

Reminiscing about How to KYSSs (Know Your Shareholders) —実質株主確認制度の導入はどれほど喫緊の課題なのか？

*

東北大学大学院法学研究科准教授 賴 奕成

一、問題の所在

二、英國法の再検討

(一) 株式の保有と株主権の行使

- I 株主の概念を採用しない理由
- II 記名株式の保有
- III 名義株主と実質株主による株主権の行使
- IV 制度改正上の課題

(二) 実質株主確認制度の位置付け

- I 実質株主確認制度の機能
- II 実質株主確認制度の非効率性
- III 少数株主権としての機能および隣接制度との関係
- IV 実質株主確認制度のエンフォースメント

(三) 小括

三、日本における現状の再確認

(一) 敵対的買収とアクティビストへの対応の必要性

- I 現状再確認の必要性
- II 近時の敵対的買収とアクティビストの特徴
- III 小括

(二) 会社法制研究会報告書および会社法制（株式・株主総会等関係）部会における各論点に対する検討

- I 制度の趣旨
- II 実質株主の定義
- III 提供情報の範囲と提供情報の開示
- IV 実質株主を把握する仕組み
- V 情報の提供を怠った者への制裁
- VI その他の課題

(三) 忘れかけた手法——振替法の情報提供請求制度

- I 制度の沿革
- II 制度施行後の運用状況
- III 英国の実質株主確認制度との対比
- IV 現行振替法の課題

(四) 本稿による補足提案・代替提案——振替法における情報提供請求制度の強化

四、おわりに

五、追記

六、付録

(一) 附表一

(二) 附表二

(三) 図表

一、問題の所在

実質株主の確認は、決して目新しい話題ではなく、2000年代の第一次敵対的買収ブームの時代に既に多くの実務家から関心が寄せられたが⁽¹⁾、同時期の裁判例および企業価値研究会の議論を経て敵対的買収防衛策の利用可能性が開かれた後に⁽²⁾、関連

議論も次第に消退してしまった。この間、平成26年の会社法改正において再び言及されたものの⁽³⁾、最終的には会社法と金融商品取引法（以下「金商法」という）における議決権停止の位置付けの問題により棚上げとなつた⁽⁴⁾。近時、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）とスチュワードシップ・コ

* 本稿は、賴奕成「上場企業の株式保有構造と機関投資家のスチュワードシップ責任—政治力学、市場取引、ハードローとソフトローの交錯」東京大学法学政治学研究科博士論文（2022年）309-355頁【第四章第二節第三款第三目、第四目】に基づいて執筆されたものである。英國法に関する内容については、近時多くの文献により詳細に紹介されているため（後掲注26）、注51）参照）、本稿では重複する部分を省略し、大幅な改稿を加えた。本稿の執筆に当たて、関西新世代商事法研究会と東北大学商法研究会にて、行岡睦彦准教授（制度の趣旨）、森田果教授（株主総会議決権数確保の需要）、藤林大地教授（情報開示の意義）、小倉健裕准教授（費用の負担）、コーベンズ久美子教授（振替法の趣旨とその課題）から有益な意見を頂いた。本稿が理解している証券保管振替機構での運用は、断片的・表面的なものに過ぎないため、実際の実務運用に沿って技術的部分も含めて引き続き検討する余地がある。本稿の文責は全て筆者が負う。Although it is rather late, I would like to take this opportunity to extend my heartfelt congratulations to my advisor on his sixtieth birthday.

(1) 武井一浩ほか「新春座談会 会社法下における企業法制上の新たな課題〔上〕」旬刊商事法務1788号（2007年）8-17頁；企業価値研究会「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～」（2006年3月31日）48、51-54頁；内閣府経済社会総合研究所「M&A研究会報告2009」（2009年）73-74頁〔武井一浩発言〕；山田尚武「実質株主の開示制度（上）——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」旬刊商事法務1797号（2007年）32-41頁；高橋篤史＝福田淳＝福田恵介「COVER STORY 市場を支配しているのは誰だ！「株主」大研究」週刊東洋経済6033号（2006年）30-59頁参照。一方、大崎貞和「Interview 「株主の顔が見えない」と不安になるのはおかしい」週刊東洋経済6033号（2006年）56頁；大崎貞和「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」金融商品取引法研究会研究記録第81号（2023年）33頁〔大崎貞和発言〕。

(2) 太田洋『敵対的買収とアクティビスト』（岩波書店、2023年）115-119頁。

(3) 法制審議会会社法制部会「第3回会議 参考資料14 金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点」（2010年6月23日）1-2頁；野崎彰＝小田望未「金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点（会社法制関係）」金融法務事情1902号（2010年）10頁。

(4) 岩原紳作「比較法的に見た我が国会社法〔下〕」旬刊商事法務2381号（2025年）38、40頁。

ード（以下「SS コード」という）の策定に伴う事前防衛策の廃止傾向の増加およびコロナ後の相場により、敵対的買収とアクティビズムのブームが再び襲来しているため、実質株主の確認に対する経済界からの関心が再び醸成されている⁽⁵⁾。この 20 年間、株式持合いの解消や外国法人等の保有増加などの背景事情が生じているが、敵対的買収とアクティビズムの活発化が過熱しているのか、それとも単なる正常水位にとどまっているのか、確認されないまま、一連の法改正が相次いで行われているようにみえる。

実質株主および大株主に関する情報は、FactSet、Refinitiv、Bloomberg を含む多くのデータベースで照会が可能であり、その内容は主に有価証券報告書、大量保有報告書、投資信託の運用報告書などの資料を通じて収集されている⁽⁶⁾。これらのデータベースは、主に開示情報に基づいてデータを収集して照合するものであるため、リアルタイムの株主構成を

反映していない可能性がある。その関係で、上場企業にとっては、機動的に実施できる株主判明調査を利用するニーズが生じるのである。

現在の実質株主判明の調査方法は、主に発行会社の委任を受けた調査主体が個別にアセットマネジメントやアセットオーナーへ直接調査を行うと報告される⁽⁷⁾。実際に、令和 5 年度の調査によれば、過半数のプライム市場およびスタンダード市場の上場企業が定期的に実質株主判明調査を行っている⁽⁸⁾。2020 年の日本 IR 協議会の調査によると、多くの上場会社は年に 2 回程度の実質株主判明調査を行い、平均費用は約 400 万円であったが⁽⁹⁾、値上げの傾向が生じている⁽¹⁰⁾。そのため、発行会社は、費用削減⁽¹¹⁾、事務手続の利便性⁽¹²⁾または正確性の担保⁽¹³⁾にも強い関心を持っている。一方、IR 支援会社に関する利益相反の規律が確立されていない現状からすれば、調査情報漏洩の可能性もある⁽¹⁴⁾。

実質株主確認制度の新設について、

(5) 太田・前掲注 2) 216-221 頁。

(6) 榎本正博「会計時評 大株主、実質株主と会計情報」企業会計 76 卷 5 号（2024 年）116 頁。

(7) 内閣府「第 3 回 スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ 資料 2 実質株主開示制度の実効性確保について」（2025 年 3 月 25 日）3 頁。また、福本葵「実質的株主の特定」帝塚山法学 15 号（2007 年）66-68 頁。

(8) 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 1 回会議 参考資料 2 会社法の改正に関する論点について」（2025 年 4 月 23 日）22 頁。

(9) 経済産業省「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」（2020 年 7 月 22 日）12 頁。

(10) 企業の需要を乗じて最近値上げの傾向があり、一回だけ数百万円がかかると報道される。「『実質株主』の把握素早く 信託銀が共同システム検討——会社法改正対応、全銀協が検討会」日本経済新聞 2025 年 3 月 4 日朝刊 9 頁。

(11) 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 1 回会議 議事録」（2025 年 4 月 23 日）27-28 頁〔石井英次発言〕。

(12) 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 3 回会議 議事録」（2025 年 6 月 25 日）43 頁〔仁分久弥子発言〕。

(13) 会社法制部会・前掲注 12) 42 頁〔仁分久弥子発言〕。

(14) 例えば、東京機械製作所事件において、IR 支援会社最大手のアイ・アールジャパンが東京機械とアジア開発キャピタルとの両方に対して同時にサービスを提供したことにより、東京機械製作所がアイ・アールジャパンの元経営陣に対して損害賠償を請

金融庁⁽¹⁵⁾、経済産業省⁽¹⁶⁾または公益社団法人商事法務研究会⁽¹⁷⁾では様々な議論がなされており、現在は法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会（以下「会社法制部会」という）において次期の会社法改正の議題の一つとして取り上げられている⁽¹⁸⁾。現行実務における実質株主判明調査と比較して、制度の新設には、(a) より高い株主透明性、および(b) より低い調査費用、という二つの目標を実現することが強く期待されている⁽¹⁹⁾。

株主透明性の向上に関する制度について、大別に英国・欧州型と米国型の二つの類型がある。米国型は、証券取引所に上場されている株式に

係る一任運用資産が 1 億ドル以上の機関投資家に対して、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株数・市場価格などを記載した保有明細を SEC に提出すること（Form 13F）⁽²⁰⁾を求めるものである⁽²¹⁾。米国型は、広く数多くの投資家を対象とするものではなく、寧ろ効率性の観点に基づいて、報告時点および運用資産規模を設定して実施するが、その反面、(1) 四半期ごとの定点観測に過ぎないこと、(2) 運用資産を 1 億ドル未満に分散すれば容易に回避できること、(3) 運用会社の投資戦略漏洩のリスク⁽²²⁾、などの明白な弱点も抱えている⁽²³⁾。

近時の議論状況を俯瞰すれば、英

求した。「東京機械、IR ジャパンを提訴」日本経済新聞 2023 年 12 月 29 日朝刊 15 頁；「IR ジャパンを強制調査 監視委、インサイダー取引闇与疑い」日本経済新聞 2025 年 5 月 23 日朝刊 35 頁。

(15) 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」（2023 年 12 月 25 日）17 頁。また、石川真衣「実質株主の透明性の確保に向けた制度設計のあり方」ジュリスト 1604 号（2024 年）40-45 頁。

(16) 経済産業省「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」（2025 年 1 月 17 日）21-22 頁。

(17) 会社法制研究会「会社法制研究会報告書」（2025 年）88-103 頁。

(18) 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 1 回会議 部会資料 1 会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しにおける検討事項の例」（2025 年 4 月 23 日）5 頁。

(19) 金融庁「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（第 4 回）議事録」（2023 年 10 月 2 日）[田中亘発言]。

(20) 米国法における Form 13F 制度の機能に、See Alexander I. Platt, *Beyond "Market Transparency": Investor Disclosure and Corporate Governance*, 74 STAN. L. REV. 1393 (2022). 邦語の書評として、飯田秀総「四半期ごとの株式保有報告書フォーム 13F の機能 Alexander I. Platt, Beyond "Market Transparency": Investor Disclosure and Corporate Governance, 74 STAN. L. REV. 1393-1477 (2022)」アメリカ法 2023.2 卷（2024 年）279-281 頁。

(21) 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（第 4 回）資料 1」（2023 年 10 月 2 日）16 頁。

(22) 金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（第 4 回）議事録」（2023 年 10 月 2 日）[堀井浩之、田中亘、齊藤真紀発言]。一方、特定の状況下では、SEC は機関投資家からの要請に基づき、Form 13F の公開を一時的または永久に免除する場合があるため、本文（3）の投資戦略漏洩の問題は克服できる。Exchange Act § 13(f), 15 U.S.C. § 78m(f)(4); Platt, *supra* note 20, at 1412.

(23) また、株式の預託機関である DTC による OBO/NOBO 制度について、情報を開示するか否かは任意であるため、2000 年代後半まで、上場企業の株式の 52~60% が OBO（開示反対の実質的保有者）によって保有されている。これにより、発行者はこの大規模な株主層と直接コミュニケーションを取ることができない。Marcel Kahan & Edward Rock, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 GEO. L.J. 1227, 1243-1245 (2007). 米国の OBO/NOBO 制度の概要に関する邦語文献として、福本葵「米国の実質株主の透明化のための制度—OBO/NOBO と Form13F」証研レポート 1743 号（2024

国・欧州大陸のように⁽²⁴⁾、発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について調査できる制度が注目を集めしており⁽²⁵⁾、親和的な姿勢を示す関連研究も続出している⁽²⁶⁾。

本稿の大雑把な整理として、実質株主確認制度の適用対象は、主に「堅気」および「敵」という二つの類型に区分できる。前者について、公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの提言⁽²⁷⁾を受けて、今年6月26日に確定した第三次改訂SSコードの指針4-2では既に取り上げられている⁽²⁸⁾。SSコードに署名した機関投資家は協力する可能性

が高いので、重複する制度を設ける必要はないかもしれないが、SSコードに署名していない機関投資家への対応は依然として課題である。加えて、指針4-2は、機関投資家がエンゲージメント活動を行う前に自身の保有状況を明らかにする内容にとどまっており、上場会社にとって、より早い段階で潜在的なアクティビストを見つけ出すニーズは完全には対応されているとはいえず、回答の内容に真偽も確認できない⁽²⁹⁾。

その中、より能動的・機動的な対応を強く求めようとする経済界からの要望を受けて、英国・欧州大陸の制度⁽³⁰⁾が強く注目を浴びており、会

年) 36-50頁; 商事法務研究会「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年) 41頁〔高橋陽一〕。

(24) 2010年代までの欧州の状況について、European Commission, Review of the Operation of Directive 2004/109/EC: Emerging Issues (2010), Annex 11 – The Identification of Shareholders by Issuers.

(25) 金融審議会・前掲注15) 17頁; 経済産業省・前掲注16) 22頁; 会社法制研究会・前掲注17) 91頁。

(26) 代表的なプロジェクトとして、中村信男ほか「特集・欧州における実質株主開示規制の現状と我が国の方向性」金融法務事情71巻17号(2024年)8-34頁; 坂東洋行「企業買収時に必要な実質株主情報の開示の方向性」金融財政事情74巻17号(2023年)56-58頁。実務家の意見として、北村雄一郎=太田洋=金子佳代「実質株主および実質的支配者(UBO)の透明性の確保をめぐる諸問題〔上〕」旬刊商事法務2362号(2024年)4-14頁。数少ない例外として、弥永眞生教授は、「実質株主を知ることによる——他の株主や投資者ではなく——会社固有の保護されるべき、名簿上の株主の議決権停止を認めるほど重要であるといえる利益は何なのかという根本的な問題もあるかもしれない」と指摘している。弥永眞生「会社法の改正に向けて」金融・商事判例1717号(2025年)1頁。

(27) 金融庁「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」(2023年12月25日) 17頁。

(28) 指針4-2:「機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話をを行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである」。改訂の経緯について、新谷亜紀子「スチュワードシップ・コード第三次改訂の概要」旬刊商事法務2396号(2025年)33-36頁。ハードローの改正にはかなり時間がかかるので、まずはソフトローから始まるとする意見として、金融審議会・前掲注22)〔高山与志子、堀井浩之、玉井裕子発言〕。

(29) 類似な指摘として、金融庁「「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》第三次改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」(2025年)参照。パブコメの質問者の身元は確認できないが、内容から判断すると、機関投資家は主に発行会社からの情報提供要求への対応方法に关心があり、発行会社は主に制度の有効性に注目しているように思われる。

(30) 英国とは異なり、欧州大陸において多くの上場会社は支配株主を有しているため、第二次株主権利指令が実施されていても、そもそも少数株主と対話する意欲が乏しい上場会社も多く存在しており、建設的な対話の意義も議論の文脈によってかなり

社法制研究会報告書においても大いに参照されている⁽³¹⁾。確かに、上場会社にとって、建設的な対話の促進と株主共同利益の保護を促進するために、株主の管理は非常に重要な課題であり、英國法の影響を強く受けた歐州大陸においては、大量保有報告制度（消極的自主報告）と実質株主確認制度（積極的照会調査）は、株主情報開示制度の車の両輪として位置付けられている⁽³²⁾。

英國の実質株主確認制度の歴史は非常に長く、少なくとも 2010 年代まで、英國の上場会社は毎年 12 回程度の調査（月 1 回）を行っている⁽³³⁾。一方、その効率性は、「決して高くではない」と評価される⁽³⁴⁾。この「効率性が高くない理由」について、従来の邦語文献では必ずしも詳しく分析されているとは限らない。そのため、本稿の第一課題は、英國における実質株主確認制度が利用される理由およびその効率性を検討することである。

次に、実質株主確認制度の制度趣旨について、会社法制研究会報告書は、「株式会社と株主との間の建設的な対話の促進」および「株主共同の利益の保護」の両方を取り上げている⁽³⁵⁾。提案の内容は、明らかに近時一連の中小規模の上場会社に対する敵対的買収の影響を受けたものとして認識できるが⁽³⁶⁾、制度趣旨の捉え方次第、次期会社法改正の真価が問われる⁽³⁷⁾。特に、2023 年に経済産業省の「企業買収における行動指針」⁽³⁸⁾および一連の裁判例⁽³⁹⁾だけでなく、令和 6 年金商法改正による強制公開買付制度の適用範囲の拡大に伴い⁽⁴⁰⁾、完全までとは言えないが、株主の共同利益を害する企業買収はある程度対処されているように思われる。そのため、本稿の第二課題は、会社法において更に制度を新設することが会社側および株主側との間の力の釣り合いに与える影響を意識しながら、敵対的買収とアクティビストに対する更なる対応を行う必要

異なる可能性があるように思われる。そのため、本稿は、日本と同様な分散保有構造の英國法を中心に取り上げる。

(31) 会社法制研究会・前掲注 17) 95 頁注 79。会社法制研究会「議事録 第 2 回」(2024 年 10 月 30 日) 25-26 頁。

(32) Luca Enriques, et al., *Mandatory and Contract-Based Shareholding Disclosure*, 15 UNIF. L. REV. 713, 715 (2010).

(33) EUROPEAN COMMISSION, *supra* note 24, at 90.

(34) Law Commission, *Intermediated securities: who owns your shares? A Scoping Paper* (2020), para. 8.44.

(35) 会社法制研究会・前掲注 17) 92-93 頁。

(36) 「米国の制度は……中小規模の上場企業が、素性があまりよく分からぬ投資家による買い集めに遭うというようなケースに必ずしも対応できていない」を言及した意見として、金融審議会・前掲注 22) [田中亘発言]。

(37) 「あまりに日本特有の制度が導入され、海外投資家に忌避されないよう留意が必要」との指摘として、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 3 回会議 参考資料 5 「実質株主確認制度整備に向けた実務者検討会」第 1 回会合で共有された法制度に係る主な論点」(2025 年 6 月 25 日) 2 頁。

(38) 同指針の解説として、藤田友敬「『企業買収における行動指針』の意義」ジュリスト 1592 号 (2024 年) 14-19 頁および同特集参照。

(39) 『新しい買収防衛策の考え方 別冊商事法務 No.470』(2022 年) 参照。

(40) 改正内容の概要について、行岡睦彦「強制公開買付制度の適用範囲」ジュリスト 1604 号 (2024 年) 16-18 頁参照。

性の有無を確認することである。

最後に、制度の設計は、(1) 具体的にどのようなシナリオを想定しているか、(2) 利害関係者にどのようなメリット・デメリットを与えるか、(3) 規制から潜脱される可能性があるか、などの立法政策上の永遠の課題を検討しなければならない。

「堅気」と「敵」の区別は、観測者の立場に伴い流動的になりがち、常に直接に外見から判断できるとは限らず、その長期的な行動に基づいて観察しなければならない⁽⁴¹⁾。株主共同の利益を害する「敵」の行為を防ぐ利益、および、その他の「堅気」の市場関係者に与えうる不利益、両者の均衡性を慎重に検討すべき余地が多い。

あえて正体を隠す「敵」は、多くの場合そもそも対話の意欲が乏しく、対話しても応じない可能性が高いため、発行会社にとって実質株主の早期特定は、相手の株式保有が低い水準の状況を維持させ、自身の交渉力を向上しようとすると理解できる。一方、発行会社にとっては、必ずしも 100%までの株主透明性を追求する必要性があるとは限らず、特別決議を可決できる水準の議決権数を確

保すれば十分であるため、心のモヤモヤを解消する（利害関係者の対応を含む）コスト、および、「株主共同の利益の保護」の便益、という両者の均衡を配慮しつつ、制度の設計上、「堅気」の市場関係者が対応しやすいやり方を採用する方が望ましい。そのため、本稿の第三課題は、会社法制部会の議論を踏まえて、費用便益分析に基づいて他の可能な補足選択肢を提案することである⁽⁴²⁾。

実際に、現行の社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という）277 条に基づく発行会社による情報提供請求の運用は可能であるため、新しい制度の導入より、既存制度の微調整（総株主通知制度の「正当な理由」の範囲画定および情報提供請求の類型追加など）は一つ可能な追加選択肢であると考えられる。振替制度の機能について、従来の議論は主に株主側の視点（少数株主権の行使）に着眼してきたため⁽⁴³⁾、発行会社側の視点に基づく分析は比較的少ないようみえる。振替制度と株主名簿の制度趣旨は異なり、前者は毎日の頻繁な取引で必要とする明快な流動性および仲介機関の破綻処理を重視するが⁽⁴⁴⁾、後者は主に特定

(41) また、巨額の買収プレミアムを支払う買収者とは異なり、希少なコストしか投入しないアクティビストは、エンゲージメントの対象を誤って設定するリスクも潜んでいる。Zohar Goshen & Reilly S. Steel, *Barbarians inside the Gates: Raiders, Activists, and the Risk of Mistargeting*, 132 YALE L.J. 411, 428-431 (2022).

(42) 本稿は、Bebchuk & Jackson による大量保有報告制度改正の是非に関する論文と同様の立場を採用し、制度改正の便益とその副作用が明確にされない限り、現在の制度を維持するか、他の方法を検討すべきであると考える。Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39, 44-46 (2012).

(43) 近時の議論状況について、岩原紳作「個別株主通知と株主名簿制度—立法論的・解釈論的考察」尾崎安央ほか編『上村達男先生古稀記念　公開会社法と資本市場の法理』（商事法務、2019年）195-223頁；島田志帆「日本私法学会シンポジウム資料 株式の譲渡と株主名簿制度」旬刊商事法務 2207 号（2019年）21-32頁参照。

(44) Dixon Victoria, *The Legal Nature of Intermediated Securities: An Insurmountable Obstacle to Legal Certainty?*, in INTERMEDIATION AND BEYOND 53-54 (Louise

時点の株主権行使にしか関心を持たない⁽⁴⁵⁾。株主透明性の向上は有益なことであるが、ある程度の不透明性は証券市場の流動性、ひいては効率性に積極的な効果をもたらす本質的な条件であると指摘される⁽⁴⁶⁾。発行会社、株主または証券市場の立場はそれぞれ異なるため、政策立案における ESG (Enterprise, Securities Market, Government)に基づいて、金融市場が必要とする最低限の匿名性⁽⁴⁷⁾を留意しつつ、個別の利害関係者への偏りがなく、適切なコスト分配を配慮した上で制度設計を検討するのは極めて重要な視点である。

そもそも、他人のために株券等を保有して取引を行うことは、信託口に特有の問題ではなく、大量保有報告制度とインサイダー取引規制にも共通する課題である。そうすれば、証券取引等監視委員会が、借名口座を利用したインサイダー取引の検知を行っている取組み（取引のタイミングや取得の資金など）⁽⁴⁸⁾は、実質株主確認制度と大量保有報告制度にも示唆を与えると思われる。本稿による補足提案は、主に以下二つの利点がある。第一に、金商法と会社

法の役割「分断」に関する論争について⁽⁴⁹⁾、第三の選択肢を提供することができる。第二に、収集した具体的な取引行動に関する情報は、その後の大量保有報告制度の共同保有者の認定にも有益である。経済界の観点からすれば、本稿による補足提案は、あくまで振替口座上の加入者の迅速的な把握に留まり、完全な株主透明性の実現とはならない。しかし、垂直保有関係（他人のためにの保有）と水平保有関係（共同行動者）の認定について、主観的な「他人のため」または「共同行動の意図」の認定に依拠するのは限界があるため、寧ろ客観的な行動パターンから観察する方が確実的であると考えられる。それにより、疑わしい人物の背後に誰かがいるかを追及するよりも、(5%未満の) 株式の大量買付が発生している事実が存在するかどうかをより迅速に確認できればそれで十分であり、完全な株主透明性を追求する必要はないように思われる。

本稿の基本のスタンスとして：(1) 保有比率 5%以上の場面は、議決権行使権限および投資権限を含む大量保有報告制度の守備範囲であるため、

Gullifer & Jennifer Payne eds., 2019); De Hubert Vauplane & Jean-Pierre Yon, *The Concept of Integrity in Securities Holding Systems*, in INTERMEDIATED SECURITIES: LEGAL PROBLEMS AND PRACTICAL ISSUES 195 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2010); MATHIAS M. SIEMS, CONVERGENCE IN SHAREHOLDER LAW 142-144 (2007).

(45) SIEMS, *supra* note 44, at 146-147.

(46) 情報の非対称性を完全になくなると、次第に情報を収集しようとする者もなくなり、ひいては価格形成に悪い影響を与える。See Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW 393 (1980).

(47) 神作裕之「巻頭言 匿名性の効用」法学教室 401 号（2014 年）1 頁。欧州、米国または日本に関する簡略な検討、および、議決権行使でなく経済的利益しか重視しない実質株主の立場からすれば、原則として実質株主の匿名性を重視すべきとする意見として、SIEMS, *supra* note 44, at 136-147.

(48) 証券取引等監視委員会事務局「令和 6 年度金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」(2025 年) 5 頁。

(49) 岩原・前掲注 4) 38、40 頁。

大量保有報告制度のエンフォースメント整備の早期実現を願いたい⁽⁵⁰⁾。

(2) 保有比率 5%未満の場面こそが実質株主確認制度の主な土壇場であるが、証券市場関係者への影響を最小限にするために、(a) 振替制度に基づく明快な仕組み、(b) 発行会社による恣意的議決権制限の発動の回避、(c) 資産管理に最低限の匿名性の需要、という三つの観点に基づく小さな調整を提案したい。本稿は、決して実質株主確認制度の新設に反対するわけではなく、単なる会社法制部会における議論の輪郭をより明確に描くための素材の提供に留まる。

本稿の構成は以下の通りである。先ず、二、(一) の部分では、英国における取引効率優先の制度設計の下では、株主の透明性が日本に比べて著しく低いため、実質株主確認制度による補完の必要性があることについて説明する。次に、二、(二) の部分では、英国における実質株主確認

制度に関する学説の評価、および同制度と他の隣接制度との関係について再確認する。その後、三、(一) では、近年の敵対的買収やアクティビズムの活発化が、どのような類型の株主透明性の不足に起因するかを考察する。三、(二) では、会社法制研究会報告書および会社法制部会における各論点を簡潔に検討する。三、(三) では、現行制度下において他に簡便な選択肢が存在するかどうかを再検討する。最後に、四、で今後の課題を簡潔に述べ、総括する。

二、英國法の再検討⁽⁵¹⁾

(一) 株式の保有と株主権の行使

I 株主の概念を採用しない理由

会社法制研究会報告書は、(1) 株

(50) 類似な意見として、会社法制部会・前掲注 12) 41 頁〔齊藤真紀発言〕。大量保有報告制度違反のエンフォースメントに関する近時の議論について、松元暢子「アクティビズムに関する法的検討課題」旬刊商事法務 2367 号（2024 年）67-68 頁；高橋陽一「公開買付制度・大量保有報告制度のエンフォースメント」ジュリスト 1604 号（2024 年）38-39 頁。大量保有報告義務に違反する時に議決権を剥奪すべき理由について、中曾根玲子「大量保有報告義務違反と議決権行使の可否—令和 6 年金商法改正で見送られた論点—」福原紀彦先生古稀記念論文集編集委員会編『現代企業法の新潮流』（2025 年）396-409 頁参照。

(51) 本稿以下は、近時の先行研究を補完する形で、出来る限り内容が重複しないよう検討を進めたい。川島いづみ「イギリス会社法制における実質株主の透明性」立命館法学 411=412 号（2024 年）70-93 頁；坂東洋行「大量保有報告制度による実質株主開示のあり方」名古屋学院大学論集社会科学篇 61 卷 2 号（2024 年）65-97 頁；石川真衣「欧州における株主情報の開示制度の運用実態—欧州第二次株主権指令の国内法化後の状況に照らして—」JSDA キャピタルマーケットフォーラム第 5 期論文集（2025 年）9-45 頁など参照。また、従来の英国法に関する邦語先行文献は、主に定番の会社法教科書の関係箇所に沿って丁寧な解説を行うものであるが、教科書は常に穏やか・紳士的な書きぶりを心掛ける傾向があると見受けられる。より具体的には、その内容は、主に裁判例および公的文書（審議会資料やガイドラインなど）に基づいて、制度の趣旨と条文の解説を忠実に行い、論文の引用や自説の提示を控える傾向があるようみえる。実際に、本稿で引用した主要教科書の著者（Paul Davies、Eilís Ferran、Jennifer Payne、Eva Micheler など）は、教科書と論文での記述のニュアンスが若干異なる。そのため、本稿は、証券振替制度の視点も取り入れ、教科書以外の雑誌論文、単行本または国際的共同研究の論文集を中心にして、別の形で英国法の全体像を絵描いたい。

主名簿上の名義株主、(2) その指図権者、に分けて、実質株主確認制度の適用対象を定める⁽⁵²⁾。英国の法制度下で行われる調査の方法には、主に(a)先ず株主名簿上の名義株主から指図権者を聞き出してから、更に指図権者に質問すること、(b)指図権者と認定できる合理的な理由がある場合、直接に指図権者に質問すること、という二つの種類の運用があると思われる⁽⁵³⁾。多層保有構造の下で、株主名簿上の名義株主が指図権者を直接に把握しているとは限らないため、複数回の調査を行う必要があり、情報の遺取りに非常に時間を要する⁽⁵⁴⁾。一方、会社法制部会では、若干異なる立場を採り、上記の(a)のみを実施すると限定している⁽⁵⁵⁾。換言すれば、英国法のような広範囲的・模索的な照会（上記の(b)）は除外されている。

英国法における調査範囲がこれほど広範である理由は、英國 2006 年会社法 793 条⁽⁵⁶⁾が「株主」という概念

を採用せず、「現在または過去 3 年間に議決権株式に利害関係を有する者またはそのように信ずる合理的な理由のある者」にまで拡大しているためである。このような広い定義の下で、英國法では元株主まで含まれることになり、相対取引の取引相手に関する情報まで引き出せる可能性がある⁽⁵⁷⁾。また、請求できる情報については、株式に利害関係を有する者の身分と株式数だけでなく、当該株式に対する契約等の関係および共同保有者まで及ぶ⁽⁵⁸⁾。この点からすれば、英國の実質株主確認制度の「株式に対する利害関係」の概念は、英國の大量保有報告制度とは非常に類似しているようにみえる。

現行英國の大量保有報告制度は、2004 年の EU 透明性指令を勘案したうえで用語を調整したが⁽⁵⁹⁾、その源流たる 1967 年会社法 33 条は同様に「株式に対する利害関係」の概念を採用していた⁽⁶⁰⁾。実際に、実質株主確認制度を設置した 1976 年会社法

(52) 会社法制研究会・前掲注 17) 95-96 頁。

(53) 第二次株主権利指令 3a 条でも同様なやり方を行えるとする意見として、HANNE S. BIRKMOSE & KONSTANTINOS SERGAKIS, THE SHAREHOLDER RIGHTS DIRECTIVE II: A COMMENTARY 68 (2021).

(54) 会社法制部会・前掲注 37) 3 頁。

(55) 法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会「第 3 回会議 部会資料 3 部会資料 3 株主総会の在り方にに関する規律の見直しに関する論点の検討（1）」（2025 年 6 月 25 日）18-19 頁。

(56) Section 793 Notice by company requiring information about interests in its shares

(1) A public company may give notice under this section to any person whom the company knows or has reasonable cause to believe—

(a) to be interested in the company's shares, or

(b) to have been so interested at any time during the three years immediately preceding the date on which the notice is issued.

(57) DAME MARY ARDEN, et al., BUCKLEY ON THE COMPANIES ACTS 15TH EDITION (2021), para. 2775-2779.

(58) Paul Davies, *Investment Chains and Corporate Governance*, in INTERMEDIATION AND BEYOND 196-197 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2019).

(59) 2006 年会社法 1265 条参照。

(60) Section 33 Obligation of persons to notify company of acquisition, changes in amounts of, and disposal of shares in the company carrying unrestricted voting rights.

(1) Every such person as follows, namely.—

(a) a person who, being immediately before the occurrence of an event uninterested in

は、正に 1967 年会社法が創設した大量保有報告制度（消極的自主報告）の限界を意識したうえで、発行会社に株主の情報に関する調査権限を与えるとした（積極的照会調査）⁽⁶¹⁾。一方、英国法を多く参照した 2017 年の EU の第二次株主権利指令は、株主透明性の向上と議決権行使の促進を図り、一定の進展をもたらしうるであるが、各国の異なる概念の更なる調和が実現できなければ（特に、「株主」の概念⁽⁶²⁾）、その効果は限定的に留まる、と多くの論者から評価される⁽⁶³⁾。

そのため、何故、英國法は「株主」

の概念を採用せずに「株式に対する利害関係」の概念を利用するかは、まず確認しなければならない。

II 記名株式の保有

日本とは異なり、英國では全面的な株券不発行制度が採用されておらず、株券の保有と CREST（Certificateless Registry for Electronic Share Transfer）による保有との両方が共存している⁽⁶⁴⁾。株券の保有者は、発行会社の株主名簿に氏名が記載され、その記載を証明する

shares comprised in relevant share capital of a company to which this section applies, becomes, in consequence of the occurrence of that event, interested in shares so comprised of a nominal value equal to one tenth or more of the nominal value of that share capital, or, being immediately before the occurrence of an event, interested in shares comprised in relevant share capital of such a company of a nominal value less than one tenth of the nominal value of that share capital, acquires, in consequence of the occurrence of the event, such interests in shares comprised in that share capital as to increase the nominal value of all shares so comprised in which he is interested to one tenth or more of the nominal value of that share capital;

⁽⁶¹⁾ Department of Trade and Industry, Company Law Reform (1973 Cmnd. 5391), para. 5-8.

⁽⁶²⁾ 第一次株主権利指令における株主の概念について、See Antony Hainsworth, *The Shareholder Rights Directive and the Challenge of Re-Enfranchising Beneficial Shareholders*, 1 LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW 11, 16-18 (2007).

⁽⁶³⁾ Matteo Gargantini, *Barriers to Shareholder Identification and Entitlement, in ENFORCING SHAREHOLDERS' DUTIES* 222-223, 233-234 (Hanne S. Birkmose & Konstantinos Sergakis eds., 2019); BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 58; Eilís Ferran, *Shareholder Engagement and Custody Chains*, 23 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 507, 521-525 (2022); Klaus J. Hopt, *Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, 12 N.Y.U. J.L. & BUS. 139, 202-204 (2015); European Company Law Experts, *Shareholder Engagement and Identification* (2015), at 6-9. “The EU's rhetorical flourishes on shareholder voice and stewardship expose a large chasm between the rhetoric of declared objectives and likely eventual outcomes deriving the Directive as adopted and implemented.” Deirdre Ahern, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement: Rights Do Not an Engaged Shareholder Make*, 20 CAMBRIDGE YEARBOOK OF EUROPEAN LEGAL STUDIES 88, 93-96, 110, 114-115 (2018). See also Hanne Søndergaard Birkmose, *European Challenges for Institutional Investor Engagement- Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 11 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 214 (2014). 指令施行後の各加盟国の状況について、European Central Bank, *Corporate Events Compliance Report: 2024 Monitoring Exercise* (2024), at 119-138; European Securities and Markets Authority, *Report on Shareholder Identification and Communication Systems* (5 April 2017), at 10-17.

⁽⁶⁴⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 2.9-2.10; Digitisation Taskforce, *Digisation Taskforce- Interim Report* (2023), at 10-11.

証書を受け取り、その証書に基づいて株主権を行使する（2006年会社法113条）。株券の保有者は法的な所有者とみなされ、それゆえ、その株式に関連するすべての権利を行使することができ、発行者から直接に配当を受け取り、投票権を行使し、発行者に対するあらゆる請求権を行使することができる⁽⁶⁵⁾。2007年には、英國上場株式の約85%がCRESTを通じて保有されており⁽⁶⁶⁾、2020年まで、株券を保有している投資家は依然として延べ1,000万人程度がいる⁽⁶⁷⁾。

一方、2001年無券面証券に関する規則（The Uncertificated Securities Regulations 2001、以下「USR」という）⁽⁶⁸⁾の下で、株券の電子化保有は、
(1) CRESTの加入者になること、
(2)カストディアンなどの仲介機関を通じて保有すること、という二つの類型がある⁽⁶⁹⁾。

CRESTの加入者は常に銀行やカストディアンなどの金融機関であるが、個人でもCRESTの加入者になる

ことは可能である⁽⁷⁰⁾。金融機関以外の投資家がCRESTの直接な加入者になるためにCRESTスポンサーの選任が求められ（通常は金融機関）、CREST口座および有価証券は投資家の名義で記載されるが、口座の運用はスポンサーが行う⁽⁷¹⁾。但し、年間の利用料金は400～500ポンドで、保有資産50万ポンド以上と求められるため、この方法を利用する投資家は極めて少なく（2020年には、個人会員約4,200名、法人会員2,394名であった）⁽⁷²⁾、年々減少の傾向が見られる⁽⁷³⁾。そのため、仲介機関を通じる保有するには主流的な方法である。

世界各国の株券保有の法律構成について、主に以下二つの大きな類型に分類できる⁽⁷⁴⁾。第一に、最終口座保有者の権利を証券の法的所有権として特徴づけることを選択し、仲介機関は管理機能のみを担うモデル（個人（直接）所有モデルと潜在的な一部の共同所有モデル）である。

⁽⁶⁵⁾ Eva Micheler & Elena Christine Zaccaria, *Digitising the UK Securities Market: The Case against and a Proposal to Enfranchise Indirect Investors*, 83 THE CAMBRIDGE LAW JOURNAL 519, 522 (2024).

⁽⁶⁶⁾ Hainsworth, *supra* note 62, at 13; Jennifer Payne, *Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK*, in INTERMEDIATED SECURITIES: LEGAL PROBLEMS AND PRACTICAL ISSUES 194 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2010).

⁽⁶⁷⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 8.6.

⁽⁶⁸⁾ The Uncertificated Securities Regulations 2001, SI 2001 No 3755.

⁽⁶⁹⁾ Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 522-525; LOUISE GULLIFER & JENNIFER PAYNE, CORPORATE FINANCE LAW: PRINCIPLES AND POLICY 145 (Bloomsbury Publishing, 2015). 2000年代の状況に関する邦語文献として、森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題（3）」上智法學論集44巻4号（2001年）1-18頁参照。

⁽⁷⁰⁾ HM Treasury, *UK Secondary Capital Raising Review* (2022), at 10.23; Hainsworth, *supra* note 62, at 11.

⁽⁷¹⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 2.57.

⁽⁷²⁾ Id. at para. 2.58, note 65, 67.

⁽⁷³⁾ Digitisation Taskforce, *supra* note 64, at 14; Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 527-528.

⁽⁷⁴⁾ Hideki Kanda et al, UNIDROIT Legislative Guide on Intermediated Securities (2017), at 17; Victoria, *supra* note 44, at 56-57. 欧州の全体像について、Habib Motani, *The Proposed EU Legislation on Securities Holding*, in INTERMEDIATED SECURITIES: LEGAL PROBLEMS AND PRACTICAL ISSUES 65-89 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2010).

第二に、最終口座保有者の所有権が証券自体ではなく、派生的な権利に留まるものである（信託モデル、証券権限モデルまたは共有モデル）。仲介機関および振替機関は有価証券に対する所有権を持たない例としては、フランス、スペイン、イタリア、北欧諸国、日本などが挙げられる⁽⁷⁵⁾。それに対して、英国を含むコモン・ローの国では信託モデルを採用しており、仲介機関が株券の所有権を有する⁽⁷⁶⁾。

仲介機関を経由する保有は、(1) 決済の効率性を高めることができる、(2) 規模の経済性により、最終投資家のコストの削減が達成される可能性があること、(3) 仲介業務により、最終投資家は、他の多数の管轄区域の企業や仲介機関とのつながりを確立し維持するための管理上の負担を負うことなく、単一の仲介機関を通じて、多様かつ国境を越えたポートフォリオ全体を保有することができること、などの利点を有し

ている⁽⁷⁷⁾。一方、証券決済制度自体が上述の機能を有しているにもかかわらず、匿名性を求める投資家の需要も存在しているため⁽⁷⁸⁾、下記の問題点が惹起される。

III 名義株主と実質株主による株主権の行使

英國会社法における株主の認定は、厳格的な形式主義を採用しており、具体的には下記の二点に反映されている。第一、2006年会社法は、「株主（shareholder）」ではなく⁽⁷⁹⁾、「構成員（member）」⁽⁸⁰⁾という概念を利用しておらず、株主名簿に記載されている者のみ株主としての権利を行使できる⁽⁸¹⁾。第二に、信託、明示または黙示等保有関係を株主名簿だけでなく（2006年会社法126条）、CRESTの登記簿での記載もできない（USR第23条3項）⁽⁸²⁾。発行会社と実質

(75) Victoria, *supra* note 44, at 57.

(76) Victoria, *supra* note 44, at 63; BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 56; GULLIFER & PAYNE, *supra* note 69, at 147.

(77) Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Conclusion*, in INTERMEDIATION AND BEYOND 361-363 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2019); Enriques, et al., *supra* note 32, at 714; Ferran, *supra* note 63, at 513; Shareholder Voting Working Group, Shareholder Proxy Voting: Discussion Paper on Potential Progress in Transparency (2015), 30-31; Hainsworth, *supra* note 62, at 12; SIEMS, *supra* note 44, at 142.

(78) Law Commission, *supra* note 34, at para. 8.65.

(79) 一方、実質株主による議決権行使の促進を検討する Shareholder Voting Working Groupは、「株主（shareholder）」の概念を使う。Shareholder Voting Working Group, *supra* note 77, at 3.

(80) Section 112 The members of a company

(2) Every other person who agrees to become a member of a company, and whose name is entered in its register of members, is a member of the company.

(81) Richard C. Nolan, *Indirect Investors: A Greater Say in the Company*, 3 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 73, 77-79 (2003). See also J Sainsbury plc v O'Connor (Inspector of Taxes) [1991] 1 WLR 963 at 977 (Nourse LJ): "There is no difficulty in ascertaining the legal ownership of shares, which is invariably vested in the registered holder".

(82) See also The Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008 No 3229, regulation 4, Schedule 3, article 45: Except as required by law, no person is to be recognised by the company as holding any share upon any trust, and except as otherwise

株主との間には直接に事実上なんの関係もなく、実質株主が会社に影響を及ぼすことができる以下の手段は、いずれもその投資家（実質株主）と株式の法的所有者（仲介機関）の関係に依存しており、これらは主に契約法および信託法の問題であり、会社法の問題ではない⁽⁸³⁾。この制度は、所有権の確実性と譲渡の確実性に着眼し、株式市場における株式の効率的な移転を重視する産物と評価される⁽⁸⁴⁾。

CREST を通じて保有される記名株式の登録は Euroclear UK & International (EUI) によって管理され、法的所有権を記録し、その記録が義務付けられている事項の第一義的証拠となる (USR 第 24 条)。さらに、サブ・カストディアンに関する情報を受け取ることは重要であるが、EUI の利用規約では、仲介機関はその下位の仲介機関の顧客に関する情報を受け取る権利を有しておらず、それを調査する義務も負わない⁽⁸⁵⁾。登録に裏付けとなる実質的所有権の詳細を含めることは認められず

required by law or the articles, the company is not in any way to be bound by or recognise any interest in a share other than the holder's absolute ownership of it and all the rights attaching to it.

⁽⁸³⁾ Nolan, *supra* note 81, at 79-80; Richard C. Nolan, *Shareholder Rights in Britain*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 549, 570-71 (2006); Gargantini, *supra* note 63, at 222. 2000 年代の状況に関する邦語文献として、森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題 (2)」上智法學論集 44 卷 3 号 (2001 年) 35-81 頁；森下哲朗「国際証券決済法制の展開と課題」上智法學論集 47 卷 3 号 (2004 年) 10-12 頁。

⁽⁸⁴⁾ Payne, *supra* note 66, at 195-196.

⁽⁸⁵⁾ Eva Micheler, *Custody Chains and Remoteness: Disconnecting Investors from Issuers*, SRC DISCUSSION PAPER NO. 14 (2014), at 14.

⁽⁸⁶⁾ Davies, *supra* note 58, at 188; Ferran, *supra* note 63, at 521-522. 実質株主による少数株主権の行使が棄却された事例として、*In re DNick Holding plc; Eckerle and others v Wickeder Westfalenstahl GmbH and another* [2013] EWHC 68 (Ch), [2014]. See also Micheler, *supra* note 85, at 16-18; Eva Micheler, *Building a Capital Markets Union: Improving the Market Infrastructure*, 17 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 481, 485 (2016); Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 524-525, 548.

⁽⁸⁷⁾ Department for Business Innovation and Skills, *Exploring the Intermediated Shareholding Model*, BIS Research Paper 261 (2016), at 95-96.

⁽⁸⁸⁾ Ferran, *supra* note 63, at 522.

(USR 第 23 条 3 項)、最終投資家（実質株主）の身元は、通常、発行会社には知らされず、会社に対して「株主」としての権利を正式に主張できるのは、株主名簿に記載された者（構成員）のみである⁽⁸⁶⁾。換言すれば、日本とは異なり、英国の制度では、CREST の直接加入者でなければその情報は株主名簿に記録されない。そのため、発行会社にとっては、2006 年会社法 793 条に基づく照会が行われない限り、その保有比率上位の実質株主が誰であるかを知ることはできない⁽⁸⁷⁾。

批判的な意見もあるけれども⁽⁸⁸⁾、この形式主義的な考え方の根強さを表すもう一つの具体例として、2020 年に英国が EU の第二次株主権利指令を国内適用にするにあたっては、2006 年会社法 793 条の実質株主調査制度ではなく、同法 113 条に基づく株主名簿の管理（構成員の管理）は指令 3a 条（株主の識別）の同等措置に該当することをもって、法改正の

必要はないと明言し⁽⁸⁹⁾、一貫して形式主義を採用している。言い換えれば、英国政府は名義株主の管理が指令の要求を満たすのに十分であり、実質株主確認制度のさらなる改正は不要と判断したのである。これは、欧州各地における株主概念の差異が指令の効果を大幅に弱める可能性があることを示している。

このような実質株主ではなく会社の構成員に焦点を当てる方針により、2006年会社法および会社の定款に定められた特定の権利は、一定の手続きが取られない限り、株券の保有者およびCRESTの直接加入者のみが行使できることになる⁽⁹⁰⁾。2000年代の数多くの検討を重ねた結果として、現行2006年会社法の下で、実質株主による株主権の行使を可能に手段については、以下の五つの選択肢が存在している⁽⁹¹⁾。

第一に、名義株主は、2006年会社法324条に基づき、実質株主を代理人に任命し、各代理人が異なる株式

に付随する権利を行使するために任命されることを条件に、名義株主は複数の代理人を任命することができる。但し、個人投資家の利用は殆どなく、機関投資家にとっても、仲介機関からの連絡は遅く（常に総会までの数日前）、検討期間の確保および高額費用の負担、などの問題点がある⁽⁹²⁾。個人投資家が代理人として総会に出席することを認める委任状に20ポンドの手数料を仲介機関に請求されたと報告される⁽⁹³⁾。

第二に、名義株主は、2006年会社法第九編（145～153条）に基づき、実質株主に議決権の行使と情報の受領を委任することができる⁽⁹⁴⁾。2006年会社法145条1項によると、会社の定款により、構成員が享受できるすべての権利または特定の権利を第三者に指名できるが、発行会社にとって管理のコストが高いため、このような定款の運用は乏しいと指摘される⁽⁹⁵⁾。

第三に、実質株主は、内部の契約

(89) “No action is necessary to give effect to Article 3a. In the UK the shareholder is the person registered as the member in the company’s register of members required to be held by a company under section 113 of the Companies Act 2006 for certificated shares..... An intermediary is not engaged in the UK’s legal framework as a conduit between the company and its shareholders for the purposes of identifying the shareholder. This means that no action is necessary to give effect to paragraphs 2 to 6.” Transposition Note to The Companies (Shareholders’ Rights to Voting Confirmations) Regulations 2020, SI 2020 No. 717. このやり方は、明らかに第二次株主権利指令3a条に違反するわけではないとする意見として（消極）、BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 59.

(90) Ferran, *supra* note 63, at 521-522; Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 524; Guy Morton, *Historical Introduction: The Growth of Intermediation and Development of Legal Analysis of Intermediated Securities*, in INTERMEDIATION AND BEYOND 27-28 (Louise Gullifer & Jennifer Payne eds., 2019).

(91) Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.17; Micheler, *supra* note 85, at 11-15; Hainsworth, *supra* note 62, at 13-15; Payne, *supra* note 66, at 197-207.

(92) Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 534.

(93) Law Commission, *supra* note 34, at para. 3-91.

(94) 2000年代に会社法の改正を訴えた意見として、Nolan, *supra* note 81, at 80-84. 改正の過程およびその内容の解説について、Paul Davies & Jonathan Rickford, *An Introduction to the New UK Companies Act: Part II*, 5 ECFR 239, 240-248 (2008).

(95) Law Commission, *supra* note 34, at para. 1.25, 3-34; Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 534.

関係に基づいて名義株主に特定の方法で議決権を行使するよう指示することができる。カストディアン保有関係について、判例法の下では信託関係と理解され⁽⁹⁶⁾、株券の所有権は名義株主に帰属し、実質株主は株券に対する経済的な利益しか有しない⁽⁹⁷⁾。この内部の契約関係について、実際に仲介機関の定型約款にそのまま同意するが多く、当事者が個別に契約条件を交渉することは殆どない⁽⁹⁸⁾。これらの定型的な取引条件は、実質株主が仲介機関に議決権行使を指示する権利を制限する可能性があり、議決権行使の権利の行使に条件（拒否するか、手数料の支払いを応じる）を課すこと可能性もある⁽⁹⁹⁾。このような株式の経済的利益と議決権が分離可能であるという事実は、議決権を有する者には行使するインセンティブがなく、一方、経済的利益を有する者には議決権がないという状況を生じさせる⁽¹⁰⁰⁾。

第四に、名義株主は、1998年個人貯蓄口座規則（ISA規則）⁽¹⁰¹⁾に従って実質株主に議決権行使させるよう手配できる。但し、ほとんどの個人投資家はこれらの権利について認識しておらず、ISAの管理者も投資

家に知らせることではなく、通常は提供されず、提供に対する抵抗感があると指摘される⁽¹⁰²⁾。

第五に、実質株主は、発行会社が提供する商業ソリューション、すなわち企業スポンサー付きノミニーの形で権利行使することができる。このようなアプローチは、発行会社の株主名簿に多数の株券直接保有の株主がいる場合など、限られた状況でしか採用されていない⁽¹⁰³⁾。この場合、商業ソリューションの利用費用は発行会社の負担になるため、通常の場合、発行会社にとって利用の意欲は乏しい⁽¹⁰⁴⁾（大株主や主要機関投資家のみで普通決議や特別決議の可決要件を確保しにくい場合なら意欲があるかもしれない）。一方、自分の都合でカストディアンを利用した実質株主がその権利行使のコストを発行会社（全株主）に転嫁することの合理性も深く検討すべきと指摘される⁽¹⁰⁵⁾。

上記の説明のように、実質株主による権利行使は可能であるが、行使コストまたは経済的な誘因などの理由により、実質株主にとってその意欲はそれほど高くではなかったと指

⁽⁹⁶⁾ *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration)* [2012] EWHC 2997 (Ch) at [163].

⁽⁹⁷⁾ Ferran, *supra* note 63, at 519; Davies, *supra* note 58, at 193.

⁽⁹⁸⁾ Ferran, *supra* note 63, at 513; Micheler, *supra* note 85, at 14.

⁽⁹⁹⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 3-42; Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 532. 名義株主に対する実質株主の権利行使請求が拒絶された事案として、Various Claimants v G4S Plc [2023] EWHC 2863 (Ch). See also Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 525.

⁽¹⁰⁰⁾ Hainsworth, *supra* note 62, at 13; Payne, *supra* note 66, at 194-195. 米国法上の議論について、Kahan & Rock, *supra* note 23, at 1263-1267.

⁽¹⁰¹⁾ Individual Savings Account Regulations 1998, SI 1998 No 1870, regulation 4(d).

⁽¹⁰²⁾ Law Commission, *supra* note 34, para. 3-49.

⁽¹⁰³⁾ *Id.* at para. 3-54.

⁽¹⁰⁴⁾ Shareholder Voting Working Group, *supra* note 77, at 12.

⁽¹⁰⁵⁾ Nolan, *supra* note 81, at 80, 86-87; Micheler, *supra* note 85, at 21-22.

摘される⁽¹⁰⁶⁾。また、仲介機関の一部は、議決権を行使することや、実質株主に議決権を行使させることを望んでおらず、実質株主が議決権行使について指示しようとしても、その指示が仲介機関の議決権行使方針と一致しない限り、仲介機関が妨害することが「ほぼ常に実際に見られる」といわれる⁽¹⁰⁷⁾。

IV 制度改正上の課題

発行会社の経営者の立場からは、株主の権利行使を促進する政策は必ずしも歓迎されるとは限らない⁽¹⁰⁸⁾。2020年に Law Commission は、EU の第二次株主権利指令の趣旨を参照したうえで、中長期的に現行会社法の「構成員」制度を撤廃して直接に実質株主にも株主名簿に登記できるような制度設計を提案したが⁽¹⁰⁹⁾、(1) システムの開発コスト負担、(2) 海

外にいる最終投資家の身分の確認コスト、(3) 仲介機関の既存利益、(4) 信用取引や高頻度取引への影響、などの課題は証券市場の関係者から懸念されている⁽¹¹⁰⁾。加えて、CREST 上の情報交換コストとして、一つのアカウントの一回の情報送信を行うたびに、0.3 ポンドが徴収されるため、制度の設計上、特に発行会社の観点からすれば、情報更新の回数とタイミングを配慮する必要がある⁽¹¹¹⁾。

その後、2023 年の Digitisation Taskforce は、証券の全面不発行・電子化、株主に関する情報交換の強化、情報交換費用負担の合理化、発行会社と株主との間の電子的意見交換の促進、分散型台帳技術の導入⁽¹¹²⁾、などの提言を行い、2024 年内に最終報告書を出すと予告したが⁽¹¹³⁾、現時点、T+1 以外の新しい進展⁽¹¹⁴⁾は見当たらない。

実際に、株主透明性および株主権行使の全面的な向上に関する議論は、2000 年代以降数多くの議論⁽¹¹⁵⁾がな

(106) The Investment Association, Corporate Governance Reform Green Paper – The Investment Association’s Response (2017), at 11-12; Law Commission, *supra* note 34, at para. 3-56, 3-61; Ferran, *supra* note 63, at 512-513.

(107) The Investment Association, *supra* note 106, at 11-12; Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.62-3.65. また、Jennifer Payne 教授は、仲介機関の機能とその権利行使について、以下の 2 つの観点から分析した。第一に、仲介機関自身に議決権行使のインセンティブがある。第二に、仲介機関は、他者のために株式やその他の証券を保有しているだけで、議決権を行使する動機が乏しい。Payne, *supra* note 66, at 194-195.

(108) Hainsworth, *supra* note 62, at 19.

(109) Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.118-3.123.

(110) *Id.* at para. 8.47-8.51, 8.75.

(111) Shareholder Voting Working Group, *supra* note 77, at 11.

(112) 分散型台帳技術の運用に関する法改正の提言について、See Law Commission, Decentralised Autonomous Organisations (DAOs): A scoping paper (2024).

(113) Digitisation Taskforce, *supra* note 64, at 2-3.

(114) The Accelerated Settlement Taskforce Technical Group, UK Implementation Plan for First Day of Trading for T+1 Settlement– 11th October 2027, (2025).

(115) Financial Markets Law Committee, Issue 3 – Property interests in investment securities (July 2004); Law Commission, The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities: Interim Advice (October 2006); Law Commission, The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities: Updated Advice to HM Treasury (May 2007); Law Commission, The UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities: Further Updated Advice to HM

されており、業界団体からはこれら の問題を解決することを約束したが、 ソフトロー（CG コードと SS コード⁽¹¹⁶⁾）では一定の進展があるけれども、実定法上の改正は依然として限 定的に過ぎず、その理由は、金融業 界における複雑な利害関係状況にあ ると指摘される⁽¹¹⁷⁾。その具体例と して、1980 年代の電子決済システム に関する議論がなされた時に、ロン ドン証券取引所とその会員は、それ ぞれのニーズと関心に適うシステム の開発を試みたが、既存の市場参加 者の既得権益との関係で失敗になり、 1993 年にはイングランド銀行が改 革プロセスを引き継ぎ、1996 年 7 月 15 日に稼働を開始した現在の決済 システム CREST を導入した⁽¹¹⁸⁾。そ のため、2006 年以降、市場構造がさ

らに仲介機関に傾いているため、近 時の Digitisation Taskforce が市場原 理に委ねて改善を達成しようとする 提案は、やや楽観的であると指摘さ れる⁽¹¹⁹⁾。

保有構造の複雑化により、仲介機 関が手数料を得る新たな機会が生ま れ、この複雑性により、仲介機関が 取引で得ている手数料の全容も把握 されにくく、仲介機関にとっては、 透明性の低い、つまりより複雑な取 引や市場構造を好む可能性がある⁽¹²⁰⁾。競争の欠如が、投資家や発行者 により良いサービスを提供するビジ ネスモデルを開発するサービスプロ バイダーの能力を損なっているため、 金融業界の独占状況調査および立法 による改善が強く訴えられる⁽¹²¹⁾。 そのため、株主の全面的透明性の推

Treasury (May 2008); Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries* (2014); Department for Business Innovation & Skills, *Exploring the intermediated shareholding model*, Research Paper No 216 (2016).

⁽¹¹⁶⁾ 現在の 2006 年会社法 1277～1280 条の下で、財務省または国務大臣は、機関投資 家に対し、議決権の行使に関する情報を提供するよう、規則で定めることができる が、この権限は未だに行使していない。実際に、2006 年の会社法改正では、仲介機 関や機関投資家に議決権の行使および行使結果の開示を義務付けるという Company Law Review Steering Group の提案が、業界団体から強い反対を受けた。Jennifer Payne 教授は「これは現在、主に自主規制によって対処されている問題であり、この点につ いて、市場原理が強制的な規則の代替手段として十分であるかどうかはまだ不明である」と評価した。Payne, *supra* note 66, at 210-212. See also, Eilís Ferran, *The Role of the Shareholder in Internal Corporate Governance: Enabling Shareholders to Make Better-Informed Decisions*, 4 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW (EBOR) 491, 511-512 (2003); Klaus Ulrich Schmolke, *Institutional Investors' Mandatory Voting Disclosure: The Proposal of the European Commission against the Background of the US Experience*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 767, 800-803 (2006).

⁽¹¹⁷⁾ Micheler & Zaccaria, *supra* note 65, at 535. See also Davies, *supra* note 58, at 210- 213. 証券仲介業者の利益団体が欧州の株主権行使促進の立法手続に与えた影響につ いて、Michael C. Schouten, *The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe*, 16 COLUM. J. EUR. L. 1, 4-5 (2009); Commission Staff Working Document, Initial Reflections on the Obstacles to the Development of Deep and Integrated EU Capital Markets, Accompanying the Document Green Paper: Building a Capital Market Union, Brussels 18 Feb 2015, COM (2015) 63 final (CMU Staff Document), at 15. 米国の場合に ついて、Kahan & Rock, *supra* note 23, at 1272-1273, 1279 (2007).

⁽¹¹⁸⁾ Micheler, *supra* note 85, at 27; Micheler, *supra* note 86, at 494.

⁽¹¹⁹⁾ Micheler, *supra* note 86, at 535.

⁽¹²⁰⁾ Kathryn Judge, *Intermediary Influence*, 82 U. CHI. L. REV. 573, 627 (2015).

⁽¹²¹⁾ Micheler, *supra* note 86, at 520-522. 利害関係者が政策作成に与える影響を経済 モデルで示すものとして、Lucian A. Bebchuk & Zvika Neeman, *Investor Protection and*

進は、利害関係者の状況の吟味する必要があり、そうしなければ、改革の目標は実現しにくいように思われる。

(二) 実質株主確認制度の位置付け

I 実質株主確認制度の機能

実質株主確認制度が策定された背景について、英国の政策立案者たちは、第二次世界大戦以来、企業の戦略を支配または影響する可能性を持つ人物の身元を特定することに懸念を抱いており、仲介機関・名義株主のシステムが、企業に対する潜在的な影響力を隠そうとする人物によって利用される可能性があるという懸念から推進されてきた⁽¹²²⁾。実質株主調査の結果は、特定時点のものに過ぎず、株主総会の結果の予測に一定の乖離は生じうるが、発行会社にとっては経営陣に対する反対票を早期に特定し、早い段階で対応を図ることができる⁽¹²³⁾。英国 2006 年会社

法 808 条・811 条の下で、調査結果は実質株主名簿に登録され、通常の株主名簿と同様に一般の閲覧・謄写に供される⁽¹²⁴⁾。実質株主の氏名と住所が社外に公開されることで、株主間の非公式な連携の調整が容易になり、投資家の発言力が強化されてより良い企業統治につながる可能性がある⁽¹²⁵⁾。また、発行会社にとって自社株式に影響を与えるインサイダー取引行為の発見に役立つこともある⁽¹²⁶⁾。

一方、この制度は、企業統治の促進を前提とすべきであり、その運用次第、強制公開買付およびアクティビストのエンゲージメント活動の発生確率を低下させる可能性もある⁽¹²⁷⁾。第二次株主権利指令は英國法と同様に、発行会社は株主調査手続きを開始する理由を説明する必要はないため、表向きの制度趣旨は株主の権利行使や株主と企業の対話を促進するために直接連絡を取る目的でのみ処理できると正式に規定されているが、実質的には単に早期に自社の株式に投資している人物を特定するツールとして利用するという「眞の目的」は簡単に隠蔽できてしまう

Interest Group Politics, 23 THE REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 1089 (2010).

⁽¹²²⁾ Davies, *supra* note 58, at 193.

⁽¹²³⁾ Shareholder Voting Working Group, *supra* note 77, at 11-12. See also BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 51.

⁽¹²⁴⁾ Thomson Reuters や Factset Lionsharesなどの業者は、閲覧請求を行い、それによって独自のデータベースを構築・販売していると報告される。有限責任あずさ監査法人「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方及び企業会計・開示に関する調査研究」報告書」(2017年3月31日) 30頁。

⁽¹²⁵⁾ Enriques, et al., *supra* note 32, at 726-727. 英国とイタリアでは、投資家は発行会社が収集した情報に制限付き(または制限なし)でアクセスできるが、フランスでは株主総会前の15日間の短期間のみ実質株主情報にアクセスでき、ドイツでは情報アクセス権が認められていない。BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 62; Gargantini, *supra* note 63, at 233-234.

⁽¹²⁶⁾ Enriques, et al., *supra* note 32, at 729-730.

⁽¹²⁷⁾ Davies, *supra* note 58, at 197-198. 支配権移転中立性の観点に基づいて、制度自体の運用は強制すべきではなく、定款で決めるべきとする意見として、Enriques, et al., *supra* note 32, at 733-34, 738.

(¹²⁸)。その結果として、(1) 発行会社が株主識別情報を利用して株主との関わりをより困難にする可能性があること、(2) 株主が必要なときにこれらの権利行使の恩恵を受けられない可能性があること、という問題が指摘される(¹²⁹)。

英国の機関投資家の実情を踏まえると、株主透明性の向上は、(a) 発行会社による機関投資家に対するエンゲージメントの促進、(b) 機関投資家による協調行動の促進、などの企業統治上の利点をもたらす可能性があるけれども、(a)「発言力」のある株式ブロックを構築するために必要な大規模機関投資家の数は比較的小数であり、また、(b) ロンドンに機関投資家や資産運用会社が地理的に集中していること、それによって非公式な情報ネットワークが形成されていることを考えると、開示内容が機関投資家間の調整コストを有限的にしか削減しないのではないかという疑問が生じる(¹³⁰)。実際に、所有構造が分散している企業でも、企業と日常的にやりとりを行う上位 20～25 名の株主は常に把握されており、これらの株主は、発行済み株式の 70～85%を占めることが多く、株主総会にも頻繁に参加し、議決権を行使している(¹³¹)。株式の保有チーン全体を通じて調査を実施するのは、関係者全員にとって、事務負担

は膨大で費用もかさみ、特に株主の参加を促す結果になるとは限らず、デリバティブなどの手段を利用して身を隠す者を完全に阻止することもできないと指摘される(¹³²)。

邦語先行研究(¹³³)および会社法制部会の B 案に関する議論(¹³⁴)は、主に支配権争いに関する潜在的な敵対的買収者やアクティビストを見つけることに着目しているが、2000 年代以降英国の両コードの策定、および、ロンドンの City の独特的な金融コミュニティの存在も併せて考慮すれば、英國法における実質株主確認制度は、同時に友好的株主の状況を確認すること機能も有していると思われる。発行会社が日常的にやりとりで特別決議を可決しやすい保有比率を満たす上位 20～25 名の株主との連絡を確保すれば、高額のコストをかけて残りのほんの一部の株主の素性を探り出す必要性も自然に低下する。

一般論として、取引活動の完全な開示は、投資家にとって間違いなくコストがかかり、(1) 開示活動に伴う法令遵守のコスト、(2) 取引戦略漏洩のリスク、(3) 法的責任の成立リスク、という三つのデメリットを惹起するおそれがある(¹³⁵)。同時に、情報開示範囲の拡大は、必ずしも市場効率性の向上に繋がるとは限らない。そのため、株主透明性の向上を

(¹²⁸) Ferran, *supra* note 63, at 527; European Company Law Experts, *supra* note 63, at 6-7.

(¹²⁹) European Company Law Experts, *supra* note 63, at 6-7.

(¹³⁰) Davies, *supra* note 58, at 199.

(¹³¹) European Company Law Experts, *supra* note 63, at 7.

(¹³²) *Id.* at 7-8.

(¹³³) 北村ほか・前掲注 26) 4-14 頁；坂東・前掲注 51) 75-77、86-87 頁。

(¹³⁴) 会社法制部会・前掲注 12) 3 頁〔宇野直紀発言〕。

(¹³⁵) Enriques, et al., *supra* note 32, at 729; BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 48.

検討するにあたって、費用と便益を適切に釣り合う形で策定されるべきであるため、既存制度の現状を確認する必要がある。

II 実質株主確認制度の非効率性

英国の制度について、以下の三つの潜在的問題点があると指摘される⁽¹³⁶⁾。第一に、最終投資家の連絡先情報の提供を義務付けていないため、発行会社は最終投資家の氏名のみに即座に入手できる可能性がある⁽¹³⁷⁾。法人または機関投資家の場合は他の手段があるが、個人の場合は直接に連絡できない可能性がある。仲介機関が最終投資家の連絡先情報の提供を拒否することがあると聞いているが、これは投資家の個人情報の保護を考慮した措置である可能性があると指摘される⁽¹³⁸⁾。UK Shareholders' Association と UK Individual Shareholders Society は、書簡のやり取りだけで、株式の所有者を特定する方法や書式で情報を取得することは「ほぼ不可能」であると述べる⁽¹³⁹⁾。第二に、商業ソリューションは、「ある時点における所有者の一覧」のみを提供しているため、取引の頻度に

よって実質株主の一覧が大幅に変更される可能性がある。また、これは企業にとってコストのかかる管理上の負担だけでなく、情報の正確性も担保されていない⁽¹⁴⁰⁾。第三に、2006年会社法 793 条と 803 条に基づく権限の行使を発行会社に要求できるのは、その発行会社の構成員のみであり、最終的な投資家には、発行会社に株主権としての実質株主確認制度の行使を要求する権利はない。

上記の一つ目の問題について、2022 年の UK Secondary Capital Raising Review は、個人投資家による資金調達（募集株式の割当）を促進するために、2006 年会社法 793 条の内容を拡充し、(1) 電子通信手段（最低でも電子メールアドレス）の開示、(2) 発行会社が CSD 以外の第三者に情報請求の権限を委任できる正式な仕組み、などの内容を提案した⁽¹⁴¹⁾。二つ目および三つ目の問題について、Law Commission は、(a) 通信技術の変革がなければ対処にくい、(b) 2006 年会社法 793 条の発動を実質株主まで拡大しても、事前に実質株主の身分を確認しなければならない、などの課題があると述べる⁽¹⁴²⁾。

更に、もう一つ悩ましい課題とし

⁽¹³⁶⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.130-3.132.

⁽¹³⁷⁾ 実質株主確認制度の開示請求内容について、統一的なフォームはないけれども、1985 年会社法の下で Department of Trade and Industry はモデル書式（Companies Act 1985 - Model 212 Notice）を提供していた。それに対して、第二次株主権利指令では、住所の開示は任意である。BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 63.

⁽¹³⁸⁾ Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.132.

⁽¹³⁹⁾ *Id.* at para. 3.132.

⁽¹⁴⁰⁾ BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 62.

⁽¹⁴¹⁾ HM Treasury, *supra* note 70, at 9.56. See also Law Commission, *supra* note 34, at para. 3.134.

⁽¹⁴²⁾ *Id.* at para. 3.133-3.136.

て、その運用の内容は発行会社が各名義株主に対して個別の問い合わせを行うため⁽¹⁴³⁾、コストの高さおよび効率性の低さが露呈している。特に、後述のように、CSD 経由の集中型ではなく⁽¹⁴⁴⁾、分散型を採用する英國制度において⁽¹⁴⁵⁾、名寄せは行いにくいため⁽¹⁴⁶⁾、発行会社は高額な費用だけでなく、無効率的に多くの情報照会を行わなければならない。過去、大量保有報告制度と実質株主確認制度の適用対象を Contracts for Difference まで拡大しようとする検討において、英國の仲介機関は、既に頻繁的に発行会社から株主調査の照会を受けており（“routinely bombarded”）、これ以上の適用範囲の拡大に反対意見を提示した⁽¹⁴⁷⁾。

図表 1

調査コストと個人情報の保護との両者への配慮として、第二次株主権利指令 3a 条は保有比率 0.5%以下の除外可能の基準を採用しているが⁽¹⁴⁸⁾、大半の加盟国はこの保有比率

除外基準を採用していない⁽¹⁴⁹⁾。その理由は、実際に調査は行わないと、実質株主の保有比率が 0.5%以下であるか否かは自明ではないため、保有比率の除外基準を設置すると制度趣旨の達成は出来なくなる恐れがある⁽¹⁵⁰⁾。例えば、図表 1 のように、通常の場合、調査は保有比率が高い名義株主から始まるため、名義株主 A、B、C を順番で調査するだけでは、実質株主 a に対して他の保有部分を有しているか否かの判断はできず、特に名寄せは手間がかかるため、実質株主 a の本当の保有状態を見落す可能性がある。

III 少数株主権としての機能および隣接制度との関係

今まで実質株主確認制度は、主に発行会社の立場に基づいて好ましくない者を早期に発見するという形で利用されているが、実際に他の機能も備えている。

⁽¹⁴³⁾ Computershare, Transparency of Share Ownership, Shareholder Communications and Voting in Global Capital Markets (2015), at 20.

⁽¹⁴⁴⁾ 第二次株主権利指令の下で何れの採用も可能である。BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 64-70.

⁽¹⁴⁵⁾ ドイツでも、発行会社が自ら情報収集を行うが、イタリアでは、CSD を経由して行われる。一般論としては、分散型より集中型のコストが低い。Gargantini, *supra* note 63, at 231-233. また、ドイツの場合、効率的な調査を図るために、発行会社は常にその調査を仲介機関に委託すると報告される。会社法制部会・前掲注 8) 23 頁注 45。ドイツにおける実質株主データのイメージについて、内閣府「第 3 回 スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ 参考資料 欧州における実質株主透明化のプラクティスについて」(2025 年 3 月 25 日) 4-6 頁。

⁽¹⁴⁶⁾ 様式はカストディアンによって異なり、情報を整理・分析しなければそのままでの使用は難しいとの指摘として、有限責任あずさ監査法人・前掲注 124) 29 頁。

⁽¹⁴⁷⁾ FSA, Disclosure of Contracts for Differences, CP 07/20, November 2007, at 14.

⁽¹⁴⁸⁾ BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 59-60.

⁽¹⁴⁹⁾ ESMA, National Thresholds for Shareholder Identification under the Revised Shareholder Rights Directive (31 August 2020).

⁽¹⁵⁰⁾ PETER KINDLER & JAN LIEDER, EUROPEAN CORPORATE LAW: ARTICLE-BY-ARTICLE COMMENTARY 847 (Bloomsbury Publishing. 2022); BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 60.

第一に、2006年会社法803条2項によると、保有比率10%以上の構成員も調査の発動を要求できる。1976年にこの制度が導入された背景として、(1) 経営効率の向上と経営者・支配株主の不正行為に対する防御の手段として、情報開示の必要性に対する認識が増大してきたこと、(2) 商事犯罪及び不正行為を摘発するための仕組みは、今でも多くが不十分であること、などの理由が取り上げられた⁽¹⁵¹⁾。支配株主がノミニーを通じて自分の存在を隠すことはできるため、経営責任の所在を明確にするために少数株主権にする必要があり、その後の1981年会社法76条1項の改正によって追加された⁽¹⁵²⁾。

第二に、2015年新設の実質支配権登録制度は、主にFinancial Action Task Force (FATF)への対応⁽¹⁵³⁾として説明されているが、もう一つの重要な機能は、現行の英國法の下で、株主名簿だけでは直ちに会社の支配権の所在を判別できるとは限らないため、たとえ株主名簿上の構成員でなくとも、(1) 実質支配権者名簿を通じて株式の25%超を直接的または間接的に保有している者、(2) 取締役会構成員である取締役の過半数を選任または解任する権利を、直接的・間接的に保有する者、(3) 重要な影響または支配 (significant

influence or control) を行使する権利、または実質的に行使する権利を有する者などの記載を求めることができるということである。この制度が完全に実施されれば、全ての会社の究極的な支配権者は自然人レベルまで追跡できる⁽¹⁵⁴⁾。

図表2

例えば、図表2のように、一見、発行会社の支配株主は法人Aに見えるが、もし個人株主Zが同時に法人a～d背後の実質支配権者であれば、個人株主Zが法人Bと法人Cの実質支配権者であることは両法人の株主名簿から直接に察知できないだけではなく、法人Bと法人Cも自ら実質株主確認制度を発動して自分の支配権者を明確にする意欲がないはずである。法人Bと法人Cは他人のために株式を保有しているわけではなく、その経営陣が個人株主Zの支配下にあり、その意向に従って議決権を行使しているだけである。したがって、個人株主Zは法人Bと法人Cが保有する発行会社の株式の実質株主には直接に該当しない。この点について、2006年会社法823条1項はみなし保有者の要件を設けているが⁽¹⁵⁵⁾、実質株主確認制度の下で、法人

(151) Department of Trade and Industry, *supra* note 61, at para 5-8.

(152) 欧州大陸においてイタリアでは少数株主権として認められているが、フランスやドイツなど他の国では認められていない。BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 62.

(153) Prime Minister's Office, G8 Action Plan Principles to Prevent the Misuse of Companies and Legal Arrangements (18 June 2013).

(154) 2023年経済犯罪及び企業透明性法の成立に伴い、発行会社の調査権限および報告要件などが一層強化されている。法改正の概要について、Companies House, Economic Crime and Corporate Transparency Act 2023: Factsheets (29 February 2024).

(155) (a) 当該団体またはその取締役が、その者の指示または命令に従って行動することを慣行としている場合、または(b) その者が、当該団体の総会における議決権

B と法人 C はあくまで自己のための株式保有に留まるため、発行会社に対する自社の支配者を開示する義務は直ちに生じるわけではない。実質支配権者登録制度の下で、上記の問題は対処され、みなし保有の認定がより容易になる。

IV 実質株主確認制度のエンフォースメント

実質株主確認制度のエンフォースメントについて、従来の邦語先行文献⁽¹⁵⁶⁾は主に以下二つの裁判例を題材とするが、本稿はもう少し説明を付け加えたい。

A 株式保有の法律構成と株主権制限との関係

一つ目は、議決権行使制限命令に海外適用の可否に関する *Re FH Lloyd Holdings plc* 事件である⁽¹⁵⁷⁾。この事件において、ロンドン証券取引所に株式を上場している FH Lloyd Holdings plc. (以下「Lloyd 社」という) は、ノミニー会社 12 社に対して通知を発した。その中、Geneva Nominees Ltd. (以下「Geneva 社」という) は、Trade Development Bank Luxembourg SA (以下「TDB 社」という) のために保有していると回答したが、TDB 社は、顧客の同意なしに

情報提供をすればルクセンブルクの法律違反に該当することを理由として、回答を拒否した。同時に、TDB 社は、自分は英国で営業活動を行う英國会社ではないため、英國法上の回答義務がないと主張した。そのため、Lloyd 社は裁判所に対して株式制限命令の発令を求めた。

裁判所の判断は、次の通りである。

まず、Lloyd 社は英國会社であるため、その株式も英國における財産となる。その株主たる Geneva 社も英國会社である。Geneva 社は、受託者として外国会社である TDB 社のために株式を保有している。しかし、信託財産は英國の財産であり、受託者も英國に居住している。英國の法律は、国内に実在しているかどうかとは関係なく、外国人が英國において有する権利に対しても適用される。

また、実質株主確認制度の目的は、公開会社及び公衆に対して、議決権付株式の本当の保有者は何者であるかを知らせるために、発行会社に広い調査権限を与えるのである。そのような権限の行使が一定の場面の下では不適切になるかもしれないが、一旦発行会社は何者かが密かに株式の買集めを行うと信じるに足りる合理的な理由があれば、株式制限命令の発令を許容すべきであると考えられる。裁判所は、Lloyd 社の一方的請求を認めて、Geneva 社及び TDB 社が保有している株式に対して終局的株式制限命令を発令した。

の 3 分の 1 以上を行使する権利、またはその行使を支配する権利を有する場合。
(156) 川島・前掲注 51) 84-88 頁。

(157) *Re FH Lloyd Holdings plc* [1985] BCLC 293. See David Milman, *Freezing Orders and Foreigners*, 6 Company Lawyer 184 (1985); David Milman, *Defrosting' Order Refused*, 8 Company Lawyer 123 (1987).

この判決は、(1) 実質株主確認制度の趣旨を明らかにすること、(2) 株式制限命令の発令は、国際私法や国際執行上の問題に關係しないこと、という二つの重要な意義を有している。前述の説明のように、英國法の下では、株主名簿上の構成員のみが会社法上の株主としての権利が認められ、海外の実質株主と英國国内の仲介機関との間では信託関係にすぎず、信託の受益者としての海外にある実質株主は発行会社に対して何等かの直接な権利も主張できない。そのため、株式制限命令の名宛人は、株式の所有権を有する英國国内にある Geneva 社であり、単純に TDB 社の保有部分をもって権利制限の範囲を画定するのである。この意味では、株式制限命令は、株式の所有者としての国内にある仲介機関に対する制裁ではなく、あくまで海外にある実質株主による情報開示を促すための間接強制の手段と位置付けられる。

B 株式制限命令の運用制限

二つ目は、株式制限命令の運用制限に関する *Eclairs Group Ltd v JKX Oil & Gas plc* 事件⁽¹⁵⁸⁾である。JKX Oil & Gas plc (以下「JKX 社」という) は、Eclairs Group およびその関係者の保有比率が 40% 近い時点から実質株主確認制度を発動し、その時点、既に募集株式の発行と第三者割当増資が必要となる株主総会の特

別決議を可決しにくい状況になっていた。その後、取締役再任議案が上程される株主総会の前に、定款による株式制限命令が発動された。

裁判所の判断は、次の通りである。まず、Sumption 裁判官は、*Re Ricardo Group Plc* 事件⁽¹⁵⁹⁾を引用して、実質株主確認制度の趣旨は、(1) 株式保有情報を強制的に提出させること、(2) 会社および及び株主が十分な情報が提供されていない状態で判断を下すことから保護すること、(3) 適正な情報を開示しない者に制裁を課すこと、であると表明する。同時に、上記三つの目的は、株主総会における決議結果の行方とは關係なく、敵対的買収の防御手段とされるべきではないと述べる。

次に、株式の権利行使に制限を加えるのは、株主に経済的・本質的な影響を与えており、特に上場会社である JKX 社の場合、公共の利益も重要な意義を持っているので、取締役会が善意に会社の利益のために権限を行使することが期待される。そのような正当目的ルールの制限は、支配権争いが生じる時に特に重要性を有する。正当目的ルールの制限は、取締役に限定して適用されるものであるが、それは取締役と株主との間に本質的な差異から由来し、同時に 2006 年会社法第 30 編において少数株主に対する圧迫について救済が認められる理由である。したがって、原々審判決の事実認定によると、JKX 社が株式制限を加える主要な目的は、2006 年会社法第 22 編及び定

⁽¹⁵⁸⁾ *Eclairs Group Ltd v JKX Oil & Gas plc* [2015] UKSC 71.

⁽¹⁵⁹⁾ *Re Ricardo Group plc* [1989] 5 BCLC 771.

款 42 条の情報提供の強制ではなく、株主総会で自分の議案(再任と報酬)を可決させることである。不適切な目的で発令された株式制限は無効であるので、本件は原審判決を破棄して原々審判決で代替する。

英国の株式制限命令は、裁判所の判断を原則とするが、定款の定めにより取締役会の判断で議決権行使を制限することも可能であり、上場規則 (Listing Rules, LR) は、上場会社の定款による株式の権利行使の制限に対して一定の条件を設けている。現在の LR 6.3.9 (2024 年 7 月 29 日までの LR 9.3.9) 具体的な規制内容のとして、第一に、発行会社による株式の権利行使の制限は、通知が発送される 14 日以内は効力が生じない。第二に、ある種類の株式の保有比率が 0.25% 未満の場合、株主総会出席及び議決権行使しか制限できない。第三に、ある種類の株式の保有比率が 0.25% 以上の場合、(1) 株主総会出席及び議決権行使、(2) 配当の受領、(3) 株式の処分、を禁止できる。第四に、上述の制限は、(a) 利益関係がない第三者へ譲渡される時、または (b) 発行者にとって必要な情報が提供される時に (to the satisfaction of the issuer, with the notice under section 793)、効力を失う。

ここで、留意すべきなのは、制限解除事由における「発行者にとって

必要な情報が提供される時」の判断基準である。回答の内容に対して発行者が満足できないと一点張りをする時に、権利制限は延々と継続されてしまう恐れがある。この点について、この判決は、(1) 実質株主確認制度の趣旨を明らかにすること、(2) 株式制限命令の限界を提示すること、という二つの重要な意義を有している。実際に本件における Eclairs Group およびその関係者の保有状況について、2006 年 12 月の 12.5% 程度から、2013 年の 40% 程度まで増加していたにもかかわらず、事態が収束しにくい時点に実質株主確認制度を利用し始めた。本判決の背景として、発行会社が既に Eclairs Group らの保有株式が 40% 程度保有していると確認したところ、たとえ Eclairs Group らによる共同保有の合意がないとの回答に疑いをもっているだとしても、その身分が割れた以上、情報開示以上の効果（利害関係ある再任と報酬議案の可決）は許容されるべきではないことが示唆される。英國法の下で、取締役の権限行使、特に支配権争いに関わる場合、取締役と株主との間の均衡に配慮しなければならない、という観点⁽¹⁶⁰⁾が再び確認されている⁽¹⁶¹⁾。本件において、発行会社がより早い段階から隨時自社の株式保有状況に留意していればそのような窮地に陥らなかつたはずであろう⁽¹⁶²⁾。

⁽¹⁶⁰⁾ David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defence Prohibition*, 56 International & Comparative Law Quarterly 267, 271 (2007).

⁽¹⁶¹⁾ Rosemary Teele Langford & Ian M. Ramsay, *The Proper Purpose Rule as a Constraint on Directors' Autonomy – Eclairs Group Limited v JKX Oil & Gas plc*, 80 Modern Law Review 110, 114 (2017).

⁽¹⁶²⁾ Hans Tjio, *The Proper Purpose Rule*, Lloyd's Maritime & Commercial Law Quarterly

(三) 小括

本節の検討は、以下の内容に要約できる。

第一に、二(一)I、II、IIIからわかるように、たとえ実質株主が議決権行使の権利を保有していても、制度上・実務上は名義株主による行使を促す傾向にあるようにみえる。このような運用は、金融市場の効率化と仲介機関倒産リスク管理の向上に役立つだけでなく、一部の名義株主機関投資家の発言力を高めるものもある。英国における実質株主による株主権行使を促進したくない実務上の運用は、仲介機関を含む一部の機関投資家の影響力を維持できる。これは、SSコードが策定された一つ重要な背景事情でもあると推察される。

同時に、英国法における実質株主確認制度が利用される背景は、会社法および振替制度の下では実質株主の透明性が低いことが原因であると考えられる。このような不透明な現状を維持することは、金融市場の効率性および仲介機関の利益に適するが、他の利害関係者に不利益を与える可能性があると伺われる。以下の三(三)IIIで述べるように、英国の振替法の下で株主の透明性が低いため、実質株主確認制度に対する高い需要がある。そのため、欧州各国における株主概念の違いを踏まえると、英国が株主透明性の向上を重視する背景を、会社法と振替法の観点から再検討すべきであるように思われる。

第二に、二(二)Iから、英国の株主調査制度は「潜在的な買収者・アクティビストの早期検知」と「建設的対話の促進」という二つの機能を併せ持つことが分かる。濫用のリスクは存在するものの、英国の機関投資家が長年にわたり企業統治において果たしてきた重要な役割を考慮すると、平素から積極的な対話を重視していれば、自己防衛手段としての利用可能性を大幅に低減できる。この意味では、実質株主確認制度の調査対象は、(1) 潜在的な敵対的買収者やアクティビストの新規取得・追加取得、(2) 連絡が取りやすい主要機関投資家の持株状況・売却有無の確認、という二つの側面を同時に含めている⁽¹⁶³⁾。換言すれば、連絡が取りやすい主要機関投資家に確認した後に、その保有比率が一定の水準(例えば、特別決議が可決しにくい水準)に下回る時点のみ、大規模の実質株主確認制度を発動する需要が初めて生じる。

第三に、二(一)IVおよび二(二)IIから、集中型の調査を採用しない英国の制度は調査効率が低く、株式保有が一部の主要機関投資家に集中している場合には対応可能かもしれないが、資本市場の国際化に伴い、越境調査においては限界があることがわかる。同時に、長年にわたり、株主透明性の向上に関する多くの提案が、コスト負担や既存業界への潜在的な影響を理由に棚上げされてきた。これは、制度設計において、利

176, 185 (2016).

(163) 賴奕成「上場企業の株式保有構造と機関投資家のスチュワードシップ責任——政治力学、市場取引、ハードローとソフトローの交錯」東京大学法学政治学研究科博士論文（2022年）354頁。

害関係者に与えうる影響を同時に考慮すべきであることを示唆している。

第四に、二(二) IIIから、少数株主権として株主に調査の発動請求権を与えることは、経営責任の所在を明確化するのに役立つことが分かる。

また、多階層的な法人による保有関係の隠蔽・濫用を防止するためには、実質株主確認制度と実質支配者登録制度の役割分担を併せて考慮すべきである。そうすると、「垂直保有関係の確認」および「水平保有関係の確認」という二重の視点から同時に検討する必要がある。

第五に、二(二) IVから、保有関係の法律構成を信託契約と定義すれば、過料の場合は別途検討が必要となるが、少なくとも議決権の停止においては、越境執行の問題に悩まされることとはなくなる。近時、カストディアン契約について、信託契約の構成や信託法理の適用が提唱されているが⁽¹⁶⁴⁾、日本法では、英国法のような信託保有の概念ではなく、欧州大陸諸国のような直接保有方式を採用しており、振替口座上に記録される権利は、顧客/投資家に直接帰属する⁽¹⁶⁵⁾。そうすると、日本の振替法に沿って検討する必要が生じる。また、議決権停止は経営者の自己保身手段として利用されるべきではなく、その効果は「情報が十分に開示された」

時点までしか継続しない。したがって、問題の核心は「情報が十分に開示された」ことの認定にある。

以下は、上記の問題意識を念頭に置きながら、日本の実情に基づいて検討を進める。

三、日本における現状の再確認

(一) 敵対的買収とアクティビストへの対応の必要性

I 現状再確認の必要性

実質株主確認制度の趣旨について、会社法制研究会報告書の基本の姿勢は、株式会社と株主との間の建設的な対話の促進を軸として、株主共同の利益保護も取り入れようとする傾向があると伺われる⁽¹⁶⁶⁾。後者については、「正体不明の複数の者が名義株主の背後に隠れて株式を事実上買い集め、株式会社との対話に応じないまま、名義株主に議決権を行使させ、その結果、株主共同の利益が害される事態を回避するための制度」と述べる⁽¹⁶⁷⁾。後者が想定している対象は、主に(1)敵対的買収、および、(2)アクティビスト、という二

(164) 高橋陽一「判批」資料版商事法務 482 号（2024 年）126 頁。また、金融法委員会「グローバル・カストディサービスに係る論点整理」（2022 年）14-20 頁（倒産隔離効に関する議論）；杉浦宣彦＝渋谷彰久「カストディ業務発展に向けての法的課題について——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」Financial Services Agency research review 2005（2005 年）22-27 頁。

(165) 上田純子「多階層保有証券に関する一覧書——グローバル・カストディアンの視点から」法政研究 83 卷 3 号（2016 年）325-326 頁；岩原紳作『電子決済と法』（有斐閣、2004 年）79 頁。

(166) 会社法制研究会・前掲注 17) 100 頁。

(167) 会社法制研究会・前掲注 17) 92-93 頁。

つの類型であると思われる⁽¹⁶⁸⁾。

日本取引所グループが上場会社の株主名簿等管理人（信託銀行等の証券事務代行機関）が管理する株主名簿の記載に従って集計した株式分布状況調査によると、2023年度に信託銀行の保有比率は22.1%であり、うち投資信託と年金信託はそれぞれ10.4%と0.8%であるため⁽¹⁶⁹⁾、カストディ業務として信託口で保有されている割合は10.9%程度であると推察される。同頁では、「信託銀行については、国内機関投資家からのカストディアンとしての受託分を含む」と注記されているので、「海外機関投資家」は含まれていないように読める。

そして、その統計は、「各調査対象上場会社の株主について、株主名簿の記載に基づいて以下の所有者（投資家）属性に区分し、その株主数及び持株数を単元数ベースにて調査する」と説明されている⁽¹⁷⁰⁾。実際に各上場会社の有価証券報告書における「所有者別状況」と「大株主の状況」の項目を確認したところ（例えば、ソフトバンクグループの場合）、

海外機関投資家が日本国内の信託銀行等に対してカストディアン業務を委託する場合は、有価証券報告書の「金融機関」ではなく、「外国法人等」に分類されているようにみえる。その場合、常任代理人が選任され、海外機関投資家等の名前は振替口座に登録されているため、上位10位の大株主として顕名されている。一方、海外機関投資家保有比率は31.8%であるが⁽¹⁷¹⁾、カストディアン保有およびカストディアンではない保有（特に投資信託と年金信託の部分）の割合は不明であるが、信託銀行の信託口の保有比率を準じて概算すれば、カストディアン保有の割合はおよそ15.7%になる。

投資信託と年金信託の場合、ポートフォリオのリスクヘッジにより、特定の銘柄に対する大量買い集めを行う可能性が低い。これにより、経済界は主に、日本国内の信託銀行等（約10.9%）および海外のカストディアン（約15.7%）が信託口を通じる保有の不透明性に注目していると考えられる（合計約26.6%）⁽¹⁷²⁾。ただし、最近の敵対的買収やアクティ

(168) 「本研究会における各意見」の項目において、本来の報告書（案）になかった「会社と株主の対話の促進だけでなく、株主共同の利益の保護も目的に含めるべきである。特に、同意なき買収や、実態が不明な複数の者による株式の取得などによって株主共同の利益が損なわれるおそれがある場合、会社は、会社法上認められる範囲で対抗措置を講じることが求められる。その判断の際に、会社が、名義株主の背後で議決権行使の指図を行っている者を把握することは、適切な経営判断を行う前提として必要である」の文言が追加されているため、一部の参加者は、主に（1）の敵対的買収を念頭に置いていたようみえる。会社法制研究会・前掲注17) 100頁。一方、「おかしな株主が近付いてきている可能性がある」こと自体が「経営判断」に該当するか否か、疑問を呈する意見として、会社法制部会・前掲注12) 37頁〔松中学発言〕。

(169) 日本取引所グループ「2023年度株式分布状況調査の調査結果について〈レポート編〉」(2024年) 6頁。都銀・地銀等の保有部分約2%程度の影響を一旦考慮しない。

(170) 日本取引所グループ・前掲注169) 12頁。

(171) 日本取引所グループ・前掲注169) 6頁。

(172) 三和裕美子=山田剛志「株高の裏側で進む「情報の不平等」 株式市場の「欠陥」でアクティビストが不当な利益を得る！？」中央公論138巻5号(2024年)150-151頁。

ビストが、果たして信託口等の不透明性を利用して上場企業を襲撃しているかどうかについては、最近の事例を再確認して検討する。

II 近時の敵対的買収とアクティビストの特徴

先ず、敵対的買収について、近時注目を受けたのは、主に下記の(a) 日邦産業事件、(b) 日本アジアグループ事件、(c) 富士興産事件、(d) 東京機械製作所事件、(e) 三ツ星事件の五つである。

付録の別表一によると、この五つの事件は、主に、(1) 時価総額百億円未満、(2) 買い集め期間中の株価変化について、市場全体の相場より上昇したこと（東京機械製作所事件を除く）、(3) 買い集めの1ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が2倍以上増加したこと、(4) 大量保有報告書の提出者は、発行会社の有価証券報告書の「大株主の状況」の項目⁽¹⁷³⁾で記載されていること、(5)

PBR の1倍割り（0.5倍以下）、などの共通点があると観察される。

次に、近時のニュースで取り上げ

(173) 株主名簿の記載内容に基づいて作成する。企業内容等の開示に関する内閣府令第三号仕様（25）大株主の状況。

(174) 株式会社南青山不動産、株式会社 C&I Holdings、株式会社レノ、株式会社シティインデックスイレブンス、株式会社エスグラントコーポレーション、ストラテジックキャピタル（Intertrust Trustees (Cayman) Limited の名義で）、Effissimo Capital Management（イーシーエム エムエフの名義で）、アルファレオホールディングス、など合計8社がある。

(175) Oasis Management Company、Silchester International Investors、Dalton Investments（Nippon Active Value Fund plc の名義で）、Taiyo Pacific Partners、Elliott Management、ひびき・パース・アドバイザーズ（Hibiki Path Advisors）、3D Investment Partners、King Street Capital Management、Steel Partners、Symphony Financial Partners（The SFP Value Realization Master Fund の名義で）、RMB キャピタル、など合計11社がある。

(176) 執筆時間の制約により、有価証券報告書で確認できる他の19社のアクティビストの状況はここで割愛する。

られた主要アクティビストの25社については、(1) 旧村上ファンド関係者⁽¹⁷⁴⁾は有価証券報告書で確認できること、(2) 主要の海外アクティビストの大半⁽¹⁷⁵⁾も有価証券報告書で確認できるが、Brandes

Investment Partners、Value Act Capital、Asset Value Investors、Marathon Asset Management、Massachusetts Financial Services Company、Artisan Partners、Usonian Investments、Cornwall Capital 合計8社のみが確認できること、(3) 活動中の6社に絞れば⁽¹⁷⁶⁾、付録の別表二によると、基本的にアクティビストは、取得時のPBR・PERの何れが1倍割り・15倍割りの銘柄を対象とし、そうではない Massachusetts Financial Services Company および Artisan Partners の合計投資リターンはマイナスであること、など共通点があると観察される。

III 小括

以上の初步的な整理によると、二つ可能な示唆を与える。

第一に、近時の敵対的買収とアクティビストの行動は、主に低いPBR・PERの上場会社を対象とするため、高い水準の株価の維持および出来高変化の留意こそが最も有効な防衛策である。2023年以降の金融庁の「収益性と成長性を意識した経営」⁽¹⁷⁷⁾および東証の「PBR一倍割れ改善」の政策に伴い⁽¹⁷⁸⁾、今後のPBR・PERの改善は予想される。さらに、上記の敵対的買収の対象会社はすべて時価総額が100億円未満の企業であるが、東京証券取引所は最近、上場基準の改正⁽¹⁷⁹⁾（上場5年後に時価総額が100億円に達しない企業は上場廃止となる）を検討しており、今後、中小規模上場企業の数は減少傾向になることが予想され、実際に上場撤退ラッシュも現れている⁽¹⁸⁰⁾。

第二に、全ての敵対的買収者および主要なアクティビストの大半は、匿名性が高い信託口を利用せず、直接に証券会社等で口座を開設しているため、有価証券報告書の「大株主の状況」の項目で記載されている。その理由について、短期間内株式の大量買い集めを行おうとする時に、信託口を利用して数少ない信託銀行等に取引の指図を行うことも可能で

あるが、取引情報漏洩の可能性があるため、選択肢が多い複数の証券会社等で直接に口座を開設して取引を行う方が隠匿性を維持しやすいと推測される。三ツ星事件のような大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の虚偽記載に係る問題が実際に存在しているが⁽¹⁸¹⁾、これは、直ちに実質株主確認制度が直接に対処すべき課題とは限らず、以下本稿の提案に従うと、早期発見の可能性は極めて高い。そすると、「株主共同の利益が害される事態を回避するため」の目的は、直ちに信託口を通じる保有の不透明性に関係するとは言えないようと思われる。

一方、将来、信託口を通じて攻撃を仕掛ける者がさらに増える可能性も否定できないため、現状からすれば、株主透明性の向上について、確かに信託銀行等の信託口等の取り扱い方は非常に重要な課題である。したがって、たとえ現状として株主透明性の観点に基づいて敵対的買収とアクティビストを対処する必要性が喫緊の課題までとは言えなくても、会社法制研究会報告書および会社法部会がこの問題をどれほど踏み込んでいるかについて、確認しなければならない。

(177) 金融庁「コードレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」（2023年4月26日）4頁。

(178) 日本取引所グループ「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」（2023年3月31日）。

(179) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第21回 資料3 グロース市場における今後の対応」（2025年4月22日）5頁。「東証、名ばかり「グロース」に新基準 時価総額100億円未満は廃止」日本経済新聞2025年4月22日。

(180) 「増える上場廃止企業、M&Aや「親子」解消が加速－25年上期は最多に」Bloomberg 2025年6月19日。

(181) 金融庁「(株)三ツ星株式に係る大量保有報告書等の不提出等に対する課徴金納付命令の決定について」（2024年8月28日）；宮下央ほか「三ツ星株式に関する大量保有報告書等の不提出等に対する課徴金納付命令事案の実務的考察」旬刊商事法務2373号（2024年）4-19頁。

(二) 会社法制研究会報告書⁽¹⁸²⁾および会社法制（株式・株主総会等関係）部会における各論点に対する検討

I 制度の趣旨

制度の趣旨について、会社法制研究会報告書は、(1)「建設的な対話の促進」および(2)「株主共同利益の保護」の両方を取り上げたが、両者間の色合いは明確ではない⁽¹⁸³⁾。初回の会社法制部会の会議において、本来は「建設的な対話の促進」を中心で議論を行おうとしたが⁽¹⁸⁴⁾、「株主共同利益の保護」が多く言及されたため⁽¹⁸⁵⁾、第3回会議から新たに追加されるようになっている。この部分は、情報開示およびエンフォースメントにも強く関連するため、慎重に検討しなければならない。具体的には、提供された情報を開示しないとする場合、建設的対話を行うか否かの主導権は会社側にしかないとめ、全面的な建設的対話は実現できない⁽¹⁸⁶⁾。調査対象外の他の株主に対話参加の機会を提供するため、制

度設計上は企業に調査結果の開示を求めるべきである（会社法制研究会報告書と会社法制部会のC案）。一方、第三次改訂SSコードの指針4-2は機関投資家に発行会社への自己の保有株状況の説明を求めており、発行会社が受領した情報を公開すべきかどうかについては明確に言及していない。そうすると、発行会社がSSコードに基づいて「堅気」の機関投資家に対して非公式的な照会を行い場合、その内容は、あくまで任意の回答に過ぎないため、会社法に基づく実質株主の確認には該当せず、当初から開示義務は発生しない。これは、株主間の協働に悪影響を及ぼすだけでなく、非友好的な株主の身分のみを晒すという不均衡な結果をもたらす恐れがあると考えられる。

そして、会社法制部会第3回会議は、上記の(1)と(2)に加え、(3)「特定実質株主（例えば、保有比率5%超）に関する「株式会社の支配に関する重要な情報の把握および開示」を追加している。同時に、三つの制度の趣旨が、三つの異なる実効性確保の手段にそれぞれ対応するようにする。具体的に、(1)はA案の

(182) 会社法制研究会での議論は匿名であるため、本稿では議事録については必要な最小限の範囲でのみ参照する。

(183) 会社法制研究会・前掲注17) 100-101頁。

(184) 会社法制部会・前掲注18) 5頁。会社法制部会・前掲注11) 6頁〔宇野直紀発言〕。パッシブ投資家の増加や議決権行使助言会社の影響などの原因で、会社提案について十分な理解が得られないままに議決権行使がなされるおそれが増大してきたことがEU第二次株主権利指令の策定背景にあると指摘される。神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点——欧州からの示唆」商事法務2198号(2019年) 20頁。

(185) 会社法制部会・前掲注11) 25頁〔豊田祐子発言〕、26頁〔仁分久弥子発言〕；会社法制部会・前掲注37) 2頁。

(186) 類似な指摘として、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ（第6回）議事録」(2023年12月19日)〔三瓶裕喜発言〕。投資家保護、株主間の協働・対話を重視すれば、米国型（情報を開示する）を採用する方が望ましいとする意見として、金融審議会・前掲注22)〔三瓶裕喜、飯田秀穂、萬澤陽子発言〕。

過料、(2) は B 案の「名義株主」または「指図権者」に対する議決権停止、(3) は C 案の「特定実質株主」に対する議決権停止、にそれぞれを対応している⁽¹⁸⁷⁾。ここで興味深いのは、会社法制研究会報告書の C 案は、株式会社に実質株主に係る情報を調査する義務を課すのに対し（発行会社に調査義務を負わせる C 案に対する反対意見が多かった⁽¹⁸⁸⁾）、会社法制部会では、「特定実質株主」に報告義務を課している点である⁽¹⁸⁹⁾。

しかしながら、会社法制部会の提案には以下の二つの課題が存在する可能性がある。

第一に、三種類の制度目的がそれぞれ異なる実効性確保措置に対応しているにもかかわらず、立法上、三者から一つを選択するのみか、三者同時採用も検討対象に含まれるかは不明確である⁽¹⁹⁰⁾。また、三つの異なる制度趣旨はそれぞれ異なる実効性確保措置に対応しているにもかかわらず、建設的対話の促進が議決権停止に対応できるのか、株主共同利益の保護がなぜ過料に対応できないのかが不明確である（特に保有比率が極めて低い場合）。この観点から見ると、立法者にとって株主共同利益の保護が建設的対話の促進よりも重要なと理解できる。この見解が適切かどうかについては、さらなる検

討の余地がある。

前述の分析のように、EU 第二次株主権利指令は、表向きの制度趣旨は株主の権利行使や株主と企業の対話を促進するために直接連絡を取る目的でのみ処理できると正式に規定されているが、実質的には単に早期に自社の株式に投資している人物を特定するツールとして利用するという「真の目的」は簡単に隠蔽できてしまう、と強く批判される。どのように建設的対話という軸を維持できるかという問題意識は、日本法でも共通しているところであろう。

第二に、保有比率 5%以上の特定実質株主に対して報告義務を課す C 案は、ある意味で金商法の適用対象外企業に対する新たな大量保有申告制度に近い義務を課すことには相当し、両者の役割分担が不明確である⁽¹⁹¹⁾。特に将来、金商法上の大量保有報告制度違反に対しても議決権停止を導入する場合、この問題は一層顕在化する。一方、現時点で金商法に大量保有報告制度違反の議決権停止を新設することには一定の困難が伴うため、代替措置として⁽¹⁹²⁾、まず会社法に組み入れることを検討する場合、大量保有報告制度に近い C 案を採用することにも一定の合理性があると思われる。

(187) 会社法制部会・前掲注 55) 22-23 頁。

(188) 会社法制研究会・前掲注 31) 18-23 頁。

(189) 従業員、労働者保護の観点に基づいて制度の趣旨を補足できるとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 37 頁〔富田珠代発言〕。

(190) B 案と C 案の併存として、会社法制部会・前掲注 12) 40 頁〔久保田安彦発言〕。A 案と C 案の併存として、会社法制部会・前掲注 12) 49 頁〔田中亘発言〕。

(191) 類似な指摘として、会社法制部会・前掲注 12) 48 頁〔青克美発言〕、49 頁〔田中亘発言〕。

(192) 会社法制部会・前掲注 12) 41 頁〔齊藤真紀発言〕、50 頁〔田中亘発言〕。

II 実質株主の定義

実質株主の定義について、会社法制研究会報告書は、大量保有報告制度（金商法 27 条の 23 第 3 項 1 号⁽¹⁹³⁾）に近い「株式に係る議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する者」の概念を採用しているが⁽¹⁹⁴⁾、全面的に大量保有報告制度の保有概念を取り入れるわけではない。実質株主範囲の画定は、情報照会手続きのコストにも影響を与えるため、必ずしも大量保有報告制度と一致する必要はない。

一方、市場内の売買の影響が鑑みれば、経済的利益や処分権限しか有しない者の市場での取引行動（株価の変動）も「株主共同の利益」に影響を与える。それに対して、会社法制部会は、仲介機関の連鎖における最後の仲介機関・サービス提供者を「実質株主」と定義することを検討したが、このように定義された「実質株主」が必ずしも株式の議決権行

使に関する指示権を有しているとは限らないため、最終的にこの考え方を断念した⁽¹⁹⁵⁾。そうすると、会社法制研究会報告書と会社法制部会が想定している「株主共同の利益」は、主に支配権の移転であると理解できる。

そして、会社法制部会において、大量保有報告制度を参考に、実質株主の範囲を実質共同保有者およびみなし実質共同保有者まで拡大することは検討に値する意見⁽¹⁹⁶⁾が示される⁽¹⁹⁷⁾。確かに、複数の法人等を通じて分散保有の形で対象銘柄の買い集めが行われる時に、各保有者間の関係は必ずしも明白とは限らない。しかしながら、このような見解を採用する場合、具体的な事件において、大量保有報告制度において共同保有者の認定が困難となる課題も引受けざるを得ない。

令和 6 年金商法改正後の 27 条の 23 第 5 項の下で⁽¹⁹⁸⁾、(1) 合意の当事者である保有者及び他の保有者が

(193) 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限又は当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者であって、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者。

(194) 会社法制研究会・前掲注 17) 93 頁。一方、委託者と運用代理人、運用会社との契約は複雑な場合もあって、実際には指図権者を特定するには定性判断を要する部分があるため、判断しにくい場合もあるとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 46 頁 [内田陽祐発言]。

(195) アセットオーナーが事後的に議決権行使結果を批判したり、事前に抽象的な意向を示したりすることで、アセットマネジャーの議決権行使に重大な影響を与える可能性があるため、アセットオーナーを実質株主の定義に入れるべきとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 42-43 頁 [仁分久弥子発言]。

(196) 会社法制部会・前掲注 12) 40 頁 [久保田安彦発言]、43 頁 [仁分久弥子発言]。また、実質共同保有者等の報告に伴う事務的なコスト負担に配慮する必要があるとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 47 頁 [内田陽祐発言]。

(197) この意見の延長として、開示範囲を大量保有報告制度のように株券等に関する重要な契約または取得資金などの事項にも拡大するかどうかについても議論できるかもしれない。

(198) 改正内容の概要について、野崎彰ほか「大量保有報告制度に係る金融商品取引法等の改正」旬刊商事法務 2364 号（2024 年）10-15 頁。また、金融庁「大量保有報告制度における「重要提案行為等」・「共同保有者」に関する法令・Q&A 等の整理」

（2025 年 8 月 26 日）12-16 頁も参照。

金融商品取引業者等であること⁽¹⁹⁹⁾、

(2) 共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと、(3) 個別の権利の行使ごとの合意であること、の三つの要件の全てに該当する場合は、例外的に「共同保有者」に該当しないこととされている（協働エンゲージメント特例）。今回の改正が一種のセーフハーバールールとして、協働エンゲージメント等の促進の効果が期待されている⁽²⁰⁰⁾。

一方、現行法では、大量保有報告書は 60 日以内の取引状況の記載のみを要求しているため、アクティビストたちは、まずそれぞれ 5%に近い水準を取得し（第一段階取得）、60 日経過後に一気に各自に 5%超を取得して（第二段階取得）大量保有報告書を提出すれば直ちに報告義務違反にならない。第一段階取得時の取引状況を確認できないため、アクティビストたちは共同保有の合意が第二段階取得時に初めて成立したと言い張る可能性がある。共同保有者を判断する鍵は、往々にしてその取引パターンや株主総会前後の行動にあるため、実質株主調査を通じて保有比率が 5%を超える前の状況を事前に確認する必要も決してないわけではないようと思われる。

また、会社法制部会の議論において、主に「カストディアンの背後にある指図権を持つ者」を想定してい

るが⁽²⁰¹⁾、カストディアンではない法人を利用して保有する事例もある。即ち、信託関係などの契約上の取り決めではなく、法人に対する支配関係を利用した状況については、みなし実質共同保有者との関係について、深く議論されていないような印象を免れない。「名義株主の経営者」に対する指示権限と、「名義株主」に対する指示権限とは、概念上区別できる。前者は単なる法人の内部関係に過ぎず、直ちに第三者が信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき「名義株主」に対して指図の権限を有する者に該当するとは限らない。会社法制部会の議論において使われている「信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき指図を行うことができる権限を有する者」という概念を考慮すると、上記の状況の発生に対応することはできない。そのため、実質株主確認制度の適用対象を実質共同保有者およびみなし実質共同保有者に拡大する議論も、決して無益ではないように思われる。

一方、議決権行使の指示権限は流動的な状態にある可能性があるため、直近の株主総会までに議決権行使の指図権限を有するか否かを判断するには、他の関連情報を参照しなければならない場合がある。例えば、エンプティ・ボーティング⁽²⁰²⁾や質権

(199) この要件の下では、セーフハーバーは機関投資家にのみ適用され、個人およびその他の法人は除外される。この手法には、業法を通じて間接的に機関投資家を規制できる利点があるが、同時にセーフハーバーの適用対象を制限するという欠点も含まれている。

(200) 尾崎悠一「大量保有報告制度の改正」ジュリスト 1604 号（2024 年）13-15 頁。

(201) 会社法制部会・前掲注 12) 42 頁〔松尾健一発言〕、48 頁〔青克美発言〕、50 頁〔行岡睦彦発言〕。

(202) 白井正和「エンプティ・ボーティングをめぐる議論の状況とそこから得られる示唆」法律時報 86 卷 3 号（2014 年）12-17 頁参照。

の設定⁽²⁰³⁾がなされた場合、調査実施時点では確かに議決権行使の指示権限を有していないが、契約上の取り決めを通じて、株主総会の基準日前に所有権または議決権行使指図権限の移転が生じる可能性がある⁽²⁰⁴⁾。この問題を対処するため、発行会社は株主総会の基準日前後に調査を行う傾向が強まると予想されるが、これにより調査の開始時期が過度に集中し、対応コスト上昇の懸念を招く可能性があると懸念される⁽²⁰⁵⁾。同時に、これも SS コードが促進しようとする平時から株主との建設的な対話⁽²⁰⁶⁾を発展させる上でも不利となる。この問題は次のⅢの論点と密接に関連している。また、pass-through voting⁽²⁰⁷⁾の実施する可能性に伴い、投資信託の受益者が実質株主に該当するか否かについて、今後の動向を見据えながら引き続き検討する余地がある⁽²⁰⁸⁾。

III 提供情報の範囲と提供情報の開示

提供情報の範囲について、会社法制研究会報告書は、「実質株主を特定

するのに必要な情報（①氏名又は名称、②住所その他の連絡先、③権限を有する株式数）及び当該実質株主が権限を有する株式数に限定しており、正当な理由を求めたり、請求の理由を明らかにすることを求めたりすることや、株主側の拒絶事由を設けることなどは、必要ではない」と述べおり⁽²⁰⁹⁾、会社法制部会も同様な姿勢を示している⁽²¹⁰⁾。

建設的対話または協働エンゲージメントを達成するために、実質株主を特定するのに必要な情報を求めるることは不可欠であるが、個人情報保護の観点に基づくと、個人の場合について、住所までの開示を求める必要がなく、電子メールのみで足りる。英国の Digitisation Taskforce は、プライバシーの問題や、その情報の意図せぬ利用の可能性を考慮し、確認結果は公開すべきではないとの結論に達した⁽²¹¹⁾。電子メールだけで確実な連絡を保証できない懸念もあるかもしれないが、以下の提供情報の開示と併せて考慮すると、たとえ②住所その他の連絡先を開示対象に含めたとしても、特に保有水準が低い場合、必ずしもインターネット上で公開する必要があるとは限らず、株主名簿等の書面閲覧に限定すれば十

(203) 中村直人「小糸事件、マルエツ事件にみる実質株主の意義」旬刊経理情報 647 号（1922 年）10-16 頁参照。

(204) 類似な指摘として、会社法制部会・前掲注 12) 48 頁〔青克美発言〕。

(205) 実務家からの懸念として、編集部「実質株主把握を巡る会社法改正議論で信託銀を悩ます二つの懸念」金融財政事情 76 卷 17 号（2025 年）6-7 頁。

(206) 平時からの対話の重要性を強調する意見として、金融審議会・前掲注 22) [高山与志子発言]。

(207) Pass-through voting の課題について、See Jill Fisch & Jeff Schwartz, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma*, 102 TEX. L. REV. 1 (2023).

(208) See Law Commission, *supra* note 34, at 2.33-2.34; BIRKMOSE & SERGAKIS, *supra* note 53, at 59.

(209) 会社法制研究会・前掲注 17) 96 頁。

(210) 会社法制部会・前掲注 55) 21 頁。

(211) Digitisation Taskforce, *supra* note 64, at 18-19.

分である。会社法制部会の C 案も、EDINET のような一般公開ではなく、発行会社が受領した特定実質株主に関する情報は、所定の名簿や事業報告に記載することにより、他の株主等にも開示することを想定している⁽²¹²⁾。また、所定の名簿は随時更新される一方、事業報告は年 1 回のみ更新される。記載媒体の差異により、建設的対話への影響も異なる。言い換えると、株主名簿の閲覧を請求する者が現れた場合、発行会社は対話を希望する株主を識別できる。

提供情報の開示について、会社法制研究会報告書は、「株式会社が実質株主に関する情報を把握することができれば足りるのであって、これらの情報を他の株主や一般公衆に開示することは必要ない」とし、可能な理由として、株価の乱高下原因等の混乱要因およびプライバシー保護が挙げられる⁽²¹³⁾。会社法制部会では明言されていないものの、その構成から見ると、C 案のみが情報開示に関わる。言い換えると、A 案または B 案を採用する場合、開示を行う必要はなく、これは会社法制研究会の姿勢と一致する⁽²¹⁴⁾。

前述のように、提供された情報の開示を行わないと、株主間の対話お

よび株主と会社との対話に関する A 案の制度趣旨は実現しにくい⁽²¹⁵⁾。同時に、情報開示を行う際には株価の上昇が伴うことが多く、敵対的買収やアクティビストの行動を抑制する効果があるため⁽²¹⁶⁾、B 案との親和性が非常に高い。そして、外部の業者に調査を委託する際には、情報漏洩のリスクを考慮しなければならない⁽²¹⁷⁾。また、EU の第二次株主権利指令 3a 条のように調査発動の保有比率の下限を設ける必要はないけれども、調査結果公表の保有比率下限を設定することは一つの可能な選択肢になれる（例えば、最終調査結果の 0.25% 以上の保有者のみ公表する）。したがって、A 案または B 案のいずれを採用する場合でも、情報の開示を求める方が望ましい。

IV 実質株主を把握する仕組み

実質株主を把握する仕組みについて、会社法制研究会報告書は、先ず株主名簿上の株主から顧客・指図権者を聞き出してから、更に顧客・指図権者に質問すること、という構造を採用している⁽²¹⁸⁾。これは、英國法のような「現在または過去 3 年間に

(212) 会社法制部会・前掲注 55) 20 頁。

(213) 会社法制研究会・前掲注 17) 102 頁。開示したら常に建設的な対話につながるわけではないとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 38 頁〔臼井はるな発言〕。

(214) 会社法制研究会・前掲注 17) 91 頁；会社法制部会・前掲注 55) 20 頁。

(215) 類似な意見として、高橋陽一「金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告 (2) - 大量保有報告制度・実質株主の透明性 - 報告記録」日本取引所グループ金融商品取引法研究会研究記録 (2024 年 6 月 28 日) 21 頁 [高橋陽一発言]。

(216) 高橋・前掲注 215) 20 頁 [高橋陽一発言]。

(217) 調査結果を非公開とする企業法制部会の A 案と B 案については、調査結果がインサイダー取引の重要事実に該当するかどうかについて追加議論が必要となる可能性がある。

(218) 会社法制研究会・前掲注 17) 95-96 頁。

議決権株式に利害関係を有する者またはそのように信ずる合理的な理由のある者」の広い調査対象範囲を認めておらず、名義株主を出発点として調査対象の範囲を画定するものである。その理由として、会社法制部会は、(1) 現時点無関係な者に対して一定の義務を課すことを正当化することが困難であること、(2) 合理的な事由の有無を認定する際に判断上の困難が生じること、を理由として挙げている⁽²¹⁹⁾。

「合理的な理由」の内容を明確化せずに英國法の観点を直接採用した場合、発行会社は市場上の潜在的な敵対的買収者や活動家に対して、制限なく毎日次々と調査を仕掛けることになると予想される⁽²²⁰⁾。この前提において、会社法制部会の理由はかなり説得力がある。一方、発行会社の観点から見ると、著名なアクティビストを直接的な調査対象として設定することができれば、より迅速に欲しい結果を得られる可能性が高い。例えば、各階層の情報伝達に 2 営業日を要すると仮定すると、会社法制部会の見解を採用した場合、図表 3 のアクティビストに遡及するには 10 営業日を要する。しかし英國法の下では、わずか 2 営業日で済む。更に、短期間に繰り返し調査を行う必要がある場合、毎回改めて名義株主から調査を開始しなければならないかどうかについても、明確ではない

い。

図表 3

したがって、「合理的な理由」の具体的な内容を明確化できれば（例えば、直近の株価または出来高の大きい変動が生じる場合、一定期間以内（四半期とか）既に調査を受けた場合、事業報告に記載される株式保有割合上位 10 名の大株主など）、英國法のように広範な調査対象の設定を採用することも決して不適切ではないように思われる。

V 情報の提供を怠った者への制裁

情報の提供を怠った者への制裁について、会社法制研究会の A 案、B-1 案、B-2 案に分けて検討する⁽²²¹⁾。

先ず、会社法制研究会の A 案は情報提供をしない者に対する過料を科することを提案したが、(1) 多くの場合、真に帰責すべき者は別にいるため、制裁の実効性に疑問が投げられること、(2) 海外にある名義株主や指図権者へのエンフォースメント、という二つの課題がある⁽²²²⁾。会社法制部会でも同様の課題を指摘する⁽²²³⁾。特に、秘密保持契約などの理由で直接に対応できない場合、国内にある名義株主を過料の名宛人とする

(219) 会社法制部会・前掲注 55) 21 頁。

(220) ローラー作戦として利用される可能性があるとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 52 頁〔松井智予発言〕。

(221) 会社法制研究会の C 案と B-1 案・B-2 案には多くの共通点があるため、B-1 案・B-2 案でまとめて説明する。

(222) 会社法制研究会・前掲注 17) 96-97 頁。

(223) 会社法制部会・前掲注 55) 22 頁。

のは、金融業界からの反発を招きやすいと予想される⁽²²⁴⁾。

この二つの課題について、英國法では生じない。第一に、国内仲介機関の状況を配慮した上で、よっぽど悪質な事情がなければ、名義株主に対して過料または刑事罰を処することは殆どないようである⁽²²⁵⁾。第二に、海外にある名義株主・実質株主に対するエンフォースメントとして、執行力の観点からすれば、過料または刑事罰を処することより、株式制限命令を運用する方が便利である。一方、経済的不利益を課すことで間接強制を達成するという観点から出発すれば、実質株主の配当金受領権を制限することは一つの選択肢となり得ると思われる⁽²²⁶⁾。

同時に、会社法制部会の A 案のより根本的な問題として、建設的な対話を制度趣旨とすることの下で、なぜ対話と身元の開示を拒絶すると制裁を受けなければならないかについて、正当化しにくい点が残される⁽²²⁷⁾。正当化の根拠については、会社法制部会の A 案が調査結果の公開を選択する場合、他の株主の知情権促進を理由に正当化されやすいが、調査結果の公開を選択しない場合、さ

らに直接的に、一定の条件下で株主には対話の義務があることを明示する必要があるかもしれない。SS コードは機関投資家の自主的署名を対話責任の発動条件としている。会社法の場合、株主が当然に対話義務を負うわけではないが、一定の割合以上の株式を保有し（例えば、0.25% 以上）、かつ、発行会社が対話意思を示した場合に、株主の対話義務が発生することを検討に値するように思われる。これにより、制度の設計は EU 第二次株主権利指令よりも一步前進することになる。

次に、会社法制研究会の B-1 案と B-2 案は、それぞれ議決権の制限を提案したが、前者は所定の手続⁽²²⁸⁾を経たことを前提とし（手続重視）、後者は株主共同の利益を著しく害することを前提とする（実質要件重視）。会社法制部会は両者を区別せず、まとめて B 案として取り扱う⁽²²⁹⁾。議決権の制限を制裁として位置付けると、少なくとも下記三つの課題を対応しなければならない⁽²³⁰⁾。第一に、実質株主に係る情報の提供を受けなかったということをもって、株主の基本的な権利の一つである議決権を制限するということが相当であると

(224) 名義株主の単なる事務処理の誤りによっても過料が科されるというのは、非常に厳しいとの意見として、会社法制部会・前掲注 12) 45 頁 [藤井梨絵発言]。

(225) 有限責任あずさ監査法人・前掲注 124) 30 頁。実際に、英國の FCA が公表した大量保有報告制度違反に対して過料を科す事例は、2011 年の Ken Morrison 事件しか存在しない（個人）。FSA, Final Notice 2011: Sir Ken Morrison (16 Aug. 2011).

(226) 類似な意見として、会社法制部会・前掲注 12) 45 頁 [北村雅史発言]。

(227) 会社法制部会・前掲注 11) 42 頁 [藤田友敬発言]。弥永・前掲注 26) 1 頁。

(228) 議決権の行使を制限するための手続としては、(i) 特段の手続的な要件は必要とせず、株式に係る議決権は、当然に行使することができなくなるという考え方、(ii) 株式会社の公告を必要とするという考え方、(iii) 株式会社の申立てによる裁判を必要とする、という考え方を取り上げられる。会社法制研究会・前掲注 17) 89 頁。

(229) 会社法制部会・前掲注 55) 22-23 頁。

(230) 会社法制研究会・前掲注 17) 101-103 頁；会社法制部会・前掲注 55) 22-23 頁。類似な意見として、小倉健裕「会社法における議決権の停止」月報司法書士 639 号（2025 年）61-62 頁。

いえるのか⁽²³¹⁾。第二に、手続き違反の時に（例えば、公告等の手続き違反）、その後の株主総会決議取消等により法的安定性の問題が生じる。第三に、「議決権行使することが株主共同の利益を著しく害するとき」の該当性の認定も、その後の株主総会決議に影響を与える。

B-1 案と B-2 案に関する議論の分岐は、主に(1)手続きと法的安定性、(2)会社側の濫用可能性、(3)「株主共同の利益を著しく害する」要件の妥当性と具体性、という三つの部分に収斂している⁽²³²⁾。B-1 案の主な目的は、(1)と(2)の問題に対処することにあると考えられる。一方、B-2 案は主に、「株主の共同利益を害する」要件が存在する場合に、より簡便な手続きで発動できるようすること（英国の上場規則 LR 6.3.9 のように事前の裁判所への申立てを必要としないこと）を意図しているようみえる。しかし、このような区別は実質的にはあまり意味がないかもしれません。なぜなら、たとえ B-2 案を採用した場合でも、議決権停止を受ける実質株主が仮処分を申し立てることは予想できるからである。そうすると、B-1 案の事前手続き重視の方式を採用する方がむしろ簡便である。

したがって、会社法制部会 B 案の課題の核心は、手続き上、事前に裁判所の承認を得る必要があるのか

(233)、あるいは英國の上場規則のように公告等のみで足りるのかという点にある。その時、「株主の共同利益を害する」要件だけではなく、虚偽陳述の有無をいかに認定するかも焦点になる。虚偽陳述の有無を判断する鍵は、往々にして実質株主の株主総会前後の行動にあり（株主提案権の行使や議決権行使の状況など）、加えて、株主の権利に重大な影響を及ぼすため、裁判所が慎重な認定を行う運用が予想されており、その結果、事前の手続きにも一定の限界があるようと思われる。

より大胆な発想として、議決権停止が会社法と金商法（ハードロー）の枠組みに縛られたくない場合、過料のみを設定し、定款の変更や企業買収における行動指針の改訂を通じて（ソフトロー）、報告義務違反をポイズンピルの発動事由（株主総会承認不要）として定めることも検討に値するよう思われる。そのため、株主総会前の事前対応策に固執する必要はなく、一旦議決権行使を許容し、事後の観点に基づいて対処する方がより確実であると考えられる。株主総会において取締役選任の株主提案がない場合、たとえ現経営陣が過半数の賛成票を得られなくても、支配権の移転は直ちに発生するわけではない。取締役選任に関する株主提案が存在する場合、仮処分を併用することで、更なる詳細調査結果（共

(231) 支配権取得の透明性に基づくなら正当化しやすいとする意見として、会社法制部会・前掲注 11) 42 頁〔藤田友敬発言〕。

(232) 会社法制研究会・前掲注 17) 102-103 頁；会社法制部会・前掲注 11) 25-26 頁〔松中学発言〕、29 頁〔加藤貴仁、白井正和発言〕。会社法制部会・前掲注 12) 38 頁〔松中学発言〕。

(233) 大量保有報告制度違反の議決権停止について、事前の裁判所への申立てを支持する見解として、小倉・前掲注 230) 62 頁。

同保有や他人名義の偽装保有の有無)が確定する前(例えば、株主総会後3ヶ月以内の期間)に、旧取締役の任期を終了さないことは可能のように思われる。このような運用は、実質株主の議決権を希釈し、同時にその経済的利益を剥奪することもできる。言い換えれば、報告義務と違反効果を分離することが可能であり、ハードローとソフトローの組合せをさらに強化できる。

そして、議決権行使の停止期間については、会社法制報告書では直接言及されていないが、会社法制部会のB案ではこれを「調査開始から直近の株主総会開催時まで」と提案している。そうすると、以下の三つの課題が生じる。第一に、実質株主が議決権停止に直面した場合、名義株主は受託者義務に違反しないようどのように行動すべきか⁽²³⁴⁾。第二に、株主総会後、実質株主が臨時株主総会を招集する場合、議決権行使制限の効果は継続するのか。第三に、議決権停止を受けた実質株主が当該株式を第三者に移転した場合(特に相対取引の場合)、その効果は継続するのか。

一つ目の課題について、名義株主と実質株主間の関係は、定型約款ま

たは個別合意によって定めることができ、同時に業界団体を通じて普及を図ることが期待される。

二つ目の課題について、英国法のEclairs Group Ltd v JKX Oil & Gas plc事件によると、たとえ発行会社が開示内容に対して完全な満足でなくとも、保有者の身分が明確である以上、情報開示以上の効果は許容されるべきではない。英國の観点に束縛される必要はないけれど(例えば、ドイツ法のように、原則として、権利停止の期間は情報開示までと設定されるが、過失があった場合、一律に6ヶ月権利停止の延長を下す⁽²³⁵⁾)、この意味では、英國法の株式制限命令は、国内にある仲介機関に対する制裁ではなく、あくまで海外にある実質株主による情報開示を促すための間接強制の手段と位置付けられる。米国法の大量保有報告制度も類似な考え方を採用しており、情報開示さえすれば、議決権行使への差止を継続する必要性も次第に消えてしまう⁽²³⁶⁾。当然、必ずしも英米の考え方を採用する必要はないが、議決権行使を制限すること自体の性質が制裁かあるいは間接強制の手段かによって、制限解除の方法の定め方にも関係している⁽²³⁷⁾。二つ目の課題に戻ると、

(234) 会社法制部会・前掲注12) 44頁〔藤井梨絵発言〕。

(235) 神作裕之「金融証券取引法の規定に違反した者による議決権行使の制限」小出篤ほか編『前田重行古稀記念—企業法・金融法の新潮流』(商事法務、2013年)9頁;伊藤雄司「ドイツにおける大量保有報告規制違反を理由とする株主権停止」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言—2025年度版—』(2024年)344、350-354頁。

(236) 熊代拓馬「大量保有報告書における共同保有者該当性と変更報告書の提出による争訟性の喪失[Nano Dimension Ltd., v. Murchinson Ltd. 681 F.Supp.3d 168 (S.D.N.Y.2023)]」旬刊商事法務2378号(2024年)63-64頁;飯田秀総「大量保有報告書規制違反者の議決権行使差止めに関する立法論の検討」旬刊商事法務2001号(2013年)26頁。

(237) 裁判例に基づく株式制限命令の解除に関する解説として、ARDEN, et al., *supra* note 57, at para. 3101-3150.

その後、実質株主が臨時株主総会を招集する際に、会社法制部会の B 案が単純に「調査開始から直近の株主総会開催時まで」の期間を設定すると、過度に硬直的となる恐れがあるようと思われる。

三つ目の課題について、英國法は議決権の制限に加え、譲渡の禁止も制限でき、同時に、「利害関係のない」第三者に譲渡した場合、議決権制限の効果は消滅する。したがって、譲渡禁止を確実に実施するためには、株式の所有者である名義株主が手続きに関与することが必須である。

また、英國の上場規則 LR 6.3.9 を参考に、A 案・B-1 案・B-2 案を調和させる方法として、保有比率を区分基準とする可能性がある。例えば、A 案と B-1 案・B-2 案の調和として、議決権の停止を保有比率 0.25% 以上に限定し、保有比率が 0.25% 未満の場合は過料のみを科す。B-1 案と B-2 案の調和については、保有比率が 5% 以上に達した場合、「株主共同の利益を著しく害する」と認定し、手続き要件を緩和すると同時に、高い持株比率を有する実質株主の説明義務を強化する。

最後に、会社法制部会の C 案について、特定実質株主が報告期間内に株式を一旦売却し、基準日ぎりぎりまで何度も期間を先延ばしできる

と懸念される⁽²³⁸⁾。しかし、解釈上、大量保有報告制度に近い C 案を採用する前提では、特定実質株主の報告義務は取得の時点で既に発生し、その報告義務は持株を譲渡したからといって消滅するものではないように思われる。

VI その他の課題

会社法制部会に言及されるその他の課題⁽²³⁹⁾については、簡潔に返答してみる。

第一に、制度の適用対象について、会社法制部会は、(1) 制度が想定する実質株主は主に機関投資家であること、(2) 非上場会社では議決権停止の制裁が不当な経営者支配に濫用されるおそれが相対的に高いこと、を理由に、適用対象を上場会社に限定すべきだと述べる⁽²⁴⁰⁾。上記の(1)について、たとえ多くの非上場会社では株式譲渡制限の定款があっても、株主コミュニティ制度の拡大⁽²⁴¹⁾および非上場有価証券の流通活性化⁽²⁴²⁾に伴い、機関投資家が非上場会社の株式を保有する可能性も高まるため、非上場会社を適用対象に含める必要性が全くないわけでもない⁽²⁴³⁾。したがって、問題の核心は(2)

(238) 会社法制部会・前掲注 12) 38 頁〔松中学発言〕。

(239) 会社法制研究会・前掲注 17) 101-103 頁；会社法制部会・前掲注 55) 20、23-24 頁。

(240) 会社法制研究会・前掲注 17) 101-103 頁；会社法制部会・前掲注 55) 20 頁。

(241) 近時の動向について、松尾順介「株主コミュニティ制度の拡大——新規銘柄を中心」証研レポート 1748 号（2025 年）17-42 頁参照。

(242) 齊藤将彦ほか「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の解説——資産運用の高度化・多様化に向けた見直し」旬刊商事法務 2363 号（2024 年）4-10 頁参照。

(243) 株主との建設的対話を念頭に置く場合、非上場会社に拡大するのは慎重にする方がよいとする意見として、会社法制部会・前掲注 11) 26 頁〔松中学発言〕；会社法制

にある。これは以下の論点と密接に関連している。

第二に、株主に調査開始の請求権を与えるか否かについて、英國法の沿革を参考すると、株主の調査開始請求権の目的は、支配株主が名義株主を通じて自分の存在を隠し、経営責任の所在を明確にするために少数株主権にする必要があると理解される。したがって、議決権停止が不当な経営者支配に濫用されることだけではなく、少数株主権としての意義も重要な側面であると思われる。特に非上場会社には大量保有報告制度のような株主の情報に関する詳細な情報開示制度が欠けているため、制度の適用対象を非上場会社まで拡大するかどうかを検討する際には、株主の調査開始請求権も併せて考慮すべきである。

第三に、実質株主による直接的な株主権行使をどのように認めるかについては、現時点、本稿は会社法 310 条 1 項の議決権代理行使の枠組を維持し、国内にある名義株主が実質株主の代理人としてこの権限を行うこ

とを支持する⁽²⁴⁴⁾。

第四に、費用負担（特に専門業者を利用する場合）に関しては、調査対象者に負担させることはあまりにも過酷であり（特に名義株主の場合）、実質株主が負担すべき理由を正当化することも困難である（特に持株比率が非常に低い場合）と思われる。一方、発行会社が負担する場合でも、経営者にとっては全株主の費用で賄われるため、遠慮なく積極的に調査を発動する恐れがあると懸念される。したがって、問題の核心は費用を誰が負担すべきかではなく、（1）調査開始の基準を設定するか、あるいは（2）年間調査回数の制限を設けるかにある⁽²⁴⁵⁾。これは以下の論点と密接に関連している。

第五に、実務運用の在り方について、大多数の調査が株主総会基準日以降に集中することが予想されることから、会社法制部会は主に事務上の負担を念頭にしているようにみえる⁽²⁴⁶⁾。株主総会前のみに調査を実施するこの手法は、株主の共同利益の保護には寄与するかもしれないが、

部会・前掲注 12) 52 頁 [矢野領発言]。

(244) 実質株主の株主総会出席について、東京株式懇話会「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〔2021年改正〕」(2021年8月27日) 8-13 頁；木村敢二「実質株主の株主総会出席——全株懇ガイドラインのより有効な活用のために」旬刊商事法務 2153 号 (2017年) 23-30 頁参照。そして、近時実質株主である海外機関投資家による損害賠償請求が認められなかつた事例として、東京地判令和5年12月21日資料版商事法務 480 号 122 頁は、「名義株主は、単なる名義貸しをしているわけではなく、会社法上の権利が現に帰属し、実質株主の指図等を受けるにせよ現実にその法的権利を行使するのであるから、決して単なる『名ばかり』の株主ということはできない」と述べる。また、「海外機関投資家とカストディアンの情報・交渉力を鑑みれば、そこに格差を認めて特段の投資家の利益保護を考慮する必要はなさそう」とする意見として、満井美江「判批」比較法制研究 47 号 (2024年) 176 頁注 4。「名義株主であるカストディアンが会社に対して損害賠償を請求する旨を特約とするなど、実質株主・名義株主間であらかじめ合意することが今後求められる」とする意見として、坂東洋行「判批」新・判例解説 Watch 商法 No.185 (2025年) 4 頁。

(245) 調査頻度および保有比率などの基準を配慮すべきとする意見として、会社法制部会・前掲注 12) 38 頁 [臼井はるな発言]。

(246) 会社法制研究会・前掲注 17) 101-103 頁；会社法制部会・前掲注 55) 24 頁。

建設的な対話の実現に真に資するかどうかは、なお議論の余地がある⁽²⁴⁷⁾。また、効率的な調査を行うために、現時点、株主判明調査の関連業務を行っている関連業者が数多く存在しているため、専門家に委ねることは一つの選択肢であり、実務界もこの方向性に進めようとしている⁽²⁴⁸⁾。しかしながら、調査結果を非公開とする立場を取る場合、前述のように、調査情報の漏洩リスクも併せて考慮すべきである。

第六に、国際私法上、株式会社からの実質株主確認請求に関して株式会社の設立準拠法である日本法が適用されると整理することができるかについて、前述の通り、制裁の名宛人をどのように理解するかが密接に関連している。

最後に、会社法制研究会報告書および会社法制部会において、明確に

議論されていない課題は、現在全国銀行協会の「実質株主確認制度整備に向けた実務者検討会」で議論されている信託口の取り扱い方である。信託口に関する課題についてさらに検討するために、本稿は振替法の観点から分析を行ったが、意外にも振替法には実質株主確認制度に類似した内容が既に存在していることが判明される。

(三) 忘れかけた手法——振替法の情報提供請求制度⁽²⁴⁹⁾

I 制度の沿革⁽²⁵⁰⁾

現行振替法 277 条⁽²⁵¹⁾の情報提供請求制度は、株券等の保管及び振替に関する法律（株券等保管振替法、昭和 59 年法律第 30 号）36 条⁽²⁵²⁾と

(247) 通常の場合、発行会社の対話意欲は実質株主の持株比率によって異なるが（会社法制部会・前掲注 11）37 頁〔白井はるな発言〕）、株主総会開催前に賛成票を確保する必要がある場合には状況が変わるかもしれない。

(248) 会社法制部会・前掲注 37) 3 頁。

(249) 日本の振替制度は、スペイン法と多く共通しており、情報提供請求制度は、イタリアイ法と類似している。See Kahan & Rock, *supra* note 23, at 1273-1279; Enriques, et al., *supra* note 32, at 719.

(250) 2000 年代に、証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律（証券市場整備法、平成 14 年法律第 65 号）、株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律（決済合理化法、平成 16 年法律第 88 号）、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（会社法整備法、平成 17 年法律第 87 号）の改正を経て、現在の条文の配置になっている。その経緯および各条文の推移について、高橋康文編著『逐条解説 新・社債、株式等振替法』（きんざい、2006 年）2-26 頁。また、株券不発行制度導入の経緯について、江頭憲治郎「株券不発行制度・電子公告制度の導入に関する要綱の解説

〔上〕」旬刊商事法務 1675 号（2003 年）6-7 頁；尾崎輝宏＝吉田修「社債、株式等の振替に関する法律の概要 [I]」旬刊商事法務 1701 号（2004 年）4-5 頁；始閑正光「平成 16 年改正会社法の解説 電子公告制度・株券等不発行制度の導入 [I]」旬刊商事法務 1705 号（2004 年）35-41 頁。

(251) 「加入者は、その直近上位機関に対し、当該直近上位機関が定めた費用を支払って、当該直近上位機関が備える振替口座簿の自己の口座に記載され、若しくは記録されている事項を証明した書面の交付又は当該事項に係る情報を電磁的方法であって主務省令で定めるものにより提供することを請求することができる。当該口座につき利害関係を有する者として政令で定めるものについても、正当な理由があるときは、同様とする。」

(252) 「参加者若しくは顧客又はその預託株券の株式の質権者は、保管振替機関又は参

2001 年の短期社債等の振替に関する法律（短期社債等振替法、平成 13 年法律第 75 号）60 条⁽²⁵³⁾・社債等の振替に関する法律（社債等振替法）128 条⁽²⁵⁴⁾から由来したものである。

本来、この制度は、加入者が自分の株券等について正確に振替口座簿に記録されるか否かを確認するためや、第三者に自己の権利の内容を示す等のために、振替口座の記録内容を知る手段を付与するための制度である⁽²⁵⁵⁾。短期社債等振替法 60 条と社債等振替法 128 条の「当該口座につき利害関係を有する者として政令で定めるもの」について、政令の定めはなかったが、短期社債の発行者は該当すると説明された⁽²⁵⁶⁾。それに対して、株券等保管振替法 36 条も同様な制度趣旨であるが、条文の構造からすれば、同条は「参加者若しくは顧客又はその預託株券の株式の質権者」しか列挙していないため、

それ以外の第三者は、利害関係を有する場合であっても、振替口座簿の写しの交付請求権は有しない⁽²⁵⁷⁾。

その後、2009 年に決済合理化法の施行に伴い、社債等振替法の題名が現行の振替法に改められ、株券等保管振替法も廃止され、株式や新株予約権その他の有価証券を加えた。現行振替法 277 条は、立法構造上の関係で、社債等振替法 128 条の内容を引き受けたが、「正当な理由があるとき」の要件を取り入れた。

当初の要綱中間試案では、振替制度利用会社の振替口座簿閲覧請求権等は、単独株主権・少数株主権の行使のためと説明される⁽²⁵⁸⁾。パブコメの段階では、(1) 発行会社にとつても、個別株主通知、一斉株主通知（現在の総株主通知）、振替口座閲覧権等（現在の情報提供請求制度）によって、株主の状況が把握できること、(2) 加入者のプライバシー保護

加者に対し、利害関係を有する部分に限り、参加者口座簿及び顧客口座簿の写しの交付を請求することができる。

(253) 「加入者は、振替機関に対し、当該振替機関が定めた費用を支払って、振替口座簿の自己の口座に記録されている事項を証明した書面の交付を請求することができる。当該口座につき利害関係を有する者として政令で定めるものについても、同様とする」。

(254) 「加入者は、その直近上位機関に対して、当該直近上位機関が定めた費用を支払って、当該直近上位機関が備える振替口座簿の自己の口座に記載され、又は記録されている事項を証明した書面の交付を請求することができる。当該口座につき利害関係を有する者として政令で定めるものについても、同様とする」。証券市場整備法により短期社債等振替法の題名は、社債等の振替に関する法律（社債等振替法）に改められた。短期社債等振替法 60 条の内容は、社債等振替法 128 条に承継された。

(255) 高橋康文編『逐条解説 短期社債等振替法』（きんざい、2002 年）204 頁；高橋・前掲注 250）447 頁；河本一郎＝大武泰南『株券保管振替法 Q&A：制度利用の仕組みと実際』（有斐閣、1984 年）81-82 頁。

(256) 高橋・前掲注 255）205 頁。

(257) 高橋・前掲注 255）205 頁；稻葉威雄ほか「座談会 株券等保管振替法の検討」別冊商事法務 74 号（1984 年）43 頁；佐藤修市「株券等の保管及び振替に関する法律の解説」別冊商事法務 74 号（1984 年）119 頁。

(258) 「振替制度利用会社は、振替機関等に対して、費用を支払って、当該振替機関等の備える振替口座簿の記載のうち、当該振替制度に関して記載されている事項の閲覧又はその事項を証明した書面の交付を請求することができるものとする」。編集部

「資料 株券不発行制度及び電子公告制度の導入に関する要綱中間試案」旬刊商事法務 1660 号（2003 年）13 頁；法務省民事局参事官室「株券不発行制度及び電子公告制度の導入に関する要綱中間試案の補足説明」旬刊商事法務 1660 号（2003 年）27 頁。

の観点から妥当ではないこと、(3) 発行会社にとって最小限のコスト負担で、少なくとも1ヶ月一度、株主把握が可能となる制度が早期に構築されることが望ましい、などの意見が寄せられた⁽²⁵⁹⁾。

最終の要綱は、加入者および株式振替制度利用会社に分けて内容を定め、現行振替法277条の「正当な理由があるとき」の要件が初めて言及される⁽²⁶⁰⁾。加入者の情報提供請求権は、社債等振替法128条と同じ趣旨の定めであるのに対して、株式振替制度利用会社の情報提供請求権については、株主の単独株主権・少數株主権の行使に関する継続保有期間の認定に必要があると解説される⁽²⁶¹⁾。

その後、決済合理化法により社債等振替法128条が改正され、利害関係者が情報請求をする際には、正当な理由があるときに限れられるとし⁽²⁶²⁾、その理由は、加入者の個人情報

との兼ね合いにあると解説される⁽²⁶³⁾。一方、振替社債については、その償還は社債権者による申請と引換えに行われ(振替法71条7項、8項)、その他の権利の行使をするには証明書を供託しなければならず、発行会社が社債権者の振替口座簿を確認する必要はないことから、発行会社は旧振替法施行令28条(現行の84条)で定める利害関係者には含まれない⁽²⁶⁴⁾。したがって、現行振替法の下で、振替法277条の情報提供請求制度は、振替社債への適用はない。

現行振替法277条の趣旨について、金融庁・大蔵省の立案担当者は、一貫して過去の制度趣旨を踏襲して解説を行ったが⁽²⁶⁵⁾、法務省の立案担当者による解説では、方向性が若干異なるようにみえる。最初の立案担当者解説は、要綱の解説と同様に、情報提供請求制度は、少數株主権等に関する継続保有期間の認定のためであると述べた⁽²⁶⁶⁾。その後、「正当

(259) 始閑正光＝葉玉匡美＝山本憲光「「株券不発行制度及び電子公告制度の導入に関する要綱中間試案」に対する各界意見の分析〔上〕」旬刊商事法務1669号(2003年)15頁。

(260) 「(1) 加入者は、その直近上位機関に対し、命令で定めるところにより、費用を支払って、当該直近上位機関が備える振替口座簿に記載された情報の提供を請求することができるものとする。(2) 株式振替制度利用会社は、その発行した株式について、振替機関等に対して命令で定めるところにより、費用を支払って、当該振替機関等が備える振替口座簿に記載された情報であって、当該会社がその提供を受ける正当な理由を有するものの提供を請求することができるものとする」。編集部「資料 株券不発行制度の導入に関する要綱」旬刊商事法務1673号(2003年)頁。

(261) 江頭・前掲注250) 27-28頁; 北村雅史「株券不発行制度についてII」別冊商事法務272号(2003年)126頁。

(262) 尾崎輝宏＝吉田修「社債、株式等の振替に関する法律の概要〔III〕」旬刊商事法務1703号(2004年)26頁。

(263) 高橋・前掲注250) 447頁; 始閑正光編『Q&A 平成16年改正会社法:電子公告・株券不発行制度』(商事法務、2005年)322-323頁。

(264) 始閑・前掲注263) 322-323頁。

(265) 高橋・前掲注250) 447頁; 高橋・前掲注255) 204頁; 高橋康文編『逐条解説逐条解説社債等振替法』(きんざい、2003年)345頁。

(266) 「個別株主通知に基づいて少數株主権等を行使してきた者が現在も株式を保有しているのかどうかを確認する等のために、発行会社は、振替口座に記録されている内容を知る正当な必要性がある場合があるので、同条後段の「当該口座につき利害関係を有するものとして政令で定めるもの」として、振替株式については、発行会社も定めることを考えているのである」。始閑正光「平成16年改正会社法の解説 電子公告

な理由」について、法制審議会の部会では、個人情報保護も沿って（1）株主と称して接触を図ってきた者の身元確認、（2）敵対的買収者の事前察知、（3）インサイダー取引の察知、などの運用を慎重に検討すべき意見があつたが⁽²⁶⁷⁾、審議の段階では主に立案担当者解説のように検討されてきた⁽²⁶⁸⁾。また、株主優待と利益配当・中間配当の運用も言及された⁽²⁶⁹⁾。一方、同時期の経団連によるアンケート調査では、情報提供請求制度の目的について「本件については、政省令マターではないとの意見が有

力であるが⁽²⁷⁰⁾」、実務界から少数株主権等の行使以外の運用が強く期待された⁽²⁷¹⁾。

2007年に、金融庁と法務省の連携で、振替法施行令と振替法命令の改正が行われた⁽²⁷²⁾。振替法施行令 84 条⁽²⁷³⁾に関する実質の改正はなされていないが、注目に値するのは振替法命令 61 条の新設である⁽²⁷⁴⁾。振替法命令 61 条 2 号によると、振替株式等の発行者の情報請求権が明記され、制度の趣旨として、株主と自称する者の身元確認などの必要があると解説される⁽²⁷⁵⁾。一方、立案担当者

制度・株券等不発行制度の導入〔IX〕」旬刊商事法務 1716 号（2004 年）23-24 頁。例えれば、株主が代表訴訟を提起した場合には、株主は、当該訴訟終了時まで継続して株式を保有しているかの確認が必要である。始閑・前掲注 263) 322 頁；伊藤誠ほか「証券保管振替制度の現状と改善に向けた取組みについて」東京株式懇話会会報 643 号（2005 年）76 頁；葉玉匡美ほか「特別講演 株券の電子化への対応」東京株式懇話会会報 676 号（2008 年）33 頁。

(267) 山本茂ほか「座談会 株券不発行制度に関する論点と対応〔下〕」旬刊商事法務 1707 号（2004 年）21-23 頁[野村修也発言]。

(268) 山本・前掲注 267) 21-22 頁[山下友信発言]。また、支配権取得目的で密かな株式の買い集めを言及したものとして、北村・前掲注 261) 126 頁[洲崎博史発言]。

(269) 山本・前掲注 267) 21-23 頁[山本茂発言、始閑正光発言]。

(270) 清水弘紀「株券不発行制度下の株主管理に関するアンケート調査結果」旬刊商事法務 1710 号（2004 年）31 頁。

(271) 情報提供請求制度の目的・用途について（回答数 73 社）：（1）株主と名乗る者の真偽確認（86%）、（2）特殊株主・特定の株主（機関投資家を除く）に関する情報の把握（84%）、（3）機関投資家に関する情報の把握（80%）、（4）外国人株主の持株比率の把握（69%）、（5）IR 戦略・IR 活動のための対象株主の把握（66%）、（6）株式市場で大きな変化があつた時の要因把握（60%）、（7）買占めの状況把握（56%）、（8）持合株式比率の変化の把握（52%）、（9）インサイダー取引の監視（37%）、と回答され、調査の所要日数については、総株主通知よりも早く迅速の情報把握が期待される。清水・前掲注 270) 30-32 頁。

(272) 改正の経緯とその概要について、仁科秀隆「株券電子化関係政省令の解説〔上〕」旬刊商事法務 1830 号（2008 年）4-5 頁。

(273) 「法第二百七十七条（法第四十八条において適用する場合を含む。）に規定する利害関係を有する者として政令で定めるものは、当該口座を自己の口座とする加入者の財産の管理及び処分をする権利を有する者その他内閣府令・法務省令（国債を取り扱う振替機関の場合にあっては、内閣府令・法務省令・財務省令）で定めるものとする」。社債等の振替に関する法律施行令（平成 14 年 12 月 6 日政令第 362 号）28 条：

「法第二百二十八条（法第四十八条において適用する場合を含む。）に規定する利害関係を有する者として政令で定めるものは、当該口座を自己の口座とする加入者の財産の管理及び処分をする権利を有する者その他内閣府令・法務省令（国債を取り扱う振替機関の場合にあっては、内閣府令・法務省令・財務省令）で定めるものとする」。また、「加入者の財産の管理及び処分をする権利を有する者」について、加入者本人以外に、破産管財人も含まれる。仁科秀隆「株券電子化関係政省令の解説〔下〕」旬刊商事法務 1832 号（2008 年）73 頁注 41。証券保管振替機構「株式等振替制度に係る業務処理要領」（2024 年）2-11-62 頁。

(274) 仁科・前掲注 273) 70 頁。

(275) 仁科・前掲注 273) 71 頁。

が退官した後の解説では、(1) 総株主通知の正当な理由が限定されているため、それ以外の場合において発行会社に特定の株主の情報を取得する方法を設ける必要があること、(2) 個別の株主の情報のみを取得する必要がある場合に、総株主通知を行うことが可能な場合もあるが、他の株主および振替機関・口座管理機関への負担からすれば、目的を達成するための手段として過大であること⁽²⁷⁶⁾、といった点が考慮されたと述べた⁽²⁷⁷⁾。そして、「正当な理由」の要件について、2007年5月22日の証券受渡・決済制度改革懇談会第19回会議の申し合わせによって「総株主通知等の請求・情報提供請求における正当な理由についての解釈指針」が策定された⁽²⁷⁸⁾。

情報提供請求に関する「正当な理由」については、①加入者の同意があるとき、②株主と自称する者が株主であるかどうかを確認するために必要があるとき⁽²⁷⁹⁾、③株主が株主権の行使要件を充たしているかどうか

かを確認するために必要があるとき、④発行者が、法令等に基づき、株主に関する情報を、公表し、又は官公署若しくは証券取引所（金融商品取引所）に提供するために必要があるとき、⑤上場廃止、免許取消しその他発行者又は株主に損害をもたらすおそれがある事態が生ずるのを避けるために必要があるとき⁽²⁸⁰⁾、⑥定款又は定款の委任に基づき株式の取扱い等に関して定められる株式取扱規程において定められた事由が生じたとき、などの事由が定める⁽²⁸¹⁾。注目に値するのは、⑥の運用について、(1)買収防衛プランを採用している会社において、総株主通知よりも前にまず大規模買付者等について情報を迅速に把握すること、(2)大量保有報告書の提出懈怠や不実開示の確認、などの制度趣旨も含まれうると述べた⁽²⁸²⁾。定款等に基づいて「正当な理由」に関する事由を具体化することはできるが、会社が恣意的に運用できるような趣旨までではなく

⁽²⁷⁶⁾ 2008年8月15日公表した「株式等振替制度に係る手数料に関する規則」によれば、一件につき数千円程度の手数料が課せられることが予定されている。小館浩樹＝仁科秀隆「株券電子化後の実務（1） 振替株式発行会社による株主情報の取得」旬刊商事法務1843号（2008年）22頁注17。

⁽²⁷⁷⁾ 小館＝仁科・前掲注276) 18-19頁。

⁽²⁷⁸⁾ 証券受渡・決済制度改革懇談会「総株主通知等の請求・情報提供請求における正当な理由についての解釈指針」（2007年）。その後、2010年と2014年に二回の改正が行われた。当時の策定状況について、証券保管振替機構から、「発行会社のニーズを踏まえながら検討する」と説明された。伊藤・前掲注266) 81頁。

⁽²⁷⁹⁾ 例えば、株主優待制度の利用に関する苦情処理が含む。小館＝仁科・前掲注276) 22頁注21。

⁽²⁸⁰⁾ 例えば、主要株主の異動による臨時報告書の提出が想定される。小館＝仁科・前掲注276) 20頁。

⁽²⁸¹⁾ 但し、上記①～⑥に関わらず、次の場合は正当な理由が認められず、請求をすることができない：(1) 人の生命、身体、財産を害する目的を有するとき。(2) 犯罪目的を有するとき。(3) 公序良俗に反するとき。(4) 第三者への漏洩を目的とするとき。(5) 株主に対する営業行為を行う目的であるとき。(6) 発行者の役職員の個人的目的その他発行者の事業と無関係の目的であるとき。

⁽²⁸²⁾ 小館＝仁科・前掲注276) 20頁、22頁注22。同じ意見として、仁科秀隆ほか「座談会 株券電子化実施後の株式実務〔中〕」旬刊商事法務1855号（2009年）7頁〔永池正孝発言、仁科秀隆発言〕、武井ほか・前掲注1) 13-16頁〔武井一浩発言〕。

(²⁸³)、発行会社にとって単なる事実上の利益は足りず、法律上の利益がある場面に限定すべきと指摘されたが(²⁸⁴)、法律上の利益とは何かは明示されていなかった。

II 制度施行後の運用状況

現行の発行会社による情報請求制度の内容は、証券保管振替機構の「株式等振替制度に係る業務処理要領」に定められており(²⁸⁵)、現在は証券保管振替機構のTarget保振のウェブサイトを通じて電子ファイルのデータ交換で運営されている。請求の仕組みとして、一般的に、株主の口座がどこにあるのかということは発行会社ではわからないため、証券保管振替機構の株主等通知用データを利用して、該当する口座管理機関に請求を取り次ぐことが便利であり、情報の提供も各口座管理機関から直接に各発行会社に通知するというわけではなく、証券保管振替機構が取り纏めて発行会社に通知する(²⁸⁶)。請求対象の特定について、対象加入者の株主等照会コードまたは対象加入者又は対象加入者となるべき

者の氏名又は名称及び住所による特定は可能であるが、特定のコストにより手数料は異なる(²⁸⁷)。情報提供請求の範囲について、全部情報請求と部分情報請求の区分により、情報提供請求の所要日数も異なる。近時の通信技術の発展により、更なる短縮の可能性も決してないわけではないが、通信システム向上のコスト負担の観点に基づいて業界全体で検討する必要がある。情報提供請求制度の概要は、以下の図表4の通りである。

図表 4

制度発足以来の情報提供請求の運用状況については、以下の図表5の通りに、全部情報請求と部分情報請求の両方が増加しており、特に2021年度以降この傾向が一層強くみえる（平均1銘柄ごとに10数件程度の通知件数がある）。

図表 5

III 英国の実質株主確認制度との

(²⁸³) 横山淳「株券電子化下の株主確認（情報提供請求）」株券ペーパーレス化レポートNo.34（2008年）5頁。

(²⁸⁴) 仁科ほか・前掲注282) 7頁〔神田秀樹発言〕。法務省と金融庁との協議において、「よほど反社会的な要求でない限り、正当な理由と認知しようというのが我々の共通認識です」と述べた。齊藤宗孝「講演 株式等振替制度の実施と現在の取組み状況について」東京株式懇話会会報710号（2010年）14-15頁。

(²⁸⁵) 制度の概要について、株式会社証券保管振替機構「発行会社による振替口座簿の情報提供請求に関するご案内」（2024年4月）参照。

(²⁸⁶) 大橋達男ほか「株券等の電子化に係る制度要綱について」東京株式懇話会会報658号（2006年）10頁。

(²⁸⁷) 証券保管振替機構に支払う手数料（1件につき、口座管理機関への手数料は別途計算される）について、総株主通知において通知された加入者に係る株主等照会コードを指定した場合は1,000円、氏名又は名称及び住所の全部を指定した場合は1,500円、氏名又は名称及び住所の一部を指定した場合は3,000円、と定められる。株式会社証券保管振替機構「株式等振替制度に係る手数料に関する規則」（2024年）19頁。

対比

英国の実質株主確認制度と振替法の情報提供制度との対比は、下記の通りである。

第一に、通常の場合、発行会社は、証券保管振替機構から基準日時点の株主情報を総株主通知により受領し、株主名簿の更新及び管理を行う。証券保管振替機構は、振替法 151 条に基づき、基準日における加入者の振替口座簿の記録事項を発行会社に通知する（総株主通知）。振替法の総株主通知は、加入者（機構加入者で口座を開設した者⁽²⁸⁸⁾）単位で情報を収集しており、具体的には、(α) 直接口座管理機関の自己口、(β) 直接口座管理機関の加入者、(γ) 間接口座管理機関の自己口、(δ) 間接口座管理機関の加入者、という四つの類型の口座の保有情報を把握できる。

第二に、同じく証券保管振替機構のシステムを利用する情報提供請求制度は、総株主通知と同様に (α) ~ (δ) 四つの類型の情報を収集できる。それに対して、英国では全面的な株式不発行を採用していないため、株券の保有者は依然として存在しており、同時に、費用を支払えば個人または機関投資家による証券保管振替機構への直接加入も可能である。そして、図表 6 が示しているように、英国の株主名簿では、株券保有者および振替機関の直接加入者・直接口座管理機関の名義でしか登録できないため、その株主名簿の透明性は日本より著しい低いため、これは英國

の実質株主確認制度が設置された実質の理由の一つでもある。

図表 6

第三に、英国の実質株主確認制度の最大な弱点は、図表 1 のような名寄せの処理である。振替法の情報提供制度は、証券保管振替機構が直接口座管理機関に対して情報提供を依頼して情報の纏めを行い、名寄せの処理を向上するために、口座情報の登録規則が厳密に整備されている⁽²⁸⁹⁾。それに対して、英国では、証券保管振替機構を経由しないため、発行会社が個別に仲介機関に対して問い合わせをすることはできるが、収集した情報の整理は膨大な手間と費用をかかることになる。特に、図表 7 の事例のように、実質株主が複数の名義株主を通じて分散保有を行う時に、続きの調査を行うか否かの判断が難しくなる。例えば、証券会社に対して実質株主確認制度を発動して、顧客の中でカストディアン A (0.5%)、B (5%)、C (4.5%) について、調査コストの観点からすれば、通常は保有比率が高い B と C に対して第二段階の調査を行うけれども、実際に実質株主 Z が他のカストディアン 9 社を通じて合計 5% 保有している場面が対処しにくい。

図表 7

第四に、情報提供請求制度の弱点は、口座管理機関の加入者しか集計

(288) 株式等の振替に関する業務規程 18 条。

(289) 株式等の振替に関する業務規程 32 条の 6；株式会社証券保管振替機構・前掲注 273) 1-6-1 頁以下。

できず、その背後に議決権行使の指図権限を持つ者が存在するかどうかをさらに確認できないところにある。同時に、株主等照会コード、氏名又は名称及び住所を知らなければ調査手続きは開始できない。一方、英国および欧州の制度より優れるところとして、日本の振替法の情報提供請求制度の請求できる情報の範囲は、対象期間における対象銘柄の保有株式数の増減まで含むことである。請求日の前日からさかのぼる6か月間の任意の範囲であれば、標準照会期間4日以内で対応でき、それより以前の情報も確認できる⁽²⁹⁰⁾。情報公開後の株価上昇を回避したいウルフパックは、常に同じ時期に急速に対象銘柄の買い集めを行うため、情報提供請求制度に基づく保有株式数増減の照会は、ウルフパックまたは大量保有報告制度の共同保有者の認定にとって非常に有益な情報である。

IV 現行振替法の課題

前述のように、現行振替法の情報提供制度の下で、日本法では、株主の透明性が高く、情報開示の範囲が英国より広い部分もあるが、下記の二つの問題点も抱えている。

一つ目の課題として、実務上の運用により、多くの上場企業の有価証券報告書に記載する大株主は所謂「信託口」の形になっており、その

背後の実質株主の身分が不明確という問題が指摘される⁽²⁹¹⁾。振替制度における信託口の運用について、現状の下では以下の二つの類型が存在している⁽²⁹²⁾。

第一に、機構加入者は、証券保管振替機構に対し、信託口に記録された株式等の全部又は一部につき、機構加入者口座の名義以外の名称（信託財産名義）を総株主通知、個別株主通知又は発行者による情報提供請求に際して発行者に通知する取扱いの申出（「信託財産名義の取扱いの個別の申出」）をすることができる。第二に、信託財産名義の取扱いの「信託財産名義の取扱いの個別の申出」に代えて、信託口に記録された株式等について、当該機構加入者が信託財産名義ごとの数及びその増減等を管理し、当該信託口に記録された株式等についての総株主通知、個別株主通知及び情報提供請求に係る必要な情報を機関に対して報告するための事務を行うことの申出（「信託財産名義の取扱いの包括的な申出」、以下「包括的申出」）を申請することができる。前者は、信託財産の内容を個別の口座にそのまま記録するが、後者は、複数の信託財産をまとめて一つの信託口に記録し、機構加入者が信託財産名義管理簿を通じて内部管理を行う。また、機構加入者は、複数の信託口の開設を受けることが可能である⁽²⁹³⁾。

現在の実務上、「信託財産名義の取

(290) 株式会社証券保管振替機構・前掲注285) 1頁。

(291) 三和＝山田・前掲注172) 150-151頁；山田剛志「上場企業と株主・投資家との対話の実態と規制への法的視座〔2〕」旬刊商事法務2268号(2021年)22-23頁。

(292) 株式会社証券保管振替機構・前掲注289) 2-1-7~2-1-9頁、別紙2-1-2。

(293) 株式会社証券保管振替機構・前掲注289) 別紙2-1-2。

扱いの包括的な申出」が多いに利用されている理由は、(1) 日常的取引に伴う情報処理負担の軽減、(2) 振替制度利用手数料の削減、(3) 各信託財産の匿名性維持、という三つの理由にあると考えられる。現行制度は、「信託財産名義の取扱いの包括的な申出」をデフォルト・ルールとしている⁽²⁹⁴⁾。包括的申出の利用について、振替機関からの承認を受ける必要があるが（信託財産の円滑的な管理用の必要性⁽²⁹⁵⁾）、信託財産名義の取扱いは、「信託銀行のニーズに基づくものであり、信託財産名義自体の妥当性を機構が判断するものではない」と説明される⁽²⁹⁶⁾。そのため、機構加入者にとって、識別性が低い抽象的な信託財産名義を利用する方が便利である。

したがって、実務上の運用として、仲介機関は、顧客資産を自らの証券とは分別して保管する義務を負っているが、通常は顧客ごとに口座を分けて管理しているわけではなく、顧客資産は代わりにオムニバス口座にプールされ、特定の顧客の証券を個別に特定することはできない⁽²⁹⁷⁾。以下の図表 8 のように⁽²⁹⁸⁾、複数の証券会社等に、一つの加入者の「○○銀行（信託口）」名義で大量（一つの証券会社等で数百以上）の口座を開設している場合があるだけでなく、

信託銀行内で複数の信託口を開設するも存在している。

図表 8

信託口の問題を解決する最も直接的な方法は、仲介機関による「包括的申出」の使用を制限することである。仲介機関は内部の信託財産名義管理簿に基づいて顧客財産の分別管理を行っているため、理論的および技術的な観点からすれば、顧客財産ごとに口座名義の分離を求めることが可能であるけれども⁽²⁹⁹⁾、費用の負担および業界団体の既存利益を配慮しながら慎重に検討する必要性がある。特に、信託口の利用は、決して怪しい外国資本に限らず、信託銀行による国内の資産運用（例えば、日本銀行と GPIF など）でも利用されているため、打撃範囲が広すぎないようにバランスよく細心な注意を払わなければならない。この点について、会社法制研究会報告書では、発行会社が実質株主を特定する負担が過大とならないよう、関係省庁や金融機関も含めたシステムの構築や実務の運用を検討する必要があるとの意見を受けて⁽³⁰⁰⁾、現在全国銀行協会では実務上の対応に関する議論

(294) 株式会社証券保管振替機構・前掲注 289) 2-1-7～2-1-9 頁、別紙 2-1-2。

(295) 「信託財産名義管理事務を適正かつ円滑に行うことができることその他の機構が定める要件を満たしていると認めるとき」と定めてられているが、具体的な承認要件は明示されていない。株式等の振替に関する業務規程 285 条の 45 第 2 項；株式会社証券保管振替機構・前掲注 289) 別紙 2-1-2。

(296) 株式会社証券保管振替機構・前掲注 289) 2-1-7～2-1-9 頁、別紙 2-1-2。

(297) Victoria, *supra* note 44, at 60-61.

(298) 株式会社証券保管振替機構「情報提供請求に係る手数料が高額になる事例について」（2024 年 4 月 17 日）2 頁。

(299) Davies, *supra* note 55, at 209-210.

(300) 会社法制研究会・前掲注 17) 101 頁。

がなされている⁽³⁰¹⁾。

また、学説は、実質大口（例えば1%以上）株主（アセット・マネージャー）の毎日開示の必要性を訴え、その実現の手法として、証券保管振替機構が毎日の取引時間1時間以内に株主名と持株数を開示すると主張している⁽³⁰²⁾。但し、(1) 現行の振替制度の下で、原則として手数料の計算は、英国と同様に、通信の回数で計算されているため、毎日頻繁に名寄せとその集計を実施すると、発行会社にとって膨大な費用負担になってしまう恐れがあること、(2) 実質大口所有を1%の基準を設定しても、大量保有報告制度のような契約等に基づき議決権指図の権限を有する者まではカバーできないこと、(3) 株主に対する追加的な対応コストが掛かることで投資が敬遠されたり、資金調達や資本市場の発展の妨げる恐れがあること⁽³⁰³⁾、(4) 株主判明調査業務を営むIR業界のビジネスモデルに与える影響への配慮、などの課題が残される。上述の英国法の分析のように、業界全体の利害関係への配慮がなければ、制度の見直しは実現されにくい。

二つ目の課題として、実質的支配者リスト制度（英国の実質支配権者登録制度）は⁽³⁰⁴⁾、法人等の支配権を

明らかにし、実質株主確認制度と組み合わせば、法人等による上場会社株式の保有状況を明確にする機能を有するが、英國や欧州とは異なり、日本現在の実質的支配者リスト制度は、あくまで任意の制度であることを前提とするため、制度適用の拡大等を通して法人等の実質的支配者の透明性を更なる向上する余地がある⁽³⁰⁵⁾。

振替法の情報提供請求制度の制度趣旨について、本来の法制審議会の議論では、株主と自称する者の身元確認のみを想定したけれども、2000年代の第一次敵対的買収ブームの影響を受けて振替法命令を通じて利用の範囲が実際に拡大されたが、同時期の買収防衛策の進展によって実務界の関心も次第に消退してしまう。一方、2000年代に構築された情報提供請求制度は、英國と第二次株主権利指令より優れるところを有しているため、今後の制度利用の状況次第、更に一步リードする可能性も秘められている。

（四）本稿による補足提案・代替提案——振替法における情報提供

(301) 会社法制部会・前掲注37) 1頁。

(302) 三和＝山田・前掲注172) 156-157頁

(303) 機関投資家からの類似な指摘として、会社法制部会・前掲注12) 38頁〔臼井はあるな発言〕、46頁〔内田陽祐発言〕。

(304) 制度の概要について、南野雅司「実質的支配者リスト制度に関する事務の取扱いについて〔上〕・〔下〕令和三年九月一七日付法務省民商第一五九号法務省民事局長通達の解説」旬刊商事法務2283号(2022年)106-117頁・旬刊商事法務2284号(2022年)43-50頁。

(305) 金融財政事情研究会「商業登記所における実質的支配者リスト制度の利便性向上に関する研究会～有識者による議論の取りまとめ～」(2024年)6-7頁；鈴木仁史「会社法改正と実質株主・実質的支配者の透明性」金融法務事情73巻7号(2025年)1頁。

請求制度の強化

会社法制部会の議論状況を改めて整理しよう。

株主の共同利益保護を達成したい場合、三、(一)の分析によれば、問題の核心は、仲介機関の背後にある実質株主の確認ではなく、株主の身元をより迅速に確認する方法にあるように思われる。会社法制部会がカストディアンを通じる保有関係に過度に焦点を当てて議論することは、問題の解決に直接に寄与しないかもしれない。現行振替法の下で、情報提供請求の発動について、証券保管振替機構は「株主と自称する者が株主であるかどうかを確認するために必要があるとき」に関する証明書類の提出を求めていないため、発行会社は「アクティビストのリスト」に基づいて隨時その取得状況を確認することができるが、氏名等の情報が分からなければ調査手続きを始めることができない。

一方、建設的な対話を促進したいなら、信託口は確かに重要な議題だが、会社法制部会では明確に詳細に議論されていない。したがって、本稿では以下、会社法制部会の議論を基礎として、振替法について以下の三つの補足提案を行う。

第一に、本稿は、近時の敵対的買収とアクティビストの行動傾向を踏まえて、総株主通知の「正当な理由」要件について、「直近 2 週間の株価（例えば TOPIX より 5% 以上）または出来高（例えば 2 倍以上）の大きい変動」を追加することを提案したい⁽³⁰⁶⁾。

現行の総株主通知制度でも情報提供請求制度のような「正当な理由」の要件が定められているが、両者の内容は少し異なる⁽³⁰⁷⁾。現状として、株主総会の開催、剰余金の配当、有価証券報告書・四半期報告書における「大株主の状況」の記載更新、または株主優待制度の実施を除けば、利用される機会は少ない。現行の振替制度の下で、総株主通知制度の実施により、信託口を除く大部分の保有者身分の初步的な確認（名義貸しや共同保有などを除く）は可能である。

第二に、本稿は、上記の「正当な理由」の要件が備えることを前提として、情報提供請求制度に「指定期間内の取引対象者一覧」という新しい類型の追加を提案したい。これにより、発行会社に正当な理由が発生する前の特定期間（例えば、3 ヶ月以内）における取引者のリストを照会する権限を付与する。

(306) 総株主通知の運用を拡張すべきとする意見として、村松健「株式市場の成熟に向け始動した実質株主の「透明性」向上の議論——既存のインフラも活用して実務的に対応可能な方策を検討せよ」金融財政事情 76 卷 20 号（2025 年）40-41 頁。

(307) (1) 発行者が、法令、上場規則、定款その他の規則（以下「法令等」という。）に基づき株主に対して通知をするために必要があるとき。(2) 発行者が、法令等に基づき、株主に関する情報を、公表し、又は官公署若しくは証券取引所（金融商品取引所）に提供するために必要があるとき。(3) 発行者が、株主に対し、株主優待制度の実施その他振替株式の株主共通の利益のためにする行為をしようとするとき。(4) 上場廃止、免許取消しその他発行者又は株主に損害をもたらすおそれがある事態が生ずるのを避けるために必要があるとき。(5) 定款又は定款の委任に基づき株式の取扱い等に関して定められる株式取扱規程において定められた事由が生じたとき。証券受渡・決済制度改革懇談会・前掲注 278) 2 頁。

現行の総株主通知制度の手数料を鑑みれば（40万円の固定費用+株主1人につき30円程度⁽³⁰⁸⁾）、必ずしも全株主の身分を把握する必要がなく、近時の事案特徴からすれば、「指定期間内の取引対象者」を特定するだけで十分な場面もある。現行の情報提供請求制度は、氏名または住所をもって口座の特定を行っているが、証券保管振替機構が各口座管理機関から「指定期間内の取引情報」を収集してから名寄せを行うことは、現在のシステムでは技術的に可能であるはずだと思われる。発行会社は、「指定期間内の取引対象者一覧」に基づいて保有比率上位の取引対象者に絞って、もう一度情報提供請求制度を通じてその「対象期間における対象銘柄の保有株式数の増減状況」を確認すれば、共同保有者有無の確認がしやすく、その後の大量保有報告制度違反の判断にも有益である（主観的な意図ではなく、客観的な行動（取引のタイミング）を重視するアプローチ）。

第三に、上記の「正当な理由」の要件が備えることを前提として、本稿は、情報提供請求制度に信託口の特徴に対応する新しい類型の追加を提案したい。

前述の通りに、共同保有者認定の問題を除けば、現行の振替制度の下では信託口以外の株主の透明性は一応確保されているため、現行振替法の下で、情報の照会を行う必要があるのは主に信託口であると思われる。信託口のあり方について、今後の全国銀行協会での議論次第、状況が大

きく変わるかもしれない。現状として、問題の核心は、機構加入者としての信託銀行等が信託財産名義管理簿の内容をどれほど開示できるか・開示したくないか、ということにある。

そのため、本稿は、会社法制研究会報告書の内容を振替法に取り入れ、「正当な理由」（「直近2週間の株価または出来高の大きい変動」）があるときに、発行会社は信託銀行等に対して保有比率上位の実質株主（例えば上位5名）の開示を求めるができる制度を提案したい。違反の効果として、信託銀行等の信託口の背後にいる実質株主が回答を拒否するまたは十分な回答をしない時に、「振替法上の義務違反」として、証券保管振替機構の判断により（株主総会までの時間や保有比率等などの諸事情）、その保有部分を「総株主通知」の一部または全部の適用（主に議決権）から除外できるとする。現行振替法の下で、総株主通知の適用がなければ、株主の権利も行使できない。言い換えば、回答を拒否した実質株主の保有部分を総株主通知の適用対象から除外することにより、実質的に議決権停止と同様の結果を生じさせることができる。回答を行うか否かは、実質株主が名義株主と別途協議できる。そうすると、売却を選択するも可能であるが、実質株主が議決権を含む株主権行使しようとする時に、自ら名乗り出で「個別株主通知」を通じて顧名しなければならない。

前述の提案は、(1) 実質株主に關

(308) 株式会社証券保管振替機構・前掲注287) 19-20頁。

する情報照会を振替法上の義務違反とし、会社法制部会のような制度趣旨上の難問を回避できること、(2)証券保管振替機構の判断を通じて、発行会社の濫用を防止すること、(3)信託財産の匿名性および証券決済の迅速性を配慮しながら、「正当な理由」があるに限って信託口の上位保有者のみの開示を求めるここと、(4)経済的利益（配当や売却益）しか関心がない実質株主に選択の権限を与えること、(5)国際私法や国際執行上の問題を回避できること、(6)上場会社を念頭に置く制度に限定できること、(7)英国法より効率的な情報照会を行えるだけではなく、IR支援会社による情報漏洩も回避できること、などの利点がある。また、信託銀行等と実質株主との関係については、証券保管振替機構と協議した上で、定型約款等の運用を通じて調整できる⁽³⁰⁹⁾。上記の提案は、信託銀行等および他の機関投資家から支持を得られやすいと思われる⁽³¹⁰⁾。

四、おわりに

本稿は、異なる角度から英国の実質株主確認制度を再検討し、会社法制部会における現行議論に簡潔に応

(309) 業規制で名義株主になる業者に合理的な努力をする義務を課すか、実質株主の問合せがあれば応じることの合意を得た上でカストディ業務を受託するということを求めるかに関する意見として、金融審議会・前掲注22) [飯田秀総発言]。業規制のエンフォースメントの強度によって、その効果にも違いが生じる。

(310) 今後のIRコンサルティング業界の既存ビジネスモデルへの影響を懸念する意見として、編集部・前掲注205) 6-7頁。

(311) EUROPEAN COMMISSION, COM(2025) 124 final, at 14. EUにおける最近の動向を要約した邦語文献として、坂東照雄ほか「実質株主透明化に向けたわが国の議論と欧洲の実務」旬刊商事法務2389号(2025年)25-34頁。

(312) Yichen Lai, *The Jamais Vu of Stewardship in Japan*, REVUE INTERNATIONALE DES SERVICES FINANCIERS / INTERNATIONAL JOURNAL FOR FINANCIAL SERVICES (2024/2) 54-60 (2024).

答した上で、補足提案を提示した。EUは、2026年度の第四の四半期に、第二次株主権利指令の実施状況に関する包括的な検証の実施を予定しているため⁽³¹¹⁾、会社法制部会での議論がEUに寄与できることを心より期待する。

実質株主の確認に関する過去の議論を振り返ると、会社法制部会における多くの議論が実際にこの20年間に既に言及されていたことがわかる。おそらく我々は、この20年間で何が変わったのか、変わらなかつたのか、そして変えられないものは何かを改めて省みるべきだろう。制度の改革において、内部のDNA的影響から完全に脱却することは難しいかも知れない⁽³¹²⁾。一方、進化論の視点から見れば、外部の学習に加え、予期せぬ遺伝子変異こそが進化を促す重要な要素である。日経平均は30年を経てようやく原点に戻ったが、これがシーシュポスの岩ではないことを願いたい。

比較法の研究、やればやるほど、無意識のうちに研究対象とする海外制度を好意的に受け入れてしまう傾向があるかもしれない。もしかしたら、私たちは既にキス (KYSS, Know Your Shareholders) の仕方を身につけているかもしれない。もう一

度思い出してみたらいかがだろうか。

* 本稿は、日本証券業協会第9期
客員研究員および科研費(24K16271)、
による成果の一部である。また、本
稿は2025年9月30日に脱稿したも
のであるため、その後の法制審議会
会社法制（株式・株主総会等関係）
部会での議論は割愛せざるを得ない。

五、追記

校正中、鈴木仁史「会社法改正と実質株主・実質的支配者の確認」

(上) 実質株主の確認に関する論点」金融法務事情 73巻 20号(2025年)6-19頁。また、2025年10月11日の日本私法学会第88回(2025年度)大会の拡大ワークショップB

「実質株主確認制度の目指すものと在るべき制度設計」も併せて参考されたい。当日、筆者が質問した内容は以下の通りである。

第一、株主の透明性が十分でないという問題がどの程度深刻なのか。質的、量的な観点からさらに分析することは可能だろうか。

第二、実質株主調査制度を設ける目的が、(a) 調査結果の正確性を高めること、(b) 調査コストを削減することであるとすれば、現在多くの上場会社が実施している実質株主判断調査の運用実態はどうなっているのか。また、そのような制度を新設することで、実際にどの程度調査コストが削減できるのか、あるいは、かえって不要な調査が増えることになるのか。

第三に、二つの横断的関係についてさらに詳しく尋ねたい。

一つ目の横断的関係は、三名の報告者がそれぞれイギリス、ドイツ、フランスを対象に分析を行っているが、これら三カ国の制度間の優劣はどうなのかということだ。

二つ目の横断的関係は、実質株主調査制度と他の制度との関係である。例えば、本稿の分析によれば、英国の実質株主調査制度は調査の結

果を公表するため、機関投資家にとては、スチュワード・コードに従って発行会社との良好な関係を維持し、自ら調査対象となって保有株式状況の公開を迫られることを避けたいインセンティブが働くと思われる。報告者は実質株主調査制度と他の現行制度との関係についてどう考えているか。

六、付録

(一) 附表一

(a) フリージア・マクロス株式会社が2019年3月25日に提出した大量保有報告書によると、当社は同年の2月14日から3月18日までをかけて、市場内取引を通じて日邦産業株式会社の株式を合計5.77%取得した。買い集めの期間中に、日邦産業の株価が23.8%程度上昇したのに対して、日経平均の上昇幅は2.08%程度、TOPIXの上昇幅は1.53%程度に留まった。また、買い集めの1ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が2.81倍増加した。2019年3月期の有価証券報告書では、フリージア・マクロス株式会社は大株主として記載されている。

(b) シティインデックスイレブンスが2020年11月19日に提出した大量保有報告書によると、当社は同年の11月10日から同月12日までをかけて、市場内取引を通じて日本アジアグループ株式会社の株式を合計5.70%取得した。株式買い集めの期間中に、日本アジアグループ

の株価が 17.1% 程度上昇したのに対して、日経平均の上昇幅は 2.2% 程度、TOPIX の上昇幅は 1.26% 程度に留まった。また、買い集めの 1 ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が 3.80 倍増加した。2021 年 3 月期の有価証券報告書では、株式会社シティインデックスイレブンスは大株主として記載されている。

(c) Aslead Capital Pte. Ltd. が 2020 年 8 月 14 日に提出した大量保有報告書によると、当社は同年の 8 月 7 日から同月 14 日までをかけて、市場内取引を通じて富士興産の株式を合計 5.07% 取得した。株式買い集めの期間中に、富士興産の株価が 9.66% 程度上昇したのに対して、日経平均の上昇幅は 3.88% 程度、TOPIX の上昇幅は 4.74% 程度に留まった。また、買い集めの 1 ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が 2.00 倍増加した。2021 年 3 月期の有価証券報告書では、ASLEAD STRATEGIC VALUE FUND と ASLEAD GROWTH IMPACT FUND は大株主として記載されている。

(d) アジアインベストメントファンドが 2021 年 7 月 20 日に提出した大量保有報告書によると、当社は同年の 6 月 9 日から 7 月 13 日まで

をかけて、市場内取引を通じて東京機械製作所の株式を合計 7.91% 取得した。株式買い集めの期間中に、東京機械製作所の株価が -0.27% 程度上昇したのに対して、日経平均の上昇幅は -0.49% 程度、TOPIX の上昇幅は 0.25% 程度に留まった。また、買い集めの 1 ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が 2.84 倍増加した。2021 年 3 月期の有価証券報告書では、アジアインベストメントファンド株式会社は大株主として記載されている。

(e) シンシア工務店（アダージキャピタル有限責任事業組合）が 2022 年 3 月 11 日に提出した大量保有報告書によると、当社は 2021 年の 7 月 30 日から 9 月 16 日までをかけて、市場内取引を通じて三ッ星の株式を合計 11.14% 取得した。株式買い集めの期間中に、三ッ星の株価が 94.6% 程度上昇したのに対して、日経平均の上昇幅は -0.49% 程度、TOPIX の上昇幅は 9.94% 程度に留まった。また、買い集めの 1 ヶ月前と比較すれば、平均の出来高が 9.86 倍増加した。2022 年 3 月期の有価証券報告書では、アダージキャピタル有限責任事業組合は大株主として記載されている。

附表一

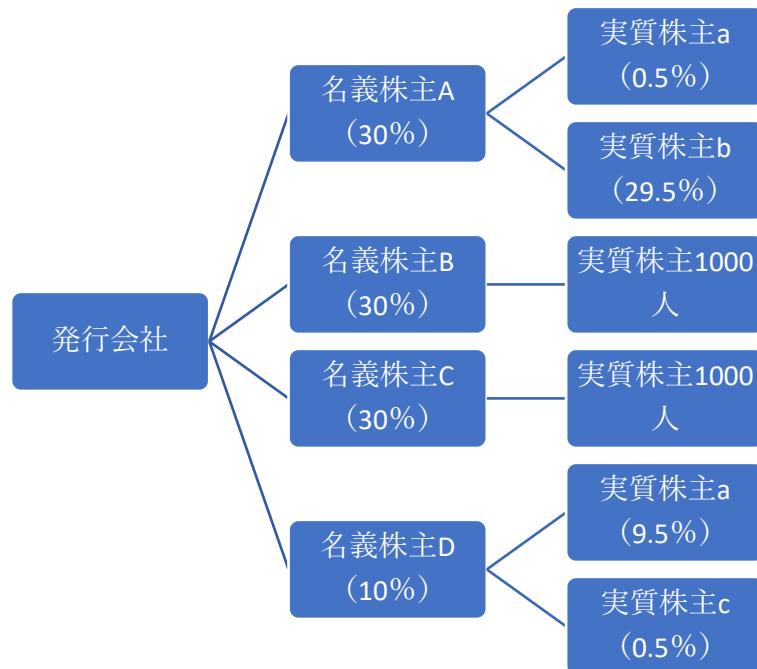
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
時価総額	33.67 億 円	68.29 億 円	32.43 億 円	35.09 億 円	58.13 億 円
取得比率	5.77%	5.70%	5.07%	7.91%	11.14%
株価の変化	23.8%	17.1%	9.66%	-0.27%	94.6%
同時期の日経 225	2.08%	2.2%	3.88%	-0.49%	-0.49%
同時期の TOPIX	1.53%	1.26%	4.74%	0.25%	9.94%
取得時の前月比の出来高変化	281%	380%	200%	284%	986%
株主名簿の記載	O	O	O	O	O
前年度の PBR	0.50	0.35	0.32	0.45	0.26

(二) 附表二

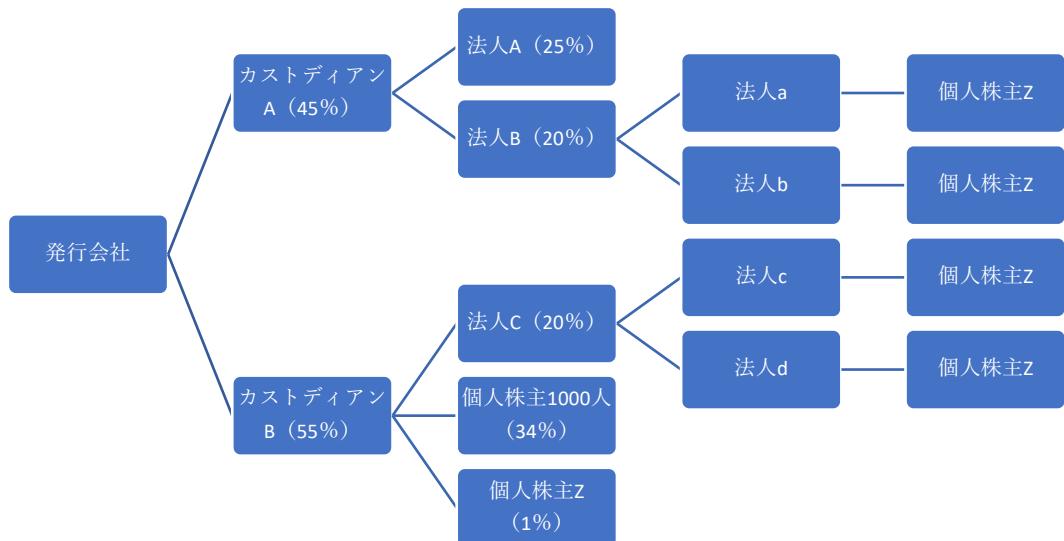
附表二					
証券コード	会社名	保有者	保有比率	取得時のPBR	取得時のPER
6349	小森コーポレーション	Brandes	12.23 %	0.6	12.45
6986	双葉電子工業	Brandes	8.80%	0.62	151.65
4544	H.U.グループ HD	Brandes	7.24%	1.01	9.68
4547	キッセイ薬品工業	Brandes	5.15%	0.9	18.38
4097	高圧ガス工業	Brandes	5.07%	0.65	10.94
6849	日本光電工業	Value Act	5.01%	1.8	15.89
5929	三和 HD	Value Act	3.10%	2.07	13.68
7732	トプコン	Value Act	6.66%	1.97	15.89
4704	トレンドマイクロ	Value Act	6.02%	3.77	96.23
3529	アツギ	Asset Value	15.65 %	0.27	6.83
3989	シェアリングテクノロジー	Asset Value	13.03 %	5.25	13.7
4512	わかもと製薬	Asset Value	8.54%	0.66	72.29
8929	青山財産ネットワーク	Asset Value	7.19%	4.67	19.06
3963	シンクロ・フード	Asset Value	5.18%	3.92	23.78
7305	新家工業	Asset Value	3.18%	0.52	12.65
5714	DOWA HD	Marathon	6.17%	0.85	11.39
3360	シップヘルスケアHD	Marathon	5.81%	1.42	14.37
5901	東洋製罐グループHD	Marathon	5.30%	0.4	15.52
7013	IHI	Marathon	5.07%	1.65	赤字
2270	雪印メグミルク	Marathon	5.05%	0.78	10.19
3105	日清紡 HD	Marathon	3.71%	0.56	5.87
4922	コーセー	Massachusetts	8.49%	1.18	19.65

2206	江崎グリコ	Massachusetts	6.81%	1.48	26.25
2875	東洋水産	Massachusetts	6.39%	1.73	25.56
6806	ヒロセ電機	Massachusetts	5.48%	1.88	21.73
3092	ZOZO	Massachusetts	4.08%	13.34	25.69
6947	図研	Artisan	5.68%	2.48	26.29
2791	大黒天物産	Artisan	5.42%	2.55	19.16
2815	アリアケジャパン	Artisan	5.20%	1.41	22.78
6407	CKD	Artisan	4.87%	1.58	28.75
4051	GMO フィナンシャルゲート	Artisan	4.49%	11.84	112

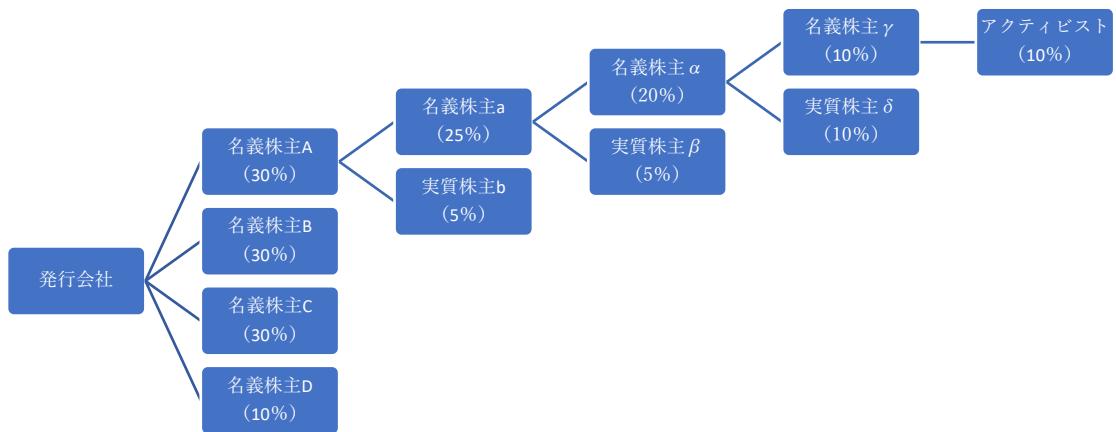
(三) 図表



図表 1



図表 2



図表 3

情報提供請求の範囲と所要日数 ⁽³¹³⁾		
項目	情報提供請求（全部情報）	情報提供請求（部分情報）
対象加入者の口座の範囲	対象の加入者が口座を開設する機構及びすべての口座管理機関の振替口座簿	対象の加入者が口座を開設する機構及び直接口座管理機関の振替口座簿（間接口座管理機関の振替口座簿は含まれない。）
情報提供請求で得られる主な情報	<ul style="list-style-type: none"> ・対象銘柄の保有株式数 ・対象期間における対象銘柄の保有株式数の増減 (全部情報のみ)	
請求結果の回答までの標準的な期間 ⁽³¹⁴⁾	請求から 4 営業日	原則として請求から 2 時間半以内（請求時間によっては翌営業日）
情報提供にて確認可能な対象期間	請求日の前日からさかのぼる 6 か月間の任意の範囲（6 か月以前の確認なら標準的な回答期間を超える）	請求日の前営業日（前営業日の最終株式数を調査対象とする。）

図表 4

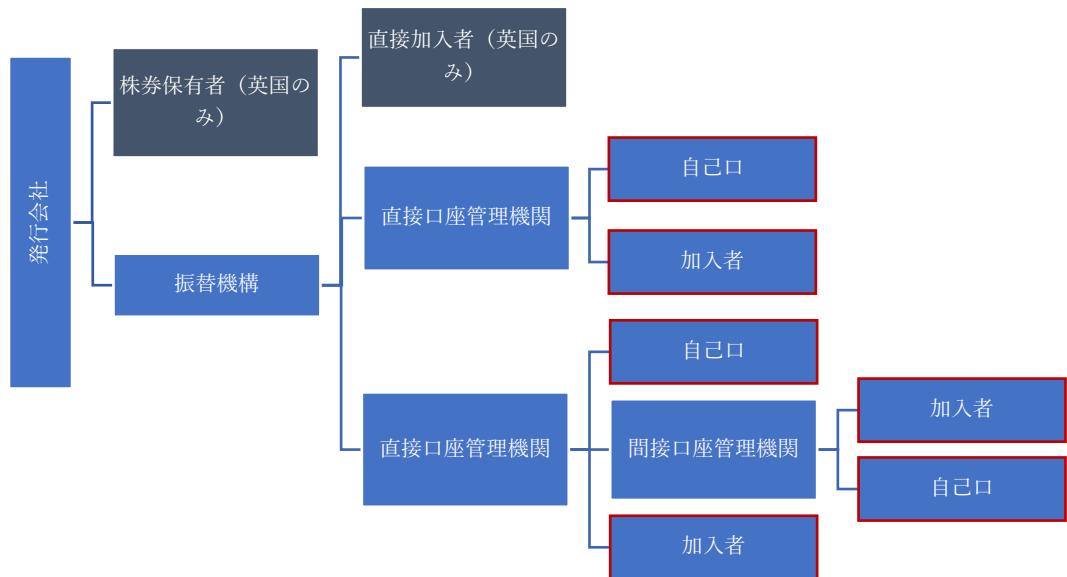
⁽³¹³⁾ 株式会社証券保管振替機構・前掲注 285) 2 頁；証券保管振替機構・前掲注 273) 2-11-11 頁。

⁽³¹⁴⁾ 調査の所要日数について、制度発足当時の予定がそのまま実現されている。大橋・前掲注 286) 10-11 頁；大橋達男ほか「株券等の電子化に関する説明会」東京株式懇話会會報 670 号（2007 年）13 頁。

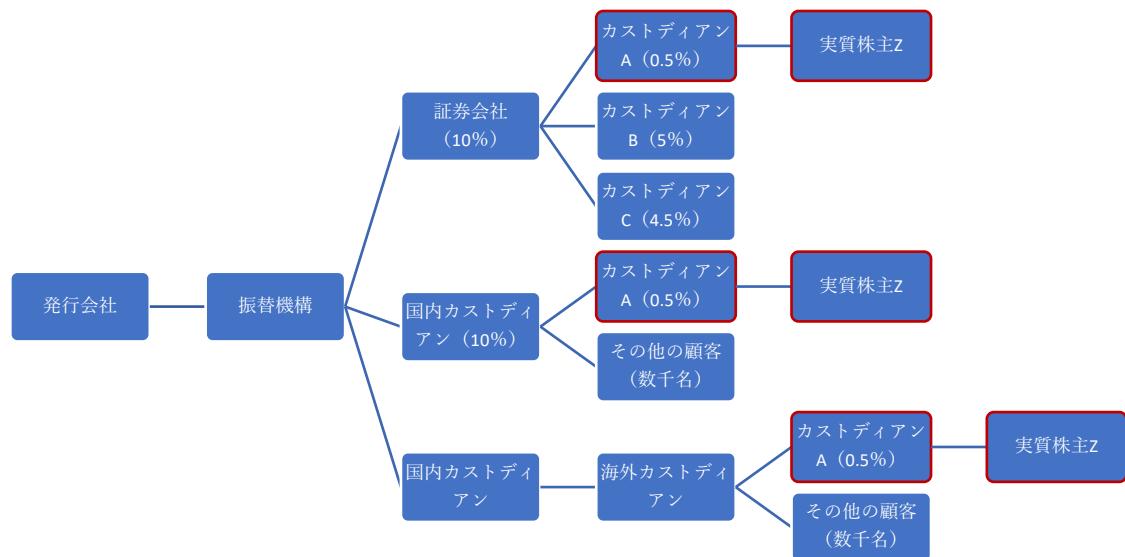
	発行者への情報提供 ⁽³¹⁵⁾			
	全部情報		部分情報	
	銘柄数	通知件数	銘柄数	通知件数
2008 年度	(銘柄) 27	(件) 131	(銘柄) 16	(件) 45
2009 年度	212	1,155	79	356
2010 年度	314	1,589	87	477
2011 年度	302	1,857	77	375
2012 年度	482	3,069	57	521
2013 年度	580	4,969	114	3,252
2014 年度	654	5,443	122	2,688
2015 年度	672	5,216	135	3,415
2016 年度	690	6,056	150	4,181
2017 年度	768	6,372	176	5,018
2018 年度	860	8,322	158	4,700
2019 年度	939	7,397	148	1,677
2020 年度	1,098	9,235	158	2,650
2021 年度	1,371	15,621	155	2,478
2022 年度	1,734	28,290	221	6,049
2023 年度	2,030	25,228	260	8,235
2024 年度	2,362	29,474	325	8,105

図表 5

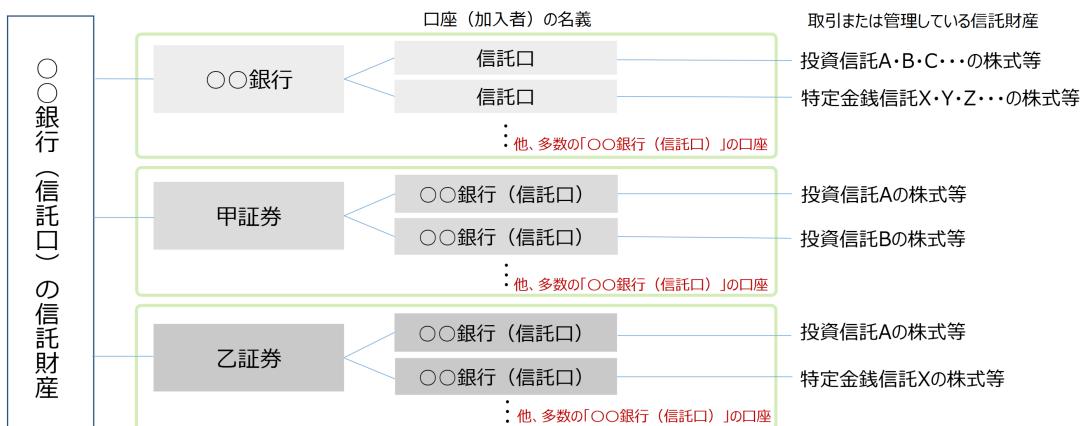
⁽³¹⁵⁾ 株式会社証券保管振替機構「統計データ（2025年3月14日更新）」，available at: <https://www.jasdec.com/statistics/index.html>.



図表 6



図表 7



図表 8