

2026 年 01 月

「Reminiscing about How to KYs (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？」

第 9 期 客員研究員

所属役職 東北大学法学研究科 准教授

(執筆当時：滋賀大学経済学部 講師)

氏名 頼奕成

## 要 約

### 1. 問題意識

近年の資本市場において、敵対的買収とアクティビズムが再び台頭している。コーポレートガバナンス・コード（CG コード）やスチュワードシップ・コード（SS コード）の浸透により、上場企業による事前的な買収防衛策が廃止傾向にある中、コロナ禍以降の相場変動も相まって、敵対的買収とアクティビズムへの対応が上場の喫緊の課題となっている。こうした状況下で、発行会社が自社の「実質株主」を迅速かつ正確に把握する（KYS: Know Your Shareholders）ことへの需要が高まっている。

実質株主の透明化をめぐる議論は、2000 年代や 2014 年の会社法改正時にも行われたが、当時は議決権停止等の制裁措置の是非をめぐる議論が紛糾し、最終的には棚上げされた経緯がある。現在、法制審議会において再び制度新設の議論が進められているが、本稿は「株主透明性の向上」と「調査費用の削減」という二つの目標を、いかに市場の効率性を損なわずに達成すべきかという点に強い問題意識を抱いている。

### 2. 検討内容

本稿では、以下の三つの観点から多角的な検討を行っている。

第一に、先行モデルとされる英国の実質株主確認制度の再検討である。英国では上場企業による調査が頻繁に行われているが、以下の課題が残っている。

- (一) 実施の非効率性である。複雑な保有チェーンを遡る調査はコストと時間がかかり、必ずしも正確な情報を適時に得られるわけではない。
- (二)、市場の流動性への影響である。金融市場における一定の「匿名性」は流動性を支える根源的条件であり、過度な透明性の追求は市場の効率性を損なうリスクがある。
- (三)、情報開示を拒否する株主に対して議決権停止などの制裁措置を実施する場合、その法的構成が日本法に直接適用できるかどうかについては依然として議論の余地が残されている。

第二に、現在の法制審議会会社法制(株式・株主総会等関係)部会での議論の検証である。提示されている各案(過料、名義株主や指図権者に対する議決権停止など)を精査し、特に実質株主の定義を大量保有報告制度とどこまで整合させるべきか、また開示情報の範囲が「建設的な対話」にどう寄与するかなど論点を整理している。

第三に、既存のインフラ制度である「社債、株式等の振替に関する法律(振替法)」に基づく情報提供請求制度の再評価である。本稿は、これまでこの制度が実質株主把握の手段として十分に活用・検討されてこなかった点に着目する。会社法に新たな枠組みを接ぎ木する前に、既に存在する振替制度の仕組みをいかに有効活用できるかを検討すべきであると説いている。

### 3. 政策提言

本稿は、会社法に全く新しい実質株主確認制度を新設するのではなく、「振替法における情報提供請求制度の強化」を補足的な選択肢として提案している。具体的な提言内容は以下の通りである。

- **既存制度の微調整**：振替法における総株主通知制度の「正当な理由」の範囲を明確化し、発行会社による情報提供請求の類型を追加することで、コストを抑えつつ効率的な把握を可能にする。
- **実用的な透明性の追求**：100%の株主透明性を一律に目指すのではなく、株主総会特別決議を可決できる水準の議決権確保や、5%未満の段階での大量買付の早期察知（いわゆる「敵」の早期検知）といった、実務上の必要性に即した運用に重点を置くべきである。
- **客観的行動パターンの重視**：主観的な要素が強い「共同行動の意図」の認定には限界がある。そのため、証券取引等監視委員会の手法を参考に、客観的な取引行動パターンから疑わしい主体を特定する手法を重視し、実効性を高めるべきである。
- **費用便益分析の徹底**：制度改正による副作用、特に「堅気」の機関投資家に対する過度な事務負担を慎重に見極める必要がある。コストと便益の均衡が取れた制度設計が不可欠である。

過度な経路依存の批判を招く可能性はあるものの、本稿は、海外制度の直輸入を警戒しながら、日本が既に運用している振替制度とスチュワードシップ・コードをもう一度「思い出し（reminiscing）」、それを現代的に磨き上げることこそが、現実的かつ実効的な解決策かもしれないと結論づけている。

以 上

（掲載誌：頼奕成「Reminiscing about How to KYs (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？」東北ローレビュー Vol.15（2026年）70-137頁）。

Available at: <https://ssrn.com/abstract=5559599> or

[https://www.law.tohoku.ac.jp/ed\\_rsched\\_rsched\\_publications/ed\\_rsched\\_tohokulawreview/](https://www.law.tohoku.ac.jp/ed_rsched_rsched_publications/ed_rsched_tohokulawreview/)

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。