載されている場合、その「信託口」自身が資産運用の裁量権や株主総会における議決権を保有するのでは

表1 トヨタの自動車の上位10大株主

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合 (%)
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	351,323	10.28
(株)豊田自動織機	224,515	6.57
日本マスタートラスト信託銀行(株)	160,750	4.70
ステートストリートバンクアンドトラストカンパニー (常任代理人 (株)みずほ銀行決済営業部)	128,583	3.76
日本生命保険(相)	120,084	3.51
ザバンクオブニューヨークメロンアズデポジタリバンクフォー デポジタリレシートホルダーズ (常任代理人 (株)三井住友銀行)	82,545	2.42
(株)デンソー	82,533	2.41
資産管理サービス信託銀行(株)	67,407	1.97
ジェーピーモルガンチェースバンク (常任代理人 (株)みずほ銀行決済営業部)	65,062	1.90
三井住友海上火災保険(株)	64,063	1.87

(注) 2015年3月31日現在。

(出所) トヨタ自動車株式会社「2015年3月期有価証券報告書」。

ない。したがって、個別に企業を分析する場合においては、誰が株式管理を委託しているのか、誰の資金が信託口となっているのかをまず明らかにしなければならない。

信託口の出資者を推定した後にすべきことは、これら出資者が企業に対してどのような議決権行使行動をとっているかを明らかにすることである。

小松〔2013〕は、信託口が大きな地位を占めるようになった中で、この株主を下記のように評価している。

「もともと機関投資家は、基本的に資金運用のために投資しているのであり、運用上のリスクを回避するためにのみ発言する存在でしかない。グリーン・インベスターを標榜することはあっても、投資家である以上、機関投資家は、投資先の経営に深く入り込むような存在ではありえない。新たに21世紀になって存在を表した日本のマスタートラスト信託銀行は、議決権も受託している大株主ではあるものの、もともと複数の金融機関の共同出資になる機関投資家であり、投資先の企業経営への関与・介入にはきわめて消極的であると推察される。日本の株式市場は、大株主の主体が海外機関投資家からマスタートラスト銀行に代わることによって、再び物言わぬ大株主が君臨する方向へ戻り始めたと言ってよい。」⁴⁾

要約すれば、「信託口」は実質的には機関投資家が出資（委託）しているものであり、これら日本の機関投資家はサイレントパートナーとの位置付けで、積極的に議決権行使行動を取ることはないということである。

確かに、株式持ち合いが主流であった時代における日本の機関投資家について、坂本〔1998〕は次のように評価している。

「日本の機関投資家の運用行動を基本的に決定しているのは、都市銀行である。」なぜなら「戦後、解体された財閥が、都市銀行を中核に新たに企業集団として再編成されたから」であり、「例えば保険会社は…保険の営業基盤になっている取引先、つまり企業集団の主要企業が都市銀行に支配されているからである。した

がって保険会社はビジネスを拡大しようとするれば都市銀行のいいなりにならないわけにはいかないし、保険金として集めたカネを都市銀行の誘導のもとに運用しなければならないのである。」⁵⁾

このように、1990年代後半時点において、日本の機関投資家は、米国機関投資家のような運用実績をお互いに競うような経営行動とは大きく異なっていると指摘しており⁶⁾、他の多くの先行研究でも同様の指摘がなされている⁷⁾。

しかし一方で、日本においても、「日本版スチュワードシップ・コード」が2014年2月に策定されている。これは、「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（最終受益者を含む）の中長期的な投資リターンの拡大を図る」⁸⁾ 責任が機関投資家に求められるとし、その責任を果たすための諸原則を定めたものである。この原則の中に、機関投資家の議決権行使と行使結果の公表について、さらにはスチュワードシップを果たしているのかを顧客・受益者に報告する義務について言及している項目がある。機関投資家は全ての保有株式の議決権について、企業の持続的な成長を助長させることを目的とした上での明確な方針を持って行使することを求めている。報告義務があるため、全ての議決に賛成票を投じるというような、「ただ形式的に議決権を行使するだけ」の行為は認められないと考えられる。

そこで本稿では、近年公表されるようになった機関投資家の議決権行使結果から信託口の行動を推察することで、これら「信託口」がどのような株主と位置付けられるのかを検討する。

- 1) 株式所有構造の変遷については、坂本〔2014〕、江川〔2008〕を参照のこと。
- 2) トヨタ自動車株式会社「2015年3月期有価証券報告書」。
- 3) 「日本経済新聞」2013年6月25日付朝刊。
- 4) 小松〔2013〕、38-39頁。
- 5) 坂本・佐久間〔1998〕、126-127頁。
- 6) 坂本・佐久間〔1998〕、43頁。

- 7) 宮島・保田〔2015〕, 4-5頁。
 8) 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〔2014〕, 1頁。

2. 資産管理専門銀行の役割と議決権行使

(1) 資産管理業務の流れと資金の出所

上位株主に記載されている資産管理専門銀行は、どのような業務を行っているのか。図1は、同銀行が行う資産管理業務の流れである。まず年金基金などの顧客が、運用を運用会社に委託する。運用会社は株式や社債など顧客の意向を汲んだポートフォリオを組成し、資産管理専門銀行に委託（再信託）する。「再信託」とは、受託者となった信託銀行等が、有価証券等の管理業務を資産管理専門銀行へ委託することである。資産管理専門銀行は、取引内容や決済の確認を行い、年金基金などの顧客資産の状況の管理・報告を行う。大株主名簿には、この管理者名が記載されているのである。

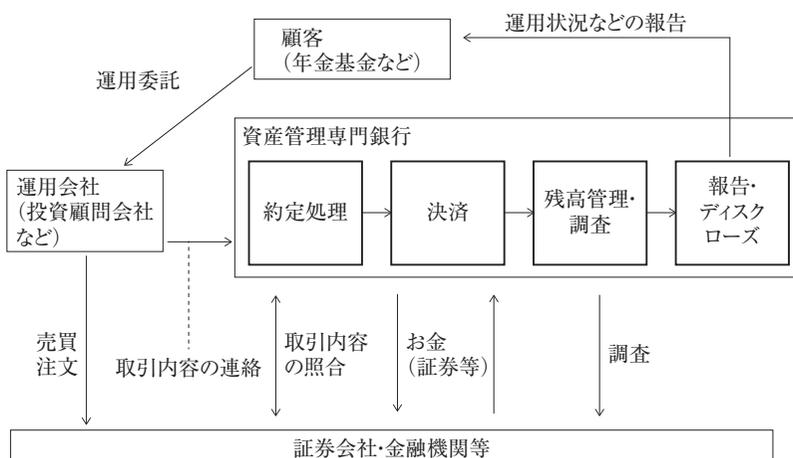
日本マスタートラスト信託銀行や日本トラスティ・サービス信託銀行といった専門銀行の顧客は、元を辿れば年金基金、投資信託、公的機関などであり、これら機関から委託された大規模な資産を預かり、保管や管理業務を行っている。ここで挙げられる公的機関とは、銀行が放出した持ち合い株式の受け皿「銀行等保有株式取得機構」などである。

年金基金は、公的年金と私的年金に大別され、公的年金には国民年金、共済年金、厚生年金保険がある。私的年金には、厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金（企業型）、確定拠出年金（個人型）、国民年金基金、個人年金がある。このうち、厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金（企業型）の3つが企業年金に該当する。各種年金が運用の際に株式を組み入れ、さらに資産管理専門銀行に株式の管理を行っていけば、信託口として計上される。

一方、信託は、受託財産の種類や運用方法などによって、大きく金銭の信託、金銭以外の信託に分類できる。今回分析の対象としている信託口には、これらのうち運用先に株式を組み入れている金銭の信託と、金銭以外の信託の中の有価証券の信託が含まれている⁹⁾。

また、前述の通り、信託口に含まれる株式の所有者でも大きな地位を占める公的機関に、「銀行等保有株式取得機構」がある。銀行等保有株式取得機構（以下、取得機構）は、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」により、銀行が保有する持ち合い株の受け皿として、2002年1月30日に設立された。取得機構は、当初の買い取り期間であった2002年2月～2006年4月までに総額1兆5,868億円（簿価）の株式を買い取っている。リーマンショック後

図1 資産管理業務の流れ



(出所) 日本マスタートラスト信託銀行ホームページ, <http://www.mastertrust.co.jp/saiyo/about/flow.html>

の2009年3月12日から買い取りを再開しており、再開から2016年6月までに累計1兆1,996億円の株式を特別勘定によって買い取っている¹⁰⁾。

取得機構は取得した持ち合い株式をどのように管理しているのか。取得機構の費用明細書をみると、株式を信託銀行に預けているために発生する「信託報酬」が計上されており、信託銀行に株式管理を委託していることがわかる。取得機構が株式管理を委託できるのは、法律によって定められている。「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律（平成13年11月28日法律第131号）」第35条には、「機構は、あらかじめ内閣総理大臣及び財務大臣の認可を受けて、信託会社（信託業務を営む金融機関を含む。第39条において同じ。）その他内閣府令・財務省令で定める者に対し、その業務の一部を委託することができる」とある¹¹⁾。

このように、有価証券報告書の大株主名簿に

記載されている「信託口」は、実質的にはこれら年金基金・投資信託等の機関投資家や公的機関であり、それら投資家が保有している株式のうち資産管理専門銀行による管理分が合算され、表記されているのである。

（2）「信託口」の議決権行使方針の決定者

「信託口」がアクティビストかサイレントパートナーかを判別するためには、誰が議決権行使の方針を決定し投票するのかわかる必要がある。信託銀行から再信託された資産管理専門銀行なのか、顧客に運用を委託された信託銀行か、あるいは顧客が行使するのか。これを推察する前提となるのは、信託の契約方法の違いである。

その違いとは、「資産運用型信託」と「資産管理型信託」である。資産運用型信託とは、「受託者（信託銀行等）が自らの裁量により資産を運用する信託」であり、資産管理型信託と

表2 信託の受託概況（2015年9月末現在）

機能別分類	残高 (兆円)	前年同月末比 増減額(兆円)	同増減率	構成比
資産運用型信託	126.2	1.4	1.1%	13.1%
金銭信託	30.2	0.8	2.7%	3.1%
年金信託	42.5	1.1	2.7%	4.4%
金銭信託以外の金銭の信託	2.1	0.2	10.5%	0.2%
有価証券の信託	47.3	-1.5	-3.1%	4.9%
その他	3.8	0.7	22.6%	0.4%
資産管理型信託	749.4	86.4	13.0%	77.9%
金銭信託	88.4	-0.6	-0.7%	9.2%
年金信託	45.5	1.1	2.5%	4.7%
投資信託	160.2	28.3	21.5%	16.7%
金銭信託以外の金銭の信託	19.2	3.7	23.9%	2.0%
再信託	342.7	38.6	12.7%	35.6%
その他	93.3	15.4	19.8%	9.7%
資産流動化型信託	63.3	4.9	8.4%	6.6%
金銭債権の信託	31.4	1.5	5.0%	3.3%
不動産の信託	30.8	3.2	11.6%	3.2%
その他	22.4	-1.4	-5.9%	2.3%
合計	961.5	91.3	10.5%	100.0%

（注1） 本表において公表した計数は、信託協会が作成した複数の統計資料を利用して作成した概数である。また、機能別分類毎の内訳には、主な信託商品を掲載している。

（注2） 資産流動化型信託とは、資産の流動化を図り、原資産保有者が資金調達を行うための信託をいう。

（注3） 「資産運用型信託」「資産管理型信託」に分類されている「その他」は、金銭、有価証券など複数の種類の財産を同時に信託する包括信託である。

（出所） 信託協会ホームページ、<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/news/pdf/NR271216-0.pdf>

は、「受託者が委託者等の指図に基づき資産を管理する信託」である。

図1と照らし合わせて考えると、顧客が資産の運用・管理を委託する際に、①顧客が運用を運用会社に委ねるのが「資産運用型」、②顧客が自らの判断で運用方針を決定しその管理のみを直接資産管理専門銀行に委ねるのが「資産管理型」である。後者の「管理型」を採用する場合には、③顧客から運用を依頼された運用会社が資産管理専門銀行に管理を委託（再信託）する場合も考えられる。このように分類すると、大株主として記載される資産管理専門銀行の信託口には②と③が含まれているということになる。①においては、運用会社がそのまま資産管理も行う場合もある¹²⁾。

資産管理専門銀行が株主名簿に記載されている場合、それら銀行に議決権を行使する権限はない。議決権行使の指図は、運用機関あるいは顧客（資金提供者）が行う¹³⁾。この時、顧客が個別議案の賛否を運用会社に伝える場合と、顧客が作成した「議決権行使ガイドライン」に基づいて運用会社が判定し、行使する場合がある。賛否の意思もなく基準もない状態で、委託機関に完全に判断を委ねるということは、少なくともスチュワードシップ・コード受け入れ機関には起こらないと考えられる。

では、これらの管理の方法はどれくらいの割合で行われているのか。表2は、信託協会がまとめた信託の受託概況である。これによると、資産管理型信託が全体の77.9%を占めており、信託のうち、8割に近いものが資産管理専門銀行を経由しているのもであると推察される。なお、資産管理型信託のうち、「再信託」が35.6%であり、これは図1の流れの通りで、前述③の形態である。ここから、信託口の議決権行使行動を推測するために、日本の機関投資家の議決権行使結果を見ることは有効であると考えられる。

9) 年金基金の分類と信託の種類については、信託協会ホームページ (<http://www.shintaku-kyokai.or.jp>) を参照のこと。

10) 銀行等保有株式取得機構ホームページ、<http://www.>

bspc.jp/pdf/kaitori.pdf。

- 11) また、株式の売り出しの際に発表されたプレスリリースにも、例えばトヨタ自動車では「売出人：日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（三井アセット信託銀行再信託分・銀行等保有株式取得機構信託口）」と記載されており、取得機構が保有する株式管理業務が日本トラスティ・サービス信託銀行に委託（再信託）されていることがわかる。
- 12) ただし、AIJの投資顧問事件以降、運用と管理を明確に分離させる方向に進んでいる。
- 13) 福本〔2007〕参照。

3. 「信託口」による議決権行使状況の推定

(1) 日本版スチュワードシップ・コード受け入れ機関の議決権行使結果

前章までの考察より、投資信託や年金基金といった機関投資家がどのような議決権行使行動をとっているのかを確認する。この調査で用いるのは、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた機関である。2016年3月24日時点と同コードを受け入れている銀行・会社等は合計で206機関であり、これに従ってこれら機関が議決権行使結果を公表しているからである。この206機関のうち、議決権行使結果が数値で確認できる91機関を集計したものが表3である。各機関が行使する議案数は十数件から10万件台まで幅広いが、平均すると約13,000件であり、反対票の合計比率は10.36%であった。この数字が高いか低いかを判断するためには、例えば六大企業集団によって株式持ち合いが多数行われ、安定株主が企業の多数を占めていた時代と比較する必要があるが、この時代の議決権行使結果は公表されていないため、正確な数字を把握することはできない。しかし、多数の株主総会が同時期に集中して行われ、かつ30分以内で終了するといった状態が問題となっていたことから、当時は反対票が投じられる割合はほとんどなかったと推察され、それと比較すると多くの反対票が投じられていることが言える。

個別の議案で反対票が多く投じられているのが、大きい順で買収防衛策、退職慰労金支給、その他会社提案となっている。機関投資家の議決権行使基準を確認すると、株主利益に反する

表3 スチュワードシップ受け入れ機関の議決権行使結果

議案	賛成	反対	棄権
剰余金処分案	95.94%	4.03%	0.02%
取締役選任	90.15%	9.81%	0.04%
監査役選任	84.46%	15.52%	0.02%
定款一部変更	95.09%	4.88%	0.03%
退職慰労金支給	55.10%	44.83%	0.07%
役員報酬額改定（支給等）	92.30%	7.67%	0.03%
新株予約権発行	82.52%	17.24%	0.24%
会計監査人選任	98.67%	0.83%	0.50%
再構築関連	97.41%	2.59%	0%
買収防衛策	50.39%	49.61%	0%
その他会社提案	85.23%	14.76%	0.01%
合計	89.56%	10.36%	0.07%

(注1) 各機関の株主総会における議決権行使結果の集計。国内株式の議決権行使結果であり、機関ごとの集計期間は以下の通り。投信・投資顧問会社等：2015年5～6月、信託銀行等、生命保険・損害保険会社：2014年～2015年（4月期～3月期、7月～6月等）、年金基金等：2015年4～6月、2014年～2015年（7月～6月、4月～3月末等）

(注2) 「再構築関連」は合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割などが含まれる。

恐れのあるものについて、精査したうえで反対票を投じているようである。例えば買収防衛策については、資本効率が改善する見込みが大きい企業や恣意的に防衛策が発動されるケースに反対票を投じている¹⁴⁾。原則反対としている機関も多いため、半数近い反対票が投じられた。

集計結果は一部外国資本の機関も含まれているが、この結果を見ると、外国人投資家だけでなく国内機関投資家もほとんど棄権することなく議決権を適正に行使するようになり、それは言い換えると「信託口」として合算されて記載されている株主もそれぞれが議決権を行使しているということであり、一定程度の「物言う株主」として位置づけることができよう。それは企業の立場から見ると、リーマンショック後、過度に株主のみを考慮して経営することが見直されているとはいえ、株主利益を考慮した経営を行わなければならないということであろう。

(2) 銀行等保有株式取得機構による保有株式の議決権行使結果¹⁵⁾

前章において取得機構が大きな地位を占めると記載したが、具体的には2013年3月末時点における上位10大株主のうちの日本マスタートラスト信託銀行、日本トラスティ・サービス信託銀行の保有額合計が29.6兆円であり、取得機構

の2014年末時点での株式保有残高は1兆3,445億円であるので、規模としては信託口全体の5%程度である。信託口に含まれる取得機構は、持ち合い株式の買い取りを増加させているため、信託口全体に占める同機構による議決権行使の割合は高くなっていると推測される。やはり信託口の議決権行使行動を正確に把握するためには、取得機構の方針も確認しなければならない。

同機構の議決権行使の基本的考え方を確認すると、①議決権の行使は機構の経済的利益を増大することを目的として行われること、②株主の利益を最大にするような企業経営が行われるよう議決権を行使すること、③企業活動に関する適時かつ適切な情報開示が促進されるよう議決権を行使すること、という3点が明示されている¹⁶⁾。

この基準に従って行使された議決権については、「『日本銀行、預金保険機構及び銀行等保有株式取得機構が保有する株式の議決権の行使に関する質問』への回答」から確認することが出来る。この答弁書では、2005年度から2007年度までの日本銀行、預金保険機構、取得機構の議決権行使の状況が明記されており、データは少し古いものになってしまうが、正確な数値を把握できるため、これを使用する。

表4 日本銀行・預金保険機構・銀行等保有株式取得機構の議決権行使の状況（2005年度～2007年度）

期 間	議 案	賛成・反対	日本銀行	預金保険機構	銀行等保有株式取得機構
2005年4月 ～2006年3月	株主総会の全議案	賛成	92.3%	—	99.8%
		反対 (一部反対含む)	7.7%	—	0.2%
	社外取締役に関する議案	賛成	—	—	100.0%
		反対 (一部反対含む)	—	—	0.0%
2006年4月 ～2007年3月	株主総会の全議案	賛成	90.0%	97.4%	84.3%
		反対 (一部反対含む)	10.0%	2.6%	15.7%
	社外取締役に関する議案	賛成	—	97.6%	48.2%
		反対 (一部反対含む)	—	2.4%	51.8%
2007年4月 ～2008年3月	株主総会の全議案	賛成	87.8%	93.6%	81.7%
		反対 (一部反対含む)	12.2%	6.4%	18.3%
	社外取締役に関する議案	賛成	81.7%	92.8%	39.0%
		反対 (一部反対含む)	18.3%	7.2%	61.0%

(注1) 預金保険機構の社外取締役に関する議案の議決権行使状況は、2006年9月～2007年6月、2007年7月～2008年8月の数字

(注2) 銀行等保有株式取得機構の社外取締役に関する議案の議決権行使状況は、2005年7月～2006年6月、2006年7月～2007年6月、2007年7月～2008年6月の数字

(出所) 「参議院議員大久保勉君提出 日本銀行、預金保険機構、および銀行等保有株式取得機構が保有する株式の議決権の行使に関する質問に対する答弁書」より作成。

同資料によると、株主総会の全議案のうち、取得機構の議決権行使結果は、2005年4月～2006年3月が賛成票99.8%、反対票0.2%、2006年4月～2007年3月が賛成票84.3%、反対票15.7%、2007年4月～2008年3月が賛成票81.7%、反対票18.3%であった。社外取締役の選任案件に対し、取得機構による反対票の割合が非常に多いことも記載されている¹⁷⁾。2005年4月～2006年3月の結果を見ると、サイレントパートナーとしての位置づけと考えられるが、その後は議決権行使を積極的に行っており、2013年1月～2014年5月までの間でみると、賛成票約87.5%、反対または一部反対が約12.2%、不行使が約0.4%であることから¹⁸⁾、株式持ち合いの解消によって増加している取得機構は、物言う株主として企業に一定の影響を与えている。過去の株式持ち合いのように、取得機構が株式を保有している会社は、(持ち合い株主以外の)株主を全く考慮せずに経営を行うことはできなくなっていると考えられる。

しかし、取得機構には、注意しなければならない点がある。それは、株式保有に期限があるということである。取得機構の存続期限は、最長で2027年を予定している。当初の存続期限は2017年3月末、それが2022年3月末、2027年と延長を繰り返しているため、この期限も延長される場合も考えられるが、いずれにしても期限が来れば消滅する。つまり、信託口に含まれる取得機構は「一時的な株主」である。

14) ニッセイアセットマネジメント「スチュワードシップ活動の概況」。

15) 本節は、鳥居〔2014〕を加筆・修正したものである。

16) 銀行等保有株式取得機構ホームページ、<http://www.bspsc.jp/giketsu.html>より引用。

17) 2015年5月に改正会社法が施行され、社外取締役の要件の厳格化、社外取締役を置かない上場企業に説明責任が発生するようになったが、この影響が含まれていない点は指摘する必要がある。

18) 「参議院議員大久保勉君提出 日本版スチュワードシップ・コードに関する質問に対する答弁書」参照。

4. 「信託口」の大株主としての位置づけ

前述の通り、信託口の議決権行使の指図は資金提供者あるいは運用機関が行う。これら指図者の多くは国内機関投資家であるが、2000年中盤頃までの多くの先行研究において、国内機関投資家は親会社や関連会社である銀行等の利害に沿った投資を行っており、積極的な議決権行使行動は採らないと指摘されてきた。しかし、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関と取得機構に限って言えば、そのような指摘は当てはまらないであろう。これはつまり、「信託口」の実質株主の多くは、積極的に議決権を行使する存在であると言い換えることができる。

海外機関投資家の中には、企業との対話を実施しているものもある。イギリスの場合では、英国投資運用協会によるアンケート調査によると、LIBORの操作で問題となったバークレイズ銀行の株式を所有している機関投資家40社のうち31社がエンゲージメントを実施したと回答しており、機関投資家が共同で当該銀行とミーティングを実施しているという¹⁹⁾。

日本の機関投資家においても、同様に投資対象企業と対話を実施しているものも存在する。例えば、ニッセイアセットマネジメントは、以下の流れで対話を進めている²⁰⁾。

ステップ1：投資家の客観的分析に基づく現状認識、課題認識

ステップ2：課題に対する解決、戦略、戦術の決定、企業意思表示

ステップ3：投資家との継続的なコミュニケーションを通じた持続的な価値創造

機関投資家の観点からの課題を相手企業に提示し、その課題をどのように解決するかを話し合い、最終的には当該企業の価値を向上させていくという流れである。ここで、資産効率や収益性が同業他社と比較して低かった製薬会社A社に対し、対話を通じて改善へと導いた事例や、株価評価が低かった食品会社B社に対し、対話をしながら共同で企業価値を向上させるた

めの明確な経営計画を立て、それを的確に投資家に伝えることで改善につながった事例が紹介されている²¹⁾。

そもそも、資産管理専門銀行の意義とは何か。信託法26条に受託者の自己執行義務というものがあるが、1人の受託者が全ての信託業務を行うことは極めて困難であるので、他の「補助者」に依頼（再信託）することも許されている²²⁾。現代においては、資産管理データの集約による高度なレポート情報サービスの提供、資産の集約によるスケールメリット（管理効率・運用効率の向上、コスト削減）、受託者責任の完遂といったメリットを享受するために行われていると紹介されている²³⁾。

さらに、実質的な所有者が不明確となる点がメリットとなる場合がある。例えば、取得機構がそれに当てはまる。なぜ取得機構は保有株式の管理を委託するのか。取得機構の株式の処分方針は、「取得した株式等は、市場の状況を判断しながら、市場に多大な影響を及ぼさないよう考慮し、十分な時間を費やして処分する」としている。これはつまり、取得機構による株式売却の行動が市場に影響を与えるため、その行動を表面化させないようにする必要があり、信託銀行への委託はその理由もあると想定される。

しかし、これによって外部の投資家は、投資先企業の株主構成を正確に把握できなくなっており、それだけでなく、企業自身も自社の株主が誰なのかを把握できなくなっている。機関投資家との対話がさらに求められていく流れの中では、一定程度、出資元を記載する必要があるのではないかと考えられる。

このような問題点の事例として、王子製紙による北越製紙（現、北越紀州製紙）への敵対的買収が挙げられる。北越製紙を買収するために、王子製紙が提示した公開買付価格は、経営統合交渉を公表する前の営業日であった2006年7月21日の終値635円と比較して、35.4%のプレミアムがついていた。しかし、王子製紙の敵対的TOBに応じたのは、大口では王子製紙退職給付信託口（2.66%）、王子製紙系の日本紙

パルプ商事（約0.3%）だけであり、合計でも5.33%となり敵対的買収の試みは失敗に終わった²⁴⁾。ここから見ると、北越製紙の大株主に名を連ねている日本マスタートラスト信託銀行信託口、日本トラスティ・サービス信託銀行信託口の実質株主は、ほとんどがTOBに応じていないと考えられる。

この結果をどのように解釈すべきか。ある信託口はTOBに賛同し、ある信託口は応じない。被買収企業（北越製紙）から見ると、TOBに応じなかった株主は安定株主であり、応じた株主はそうではなくなる。何をもって安定株主と定義するのかという議論にもつながるが、正確に信託口の特徴を把握するためには、それぞれの株主が企業とどのような関係であるのかを調べなければならない。

今回の事例を見ると、王子製紙系の企業とともに、信託口の中でも王子製紙の「日本トラスティ王子製紙退職給付信託口」がTOBに応じている。当該信託口は王子製紙が管理を委託しているため、議決権行使方針決定の権限は王子製紙にあった。従って、TOBに賛同するのは当然の結果といえる。このように、企業間関係が深い場合は、議決権行使に影響を与える場合がある。今回の例は敵対的買収であるが、そのような場合でなくとも、投資先企業との関係が深い時、多少企業業績が悪くなっても反対票を投じないという可能性は否定できない。なお、今回の事例は幸いにして、「王子製紙退職給付」信託口と明記されており、企業との関係を容易に判断できたが、「信託口」として一括りにされていた場合、現状把握は極めて困難なものにならざるを得ない。

19) 北川〔2015〕, 80-81頁。

20) 藤井・笹本〔2014〕, 147頁。

21) 同上書, 148-155頁。

22) 道垣内〔2002〕, 1-3頁。

23) 資産管理専門銀行各行ホームページ。

24) 「日本経済新聞」2006年8月24日付朝刊, 2006年9月5日付夕刊。

5. まとめと今後の課題

本稿では、「信託口」の仕組みを明らかにするとともに、それが投資対象企業に対してどのような行動をとっているか、スチュワードシップ・コード受け入れ機関、銀行等保有株式取得機構の議決権行使結果を確認することによって推察を試みた。その結果、企業間関係によって議決権行使の結果が変わる可能性は否定できないが、全ての機関投資家が議案に関わらず賛成票を投じるような体制はとっておらず、それぞれが議決権行使基準を策定し、時には自らが指図を行うことによって各企業の議案ごとに精査しているものが存在していることが明らかになった。その意味では「スチュワードシップ」を果たす株主が「信託口」の中には多く存在していると推察される。

今後考察すべき事項として、反対票を投じるという行動だけで、スチュワードシップを果たしていると断定してよいのかという点が挙げられる。抽象的な議決権行使の方針は定められているが、具体的な基準は明確化されていない機関も多い。さらには、機関投資家と企業が対話を行って認識の差を埋めていこうとする動きが見られるものの、そもそも機関投資家は、スチュワードシップ・コードが求める中長期的な視点での投資が出来るのかという根本的な問題が残っている。機関投資家の受託者責任は資金提供者である投資家に対するものだけであり、このような性質の機関投資家に中長期の視点を求めるのは無理があるという指摘がある²⁵⁾。企業間関係が投資家行動に与える影響についての問題をどう捉えるかを検討するとともに、これらの課題に対しては、外部から各社の財務状況や環境と「信託口」が保有する議決権の関係を調査するにも限界があるため、ヒアリングやアンケート等を活用する必要がある。

25) 例えば、松村〔2015〕を参照。

＜参考文献＞

- 上田亮子〔2014〕,「我が国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる現状等に関する調査」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5〕。
- 江川雅子〔2008〕,『株主を重視しない経営』,日本経済新聞出版社。
- 春日俊介〔2014〕,「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-3〕。
- 北川哲雄〔2015〕,『ステュワードシップとコーポレートガバナンス』,東洋経済新報社。
- 経済産業省〔2014〕,「『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(伊藤レポート)最終報告書」。
- 経済法令研究会〔2012〕,『四訂 信託の基礎』,経済法令研究会。
- 小松章〔2013〕,「株式会社をめぐる問題認識の整理」『社会科学論集』第139号, 31-46頁。
- 坂本恒夫〔1990〕,『企業集団財務論』,泉文堂。
- 〔2014〕,「経営力と経営分析」『経営論集』第61巻第2号。
- 坂本恒夫・佐久間信夫編,『企業集団研究会著〔1998〕,『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』,文眞堂。
- 坂本恒夫・文堂弘之〔2008〕,『M&A 戦略のケース・スタディ』,中央経済社。
- 田村威〔2013〕,『投資信託 基礎と実務』,経済法令研究会。
- 道垣内弘人〔2002〕,「保管受託者を用いた信託とその法的諸問題」『金融研究』第21巻2号。
- 鳥居陽介〔2014〕,「大株主としての「信託口」の意義—銀行等保有株式取得機構による株式保有とその影響—」『証券経済学会年報』第49号。
- 日本トラスティ・サービス信託銀行〔2009〕,『THE 資産管理専門銀行【第3版】』,金融財政事情研究会。
- 日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会〔2014〕,「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版ステュワードシップ・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～」。
- 福本葵〔2007〕,「名義株主と真の株主」『証研レポート』No.1643。
- 藤井智朗・笹本和彦〔2014〕,『ステュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略』,中央経済社。
- 松村勝弘〔2015〕,「コーポレートガバナンス・コードと証券市場」第84回証券経済学会全国大会報告資料。
- 宮島英昭・保田隆明〔2015〕,「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『ファイナンシャルレビュー』平成27年第1号(通巻第121号),財務省財務総合政策研究所。
- 横山淳〔2009〕,「銀行等保有株式の買い取り再開法案,提出」,大和総研HP,(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/financial/09011301financial.pdf>)
- Moffat, G.〔1999〕, *Trusts Law: Text and Materials* (3rd ed.), Butterworths.
- Pettit, P. H.〔1993〕, *Equity and the Law of Trusts* (7th ed.), Butterworths.

(投稿受付2016年1月18日,
最終受理日2016年6月28日)

Structure and Position of Trust Accounts as Major Shareholders in Japan

Yosuke Torii

Tokyo University of Science, Suwa

Abstract:

This study addresses two questions: “Whose money is used to fund trust accounts?” and “What effects do shareholders of trust accounts have on Japanese companies?” Securities filings of Japanese corporations identify Japan Trustee Services Bank Ltd. (trust account) and the Master Trust Bank of Japan Ltd. (trust account) among major shareholders. These institutions are called “specialized asset administration banks.” Private, public, and corporate pension funds along with investment trust funds and funds of public agencies are included as “trust accounts” under the category “assets on deposit.” This study considers the behavior of trust accounts toward investee companies by checking the voting records of institutions that adopted Japan’s Stewardship Code and the Banks’ Shareholdings Purchase Corporation. Not all institutional investors cast affirmative votes for all measures irrespective of an organization’s performance. Many institutional investors set guidelines for voting or examine each shareholder measure themselves to fulfill their stewardship responsibilities.

Keywords:

trust account, voting activity, ownership structure, institutional investor, stewardship code