

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—

東北大学大学院法学研究科准教授
石川 真衣

1. はじめに

わが国の会社法上、会社は株主名簿上の株主を株主として取り扱えば足りるが、その一方で、株主名簿に記載された株主の背後の議決権の行使についての指図権限等を有する者（実質株主）を把握することが会社と株主との建設的な対話に必要なことが指摘されている¹⁾。このような考え方を背景に、株式会社の実質株主に関する情報開示制度の構築の是非に関する議論が進み、金融審議会の「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において近時の資本市場における環境変化を踏まえた制度の見直し作業が開始され、そのなかで実質株主を把握するための制度の創設がアジェンダに組み込まれた。令和5年12月に公表された報告書においては、今後は欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきであるとされ、具体的には、「機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである」ことが提言された²⁾。

欧州諸国において、株式会社による株主情報の取得は、第二次株主権指令（Shareholder Rights Directive II（SRD II））によりかなりの程度統一された形で法制化されている。第二次株主権指令制定前後の欧州諸国の制度の概要はわが国においてすでに紹介され³⁾、さらにわが国におけるあ

1) 公益社団法人商事法務研究会「会社法制に関する研究会資料5・第5回研究会における検討事項」1頁（令和5年7月14日）（<https://www.shojihomu.or.jp/public/library/1860/shiryo5.pdf>）。

2) 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」（令和5年12月25日）17頁（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225/01.pdf）〔2024年7月6日最終閲覧。以下、本稿のすべてのウェブサイトについて同じ〕。

3) 近時のものとして、公益社団法人商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業（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」（令和2年3月13日）（https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/shin_sokai_process/pdf/20200722_3.pdf）における米英独仏の制度紹介、太田洋「大量保有報告規制の改革に向けて—『日本版ウルフ・パック』の問題を切り口として—」商事2325号29頁以下（2023）、及び中村信男ほか「[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」金法2217号8-34頁（2023）などを参照。

るべき制度の提案も見られるものの⁴⁾、モデルとして参照すべきとされている欧州の制度の活用実態についての情報は必ずしも多くはない⁵⁾。しかし、欧州における制度運用上の課題、制度利用の頻度、制度の具体的な利用場面、利用主体の特徴などを分析し、欧州における株主情報の開示制度の活用実態を詳細に示すことは、今後のわが国への同様の制度の導入の是非を検討するうえで踏むべき手順の一つであると考えられる。この制度の活用実態を明らかにすることで、制度の意義と限界を示すことができるようになり、欧州の大量保有報告制度やマネーロンダリング防止の観点から導入された実質支配者の開示に関する制度など、第二次株主権指令が導入した株主情報開示制度以外の株主に関する情報の取得を実現する制度との関係がより明確となると思われる。

このため、本稿では、欧州第二次株主権指令後の株主情報の取得に関する制度の運用実態を明らかにすることを主たる目的とする。なお、イギリスはEU離脱を行っているが、欧州においていち早く株主情報の開示制度を導入していること、及びEU離脱後も依然として欧州の金融の中心地であることから、以下では主としてイギリス・フランス・ドイツの状況をとくに取り上げ、必要な範囲で他国の制度に言及することとする。

2. 欧州における株主情報の開示制度の概要

1) 欧州第二次株主権指令第3a条の内容

現在の欧州における株主情報の開示制度の基礎は、第二次株主権指令の影響を大きく受けている。同指令は、第3a条に株主の識別 (identification of shareholders) に関する規定を置いている。同条1項及び2項は、次のように定める。同条全文については、本稿末尾の翻訳を参照されたい。

第3a条

- ① 加盟国は、会社 (companies) がその株主を識別する権利を有することを保障する。加盟国は、その領土 (territory) に登録された事務所 (registered office) を有する会社について、株式または議決権の一定割合以上を保有する株主の識別を要求することのみを認めることを定めることができる。その割合は0.5%を超えてはならない。
- ② 加盟国は、会社または会社が指名した第三者の請求に基づき、仲介機関が遅滞なく株主の素性 (identity) に関する情報を会社に伝達することを保障する。

4) 議決権行使の正当性が認められるべき株主であるか否かの確認、匿名株主による議決権行使の排除、及び株主となる過程で不正・不当の行為がなかったかの確認を行うために、英独仏の制度を参考に迅速な株式情報開示制度の導入の必要を指摘する見解として、上村達男『会社法は誰のためにあるのか——人間復興の会社法理』76頁、226頁 (岩波書店、2021) のほか、株主情報の日々開示を提案する見解として、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 (1)」商事2268号22頁以下 (2021)、同「<経済教室>日本企業 統治の課題 下 実質株主の日々開示 不可欠」日本経済新聞朝刊 (2023年4月6日)、同「実質株主開示を巡る視点——発行会社・株主・投資家間の情報の平等」MARR352号34頁 (2024)。また、大量保有報告制度の見直しにより実質株主情報の開示を行う提案について、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58頁、同「我が国の実質株主開示への課題と方向性」金法2217号29頁 (2023)。

5) 近時の分析として、北村雄一郎ほか「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 [中]」商事2363号32頁 (2024)。

指令第 3a 条 1 項にもあるように、加盟国には 0.5% 以下、すなわち株式または議決権を少数しか持たない株主の識別を排除する権利が付与されている。欧州第二次株主権指令の国内法化の期限は 2019 年 6 月 10 日とされていたが、フランスやドイツをはじめとする大半の加盟国は、国内法化の際に識別可能となる株主の保有割合についての下限を設けなかった⁶⁾。このため、法律上は、会社は 1 株しか持たない株主を識別する権利を有することになるが、識別にかかる費用は会社負担であるため（費用の問題については後述する）、実際には一定数以上の株式を保有する株主の識別が求められる形となっている。なお、株主を識別する権利の行使に伴いなされる請求の数には制限はなく、理由を付すことも求められない。

2) 欧州第二次株主権指令第 3a 条の制定経緯

欧州第二次株主権指令における株主情報開示制度は、他の株主情報の取得を可能とする制度と並べられることがある。例えば、イギリスにおいては、かつては会社法上用意されている株主情報取得のための制度として、①発行会社による実質株主の開示請求制度、②国務大臣（the Secretary of State）が選任する検査役による調査制度及び③大量保有報告制度の三つがあった（③は、2000 年金融サービス市場法に移管された⁷⁾）。欧州の他の国においても、大量保有報告制度やマネーロンダリング防止を目的とする制度を通じて実質支配者の地位にある者の情報取得は一定条件の下で可能である。そして、会社による株主情報取得を実現するための他の制度がいかなる形で存在するかにより、株主情報の請求制度の利用頻度は異なってくると考えることはできる⁸⁾。

欧州第二次株主権指令における株主情報開示制度の導入は、大量保有報告制度の見直しの議論の過程で浮上したものである⁹⁾。大量保有報告制度に関する規定を設ける透明性指令の見直しの際に、発行者（特に上場会社）側からコーポレートガバナンスの向上の観点から、株主と会社間の対話を実現するために、大量保有に限らず、少数の株式保有を行うにすぎない最終投資家（ultimate

6) ESMA, National thresholds for shareholder identification under the Revised Shareholder Rights Directive, ESMA32-380-143-REV (31 August 2020, Last update: 14 December 2021) (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-380-143_national_thresholds_for_shareholder_identification_under_the_revised_srd.pdf).

7) イギリス会社法制研究会『イギリス会社法——解説と条文——』568 頁 [菊田秀雄] (成文堂, 2017)。

8) ESMA-EBA, Report Implementation of SRD2 provisions on proxy advisors and the investment chain, ESMA32-380-267, EBA/Rep/2023/26 (27 July 2023), p.41 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA32-380-267_Report_on_SRD2.pdf).

9) France DRUMMOND, «Transparence de l'actionariat», in Matthieu BUCHBERGER et Caroline COUPET (dir.), *Directives «Droits des actionnaires» 2007/36/CE et (UE) 2017/828 Commentaire article par article*, Coll. Droit de l'Union Européenne, Bruylant, 2022, n°66, p.97.

investor) を識別する制度の導入が求められたことが明らかにされている¹⁰⁾。このような制度は、発行者に対する透明性を向上させるが、市場の透明性を向上させるものではないこともすでにこの時点で指摘されていた¹¹⁾。株主の識別を可能とする制度として当時から注目されていたのが、本稿でも紹介したフランス及びイギリスの制度である¹²⁾。

株主情報の提供を請求することができる制度を EU レベルで創設することの構想は、2011 年の欧州委員会のグリーンペーパー「EU のコーポレートガバナンスに関する枠組み (The EU corporate governance framework)」においても取り上げられ、この時点では、すでにコーポレートガバナンスに関する事項についての株主と会社との間の対話の必要性が制度の導入根拠となることが明確に主張されていた¹³⁾。この段階での同制度の導入に対する反対意見は、①既存の株主とのコミュニケーション・ツールで足りること、②経営者の保身行動 (management entrenchment) を生じさせること、③一部の加盟国において、仲介機関が発行者に株主情報を伝達することにより、国内の個人情報保護規制に抵触する可能性があることを主張していた¹⁴⁾。会社が開設するウェブサイト上の対話の場や透明性指令の定める大量保有報告の閾値の引き下げによる対応で足りるとする反対意見は議論の過程でも根強くあり、また、欧州議会も無記名株式の保有者は自身に関する情報を開示されない権利を有するとして株主情報開示制度の導入に慎重な姿勢を見せたが、最終的に、欧州委員会は、上場会社の株式の保有者に関する情報はコーポレートガバナンスに関する会社と株主間の対話の向上に寄与するとして 2013 年に公表する計画に制度導入を含めることとした¹⁵⁾。興味深いのは、欧州の会社法とコーポレートガバナンスに関する行動計画のなかで、株主情報開示制度が「証券法 (securities law)」分野における作業計画¹⁶⁾であるとされていることである¹⁷⁾。実際に、本稿でみるように、株主情報開示において主として問題となるのは保有チェーンをいかに遡るかという証券保有・決済制度の整備であり、会社法と証券法が密接に関係するものとして捉えられてい

10) European Commission, *Commission Staff Working Document- The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, COM(2010)243, p.15 et p.88 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC0611>).

11) European Commission, *Commission Staff Working Document, op.cit.* (note 10), p.15. “These mechanisms would result in enhanced transparency towards the issuer but not necessarily towards the market.”

12) 両制度の紹介は、European Commission, *Commission Staff Working Document, op.cit.* (note 10), p.91, Box 11.1 - Existing national mechanisms 388 for identifying shareholders: France and the United Kingdom において詳細になされている。

13) European Commission, *Green Paper-The EU corporate governance framework*, COM(2011) 164 final, 5 Apr. 2011, p.15 (<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:EN:PDF>).

14) European Commission, *Green Paper, op.cit.* (note 13), p.16.

15) European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, COM(2012) 740 final, 12 Dec. 2012, p.7 (<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF>).

16) European Commission, *Communication, op.cit.* (note 15), p.16 « The Commission will propose, in 2013, an initiative to improve the visibility of shareholdings in Europe as part of its legislative work programme in the field of securities law. »

17) この点の紹介につき、中村信男「欧州法制との比較から提起される課題」金法 2217 号 10 頁 (2023)。

ることを示唆すると言える。

もっとも、上記の議論の経緯は必ずしも結果として制定された欧州第二次株主権指令の趣旨からは明確に浮かび上がってこない。同指令はより円滑な株主権の行使を目的とするものとして位置づけられ、冒頭で紹介した第3a条に続く第3b条及び第3c条がそれぞれ（株主権行使に関する）情報の伝達（Transmission of information）、株主権の行使の容易化（Facilitation of the exercise of shareholder rights）であり、これら三つの条文が同じ節（Chapter）の下に置かれていることが示すように、株式保有の重層化による議決権行使フローの複雑化を念頭に置いたものである。このため、欧州における株主情報開示制度は、まずは欧州域内における情報伝達のフローの調和（harmonization）と情報フォーマットの統一による株主権の行使のための共通基盤を設ける取組みの一翼として捉えられるべきものであり、支配権の変動情報の取得やアクティビスト対策への寄与を主目的とするものではないと考えるべきである。実際、指令の制度趣旨に沿う利用はすでに見られ、Air Liquideなどは株主との対話の質の向上のために同制度を利用しているとみられる¹⁸⁾。

もう一つ指摘されるのは、指令案に関する議論の過程においては、会社により取得された株主情報を一定の条件の下で株主に提供すべきとする規定が存在していたことである。そこでは、株主を識別した会社が、その識別した株主のうち株式の0.5%を超える割合を有する者の氏名及び連絡先のリストを情報開示を請求する株主に提供することに関する定めがあった¹⁹⁾。さらに、加盟国は、このような情報提供を行うに際し、会社が費用請求を行うことを認めることができるとされていた。

上記の提案理由として挙げられていたのは、株主エンゲージメントの要とされているのが会社に関する各種問題に関する株主間の対話であり、会社が情報を有している場合には、このような対話を容易にするために株主が他の株主の連絡先を入手する手段を与えることが有益であることである²⁰⁾。0.5%基準はプライバシー保護のためと説明されていた²¹⁾。また、会社が株主に対して情報提供に関する費用請求を行うことができる理由は、会社自身の費用負担により取得された情報を利用するのであれば、株主も費用の一部を負担すべきであると説明されている²²⁾。なお、当該情報を受け取った株主は、会社の他の株主への連絡をとるためにのみ利用でき、公表ができないことも併せて明記されていた²³⁾。しかし、この提案は最終的に指令において採用されなかった。

18) AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1 : Identification des actionnaires (Jérémie Créange 発言), p.7 (<https://www.france-post-marche.fr/wp-content/uploads/2022/05/AFTI-spe%CC%81cial-confe%CC%81rence-54-mars-2022.pdf>).

19) European Parliament, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement* 12.5.2015 - (COM(2014)0213 - C7-0147/2014 - 2014/0121(COD)) (https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158_EN.html).

20) *Ibid.*

21) *Ibid.*

22) *Ibid.*

23) *Ibid.* « Member States shall ensure that shareholders receiving this list shall be permitted to use it only to contact other shareholders on company-related matters and shall not be permitted to disclose it. »

3. 欧州における株主・実質株主概念と株式保有の形式

1) 株主・実質株主に関する定義の欠如

欧州第二次株主権指令は、株主（英：shareholder, 仏：actionnaire, 独：Aktionär）の定義を置いていない。その理由は加盟国間で同概念の理解が一致していないことにあり、近時でも ESMA 及び EBA によるレポートにおいて、株主に関する共通の定義を設ける必要性が指摘され、問題への対応のための提案もなされている²⁴⁾。具体的には、2020年の資本市場同盟（Capital Markets Union, CMU）アクション・プランのアクション12（株主エンゲージメントの容易化（Facilitating Shareholder Engagement））においてEU域内における「調和された（harmonised）」株主の定義の導入の可否に言及がなされたこと²⁵⁾に従い、欧州委員会（European Commission）が検討を行うことが提案された²⁶⁾。この点について、すでに非公式会社法専門家グループ（the Informal Company Law Expert Group (ICLEG)）により、「株式保有（shareholding）」の概念を一定の株主権（例えば、情報請求権、質問権、議決権、配当請求権）に関するものとして限定的に捉え、当該権利を保有する者を株主または株主のために行為する者（a person acting on behalf of the shareholder）として扱うことが提案されている²⁷⁾。

現状のように株主に関する共通の定義がない状況の下では、株主情報の開示制度においてどのレベルまで遡ることができるかについて、加盟国毎に差異が生じる可能性がある。さらに、改めて述べるが、仮に最も厳格な理解に立ち、最終的に株式保有による利益を享受する保有者まで遡ることが法律上要請されたとしても、実際に求められる情報が提供されなかった場合のサンクションをいかなる形で設計するかという問題が生じる。とりわけ、この問題はクロスボーダー保有の場合に顕

24) ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.6, pp.55-56. 具体的には、本文で述べた通り共通の定義を設けることがまず提案されているが、名義株主に加えて実質株主（beneficial owners）の識別する権利を与えることや、株主の識別の目的のためだけの「株主（shareholder）」の定義を設けることが提案されている。また、一時的な措置として、欧州委員会が加盟国において存在する株主に関する定義をリストアップすることも提案されている。報告書では、このほか、情報開示対象となる保有証券の範囲の明確化すること、及び情報提供請求を行う発行者に共通のフォーマット（golden operational record）の提出をCSDに対して行う義務を新たに課すことが提案された（ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), pp.38-39）。

25) European Commission, Action 12: Facilitating shareholder engagement -Progress so far on action 12 of the capital markets union 2020 action plan (https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-12-facilitating-shareholder-engagement_en)。アクション12を受けての検討作業は、非公式会社法専門家グループ（the Informal Company Law Expert Group (ICLEG)）による2022年の報告書においてなされている（The Informal Company Law Expert Group (ICLEG), Report on virtual shareholder meetings and efficient shareholder communication, Aug. 2022 (https://commission.europa.eu/system/files/2022-10/report_on_virtual_shareholder_meetings_and_efficient_shareholder_communication.pdf)）。同報告書においては、法律上の所有権と経済的利益が異なる者に帰属する点が指摘され、名義株主と実質株主のどちらが株主権指令執行規則 2018/1212 にいうところの last intermediary に当たるかが不明であるとされている（no42, p.20）。

26) なお、これに伴い、加盟国の会社法、証券法、税法に影響が及ぶことも指摘されている（ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.6）。

27) The Informal Company Law Expert Group (ICLEG), *op.cit.* (note 25), n°43, pp.20-21.

著な形で現れる。

2) 株式保有に関する加盟国間の制度上の相違点

最初に、株主・実質株主の識別に大きな影響を与える株式の保有方式について述べる。フランスを代表例とする大陸法においては、振替口座簿に記録される証券上の権利が直接顧客（投資家）に帰属する直接保有方式が伝統的に採用されてきたのに対し、英米の場合は、顧客（投資家）が口座管理機関を通じて間接的に証券上の権利を保有する間接保有方式が採用されている²⁸⁾。

① イギリス

イギリスにおいては、会社の株主名簿（share register）に登録される株主の氏名は実質株主（beneficial owner, 受益的所有者）²⁹⁾のものでなくてもよい³⁰⁾。すでによく知られているとおり、イギリスにおいては名義人（nominee）を介した間接的な株式保有がなされていることが多く³¹⁾、その理由はコスト面でのメリットにあると説明される³²⁾。このような状況において、イギリスにおいては、実質株主に関する発行会社の情報提供請求等とその提供情報の開示制度を導入し³³⁾、公開会社（public company）³⁴⁾が実質株主に関する情報を取得する手段が会社法上用意されている（同法第793条）。私会社（private company）の場合、実質株主の把握は容易であるため、同様の制度は用意されていない³⁵⁾。

28) 権利の帰属方式について、上田純子「多階層保有証券に関する一覚書—グローバル・カストディアンの視点から—」法政83巻3号325頁以下（2016）。

29) 実質株主（beneficial owner, 受益的所有者）は犯罪による収益の移転防止に関する法律における実質的支配者概念とは異なるものである。イギリスにおける実質支配者登録簿制度について、中村信男「イギリス会社法における実質支配者登録簿制度と日本法制への提言」ディスクロージャー&IR 25号95頁（2023）、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411・412号88頁以下（2024）等。

30) Paul L. DAVIES, Sarah WORTHINGTON et Christopher HARE, *Gower Principles of Modern Company Law*, 11e éd., Sweet & Maxwell/Thomson Reuters, 2021, para.27-011, pp.968-969.

31) イギリスにおける株式保有方式の詳細について、Law Commission, *Intermediated Securities : Who owns your shares? Summary of Scoping Paper*, 11 Nov. 2020, pp.3 et s. ; *Intermediated Securities : Who owns your shares? A Scoping Paper*, 11 Nov. 2020, pp. 35 et s. (<https://lawcom.gov.uk/project/intermediated-securities/>)。もっとも、直接保有の方法が存在しないわけではない。例えば、個人であれば、個人でCREST口座を開設して証券を保有することも可能であるが、この方法はコスト面でデメリットがあるとされる（Eilis Ferran, « Shareholder Engagement and Custody Chain », *European Business Organization Law Review* Volume 23, 2022, p.512）。

32) Department for Business Innovation & Skills, *Exploring the Intermediated Shareholding Model*, BIS Research Number No. 261, Jan. 2016, p.15 (https://www.uksa.org.uk/sites/default/files/BIS_RP261.pdf).

33) 川島・前掲注（29）72頁以下。

34) 公開会社は、株式有限責任会社または保証有限責任会社であって、株式資本を有し、2006年会社法第4条2項に掲げる要件を満たす会社である（2006年会社法第4条2項）。私会社は、公開会社でない会社をいう（同条1項）。条文については、イギリス会社法制研究会・前掲注（7）2頁参照。公開会社と私会社の主要な相違点は、①公開会社には公募（公衆に対する募集）が認められるのに対して、私会社には公募が禁止されること、②公開会社には5万ポンドまたはこれと等価値のユーロ建て額以上の最低資本金規制が課されることである（イギリス会社法制研究会・前掲注（7）3頁）。

35) イギリス会社法制研究会・前掲注（7）569頁。

② フランス

これに対し、直接保有方式を採用するフランスにおいては、株式の保有形式はさらに記名式 (nominatif) と無記名式 (au porteur) の二つに大きく分かれるものの³⁶⁾、「株式の所有者 (propriétaire des actions)」が株主 (actionnaire) であるとされ³⁷⁾、原則としてこの者の名義で証券口座または電子分散記録装置 (dispositif d'enregistrement électronique partagé)³⁸⁾に登録される (商法典 L.228-1 条 6 項)。記名式の場合には会社が管理する証券口座に株主情報の記載がなされるが³⁹⁾、無記名式の場合には通貨金融法典 L.542-1 条 2 号ないし 7 号に定める授権された仲介機関 (intermédiaire habilité) が管理する証券口座に当該情報が記載される (通貨金融法典 R.211-2 条)⁴⁰⁾。記名株式の場合には会社は所有者の情報を自ら保有することから識別の問題は原則として生じず⁴¹⁾、無記名株式の場合は、後述 3 において紹介する 1987 年より識別可能な無記名証券 (titres au porteur identifiable) 制度により保有者に関する情報を取得する手段が欧州第二次株主権指令以前から法律上用意されていた。しかし、識別可能な無記名証券制度は、欧州第二次株主権指令が前提とする制度と異なり、一つの手続で保有チェーンを最終保有者まで遡って情報を取得することはできないものであったとされる⁴²⁾。

なお、フランスにおいて、例外的に、株主の名義で口座登録がなされない場合が認められている。それは非居住株主の場合であり、非居住株主については仲介機関 (登録仲介機関 (intermédiaire inscrit) と呼ばれる) の名義で口座登録されることが認められ、仲介機関の名義による保有は、オ

36) 株式保有の方法については、公益社団法人 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業 (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」前掲注 (3) [石川] 176 頁以下。

37) ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises*, janv. 2003, p.18; Victoria DIXON, «The Legal Nature of Intermediated Securities: An Insurmountable Obstacle to Legal Certainty?», in Louise GULLIFER and Jennifer PAYNE (eds), *Intermediation and Beyond*, Hart Publishing, 2019, p.59.

38) ブロックチェーンがその代表例である。

39) このほか、発行会社が電子分散記録装置に証券を登録する場合がある。

40) このため、無記名式での保有の場合、会社は株主情報に対する直接的なアクセスができない。ブロックチェーンを代表例とする電子分散記録装置 (dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP)) に記録される場合は、証券の所有者及び保有されている証券の数及び性質を識別することができなければならない (通貨金融法典 R.211-9-7 条)。そして、電子分散記録装置に記録される証券は、記名式とされることから (同法典 R.211-2 条)、発行者は、記名式の証券の所有者に関する情報提供請求の手続を商法典 L.228-3-1 条に基づき利用できる (DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°101, p.117)。

41) 記名株式簿に登録された者が第三者のために登録されていることがうかがわれる場合には、会社またはその受任者は登録されている仲介機関に対して真の所有者に関する情報を請求することができる (商法典 L.228-3-1 条)。

42) AFTI, Spécial Conférence no54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, SRD2- L'Épilogue... Introduction p.1 (Pierre Jond); Table ronde 1, p.6 (Mathieu Mitevov) (<https://www.france-post-marche.fr/wp-content/uploads/2022/05/AFTI-spe%CC%81cial-confe%CC%81rence-54-mars-2022.pdf>)。もっとも、第一レイヤー (CSD のシステムに参加する口座管理者) よりさらに先のレイヤーに関する情報を取得したい場合には、発行者は「TPI 2」と呼ばれる、最初の TPI 手続に基づき CSD から伝達されたリストのなかから第三者のために登録されている者に対して真の所有者に関する情報を直接的に、または CSD を通じて請求することができる制度が存在していたため、これを利用することができた (指令の国内法化による改正前商法典 L.228-2 条第 II パラグラフ)。請求を受けた仲介機関は、証券の所有者の情報を開示する義務を負うこととされていた (同)。この規定は、指令の国内法化により削除されたため、会社は識別の範囲に対するコントロール、CSD は最終的な費用に関する予測可能性をそれぞれ失ったとされる (DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°81, p.107, n°89, p.111)。

ムニバス口座または各所有者に対応した個人別の複数の口座の形でなされる(商法典 L.228-1 条)⁴³⁾。このようにフランスにおいては国内においてイギリスのような名義人の証券口座への登録を原則として認めていないことから(フランス法においてイギリスの beneficial owner に相当する概念はない⁴⁴⁾)⁴⁵⁾、商法典に基づく株主情報の提供による株主情報の取得が困難である場面は後述するように主に非居住株主について顕在化することになる。

③ ドイツ

ドイツにおいてはフランスと異なり、名義株主(仲介機関)が株主として一般的に扱われ⁴⁶⁾、仲介機関と最終保有者(end investor)の関係は共有(co-ownership)により説明されている⁴⁷⁾。最終保有者は、証券を寄託した仲介機関(口座管理機関)が管理する pools of securities に対する共有持分権を有する形になる⁴⁸⁾。ドイツにおける株式の保有形式については、フランスと同じく記名株式と無記名株式の二種類がある⁴⁹⁾。ドイツ法上の記名株式について、名義株主による保有は許容されており(ドイツ株式法第 67 条 1 項 5 文)⁵⁰⁾、株主名簿に株主として登録されている仲介機関から情報伝達が行なわれる形で誰のために株式を仲介機関が所持しているかが会社に通知されることとされている(株式法第 67 条 4 項 2 文, 3 文)⁵¹⁾。無記名株式の保有の場合について、欧州第二次株主権指令の国内法化以前は仲介機関を介した保有について会社が株主情報を取得する権利は保障されていなかったが、同指令の国内法化以降、無記名株式に関して上場会社による株主情報の請求が制度化されることとなった(同法第 67d 条)。このため、欧州第二次株主権指令の制定は、ドイツの

43) 条文の翻訳については、加藤徹ほか「<翻訳>フランス会社法(9)」関学 67 巻 2 号 653 頁(2016)。非居住株主に代わり仲介機関が名義上登録される制度は、イギリスの制度の影響を受けたものと説明される(Mathias M. SIEMS, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge University Press, 2007, p.144)。

44) 株式の所有者の名義で口座登録が行なわれる理由は、税制上の理由にあるとする説明がある(ANSA, *L'émélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises*, op.cit. (note 37), p.17)。

45) SIEMS, op.cit. (note 43), p.144.

46) ESMA, *Report on shareholder identification and communication systems*, ESMA31-54-435, 5 Apr. 2017, p.18 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-54-435_report_on_shareholder_identification_and_communication.pdf)

47) DIXON, op.cit. (note 37), p.67.

48) DIXON, op.cit. (note 37), pp.67-68。ドイツにおける証券決済の状況について、嶋拓哉「証券決済法理に関する最近の動向について - ドイツにおける新学説を中心とする一考察」(2007) (<https://www.fsa.go.jp/frtc/nenpou/2007/06.pdf>)。

49) 伝統的には、記名株式は同族会社などが主に利用しており、一般的な会社は無記名株式を発行していたが、2016 年の株式法改正では、記名株式の発行が原則とされ、無記名株式の発行ができるのは、①上場会社の場合、または②株主の個別株券発行請求権が排除され、混蔵証券(Sammelurkunde)が有価証券混蔵銀行(Wertpapiersammelbank)等に預託されている場合に限定された(株式法 10 条 1 項 2 文)(公益社団法人 商事法務研究会・前掲注(3) 134 頁 [山下徹哉], 伊藤雄司「ドイツにおける『誰が株主であるかを知る権利』の導入について」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望: 資本市場制度の改革への提言 2020 年度版』231 頁以下(資本市場研究会, 2019))。規制の背景には、無記名株式を発行するドイツの非上場会社が株主構造に関する透明性を欠き、マネーロンダリングやテロリズムの資金調達に利用されることに対する懸念があるとされる(伊藤・232 頁脚注 8)。

50) Jessica SCHMIDT, «Allemagne», in Matthieu BUCHBERGER et Caroline COUPET (dir.), *Directives «Droits des actionnaires» 2007/36/CE et (UE) 2017/828 Commentaire article par article*, Coll. Droit de l' Union Européenne, Bruylant, 2022, n°265, p.204.

51) 伊藤・前掲注(49) 237 頁以下。

上場会社に大きな影響をもたらす可能性があることが指摘されていた⁵²⁾。

4. 欧州第二次株主権指令の影響と加盟国間の制度上の相違点

欧州第二次株主権指令により、冒頭に述べた第3a条の形で「株主を知る権利」が制度化されるに至った。しかし、指令の国内法化後の欧州の状況を見ると、各国の制度にいくつかの大きな違いが生じている。その理由は、以下のように整理することができる。

理由の一つは、株主情報の開示を指令とは全く同じではないにせよ、制度上保障していた国とそうではない国の存在である⁵³⁾。前者は、既存の制度を指令に合わせて調整したのに対し、後者は指令に沿う形で国内法を整備したことになる。前者の例として挙げられるのはイギリス及びフランス、後者の例として挙げられるのはドイツである。

① イギリス

イギリスは、1976年会社法において上場会社の議決権株式について会社が株主及び株式に利害関係を有するその他の者に対して、通知により実質株主に関する情報を会社に提供することを求める、情報提供請求権を制度化した。この制度は、1967年会社法により設けられた上場会社の議決権株式について額面額で株式資本の10%以上に当たる株式を保有または取得した株主にその権益の範囲及び変更を書面で会社に対して通知する制度の実効性を高めるために設けられたものとされる⁵⁴⁾。その後1981年会社法（株主または株主であった者以外への情報請求対象の拡大）、1985年会社法（情報提供に必ずべき義務の基準値の引き下げ）、2006年会社法においてそれぞれ見直しを経る形で情報提供請求権に関する規定は維持されてきた⁵⁵⁾。現行制度の下では、公開会社は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対して、利害関係の有無とその期間、現在または過去3年間の利害関係の状況などの情報を会社に対して提供することを請求できる（2006年会社法第793条⁵⁶⁾）。

イギリスにおいては、後述するフランスとドイツと異なり、欧州第二次株主権指令第3a条に対応するための会社法の改正はなされなかった。2006年会社法第113条に基づき、会社は社員名簿

52) Katrin POHL, «How SRD II Fundamentally Changes Shareholder ID for Many European Issuers», *IR Magazine*, Feb. 25, 2020 (<https://www.irmagazine.com/shareholder-targeting-id/how-srd-ii-fundamentally-changes-shareholder-id-many-european-issuers>).

53) 第二次株主権指令以前の状況について、ESMA, Report on shareholder identification and communication systems, *op.cit.* (note 46), p.19.

54) 川島・前掲注(29)74頁。

55) 川島・前掲注(29)74頁以下（経緯については72頁以下）。なお、2006年改正前の制度に関する研究として、河村賢治「イギリス上場規則—開示規制の研究—公開会社法および金融・資本市場法の観点から—」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制—市場と情報の観点から—』177頁以下（2006）、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—」商事1797号34頁（2007）、松井和也「大量保有報告制度の目的と実効性の確保方法—英国における開示規制の構造を素材として—」同法62巻4号1234頁以下（2010）、菊田秀雄「イギリスにおける実質株主の開示請求制度」際商39巻9号1279頁（2011）。

56) 現行制度について、公益社団法人商事法務研究会・前掲注(3)71頁以下〔松尾健一〕、川島・前掲注(29)78頁以下。

(register of members) を備え置く必要があり、同法第 112 条によりこの社員名簿に氏名が登録されている者が会社の社員 (member) であるとされることから、指令にいう株主とは名簿上に記載の者であると解されたことが理由とされる⁵⁷⁾。

② フランス

フランスにおいては、1987 年から識別可能な無記名証券 (titres au porteur identifiable) と呼ばれる制度の下で会社による株主情報の取得が可能となった。同制度導入の背景には、1984 年に実施された証券の無券面化 (dématérialisation des titres) がある⁵⁸⁾。証券の無券面化が実施される前は、証券は記名式による保有 (会社の管理する名簿 (livres) に直接株主の氏名が記載される) または物理的な証券 (紙の証券) の保有 (無記名式) のいずれかの方法により保有される形となっていた⁵⁹⁾。この時代は、記名式による保有については会社が管理する名簿 (記名株式簿) を通じて株主情報が取得可能であり、物理的な証券 (無記名式) の保有については株主総会の開催時に株主情報の取得が可能であった (1967 年 3 月 23 日のデクレ第 67-236 号第 136 条に基づき、株主総会への参加を希望する株主はその保有する証券を招集通知 (avis de convocation) において指定された場所に預託または株式の保管者である銀行その他の金融機関もしくは公認仲買人 (証券取引員, agent de change) により交付される保管証明書を預託する必要があった⁶⁰⁾)。1987 年 6 月 17 日の法律第 87-416 号第 55 条により、1966 年 7 月 24 日の法律が改正され、定款において証券保有者の情報請求を行う権限を会社に与えることを定めることができる旨が規定された (同法律第 263-1 条 (当時))。重要となるのは、定款にそうした権限の付与を定めておくことが必要であった点である。この点は欧州第二次株主権指令により緩和され、規制市場上場会社については定款条項を予め置く必要がなくなり、規制市場上場会社には法律上情報請求権限を付与し、それ以外の会社については従来通り定款における記載を無記名証券の保有者情報の請求権限の条件とする形が採られた (商法典 L.228-2 条)。このように、フランスは、欧州第二次株主権指令に合わせて、既存の規定を見直している。

なお、2009 年より、フランスの場合には株式を発行する形態であるかにかかわらず、ファンド (organismes de placement collectif, 主としてわが国でいうところの投資信託に相当する) におい

57) Thomson Reuters, Practical Law Corporate, Shareholder Rights Directive and SRD II: overview, Practice note: overview, 3 Sept. 2020.

58) フランスにおける有価証券のペーパーレス化の経緯とそれに伴う議論の変遷について、森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究 25 卷 (2006)。このほか、フランスにおける有価証券のペーパーレス化に関して、河本一郎 = 大武泰南「かくれた株主—実質株主管理と開示政策—」132 頁以下、255 頁以下 (商事法務研究会, 1986)、大武泰南「DÉMATÉRIALISATION における株式の譲渡および株主権の行使 (一) (二) (三・完) ——フランスの株式登録管理制度」摂南法学 4 号 29 頁 (1990)、6 号 1 頁 (1991)、7 号 29 頁 (1992)、山田誠一「フランスにおける有価証券の券面廃止」北村一郎編集代表『現代ヨーロッパ法の展望』309 頁 (東京大学出版会, 1998) も参照。

59) ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises*, op.cit. (note 31), p.17.

60) DRUMMOND, op.cit. (note 9), n°61, p.93. 条文については、早稲田大学フランス商法研究会編『フランス会社法 (増補版)』146 頁 (国際商事法研究所, 1980)。

ても証券の保有者情報を請求する権利が与えられている（通貨金融法典 L.211-5 条 2 項）⁶¹⁾。この権利は、形態（SICAV か FCP か）にかかわらず、すべてのファンド（OPCVM 及び FIA）において、運用会社（société de gestion）により行使されることができる（同条 2 項）⁶²⁾。

③ ドイツ

このように、イギリスとフランスのいずれも 1976 年及び 1987 年からそれぞれ会社による株主情報請求の制度を法律上有していたが、ドイツにおいては前述したようにこのような情報請求の制度は存在していなかった。このため、欧州第二次株主権指令によりこれを国内法化するに至ったのであり、この点については指令に沿う形で国内法（株式法第 67d 条）が整備された。一つの特徴と考えられるのは、改めて述べるが、イギリスやフランスにおいては既存の制度において会社に対する情報提供に関する制裁が設けられていたため、指令の国内法化以降もそれらが維持されたことにに対し、欧州第二次株主権指令においては情報提供義務違反に対する具体的な制裁が定められなかったため⁶³⁾、ドイツにおいては国内法化の際に株式法において特段の規定を設けることをしなかったことである。

加盟国間の違いが顕著な形で確認されるのは、第一に情報提供義務違反に対する制裁の場面である。

イギリスにおいては、2006 年会社法第 793 条に基づき情報提供の請求がなされ、明示された合理的期間内に利害関係者等から情報提供がなされない場合、会社は裁判所に対して対象株式に一定の制限を課す命令を発するよう申立てることができる（第 794 条）⁶⁴⁾。これを受けた裁判所は、第三者の権利に不公正な影響を与える場合を除き、議決権行使の禁止、配当の支払停止を含む措置を命ずることができる（第 797 条）⁶⁵⁾。また、情報提供請求に応じない者や重要事項について虚偽の情報提供を行った者に対しては、刑事罰の規定がある（第 795 条）⁶⁶⁾。さらに、上場会社の場合には、定款で取締役会の決定に基づく株主権の制限を定めておくことができる（FCA の上場規則、LR 9.3.9）⁶⁷⁾。

フランスにおいては、1987 年の識別可能な無記名証券制度の導入当時から、定款規定に基づき会社によりなされた証券保有者の情報請求が法定の期間内⁶⁸⁾に提供されない場合、または口座管理

61) 2009 年 1 月 30 日のオールドナンス第 2009-107 号第 4 条による改正に基づき創設された権利である。情報の取得に関する手続は、会社の場合と同一である（通貨金融法典 R.211-9 条による商法典 R.228-3 条ないし R.228-6 条の準用）。

62) 定款や規則にこのような権利の記載がなくても行使できる（Michel STORCK et Isabelle RIASSETTO, *Les organismes de placement collectif*, t.2, Les fonds d'investissement alternatifs, Lextenso, 2022, n°1441, p.636）。

63) もっとも、指令 14b 条において、加盟国は指令に基づき定められた規定への違反の制裁を定めることができるとされている。

64) 川島・前掲注 (29) 79 頁。

65) 川島・前掲注 (29) 79 頁。

66) 川島・前掲注 (29) 79 頁。ただし、株主等の利害関係に関する情報請求にかかる通知に従わなかったとしても、情報提供要求が根拠のないまたは濫用的なものであることを証明した者は、刑事責任を免れる（795 条 2 項）。詳細について、イギリス会社法制研究会・前掲注 (7) 569 頁、572 頁。

67) 川島・前掲注 (29) 79 頁以下、北村ほか・前掲注 (5) 35 頁。

68) 証券決済機関（Organisme chargé de la compensation des titres）に請求がなされ、その請求から 10 営業日以内に口座管理機関から情報提供がなされ、当該情報の受領から 5 営業日以内に会社に対して情報が提供されることとされていた（1966 年 7 月 24 日の法律第 263-1 条）。

機関により不備のあるまたは誤った情報が提供された場合、証券決済機関 (Organisme chargé de la compensation des titres) はレフェレ (急速審理) による判断を行う大審裁判所裁判長 (président du tribunal de grande instance) に対して、罰金強制 (astreinte) を伴う情報提供義務の履行の請求を行うことができることが定められていた (1966年7月24日の法律第263-1条3項)。ここで注意すべきなのは、会社は請求者となることができず、会社から情報提供請求を受けて情報の収集を行う証券決済機関が裁判所に申立てを行うことができるとされていたことである。証券決済機関に加えて、会社 (とその受任者) 及び口座管理機関 (teneur de compte) も罰金強制を伴う情報提供義務の履行の請求者となることができることが明記されたのは、欧州第二次株主権指令の国内法化を実施した2019年5月22日の法律第2019-486号による改正によってである (商法典L.228-2条)。なお、現行制度の下では、この請求を行うことができるのは「発行会社または当該会社から指名された第三者」とされている (L.228-2条第Ⅲパラグラフ)。

また、1987年の識別可能な無記名証券制度の導入当時にはなかったが、情報提供義務が履行されない場合に、議決権行使の制限・配当支払の制限を①会社及び②裁判所が一定の条件の下で行うことができることが定められた (2001年5月15日の法律第2001-420号第119条による商法典の改正)。この規定は欧州第二次株主権指令以降、現行制度の下でも維持され、以下のように定められている。

商法典L.228-3-3条

- ① L.228-2条ないしL.228-3-1条に従いなされた情報伝達請求の名宛人 (destinataire) が同じくL.228-2条ないしL.228-3-1条の適用に基づき定められた期間内に情報を伝達しなかったとき、または不完全もしくは誤った情報を伝達したときは、当該名宛人名義で口座登録されている株式、社債または即時にもしくは一定期間後に資本にアクセスを与える証券は、識別の通知の補正の日 (régularisation) までに開催されるあらゆる株主総会または社債権者集会における議決権を剥奪され、かつこれに対応する配当の支払いも通知の補正の日まで延期される。
- ② 登録された者がL.228-1条ないしL.228-3-1条の規定を故意に無視 (méconnaître) したときは、会社の住所地 (siège social) の管轄裁判所は、株式発行会社もしくは資本の5%以上を有する一人またはそれ以上の当該会社の株主、または社債発行会社もしくは一つの社債集団に付随する議決権の5%以上を保有する一人またはそれ以上の社債権者による請求に基づき、5年を超えない全期間について、場合に応じて、請求の対象とされた株式に付随する議決権または社債権者集会における議決権につき、その完全または部分的な剥奪を言い渡すことができ、かつ、必要な場合は同期間中の対応する配当のすべてまたは部分的な剥奪を言い渡すことができる。

上記の制度は、情報提供義務が履行されない場合に、議決権行使の制限・配当支払の制限の方法が二つ用意されていることを示すものである。L.228-3-3条1項の制度は、会社が自ら議決権行使の制限・配当支払の制限を (裁判所の判断を待つことなく) 課すことができるのに対し、L.228-3-3

条2項の制度は、裁判上の手続を要するものである。制限対象となる期間も異なり、前者の場合は識別の通知の補正の日（date de régularisation）までに開催される総会まで、後者の場合は5年を超えない期間、とされている。

これに対して、ドイツを見てみると、イギリス及びフランスに見られる議決権制限・配当支払制限に関する同様の規定が置かれていない⁶⁹⁾。

第二の顕著な違いとして確認されるのが、情報提供請求を通じて会社が取得した情報の開示の有無である。

イギリスにおいては、情報提供請求により得られた株式の利害関係情報について登録簿（実質株主名簿）を作成することが法律上必要となる（第808条⁷⁰⁾）。登録簿は、一般の閲覧謄写に供されることとされていることから（第811条⁷¹⁾）、情報は公開されることが前提とされていると位置付けることができる（ただし、閲覧・謄写は無制限に認められるわけではない⁷²⁾）。制度導入の意図が市場の透明性を高めるためであることに鑑みれば⁷³⁾、自然な結果ということができよう。

これに対して、フランスにおいては1987年の識別可能な無記名証券制度の運用当時から現在に至るまで、情報が公開されることは予定されていない。1987年法による改正後の1966年7月24日の法律をみると、会社は自らが取得した情報をたとえ無償であったとしても譲渡することはできないとされ、その違反は刑法典第378条に定める規定により処罰されることとされている（1966年7月24日の法律第263-1条4項）。現行制度においても、無償・有償にかかわらず情報の譲渡は禁止され、違反行為は刑法典による制裁を受けることが定められている（L.228-2条VI）。現在は、取得された情報に個人情報が含まれることが問題となることが懸念されることがとくに指摘される⁷⁴⁾。ドイツにおいても、フランスと同様に、会社が取得した情報の公開は制度上予定されていない。指令の序文52においても言及されているように、指令に基づく情報の処理は欧州一般データ保護規則（GDPR）に適合する形でなされなければならないとされていることに照らせば、イギリスと

69) 中村・前掲注(17)11頁。

70) 川島・前掲注(29)79頁。

71) 川島・前掲注(29)79頁。

72) 裁判所により閲覧・謄写請求が正当な目的のために行われるものでないと認められた場合には、裁判所は会社に対して請求に応じてはならない旨の命令等を発することができる（812条5項・6項）（北村ほか・前掲注(5)35頁参照）。なお、会社は請求が適切な目的でなされた場合には閲覧謄写請求に従わなければならないが、このような目的が認められないときは請求を拒絶しなければならないことも定められている（812条1項）。

73) 有限責任あずさ監査法人「日本及び諸外国における株主総会プロセスの電子化等の状況（平成28年度調査結果）」28頁（https://warp.da.ndl.go.jp/collections/infondljp/pid/12232105/www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170421001_3.pdf）。

74) Caroline Coupet 教授へのヒアリングによる。実際、仲介機関により請求主体の正当性の確認がなされる際に、個人情報の取り扱いに関する確認がなされるようである（例えば、Crédit Mutuelのホームページにはその旨の記載がある（https://www.bfcm.creditmutuel.fr/partage/fr/CC/BFCM/telechargements/informations/SRD2_EN.pdf））。個人情報保護に関する問題は、Patrick BARBAN, «L'identification des actionnaires, *Rev. soc.* 2017, n°4, p.679; Armand W. GRUMBERTG et François BARRIÈRE, «RGPD et données personnelles des actionnaires : l'heure de la réforme a sonné! », *Rev. soc.* 2021, n°4, p.86, n°12, p.681; Guillaume DESGENS-PASANAU, « Connaissance de l'actionariat et RGPD », *Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire* mars-avr. 2018, p.20 においても指摘されている。

異なる結果となることは必然と言える。

第三の違いとして指摘されるのが、情報提供請求制度を利用できる会社の範囲の違いである。イギリスにおいては、1976年会社法により、上場会社（認定証券取引所に登録された会社）が情報提供請求権の行使者とされていた⁷⁵⁾。現行法では、公開会社が対象とされている⁷⁶⁾。また、イギリスの場合は、公開会社の10%以上の議決権を有する株主は、少数株主権として、会社に対して第793条の情報提供請求の権限を行使するよう請求することができる（第803条⁷⁷⁾。このような形の少数株主権としての会社の情報提供請求の発動権に関する規定は、フランスやドイツには置かれていない⁷⁸⁾。

フランスにおいては、1987年の識別可能な無記名証券制度の導入から、上場会社の株式を対象としている。非上場会社の株式はすべて記名式であるため⁷⁹⁾、基本的に株主の識別の問題は生じないからである⁸⁰⁾。現行法においては、規制市場（*marché réglementé*）上場会社の場合には定款の規定なしに情報提供制度を用いることができ、それ以外の会社については定款条項が必要となる（L.228-2条第Iパラグラフ）。定款条項を置くことにより同制度のメリットを享受するのは、主として多角的取引システム（*système multilatéral de négociation*）において株式が取引される会社である⁸¹⁾。

ドイツにおいては、取引所上場会社（*börsennotierte Gesellschaft*）が対象とされている（株式法第67d条）。株式法第3条2項によれば、国により承認された機関により規制・監督され、定期的で開催され、かつ公衆が直接または間接にアクセスし得る市場にその株式の上場を許可された会社である⁸²⁾。具体的には、EUという規制市場（*regulated markets*）に上場する会社が制度の対象となる。

第四の違いとして指摘されるのは、取得される情報の範囲の違いである。例えば、フランスにおいては株主のメールアドレスが取得可能であるが、これは他国において必ずしも取得可能な情報の

75) 川島・前掲注(29)74頁。

76) 川島・前掲注(29)79頁。

77) 川島・前掲注(29)79頁。

78) ESMA, Report on shareholder identification and communication systems, *op.cit.* (note 46), n°59, pp.21-22. イタリアには少数株主による情報提供請求に関する制度が存在する（Eugenio BARCELLONA et Andrea SAGLIETTI, «Italie», in Matthieu BUCHBERGER et Caroline COUPET (dir.), *Directives «Droits des actionnaires» 2007/36/CE et (UE) 2017/828 Commentaire article par article*, Coll. Droit de l'Union Européenne, Bruylant, 2022, n°377, pp.249-250)。

79) ANSA, *L'amélioration des conditions de vote des actionnaires non-résidents des sociétés cotées françaises*, *op.cit.* (note 37), p.19. 通貨金融法典L.212-3条。

80) Juris-Classeur Droit bancaire et financier, Fasc. 1856 : Identification des actionnaires, par Régis FOY et Samia MAOUCHE, 19 janv. 2024, n°3.

81) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°101, p.117.

82) ベーター・オー・ミュルベルト（神作裕之仮訳）「ドイツ株式法における「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の準則とEUの背景：株式法161条とドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード」9頁（2013年12月）（https://www.securities.ju-tokyo.ac.jp/workingpaper/pdf/2014-6_Muelbert.pdf）。

範囲には含まれない⁸³⁾。各国において会社が取得可能な情報は、①欧州第二次株主権指令により最低限求められるものと②国内法により追加的に取得可能なものの二つに大きく分けられる。

欧州第二次株主権指令の枠組みにおいては、以下の情報の伝達が求められることが明らかにされている（指令第2条）。

・株主の氏名及び連絡先（完全な住所（full address）及び可能な場合はメールアドレス）。株主が法人である場合には、その登録番号（registration number）、そして登録番号がない場合には LEI（legal entity identifier）などの単一識別子（unique identifier）

・保有株式数

・会社が請求する場合には、次の情報：①保有されている株式の種類（categories）・クラス（classes）、②株式の保有が開始した日

上記の情報は、第二次株主権指令第2条（2）（b）にも定められているように、必ず請求できるものである。これに加えて、2018年9月3日委員会執行規則（EU）2018/1212（以下、「株主権指令執行規則」という）⁸⁴⁾第3条に基づき、株主のために投資判断を行う権限を付与されている第三者（the third party who is authorised to take investment decisions on behalf of the shareholder）の氏名及び単一識別子も求めることができる（執行規則の Annex, Table 2 の 13 及び 14）。

しかし、国内法化の過程で、加盟国が会社が請求できる情報の範囲を拡大することが妨げられているわけではない。実際、以下にみるように、フランスはこのような選択を行っている。

イギリスにおいては、公開会社が請求できる情報は、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素性（identity）、利害関係の有無とその期間、現在または過去3年間の利害関係の状況である（2006年会社法第793条）⁸⁵⁾。これはEU第二次株主権指令の表現に寄せると、氏名、保有株式数、保有議決権数、株式の種類等に関する情報が提供されることを意味する⁸⁶⁾。

フランスにおいては、会社が請求できる情報は、商法典 R.228-3 条に列挙されている。同条第 I パラグラフの 1～3 号において指令の内容の国内法化及び執行規則への対応がなされているが⁸⁷⁾、4 号以下にフランスが追加的に請求できる情報として加えたものが列挙されている。その内容を見てみると、a) 国籍、b) 場合に依りて、生年（自然人の場合）または設立年（法人の場合）、c) 該当する場合は、証券の名義人（titulaire）である者に直接結びつけられる制限以外に証券が受けうる

83) EU 域内における詳しい状況について、ESMA, Report on shareholder identification and communication systems, *op.cit.* (note 40), n°57, p.21.

84) Commission Implementing Regulation (EU) 2018/1212 of 3 September 2018 laying down minimum requirements implementing the provisions of Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council as regards shareholder identification, the transmission of information and the facilitation of the exercise of shareholders rights (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018R1212>).

85) 川島・前掲注 (29) 79 頁。

86) ESMA, Report on shareholder identification and communication systems, *op.cit.* (note 46), n° 57, p.21.

87) 商法典 R.228-3 条第 I パラグラフ 1 号（執行規則の Annex, Table 2 の C における items 1 (a) ないし 11）、2 号（会社またはその受任者が明示的に請求を行う場合には、同 item 12 または株式の種類・クラス）、及び 3 号（同 item 13 及び 14）参照。

制限, d) フランス活動分類 (NAF) に依拠した主たる活動を示すコード, または欧州共同体経済活動統計分類第2 (NACE Rev. 2) を制定する2006年12月20日の規則 (EC) 1893/2006の意味における欧州における同等のもの, e) 通貨金融法典 L. 533-16条の意味における証券保有者の専門性の有無, f) 証券が集団投資スキーム (organisme de placement collectif, OPC) の持分または株式であるときは, 所有者に証券の譲渡 (cession) を行った販売業者 (distributeur) の名称および登録番号, とされている。

商法典 R.228-3条4号に定められる追加的に請求できる情報は, 会社 (発行者) が請求を明示的に行い, それらの情報が問い合わせ先で入手可能であれば, 提供されることになる。集団投資スキームの保有に関する情報のように指令には記載がないが国内法に基づき請求できる情報があることは「フランスの特徴 (spécificité française)」であると紹介されている⁸⁸⁾。しかし, このように国内法に基づき請求できる情報が外国の仲介機関によりクロスボーダーで提供される保障はないとされる⁸⁹⁾。

なお, フランスの制度の特徴として挙げられるのは, 株主に限らず, 社債の保有者も識別の対象とすることができることである (商法典 L.228-2条第Iパラグラフ第4項)。社債保有者の情報開示は, 欧州第二次株主権指令により求められているものではない。この制度は, 資金調達面から社債の保有者を知る需要が発行者側にあると説明される⁹⁰⁾。このような識別の対象範囲の拡大は, 2014年7月31日のオールドナンス第2014-863号により実施されたものである⁹¹⁾。ただし, 社債発行契約 (contrat d'émission) に別段の定めがあるときには, 社債保有者の情報を請求することはできない (商法典 L.228-2条第Iパラグラフ第4項)。手続は, 株主情報の請求の場合と同じものを踏むことになる。

ドイツの場合, 株式法第67d条に基づき請求できる情報は, 株主権指令執行規則に基づくものとされている (第67d条 (1) 及び (2))。具体的には, 規則2018/1212のAnnexのTable 2のCに列挙されている情報を請求することができる。

5. 欧州における株主情報開示制度の運用とエンフォースメント

欧州における株主情報開示制度の運用についての公開情報は多くはない。以下では, 筆者が行った現地調査・ヒアリングを基に, 現在の運用状況に加えて, 運用に伴う課題について述べる。

88) AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Vue d'ensemble du Trésor, *op.cit.* (note 42), p.2 (Charlotte Ast). 集団投資スキームがその発行する持分または株式の保有者を識別できることは, 通貨金融法典 L.211-5条1項において定められている (集団投資スキームが株式発行会社 (société par actions) 形態を採るにかかわらず, そして識別可能性が定款または規則 (règlement) において明記されているにかかわらず, 可能である)。この規定は, 指令の国内法化以前から存在するものである。この権利は, 運用会社 (société de gestion) により行使されることができる (同条2項)。

89) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°76, p.104.

90) ANSA へのヒアリングによる。

91) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°64, p.96.

1) 現在の運用状況

欧州全体について Euronext Corporate Services が 2023 年に公表したプレスリリースによると、イギリスを除く EU の上場会社で株主情報提供請求を行った会社の数は 2021 年から 2022 年にかけて 38% の増加を見せたとされる⁹²⁾。このプレスリリースの基となる Proximity と Euronext Corporate Services が共同で実施した 22 か国の上場企業 5086 社を対象とする調査によると、2022 年には large caps (時価総額が 10 億ユーロ超) に属する上場会社の 48% が株主情報提供請求を行い、2052 件の株主情報提供請求がなされている (2021 年は 2105 件)⁹³⁾。これは調査対象企業の 17% (2021 年の場合は 13%) が欧州第二次株主権指令により導入された制度を利用している計算となる⁹⁴⁾。請求件数の多かった上位 7 か国は、フランス、ドイツ、ベルギー、オランダ、スペイン、ギリシャ及びポルトガルであり、これらの国に 2022 年中になされた請求件数の 86% が集中している⁹⁵⁾。利用頻度については、2022 年に株主情報提供請求を少なくとも 1 回以上行った発行者の数は 863 社であり、1 社あたりの平均は年 2.4 件とされている⁹⁶⁾。

利用企業のプロフィールは、large caps の企業による利用が最も高いが (2021 年は 351 社、2022 年は 390 社)、利用企業数の面で現在一番の伸びを見せているのは small caps (時価総額 5 億ユーロ未満の企業) である (2021 年には small caps で株主情報提供請求を行ったのは 104 社であったが、2022 年には 246 社に上り、+136% の増加を見せている)⁹⁷⁾。

しかし、欧州第二次株主権指令が導入した制度が実際の株主の識別状況に大きな改善をもたらしたかについて、ESMA 及び EBA の報告書によると、株主の識別成功率についての回答は少なかったものの、加盟国名は明示されていないが、ある加盟国 (前述 0.5% 基準を採用) の会社 2 件に関

92) Euronext, Euronext Corporate Services unveils results of its first-of-its-kind European survey showing that SRD II makes shareholder identification a new norm for issuers, 1 December 2023 (<https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-corporate-services-unveils-results-its-first-its-kind>). Proximity と Euronext Corporate Services が 2021 年及び 2022 年について行った調査によると、2021 年には 625 の発行者から請求がなされたのに対し、2022 年にはその数は 863 に増加している (Euronext Corporate Services, Shareholder ID: How Issuers Across Europe Use This Untapped Benefit of SRD II, E-Book, p.9 (https://info.corporateservices.euronext.com/ebook-how-issuers-across-europe-use-this-untapped-benefit-of-srd-ii?utm_campaign=ECS%20-%20SHAN%20-%20EN%20-%20Ebook%20%7C%20Shareholder%20ID%3A%20How%20Issuers%20Across%20Europe%20Use%20This%20Untapped%20Benefit%20of%20SRD%20II&utm_source=Video&utm_medium=LinkedIn%20FEemail#Download-report))。

93) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), pp.9-11.

94) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.10.

95) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.9.

96) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.10. 2021 年は年 3.4 件であったが、制度を利用した発行者の数は 2022 年より少なかった。単純な比較はできないが、2009 年時点では、欧州の Top companies は年 2 回株主の識別調査を行っていたとされるため (Mazars, *Transparency Directive Assessment Report*, 2009, p.115 (https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/Maza/Mazars_per-Comm-UETransparency_Directive_Assessment_Report.pdf)), 欧州第二次株主権指令の制度導入により、株主情報の取得を行う会社の範囲は広がったと考えることができる。

97) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.11. もっとも、この数は欧州の small caps に分類される企業の 8% にすぎないことも指摘されている。

して、欧州第二次株主権指令による制度の利用により追加的に保有者の識別が可能となった株式の割合はそれぞれ+20%と+27%であり、前者のケースでは49%、後者のケースでは73%の株式の識別ができなかったことが報告されている⁹⁸⁾。この点は、国によって状況が異なるものの、欧州第二次株主権指令による制度が必ずしも顕著な識別状況の向上につながるとは限らないことを示唆するものである⁹⁹⁾。

① イギリス

イギリスにおける制度運用については、情報量は必ずしも多くない。1980年代半ばから外国の名義株主 (nominee) により保有されている株式に対する制限命令が下された事案等を通じて一定の制度利用があることが推測され¹⁰⁰⁾、2010年代には Eclairs Group Ltd. v. JKC Oil & Gas Plc. 事件 (Eclairs Group Ltd and Glengary Overseas Ltd v JKC Oil & Gas PLC [2015] UKSC 71) において取締役らは適正目的 (proper purpose) のために2006年会社法第794条に定める株主権の制限命令に関する権限を行使すべきことが明らかにされた¹⁰¹⁾。このように行使の態様は明らかになりつつあるものの、現状、2006年会社法第793条の情報開示請求制度の利用頻度を示す公表情報はない¹⁰²⁾。利用目的は会社により異なり、① TOBの対象となる可能性がある場合 (とくに敵対的買収の対象となりうる場合)、②法令違反リスクの回避のため¹⁰³⁾、③株主名簿 (register of members) の管理のためなどの目的が挙げられる¹⁰⁴⁾。情報提供請求がなされる頻度は、会社にもよるが、一般的に月に一度の調査を実施するケースが多いとされる¹⁰⁵⁾。

② フランス

フランスは欧州において最も株主情報の提供請求がなされる国であるとされ、フランスの制度は

98) ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.41. 割合の計算方法については、必ずしも明確ではないが、例えば Euronext においては、発行済株式数と情報提供請求への回答数 (ISO 20022 の value “BENE” の数) を比較して割り出している (Euroclear へのヒアリングによる)。

99) ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.41, note 39) .これに対し、フランスの場合は識別率は極めて高く、制度は機能していると受け止められている (SGSS へのヒアリングによる)。また、証券口座による保有形式について、direct holding 形式を採用している国 (北欧及びチェコ) においては機能しやすいとの指摘がある (AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, SRD2 : OST et Identification des actionnaires : État des lieux européen, *op.cit.* (note 42), p.4 (Pierre Colladon))。このため、加盟国ごとに状況は大きく異なっていると考えることができる。

100) 判例の状況について、頼突成「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」博士学位論文 (東京大学, 2022) 337 頁以下。

101) 根本伸一「情報開示義務の不履行を理由に取締役会が行った株主に対する権利制限通知が、2006年会社法 171 条 (b) に違反して無効であるとされた事例 (Eclairs Group Ltd v JKC Oil & Gas plc [2015] UKSC 71 (2 December 2015))」法律論叢 92 巻 1 号 199 頁 (2019)、公益社団法人商事法務研究会・前掲注 (2) 71 頁脚注 107 [松尾]、頼・前掲注 (100) 347 頁以下、川島・前掲注 (29) 85 頁以下等。

102) Clifford Chance LLP 及び AFME の回答による。

103) 株主に対する配当の支払いまたはその他金銭の支払い (自社株買いなど) を行う場合、支払いの対象者が制裁対象となっている場合には会社にも法令違反が認められる可能性がある。Clifford Chance LLP の回答による。

104) Clifford Chance LLP の回答による。

105) 有限責任あずさ監査法人・前掲注 (73) 28 頁。

第二次株主権指令後の制度設計に影響を及ぼしたとされる¹⁰⁶⁾。フランスにおいて、情報提供請求がなされる頻度は、イギリスと同様、会社によって異なる。株主総会の開催前に情報提供請求を行うことにより株主構成を知ることがを欲する会社は、年に一度これを実施するが（なお、件数の面では年次報告書を作成する直前の12月に利用のピークがあるとされる¹⁰⁷⁾）、large-capsと呼ばれる時価総額ベースで大規模会社の場合には株主の入れ替わりが激しいことから月に一度の請求を行うことが多いとされる¹⁰⁸⁾。この背景には、後述するように、コスト負担の問題がある。2022年にはフランスの上場会社の47%が株主情報提供請求を行い（この数は2021年と比較して+60%である）、その内訳はlarge capsの80%、mid-capsの52%、small capsの34%である¹⁰⁹⁾。

利用の主たる目的は株主総会の開催準備と株主構成の把握であるとされる¹¹⁰⁾。株主構成の把握それ自体は、株主アクティビズムへの対応の一手段ともなりうるが¹¹¹⁾、必ずしもこの点が制度利用の前面に押し出されているわけではないし、実際、株主アクティビズムへの対応は欧州第二次株主権指令の主目的ではない。株主アクティビズムへの対応といっても、あくまで株主情報の取得にとどまることから、アクティビストによる株式取得を防止するものではないと受け止められている¹¹²⁾。

過去の報道によると、1990年には識別可能な無記名証券制度に基づく株主情報提供請求がなされた件数は252件、1991年には235件であったとされる¹¹³⁾。指令以前は、TPI制度及び民間のサービスの利用を組み合わせることにより発行者による株主の識別成功率は98%に達していたものの、回答に時間を要すること（3週間以上）及び費用が高額となること（10万ユーロ程度）が指摘されていた¹¹⁴⁾。TPI制度とその後身である欧州第二次株主権指令の株主情報開示制度の比較は、市場環境・時代の違いもあり、必ずしも容易ではないが、市場参加者に対する2023年のヒアリングによると、一年におよそ800-1000件の株主情報提供請求が国内でなされるとされる¹¹⁵⁾。

③ ドイツ

106) ANSA へのヒアリングによる。これは欧州指令以前からすでに株主情報の提供を請求する制度が存在していたため、すでに実務上浸透があったことが理由であろう（Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.12）。

107) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.12.

108) Large caps の平均をとっても年3.3件の利用があるとされる（Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.12）。最も利用頻度の高い発行者は2022年中に12件の利用を行っている。

109) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.12.

110) ANSA 及びSGSS へのヒアリングによる。この点は、TotalEnergies についても確認される（Euroclear, Case study: Streamlining shareholder identification, 21 June 2023 (<https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/Format/CaseStudies/totalenergies-success-with-investorinsight.html>))。

111) Euroclear へのヒアリングによる。実際にアクティビズム対応として利用されたケースもあることが指摘されている（Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.12）。

112) ANSA へのヒアリングによる。

113) Les Échos, « Le développement du titre au porteur identifiable se poursuit », 1 juill. 1992 (<https://www.lesechos.fr/1992/07/le-developpement-du-titre-au-porteur-identifiable-se-poursuit-928936>).

114) Étude d'impact n° 1088 - Projet de loi, Étude d'impact relatif à la croissance et la transformation des entreprises - Étude d'impact, déposée le mardi 19 juin 2018 (https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/textes/115b1088_etude-impact#_Toc517085784).

115) SGSS へのヒアリングによる。

ドイツは他国と比較すると株主情報の提供請求が大幅に増加した国であるとされ¹¹⁶⁾、大規模上場会社の1社あたりの制度利用件数が最も高い国である¹¹⁷⁾。もっとも、前述のとおり、規制市場上場会社に対象が限定されているため、多角的取引システム（MTF）及びグロース市場において証券が取引されている会社は制度の利用対象に含まれない¹¹⁸⁾。ドイツにおける制度利用は、株主総会開催直前期の2月、半期決算（half year results）前の6月、決算公告（roadshows）前の9月、年次報告書作成前の12月に集中するとされ、フランスと比較すると利用時期が分散している¹¹⁹⁾。

2022年の統計をみると、large caps（時価総額10億ユーロ超）の61%が制度を利用し、平均して年4.3件の利用があるとされる¹²⁰⁾。これに対し、mid-caps（同5億ユーロ以上10億ユーロ以下）とsmall caps（同5億ユーロ未満）はそれぞれ51%と54%が制度を利用し、それぞれ平均して年1.9件と年2件の利用があるとされる¹²¹⁾。最も利用頻度が高かったケースでは、年に46回の請求がなされたが、極端な例であるとされる¹²²⁾。

このほか、オランダ、ベルギー、ポルトガルにおいて株主情報提供請求が多くなされるとされるが、これらについては以下の状況が報告されている¹²³⁾。

④ オランダ¹²⁴⁾

	上場企業における利用割合	一年あたりの平均利用件数
Large caps	62%	3.4
Mid-caps	42%	1.7
Small caps	25%	1.0
上場会社全体	46%	2.6

116) ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.41.

117) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13. ドイツの上場会社の50%以上が年間3件以上の請求を行っていることとなる。

118) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13.

119) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13.

120) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13.

121) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13.

122) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.13.

123) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), pp.14-16に基づく。

124) オランダについては、欧州指令に基づく0.5%基準が採用されている。

⑤ ベルギー

	上場企業における利用割合	一年あたりの平均利用件数
Large caps	64%	2.5
Mid-caps	50%	1.6
Small caps	11%	1.8
上場会社全体	39%	2.1

⑥ ポルトガル

	上場企業における利用割合	一年あたりの平均利用件数
Large caps	100%	2.8
Mid-caps	57%	1.3
Small caps	44%	2.5
上場会社全体	62%	2.5

全体的に、EU加盟国での制度利用件数の上位国において確認されるのは、large capsによる利用が最も多く、時価総額が下がるにつれて利用頻度が減ることである。また、請求がなされる時期も株主総会や決算報告（annual earning roadshow）前に集中する傾向があり、2・3月、6月、9月、12月に利用の増加を確認することができる¹²⁵⁾。

2) 運用に伴う課題

① エンフォースメントの問題

第一に指摘する必要があるのは、これまでに見てきたように欧州第二次株主権指令の国内法化後も加盟国間で少なくない差異が生じていることに加えて、制度運用自体にも相当程度の混乱が生じていることである。そもそも、欧州においてはEUレベルで規制枠組みの策定はなされても、エンフォースメント自体は加盟国の規制当局に委ねられることが少なくなく、株主情報の会社への開示についても同じことが言える。とくに問題が複雑化するクロスボーダー保有の場合にEU域外の国にまで制裁を及ぼすことができるかについては実務上も疑念が生じる場所であるとされる。ESMAは欧州の証券市場に関する事項に係る規制当局であるが、株主情報提供請求に関する違反を理由に制裁を加える具体的な権限は付与されていない。このため、例えば米国に居住する株主がフランスの会社が発行する証券を取得したとしても、最終的な所有者まで保有チェーンをさかのぼ

125) Euronext Corporate Services, *op.cit.* (note 92), p.19.

り、情報の伝達に関する規定に対する違反を制裁することができる保障はない。このような限界はあるものの、欧州第二次株主権指令の国内法化以降、非居住株主に関する情報の取得が改善されたとする感觸も一部の会社ではあるとみられ¹²⁶⁾、クロスボーダー保有全体について支障が生じているわけではないと考えられる。なお、イギリスにおいては、クロスボーダー保有の問題は、判例のなかで扱われており、外国株主が情報提供を拒否した事例において株主権の制限が裁判所により認められている¹²⁷⁾。

制裁対象の問題も一部の論者から指摘されている。議決権行使制限・配当支払制限が課されるのは、株主（実質株主）に対してであるが、実際には、情報伝達の不備が仲介機関の作為・不作為による場合がある。この場合、株主は、自らの責任によらない事項による制裁を受けることになる¹²⁸⁾。制度の実効性を担保する目的の制裁が義務を履行すべき者とは異なる主体に課されることを問題視する指摘と位置付けられる。

このような理念上の問題のほか、制裁規定を設けている国においても、エンフォースメントが必ずしも有効な形で機能していないことが指摘される。フランス法においては、前述したように議決権行使の制限・配当支払の制限を①会社及び②裁判所が一定の条件の下で行うことができる。理論上は、①が定める制限は「機械的・自動的 (automatique)」であるとされ、これは裁判所による判断を介さずに制限が加えられることを意味する¹²⁹⁾。しかし、実務上、会社が制限を課す判断を実際に自ら行うことはない¹³⁰⁾。その理由は、会社側で必ずしも判断の妥当性についての確信が持てないこと、後の訴訟リスクを考慮するととりわけ議決権行使を制限することに慎重となることにある¹³¹⁾。もっとも、同規定には違反の抑止効果があると理解されているようであり、非居住株主の情報が提供されなかった場面において情報提供を促す道具として用いられた例があったとされる¹³²⁾。Euronextにおいては、期間内に回答がない場合は個別に要請を再び行う対応が採られている¹³³⁾。

126) Euroclear, Case study: Air Liquide on InvestorInsight, 18 Dec. 2023 (<https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/Format/CaseStudies/airliquide-shareholders.html>). その結果として、Air Liquide社は資本の1%程度を個人株主による保有に切り替えることができ、これにより会社により把握されている非居住個人株主の数を10倍に増やすことができたとしている。Euroclearも、TPIでは困難だった非居住株主・外国仲介機関の特定が容易になったとする (AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1: Identification des actionnaires, *op.cit.* (note 42), p.6 (Mathieu Mitevoy)).

127) Re FH Lloyd Holdings plc [1985] BCLC 293; Re Geers Gross plc [1987] 1 WLR 1649. 川島・前掲注 (29) 84頁以下、頼・前掲注 (100) 337頁以下。後者の事案については、松井・前掲注 (55) 316頁以下。

128) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°91, p.112. France Drummond教授は、株主は議決権行使の停止に伴う損害賠償を仲介機関に請求することは不可能ではないが、損害の回復は困難であると指摘する。同教授は、規制当局であるAMFによる仲介機関に対する制裁の有効性を前面に出すが、現行法上、株主情報の提供義務違反に関するこのような規制当局の制裁権限に関する明文の規定は置かれていない。

129) Coupet教授へのヒアリングによる。

130) ANSAへのヒアリングによる。

131) ANSAへのヒアリングによる。

132) AMAFIへのヒアリングによる。

133) Euroclearへのヒアリングによる。

また、2024年現在、L.228-2条やL.228-3-3条に関連する事案はない。

② コストの問題

全体的に、株主情報の開示自体のコストは高いものであると理解されている。イギリスにおいては、発行者の請求に基づくものであり、かつCSD chainの外で実施されることから正確な制度利用頻度についての統計はないが¹³⁴⁾、2006年会社法第793条の制度の利用は、「コストと時間がかかる (costly and slow)」であるとされている¹³⁵⁾。

欧州第二次株主権指令においては、株主情報提供請求における株主の対象範囲についての限定を付していない。このため、どの範囲の株主に関する情報を請求するかは会社の判断に委ねられ、実際にはその範囲の設定により会社が負担するコストの調整がなされている。このような実務はすでに指令導入以前から存在し、フランスの場合は1987年の制度導入当初から、会社の要請により、会社が設定した数の証券を保有する者の範囲に対象を絞ることができることが明文で定められていた(1966年7月24日の法律第263-1条)¹³⁶⁾。

コストの抑制は、欧州第二次株主権指令により部分的にしか対応されていない問題である。同指令は、第3d条において、以下の規定を置いている。

第3d条 コストの非差別性 (non-discrimination), 比例性 (proportionality), 透明性 (transparency)

- ① 加盟国は、仲介機関に対して、この章に定めるサービスに適用される手数料 (charges) を、サービス毎に開示することを義務づける。
- ② 加盟国は、仲介機関が株主、会社及び他の仲介機関に対して課した手数料 (charges) が非差別的であり、サービスの提供に実際にかかった費用に比例したものであることを保障する。国内及びクロスボーダーでなされる権利行使に関する手数料 (charges) の差異は、正当に理由付けられ、かつサービスの提供に実際にかかった費用の違いを反映しているときにのみ認められる。
- ③ 加盟国は、仲介機関がこの章に定めるサービスの手数を請求することを禁止することができる¹³⁷⁾。

上記第3d条2項により、株主情報提供に関するコストには一定の限度があることが明らかにさ

134) AFMEの回答による。

135) Digitisation Taskforce- Interim Report, July 2023 (https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1168398/digitisation_report.pdf). Updates: <https://www.gov.uk/government/publications/digitisation-taskforce>

136) このように事実上、会社側から識別の対象範囲の制限がなされることを受け、今後の制度設計に関して、発行者がその請求を例えば一定の国の株主や一定の仲介機関における一定以上の保有、さらには株主名簿 (share register) に登録されていない株主に限定することを認める提案もESMA-EBAの報告書においてなされている (ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.42)。

137) このように、指令上は、識別費用を無償とする選択肢が加盟国に与えられている。フランス・ドイツのいずれの国もこの選択を行わず、有償とする形で制度設計を行っている。

れたものの、具体的なコストの算定について規定の状況は国によって異なる。

フランスにおいては、指令の文言に沿う形で「非差別的でありかつサービス提供にかかった費用に比例したものであること」及び「サービス毎に費用が公表されること」（商法典 L.228-29-74 条）が求められ、これは仲介機関のホームページにおいて掲載されること（商法典 R. 228-32-3 条）とされている。しかし、具体的な算定方法は明示されておらず、国内法で対応しきれない部分があることが認識されており、市場参加者により解決されるべき問題と捉えられている¹³⁸⁾。市場参加者からは、制度発足当初から保有チェーン内での費用分担の方法について明確なルールがないことが指摘されている¹³⁹⁾。発行者側からも、株主情報の請求に伴う総コストの予測可能性が十分でないことが制度利用を妨げる要因となっていると受け止められている¹⁴⁰⁾。

ドイツにおいては、株式法第 67f 条に規定が置かれ、会社が費用負担をすることが定められているが、その範囲は「現状の技術状況に対応する方法に基づき発生する費用」に限定されている（株式法第 67f 条 1 項）。株式法第 67f 条 3 項は、連邦司法省（Bundesministerium der Justiz）が仲介機関が受け取る手数料に関する規制枠組みを置くことを認めているが、この権限は現時点では行使されておらず、フランスと同様に当事者により解決されるべき問題と捉えられていると見られる¹⁴¹⁾。

会社により負担されるコストの不明確性の問題を克服するための取組みも進行中である。Euroclear は株主識別サービスを有償で提供するパッケージとして Euroclear InvestorInsight® と呼ばれるサービスを 2021 年より提供し始めた¹⁴²⁾。サービスの概要は主として株主情報の取得及びその分析である。

同サービスの利用は次のような手順により行う¹⁴³⁾。

(a) ウェブベースのプラットフォームを通じた株主情報提供請求

138) Vue d'ensemble du Trésor, *op.cit.* (note 88), p.2 (Charlotte Ast).

139) AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1 : Identification des actionnaires, *op.cit.* (note 88), p.6 (Vanessa Lejeune Bordelon).

140) ESMA-EBA, *op.cit.* (note 8), p.41.

141) SCHMIDT, *op.cit.* (note 50), n°279, p.209. Cf. Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) , Drucksache 19/9739, 29 Apr. 2019, p.72 "Es wäre vorzugswürdig, wenn die Praxis (Intermediäre und Gesellschaften) sich auf Kostenerstattungssätze einigen würde, da eine Verordnung hierfür möglicherweise zu schwerfällig und starr wäre." (<https://dserver.bundestag.de/btd/19/097/1909739.pdf>)

142) Euroclear, «Euroclear rolls out new shareholder identification service, InvestorInsight™ », 21 Apr. 2021 (<https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/press/2021/2021-mr-10-euroclear-rolls-out-new-shareholder-identification-service.html>).

143) Euroclear, How to prepare for a successful AGM in 2024, 21 Mar. 2024 (<https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/Format/Articles/how-to-prepare-for-a-successful-agm-in-2024.html>).

この際に、分析の基準日及びその範囲を発行者の方で特定する¹⁴⁴⁾。

(b) Euroclear は請求に基づき必要となるデータを仲介機関から収集

(c) 結果はプラットフォームからダウンロードできる形で提供

上記のサービスに基づく情報提供請求は 2023 年 9 月時点で 1000 件を超え、平均して 1 社あたり年に 1.5 回の利用がなされる¹⁴⁵⁾。すでに 350 社が同サービスを利用し、株主の識別成功率は 98% 以上、個人株主のうち 60% について電子メールアドレスを入手できたと紹介されている¹⁴⁶⁾。Euroclear のホームページには同サービスを利用する二つのフランスの大企業の紹介がある (TotalEnergies (石油) と Air Liquide (ガス))。同サービスのメリットとして挙げられているのは、情報提供に応じなかった株主・機関に対し InvestorInsight のチームが働きかけを行うことにより情報の取得を実現することができること (TotalEnergies)¹⁴⁷⁾、非居住株主の特定がより容易になったこと (Air Liquide)¹⁴⁸⁾ などである。

利用にかかる費用については、アセット・クラス (資産の種別) に応じて費用が異なる。エクイティ及び ETF については、結果報告の行数 (number of lines) に応じて算定される (スライディングスケールがある)¹⁴⁹⁾。ファンド及び社債については、請求された国際証券識別番号 (ISIN) の数を基礎に算定される¹⁵⁰⁾。このため、費用は会社と請求内容に応じて異なるが、平均で 6000 ユーロ、費用の幅は 2000 ユーロから 265000 ユーロとされる¹⁵¹⁾。InvestorInsight の利用コストについては中小規模の上場会社にとっては未だ高額であるとする感触があるとされる¹⁵²⁾。

欧州第二次株主権指令が株主情報の収集を含むサービスを提供する既存の IR サービスのビジネスにいかなる影響を与えたかについては、明確な答えがない¹⁵³⁾。指令以前は、株主構成を詳細に知りたい会社は IR サービスを利用していたが、指令が設けた制度によりワンステップで保有チェー

144) 例えば、第一レイヤー (Euroclear のすぐ下にいる金融機関)、第二レイヤー (前述の銀行の顧客)、それともその先のレイヤーまでさかのぼるかを選択できる (AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1 : Identification des actionnaires, *op.cit.* (note 88), p.7 (Mathieu Mitevoy))。

145) Euroclear へのヒアリングによる。

146) Euroclear, Euroclear Investor Insight (<https://www.euroclear.com/campaigns/en/innovation/InvestorInsight.html>) .

147) Euroclear, Case study: Streamlining shareholder identification, *op.cit.* (note 110). “We can monitor the shareholders or the intermediaries that did not respond to the request on a daily basis and target the people or institutions that we want to focus on. The InvestorInsight team proactively targeted those non-responding intermediaries, including the large French banks for retail investors. This is also crucial for the organisation of our AGM and has been a positive point for us. We have also seen an improvement in identifying small institutions to target and plan our roadshows.” このことは、情報が必ずしもスムーズに提供されない場合があることを示唆する。

148) Euroclear, Case study: Air Liquide on InvestorInsight, *op.cit.* (note 126).

149) Euroclear へのヒアリングによる。

150) Euroclear へのヒアリングによる。

151) Euroclear へのヒアリングによる。

152) Air Liquide へのヒアリングによる。

153) 指令以前は、発行者が大量保有報告制度を通じて取得する情報よりさらに詳細な株主構成を知る必要がある場合は、特別な手続または民間のサービスを利用していた (Issuers use specialised procedures or require external consultants to identify their shareholders below 5% (the services are often proposed by custodians and/or data disseminators). V. Mazars, *op.cit.* (note 96), p.115.

ンを遡って最終保有者に関する情報を取得できることとなった¹⁵⁴⁾。実務上は、発行者が欧州第二次株主権指令に基づく株主情報提供請求の権利を業者に委任する形が採られるため、少なくともビジネス構造自体に大きな変化はないとする見解もある¹⁵⁵⁾。Euroclear が提供する InvestorInsight は、CSD が自ら株主識別サービス提供者となる意味で、構造を変える可能性があるかもしれない。

③ 情報提供フローに関する設計上の問題

株主権指令執行規則において、株主情報開示制度に関連する各種期限についての定めが置かれている。株主情報に関する回答は請求において示された名宛人 (destinataire) に対して、会社により設定される基準日 (record date) の翌営業日中または基準日以降に仲介機関により請求が受領された場合は当該受領日の翌営業日中に、各仲介機関により伝達されなければならない (規則第 9 条 6 項)¹⁵⁶⁾。

株主権指令執行規則の定める内容に加えて、市場基準 (Market Standards) の形で市場に共通するルールを策定する方式が採られている。2020 年に策定された「株主の識別のための市場基準 (Market Standards for Shareholder Identification)」(以下、「市場基準」という) においては、(a) 株主情報の提供請求の手順、(b) 基準日 (record date)、(c) 株主情報提供請求に対する回答の手順が示されている¹⁵⁷⁾。

(a) については、例えば株主情報提供請求の内容を変更する場合には原則として請求をキャンセルした後に新たな請求を行うべきこと (Standard 1.1)、情報提供請求対象とする各証券について個別に請求がなされるべきこと (Standard 1.2)、最初に請求を受ける仲介機関により発行者から発された請求であることが確認されるべきこと (Standard 1.7) が明記されている。また、過去の特定の日または将来の特定の日における証券の保有状況に関する情報のいずれが請求される場合でも、仲介機関 (first intermediary) は遅滞なく請求を受けた日の営業終了前に請求に関する情報を次の仲介機関に伝達しなければならない¹⁵⁸⁾ (Standard 1.8)。

(b) については、識別の基準日となる日が発行者により設定されるべきこと、これは過去のものとする場合は 12 か月以内、将来のものとする場合は 30 暦日以内のものとする事が要求されている (Standard 2.1)。

(c) については、株主情報提供請求がなされた場合には、基準日の翌営業日または仲介機関による請求の受領日のうち遅い方の日の営業終了までにかつ遅滞なく情報送信が請求において記載され

154) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°89, pp.110-111.

155) Air Liquide へのヒアリングによる。

156) この期限は、機械処理できない、フォーマット化されていない請求、及び基準日から起算して 7 営業日より後に仲介機関が受領した請求には適用されない (9 条 6 項第 2 パラグラフ)。

157) Market Standards for Shareholder Identification, Final Version (endorsed by AFME, AGC, EBF, ECSDA and European Issuers), Dec. 2020 (https://ecsd.eu/wp-content/uploads/2020/12/2020_12_Market_Standards_for_Shareholder_identification.pdf).

158) 情報提供請求が午後 4 時以降に到達した場合は、翌営業日の午前 10 時までには次の仲介機関に伝達されなければならない。この点は、株主権指令執行規則第 9 条 6 項においても規定されている。

ている送付先宛てになされなければならない(Standard 3.1)。ただし、請求が機械可読かつストレートな処理 (machine-readable and straight-through processing) ができない場合、または請求が基準日から起算して7営業日以降に仲介機関により受領された場合はこのかぎりでない (同)。この場合、発行者により設定される Issuer deadline (各仲介機関が請求対象となる情報を伝達すべき期限、請求日から起算して10営業日以降の日に設定) までに情報が遅滞なく伝達されなければならないことが明記されている (同)。送付される情報は、保有株式数及び以下の株式保有の種類に応じた株主の素性に関する情報である (Standard 3.5)。

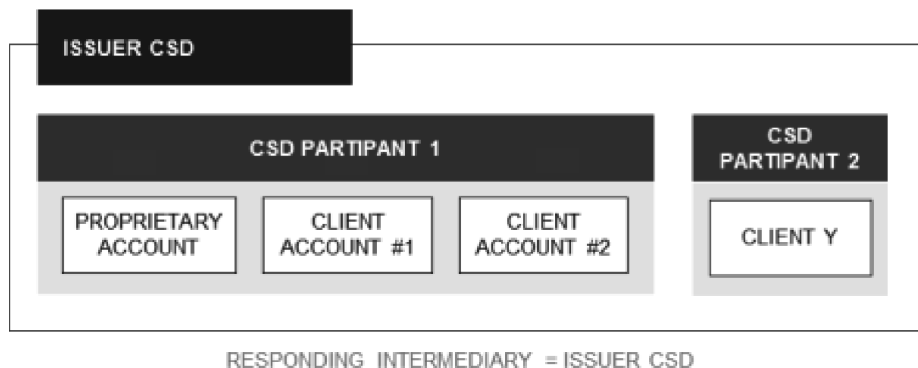
- ・ 自己勘定での保有 (shareholding on own account) [仲介機関自身が保有する株式]
- ・ 名義保有 (nominee shareholding) [仲介機関の顧客が他の者の計算で保有する株式]
- ・ 実質保有 (beneficial shareholding) [仲介機関の顧客を beneficial owner として保有される株式]
- ・ 不明分 (unknown) [株式の保有形態が分類不能]

自己勘定での保有は O, 名義保有は N, 実質保有は B, 不明分は U の記号で回答がなされる。

市場基準には以下の例が示されている¹⁵⁹⁾。

第一の場面は、Issuer CSD の回答が必要となる場面である。

[図1 CSD による回答¹⁶⁰⁾]



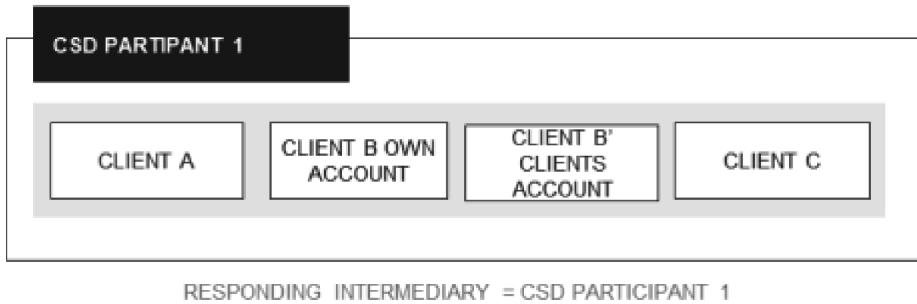
この場合、Issuer CSD は、CSD 参加者 1 の proprietary account については B, Client account 1 及び 2 については N, CSD 参加者 2 の Client account については N の回答をそれぞれ行うことになる (N については、次のレイヤーに情報提供請求を伝達することになる)。

第二の場面は、CSD 参加者 1 の回答が必要となる場面である。

159) Market Standards for Shareholder Identification, *op.cit.*, (note 157), p.23.

160) Market Standards for Shareholder Identification, *op.cit.*, (note 157), p.23 の図を一部抜粋。

〔図2 CSD 参加者による回答¹⁶¹⁾〕

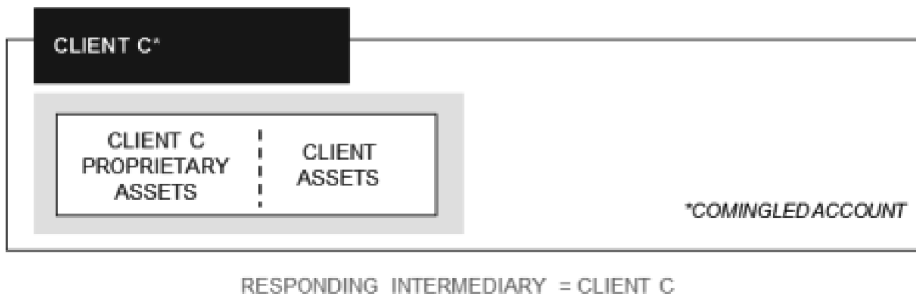


この場合、CSD 参加者 1 は実質株主 (beneficial owner) である Client A について B, Client B own account について B, Client B の顧客の口座について N, 情報開示を行っていない Client C について U の回答をそれぞれ行うことになる (N については、次のレイヤーに情報提供請求を伝達することになる)。

第三の場面は、Client C の回答が必要となる場面である。

〔図3 顧客 (口座名義人) による回答¹⁶²⁾〕

※以下の図では Client C は混蔵口座 (commingled account) を保有している設定となっている。



この場合、Client C は自分の資産である口座について O, 自身の顧客である者のために株式を保有している口座について B または N のいずれかの回答を行うことになる。

これに加えて、国内でさらに対応のためのガイドラインを策定する動きが見られる。これは、上記の市場基準と重複するところも多いが、市場基準が定めていない部分を補完している部分もある。フランスにおける制度運用のためのガイドラインにおいては、主として運用面の明確化を図るも

161) Market Standards for Shareholder Identification, *op.cit.*, (note 157), p.23 の図を一部抜粋。

162) Market Standards for Shareholder Identification, *op.cit.*, (note 157), p.23 の図を一部抜粋。

のである。株主権指令執行規則第10条2項¹⁶³⁾により求められる正当性の確認 (contrôle de légitimité) に関する手続きが説明され、発行者またはサービス提供者が請求を行う権限を有することの確認を提出された書類を基に行うことが求められる¹⁶⁴⁾。確認を行う主体は、CSDに対して請求がなされる場合はCSD、CSDではない仲介機関に直接請求がなされる場合は当該機関である。その目的は、情報取得権限を有しない主体に情報が提供されることを防ぐためであるとされる¹⁶⁵⁾。この確認は、手順フローのなかで一回行われればよく、レイヤーごとになされる必要はないが、この点は市場基準においても明らかにされている内容である。

ドイツにおける制度運用のためのガイドラインにおいても、フランスと同様に、発行者または発行者が指名した第三者の正当性の確認 (legitimacy verification) が求められている。なお、ドイツにおいては、発行者が株主情報提供請求を自ら行うのではなく、業者 (shareholder identification agent) を指名して請求を行うことを明示的に推奨している (Recommendation 1.2)¹⁶⁶⁾。また、口座保有が共有口座 (joint accounts, 例えば夫婦名義の口座) である場合には共有者である各個人の情報が提供されるべきこと (Recommendation 1.9) なども明記されている。

情報提供のフォーマットについては、市場参加者はISO 20022により統一する方向で調整がなされている¹⁶⁷⁾。ただし、ISO 20022に対応していない発行者・仲介機関のために株主識別サービス提供者が異なるフォーマット (GUI, CSV upload等) を提供することも可能とされている¹⁶⁸⁾。

より顕著な形で問題となるのは、全体のエコシステムの構築である。欧州第二次株主権指令は、CSDではなく、仲介機関に直接請求を行う権限を発行者に付与した。いかなる方法を採用するかにより、発行者が最終的に負担するコストが増減する可能性がある。

発行者が選択しうる手順フローとしては以下の二つの形が存在することになる (図4及び5はいずれも Market Standards for Shareholder Identification, Final Version, Dec. 2020, p.6, p.9 (脚注157参照) に掲載のものである)。なお、いずれの場合も、情報提供請求に対する回答は、保有チェーンを遡るのではなく、発行者またはその指名したサービス提供者 (受任者) に直接伝達される。

163) 2. The intermediary who receives from the issuer or third party nominated by the issuer a request to disclose shareholder identity, or any other communication referred to in this Regulation, which is to be transmitted along the chain of intermediaries, or to shareholders, shall verify that the request or information transmitted originates from the issuer.

164) AFTI-CFONB, Pratique de marché SRD2 identification des actionnaires -Contrôle légitimité, mars 2022, pp.3 et s. (https://www.france-post-marche.fr/wp-content/uploads/2022/09/Pratique-de-marche%CC%81-SRD2-controle-le%CC%81gitimite%CC%81_V1-03-2022.pdf). CSDを通じた請求とSI providerからの請求の両方がなされ、請求の重複がある場面においてコントロールが機能したとされている (AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1 : Identification des actionnaires, *op.cit.*, (note 88), p.6 (Vanessa Lejeune Bordelon)).

165) AFTI, Spécial Conférence n°54, Conférence AFTI du 17 mars 2022, Table ronde 1 : Identification des actionnaires, *op.cit.* (note 88), p.6 (Mathieu Mitevov)

166) Bankenverband, Shareholder Rights Directive II/ARUG II - New obligations for intermediaries- Implementation guide for the German market - Module 1: Shareholder identification -, Version 4.0, 27 Sept. 2022, p.3 (<https://bankenverband.de/files/2022-12/2022-09-27-implementation-guide-modul-1-shareholder-identification-40en-final.pdf>).

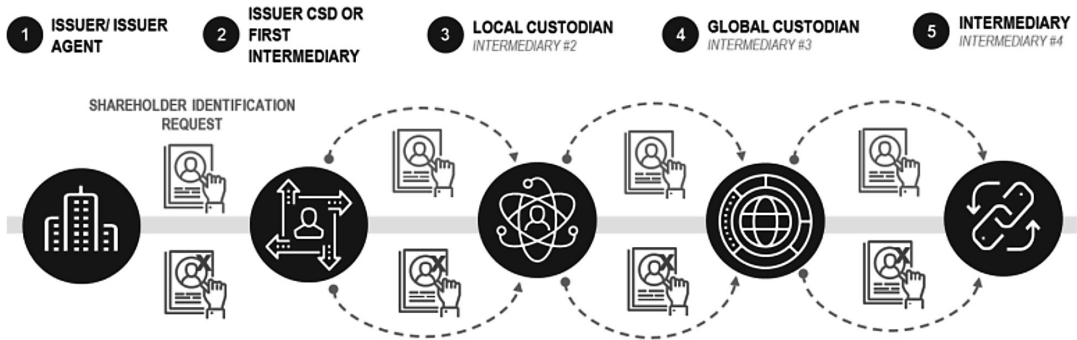
167) Euroclear, SGSSへのヒアリングによる。

168) Euroclearへのヒアリングによる。

パターン① 会社（発行者）がCSDに情報提供請求を行う場合

会社（またはその受任者）はCSD（例えば、Euroclear）に最初に情報請求を行う。その後、CSDからローカル・カストディアンに請求がなされ、ローカル・カストディアンからグローバル・カストディアンに請求が再びなされ、グローバル・カストディアンから仲介機関に対する請求がなされる流れとなる。

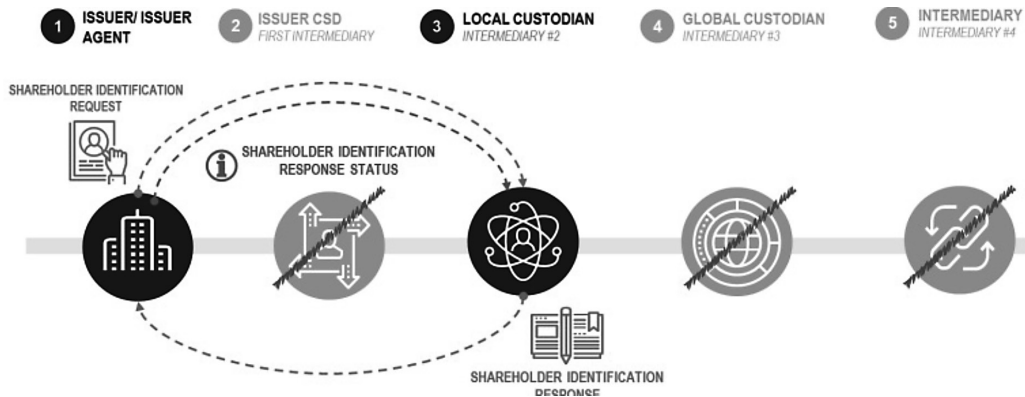
[図4]



パターン② 会社（発行者）が仲介機関に情報提供請求を行う場合

会社（またはその受任者）がCSDを通さずに、仲介機関に情報請求を行う。この場合、保有チェーンの一部に属する株主の識別のためになされる請求と保有チェーンのなかの特定の仲介機関を通じて株式を保有する株主の識別のためになされる請求の二つのパターンがある。前者の場合は、請求を受けた仲介機関から次のレイヤーの仲介機関に情報提供請求が伝達され、最終保有者に関する情報が送付されるのに対し、後者の場合は、請求を受けた仲介機関から回答がなされるだけで足りる。

[図5]



上記のようにパターン①及び②の方法が発行者により選択可能となった。フランスにおいては、

パターン①の利用が推奨されている¹⁶⁹⁾。ドイツにおいては、保有株主全体を把握するための情報請求 (full disclosure request) の場合はパターン①の利用が求められる¹⁷⁰⁾。

なお、請求される情報の項目が多いほどプロセスに時間がかかる可能性がある。このため、フランスにおいては国内法により追加的に請求できる情報として挙げられているもののうち、例えば株式保有開始日の情報については、発行者が情報請求を行わないようにすることを一部の業界団体(旧 AFTI・現 France Post Marché など) が促している¹⁷¹⁾。

6. 欧州における制度運用上の課題とわが国への示唆

欧州における株主情報の開示制度の活用実態をここまで概観してきたが、わが国における制度設計の是非を検討するにあたり意識すべき制度運用に伴う問題は二つに分類されると思われる。一つは、欧州の状況に特有の事項から生じる問題であり、もう一つは、欧州の状況に限らず、わが国の制度を含む今日の上場会社法制に共通する、普遍的な問題である。

前者の問題として挙げられるのは、本稿の3においても述べた、株主の定義・実質株主の定義の欠如に伴う問題である。この点は、歴史的に異なる経緯を経た各国法制の根幹となる部分から生じる差異であり、共通基盤となるルールの策定が必要となる欧州レベルでの制度構築において必然的に顕著な形で現れる。欧州第二次株主権指令は、欧州の一部の国において存在していた株主情報の開示制度においてすでに一定の限界を示していたクロスボーダー保有の問題を克服することを可能とするルールを設けたものの¹⁷²⁾、基本概念の定義の問題を後回しにしたがために、問題の解決は不完全な形となったとみられる。わが国においては、EUのように複数の国内法が存在する状況にはないため、この側面から見れば定義づけに伴う問題はより容易に克服できると思われる。

仮にわが国における会社法改正に関する議論においてみられるように、議決権の指図権限を有する者、すなわち議決権行使主体を念頭においた会社による株主情報の開示制度を設ける場合、議決権行使の主体の識別を前提とした制度設計を採用するフランスは参考となると思われる。フランスにおいて、欧州第二次株主権指令は「議決権付株式に付随する一定の株主権の行使 (the exercise of certain shareholder rights attached to voting shares)」(指令序文 (1)) を前提とし、その関係で、フランスにおける株主情報の請求に関する商法典 L.228-1 条の制度は無議決権株式の保有者を識別の対象としていないと解されている¹⁷³⁾。また、第二次株主権指令が定める制度とは別に、会社に付与される追加的権限として、L.228-2 条 (無記名株式の保有に関する情報請求) に基づく情報請求

169) AFTI, Shareholders Rights Directive II Guide d'implémentation pour la Place française, Version finale, Juill. 2020, p.24 (<https://www.france-post-marche.fr/wp-content/uploads/2021/02/Shareholders-Rights-Directive-II-%E2%80%93-Guide-dimple%CC%81mentation-pour-la-Place-franc%CC%A7aise-FR.pdf>).

170) Bankenverband, *op.cit.* (note 166), p.7.

171) AFTI, Shareholders Rights Directive II Guide d'implémentation pour la Place française, *op.cit.* (note 169), p.25.

172) この点は、Hanne S. BIRKMOSE et Konstantinos SERGAKIS, *The Shareholder Rights Directive II: A Commentary*, Elgar, 2021, 1.13 においても指摘されている。

173) DRUMMOND, *op.cit.* (note 9), n°76, p.103.

を行った後に、会社の資本または議決権の40分の1を超える割合を保有する株主である法人に対して、当該法人の資本または当該法人の総会において行使される議決権の3分の1を超える割合を直接または間接的に保有する者の素性を知らせることを請求する権限が重ねて与えられている(L.228-3-1条第Ⅱパラグラフ)。この点は、議決権の帰属主体を会社が知る権利が広範に保障されていることを示唆する。

後者の問題としてまず挙げられるのは、株主情報の開示制度の位置づけの問題である。欧州第二次株主権指令以前に欧州内に存在していた制度をみると、その趣旨は指令が主目的とするものと異なる。イギリスにおいては外国株主による支配権獲得のリスク等を念頭に置いた制度であり¹⁷⁴⁾、フランスにおいては記名株式の取引情報の反映にかかる手続上の問題の克服を当初は目的とする制度であった¹⁷⁵⁾。欧州第二次株主権指令における株主情報の開示制度の導入に先立ち大量保有報告について定める透明性指令に関する議論があったことに照らしても、純粋な会社法の問題として会社による株主情報の開示請求が捉えられてきたわけではないと言えよう。このため、制度を現在の指令の趣旨通り、すなわち会社法の問題である株主と会社の対話の問題の克服のための制度として解するか、それとも既存の制度の創設・利用目的をも含めて広く市場の透明性を含めた問題として理解するかが問題となる。本稿で取り上げた英仏独のいずれの国においても、わが国でいうところの金融商品取引法ではなく、会社法に相当する法典に該当規定が置かれている点は共通する。もっとも、議決権行使主体の識別にあたり重要となるのが保有チェーンをいかに遡り情報を取得するかという証券保有・決済制度の整備であると考えれば、わが国の制度設計において、上場会社を念頭に会社法と金融商品取引法一体の議論を行うことは想定しえないことではなからう。

もう一つ、後者の問題として挙げられるのは、株式保有構造の重層化（多層構造化）に伴う問題である。今日の欧州の上場会社の証券保有は直接保有ではなくカストディ・チェーンを通じた保有が一般的となっている。この点はわが国にも共通するところである¹⁷⁶⁾。EU域外のクロスボーダー保有についてはエンフォースメントの手段が脆弱であることがEU加盟国にとっての課題となっているが、わが国も非居住株主情報の取得に関してはEU加盟国と同じ問題を抱えていると言えよう¹⁷⁷⁾。わが国において実質株主の把握に関する制度に関する議論が進み、今後仮に制度趣旨や情報

174) したがって、イギリスにおいて意識されているのは、買収等の場面である。この点について、山田・前掲注(55)36頁、中村・前掲注(29)98頁、頼・前掲注(55)321頁。

175) 1987年の制度発足当初の趣旨は、発行者による株主構成の把握であったわけではない。記名株式の譲渡による移転が口座情報に反映されるうえで時間を要し、譲受人の氏名が長く登録されない状態が続き、発行者が実際の所有者を知ることができない状況が問題とされていた(ANSA, Brochure n° 192-1997 L'identification des actionnaires des sociétés cotées, p.13)。発行者による株主構成の把握のためのツールと捉えられるようになったのはその後のことである(同)。

176) 北村雄一郎ほか「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]」商事2362号4頁(2024)。わが国の株式等振替制度の特徴について、長谷川光洋「株式等振替制度の現在地」東京株式懇話会編『東京株式懇話会90周年記念講演録集』10頁以下(商事法務, 2022)。

177) クロスボーダー保有の場合のエンフォースメントの問題の指摘について、中村・前掲注(17)12頁。

開示請求の範囲等に関する大枠を定めるに至ったとしても¹⁷⁸⁾、株式保有構造の重層化を克服し、迅速な情報提供を可能とするインフラ整備は課題となると考えられる。わが国において、証券保管振替機構は個々の加入者の振替口座簿を管理しているわけではなく、総株主通知などの際に口座管理機関から送付された情報を加入者情報と紐づけて発行会社に提供する仕組みとなっており¹⁷⁹⁾、その意味では情報伝達の基盤が一定の範囲であるともみることでもできそうであるが、実際には、欧州指令と同等の final layer までの情報を集めるためには、「ほふり」のシステムに加えてさらなる制度整備が必要であり、そのコスト負担の帰属も問題となりうる。

最後に挙げられるのは、直前に挙げたインフラ整備の問題とも関係するが、株主情報を取り扱う主体及びその取り扱いの規制の問題である。欧州第二次株主権指令は、株主情報開示を会社に対する有償のサービスとして提供する結果となり、欧州域内に数多く存在する CSD¹⁸⁰⁾ と既存の IR サービス業者の競合が生じる状況を発生させた側面がある。法により保障される権利行使の方法が、実際には複数の業者が提供するサービスのなかから会社側が選択する形となることは本来理想的な形ではない。もっとも、会社側に情報の取得にかかる費用を請求する制度設計が進んでいる以上、会社側のコスト抑制の要望を踏まえ、このような状況を回避できない事情がある。この点はわが国でも生じうる問題であろう。

また、情報を取り扱う業者による情報の保管等、さらには最終的な受け手となる会社側の株主の個人情報（住所、メールアドレス等）の取り扱いについての法整備が必要となると考えられ、株主情報の請求を受けた際の正当性の確認、情報の管理方法¹⁸¹⁾・期間・場所等のルールに加え、違反した場合のサンクションの内容及びその決定権限の所在の検討も必要となる。2023 年末に公表された金融審議会の公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告¹⁸²⁾ において提案されたソフトローによる対応（機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることの明示）の段階ではサンクションの内容・その決定権限の所在は必ずしも問題とならないが、少なくとも情報の取り扱いの問題については早期の検討が必要である。

なお、実質株主の把握に関する制度は、近時、実質的支配者（UBO）に関する情報開示制度と

178) 現在、会社法制の見直しに関する検討のなかで実質株主に関する情報の開示が取り上げられている（会社法制に関する研究会「第 8 回 会社法制に関する研究会」（令和 5 年 12 月 1 日）(<https://www.shojihomu.or.jp/public/library/2235/8yoshi.pdf>)）。

179) 長谷川・前掲注 (176) 11 頁。

180) ECSDA, CSD FACTS, List of European CSDs authorised under the CSDR (<https://ecsd.eu/facts>)。

181) 状況によってはインサイダー取引規制が問題となることも想定しうるであろう。

182) 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」・前掲注 (2) 17 頁。

ともに紹介されることがあるが、両者は補完・接合しあう関係にはないものとする¹⁸³⁾。実際、EU 第二次株主権指令後の制度運用において、実質的支配者に関する情報開示制度への言及はなされていない。突き詰めるとたしかに株式会社の支配権の所在の透明性の向上に寄与する点は共通するものの、実質的支配者の情報開示制度をマネーロンダリング及びテロ資金供与防止を目的として経済安全保障の見地から設計されているものとみるのであれば、政策保有株式の売却が進み、さらにファンド等の保有割合が高まる状況においてであっても¹⁸⁴⁾、株主による具体的な議決権行使・株主エンゲージメントを主眼とする株主情報の開示制度の設計とは切り分けて捉えるべきである。

【本研究は、JSPS 科研費 JP22KK0015 の助成による研究成果の一部を含むものである。】

【追記】

- ・2024年9月より、経済産業省の「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会」において、会社法改正に向けた議論のなかで実質株主の情報開示が扱われている (https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/earning_power/index.html)。
- ・2024年10月より、金融庁の「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」において、スチュワードシップ・コードの改訂に関する具体的な議論が進められている (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>)。
- ・本稿の内容の一部は、本稿脱稿後に公表した拙稿「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 1604 号 40 頁 (2024) において取り上げた。

<参考>

欧州第二次株主権指令
第 3a 条 株主の識別

183) 北村ほか・前掲注 (176) 4 頁において指摘されるように、実質的支配者の把握に関する問題は実質株主の背後にその意思決定を実質的に支配する者 (UBO) が存在する場合の問題として捉えられるが、会社による株主構成の把握という観点からこれを捉えることは望ましくないと考える。フランスにおいて、真の受益者 (bénéficiaire effectif) に関する制度は金融機関がその顧客の素性に関して収集した情報を利用する主体として、金融機関や公的機関 (裁判所、税務当局等) を想定し、それ以外では情報を閲覧することにつき正当な利益を有する報道機関や民間団体が念頭に置かれている (Assemblée Nationale, Question écrite n° 3974 : Accès du grand public aux registres des propriétaires réels des sociétés, *JORF* 21 nov. 2023, p.10490 (https://questions.assemblee-nationale.fr/static/16/questions/jo/jo_anq_202347.pdf))。ドイツにおいても、実質的支配者の開示制度は、マネーロンダリングやテロ資金供与の防止を目的とし、資本市場法上の目的を有するものではない (内藤裕貴「ドイツにおける透明性登録簿による実質的支配者の開示」東北学院 32 号 19 頁 (2024)。閲覧権者について、同 38 頁以下)。これに対し、イギリスにおいては、本稿で取り上げた株主情報の開示制度と重要な支配を有する者 (People with Significant Control) の登録制度 (PSC Register) はともに会社法上の制度として用意され、実質的支配者登録簿制度は公的機関による会社支配構造・支配関係の調査等を補完するものとして機能すると説明されている点 (中村・前掲注 (29) 96-97 頁。Paul L. DAVIES, Sarah WORTHINGTON et Christopher HARE, *Gower Principles of Modern Company Law*, 11^e éd., Sweet & Maxwell/Thomson Reuters, 2021, para.21-011, p.758 参照) がフランス及びドイツと大きく異なると言えよう。

184) わが国の状況について、三和裕美子＝山田剛志「アクティビストの活動と情報漏洩のリスク [上] ——株主との対話および株価の実証分析からみるわが国におけるアクティビスト活動の問題点——」商事 2304 号 20 頁以下 (2022)。

- ① 加盟国は、会社（companies）がその株主を識別する権利を有することを保障する。加盟国は、その領土（territory）に登録された事務所（registered office）を有する会社について、株式または議決権の一定割合以上を保有する株主の識別を要求することのみを認めることを定めることができる。その割合は0.5%を超えてはならない。
- ② 加盟国は、会社または会社が指名した第三者の請求に基づき、仲介機関が遅滞なく株主の素性（identity）に関する情報を会社に伝達することを保障する。
- ③ 仲介機関の連鎖（chain of intermediaries）において一以上の仲介機関がいる場合、加盟国は、会社または会社が指名した第三者の請求が仲介機関間で遅滞なく伝達され、株主の素性に関する情報が、請求された情報を保有する仲介機関によって遅滞なく会社または会社が指名した第三者に直接伝達されることを保障する。加盟国は、会社が株主の素性に関する情報を当該情報を保有する連鎖上のいかなる仲介機関からも取得できることを保障する。

加盟国は、仲介機関の連鎖上の仲介者からの取得を含む株主の素性に関する情報を収集、及び当該情報を会社に伝達することを、会社が中央証券保管機関またはその他の仲介機関またはサービス提供者に対して要求することを認めることを定めることができる。

加盟国は、会社または会社が指名した第三者の請求に応じて、仲介機関が仲介機関の連鎖上の次の仲介機関の詳細を遅滞なく会社に伝達することをさらに規定できる。

- ④ 株主の個人情報、株主権の行使及び会社との株主エンゲージメントを円滑にすることを目的として、既存株主と直接対話するために会社がその既存株主を識別することを可能とするために、本条に従い処理される。

加盟国は、一定の業種に関する EU 立法により定められたより長い情報保管期間に影響を及ぼすことなく、会社及び仲介機関が本条に定める目的のために本条に従い伝達された株主の個人情報を、この者が株主でなくなったことを会社及び仲介機関が認識してから 12 か月を超えて保管しないことを保障する。

- ⑤ 加盟国は、法人が株主の素性に関する不完全または不正確な情報を修正する権利を有することを保障する。
- ⑥ 加盟国は、本条に定める規定に従い株主の素性に関する情報を開示する仲介機関が、契約または法律、規則、行政上の規定により課される情報の開示に関する制限に違反しているものとみなされないことを保障する。
- ⑦ 2019年6月10日までに、加盟国は、欧州議会および理事会規則（EU）No 1095/2010により設立された欧州監督当局（欧州証券市場監督局）（ESMA）に、第1項に従い一定の割合以上の株式または議決権を保有する株主に株主の識別を限定しているか否か、そして限定している場合には適用される割合に関する情報を提供しなければならない。ESMAは当該情報をそのウェブサイト公表しなければならない。
- ⑧ 欧州委員会は、情報の安全性及び相互互換性を含む、伝達される情報の形式、請求の形式、及び遵守されるべき期限に関する、第2項に規定する情報を伝達するための最低条件を定める施行

法を採択する権限を有する。これらの施行法は、第 14a 条第 2 項に定められる審査手続 (examination procedure) に従い、2018 年 9 月 10 日までに採択されなければならない。