

第67回懸賞論文
入選論文集（法律の部）

— 2025年度募集分 —

2026年6月

公益財団法人 みずほ学術振興財団

以下の論文は、2025年度の募集論文のうち2等に入選したものである。

審 査 委 員

委 員 長	学 習 院 大 学 教 授	大 村 敦 志
委 員	専 修 大 学 教 授	道 垣 内 弘 人
委 員	学 習 院 大 学 教 授	神 作 裕 之
委 員	東 京 大 学 教 授	加 藤 貴 仁

目 次

[学 生]

・ 2等 「実質株主の透明化と「建設的な対話」

玉 野 志 門 氏…………… 1

審 査 講 評 …………… 14

実質株主の透明化と「建設的な対話」

玉野 志門

最高裁判所司法研修所 司法修習生

要旨

近時、実質株主の透明化に向けた議論が進んでいる。とりわけ、法制審議会の会社法制部会では、会社の請求によって実質株主を確認できる制度（実質株主確認制度）の導入が検討され、具体的な規律のあり方が議論されている。

実質株主の透明化の主たる目的の一つに、「会社と機関投資家との間の建設的な対話の促進」があるとされている。現在の議論では、ここでいう「対話」とは、主に会社（経営者）側がイニシアチブをとって開始する対話が想定されているように思われる。しかし、経営者の保身のために用いられる危険性に鑑みれば、会社主導の対話を促進することが望ましいといえるかは明らかでない。

本稿は、実質株主の透明化は、むしろ株主主導の対話を実効的なものにする機能をもつのではないかという仮説を提示する。機関投資家は、株式の保有割合の大きさから、経営者に対するモニタリングの役割を担うことが期待されてきたが、私的利益の追求やフリーライダー問題、受益者との間のエージェンシー問題などから、必ずしも「望ましい」エンゲージメントを行わないおそれがある。実質株主の透明化は、次のメカニズムにより、こういった機関投資家のインセンティブの歪みを改善する可能性がある。第一に、アクティビストと他の機関投資家との間の交流を促進し、相互の規律付けを働かせる。第二に、協働エンゲージメン

トを促進し、機関投資家の対話への参加を促す。第三に、顧客・受益者が各機関投資家の保有割合を把握することで、スチュワードシップ活動に対する適切な評価を可能にし、機関投資家に対する監督を実効的なものにする。

以上の仮説が受け入れられるならば、建設的な対話の促進という観点からは、実質株主に関する情報は、会社だけでなく、他の株主や顧客・受益者に対しても開示されるような制度が望ましいことが導かれる。

目次

- I. はじめに
- II. 会社がイニシアチブをとる対話の意義
- III. 株主がイニシアチブをとる対話と実質株主の透明化
- IV. おわりに——立法への示唆

<当論文作成におけるChatGPTなどの生成AIの利用に関する宣誓>（応募要項7.ご参照）

A	ChatGPTなどの生成AIは利用していない
B	ChatGPTなどの生成AIを使用しており、使用する必要があった理由を注記するとともに、使用して記載した文章等がわかるように明示している。明示方法は以下の通りである。

AあるいはBを記入：A

明示方法（Bの場合）：

I. はじめに

近時、実質株主の透明化についての議論が急速に進んでいる。2023年に開催された「公開買付制度・大量報告制度等ワーキング・グループ」（以下「公開買付WG」という）では、実質株主の透明性が検討事項とされ、欧州諸国の制度を参考にして制度整備に向けた取組みを行うことが提言された。そして、本稿脱稿時点（2025年12月）では、法制審議会の会社法制（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、実質株主の透明化を実現する制度として実質株主確認制度を導入することが検討され、①株式会社から実質株主を確認する制度と②一定割合以上の議決権の行使の指図権を有する実質株主側から株式会社に対する通知を義務付ける制度を併せて創設する方向性が示されている。

実質株主の透明化とは、端的に言えば、実際に株式の議決権行使の指図権や処分権を有する者（実質株主）の属性や株式保有割合を明らかにしようとするものである。機関投資家は、上場会社の株式を所有する場合、カストディアンなどの金融機関に保管・管理を委託するため、株主名簿上はカストディアンの名義となり、現行制度上、大量保有報告制度の適用対象とならない限り、実質株主の属性は開示されない（坂東2024: 68）。そのため、実質株主の属性や株式保有割合を株式発行会社や他の株主等が把握するためには、新たな制度的手当が必要となる。

実質株主の透明化の主たる目的は、「会社と機関投資家との間の建設的な対話の促進」にあると考えられている。たとえば、公開買付WGの報告では、「企業と株主・投資家の対話を促進する観点」から、実質株主を把握する仕組みの検討が提言されている。また、商事法務研究会「会社法制研究会報告書」（2025年2月）でも、「株式会社と株主との間の建設的な対話を促進するために」実質株主確認制度を創設することが考えられるとされ、建設的な対話の促進が同制度の主たる制度趣旨と捉えられている。そして、会社法制部会の議論では、①株式会社と株主との間の建設的な対話の

促進及び②支配に関する重要な情報の把握及び開示の二つの制度趣旨から具体的な規律が議論されているところ、①が重要な制度趣旨であることは委員の間で共通認識となっているといえる。

ところが、実質株主の透明化を図ることと「建設的な対話の促進」の関係については、これまで十分に議論されてきていないように思われる。たとえば、会社法制部会では、会社が実質株主を確認できる制度を導入すれば建設的な対話が促進されることを所与の前提とした上で、対象となる実質株主の範囲や、エンフォースメントの手段が議論の中心になっている。また、日本における先行研究でも、主に諸外国の法制度を踏まえて日本における制度設計のあり方を論じるものが多く¹、実質株主の透明化と建設的な対話との関係について理論的な考察をしたものは見られない²。しかし、実質株主の透明化を図ることには少なからぬコストを伴うことからすると、なぜ実質株主の情報を明らかにすることが「建設的な対話の促進」につながり、ひいては企業価値の向上に資するといえるのか³、また、「建設的な対話の促進」の観点からいかなる制度設計が望ましいといえるのかについては、慎重に検討されるべきである⁴。

そこで、本稿は、実質株主の透明化が会社と機関投資家との間の対話に与える影響について理論的に検討し、研究の不足を補うことを目的とする。

ところで、現在の議論では、実質株主の透明化によって促進される「対話」とは、主に会社（現実には、対話を行う経営者⁵）がイニシアチブをとる形態のものが想定されているように思われる⁶。ここで、会社がイニシアチブをとる対話とは、会社が対話の対象となる実質株主を特定した上で、当該実質株主にアプローチして開始される対話のことである。実際、会社法制部会では、「株式会社と株主との間の建設的な対話」という制度趣旨は、会社が実質株主に関する情報の提供を請求するという制度設計と結び付けられており⁷、このことから、会社側から開始する対話が想定されていることがわかる。実質株主確認制度がない現在では、会社は対話の対象とすべき実質株主を見つけることが困難なため、会社がイニシアチブをとる形態の対

話は、実質株主確認制度の実現によって新たに可能となる対話であるといえる。

しかし、伝統的には、「会社と機関投資家との間の対話」という場合、主として機関投資家がイニシアチブをとる形態のものが想定されてきた。プリンシパル＝エージェント・モデルの中で、エージェントたる経営者は、自らの私的利益を追求し、プリンシパルたる株主の利益のために行動しないおそれがある（エージェンシー問題）。そのため、経営者をモニタリングする仕組みが要求される場所、機関投資家は株式の保有割合が大きいため、積極的にモニタリングの役割を果たすことが期待される。そして、経営者と機関投資家との間の対話は、機関投資家によるモニタリングの手段として極めて有用な形態である（Strampelli 2017）。よって、機関投資家が経営者に対して経営の改善を要求するなどのエンゲージメントを行うことで、エージェンシー・コストの軽減につながる可能性がある⁸。機関投資家のエンゲージメントの意義は、このようなエージェンシー理論に基づいて説明されてきた（e.g., Black 1990; Gillan and Starks 2003）。

そうである以上、実質株主の透明化の制度趣旨として「建設的な対話の促進」を挙げるのであれば、会社がイニシアチブをとる対話だけでなく、株主がイニシアチブをとる対話についても着目されるべきである⁹。そこで、本稿は、会社主導の対話を促進することの意義を検討するとともに、実質株主の透明化を図ることが株主主導の対話において何らかの機能をもつ可能性についても考察する。そして、会社が実質株主を把握し、会社から持ちかける対話を促進することの望ましさは明らかでない一方、実質株主に関する情報が他の株主や顧客・受益者に対しても開示されれば、機関投資家のインセンティブの歪みを改善し、機関投資家によるエンゲージメントを通じた経営者のモニタリングをより実効的なものにする可能性があることを示す。現在の議論では、建設的な対話の促進という観点からは、会社のみが実質株主に関する情報を把握できれば十分であると解されているようであるが、上記の仮説からすれば、実質株主についての情報は、他の株主や顧客・受益者に対しても開示されることが望ま

しい可能性がある。

議論の順序は次のとおりである。IIでは、実質株主の透明化の議論において着目される、会社がイニシアチブをとる対話を促進することの意義について論じる。IIIでは、株主がイニシアチブをとる対話において実質株主の透明化が果たす機能について論じる。IVでは、II及びIIIの分析を踏まえ、建設的な対話の促進という観点から望ましい制度設計について議論し、本稿の結びとする。

なお、本稿では、実質株主たる機関投資家としては、主にアセット・マネジャーを想定する。これは、本稿では実質株主の透明化と機関投資家によるエンゲージメントとの関係を分析対象としているところ、経営者との間で対話を実際に行うのは、主にアセット・マネジャーであると考えられるからである。

II. 会社がイニシアチブをとる対話の意義

実質株主の透明化が実現すれば、会社の経営者は自ら実質株主を特定した上で対話を開始することができるようになるから、会社がイニシアチブをとる形態の対話が増加することが想定される。本章では、会社が主導する形態の対話を促進することの意義について、3種類のモデルを用いて考察する。

A. エージェンシー理論による説明

Iで述べたように、機関投資家によるエンゲージメントは、エージェンシー理論によって説明されてきた。すなわち、経営者は、株主の利益を犠牲にして私的利益を追求するおそれがあるが、機関投資家が対話を通じて経営者に働きかけることは、かかるエージェンシー問題の軽減に寄与する。では、会社が主導する対話を促進することは、エージェンシー・コストの低下をもたらすのだろうか。

ありうる考え方としては、経営者が、自身の政策に反対する機関投資家を含めて幅広い意見を聞くことによって、経営に緊張感が生まれるというものである。しかし、経営者は私的利益のために株主を害する行動をとるおそれがあるというエージェンシー理論の前提からすれば、経営者が、自ら進んで自身の政策に反対

する機関投資家の意見を聞き、会社経営に反映しようとするかは疑問がある。

実質株主の情報が開示されると、経営者は、株主の属性の分布を把握でき、議決権行使基準などと合わせて、株主総会においてどの程度の賛成が集まるか、「票読み」が可能となる¹⁰。そうすると、経営者は、会社提案の議案に対する賛成率が低いと見込まれる場合には、実質株主にアプローチした上、株主の利益にならない政策にも賛成するよう働きかけるおそれがある¹¹。実質株主の透明化は、会社に対して全ての株主と等しく対話を行うことを求めるものではないから、経営者は、自身の政策への支持を集めるために都合の良い相手とのみ対話を繰り返すことも可能である。このように、実質株主の情報が経営者に伝われば、経営者は、むしろ自らの保身のためにその情報を利用する危険性がある。そうだとすれば、経営者が実質株主を特定し、実質株主に対してアプローチできることは、かえってエージェント・コストを増大させるおそれがある¹²。

以上から、エージェント理論によって会社主導の対話を正当化することは困難である。

B. プリンシパル・コスト理論による説明

プリンシパル・コストとは、Goshen and Squire (2017) が提唱した概念であり、株主がコントロール権を行使する際に生じるコスト(換言すれば、株主が誤った議決権行使をするおそれ)のことである。同論文は、企業のガバナンス構造を分析するにあたっては、経営者の意思決定に伴うエージェント・コスト¹³だけでなく、株主の意思決定に伴うプリンシパル・コストをも考慮に入れなければならないと論じた。かかるモデルに基づき、会社主導の対話は、プリンシパル・コストを軽減する機能をもつと解することはできないだろう。

機関投資家が議決権行使を誤る原因として重要なものの一つに¹⁴、合理的無関心の問題がある。パッシブ・ファンドを中心とする機関投資家は、多くの企業に分散投資しているため、必ずしも個別の企業の議案について精査するインセンティブをもたない(Lund 2018: 511-18)。そのため、機関投資家は、議決権行使会社の

推奨に安易に流されたり、あらかじめ定めた議決権行使基準に従って形式的に投票したりするおそれがある。

そして、会社主導の対話は、このようなプリンシパル・コストを軽減させる機能をもちうる。実質株主の透明化が図られれば、経営者は、実質株主に対して議決権行使の見込みを確認するなどして、誤った議決権行使をしそうな株主を特定した上、そのような株主と積極的に対話を行い、機関投資家の認識の誤りを是正することができるようになる。たとえば、ある会社において、生え抜きの経営者が取締役会の多くを占めることによって効率的な意思決定につながっているのに、社外取締役の数が少ないという形式的な理由によって取締役の再任議案に反対しようとしている機関投資家がいれば、当該機関投資家に対し、同社の意思決定のあり方を丁寧に説明し、再任議案に賛成するよう説得することができる。

もっとも、Goshen and Squire (2017) も強調するように、プリンシパル・コストの軽減は、エージェント・コストの増大を伴う。たとえば、経営者より機関投資家の方が「正しい」判断をできていた場合には、経営者が機関投資家に自身の政策に賛成するよう働きかけることは、かえって誤った議決権行使に誘導してしまうことになる。また、II. Aでも論じたように、経営者には私的利益を追求するインセンティブがあるから、株主の利益にならない政策に賛同するよう働きかけるおそれもある。このような危険性を考えれば、会社の主導する対話によってプリンシパル・コストを軽減させられることがあるとしても、それ以上にエージェント・コストが増大してしまう可能性を否定できない。

以上から、プリンシパル・コスト理論によっても、会社主導の対話が正当化されるかどうかは明らかでないといえる。

C. 株主の選好の異質性を想定するモデルによる説明

これまで、「対話」の目的が企業価値最大化にあることを前提としてきたが、現実には、何が企業価値を高める政策であるか、「正解」がわからないことが多い。また、株主の属性が多様化する中で、株主の中でも、いかなる政策を行うことを望むのか、意見が分かれる

ことがありうる。たとえば、どの程度のスパンで利益を上げることを目指すかということや、どの程度経営上のリスクをとるか、どの程度環境・社会問題に取り組むかといったことについて、株主ごとに異なる選好を有することが考えられる¹⁵。そうだとすれば、候補となる政策が複数ある場合、経営者としては、できるだけ株主の意思を反映した経営を行うべきであるという考え方が出てくる¹⁶。そして、かかる考え方に依拠するならば、会社が主導する対話は、株主の選好を把握する手段として有効であるとも思える。

しかし、株主との対話によって株主の選好を把握することには、次の問題がある。すなわち、経営者がすべての株主と対話を行うことは不可能であり、一部の株主の意見に依拠せざるを得ないということである。株主の選好を考慮するとしても、経営者は株主全体の意向を踏まえた意思決定をすべきであり、一部の株主の意見だけを取り入れることは望ましくない。経営者は、どの株主と対話を行うかを自ら決定することができるため、一部の特定の株主（たとえば、自らに脅威となる株主）とだけ対話を行い、その株主の意見を株主の総意とみなしてしまう危険性がある。株主の選好を反映した経営を行うことが望ましいとしても、いかなる政策が株主の意思に適うのかは、個々の株主との対話ではなく、株主全体の意見を反映できる株主総会決議によって把握すべきである。

以上から、株主の選好の異質性を想定しても、会社主導の対話を正当化するのは困難である。

D. 小括

本章では、会社がイニシアチブをとる対話を促進することの意義について、3種類のモデルを用いて検討したが、いずれのモデルでも、積極的な正当化根拠は見出せなかった。会社の方針に反対する株主の意見を含めた様々な意見を聞く、機関投資家の判断の誤りを是正する、株主の選好を把握するといった目的が考えられるものの、それらの便益の程度は定かでない上に、私的利益を追求するおそれのある経営者が株主に働きかけることの弊害を考慮すると、会社主導の対話を促進することが望ましいかは疑問があるといわざるを得ない。

Ⅲ. 株主がイニシアチブをとる対話と実質株主の透明化

Iで論じたように、会社と機関投資家との間の対話とは、従来、機関投資家の側が会社に対して働きかけをする形態が想定されていた。本章では、実質株主の透明化が、こういった形態の対話においてどのような意味をもつのかを考察する。

ここで前提となるのは、機関投資家のインセンティブは歪むおそれがあるということである。企業価値の向上が対話の目標であることを前提にすると、機関投資家には、各会社の経営状況に応じて「望ましい」エンゲージメントを行うことが求められる。しかし、機関投資家は、次のとおり、さまざまな原因により、エンゲージメントに消極的になったり、企業価値向上とは異なる観点からの働きかけを行ったりしてしまうおそれがある。

まず、エンゲージメントに積極的な投資家として、ヘッジファンドを中心とするアクティビストがいる。アクティビストは、割安な株式を探し出し、一定割合の株式を取得した上で、現状の経営に対する不満を解消すべく、経営者に経営方針の見直しを迫ることで、利益を得ようとする¹⁷。もっとも、アクティビストには、必ずしも株主共同の利益のために行動するとは限らないという問題がある。たとえば、一般株主を犠牲にして私的利益を享受するような合意を要求するおそれや¹⁸、短期間で売り抜けることを前提に、短期的に株価を上げることを志向するおそれ¹⁹があることなどが指摘されている。

これに対し、アクティビスト以外の機関投資家（以下「一般機関投資家」という場合がある）は、エンゲージメントに消極的になりがちである。その原因としては、次のことが挙げられる。第一に、エンゲージメントの主体となる機関投資家と資金提供者である受益者との間のエージェンシー問題である（Bebchuk et al. 2017）。機関投資家は、エンゲージメントによってポートフォリオが得る利益のわずか一部しか報酬として享受できないため、受益者のために積極的に行動しないおそれがある。第二に、フリーライダー問題である

(Lund 2018: 510-15)。とりわけパッシブ・ファンドは、多数の企業の株式を保有しているため、特定の企業の価値を高めることに強い関心をもたない。よって、エンゲージメントを他の株主に任せ、自分はそれの恩恵に預かろうとする動機が存在する。

上記のような問題を踏まえると、もし実質株主の透明化が機関投資家のインセンティブの歪みを改善することができるのであれば、実質株主の透明化は、株主が主導する対話においても有意義であるといえそうである。

以下、節A及びBでは、実質株主の透明化が、それぞれ株主間の規律付け及び顧客・受益者からの規律付けを通して、機関投資家のインセンティブの改善に寄与する可能性を示す。なお、以下では、実質株主に関する情報が他の株主や顧客・受益者に対しても公開されることを前提にして議論する。

A. 株主間の規律付け

アクティビストによるエンゲージメントを実効的なものにするためには、一般機関投資家を含む他の株主の支持を得ることが重要である。経営者が株主との対話に応じる動機をもつのは、株主の要望に耳を傾けなければ、株主の信頼を失い、ひいては株主総会において会社提案の議案が否決されてしまうおそれがあるからである。特定のアクティビストがいくら経営改善を要求してきても、それが他の株主の賛同を得られるものでなければ、経営者は、エンゲージメントを脅威に感じることはない。これに対し、一般機関投資家もエンゲージメントに加われば、経営者には、対話に真剣に向き合うインセンティブが働く。よって、アクティビストによる対話を実効的なものにできるかどうかは、どれだけ一般機関投資家を巻き込むことができるかにかかっている²⁰。

実質株主の透明化が図られれば、アクティビストは、実質株主についての情報を得ることができるため、他の機関投資家にアクセスし、自身が経営者に要求する内容を伝え、賛同を求めることができるようになる。現在でも、自社のホームページなどを通じて株主に呼びかけることはできるが、他の株主に直接アクセスできる方がコミュニケーションをとりやすく、賛同を得

るのに有意義であると考えられる。一般機関投資家は、自らエンゲージメントを行ったり、会社の政策の合理性について精査したりするインセンティブがなくても、アクティビストからの呼びかけを受け、情報が与えられれば、アクティビストの要求の合理性を評価することは可能であると考えられる²¹。そして、アクティビストとの間で意見を交換したり、アクティビストの要求に合理性があると考えれば、アクティビストの行うエンゲージメントに賛同を表明したりすることを期待できるかもしれない。このように、実質株主の透明化が図られれば、アクティビストによる呼びかけを通じて一般機関投資家に対する規律付けが働き、一般機関投資家のエンゲージメントへの参加が促される可能性がある（図の①を参照）。

また、アクティビストが一般機関投資家に対して呼びかける中で、アクティビストのエンゲージメントの内容が洗練化していくことも期待できる。いくらアクティビストが一般機関投資家に協力を仰いだとしても、アクティビストの行う対話の内容が他の株主にとっても利益になるものでなければ、一般機関投資家の賛同は得られない。よって、アクティビストに対しては、私的利益や短期的な利益を追求するのではなく、株主全体の長期的利益に沿ったエンゲージメントを行うインセンティブが働く (Platt 2022: 1432-33)。しかも、実質株主の透明化が図られれば、アクティビストは、株主の属性を把握したり、他の株主から意見を聞いたりして、他の株主の賛同を得られるように対話の内容を修正することができるようになるから、株主全体の利益に適合したエンゲージメントが容易になる。このように、実質株主の透明化は、アクティビストの私的利益追求行動を抑止し、アクティビストへの規律付けとしても機能する可能性がある（図の②を参照）。

さらに、実質株主の透明化は、一般機関投資家の間で協調関係を生じさせることによって、インセンティブの改善につながる可能性もある。一般機関投資家の中には、単独では積極的に対話を行うインセンティブがないものの、他の実質株主と共同で行うのであれば、対話に伴うコストの一部を負担するだけで済むため、エンゲージメントに参画することが可能な者もいると

考えられる²²。現在の制度では、会社が対話の対象とすべき実質株主を特定できないのと同様、機関投資家も、共同して対話を行うべき実質株主を特定することができない。しかし、実質株主の透明化が図られれば、単独では対話を行わない一般機関投資家も、共同して対話を行う相手を探し出し、協働エンゲージメントを行うという選択肢が生まれる²³。このように、実質株主の透明化は、アクティビストと一般機関投資家の間だけでなく、一般機関投資家同士においても協調関係を生じさせ、相互の規律付けを働かせる可能性がある²⁴（図の③を参照）。実質株主の透明化によって協働エンゲージメントが促進されれば、会社との間の対話がより有意義なものになり、経営者のエージェンシー・コストの軽減に寄与すると考えられる²⁵。

B. 顧客・受益者による規律付け

前述のとおり、機関投資家のインセンティブが歪む大きな原因として、機関投資家と受益者との間のエージェンシー問題がある。かかるエージェンシー問題を軽減する方法の一つに、顧客・受益者（アセット・オーナーが議決権行使の指図をアセット・マネジャーに委託している場合には、当該アセット・オーナーを含む。以下、合わせて「受益者等」という）による監督がある（Sai et al. 2026）。経営者と株主との間のエージェンシー問題の対処として、株主による監督（議決権行使や本稿の扱うエンゲージメント）が有益であるのと同様、受益者等が機関投資家を適切に監督することができれば、機関投資家が受益者の利益の観点から望ましい対話を行うことを促すことができる。

受益者等による監督の重要性は、日本版スチュワードシップ・コードでも意識されている。第一に、同コードの指針 5-3 は、議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表することを定めるとともに、賛否の理由についても公表することを推奨している。議決権行使結果の開示は、資金提供者に対して各機関投資家の投票行動についての情報を提供することで、資金提供者が機関投資家を評価することを可能にするという機能を有する（岩田2021）。実際、上記の指針 5-3 が設けられた後、機関投資家の投票行動に変化が見られたという実証研究も報告されている²⁶。第二

に、同コードの原則 6 は、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、受益者等に対して報告することを定めている。この規定も、受益者等に対してスチュワードシップ活動に関する情報を提供することで、受益者等に機関投資家のエンゲージメントを検証させ、受益者等による監督に期待したものである。このように、スチュワードシップ・コードは、機関投資家の活動についての情報を受益者等に提供することを通じて、受益者等による監督を働かせようとしている。

そして、実質株主の透明化は、機関投資家のスチュワードシップ活動の実態を可視化することによって、受益者等による規律付けをより実効的なものにする効果をもたらす。すなわち、実質株主の透明化が図られれば、受益者等は、各機関投資家の保有先企業や各企業に対する株式の保有割合を知ることができるところ、この情報を、上記のスチュワードシップ活動に関する情報と合わせることで、機関投資家をより適切に評価できるようになると考えられる。たとえば、ある機関投資家 A が、上場会社 X の株式を 3% 保有しているにもかかわらず、X 社に対して何らのエンゲージメントも行っていないことがわかれば、受益者等は A に対する評価を下げるができる。逆に、ある機関投資家 B が上場会社 Y に対して何らのエンゲージメントを行っていないとしても、Y 社株式のうち 0.1% 程度しか保有していないのであれば、受益者等は B に対する評価を不当に下げずに済む。このように、実質株主の保有割合についての情報があれば、受益者等は、機関投資家のスチュワードシップ活動に対する積極性を適切に評価でき、より実効的な規律付けを期待できる可能性がある（図の④を参照）。

C. 小括

本章では、実質株主に関する情報が他の株主や受益者等にも開示されることを前提に、実質株主の透明化が機関投資家に対する規律付けにつながる可能性を示した。第一に、実質株主に関する情報が公になれば、機関投資家は、自らの投資先企業の株式を保有する他の機関投資家を特定し、アクセスすることが可能になるため、アクティビストと一般機関投資家との交流の

中で両者のインセンティブが改善されるとともに（図の①及び②）、一般機関投資家同士の協働エンゲージメントを促進することで一般機関投資家の対話への参加が促される（図の③）可能性がある。第二に、実質株主に関する情報が公になれば、受益者等は機関投資家のスチュワードシップ活動を評価するための情報を得ることができるため、機関投資家に対する監督がより実効的なものになる（図の④）可能性がある。こういった規律付けが機能するのであれば、実質株主の透明化は、機関投資家主導の対話をより実効的なものにし、経営者のエージェンシー問題を軽減する役割を果たすことになる。

上記の立論は、現段階ではあくまで仮説にすぎず、実証的な検証が要求されるものではある。もっとも、実質株主の透明化によって促進される会社主導の対話の意義が理論的に不明確であること（Ⅱ参照）に比べれば、機関投資家主導の対話をより実効的なものにするという仮説は、相応に説得力を有するよう思われ、制度設計の上で十分に考慮されるべきであろう。

IV. おわりに——立法への示唆

日本における現在の議論では、実質株主の透明化の主たる制度趣旨には、会社と機関投資家との間の建設的な対話の促進があると考えられている。もっとも、現在の議論では、建設的な対話の促進という制度趣旨は、もっぱら会社の請求によって実質株主に関する情報を確認するという制度設計と結び付けられて考えられている。すなわち、会社法制部会では、「株式会社と株主との間の建設的な対話の促進という制度趣旨に基づき、株式会社から実質株主を確認する制度」が提案されており、実質株主の側から開示させる制度は、「支配に関する重要な情報の把握及び開示という制度趣旨」のみから根拠づけられている²⁷。このことから、現状、建設的な対話の促進のためには、会社のみが実質株主を確認できれば十分であると考えられているものと理解できる。しかし、本稿の分析によれば、そのような整理でよいか、再考の余地がある。

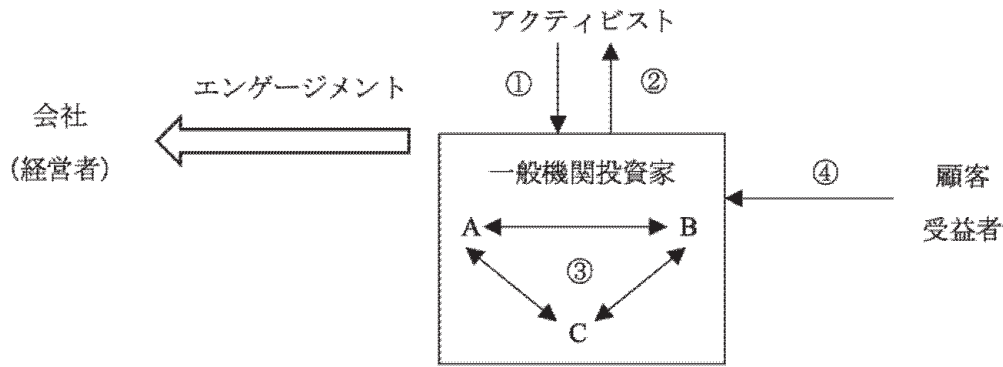
前2章では、実質株主の透明化によって促される会

社主導の対話の便益は明らかでない一方、他の株主や受益者等にも実質株主に関する情報を開示すれば、株主主導の対話がより実効的なものになるという便益がある可能性を示した。かかる分析からは、実質株主の透明化の趣旨を建設的な対話の促進に求めるのであれば、実質株主に関する情報は、会社ではなく、むしろ他の株主や受益者等に対して開示させる方が望ましいことがわかる。そうすると、実質株主の透明化を実現する制度としては、会社からの請求によるのではなく、アメリカのForm 13Fのように、機関投資家に対して投資先企業とその保有株式数の開示を義務付ける方が、建設的な対話の促進の観点から正当化しやすいといえる。逆に、欧州諸国のような会社による実質株主確認制度を導入するのであれば、建設的な対話の促進とは異なる制度趣旨から正当化する必要がある。

もちろん、機関投資家に対して上記の情報の開示を義務付けることには、新たなコストが伴う。たとえば、機関投資家にとっては現状の大量保有報告書より低い閾値で開示が求められることとなり、投資活動や情報収集のインセンティブを削ぐおそれがある²⁸。また、機関投資家のポートフォリオが公になると、それを他の投資家に模倣されるリスクも生じる²⁹。そのため、アメリカ型の制度の導入が望ましいものであるかは、最終的には、建設的な対話の促進という観点を超えた費用便益分析が必要となる。

もっとも、本稿の分析から、建設的な対話の促進を趣旨として制度設計を行うのであれば、株主主導の対話にもたらす影響をも考慮に入れる必要があることは明らかになったと思われる。実質株主確認制度は、対話の相手を特定したいという会社側のニーズによって進められたものであるが、経営者には、アクティビスト対策や株主総会の票集めをしたいという真の動機が存在しているのかもしれない。そのため、「建設的な対話の促進」という建前の下、経営者の保身のために利用されることのないよう、実質株主の透明化によって誰の行動が変化し、それによってどのような対話が促進され、かつその対話がどのように企業価値向上に寄与するのか、本稿の分析をもとに、慎重な検討が望まれる。

図 実質株主の透明化による機関投資家に対する規律付けのメカニズム



【引用文献】

- [1] Bach, Laurent, and Daniel Metzger (2019) “How Close Are Close Shareholder Votes?” *The Review of Financial Studies*, 32 (8): 3183.
- [2] Balp, Gaia, and Giovanni Strampelli (2020) “Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs,” *Ohio State Business Law Journal*, 14 (2): 135.
- [3] Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, and Scott Hirst (2017) “The Agency Problems of Institutional Investors,” *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3): 89.
- [4] Bebchuk, Lucian A. and Robert J. Jackson Jr. (2012) “The Law and Economics of Blockholder Disclosure,” *Harvard Business Law Review*, 2: 39.
- [5] Black, Bernard S. (1990) “Shareholder Passivity Reexamined,” *Michigan Law Review*, 89 (3): 520.
- [6] Brown, Stephen J. and Christopher Schwarz (2020) “Do Market Participants Care about Portfolio Disclosure? Evidence from Hedge Funds’ 13F Filings,” available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1683628> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1683628>.
- [7] Edelman, Paul H., Randall S. Thomas, and Robert B. Thompson (2014) “Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism,” *Southern California Law Review*, 87 (6): 1359.
- [8] Enriques, Luca, and Alessandro Romano (2019) “Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective,” *University of Illinois Law Review*, 2019: 223.
- [9] Gillan, Stuart L. and Laura T. Starks (2003) “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective,” *Journal of Applied Finance*, 13 (2): 4.
- [10] Gilson, Ronald J. and Jeffrey N. Gordon (2013) “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights,” *Columbia Law Review*, 113 (4): 863.
- [11] Goshen, Zohar, and Richard Squire (2017) “Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance,” *Columbia Law Review*, 117 (3): 767.
- [12] Hart, Oliver, and Luigi Zingales (2022) “The New Corporate Governance,” *University of Chicago Business Law Review*, 1 (1): 195.
- [13] Kahan, Marcel, and Edward B. Rock (2007) “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review*, 155 (5): 1021.

- [14] Lund, Dorothy S. (2018) “The Case Against Passive Shareholder Voting,” *Journal of Corporation Law*, 43 (3): 493.
- [15] Platt, Alexander I. (2022) “Beyond “Market Transparency” : Investor Disclosure and Corporate Governance,” *Stanford Law Review*, 74: 1393.
- [16] Roe, Mark J. (2022) *Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*, Oxford University Press.
- [17] Sai, Masumi, Yasutomo Tsukioka, and Kazuo Yamada (2026) “Beneficiary Investor Monitoring and Asset Manager Engagement,” *Journal of Corporate Finance*, 96, forthcoming.
- [18] Strampelli, Giovanni (2017) “Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice,” *Virginia Law & Business Review*, 12: 187.
- [19] 石川真衣 (2025) 「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 9 頁
- [20] 岩田聖徳 (2021) 「機関投資家による議決権行使結果の個別開示と社外取締役の選任」 経営財務研究 41 巻 1 = 2 号 2 頁
- [21] 加藤貴仁・松下憲 (2022) 「会社・株主間の対話・合意に関する規律——対話・合意の開示の視点から」 旬刊商事法務 2314 号 15 頁
- [22] 北村雄一郎・太田洋・金子佳代 (2024 a ; b) 「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〕〔中〕」 旬刊商事法務 2362 号 4 頁、2363 号 32 頁
- [23] 中村信男・川島いづみ・内藤裕貴・石川真衣・坂東洋行 (2023) 「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 2217 号 8 頁
- [24] 坂東照雄・砂金宏・山中孝太郎 (2025) 「実質株主透明化に向けたわが国の議論と欧州の実務」 旬刊商事法務 2389 号 25 頁
- [25] 坂東洋行 (2024) 「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 巻 2 号 65 頁
- [26] 日高航・池田直史・井上光太郎 (2021) 「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」 RIETI Discussion Paper Series 21J036, available at: <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/21j036.html>.
- [27] 福本葵 (2024) 「米国の実質株主の透明化のための制度：OBO/NOBOとForm 13F」 証券レポート 1743 号 36 頁
-
- ¹ 比較法的な考察をする先行研究として、石川 (2025) (欧州諸国におけるEU第二次株主権指令の運用状況)、中村ほか (2023) (イギリス、ドイツ及びフランスの制度)、北村ほか (2024b) (アメリカ及びイギリスの制度) などがある。
- ² 日本取引所グループ金融商品取引法研究会 (2024年6月28日) 報告記録〔高橋陽一報告〕 (<https://www.jpjx.co.jp/corporate/research-study/research-group/00-archives-01.html>) は、「企業側から実質株主にアプローチすることの必要性・意義については、必ずしも明確でない (十分に説明されていない) ように思われる」として、会社主導の対話の促進の観点から実質株主確認制度を正当化することに懐疑的な見解を示しており、本稿の立場と共通するが、株主主導の対話に活用する可能性については検討されていない。また、坂東 (2024) は、実質株主の透明化の趣旨を①市場の透明性・公正性の確保と②企業と投資家との間の建設的な対話の促進に整理した上で、会社の請求によって実質株主を把握する制度では①の目的は達成できないとして、大量保有報告制度を強化して実質株主を開示させることを提言するが、実質株主確認制度と②の目的の関係については深く検討されていない。
- ³ 本稿では、企業価値を最大化することが「対話」の

最終的な目標であり、企業価値の向上につながるような「対話」が「建設的な対話」であると捉える。

⁴ 会社法制部会でも、「建設的な対話という趣旨を採るのであれば、どういう制度になるのかというのは、建設的な対話というのが若干建前的に使われてきたこともあり、そろそろ、真面目に考えなければいけないのではないかなというのを感じています」との意見が見られた（第7回会議、松中幹事発言）。

⁵ 本稿では、「経営者」という言葉を、代表取締役に限らず、会社の代表として機関投資家との間で対話を行う主体といった意味で用いる。

⁶ たとえば、会社法制部会の資料3では、「投資家からの意見収集、議決権行使に関する意見交換、株式の継続保有に基づく中長期的関係性の構築等を目的とする対話先としての実質株主を特定する」ことが、会社と株主との間の建設的な対話の促進の具体的な場面として挙げられている。また、同部会における議論でも、「会社が建設的な対話をしたいと思っているが、誰を具体的な相手方として対話をすればいいかが分からないという……場面では、実質株主確認制度は会社側のイニシアチブで誰が実質株主かを確認する制度と位置付けられると思います」との意見が見られた（第1回会議、加藤幹事発言）。

⁷ 実質株主の透明化を実現する制度としては、大別して、会社の請求によって開示させるものと、機関投資家に自発的な開示を義務付けるものがある。前者の例として、EUの第二次株主権指令は、仲介機関に対して、発行会社等から請求があった場合に実質株主に関する情報を伝達することを義務付けている（制度の詳細につき、坂東ほか（2025）を参照）。後者の例として、アメリカのForm 13Fは、一定規模の機関投資家に対し、四半期ごとに保有銘柄の名称・株数等を記載した保有明細を提出することを義務付けている（制度の詳細につき、福本（2024）を参照）。会社法制部会では、株式会社と株主との間の建設的な対話の促進という制度趣旨から、EUの制度を参考に、前者に分類される「株式会社から実質株主を確認する制度」の導入が検討されている（部会資料7：16-19頁）。

⁸ 実際、日本企業を対象にした実証研究では、機関投資家は株式保有比率が大きい投資先企業や時価総額の大きい投資先企業を中心にエンゲージメントを行っており、投資先企業のガバナンス体制に影響を与えていることが報告されている（日高ほか2021）。

⁹ 本稿では、対話を「会社がイニシアチブをとるもの」と「株主がイニシアチブをとるもの」に区別して議論するが、この分類には異論があるかもしれない。確かに、長期的に対話が継続することを前提にすると、すべての対話をこのように単純に二分化することはできないであろう。しかし、実質株主確認制度の導入によって可能となる、会社の側から株主に対して持ちかける対話と、経営者に対するモニタリングとして機能する、株主の側から自発的に会社に対して働きかける対話とが、性質を異にすることは、受け入れられるように思われる。そうすると、実質株主の透明化が後者の対話においても意味をもちうることを示すという本稿の目的を達成する限りにおいては、対話を上記のように分類することは、不合理な前提ではないと考えられる。

¹⁰ 北村ほか（2024 a）7-8頁は、実質株主を把握できないことによって生じる問題として、公開買付けの際に実質株主に対して応募勧誘を進めることができない点や、株主総会における議決権行使の予測ができない点を挙げる。このことから、実質株主の透明化が進めば、公開買付けや株主総会における「票読み」の手段として利用されることが推測される。

¹¹ 実際、アメリカでは、経営者が自らに有利な投票がなされるよう株主に対して働きかけをしているのと整合的な実証研究もみられる。すなわち、Bach and Metzger（2019）は、株主提案の賛成率の分布が50%を境に統計的に優位な不連続が生じていることや、経営者が株主に対して影響を及ぼしていなければ賛成率40-49%で否決された株主提案のうち約11%は可決されていたと推定されることなどを報告する。

¹² Platt（2022）at 1445-47は、実質株主に関する情報が経営者に伝わると、株主提案に対して反対することを呼びかけるロビー活動が助長されるという弊害があるとするが、かかる弊害は、株主提案に限らず

株主総会決議一般に妥当するように思われる。

¹³Goshen and Squire (2017) は、経営者の能力不足によって生じるコストと、経営者の株主との間の利益相反によって生じるコストとを総称して、エージェント・コストと定義している。

¹⁴本文に挙げたもののほか、機関投資家のポートフォリオと一般株主の利益とが異なるという問題もよく知られている。

¹⁵いかなる政策をとるかについて株主の選好が異なりうることにつき、Edelman et al. (2014) at 1364, n.22, 1381-82を参照。

¹⁶たとえば、Hart and Zingales (2022) は、株主が社会的選好を有することを前提に、株主の社会的選好を踏まえた「株主厚生最大化」(Shareholder Welfare Maximization) を規範とすべきであると論じる。

¹⁷ヘッジファンドは、伝統的な機関投資家と異なり、ファンド・マネジャーが高いリターンを追求する強いインセンティブをもつことや、受益者との間の利益相反の問題が小さいこと、あらかじめアクティビズムを行うことを前提に投資先を探すという戦略をとることなどから、エンゲージメントを積極的に行う動機を有する (Kahan and Rock 2007: 1062-70)。

¹⁸アクティビストと会社との間の対話では、一般株主を犠牲にしてアクティビストのみ私的利益を得られる合意がなされてしまうおそれがあることについて、加藤・松下 (2022) 16-17頁を参照。また、ヘッジファンドと一般株主との間の利益相反について、Kahan and Rock (2007) at 1072-77を参照。

¹⁹もっとも、アクティビストの短期主義が存在するかは実証研究が分かれている (Roe 2022: 77-90)。

²⁰アクティビストの活動が成功するかは、どれだけ他の機関投資家の支持を得られるかにかかっていることにつき、Gilson and Gordon (2013) at 896-898を参照。

²¹この点につき、Gilson and Gordon (2013) at 896-899を参照。Gilson and Gordon (2013) は、機関投資家は自ら会社に対して提案をするインセンティブをもたないため (“rationally reticent”)、

アクティビストが機関投資家を説得し、機関投資家がアクティビストの提案に乗っかることで、機関投資家によるモニタリング機能が強化されると論じた。実質株主の透明化は、こういったアクティビスト・機関投資家間の交流を促進することが期待される。

²²協働エンゲージメントにおいては、各機関投資家がコストの負担を分け合うことができるため、集合行為問題を軽減する効果をもつことについて、Balp and Strampelli (2020) at 185-89を参照。

²³機関投資家の中で協調関係が生じる条件については、Enriques and Romano (2019) による先行研究がある。Enriques and Romano (2019) は、ネットワーク理論を用いて、機関投資家間の結びつきによっては、個々の機関投資家にとっては不利益となる場合であっても、他の機関投資家との間で協調的な行動をとるインセンティブをもつことを示した。このモデルにおいては、実質株主の透明化は、機関投資家間での結びつきを可能にすることによって、協調的な行動を促すものと捉えることができる。

²⁴Platt (2022) at 1458-59は、13Fがアクティビストでない機関投資家の間での協働エンゲージメントを促進することを論じる。

²⁵協働エンゲージメントには、次のような意義がある。第一に、各機関投資家の負担するコストが小さくなることによって、エンゲージメントに参加する機関投資家の数が増える。会社にとっては、対話を行う相手の保有割合が大きいほど脅威になるから、より実りのある対話が可能となる。第二に、各機関投資家のもつ専門的知見を共有することができる (Balp and Strampelli 2020: 191-93)。複数の機関投資家の情報を集約することで、より企業価値向上に資する提案を行うことが可能となると考えられる。第三に、協働して行う対話の内容は、株主全体の利益に適合しやすい。一部の株主の利益にしかならない内容では、他の株主の協力を得ることができないので、協調関係の中で、より株主全体の利益に資するエンゲージメントになっていくことが期待できる。

²⁶岩田（2021）は、社外取締役を2名以上選任していない企業のうち、個別開示の対象となった投資家の投資先企業では、指針5-3の導入により、経営トップに対する反対票が有意に増加したことを報告する。

²⁷会社法制部会・部会資料7：16-17頁参照。また、公開買付WG報告でも、「米国の制度については、……企業と株主・投資家の対話を促進するという目的に照らすと過剰な規制であるとの意見」が紹介され、「欧州諸国の制度は、……企業と株主・投資家の対話を促進するという目的により適うもの」であるとされていたところである。

²⁸ Bebchuk and Jackson（2012） at 49-51 は、blockholdersの保有株式の開示要件を厳しくすると、株を一定割合買う前に株価が上昇してしまい、コストに見合う利益を得られなくなることから、blockholdersのエンゲージメント活動を抑制してしまうとする。

²⁹Brown and Schwarz（2020）は、ヘッジファンドが13Fによって開示した保有明細を他の投資家が自らの投資活動に利用していることが確認されたと報告する。

入賞論文に対する審査委員の意見要約

○ 研究者等 2等 玉野 志門 氏 「実質株主の透明化と「建設的な対話」

現在、法制審議会に設置された会社法制（株式・株主総会等関係）部会（以下、「部会」という。）において、実質株主確認制度の導入に向けた検討が行われている。本稿の出発点は、実質株主確認制度と同制度の目的とされる株式会社と株主との間の建設的な対話の促進の関係について十分な議論が尽くされていないとの問題意識にある。本稿は、実質株主確認制度は実質株主の透明化（「実際に株式の議決権行使の指図権や処分権を有する者（実質株主）の属性や株式保有割合を明らかにしようとするもの」）を実現する制度であると位置付けた上で、それは会社がイニシアチブをとる対話を促進する効果を持つと整理する。実質株主確認制度では実質株主に関する情報が一般に開示されることは想定されていないからである。これに対して本稿は、会社がイニシアチブをとる対話が企業価値の向上につながる可能性があることを理論的に示し、そのような対話を無条件に促進することに警鐘をならしている。むしろ、実質株主の透明化を実現する制度としては、株主がイニシアチブをとる対話の促進につながるよう、実質株主に関する情報が他の株主にも開示される制度の方が望ましいと主張する。このような主張は、株主のイニシアチブにより株式会社と株主との間でなされる対話こそが企業価値の向上につながる可能性が高いとの認識に基づく。

本稿の意義は、実質株主の透明化を実現する方法が異なれば、それによって促進される対話の形態が異なることを前提とした上で、どのような形態の対話を促進することが企業価値向上の観点から望ましいかを理論的に整理した点にある。会社がイニシアチブをとる対話と株主がイニシアチブをとる対話のそれぞれが企業価値に与える影響について、先行研究を踏まえた説得的な分析がなされている。新たな立法を行う際には、目的の設定の適切さに加えて、それを達成する手段の適切さの検討が欠かせない。本稿は、後者の点について、実質株主確認制度によって実質株主の透明化を実現する場合には、同制度によって促進される対話が企業価値の向上につながる経路を念頭に置いた上で、そこから乖離した行動を会社（経営者）や株主がとることを規律する仕組みの必要性を示している。このような視点は、実質株主確認制度の導入に向けた検討作業だけではなく、同制度の運用や解釈に際しても必須のものと思われる。

しかし、本稿にも幾つかの課題がある。本稿は、実質株主の透明化は株主がイニシアチブをとる対話の促進のために行われることが望ましいとの立場から、実質株主確認制度ではなく、米国のフォーム13Fのように実質株主に関する情報の一般的な開示による実質株主の透明化の実現を提唱する。しかし、金融審議会に設置された公開買付制度・大量報告制度等ワーキング・グループにおける議論が示すように、日本において実質株主に関する情報の一般的な開示が実現する当面の可能性は低い。したがって、本稿が望ましいと考える実質株主の透明化を日本法において実現する具体的な方法（たとえば、一定の株主に対する実質株主調査権の付与と調査結果の開示など）の検討がなされていれば、本稿の主張はより説得力を増したと考える。また、会社がイニシアチブをとる対話と株主がイニシアチブをとる対話の比較について、前者については問題を強調し、後者については便益を強調しているという点で公正さを欠く、いずれの分析も可能性の指摘にとどまっており決め手にかける、との評価もあり得る。ただし、このような課題の指摘は、本稿に対する高い期待の裏返しであり、本稿の価値を損なうものではない。