

論 考

実質株主確認制度の創設とアクティビスト
対策の変貌

—会社法改正中間試案がもたらす企業防衛と株主対話の新局面—

神奈川大学名誉教授 舘田英人

1 はじめに

近年、わが国の上場企業を取り巻くコーポレートガバナンス環境は著しい変化を遂げている。特に2010年代以降、安定株主の減少や株式の持ち合い解消が急速に進行した。これに伴い、資本効率の向上や株主還元強化を要求する国内外の機関投資家、およびアクティビストの影響力は拡大を続けている。政府や東京証券取引所により企業と投資家間の「建設的な対話」が推奨される一方で、資本市場においては、想定を超えた速度での株式買い増しや、予期せぬ株主提案、敵対的買収を巡る攻防など、当事者間の法的な対立や交渉が日常的に生じている。

このような状況下、2026年3月18日に法制審議会会社法制部会が取りまとめた会社法改正中間試案（以下、中間試案という。）は、企業実務および法学界において多大な関心を集めた。上場企業が仲介機関等を介して「実質株主（議決権の行使等の指図権限を有する者等）」の情報を開示請求できる仕組み（実質株主確認制度）や、一定の要件を満たす株主側から企業へ通知を義務付ける制度の創設が提示されたことは、今後の企業防衛策およびSR（シェアホルダー・リレーションズ：直接的・戦略的な対話活動）・IR（投資家向け広報）戦略のあり方に根本的な変革をもたらす可能性を有している。

本稿では、まず同制度の導入背景にある現行

法上の限界を整理する。次いで、中間試案が提示する具体的な制度設計の全容を明らかにし、経済界から強く要望されている実効性確保の手段（議決権停止などの制裁措置）の動向を踏まえ、同制度がアクティビストの行動様式や上場企業の防衛・対話戦略に及ぼす影響について、多角的な視点から考察することを目的とする。

2 現行法における「実質株主」把握の限界

(1) 多層的な信託構造と「名義株主」の壁

現行の会社法および資本市場の実務において、株式会社が自社の株主を特定する媒体は株主名簿である。しかし、上場企業の場合、株主名簿に記載されるのは、多くの場合において、信託銀行（資産管理専門銀行）や海外投資家の常任代理人（信託銀行等）といった名義株主（形式的株主）に留まる。

実際に議決権の行使を指図し、または経済的利益を享受している実質株主（実質保有者）は、これら名義株主の背後に介在しており実体として不可視化されている。この多層的な信託構造やグローバルなカストディアンネットワークが障壁となり、企業側が平時において「株式の実質的な保有主体およびその保有比率」を正確に把握することは極めて困難である。すなわち、現行の株主名簿制度は、現代の複雑化したクロスボーダー投資の実態を十分に反映できて