

# 取締役報酬決定に対する株主の関与権(一) : Say-on-Pay 制度導入の是非

著者	藤田 和樹
雑誌名	法と政治
巻	69
号	3
ページ	139(579) - 181(621)
発行年	2018-11-30
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10236/00027459">http://hdl.handle.net/10236/00027459</a>

# 取締役報酬決定に対する 株主の関与権（一） ——Say-on-Pay 制度導入の是非——

藤 田 和 樹

〈目次〉

序章 はじめに

第1節 問題の所在

第1款 取締役報酬決定の実際

第2款 判例及び裁判例から見る株主の関与権

第3款 株主の関与の必要性

第2節 分析の方法

第1款 先行研究

第2款 本稿の構成

第1章 日本の取締役報酬決定制度

第1節 現行制度に至る経緯

第2節 会社形態別の特色

第1款 監査役会設置会社

第1目 制度の概要

第2目 学説による会社実務の評価

第2款 指名委員会等設置会社

第1目 創設の経緯

第2目 制度の概要

第3款 監査等委員会設置会社

第1目 創設の経緯

第2目 制度の概要

第3節 株主総会権限の縮小と株主権の強化

第4節 最新の動向

第1款 任意の報酬委員会の設置

第2款 今後の会社法規制の方向性

第2章 米国の Say-on-Pay 制度

第1節 導入の背景

第2節 制度の概要

第3節 株主権限拡大議論

第4節 支配株主が存在する会社における Say-on-Pay 制度の有用性

第5節 最新の動向 (以上、本号)

第3章 英国の Say-on-Pay 制度

第4章 Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非

終章 まとめ

## 序章 はじめに

### 第1節 問題の所在

#### 第1款 取締役報酬決定の実際

取締役と会社の関係は民法の委任に関する規定に従うとされ（会社法330条）、取締役は原則として無報酬である（民法648条1項）が、取締役が会社から報酬を受け取るのは当然であると考えられており、実際に無報酬である取締役は稀有である<sup>(1)</sup>。この点について、多くの学説は通常取締役任用契約には明示的又は默示的に報酬付与特約が含まれていると解している<sup>(2)</sup>。他方において、取締役任用契約自体を原則として有償契約と解する

(1) 中村一彦「取締役の報酬の決定権者」富大経済論集5巻1号（1959年）92, 94頁。小規模閉鎖会社の取締役の中には報酬を受けずにその任に当たる者もないわけではないようである（松井英樹「取締役報酬の減額・不支給に関する一考察」中央学院大学法学論叢25巻1・2号（2012年）62頁）。

(2) 矢沢惇「取締役の報酬の法的規制」同『企業法の諸問題』（商事法務研究会，1981年）226頁（初出：商事法務研究219号（1961年）），加美和照「取締役の報酬について」一橋論叢57巻1号（1967年）45頁，小沼喜八郎「取締役の報酬（1）」東洋法学24巻2号（1981年）84頁，大隅健一郎＝今井宏『会社法論（中）〔第3版〕』（有斐閣，1992年）165頁，味村治＝品川芳宣『役員報酬の法律と実務〔新訂第2版〕』（商事法務研究会，2001年）

学説も<sup>(3)</sup>あり、その一つは、「取締役が無報酬で労務を提供するとの推定は、取締役が同時に、その会社の株主として、利益参加の機会を有していた時代の残滓的観念であり、現在の株式会社法の機関構造の下では、むしろ取締役の労務は有償が原則であると考えなければならない」と説明している<sup>(4)</sup>。また、その理由として、「株式会社法において、社員資格と機関資格を区別し、第三者機関を設置していること、さらに、取締役に対して経営に関する重い責任を負わしめていること」を<sup>(5)</sup>挙げている。もっとも、いずれの学説によっても、取締役は会社との任用契約の締結だけを以て会社に対する具体的な報酬請求権を取得できず、それを得るには取締役の報酬額等が定款あるいは株主総会決議で定められることを要するとされる（会社法361条1項柱書）<sup>(6)</sup>。そして、指名委員会等設置会社を除く大半の会社においては定款ではなく株主総会決議によって報酬を定めることが会社実務とな<sup>(7)</sup>っているが、株主総会では取締役全員分の報酬額等の総枠のみが決定

---

3頁、高橋紀夫『会社法』（嵯峨野書院、2015年）226頁、奥島孝康ほか編『新基本法コンメンタール会社法（2）〔第2版〕』（日本評論社、2016年）175頁〔福原紀彦〕。

(3) 星川長七「株式会社の役員報酬について」法律のひろば17巻6号（1964年）14-15頁、吉本健一『レクチャー会社法』（中央経済社、2008年）180頁。

(4) 星川・前掲注（3）14頁。

(5) 星川・前掲注（3）14-15頁。加えて、正当な理由なく解任された取締役が会社に対して損害賠償請求できる旨の法規定（旧商法257条1項但書（現在の会社法339条2項））の存在によっても任用契約が有償であることは補強されると述べている（星川・同15頁）。

(6) 岡田利克「取締役の報酬について」流通経済大学論集28巻3号（1994年）3頁。なお、取締役任用契約が有償と認められる場合、取締役会には報酬議案を株主総会に提出する義務が生じるとする学説が唱えられている（上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（6）株式会社の機関（2）』（有斐閣、1987年）388頁〔浜田道代〕）。

されるに過ぎず、各取締役に対する具体的配分についての決定は取締役会に委任されるのが一般的であり<sup>(8)</sup>、さらには、取締役会が当該配分の決定を代表取締役(社長)に再委任する場合も少なくないようである<sup>(9)</sup>。については、多くの企業では、秘書室的な組織の中で社長及び会長等による合議に基づいて各取締役への報酬の配分が決定されるシステムになっているようであり、以て日本企業の取締役報酬決定機関は「ブラックボックス化」していると評されることがある<sup>(10)</sup>。代表取締役に再委任されると、株主は取締役会議事録の閲覧又は謄写(会社法371条参照)によっても如何にして報酬の配分が決定されたかを知り得ない<sup>(11)</sup>ので、「ブラックボックス化」という評

---

(7) 早川勝「取締役・監査役報酬」中村健ほか『例解株式会社法演習』(嵯峨野書院、1995年)210頁、前田重行「取締役報酬」法学教室265号(2002年)18頁。なお、取締役の報酬額は任意的記載事項(会社法29条・361条1項参照)として定款に記載してもよい(米津昭子「定款の作成と変更」法学研究51巻12号(1978年)3項、江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』(有斐閣、2017年)76項)が、一旦記載されると、それを変更するには株主総会の特別決議を要する定款変更手続(会社法466条・309条2項1号)に依らなければならない(米津・同12-14頁、江頭・同76、838-840頁)。

(8) 前田・前掲注(7)18頁。

(9) 吉本・前掲注(3)182頁。例えば、報酬総枠の配分についての議題を取締役に上程した上で明細を全く出さずに社長に一任するようである(阿部一正ほか『条解・会社法の研究(12)取締役(7)(別冊商事法務250号)』(商事法務研究会、2002年)37頁[東條和彦発言])。なお、再委任された社長が株主総会の定めた報酬総額の範囲内で当該配分を決定したときに原則として各取締役の報酬請求権が確定するとされている(大隅＝今井・前掲注(2)171頁)。

(10) 倉科敏材「取締役報酬を日米比較する」経理情報855号(1998年)17頁。

(11) 再委任された代表取締役が取締役会に対して実名を挙げて報酬額を報告したとしても、議事録には「報告した」と記載されるに過ぎない場合があるようである(阿部ほか・前掲(9)41頁[東條発言])。

価は正鵠を射ているといえよう。そのうえ、株主総会では、毎年、全取締役報酬の総枠を定めているのではなく、実際に総会決議が行われるのは、<sup>(12)</sup>主に増額の必要性があったときのみである。以上からして、株主は取締役報酬の決定に対して事実上ほとんど関与することができないことが窺え<sup>(13)</sup>る。

## 第2款 判例及び裁判例から見る株主の関与権

判例上、株主総会が取締役全員の報酬額の総枠のみを決定して、個別の具体的な金額の決定を取締役に一任することは有効であると解されており、<sup>(14)</sup>しかも、一度定款又は株主総会で取締役の報酬額の総枠を定めた以上、それに変更を加えない限り毎定時株主総会において決議する必要がないとした裁判例もある。<sup>(15)</sup>そして、判例は取締役会による具体的な配分の決定を多数決によって行うことができるとし、<sup>(16)</sup>さらには、取締役会が当該決定を特定の取締役（社長）に再一任することも有効である（決定された報酬額は社長の同意が無い限り取締役会においても変更し得ない）<sup>(17)</sup>としている。

---

(12) 実際に多くの会社では、業績が良かったり、取締役の人数が多かったりした時代に承認された授權枠が長期的に利用されているようである（井上真由美「役員報酬に関する米国の法制度と最近の動向」自由と正義59巻6号（2008年）142頁）。

(13) 指名委員会等設置会社に至っては、報酬委員会が執行役や取締役の個人別の報酬等の内容を決定する（会社法404条3項）ため、当該会社の株主総会は報酬決定権限を失っている（詳細については、本稿第1章第2節第2款を参照されたい）。

(14) 最判昭和60年3月26日判時1159号150頁。

(15) 大阪地判昭和2年9月26日新聞2762号6頁。

(16) 大判昭和7年6月10日民集11巻1365頁。

(17) 最判昭和31年10月5日集民23号409頁。なお、下級審の裁判例であるが、名古屋高金沢支判昭和29年11月22日下民集5巻11号1902頁、及び東京地判昭和44年6月16日金商175号16頁も参照されたい。

もつとも、判例上、定款又は株主総会が取締役の報酬額等を何ら定めなかった場合には、株主全員の同意がない限り具体的な報酬請求権は生ぜず、取締役が会社に対して報酬を請求することはできないとされている<sup>(18)</sup>。しかしながら、株主総会を経ずに（定款の定めもない）取締役報酬が支払われた場合であっても株主総会の追認決議を経れば、お手盛り防止の趣旨を没却するような特段の事情があると認められない限り取締役報酬の支払いは適法有効なものとなる<sup>(19)</sup>とした判例がある。

なお、退職慰労金については、その決定方法が慣例となっていた場合、株主総会において明示的もしくは黙示的にその支給に関する基準が示された上で、具体的な金額、支払期日、及び支払方法等が当該基準によって定められるべきものである限り具体的な金額等の決定を取締役に一任する旨の総会決議は許容されるとした判例がある<sup>(20)</sup>。また、当該総会決議を更に特定の取締役である会長及び社長に再一任する取締役会決議も、退職慰労金の算定に関し、内規及びその運用についての慣例があり、かつ、株主がこれを知ることができる状況にある限り許容されるとした判例もある<sup>(21)</sup>。

### 第3款 株主の関与の必要性

法形式上は定款に定めないときには株主総会が取締役報酬を決定しなければならぬことになっている（会社法361条1項柱書）が、前述のとおり、株主は取締役報酬の決定に事実上ほとんど関与できないと考えられることから、法の理想と現実とが著しく乖離しているといえる。かかる乖離の原因については会社法361条の解釈が関係しているものと推察される。

(18) 最判平成15年2月21日金判1180号29頁。

(19) 最判平成17年2月15日判タ1176号135頁。

(20) 最判昭和39年12月11日民集18巻10号2143頁。

(21) 最判昭和58年2月22日判時1076号140頁。

取締役報酬の決定は会社の業務執行上の問題（経営判断の一環）であるとされ、本来は取締役会（代表取締役）が会社の経営状況（会社の置かれている状況）等を勘案して取締役報酬を決定すべきであるが、取締役会（代表取締役）の自由な決定に任せるとお手盛りの危険性があるため、株式会社の実質的所有者である株主の決定事項とされたのだと一般的には説明されている<sup>(22)</sup>。ついては、会社法361条の趣旨はお手盛りを防止して株主を保護することにあるというのが通説とされていること<sup>(23)</sup>から、株主総会では取締役全員の報酬総枠を決定しさえすれば株主保護のためには必要にして十分であるという考え方に行き着く<sup>(24)</sup>。しかし、当該通説が形成されたのは日本の企業に業績連動（型）報酬（ストック・オプションを含む）<sup>(25)</sup>が普及しておらず、固定給である基本報酬を念頭に置いていた時代であったことを<sup>(26)</sup>

---

(22) 中村・前掲注（1）92頁，加美・前掲注（2）45頁，小沼・前掲注（2）84頁，関俊彦『会社法概論〔全訂第2版〕』（商事法務，2009年）288-289頁，近藤光男『取締役・取締役会制度：発展・最新株式会社法』（中央経済社，2017年）171頁。他方において，取締役任用契約を原則として有償契約であると見る立場からは，当該契約を締結するのは会社（株主）であり，報酬額の決定権も当該契約の当事者である会社自身に属するため，会社の代表機関（取締役会あるいは代表取締役）は会社自身の意思決定の執行機関に過ぎず，自ら報酬額を決定する権限を有するものではないとする考え方も唱えられている（大森忠夫＝矢沢惇編『注釈会社法（4）』（有斐閣，1968年）529頁〔星川長七〕）。

(23) 矢沢・前掲注（2）227頁。なお，判例としては，最判昭和60年3月26日判時1159号150頁を参照されたい（通説と同様の趣旨を判示している）。

(24) 矢沢・前掲注（2）240-241頁。

(25) スtock・オプションは中長期的な業績と連動する報酬であるとされる（手島直樹「企業価値創造経営の誤解：トレンドに踊らされて企業価値を破壊してはいけない」商学討究（小樽商科大学）66巻2・3号（2015年）145頁）ので，原則として，本稿では金銭型だけではなくストック・オプションも含めて業績連動（型）報酬とする。

(26) 伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣，2013年）37頁。

想起する必要がある。業績連動報酬に関しては個々の取締役によって当該額に小さからぬ差異が生じる可能性があるため、お手盛りか否かの判断を個別に行う必然性が生じるからである。各取締役の報酬額に小さからぬ差異が生じ得るとなれば、株主は全取締役報酬の総枠ではなく当該配分の方により強い関心の目を向けることは自明であろう。そうすると、業績連動報酬が多く<sup>(27)</sup>の企業に普及しつつある現在においては、上記通説も決して磐石とはいえないはずである。このように考えると、株主総会において総枠ではなく各人別の報酬額を定めてはどうか（それが会社法361条の最も素直な解釈であろう）とも思われるが、それを阻む技術的な問題が存在する。それは報酬支払前に開催される株主総会において業績連動報酬を含む報酬パッケージを個別に決定することの困難さである。なぜなら、決議時に額が確定していない業績連動報酬パッケージの正確な理解、及び、それに基づく適切な判断を株主に強いることには技術的に無理があるのではないかと考えられるからである。法文上においては、額が確定していないものについては、その具体的な算定方式を総会決議によって定めるとされ（会社法361条1項2号）、客観性のあるパラメータと具体的な数値を組み合わせ<sup>(28)</sup>た一義的な算式であれば具体的な算定方法たり得るとする考え方があるが、指標としては少々明確性を欠くように思われる<sup>(29)</sup>。したがって、一般的な個人株主に具体的な算定方式を提示し判断させることが株主保護に資するか甚だ疑問の残るところである。

そこで、取締役報酬決定に対する株主の関与（権限行使）の方法を変更

---

(27) 東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017』（2017年3月）67-69頁参照。

(28) 高田剛「経営者報酬の法規制」高田剛＝タワーズペリン経営者報酬コンサルティング部門『経営者報酬の法律と実務（別冊商事法務285号）』（商事法務、2005年）18頁。

(29) 高田・前掲注（28）18-20頁参照。

することも一考の価値があるのではないだろうか。例えば、前年度における各人別の取締役報酬を株主総会決議において承認するという関与の仕方への変更である。そして、その仕組みとして考えられるのが、株主が取締役報酬 (Pay) に対して意見表明 (Say) するという Say-on-Pay 制度である。前述のとおり、近年における報酬パッケージの複雑化により事前に株主総会で決定するという手続には一般的な株主にとって技術的な困難さを伴うという看過できない短所が現出している。そうすると、各取締役に対して前年度に支払われた具体的な報酬額等が記された取締役報酬報告書の開示を徹底した上で当該報告書を株主総会承認決議に付す方が、株主権 (議決権) の適切な行使を期待でき、尚且つ株主の利益保護にも適うのではないかと考え得る。そして、このような新たな方式には、全体的な報酬枠の問題にとどまらず個々の取締役の報酬額のお手盛り防止にも資するという利点があることは論を俟たないところであろう。もっとも、お手盛り防止の観点からは、取締役の責任強化、法律による制限、及び会社経理に対する<sup>(30)</sup> 公的監督等の規定を設けるべきだとする学説も存するが、これらの効果は

---

(30) 株主総会において取締役のお手盛りの弊害を防止することは實際上困難であり、それを防止できないのであれば、元来業務執行に属する取締役報酬の決定は、原則として、取締役会で行われることが妥当であるとし、その上で、取締役の責任強化、法律による制限、及び会社経理に対する公的監督等のお手盛り防止対策を施すべきだとする見解が唱えられている (中村・前掲注 (1) 93, 109頁)。なお、当該論者は、お手盛りの弊害が最も少ないのは一応のところ株主総会による決定であると考えているが、株主総会に適正な報酬金額を決定できるだけ会計能力があるのかという疑義に加えて、支配株主が自ら取締役として経営を担っている場合に公正な結果が期待できるのか、あるいは、取締役たる支配株主の議決権を停止するとしても無力化した一般株主 (株主総会の無力化) に是正監督を期待できるのかという疑問から上記の取締役の責任強化等のお手盛り防止対策規定を設けるべきであると主張している (中村・同104-107頁)。

間接的あるいは付随的なものに過ぎないのではないかと考える。まず、取締役の責任を強化したとしても、その責任を追及するのは株主であるため、結局は株主による取締役に対する監督機能強化の必要性に帰着するからである。次に、多種多様な企業に対し適用される法律による制限では比較的緩やかなものにならざるを得ず、また、公的監督についても同じことがいえるからである。したがって、お手盛りを防止するという効果を直接的に求めるには Say-on-Pay 制度が合目的な規制手段であるといえる。

ところで、Say-on-Pay 制度を採用している国を一覧にして掲載している文献があり、米国や英国とともに日本もリストアップされている（日本は義務的かつ拘束的な総会決議を伴う当該制度を採用しているとされている<sup>(31)</sup>）。確かに、日本では法形式上は定款に定めなければ株主総会決議を以て取締役報酬額が決定されることになっており（会社法361条1項柱書）、しかも、総会決議によって定められた具体的な報酬額は会社及び取締役の双方を拘束すると判例上解されている<sup>(32)</sup>ので、株主の意見が強く反映され得る Say-on-Pay 制度を採用しているともいえる<sup>(33)</sup>。また、実務家の論稿からは、指名委員会等設置会社を除いた日本の公開会社の株主は、Say-on-Pay 制度と比較しても遥かに強く取締役報酬の決定に関与しているとして、平成22（2010）年に行われた報酬開示強化<sup>(33)</sup>とも相俟って、役員（取締役）報酬ガバナンスに関する限り、日本は英米よりも進んだ状態にあるとする見解も唱えられている<sup>(34)</sup>。しかしながら、そのような株主の関

---

(31) Konstantinos Stathopoulos & Georgios Voulgaris, *The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay*, 24 (3) *Corporate Governance: An International Review* 362 tab. 1 (2016).

(32) 最判平成4年12月18日民集46巻9号3006頁。

(33) 有価証券報告書提出会社の役員の内、その報酬額が1億円以上である者については、個別の報酬が開示される（平成22年内閣府令第12号）。

(34) 松尾直彦＝太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンス：グローバルな潮

与は飽くまでも形式的なものである。そこで、日本でも株主が取締役報酬決定に対して実質的に関与できる仕組みを導入できないか問題となるところ、参考になるのがコーポレート・ガバナンス先進国である米国及び英国（これまでも日本は両国から多くの影響を受けて数々のコーポレート・ガバナンス改革を行ってきた）の Say-on-Pay 制度である。以上から、本稿においては、取締役報酬決定に対する株主の関与権を実質的に確保する方策として念頭に置いている米国及び英国の Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非を問題の核心とする。

## 第2節 分析の方法

### 第1款 先行研究

近年における取締役報酬に関する研究を確認すると、外国の報酬開示規制の日本への導入の是非について論じているものが見受けられる。例えば、米国、英国、及びドイツの報酬規制についての詳細な分析を行った上で、日本の取締役報酬の決定は取締役（経営者）を監督し、取締役にインセンティブを付与する性質を有することから、株主総会で報酬総額が画定されることの前提として個々の取締役報酬額が取締役会で適切に決定されることが重要であり<sup>(35)</sup>、そして、取締役報酬の決定が適切に行われているかどうかの情報を株主に与える必要があるため、総額ではなく個別報酬額を株主に開示すべきだとする学説が唱えられている<sup>(36)</sup>。当該学説の論者は経営者報酬の決定権限を株主総会から取締役会に移すべきだとする立法論も提言している<sup>(37)</sup>。すなわち、取締役報酬決定につき、経営者の監督及び経営者への

---

流と今後の展望」商事法務1903号（2010年）25頁。

(35) 伊藤・前掲注(26) 39頁。

(36) 伊藤・前掲注(26) 282頁。

(37) 伊藤・前掲注(26) 271-273頁。

インセンティブ付与という性質があることを強調すれば、当該決定権限を株主総会が有する現行のルールは最善とは評価し得ず、また、取締役会設置会社では利益相反取引及び競合取引について株主総会決議を不要としている（会社法356条1項・365条1項）ことに鑑みると、お手盛りの危険性のみを以て取締役報酬決定における株主総会決議の必要性を必ずしも導き得ないとして、会社法のルールの見直しの必要性を主張している<sup>(38)</sup>。

他方、Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非を検討した先行研究は存外に少ないものと思われる。米国及び英国の Say-on-Pay 制度について詳細に紹介している先行研究はあるものの<sup>(39)</sup>、日本への導入の是非を主的に論じた先行研究を見つけることは著しく困難である。敢えて例を挙げるとしても、米国の Say-on-Pay 制度を巡る動向から日本の報酬規制に示唆を得ることが容易ではないとしつつ、報酬の決定ではなく評価に特化した Say-on-Pay 制度のような手段を新たに用意する余地があるとして副次的に論じていたり、あるいは、株主と会社との対話を透明化するという観点から、株主総会が経営者報酬に対して勧告投票の形で意見表明する機会が

(38) 伊藤・前掲注 (26) 271-273頁。

(39) 例えば、大久保拓也「イギリスの上場会社における取締役の報酬に対する新たな規制」法政論叢39巻2号（2003年）1頁、菊池秀雄「EUにおける取締役報酬規制をめぐる近時の動向：EUおよびイギリスにおける展開を中心に」駿河台法学22巻1号（2008年）21頁、福本葵「アメリカの say on pay の導入」証研レポート1665号（2011年）66頁、伊藤靖史「米国における経営者の報酬に関する近時の改正：ドッド＝フランク法による say on pay の導入等」同志社法学64巻4号（2012年）1181頁、同「英国における取締役報酬に関する近時の改正」同志社法学67巻5号（2015年）217頁。

(40) 尾崎悠一「ドッド・フランク法制定後の米国における役員報酬規制の動向」神作裕之責任編集・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〔2013年度版〕』（資本市場研究会，2012年）287-289頁。

与えられるべきだとする見解が唱えられたりするとどまる。後者は、現行法の株主総会決議（会社法361条1項但書）との関係にも敷衍して論じているが、<sup>(42)</sup> Say-on-Pay 制度導入に向けられた具体的かつ詳細な検討までは行われていないように思われる。いずれにしても、総会決議に拘束力のない米国型の Say-on-Pay 制度（詳細については後述）の導入を問題にしており、拘束力のある英国型の当該制度（同じく詳細については後述するが、現行法における拘束力は部分的である）の導入の是非については検討されていない。事後的な評価であれば法的拘束力を持たせることは困難であるという指摘が拘束力のある Say-on-Pay 制度の導入の是非が検討されていない理由を暗示しているものと推察される。そうすると、Say-on-Pay 制度を事後的評価とする前提が崩れさえすれば、法的拘束力のある Say-on-Pay 制度について検討しない理由は見出し難くなるのではないだろうか。<sup>(43)</sup>

## 第2款 本稿の構成

第一に、日本の取締役報酬決定制度を会社形態別に概観した上で、当該制度に関する最新の動向までを見ていく。その中において、過去から現在に至るまでの法改正の流れとともに今後の会社法規制の方向性を確認する。

---

(41) 津野田一馬「経営者報酬の決定・承認決議（二・完）」法学協会雑誌133巻1号（2016年）119頁。

(42) 津野田・前掲注（41）119-120頁参照。ほかにも、経営者報酬開示の目的を完遂するために勧告的決議制度（拘束力のない Say-on-Pay 制度）の導入を提言する論稿（熊代拓馬「経営者報酬開示の機能とそのあり方：米英豪を手がかりとして」神戸法学雑誌67巻3号（2017年）43頁以下）があり、それによると、当該制度と会社法361条とは機能が異なるため矛盾しないとしている（同124頁）。

(43) 尾崎悠一「上場会社における経営者報酬の規律」私法79号（2017年）212頁。

それらは Say-on-Pay 制度導入の是非の判断における重要なファクターとなり得ると考えているからである (第 1 章)。第二に、米国の役員報酬規制を概観しながら、Say-on-Pay 制度導入に至るまでの背景から最新の動向までを詳しく調査する。その中において、米国における株主権限拡大議論との繋がりから、支配株主と Say-on-Pay 制度の関係性についても論及する (第 2 章)。第三に、英国における取締役報酬規制の概要を示した上で、Say-on-Pay 制度導入の背景から最新の動向までを精査する。近年の法改正に加えて、現首相による新たな提案についても当該内容を確認する (第 3 章)。そして、第四として、米国及び英国の Say-on-Pay 制度の有効性を比較した上で、本稿の核心的論点である Say-on-Pay 制度と日本の現行の報酬規制との整合性の有無について精到に検討する。判例及び通説がいう会社法361条の趣旨 (お手盛りの防止) だけではなく、幾つか提唱されている学説上の趣旨と当該制度との整合性についても説述する。また、法理念及び司法制度との整合性の有無についても、検討の上、私見を提示する。それから、米国での議論等を踏まえながら、支配株主の有無による Say-on-Pay 制度の有用性の如何についても考察を行う (第 4 章)。

さて、本稿において、Say-on-Pay 制度の導入対象として想定しているのは上場会社である。日本では、非上場会社の典型である小規模閉鎖会社の株主総会自体があまり開催されていないのが実情である (この事実は取締役の退職慰労金不支給という重要な問題を生ぜしめるが、本稿ではこれ以上立ち入らない) ため、株主総会を株主の意見表明の場とする Say-on-Pay 制度の枢要を欠くことになるからである。そもそも、米国及び英国の

---

(44) 藤村知己「小規模閉鎖会社における取締役の報酬と株主総会決議：取締役の報酬にかかる最近の判例の動向について」東洋法学57巻1号 (2013年) 415頁。

(45) 最判平成15年2月21日金判1180号29号参照。

Say-on-Pay 制度も上場会社が適用対象となっている（米国の Say-on-Pay 制度はドッド＝フランク法951条による1934年証券取引所法14A条の改正によって導入されたものである）ので米国の証券取引所に上場している会社、<sup>(46)</sup> 厳密には SEC 登録会社をその適用対象としており、<sup>(47)</sup> もう一方の英国の Say-on-Pay 制度についても上場会社をその適用対象とする旨の会社法規定が存する<sup>(48)</sup>）。よって、本稿においては、特段の指摘がない限り、会社あるいは企業という文言は原則として上場会社を指すものとする。また、本稿では、日本及び英国については「取締役」の報酬規制、米国については「役員」の報酬規制について論じることとする。日本及び英国の「取締役」の報酬規制と米国の「役員」の報酬規制を比較することが適切であると考えたからである。報酬の高額化をもたらしているのは業績連動報酬（長期インセンティブを含む）の全報酬に占める割合の高さであるため、<sup>(49)</sup> 会社業務執行者の報酬額を問題にする必要がある。そして、英国企業において最上位の経営者（the most senior of the company's managers）としての役割を担うのは、取締役会の一員であり、伝統的に英国の用語でいうところのマネジング・ダイレクター（managing director）として知られていた者であり（もっとも、今日では米国で使われている用語に従い、チーフ・エグゼクティブ・オフィサー（chief executive officer (CEO)）がそれを担う

---

(46) 1934年証券取引所法12条に基づき登録された証券を発行し、委任状勧誘規則に服する会社である（Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation, 76 Fed. Reg. 6010, 6012 n. 38 (Feb. 2, 2011)）。

(47) See, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A.

(48) See, Companies Act 2006 § 420(1).

(49) ウイリス・タワーズワトソン「日米欧報酬比較（2017年度）」（2018年7月12日）（<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2018/07/japan-us-europe-ceo-compensation-comparison-2017>, 2018年7月29日最終閲覧）。

場合の方が多いようである)<sup>(50)</sup>、また、日本の企業においても、主に代表取締役が日々の業務執行を行っているのに対して、米国の企業には、付属定款において記載されるか、あるいは、付属定款の規定に基づき取締役会において任命される役員 (officer) がおり<sup>(51)</sup>、CEO を中心とする当該役員が付属定款又は取締役会から付与された権限を有するとともに義務を履行しなければならぬとされている<sup>(52)</sup>。以上より、本稿では、上記のように用語を適切に使い分けながら、各国の会社業務執行者に対する報酬規制を論じることとする。

## 第1章 日本の取締役報酬決定制度

### 第1節 現行制度に至る経緯

平成14 (2002) 年改正前の旧商法269条は、「取締役が受クベキ報酬ハ定款ニ其ノ額ヲ定メザリシトキハ株主総会ノ決議ヲ以テ之ヲ定ム」と規定していた (明治32 (1899) 年の商法制定以来その表現を変えずに昭和13 (1938) 年改正商法により179条から269条に移動している)<sup>(54)</sup> が、かかる規定内容では不完全であり、解釈上種々の疑問が生じているとの指摘が古くから為されていた<sup>(55)</sup>。

---

(50) Paul L. Davies & Sarah Worthington, eds., *Gower's Principles of Modern Company Law (10th ed.)*, London: Sweet & Maxwell, 361 (2016).

(51) 日本の上場会社 (取締役会設置会社) では、取締役会が業務執行の決定を為し (会社法362条2項1号)、その決定に基づき代表取締役及び業務執行取締役が業務を執行し (同363条1項)、取締役会がそれを監督する (同362条2項2号) という仕組みになっている。なお、代表取締役 CEO がトップを務めている日本企業も少なくないが、CEO は社長や会長のよ  
うな肩書きであり、会社法上の役職としては代表取締役である。

(52) See, Model Business Corporation Act § 8.40 (a).

(53) See, Model Business Corporation Act § 8.41.

(54) 上柳ほか編・前掲注 (6) 386頁 [浜田]。

平成14（2002）年に旧商法269条が改正された。当該改正前の旧商法269条は不確定な金額又は金銭以外のもので報酬が付与される場合における決議方法が明確ではなかったことが当該改正理由であるとされる<sup>(56)</sup>。そこで、従来の確定額の報酬（旧商法269条1項1号）に加え、不確定額の報酬（同項2号）及び金銭以外の報酬（同項3号）を法定した<sup>(57)</sup>。そして、この二種類の形態の報酬の新設又は改定に関する議案を提出した取締役は、株主総会において、その報酬を相当とする理由を開示しなければならない（同条2項<sup>(58)</sup>）。なお、確定額以外の報酬形態を採用する場合であっても、確定額の場合と同様に、その算定方法や具体的内容については取締役全員の総枠を定めれば足りるとする解釈が示された<sup>(59)</sup>。

平成14（2002）年に改正された旧商法269条は、その後の平成17（2005）年の会社法成立（翌年施行）に伴い現代語化された上、基本的には会社法361条にそのまま引き継がれている。ただし、賞与については、会社利益

---

(55) 加美・前掲注（2）45頁。

(56) 始関正光編『Q&A 平成14年改正会社法』（商事法務，2003年）32頁。

(57) 不確定額の報酬には、一定期間における売上又は利益の一定割合やその増加分に連動した金額等を報酬として定めるものが含まれ、また、金銭以外の報酬には、無償又は低額の家賃での社宅の供与や退職年金の受給権の付与等が含まれると解される（始関編・前掲（56）33頁）。

(58) ただし、商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案（平成13（2001）年4月16日）の段階において、業績連動報酬の内容をどのように定めても、金銭的価値に見積もることができないような内容の報酬の相当性を株主総会が判断することは困難であり、相当理由の開示等によっても株主総会における実質的な審議を担保することにはならないと指摘されていた（吉本健一「取締役の選任・任期・報酬」ジュリスト1206号（2001年）66-67頁）。

(59) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説」商事法務1622号（2002年）14頁。

の一部を分与するものとされ、その支給には利益処分案の承認決議を要した(旧商法281条1項4号・283条1項)ため、旧商法269条の報酬には含まれないと解されてきたが、<sup>(60)</sup>会社法では、会計監査人設置会社が一定の要件を充たす場合、<sup>(61)</sup>定款の定めにより取締役会が剰余金の分配を決め得るとされた(会社法459条1項)ことに伴い、会社法361条1項柱書に賞与は報酬の一種であるとする旨の文言が明記された。<sup>(62)</sup>また、平成9(1997)年改正による制度導入以来、取締役等に対しインセンティブ報酬として付与されてきたストック・オプションについては、平成13(2001)年11月改正後は新株予約権の無償発行として有利発行規制の適用を受けてきたが、<sup>(63)</sup>会社法の下では原則として有利発行にはならないとされた。<sup>(64)</sup>よって、取締役に対するストック・オプションの付与は報酬等(同361条1項)に該当すると考えられ、<sup>(65)</sup>その公正価値を以て確定額の報酬(同項1号)に該当し、

(60) 大隅=今井・前掲注(2)168-169頁参照。ただし、報酬規制の根拠(お手盛りの防止)に鑑みて通常の報酬と賞与を区別すべき理由はないとして、賞与も旧商法269条の報酬に含まれるとする学説も存在した(矢沢・前掲注(2)232頁)。

(61) 現行の会社法によると、①取締役の任期を1年とすること(会社法459条1項柱書第1括弧書)、②監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、及び指名委員会等設会社のいずれかの会社形態であること(同上)、③金銭分配請求権のない金銭以外の配当でないこと(同条1項4号)、④最終事業年度における計算書類が適正であること(同条2項)が要件となっている。

(62) 龍田節=前田雅弘『会社法大要〔第2版〕』(有斐閣、2017年)93-94頁。

(63) 取締役にストック・オプションを付与する場合、それを新株予約権の有利発行として整理して株主総会の特別決議を要求する(旧商法280条ノ21)ことを以て足りると考えられたので、その場合には取締役報酬を定めるための株主総会決議(同269条1項3号)は要しないとされた(始関編・前掲注(56)33頁)。

(64) 神田秀樹『会社法〔第20版〕』(弘文堂、2018年)170頁。

かつ、非金銭報酬（同項3号）にも該当すると解されている。<sup>(66)</sup> 加えて、不確定額かつ非金銭報酬（同項2号・3号）に該当するとした上で、ストック・オプション付与時に公正価値が報酬額として確定し、又は、公正価値の算定が困難な場合には行使時に確定するという構成も可能であるとされている。<sup>(67)</sup> なお、ストック・オプションの付与については、上記報酬規制に<sup>(68)</sup> 加えて、新株予約権の発行規制も受けることになる<sup>(68)</sup>とされる。

斯くして、日本の取締役報酬規制は一定の変化を経て今日に至っている。だが、その源流であるロエスレル商法草案（明治17（1884）年）225条の文言<sup>(69)</sup>とは根本的には変わっておらず、現在の会社法361条は依然として簡便な手続規定に過ぎないといえる。このことが、会社実務の都合に合わせて条文が解釈され、当該解釈の基づく実務の運用を司法が許容してきた要因ではないだろうか。近時、株主総会において取締役全員分の報酬の最高限度額だけを決議すればよいとする会社法361条の解釈及び運用は特殊であるとの指摘も為されているが、<sup>(70)</sup> 同条についての新たな解釈等が具体的に提示されるまでには至っていないように思われる。

---

(65) 神田・前掲注（64）170頁注2。

(66) 伊藤靖史「役員報酬」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）291頁、近藤・前掲注（22）173頁、江頭・前掲注（7）456頁、神田・前掲注（64）237-238頁注10。

(67) 伊藤・前掲注（66）291-292頁、近藤・前掲注（22）173頁。

(68) 江頭・前掲注（7）456頁。なお、新株予約権の発行規制の詳細については、江頭・同457-458頁を参照されたい。

(69) 司法省（当時）は同条を「若シ頭取其職務上ニ就キ給料又ハ其他ノ報酬ヲ受クヘキトキハ之ヲ申合規則ニ確定シ置クカ又ハ総会ノ決議ヲ以テ之ヲ定ム可シ」と訳している（ヘルマン・リョースレル『ロエスレル氏起稿商法草案（上）』（司法省、1884年）403頁）。

(70) 神田秀樹ほか『役員報酬改革の新潮流と今後の諸論点（中）』商事法務1988号（2013年）13頁〔神田秀樹発言〕。

## 第2節 会社形態別の特色

### 第1款 監査役会設置会社

#### 第1目 制度の概要

東京証券取引所の上場会社の会社形態は、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、及び指名委員会等設置会社のいずれかでなければならない(有価証券上場規程437条1項2号参照)。最新の東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書によると、東証上場会社全社の79.8%を占めるのが監査役会設置会社(2800社)であり、18.2%が監査等委員会設置会社(637社)<sup>(71)</sup>、残りの2.0%が指名委員会等設置会社(70社)となっている。

監査役会設置会社は新たな会社形態ではないため、取締役報酬決定制度については序章において述べてきたことが該当する。つまり、当該会社の取締役報酬は定款にその額を定めないときは株主総会で定める(会社法361条1項柱書)ことになっているが、実際は、株主総会で取締役全員の報酬の総枠のみを決定し、個別具体的な金額等の決定は取締役会に委任され、その取締役会から更に委任(再委任)された代表取締役の一存になる。以下において、若干の補足をしつつ、かかる会社実務に対するの学説からの評価を示す。

#### 第2目 学説による会社実務の評価

まず、既述のとおり、通説によると会社法361条の趣旨は取締役によるお手盛りを防止して株主を保護することにあるとされ、株主総会において報酬総枠さえ定めれば足りる(個々の取締役に対する具体的な配分は取締役会に一任できる)とする解釈は当該趣旨の充足性のみならず実務への配慮から学説によって許容されている<sup>(72)</sup>。そして、株主総会決議によって定め

(71) 東京証券取引所・前掲注(27) 60-61頁。

られた総枠を限度として個々の取締役の報酬額の決定を委任された取締役会において当該決定が更に代表取締役<sup>(73)</sup>に委任されると、再委任された代表取締役が個々の取締役の報酬額を決定することになるが、その決定に際しては特別の手続は必要なく、代表取締役が決定したことを客観的に証明する書類を作成すれば足りるとされている。しかしながら、代表取締役への再委任を許容するか否かについては、学説において様々な見解が唱えられている。当該再委任に肯定的な立場としては、各取締役への配分は会社の利害に関わらないとして再委任を全面的に許容する見解<sup>(74)</sup>があり、そして、取締役会の多数決を以てそれを許容する見解<sup>(75)</sup>及び全取締役の同意を条件にそれを許容する見解<sup>(76)</sup>が唱えられている。他方、否定的な学説には、現行会社法の取締役会制度の立法趣旨に合致しないことを理由に再委任を許容しないと解する見解<sup>(77)</sup>、また、取締役の報酬決定は、業務執行の監督・業務執行機関へのインセンティブ付与という性質を有し、自らの報酬の決定を代表取締役に委ねた取締役に代表取締役の効果的な監視・監督（会社法362条2項2号）を期待できないことを理由に代表取締役への再委任に対して望ましい実務から遠いと評する見解<sup>(78)</sup>が存する。

---

(72) 江頭・前掲注（7）451-452頁。なお、総額を決定する方法が許容されることは監査役報酬に関する規定（会社法387条2項）によって明らかであるので、取締役報酬についても監査役の場合と同様の扱いになるとする学説も唱えられている（関・前掲注（22）290頁）。

(73) 並木俊守『取締役・監査役の仕事と報酬』（中央経済社、1982年）153-154頁。

(74) 江頭・前掲注（7）454頁注6。

(75) 龍田節「役員報酬」『続判例展望（別冊ジュリスト39号）』（有斐閣、1973年）175頁。

(76) 矢沢・前掲注（2）244頁、大隅＝今井・前掲注（2）166頁。

(77) 上柳ほか編・前掲注（6）391頁〔浜田〕。

(78) 伊藤・前掲注（66）287頁。

## 第2款 指名委員会等設置会社

### 第1目 創設の経緯

平成14（2002）年の旧商法269条の改正と同時に、法は同条の適用を受けない米国型の新たな経営監督機関を備えた委員会等設置会社（現在の指名委員会等設置会社）の選択を認めた。委員会等設置会社とは、社外取締役が過半数を占める指名委員会、監査委員会、及び報酬委員会という三つの委員会と執行役を置き、かつ、監査役を設置しないという機関設計の会社である（株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（以下、「旧商法特例法」とする）1条ノ2第3項・21条ノ5・21条ノ8第4項）。取締役会決議事項を減らして業務執行担当役員による迅速かつ果敢な業務決定を可能にさせるべきであり、また、取締役の人選や各取締役の報酬決定権限が事実上代表取締役に集中していることが多いため、他の取締役が代表取締役に対して十分な監視機能を果たすことが困難であると指摘されていたことから、業務執行者に対する大幅な権限委譲を可能にし、取締役会の監督機能の大幅な強化を伴う必要<sup>(79)</sup>があると考えられた。このような背景の下で設置された委員会等設置会社においては報酬委員会が取締役及び執行役の個人別の報酬を決定し（旧商法特例法21条ノ8第3項）、旧商法269条を適用しないとされた（同21条ノ36第4項）。そして、委員会等設置会社制度は会社法に承継された（会社法2条12号・404条3項・400条1項・同条3項・409条）。ただし、平成17（2005）年の会社法制定前は委員会等設置会社を選択し得る株式会社が大会社及びみなし大会社に限定されていた（旧商法特例法1条ノ2第3項）が、同法制定に伴い会社の規模に関係なく全ての株式会社が委員会設置会社（従前の委員会等設置会社から呼称を変更）を選択できるようになった（会社法326条2項）。なお、

(79) 始関編・前掲注（56）66頁。

平成26（2014）年会社法改正により委員会設置会社から指名委員会等設置会社<sup>(80)</sup>に名称変更された。

## 第2目 制度の概要

指名委員会等設置会社の報酬委員会における報酬決定方法を概観する。まず、報酬委員会において執行役及び取締役の個人別の報酬内容の決定のための方針を定めなければならない（会社法409条1項）。次に、当該方針に従って、①確定金額で定める場合には個人別の額、②不確定金額で定める場合には個人別の具体的な算定方法、③金銭以外のもので定める場合には個人別の具体的な内容が決定されることになる（同条3項）。

報酬委員会において執行役等の個人別の報酬額等が決定された後は、事業報告の中で報酬の方針が開示され（会社法施行規則121条6号）、また、報酬の内容については取締役・執行役等のカテゴリーごとに総額の開示が行われる（同条4号イ）。それらに加えて、ストック・オプション等のエクイティ報酬についても、事業報告における新株予約権の開示が要求される（同123条）。

以上のように、指名委員会等設置会社では、報酬の方針を定めることが義務づけられ、その開示が要求されるが、報酬内容についての開示は総額で足り、個別開示は要求されていない。そうすると、報酬委員会において相当でない報酬が決定された場合には、報酬委員会のメンバーは任務懈怠<sup>(81)</sup>責任を問われ得る（会社法423条1項）とされているものの、組上に載る

(80) 同改正により新たに法定された監査等委員会設置会社との紛れをなくすことが名称変更の端的な理由である（前田雅弘「企業統治」ジュリスト1472号（2014年）22頁）が、詳細については、坂本三郎編『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』（商事法務、2015年）23頁を参照されたい。

(81) 乙政正太「経営者報酬とコーポレート・ガバナンスの関係：機関設計の選択の相違から見た場合」會計190巻6号（2016年）638頁。

のは総額の相当性のみである。ただし、会社法施行規則121条4号ロ・ハ（平成18（2006）年の会社法施行規則の施行時は同号括弧書）において個別報酬開示の場合の記載方法についても明文化されていることから、取締役や執行役等の報酬についての個別情報開示が当該規則の施行当時から立法者の射程に含まれていたことが推察される。<sup>(82)</sup>

### 第3款 監査等委員会設置会社

#### 第1目 創設の経緯

平成26（2014）年の会社法改正により、株式会社の新たな機関設計として監査等委員会設置会社の選択が認められた。監査等委員会設置会社とは、監査等委員会を設置する会社である（会社法2条11号の2）。監査等委員会設置会社が新たな会社形態として創設された背景には、社外取締役が過半数を占める指名委員会及び報酬委員会に対して取締役候補者の指名や取締役及び執行役の報酬決定といった人事を委ねることへの抵抗感があったために委員会設置会社（現在の指名委員会等設置会社）を採用する会社が少数にとどまっていたことがあったようである。<sup>(83)</sup>そこで、社外取締役の重複感及び負担感を避けながら社外取締役の機能を活用し易くするための方策として監査等委員会が導入された。<sup>(84)</sup>

#### 第2目 制度の概要

上記経緯により創設された会社形態である監査等委員会設置会社におい

---

(82) 篠崎隆「役員報酬とコーポレート・ガバナンス」労政時報3698号（2007年）57頁、弥永真生『コンメンタール会社法施行規則・電子公告規則〔第2版〕』（商事法務、2015年）607-608頁。

(83) 坂本編・前掲注（80）18頁。

(84) 坂本編・前掲注（80）19頁。

ては、監査等委員である取締役とそれ以外の取締役を区別し（会社法361条2項）、定款に定めがない場合には株主総会決議によって取締役の報酬等が定められる（同条1項）。もっとも、株主総会では取締役全員の報酬等の総枠が決定されるに過ぎず、監査等委員である取締役の報酬額の配分は監査等委員間での協議により決定され（同条3項）、監査等委員以外の取締役の報酬額の配分決定については代表取締役に再委任されるかも含めて取締役会に委ねられるものと考えられる。よって、取締役報酬決定の方法に関しては従来型の監査役会設置会社と比べて特段の差異がないように見受けられる。しかしながら、監査等委員会が選定する監査等委員は、株主総会において監査等委員である取締役以外の取締役（業務執行者を含む）の報酬等について監査等委員会の意見を述べることができる（同条6項）<sup>(85)</sup>ため、当該意見が株主の議決権行使に影響を与え、その結果として、株主総会における取締役報酬等の決定を通じた株主による業務執行者を含む取締役に対する監督の実効性を高めることになる。また、監査等委員である取締役は、取締役会における報酬決定に関与するため、特に監査等委員の過半数を占める社外取締役が株主総会での意見陳述権を背景として報酬決定の主導権を発揮することが期待される（結果的に社外取締役による監督機能の実効性も高まることになる）<sup>(86)</sup>。勿論、意見陳述権は執行側や取締役会の対応に疑義を呈する場合にのみ行使されるべきものではなく、当該対応を適切として支持する意見を形成するときにも行使できるため、それには報酬等の決定プロセスに対して監査等委員会として正当性を与える効果があるとも考えられている<sup>(87)</sup>。

---

(85) 株主総会において陳述される当該意見の概要については、株主総会参考書類に記載しなければならないとされる（会社法施行規則82条1項5号）。

(86) 坂本編・前掲注（80）43頁。

(87) 日本監査役協会 監査等委員会実務研究会「選任等・報酬等に対する

### 第3節 株主総会権限の縮小と株主権の強化<sup>(88)</sup>

明治32（1899）年制定の商法における株主総会は、他の機関の構成員の選任及び解任権を有し、その他の重要事項についても最終決定権を有するとされたことによって最高機関として評価され、かつ、いかなる事項に関しても決議することができる（法定事項以外を決議した場合でも当該総会決議は取締役を拘束する）万能機関であると解されていた<sup>(89)</sup>。ところが、昭和25（1950）年の商法改正における取締役会制度の導入と業務執行機関の権限拡大によって取締役会設置会社の株主総会権限（決議事項）が縮小され、株主総会の万能機関性は否定されることになった<sup>(90)</sup>。その一方で、同改正によって株主権の強化が図られた。創設された株主権には、取締役解任請求権（昭和25年改正商法257条3項）、株主代表訴訟提起権（同267条）、違法行為差止請求権（同272条）、新株発行差止請求権（同280条ノ10）、帳簿閲覧請求権（同293条ノ6）、及び業務の執行に関する検査役選任請求権（同294条）等がある。そして、昭和56（1981）年の商法改正でも計算書類の承認に関して株主総会権限が縮小された（昭和56年改正商

---

監査等委員会の関与の在り方：実態調査を踏まえたベストプラクティス」（2017年12月1日）（監査役676号（2018年）別冊付録に掲載）（[www.kansa.or.jp/support/el001\\_171201\\_1b.pdf](http://www.kansa.or.jp/support/el001_171201_1b.pdf)、2018年7月29日最終閲覧）12頁。

(88) 株主権は権利行使の目的に応じて自益権と共益権に分類され、株主総会における議決権（会社法105条1項3号）が共益権の中心であるとされる（崎田直次「株主権（社員権）・固有権」同編『株主の権利：法的地位の総合分析』（中央経済社、1991年）4頁、加藤徹『会社法』（中央経済社、2004年）51頁、福原紀彦『企業組織法：会社法等』（文眞堂、2017年）163頁）が、本節以後においては、株主権の内の共益権は株主総会における議決権を除く株主の監督是正権を意味することとし、他方、株主総会における議決権は株主総会権限の大部分を占めるものと定義する。

(89) 前田重行『株主総会制度の研究』（有斐閣、1997年）28-29頁。

(90) 伊藤敦司「株主総会権限および株主権に関する一考察（1）」杏林社会科学研究28巻3号（2012年）5頁。

法283条1項、旧商法特例法14条2項1号参照)こととは対照的に株主権が強化された。例えば、議題・議案提案権(昭和56年改正商法232条ノ2)が認められ、取締役・監査役に説明義務を課すことの裏返しとして質問権(同237条ノ3)が保障され、株主総会手続及び決議方法の調査のための検査役選任請求権(同237条ノ2)が追加された。さらに、平成5(1993)年の商法改正以降も、概して株主総会権限が縮小される一方で、株主権に関しては拡大されている傾向にある<sup>(91)</sup>。

ところで、昭和25(1950)年改正によって、取締役会設置会社の株主総会権限が法の定める事項に限定されつつも定款による権限拡大が留保された(昭和25年改正商法230条ノ2)ことについて、株主が本来的に有する権限を自己の利益のために取締役に進んで委譲したものであり、仮に株主が望むのならば定款を以て委譲した事項を総会権限に留保することを禁じるものではない(株主の本来的権限は回復され得る)という趣旨の説明が為されている<sup>(92)</sup>。そうすると、理論的には取締役会に会社の意思決定に関する固有の権限は存在しないと考えられることになる<sup>(93)</sup>。

---

(91) 株主総会権限及び株主権に関する規制の沿革(昭和25年改正以降)の詳細については、伊藤・前掲注(90)5頁以下を参照されたい。

(92) 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』(日本評論社、1950年)106-107頁、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第3版〕』(有斐閣、1994年)227頁参照。

(93) 岩原紳作編『会社法コンメンタール(7)機関(1)』(商事法務、2013年)30頁[松井秀征]。もっとも、実質的には株主総会における意思決定の必要性が生じた場合に柔軟に対応できるようにした方が合理的な会社経営において望ましいということが上記留保の理由であると考えられている(岩原編・同40頁[松井])。

## 第4節 最新の動向

### 第1款 任意の報酬委員会の設置

昨今、任意の報酬委員会（報酬諮問委員会）を設置する会社が急増して<sup>(94)</sup>いる。当該委員会は、取締役会からの諮問に基づき取締役会に対して答申<sup>(95)</sup>を行う機関として位置付けられている。ついては、報酬に関する決定権限自体を当該委員会に委ねることができるか問題となるところ、取締役の個別報酬額の決定を代表取締役に委任することが可能であると解されている以上、少なくとも取締役のみで構成されている任意の報酬委員会に委任することを否定する理由はないと考えられている<sup>(96)</sup>。もっとも、当該委員会は取締役会そのものではないため、取締役会の専決事項とされている株主総会に付議する取締役報酬議案（会社法361条1項・298条4項）の最終決

(94) 2015年に東京証券取引所が公表した調査結果によると、任意の報酬委員会を設置している会社は130社であった（東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015』（2015年3月）62頁）が、2017年公表の調査結果では、東証上場会社3507社のうちの16.5%が当該委員会を設置している（同・前掲注（27）92頁）。

(95) 梶元孝太郎「任意の報酬委員会の運営実務」ビジネス法務 16巻12号（2016年）58頁。任意の機関であるため各社の実情に応じて柔軟に諮問事項を設定することができる<sup>(95)</sup>とされており、例えば、①報酬方針、②株主総会に付議する取締役報酬議案、③取締役の個人別報酬の額、④取締役以外の経営陣の報酬総額又は個人別報酬額、⑤報酬の決定手続を諮問事項とすることが考えられる（梶本・同59頁）。

(96) 梶元・前掲注（95）58頁、下山祐樹「監査等委員会設置会社における任意の指名委員会・報酬委員会等の位置づけと運用」商事法務2104号（2016年）20頁。なお、このような考え方によれば、任意の報酬委員会は単なる諮問機関ではなく、個人別の報酬額等を決定する権限を有することになるので、指名委員会等設置会社の報酬委員会と極めて類似する（下山・同20頁）が、取締役会決議により当該決定が覆され得る点で指名委員会等設置会社の報酬委員会よりも権限は弱いと考えられている（下山・同26-27頁注9）。

定を行うことはできないと解されている<sup>(97)</sup>。また、監査等委員会設置会社において、独立性の観点から監査等委員である取締役の協議に委ねられている監査等委員の個別報酬額の配分（会社法361条3項）についても任意の報酬委員会が決定すべきではないと考えられている<sup>(98)</sup>。一方で、監査等委員会設置会社が任意の報酬委員会を置く場合<sup>(99)</sup>において監査等委員の有する報酬に関する株主総会での意見陳述権（会社法361条6項）との関係が役割分担の観点から不都合が生じないだろうか。すなわち、任意の報酬委員会と監査等委員会が併存することにより、かえって各々の機能を害することにならないか問題となるであろう。

この点について、監査等委員会が取締役報酬に関する意見を形成するに際し、任意の報酬委員会の意見を参考にすることや、当該意見の合理性を検討した上で当該意見に依拠することも許容され（これにより監査等委員である取締役の尚一層の独立性確保に資する）、他方、任意の報酬委員会

---

(97) 澤口実＝渡辺邦広編『指名諮問委員会・報酬諮問委員会の実務』（商事法務，2016年）150頁。

(98) 梶元・前掲注（95）58頁，下山・前掲注（96）20頁，澤口＝渡辺編・前掲注（97）150頁。もっとも、監査等委員の協議を拘束しない形であれば、任意の報酬委員会が監査等委員の個別報酬額の原案を決定することは許容される（監査等委員は当該原案を尊重する必要はない）とする見解も唱えられている（渡辺邦広「監査等委員の人選・報酬設計・任意の委員会の活用」ビジネス法務 17巻1号（2017年）73頁）。

(99) 監査等委員会設置会社においても報酬委員会を置くことは妨げられないとされており、当該報酬委員会は会社法上の機関ではないため、その性格は会社の自治による任意の機関となるものと考えられている（下山・前掲注（96）19頁）。なお、2017年7月から同年8月にかけて行われた実態調査によると、報酬を扱う任意の委員会（指名及び報酬双方を扱う委員会を含む）を設置している監査等委員会設置会社は当該会社全体（433社）の約23.1%を占めている（日本監査役協会 監査等委員会実務研究会・前掲注（87）67頁参照）。

の意見が取締役会において十分に尊重されなかった場合に監査等委員会による意見陳述権の行使が期待されるという意味において任意の報酬委員会の機能の実効性確保にも資するという考え方が唱えられている<sup>(100)</sup>。また、同様の観点から、任意の報酬委員会の構成員には監査等委員を加えるべきであると、その場合には任意の報酬委員会の答申は取締役会において相当程度尊重されるとする見解が主張されており、その理由については、監査等委員会のメンバー全員が賛成し策定した原案を取締役会が修正あるいは否決した場合には監査等委員会の決定した意見が株主総会において陳述されることになるからであると説明されている<sup>(101)</sup>。なお、任意の報酬委員会の構成は客観性及び合理性確保の観点から独立社外取締役を中心とすることが望ましく、また、会社業績や財務状況等に精通する現社長その他の社内取締役を当該委員会の委員に含めることも合理的であるとされ、加えて、アドバイザー又はオブザーバーとして外部専門家を活用する必要性も高いと考えられている<sup>(102)</sup>。

## 第2款 今後の会社法規制の方向性

幾分か時を遡るが、自由民主党法務部会商法に関する小委員会による「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」(平成9(1997)年9月8日)には、「株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする」として株主主権が掲げられ、また、「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」として株主利益の最大化も謳われていた<sup>(103)</sup>。そして、比較的近時といえる平成17(2005)

---

(100) 渡辺・前掲注(98)73頁。

(101) 下山・前掲注(96)21頁。

(102) 澤口=渡辺編・前掲注(97)159-160頁。

(103) 「<資料>コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子 168(608) 法と政治 69巻3号 (2018年11月)

年11月29日に公表された「株式会社の業務の適正を確保する体制に関する法務省令案」において、取締役の責務（留意事項）の一つとして、「株主の利益の最大化の実現に寄与するものであること」（3条1号）と規定された。結果的に当該規定は削除されたものの、取締役会の裁量権を大きく制限し、株主の利益最大化が会社運営原理であることを如実に示すものであると評された<sup>(104)</sup>。さらには、平成27（2015）年6月から新たに適用されている「コーポレートガバナンス・コード」においても、基本原則の中で、「株主の権利・平等性の確保」「適切な情報開示と透明性の確保」「株主との対話」が標榜されており、企業の持続的な成長及び中長期的な企業価値の向上のために株主が重要な役割を担うことが期待されているものと考えられる<sup>(105)</sup>。なお、平成30（2018）年2月14日に開催された法務省の法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会（第10回会議）においてまとめられた「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」の第2部には、取締役の報酬等に関する規律に関するものが含まれており、ここでは上記からの流れが反映されたであろうオプションも示されている<sup>(106)</sup>。

---

（自由民主党）（コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の検討状況）」商事法務1468号（1997年）27頁。

(104) 森田章「公開企業の取締役会権限の優越性：敵対的企業買収の防衛策を中心として」商事法務1785号（2006年）28頁。

(105) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」（2015年6月1日）第1，3，5章参照。

(106) 詳細については、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」商事法務2160号（2018年）7頁以下、法務省民事局参事官室「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案の補足説明」同23頁以下を参照されたい。

## 第2章 米国の Say-on-Pay 制度

### 第1節 導入の背景

一般的な米国の会社法であるデラウェア州会社法においては、原則として役員報酬の決定権限は取締役会が有すると規定されている。<sup>(107)</sup> その点は、多くの州の会社法のモデルとなっている模範事業会社法においても同様である。<sup>(108)</sup> もっとも、デラウェア州会社法によると、取締役会決議に基づき報酬委員会を設置し、取締役会の権限の一部を同委員会に委任することができる<sup>(109)</sup>とされており、その関連において、例えば、ニューヨーク証券取引所上場規則によれば、上場会社は独立した取締役のみで構成される報酬委員会の設置が要求されており、<sup>(110)</sup> また、ナスダック上場規則においても同様の規則がある。<sup>(111)</sup>

米国企業の役員報酬は1980年代初頭から急激に上昇しており、<sup>(112)</sup> そのような上昇は株価ベースの報酬割合の増大によるところが大きく、具体的には、1980年において総報酬額の20%未満だった株価ベースの報酬額の割合が、1994年にはほぼ50%にもなっていたとされる。<sup>(113)</sup> 当時のビル・クリントン (Bill Clinton) 大統領と連邦議会は、企業が役員報酬を支払った際

---

(107) See, Delaware General Corporation Law § 122 (5), 141 (a).

(108) Model Business Corporation Act § 3.02 (12), 8.01 (b).

(109) Delaware General Corporation Law § 141 (c).

(110) NYSE Listed Company Manual § 303A.05 (a).

(111) NASDAQ Listing Rule § 5605 (d) (2) (A).

(112) Jeremy R. Delman, *Structuring Say-on-Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 598 (2010).

(113) Bengt Holmstrom & Steven N. Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the U. S.: Making Sense of the 1980s and 1990s*, 15 (2) Journal of Economic Perspectives 133 (2001).

に行い得る税額控除を一人当たり100万ドルに制限するように税制を改正したが、業績連動報酬（特にストック・オプション）は当該制限の適用から除外された（ただし、当該適用除外規定は現在では廃止されている）<sup>(114)</sup>結果、役員報酬の内容が現金中心からストック・オプション中心へと劇的に変わったとされる。<sup>(115)</sup>高額役員報酬への批判が米国において頻発するのは、従業員との間の著しい所得格差によるところが大きく、例えば、S&P採用銘柄500社のCEOと平均的な従業員との所得格差が過剰に広がっており、2000年には525倍に達し、<sup>(116)</sup>2007年においても344倍の所得格差があった。<sup>(117)</sup>他方において、2003年、主要な証券取引所は株価ベース型報酬制度に限り株主の承認を得ることを登録会社に義務付ける上場要件を採択し、<sup>(118)</sup>また、2007年頃からは役員報酬に関する勧告決議を行うことを求める株主提案が数多くの企業で出されるようになり、従来の同種の株主提案の支持率（例えば、1994年の報酬関連の提案に対する支持の平均割合は12.8%であり、全提案の21.5%と比べても低く、内部のコーポレート・ガバナンスに関する提案の25.9%と比較すると更に差は大きかった）<sup>(119)</sup>と比較すると、

---

(114) See, Internal Revenue Code § 162 (m).

(115) Stephen M. Bainbridge, *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley: Understanding How Sarbanes-Oxley Affects Your Business*, Avon, Mass.: Adams Media, 18 (2007).

(116) Sarah Anderson et al., *Executive Excess 2005: Defense Contractors Get More Bucks for the Bang*, Washington, DC/Boston, Mass.: Institute for Policy Studies/United for a Fair Economy, 13 (2005).

(117) Sarah Anderson et al., *Executive Excess 2008: How Average Taxpayers Subsidize Runaway Pay*, Washington, DC/Boston, Mass.: Institute for Policy Studies/United for a Fair Economy, 2-3 (2008).

(118) NYSE Listed Company Manual § 303A; NASDAQ Listing Rule § 4350; SEC Release No. 34-48108 (June 30, 2003), 68 Fed. Reg. 39995-01 (July 3, 2003).

(119) Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, *Should Labor Be Allowed to Make*

より高い支持率（2007年が40.8%，2008年には41.7%であった）を得るようになり、実際に当該勧告決議を行う企業が増加した。加えて、当該勧告決議を自発的に行う会社も現れ始め、例えば、マイクロソフト（Microsoft Corporation）は2009年9月に一部の筆頭株主との議論の末に役員報酬パッケージに関する3年ごとの勧告決議を行うことを会社自身が決定した。<sup>(121)</sup>

## 第2節 制度の概要

前節において示した状況を経て、役員報酬に対して株主が意見表明するという、いわゆる Say-on-Pay 制度を含むドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法<sup>(122)</sup>（以下、「ドッド＝フランク法」とする）が2010年に成立し、ドッド＝フランク法951条に基づき1934年証券取引所法14A条の改正が為された。<sup>(123)</sup> 米国の Say-on-Pay 制度は、開示された役員報酬につき株主総会において勧告的な承認決議を行うことを義務付ける仕組みである。そこで、報酬開示規制を摘記した後に Say-on-Pay 制度の概要を示すことにする。

米国企業の役員報酬に関する開示については規則 S-K の項目402<sup>(124)</sup>に基づいて行われるが、具体的な報酬額等の開示に先んじて報酬計画の目的等が「報酬に関する議論と分析（Compensation Discussion and Analysis）」（以下、「CD&A」とする）<sup>(125)</sup>において文章により開示される。そして、当該開

---

*Shareholder Proposals?*, 73 Wash. L. Rev. 67-68 (1998).

(120) Delman, *supra* note 112, at 605.

(121) *Id.* at 606.

(122) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

(123) See, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A.

(124) Regulation S-K, Item 402.

示に次いで、過去3事業年度における役員報酬額（個人別及び総額）等の表による開示が行われる。<sup>(126)</sup>また、その理解を促進するために重要な部分に関する文章による説明も補足的に行われる。<sup>(127)</sup>なお、報酬開示の対象となる役員は、<sup>(128)</sup> 主席執行役員（principal executive officer (PEO)）、<sup>(128)</sup> 主席財務役員（principal financial officer (PFO)）、<sup>(128)</sup> 直近の事業年度末の執行役員（executive officers）のうち PEO・PFO 以外の高額報酬受給者上位3名、及び直近の事業年度末に執行役員ではなかったものの当該上位3名の執行役員と同等かそれ以上の報酬基準に該当する者（直近の事業年度末に執行役員であれば開示対象であった者）<sup>(129)</sup> 2名である。

それでは、Say-on-Pay 制度について見ていく。ドッド＝フランク法951条により追加された1934年証券取引所法14A条a項1号は、少なくとも3年に1度以上の頻度で規則 S-K の項目402に基づき開示された役員報酬を承認するための株主総会決議を要求する。<sup>(130)</sup>また、同項2号は、承認決議の頻度（毎年、2年に1度、3年に1度）を決定する株主総会決議を少なくとも6年に1度以上の頻度で行うことを別途要求する。<sup>(131)</sup>ただし、同条c項によると、<sup>(132)</sup> 上記承認決議等は拘束力のない勧告決議であるとされる。そ

---

(125) Regulation S-K, Item 402 (b).

(126) Regulation S-K, Item 402 (c), (d).

(127) Regulation S-K, Item 402 (e).

(128) 実際の米国企業では chief executive officer (CEO) 及び chief financial officer (CFO) に該当する者であると考えられる。

(129) Regulation S-K, Item 402 (a) (3).

(130) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A (a) (1).

(131) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A (a) (2).

(132) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A (c).

れゆえに、会社が直近の決議結果を考慮したかどうか、考慮した場合に報酬決定等にどのように影響を与えたかを CD & A において開示しなければならぬとされている<sup>(133)</sup>。なお、同条 d 項は、機関投資運用者 (institutional investment manager)<sup>(134)</sup> に対して投票行動についての毎年の報告義務を課している<sup>(135)</sup>。

上記の Say-on-Pay 制度に関しては、次のような賛否両論が展開されている。例えば、ルシアン・ベブチャック (Lucian Bebchuk) 教授及びジェシー・フリード (Jesse Fried) 教授は、共著の中で Say-on-Pay 制度に賛成である (株主を排除した報酬決定制度に反対である) ことを前提として、勧告的な株主投票では十分とはいえ、総会決議に拘束力を持たせることが望ましく、それにより、取締役会が株主の承認なくして一定の報酬制度を採用できなくなるという効果を期待するという趣旨の見解を述べている<sup>(136)</sup>。他方において、ステファン・ベインブリッジ (Stephen Bainbridge) 教授は、コーポレート・ガバナンスの領域である Say-on-Pay 制度を州法ではなく連邦法に基づき規制することに先ず以て批判的であり、さらには、株主総会による報酬決定は経営の効率性を害するという趣旨の Say-on-Pay 制度に対する否定的な考え方を示している<sup>(137)</sup>。

---

(133) Regulation S-K, Item 402 (b) (1) (vii).

(134) 機関投資運用者には、自己の勘定において有価証券に投資又はその売買を行う自然人以外の者及び他者の勘定に関しても投資を一任されている者が含まれる (Securities Exchange Act of 1934 § 13 (f) (5) (A))。

(135) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A (d).

(136) Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 198 (2004).

(137) Stephen M. Bainbridge, *Is 'Say on Pay' Justified?*, 32 (1) Regulation 42-47 (2009).

ところで、デラウェア州会社法、ニューヨーク州事業会社法、カリフォルニア州会社法、及び模範事業会社法は、多くの経営決定権限を株主ではなく取締役<sup>(138)</sup>に付与していることから、米国の会社法につき、会社支配に関する限り取締役が株主に優越するコーポレート・ガバナンスを旨とする制度体系であると従来から考えられてきたようである（ただし、取締役の優越性は株主の富の最大化に向けられたものであり、当該制度体系はこの概念を捨象するものではないとされている<sup>(139)</sup>）。その一方で、学説においては株主権限拡大議論（賛否両論）が展開されており、その論者には前出のベプチャック教授及びペインブリッジ教授がいる（次節参照）。そのことに鑑みると、Say-on-Pay 制度に関する議論は、株主権限拡大議論の縮図であるとも捉えられるのではないだろうか。

### 第3節 株主権限拡大議論

前節において述べたように、Say-on-Pay 制度に対して賛否両論が唱えられており、当該制度の根幹を成す株主権限拡大についても是非に関する議論が展開されている。もともと、米国では取締役会が企業の意思決定の大部分を担い、一方の株主は企業行動を開始する権限がない（取締役会の僅かな行動のみを承認又は否認する権利を有する）とされていることを以て、米国は取締役優位モデルを採用しているといわれる<sup>(140)</sup>。

それでは、まず、株主権限拡大に対する幾つかの反対意見を挙げる。株

---

(138) Delaware General Corporation Law § 141 (a); New York Business Law § 701; California General Corporation Law § 300 (a); Model Business Corporation Act § 8.01 (b).

(139) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. UL Rev. 573-574 (2002).

(140) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 Stan. L. Rev. 800-802 (2002).

民主主義（企業内で株主の権限を高めるための努力<sup>(141)</sup>）に反対する立場からは、会社経営に対して伝統的に無関心な株主は、実際に拡大した権限を利用するのかという疑問があるとし、また、株主権限が拡大しても、株主への利益還元には繋がらず、コーポレート・ガバナンスも改善されないとする意見が示されている<sup>(142)</sup>。その背景には、取締役会による一元的な決定方法が最適であるという考え方があり、また、取締役会の有する権限を株主に付与することにより米国企業において形成されてきた効率性及び価値を毀損するのではないかという危惧があるとされる<sup>(143)</sup>。さらには、特定の株主が会社の全体的な健全性を犠牲にして個人的な議題を進めることにより当該株主の権力だけが拡大することを憂慮する見解が唱えられている<sup>(144)</sup>。ほかにも、株主積極主義と企業業績の向上との間には明確な因果性は認められないため、むしろ、株主権限拡大による破壊的な（マイナスの）方向に進む可能性を思案することの方が賢明であるとする主張が見られ<sup>(145)</sup>、また、若干異なる観点からは、会社法は株主以外の利害関係者も保護しているところ、株主優位論的な考え方は他の利害関係者の利益を害する可能性があるとする見識も提示されている<sup>(146)</sup>。

---

(141) Lisa M. Fairfax, *Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 1 (2008).

(142) Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1749 (2006).

(143) *Id.* at 1746 (2006); *id.*, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. 601, 624 (2006).

(144) Bainbridge, *supra* note 142, at 1754.

(145) Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. Rev. 598-599 (2006).

(146) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of*

次に、株主権限拡大に対する賛成意見についても幾つか列挙する。株主民主主義の支持者は、株主権限拡大が代理人問題に対処することを以て、企業統治、企業業績、及び株主価値が改善すると主張する。<sup>(147)</sup> また、同じく株主民主主義の支持者の見解によると、株主権限拡大が経営者の説明義務の拡大に資するとされる。<sup>(148)</sup> そして、経営者による説明の増加が、株主、経営者間に存する企業情報格差を少なからず解消させ、それによって経営者の権限濫用行為及び不正行為を抑制することになるという利点も見えてくる（結果的には企業収益の増大にも繋がる）と説明されている。<sup>(149)</sup> 加えて、危険に晒されているのが株主自身の資本であることに鑑みると、株主が経営者とは異なる判断をして経営者の決定を覆すことは、株主価値を最大化するための最高のアプローチであるとする見解も唱えられている。<sup>(150)</sup> ただし、株主権限拡大に対する懸念がないとはいえない。それは株主及び経営者の意思決定が内容において一貫性を欠くことになるのではないかという懸念である。その背景には、実によく統合された明確な企業戦略の策定には内部的に一貫性のある会社の意思決定が必要であるとする考え方があり、その点については、後部座席での運転や2人のシェフによる料理に喩えて次のような機知に富んだ説明が為されている。後部座席の者が運転に介入すると事故の原因になるか、少なくとも神経が苛立つ旅行になりかねず、また、あるシェフに対して別のシェフが指示を出したならば、結果的に美味しい料理が出来上がることはほぼあり得ない。したがって、会社の意思決定における内部一貫性の観点に立てば、株主は後部座席に静かに座ってお

---

*Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 253-254, 286-287 (1999).

(147) Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 842-843 (2005).

(148) Fairfax, *supra* note 141, at 21.

(149) *Ibid.*

(150) Bebchuk, *supra* note 147, at 894.

くべきであり、あるいは、キッチンの外に<sup>(151)</sup>いるべきである。

#### 第4節 支配株主が存在する会社における Say-on-Pay 制度の有用性

米国における Say-on-Pay 制度導入の背景には役員報酬の高額化があったことは既述のとおりであるが、過剰な役員報酬を抑制するには所有と経営が分離した会社における支配株主の存在が必要だとする見解が提唱されている。<sup>(152)</sup> 当該見解について若干詳述すれば、支配株主のいる会社の経営者が支配株主とは関係のないプロフェッショナルな経営者である限り、当該経営者は支配株主が株主利益（株主価値）を最大化する水準に役員報酬を抑制することに<sup>(153)</sup>関心を有している（他の一般株主も同様の関心を有している）という認識を持つに至り、その結果として、役員報酬の過度の高額化が抑制されることになるという論理であると考えられる。<sup>(154)</sup> それに対して、支配株主のいない会社の経営者では一般的に株主の利益を犠牲にして自身に利益を転用することを容易ならしめるとい<sup>(155)</sup>う問題が生じるとされる。公開会社の支配株主ではない個人株主は、十分な知識を持たず（知識に基づく議決権行使のインセンティブも欠いている）、<sup>(154)</sup> 集団行為（行動）問題にも苦しみ、また、支配株主ではない機関投資家も、所有者のような行動をとることを妨げる制約（インセンティブが不十分であること等）を受けることにより、支配株主ではない株主が経営者報酬パッケージを厳格に監視することは極めて困難だからである。ついては、支配株主の存在を以て経営者の機会主義の問題を緩和すべきであるとする見解が提起されるに至っ

---

(151) *Id.* at 882.

(152) Kobi Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 *Ind. L. J.* 1131 (2015).

(153) See, *id.* at 1133-1134.

(154) Bainbridge, *supra* note 143, at 602.

ている。<sup>(155)</sup> 他方において、ドッド＝フランク法成立以来、米国の大半の公開会社では Say-on-Pay 制度に基づき役員報酬の提案に対して勧告的な株主総会決議を行うことが要求されており、<sup>(156)</sup> 支配株主を含む全ての株主が当該決議に参加することが許容されているが、多くの支配株主にとっては議決権を超越したところで実質的な影響力を及ぼしているため、支配株主が存在する会社で行われる上記総会決議の有用性は乏しいとする見識も示されている。<sup>(157)</sup>

なお、上記の点に関連して、支配株主のいる（集中した株式所有構造の）会社では会社の報酬提案がより多くの反対を受ける傾向にあり、かかる反対の多さが役員報酬の低額化と結びついている（因果関係がある）という調査結果がある。<sup>(158)</sup> また、米国で最大かつ最も影響力のある議決権行使助言会社である Institution Shareholder Service (ISS) による Say-on-Pay 制度の推奨に対して否定（消極）的な企業の割合では支配株主の存在する会社の方が支配株主の存在しない会社よりも4.4%高く、プロ経営者を擁する支配株主の存在する株式会社においてはその割合が更に高くなる傾向にあるという調査結果も出ている。<sup>(159)</sup><sup>(160)</sup>

---

(155) Kastiel, *supra* note 152, at 1133-1134.

(156) See, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(1), (c)

(157) Kastiel, *supra* note 152, at 1156.

(158) Martin J. Conyon, *Shareholder Say-on-Pay Voting and CEO Compensation*, Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania, 1-4 (2015), available at [https://www.cbs.dk/files/cbs.dk/call\\_to\\_action/shareholder\\_say-on-pay\\_voting\\_and\\_ceo\\_compensation.pdf](https://www.cbs.dk/files/cbs.dk/call_to_action/shareholder_say-on-pay_voting_and_ceo_compensation.pdf) (last visited July 29, 2018).

(159) サンプルとされている支配株主のいる会社589社の内、392社（67%）にプロ経営者が存する（Kastiel, *supra* note 152, at 1158）。

(160) *Id.* at 1159.

## 第5節 最新の動向

2016年、ドッド・フランク法を改正するための金融選択法案 (Financial CHOICE Act of 2016)<sup>(161)</sup>が、共和党のジェブ・ヘンサーリング (Jeb Hensarling) によって下院 (合衆国代議院) に提出された。当該法案には役員報酬の方針に重要な変更があるときに限り株主総会決議を要求する規定 (443条) が含まれていたが<sup>(162)</sup>、当該法案は下院において可決されなかった。しかし、2017年に米国大統領に就任したドナルド・トランプ (Donald Trump) は、その就任前からドッド＝フランク法の廃止又は大幅な変更を行いたい旨を述べており<sup>(163)</sup>、トランプ政権下で改訂を経た金融選択法案 (Financial CHOICE Act of 2017)<sup>(163)</sup>が下院に再提出された。ただし、その改訂によって、Say-on-Pay 制度に関する前述の規定は削除されている。そして、新たな金融選択法案は下院において可決された (2017年6月8日) もの、上院における審理の進展は見られない。

(未完)

---

(161) H. R. 5983, 114th Cong., 2d Sess. (2016).

(162) Tracy Ryan & Ensign R. Louise, *Banking Investors Bet on Relief: Shares Climb Amid Hopes that Trump would Roll Back Some Postcrisis Rules*, The Wall Street Journal (Eastern ed.), Nov. 10, 2016, at C1.

(163) H. R. 10, 115th Cong., 1st Sess. (2017).

Shareholders' Right to Participate in the Decision  
on Directors' Remuneration (1):  
The Pros and Cons of Introducing the Say-on-Pay Rule

Kazuki FUJITA

Unlike an ideal of the law, actually, shareholders hardly participate in the determination of directors' remuneration. It is difficult for shareholders to participate in it rather now. Therefore, the Say-on-Pay rule can be considered as a new method that shareholders can participate in it. The Say-on-Pay rule is a system that shareholders express their views on management compensation, and adopted in many countries. They include the United States and the United Kingdom. Japan has accomplished a number of corporate governance reforms under many influences from the both countries. It is necessary to confirm whether the Say-on-Pay rule can be introduced in Japan. From the above, this article aims to examine the pros and cons of introducing the Say-on-Pay rule to Japan.

In this issue, first, this article provides an overview of the system for determining directors' remuneration in Japan. In addition, it clarifies the future direction of the revision of the Companies Act. That is because the direction can be an important factor in judging whether to introduce the Say-on-Pay rule. Second, this article overviews the system for determining directors' remuneration in the United States. It investigates the latest trends from the background of the introduction of the Say-on-Pay rule. It also touches on the relationship between a controlling shareholder and the Say-on-Pay rule. (To be continued.)