

博士学位申請論文

株主の経営関与の在り方とその限界
—米英の法制度を参考にして—

関西学院大学大学院法学研究科
博士課程後期課程民刑事法学専攻
学生番号：64021751
氏名：藤田和樹

〈目次〉

序章	4
第1節 問題の所在	(4)
第2節 本稿の構成	(7)
第1章 取締役報酬決定に対する株主の関与	9
第1節 本章における検討課題	(9)
1. 報酬決定方法	(9)
2. 任意の報酬委員会	(12)
3. 法の理想と現実の乖離	(14)
第2節 Say-on-Pay 制度	(16)
1. 米国の Say-on-Pay 制度	(16)
2. 英国の Say-on-Pay 制度	(23)
第3節 Say-on-Pay 制度のわが国への導入の是非	(30)
1. 総論	(30)
2. Say-on-Pay 制度の有効性	(30)
3. わが国の法制度との整合性	(33)
4. 支配株主が存在しない会社における Say-on-Pay 制度の有用性	(45)
5. 解決すべき課題	(46)
第2章 定款変更を利用した株主の経営関与	49
第1節 本章における検討課題	(49)
1. 内規の活用の問題点	(49)
2. 法の理想と現実の乖離	(50)
第2節 By-law 制度	(52)
1. 概説	(52)
2. 基本定款	(53)
3. 附属定款	(54)
第3節 By-law 制度を参考にした立法論の検討	(56)
第4節 株主による定款変更の限界	(59)
1. 問題の所在	(59)
2. 米国の学説	(59)
3. 米国の判例	(61)
4. 検討	(66)
第3章 バーチャルオンリー株主総会の展望と課題	70
第1節 本章における検討課題	(70)
1. 会社法に基づくバーチャル株主総会	(70)
2. 産業競争力強化法に基づくバーチャル株主総会	(71)

3. 株主総会の役割 (72)	
第2節 バーチャルオンリー株主総会の果たし得る役割 (73)	
1. 意思決定 (73)	
2. 対話 (75)	
3. 情報提供 (76)	
第3節 展望 (78)	
1. 非上場会社への法適用拡大 (78)	
2. コストの削減 (79)	
第4節 課題 (81)	
1. 技術的側面 (81)	
2. 法的側面 (82)	
第4章 株主の経営関与の在り方とその限界	85
第1節 本章における検討課題 (85)	
1. 株主アクティビズムの意義とその推移 (85)	
2. 株主アクティビズムの効果 (87)	
3. 株主の経営関与の実効性を高めるために必要なこと (88)	
第2節 株主に対する情報開示 (89)	
第3節 株主総会への出席・参加の促進 (91)	
第4節 株主総会における質の高い審議の確保 (94)	
第5節 検討 (96)	
1. 株主の経営関与の在り方 (96)	
2. 株主の経営関与の限界 (99)	
終章	104
第1節 本稿で明らかになったこと (104)	
第2節 今後の課題 (104)	
1. 本稿では検討できなかったこと (104)	
2. 将来の研究計画 (105)	
第3節 結語 (106)	

〈初出一覧〉

本稿は、筆者がこれまでに『法と政治』において公表してきた論説に加筆・修正を加えた部分（第1章・第2章・第3章）と新たに書き下ろした部分（序章・第4章・終章）によって構成されている。

序章

書き下ろし

第1章

「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」法と政治 69 巻 3 号（2018 年 11 月）139-181 頁

「取締役報酬決定に対する株主の関与権（二・完）：Say-on-Pay 制度導入の是非」法と政治 69 巻 4 号（2019 年 2 月）31-74 頁

第2章

「株式会社における定款変更権限の所在：米国の By-law 制度を参考にして」法と政治 70 巻 4 号（2020 年 2 月）253-289 頁

第3章

「バーチャルオンリー株主総会の展望と課題：株主総会制度の電子化の完成に向けて」法と政治 74 巻 1 号（2023 年 5 月）169-194 頁

第4章

書き下ろし

終章

書き下ろし

序章

第1節 問題の所在

定評のある会社法の体系書によると、株主総会は、「会社の構成員である株主が直接に参加し、決議により会社の基本的意思決定を行うための機関」と定義されている¹。株主総会は企業の所有者である株主から成る機関であるゆえに本来すべての事項を決定することができるはずであるが、会社の合理的運営を期する立場から基本的事項のみを決定する機関であるとされているのである²。

株主総会の権限に関しては、以下のような歴史的変遷がみられる。

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権および解任権を有し、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で、最高機関として評価され、かつ、いかなる事項につい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³。しかしながら、昭和 25（1950）年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り、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失われることになった⁴。当該改正によって、従来の大陸法的な株主総会中心主義から英米法的な取締役会中心主義に切り換えられた結果、株主総会は商法（当時）または定款に規定された事項についてのみ決議できることとなり、経営に関する事項は取締役会に委譲されることになったのであるが、会社の根本組織に関する事項ならびに株主の利益に関する事項をはじめ、取締役および監査役の選任権・解任権は依然として株主総会に留保されたことから、株主総会の最高機関性は失われず⁵、また、株主の企業所有権についても制約されることはなかった⁶。その一方で、当時における現実の株式会社に向くと、株主の数が膨大に上り、しかもその株主は時間と費用とを使って株主総会に出席するような熱意はなく、また議題について十分に判断するだけの能力もなく、そして、自ら株主総会に出席する者はきわめて少ない上に、議決権を代理行使させる場合にも白紙委任状によるきわめて非個人的な関係になっており、さらには、株主の数が十何万にも上る大会社ができ、その

¹ 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』（有斐閣、2021年）309頁。

² 鈴木竹雄『新版会社法〔全訂第5版〕』（弘文堂、1994年）161頁。

³ 前田重行『株主総会制度の研究』（有斐閣、1997年）28-29頁。ただし、株主が会社事業について知識も関心も有していない関係上、法定事項以外を決議することは実際には稀であったとされる（鈴木・前掲注（2）162頁注1）。

⁴ 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 卷 3 号（2012年）5頁。

⁵ 星川長七「株主総会の理念と現実」産業經理 28 卷 11 号（1968年）12頁。

⁶ 鈴木・前掲注（2）162頁注1。

すべての株主を収容し得るだけの会場もないことから、株主総会の制度はきわめて形式化せざるを得ない状態であったとされる⁷。なお、上記の白紙委任状については、本来株主総会に出席できない株主の便宜のために議決権の代理行使を認めたものであるが、多くの株主が受任者を記載せずに会社に送ることによって取締役たちが自由に代理行使者を選ぶことができるため、実質的には、経営に関する全権を取締役に委ねたに等しい結果になると指摘されていた⁸。

さて、前述の昭和 25 年商法改正は、法が経済の現実を無視できなくなったことを理由に、株主総会の権限を縮小し、取締役の権限を拡大させたというものであるが⁹、立法者は、株主総会自体を決して軽視していたわけではなく、その根拠として、株主総会という意思決定機関に一般株主がアクセスすることを容易化することで株主総会の活性化を図るために、昭和 56（1981）年商法改正により、書面投票、株主提案権、取締役・監査役の説明義務等の新しい制度が導入されており、ゆえに、株主総会の決議事項に相応しい問題については、株主の意思を確実に反映させる努力は放棄されていないと考えられている¹⁰。他方において、昭和 25 年商法改正により、株主総会は、最高意思決定機関としての機能が弱まり、その後、形骸化の一途をたどったという指摘もみられる¹¹。たとえば、書面投票制度の導入が結果的に株主総会の形骸化を一層推し進めることになったと指摘されている¹²。

現在、取締役会設置会社の株主総会が決議できるのは、会社法または定款が定めた事項に限られる（会社法 295 条 2 項）。そして、会社法が規定する株主総会の決議事項の多くは会社の存立や株主の基本的な利益に関わる事項であるにもかかわらず¹³、法定された株主の議決権¹⁴の行使は形骸化しているといっても差し支えない状況である。つまり、株主総会において何かの決定をしようとしても時間やコストがかかることが多いため、法定の決議事項であっても、実際には取締役（経営者）に委託し、株主総会では形式的に承認している場

⁷ 大隅健一郎ほか「共同研究（株主総会）第 1 回」ジュリスト 79 号（1955 年）39 頁〔鈴木竹雄発言〕。

⁸ 星川・前掲注（5）12 頁。

⁹ 星川・前掲注（5）12 頁。

¹⁰ 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（5）株式会社の機関（1）』（有斐閣、1986 年）20 頁〔江頭憲治郎〕。

¹¹ 木俣由美「バーチャルオンリー株主総会のすすめ：機能不全からの完全脱却をめざして」産大法学 56 卷 3 号（2022 年）220 頁。

¹² 木俣・前掲注（11）221 頁。

¹³ 龍田節＝前田雅弘『会社法大要〔第 3 版〕』（有斐閣、2022 年）196 頁。

¹⁴ なお、株主が議決権を有するということは、株主に議決権を与えないことは原則としてできないこと、および株主だけが議決権を有することを意味すると説明されている（藤田友敬「株主の議決権（特集・会社法の論点再考）」法学教室 194 号（1996 年）19 頁）。

合が多いとされる¹⁵。株主が株主総会において議決権を行使することは、株式会社という仕組みにおける最も基本的な原則の一つであると考えられることからすると、株主の議決権行使が形骸化しているという状況は決して看過できるものではあるまい。

以上より、株主総会について、法の理想と現実とが著しく乖離していることが窺えるが、そのような乖離をいつまでも放置しておいてよいのだろうか。株主総会の形骸化を解消するとともに法と現実を近づけていく努力が必要ではないだろうか。渋谷光子教授の論稿（の結語）において、「株主総会というフィクションの上に成り立つ現行株式会社法を、意識的に改変する試みは怠ることができない」¹⁶と書かれているが、株主総会が株式会社の仕組みにおける根幹を成している以上、株主総会のあるべき姿（法が理想としている株主総会の姿）をフィクションとして捉えてしまうことは株式会社の仕組み（ひいては株式会社という存在）そのものの否定につながりかねないであろう。株式会社は社団であり、社団自治の場が株主総会である以上、株主総会の形骸化を放置することは、株式会社制度そのものを崩壊へと導きかねないという主張もみられる¹⁷。また、株主の株主総会における議決権行使を通じてコーポレート・ガバナンスの改善を図ろうとするのが世界的な潮流であるとされていることからすると¹⁸、株主総会の形骸化を放置することはわが国の会社が世界的な潮流に完全に乗り遅れることになるだろう。については、株主総会の在り方を抜本的に見直すべきであり、敷衍すれば、株主の会社経営に対する基本的な関与の仕方を変更することが必要ではないだろうか。

本稿の結論をここで先んじて述べれば、株主の経営関与の在り方としては、できるだけ多くの情報が株主に開示される仕組みが構築されていることを前提とした上で、その多くの情報に基づき株主が事後的に議案を承認するような仕組みが整えられるべきである。そして、株主総会については、その当日だけを重要視するのではなく、株主総会当日に至るまでのプロセスと総会後のフォローを同等に重要視し、そのプロセスにおいては、物言う株主と

¹⁵ 柳川範之「株主総会と取締役会：権限配分規定について」三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年）53頁。

¹⁶ 渋谷光子「公開会社における株主の地位に関する一考察」石井照久先生追悼論文集『商事法の諸問題』（有斐閣、1974年）233頁。

¹⁷ 奥島孝康「株主の経営参加：その現状と展望」中村眞澄教授・金澤理教授還暦記念論文集第1巻『現代企業法の諸相』（成文堂、1990年）5頁。なお、会社は社団であるということが明記されていた規定（平成17年改正前商法52条および有限会社法1条）は会社法では削除されているが、現在においても会社は社団であると考えられている（神田秀樹『会社法〔第25版〕』（弘文堂、2023年）6頁）。

¹⁸ 井上卓「コーポレート・ガバナンスの観点から見た株主総会の在り方について：日本の株主総会の歴史と実態を踏まえて」組織科学55巻2号（2021年）51頁。

呼ばれることのあるアクティビスト¹⁹が大きな役割を果たしながら、議案の最終的な承認は一般株主を含む多くの株主が比較的容易に出席できるバーチャル株主総会（とりわけバーチャルオンリー株主総会（virtual-only shareholder meetings））で行われるという仕組みへの転換が望まれるところである。株主総会の仕組みは、昭和 25 年商法改正から現在まで大きく変わっていないと考えられているが²⁰、コロナ禍により社会全体が大きく変化した今こそが株主総会の仕組みを大きく変えるべきタイミングではないだろうか。

第 2 節 本稿の構成

本稿では、法定の株主総会決議事項である取締役報酬決定および定款変更を取り上げて、株主の議決権行使の形骸化状況等を確認した上で、それらの決議事項に対して株主がいかにして実質的に関与できるかを、Say-on-Pay 制度および By-law 制度といった米英の法制度に手がかりを求めながら検討を行うことにする。かかる検討により、株主の経営関与の在り方とその限界についての示唆が得られるものと考えている。また、株主が実質的に関与したといえるには多数の株主が株主総会に出席しなければ始まらないため、株主が比較的容易に出席し得ると考えられる株主総会の形態であるバーチャル株主総会についても論題の一つとして取り上げることにする。バーチャル株主総会の究極形と評されているのがバーチャルオンリー株主総会である²¹。バーチャルオンリー株主総会の普及は、近年における株主アクティビズム（shareholder activism）の進展とも相俟って、株主総会の形式（形骸）化の解消に大きな役割を果たすのではないかと思われる。株主総会を活性化させるためには、できるだけ多くの株主が出席し、できるだけ多くの議論がなされることが必要であると考えられているところ²²、バーチャルオンリー株主総会および株主アクティビズムが株主総会の活性化のために大きな効果を発揮するものと想定している。なお、株主総会決議は、「会社法上、会社の最高意思決定として、その事業活動に影響を及ぼす重要なもの」という評価

¹⁹ 高橋陽一「会社法の変遷とそのダイナミズム」法学セミナー68巻4号（2023年）44頁注8。アクティビストとは、上場会社に対し企業価値向上や株価上昇のために資本効率の改善やコーポレートガバナンスの強化・株主還元の拡充等を要求し、場合により株主提案や臨時株主総会の招集請求等の会社法上の株主権を行使する株主をいうとされる（高橋・同44頁注8）。

²⁰ 尾崎安央ほか「座談会 株主総会の現在・過去・未来：未来の株主総会へ変えるもの・変えないもの（第2部）株主総会制度・実務形成の歴史（上）」商事法務2285号（2022年）12頁〔尾崎安央発言〕。

²¹ 野澤大和「バーチャルオンリー株主総会の法的論点と実務」東京株式懇話会會報841号（2022年）78頁。

²² 奥村宏『株主総会』（岩波書店、1998年）179-180頁。

もあることから²³、株主の経営関与の在り方を検討するに際しては絶対に外せないものであると考えられる。

以上より、本稿では、取締役報酬決定と定款変更を具体例として取り上げることにより、米英の法制度を参考にした株主の経営関与の在り方に関する検討を行い、その中において、株主総会において質の高い審議を確保する方法にも論及したいと考えている。また、株主の経営関与の限界についても検討を試みる。そこで、本稿の構成を以下のとおりとする。

まず、第 1 章において、取締役報酬の決定における株主総会決議の形骸化状況等を確認し、米国および英国の役員（取締役）報酬決定制度である Say-on-Pay 制度を概説した上で、Say-on-Pay 制度のわが国への導入の是非を論じる。次に、第 2 章において、定款変更に対する株主総会決議の形骸化状況等を確認し、米国の定款制度（特に By-law 制度）を概説した上で、By-law 制度を参考にした立法論を検討する。さらに、第 3 章では、近時上場会社において開催可能となったバーチャルオンリー株主総会を取り上げて、その果たし得る役割を明らかにする。最後に、第 4 章において、株主アクティビズムの効果（影響）に関する議論を紹介した上で、株主の経営に対する関与の在り方とその限界についての建設的な提言を行いたい。

²³ 内海淳一「株主総会決議と会社の意思」松山大学論集 32 巻特別号（2021 年）171 頁。

第1章 取締役報酬決定に対する株主の関与

第1節 本章における検討課題

1. 報酬決定方法

まず、指名委員会等設置会社以外の会社での報酬決定方法を以下に概観する。

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ないことになっている（会社法 361 条 1 項柱書）。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実務となっており²⁴、これは厳格な定款変更手続きを避けるためであると考えられる（同法 466 条・309 条 2 項 11 号参照）。そして、株主総会では、取締役全員分の報酬等の総枠のみが決定されるに過ぎず、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²⁵、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²⁶。つまり、多くの会社では、秘書室的な組織の中で社長およ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、これをもって、わが国の会社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²⁷。各取締役に対する報酬の配分の決定が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または謄写（同法 371 条参照）によってもいかにして報酬の配分が決定されたかを知ることができないので²⁸、「ブラックボックス化」という評価は正鵠を射ているといえよう。そのうえ、株主総会では全取締役報酬の総枠を毎年定めているわけではなく、その総枠を決定す

²⁴ 早川勝「取締役・監査役報酬」中村建ほか『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。

²⁵ 前田・前掲注（24）18 頁。

²⁶ 吉本健一『レクチャー会社法』（中央経済社、2008 年）182 頁。たとえば、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（大隅健一郎=今井宏『会社法論（中）〔第 3 版〕』（有斐閣、1992 年）171 頁）。

²⁷ 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。なお、監査等委員会設置会社では、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る（会社法 361 条 3 項）。

²⁸ 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・前掲注（26）41 頁〔東條発言〕）。

るための総会決議が実際に行われるのは主に増額の必要性があったときのみである²⁹。以上からすると、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ていないと考えられよう。

判例上、株主総会が取締役全員の報酬等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会に一任することは有効であると解されており³⁰、しかも、一度定款または株主総会で取締役の報酬等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あるとした裁判例もある³¹。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ており³²、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ない限り取締役会によっても変更し得ない）としている³³。

次に、指名委員会等設置会社での報酬決定方法を以下に概観する。

指名委員会等設置会社には、指名委員会、監査委員会、報酬委員会という3つの委員会が設置されている（会社法2条12号）。そして、各委員会は3人以上の委員で組織され（同法400条1項）、各委員会の委員の過半数は社外取締役でなければならない（同法400条3項）。指名委員会等設置会社では、報酬委員会において執行役や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（同法409条1項）、その方針に従って、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報酬委員会において決定されることになる（同法409条3項）。指名委員会等設置会社では、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ため（同法404条3項）、指名委員会等設置会社の株主総会には執行役や取締役の報酬を決定する権限が形式的にも存在しない。報酬委員会において執行役や取締役の個人別の報酬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（同法施行規則121条6号）、また、報酬等の内容については執行役や取締役のカテゴリーごとに総額の開示が行われる（同規則121条4号イ）。それらの開示に加えて、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ている（同規則123条）。

²⁹ 実際、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を長期的に利用しているようである（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）。

³⁰ 最判昭和60年3月26日判時1159号150頁。

³¹ 大阪地判昭和2年9月26日新聞2762号6頁。

³² 大判昭和7年6月10日民集11巻1365頁。

³³ 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5巻11号1902頁、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。

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、報酬等の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等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責任を問われ得る（会社法 423 条 1 項）とされているものの³⁴、組上に載るのは報酬総額の相当性のみである。ただし、同法施行規則 121 条 4 号ロ・ハ（なお、平成 18（2006）年の同法施行規則の施行時は 121 条 4 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、取締役や執行役の報酬等についての個別情報開示が同法施行規則の施行当時から立法者の射程に含まれていることが推察される³⁵。

ところで、平成 26（2014）年会社法改正により、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および報酬委員会に対して取締役候補者の指名や取締役およ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つ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つたようである³⁶。そこで、社外取締役の重複感および負担感を避けながら社外取締役の機能を活用しやすくするための方策として監査等委員会が導入された³⁷。このような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（同法 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等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等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の場合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

³⁴ 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。

³⁵ 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 3 版〕』（商事法務、2021 年）680 頁。

³⁶ 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）18 頁。

³⁷ 坂本編・前掲注（36）19 頁。

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ため(同条6項)³⁸、当該意見が株主の議決権行使に影響を与える可能性があり、その結果として、株主総会における取締役の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もつながり得ると考えられる。また、取締役会の一員(取締役)である監査等委員は、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もなるであろう)³⁹。なお、監査等委員の株主総会における意見陳述権は執行する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、執行する側や取締役会の対応が適切であるとしてその対応を支持する意見を形成するときにも行使できるため、当該意見陳述権には報酬等の決定プロセスにおいて監査等委員会が正当性を与える効果があるとも考えられている⁴⁰。

2. 任意の報酬委員会

昨今、任意の報酬委員会(報酬諮問委員会)を設置する上場会社が急増している。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社であったが⁴¹、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おり⁴²、さらに、2023年公表の調査結果では、当該委員会を設置しているのは東証上場会社3770社のうちの57.7%にも達している⁴³。なお、監査等委員会設置会社においても報酬委員会を設置することは妨げられないとされており、そうして設置された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であ

³⁸ 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)。

³⁹ 坂本編・前掲注(36)43頁。

⁴⁰ 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：月刊監査役676号(2018年)別冊付録に掲載)(https://www.kansa.or.jp/wp-content/uploads/support/el001_171201_1b.pdf, 2023年11月21日最終閲覧)12頁。

⁴¹ 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頁図表89。

⁴² 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)92頁。

⁴³ 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2023」(2023年3月)57頁図表52。

ると考えられている⁴⁴。

任意の報酬委員会は、取締役会からの諮問に基づき取締役会に対して答申を行う機関として位置づけられる⁴⁵。任意の機関であるためそれぞれの会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⁴⁶とされており、たとえば、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額、④取締役以外の経営陣の報酬総額または個人別報酬額、⑤報酬の決定手続を諮問事項とすることが考えられる⁴⁶。そこで、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⁴⁷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上記報酬額の決定を委任することを否定する理由はないと考えられている⁴⁷。もっとも、当該委員会は取締役会そのものではないため、取締役会の専決権限とされている株主総会に付議する役員報酬議案（会社法 361 条 1 項・298 条 4 項）の最終決定や取締役の個人別の報酬等の内容の決定方針（同法 361 条 7 項）の最終決定を行うことはできないと解されている⁴⁸。また、監査等委員会設置会社においては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た監査等委員の個別報酬額の配分（同法 361 条 3 項）についても任意の報酬委員会が最終決定することはできないと考えられている⁴⁹。

上で述べたことに関連して、監査等委員会設置会社が任意の報酬委員会を設置する場合において、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）

⁴⁴ 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）19 頁。

⁴⁵ 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 卷 12 号（2016 年）58 頁。

⁴⁶ 梶元・前掲注（45）59 頁。

⁴⁷ 梶元・前掲注（45）58 頁、下山・前掲注（44）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きわめて類似するともいえるが（下山・同 20 頁）、取締役会決議により任意の報酬委員会の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）。

⁴⁸ 渡辺邦広編『任意の指名委員会・報酬委員会の実務』（商事法務、2022 年）145 頁。

⁴⁹ 梶元・前掲注（45）58 頁、下山・前掲注（44）20 頁、渡辺編・前掲注（48）145 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 卷 1 号（2017 年）73 頁）。

との関係が役割分担の観点から問題となる。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が問題となる。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、任意の報酬委員会の意見の合理性の有無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⁵⁰。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し、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て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⁵¹。なお、任意の報酬委員会の構成は客観性および合理性の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、会社の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、さらには、アドバイザーまた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⁵²。近時、役員報酬は急速に多様化し、各社が急ピッチでその見直しを進めているところであるが、そのような報酬制度の見直しを行う場合等に豊富な知識・ノウハウ等を有する外部の専門家をアドバイザーとして活用することは有力な選択肢であるとされている⁵³。

3. 法の理想と現実の乖離

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ないことになっているが（会社法 361 条 1 項柱書）、上で述べたように、株主は取締役報酬の決定に事実上ほとんど関与できていないことから、現在、法の理想と現実とが著しく乖離している状況にあるといえる。株主総会の形骸化が取締役報酬決定の局面において現出しているともいえよう。そこで、米国や英国で採用されている Say-on-Pay 制度から問題解決のための示唆を得たいと考える。

さて、本章において、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。わが国では、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

⁵⁰ 渡辺・前掲注（49）73 頁。

⁵¹ 下山・前掲注（44）21 頁。

⁵² 渡辺編・前掲注（48）156-157 頁。

⁵³ 渡辺編・前掲注（48）158 頁。

ていないのが実情であるため⁵⁴、株主総会を株主の意見表明の場とする Say-on-Pay 制度の核心的要素を欠くことになるからである。そもそも、米国および英国の Say-on-Pay 制度も上場会社が適用対象となっている。それぞれについて具体的に述べると、米国の Say-on-Pay 制度はドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法⁵⁵（以下「ドッド＝フランク法」という）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ため、米国の証券取引所に上場している会社、厳密には SEC 登録会社⁵⁶をその適用対象としており⁵⁷、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⁵⁸。よって、本章においては、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、本章では、わが国および英国については「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にするが、これは、わが国および英国の「取締役」と米国の「役員」の報酬規制を比較対象とすることが適切であると考えられるからである。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⁵⁹、業務執行者の報酬額を問題にする必要があるところ、英国の企業では、最高経営責任者（the most senior of the company's managers）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（CEO）がそれを担う場合の方が多いようである）⁶⁰、また、わが国の企業においても、主に代表取締役

⁵⁴ 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。なお、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（最判平成 15 年 2 月 21 日金判 1180 号 29 号参照）、本稿ではこれに立ち入らない。

⁵⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376(2010).

⁵⁶ 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（S.E.C. Release No.33-9178, February 2, 2011, 76 Fed.Reg. 6010, 6012 n.38）。

⁵⁷ See, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A.

⁵⁸ See, Companies Act 2006 § 420(1).

⁵⁹ ウイリス・タワーズワトソン「日米欧 CEO および社外取締役報酬比較（2022 年度）」（2023 年 8 月 17 日）（<https://www.wtwco.com/ja-jp/news/2023/08/report-fy2022-comparison-of-compensation-for-ceos-and-ned-between-japan-the-united-states-and-europe>, 2023 年 11 月 21 日最終閲覧）。

⁶⁰ Paul L. Davies & Sarah Worthington, eds., *Gower's Principles of Modern Company Law* (10th ed.), London: Sweet & Maxwell, 361 (2016).

が日々の業務執行を行っている⁶¹のに対して、米国の企業には、附属定款において記載されるか、あるいは附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⁶²、CEO を中心とする当該役員が附属定款また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ないとされている⁶³。したがって、本章では、「取締役」および「役員」のいずれか一方への用語の統一は行わずに、上記のようにして各国の報酬規制を論じることとする。

第2節 Say-on-Pay 制度

1. 米国の Say-on-Pay 制度

(1) 導入の背景

米国における Say-on-Pay 制度導入の背景を以下に説明する。

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⁶⁴、こ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%未滿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⁶⁵。ビル・クリントン (Bill Clinton) 大統領 (当時) と連邦議会は、企業が役員報酬の支払いために行うことができ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) が当該制限の適用から除外 (ただし、当該適用除外規定は現在では廃止されている⁶⁶) された結果、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⁶⁷。高額役員報酬への批判が米国において頻発するのは、役員と従業員との間の著しい所得格差によるところが大きく、

⁶¹ わが国の上場会社 (取締役会設置会社) では、取締役会が業務執行の決定をなし (会社法 362 条 2 項 1 号)、その決定に基づき代表取締役および業務執行取締役が業務を執行し (同法 363 条 1 項)、取締役会がそれを監督する (同法 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わが国の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。

⁶² See, Model Business Corporation Act § 8.40(a).

⁶³ See, Model Business Corporation Act § 8.41.

⁶⁴ 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).

⁶⁵ Bengt Holmstrom & Steven N. Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s*, NBER Working Paper, 8220, 16 (2001).

⁶⁶ See, Internal Revenue Code § 162(m).

⁶⁷ Stephen M. Bainbridge, *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley: Understanding How Sarbanes-Oxley Affects Your Business*, Adams Media, 18 (2007).

たとえば、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、2005 年の 525 倍をピークとして⁶⁸、2007 年においても 344 倍の所得格差があった⁶⁹。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づける上場要件を採択し⁷⁰、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(たとえば、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%と比較すると更に低い割合であった⁷¹)と比較すると、より多数(2007 年には 40.8%、2008 年には 41.7%)の支持を得るようになり、実際に当該勧告決議を行う企業が増加したとされる⁷²。加えて、当該勧告決議を自発的に行う会社も現れ始め、たとえば、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⁷³。

上記のように、米国では過大な経営者報酬の問題が大きな注目を集めるとともに、その監視や抑制を意図した株主アクティビズム(第 4 章にて詳しく説明する)が活発化していた⁷⁴。そして、当時の経営者報酬に批判的な株主によるアクティビズムの理論的な支柱となっていた人物がルシアン・ベブチャック (Lucian Bebchuk) 教授(以下「ベブチャック教授」という)であり、ベブチャック教授は、2006 年に 2 社に対して経営者に対する年金給付の開示強化を求める定款変更議案を提出し、また、2007 年には 4 社に対して CEO の報酬議案につき外部役員 of 少なくとも 3 分の 2 の承認を必要とするための定款変更議案を提出するといった活動を行っていた⁷⁵。そのような中において、2007 年の年次株主総会に先立ち、過大な経営者報酬の抑制やパフォーマンスに連動した経営者報酬の採用に向かうことを望むアクティビスト投資家が、60 社以上に対して経営者報酬に対する株主投票の実施を提案し

⁶⁸ Sarah Anderson et al., *Executive Excess 2005: Defense Contractors Get More Bucks for the Bang* 12th Annual CEO Compensation Survey, 13 (2005).

⁶⁹ Sarah Anderson et al., *Executive Excess 2008: How Average Taxpayers Subsidize Runaway Pay* 15th Annual CEO Compensation Survey, 1-2 (2008).

⁷⁰ NYSE Listed Company Manual Rule 303A; NASDAQ Listing Rule 4350; SEC Release No.34-48108 (June 30, 2003).

⁷¹ Randall S. Thomas and Kenneth J. Martin, *Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?*, 73 Wash. L. Rev. 67-68 (1998).

⁷² Delman, *supra* note 64, at 605.

⁷³ *Id.* at 606.

⁷⁴ 遠山勳「米経営者報酬への批判と株主アクティビズム(上)」みずほ年金レポート 73 号(2007 年) 70 頁。

⁷⁵ 遠山・前掲注(74) 73 頁。

ていた⁷⁶。

(2) 制度の概要

米国における一般的な会社法であるデラウェア州一般会社法においては、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⁷⁷。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⁷⁸。もっとも、デラウェア州一般会社法によると、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⁷⁹。そして、ニューヨーク証券取引所上場規則によると、上場会社は独立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⁸⁰、また、ナスダック上場規則においても同様の規則がある⁸¹。

さて、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=フランク法が 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 条の改正が行われた⁸²。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づける仕組みである。以下において、報酬開示規制を摘記し、その後に Say-on-Pay 制度の概要を示すことにする。

米国の会社の役員報酬に関する開示については規則 S-K の項目 402⁸³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」という)において文章により開示される⁸⁴。そして、当該開示に次いで、過去 3 事業年度における役員報酬額(個人別および総額)等の表による開示が行われる⁸⁵。また、このような表について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⁸⁶。なお、報酬開示の対象となる役員は、主席執行役員 (Principal Executive Officer : CEO)、主席財務役員 (Principal

⁷⁶ 遠山・前掲注 (74) 74 頁。

⁷⁷ See, Delaware General Corporation Law § 122(5), 141(a).

⁷⁸ Model Business Corporation Act § 3.02(12), 8.01(b).

⁷⁹ Delaware General Corporation Law § 141(c).

⁸⁰ New York Stock Exchange Listed Company Manual 303A.05(a).

⁸¹ NASDAQ Listing Rule 5605(d)(2)(A).

⁸² See, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A.

⁸³ Regulation S-K, Item 402.

⁸⁴ Regulation S-K, Item 402(b).

⁸⁵ Regulation S-K, Item 402(c), (d).

⁸⁶ Regulation S-K, Item 402(e).

Financial Officer : PFO)⁸⁷、直近の事業年度末の執行役員 (Executive Officers) のうちで PEO・PFO 以外の高額報酬受給者上位 3 名、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) 2 名である⁸⁸。

それでは、Say-on-Pay 制度についてみていく。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 14 条 A 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⁸⁹。また、同項 2 号は、承認決議の頻度 (1 年に 1 度、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⁹⁰。ただし、同法 14A 条 c 項によると、上記の承認決議等は拘束力のない勧告決議であるとされる⁹¹。それゆえに、会社が直近の決議結果を考慮したかどうか、そして考慮した場合に報酬の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ないとされている⁹²。なお、同条 d 項は、機関投資運用者 (Institutional Investment Manager)⁹³ に対して投票行動についての報告義務 (1 年に 1 度) を課している⁹⁴。

(3) 制度に対する評価

上記の Say-on-Pay 制度に関しては、以下のような賛否両論が展開されている。

たとえば、前出のベブチャック教授およびジェシー・フリード (Jesse Fried) 教授は、共著書の中で 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している) ことを前提として、勧告的な株主投票では十分であるとはいえないとし、株主総会決議に拘

⁸⁷ 実際の米国企業では chief executive officer(CEO)および chief financial officer(CFO)に該当する者であると考えられる。

⁸⁸ Regulation S-K, Item 402(a)(3).

⁸⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(1).

⁹⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(2).

⁹¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(c).

⁹² Regulation S-K, Item 402(b)(1)(vii).

⁹³ 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またはその売買を行う自然人以外の者およ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))。

⁹⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(d).

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⁹⁵。他方において、ステファン・ベインブリッジ (Stephen Bainbridge) 教授 (以下「ベインブリッジ教授」という) 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もって批判的であり、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して、Say-on-Pay 制度の基本的な内容に対しても否定的な考え方を示している⁹⁶。

ところで、デラウェア州一般会社法、ニューヨーク州事業会社法、カリフォルニア州一般会社法、およ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に付与していることから⁹⁷、米国の会社法については、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)⁹⁸。その一方で、学説においては、株主権限拡大議論が展開されており、その論者には上記のベブチャック教授およびベインブリッジ教授がいる。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いえるのではないだろうか。そこで、株主権限拡大議論についてもみていくことにする。

まず、株主権限拡大に対する幾つかの反対意見を挙げる。株主民主主義 (会社内で株主の権限を高めるための努力⁹⁹) 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疑問であるとし、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¹⁰⁰。この背景には、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、取締役会から権限を株主に付与することにより米国の会社において形成され

⁹⁵ Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 198 (2004).

⁹⁶ Stephen M. Bainbridge, *Is 'Say on Pay' Justified?*, Regulation 32, 42-47 (2009).

⁹⁷ Delaware General Corporation Law § 141(a); New York Business Law § 701; California General Corporation Law § 300(a); Model Business Corporation Act § 8.01(b).

⁹⁸ Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. UL Rev. 573-574 (2002).

⁹⁹ Lisa M. Fairfax, *Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 1 (2008).

¹⁰⁰ Stephen M. Bainbridge, *Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 Harv. L. Rev. 1749 (2006).

てきた効率性およ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¹⁰¹。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、当該株主の権限だけが拡大することを憂慮する見解が唱えられている¹⁰²。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関係は認められないため、むしろ、株主権限拡大によって破壊的な(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みられ¹⁰³、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¹⁰⁴。

次に、株主権限拡大に対する賛成意見も反対意見と同様に幾つか列挙する。株主民主主義の支持者は、株主権限の拡大が代理人問題に対処することで、企業統治、企業業績、および株主価値を改善させると主張する¹⁰⁵。また、同じく株主民主主義の支持者の見解によると、株主権限の拡大が経営者の説明義務の拡大に資すると評価される¹⁰⁶。そして、経営者による説明の増加が、株主と経営者の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およ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¹⁰⁷。加えて、危険に晒されている対象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¹⁰⁸。ただし、株主権限拡大に対する懸念が全くないわけではない。それは株主およ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。この背景には、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説明がなされている。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、

¹⁰¹ *Id.* at 1746; *id.*, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. Rev. 601, 624 (2006).

¹⁰² *Id.*, *supra* note 100, at 1754.

¹⁰³ Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. Rev. 598-599 (2006).

¹⁰⁴ Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 Va. L. Rev. 253-254, 286-287 (1999).

¹⁰⁵ Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 842-843 (2005).

¹⁰⁶ Fairfax, *supra* note 99, at 21.

¹⁰⁷ *Ibid.*

¹⁰⁸ Bebchuk, *supra* note 105, at 894.

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完成す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くべきであり、あるいは、キッチンの外にいるべきであるということになる¹⁰⁹。

以上のように、Say-on-Pay 制度に関しては賛成論および反対論の両方が提唱されており、さらには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会社の意思決定の大部分を担い、一方の株主は会社の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または否認する権利を有する）とされていることをもって、米国は取締役優位モデルを採用しているといわれる¹¹⁰。

(4) 支配株主との関係

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ため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であるとする見解が提唱されている¹¹¹。このような見解については、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支配株主が関心を有している（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¹¹²。それに対して、支配株主のいない会社では一般的に経営者が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う問題が生じるとされる。公開会社における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¹¹³）、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¹¹⁴は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は経営者の報酬パッケージを厳格に監視することができないからである。については、支配株主の存在をもって経営者の

¹⁰⁹ *Id.* at 882.

¹¹⁰ Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 *Stan. L. Rev.* 800-802 (2002).

¹¹¹ Kobi Kastiel, *Executive Compensation in Controlled Companies*, 90 *Ind. L.J.* 1131 (2015).

¹¹² See, *id.* at 1133-1134.

¹¹³ Bainbridge, *supra* note 101, at 602.

¹¹⁴ 機関投資家とは、他人から資金を集めて管理・運用する法人等の団体であり、銀行・信託銀行、保険会社、年金基金、財団、投資信託会社・投資顧問会社をいうとされる（高橋・前掲注（19）42頁注4）。

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ている¹¹⁵。

他方において、ドッド=フランク法の成立以来、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¹¹⁶、支配株主を含むすべての株主が当該株主総会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当該株主総会決議の有用性は乏しいとする見識も示されている¹¹⁷。

なお、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¹¹⁸。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 制度の推奨に対する否定的な割合をみると、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¹¹⁹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¹²⁰。

2. 英国の Say-on-Pay 制度

(1) 導入の背景

1980 年代においては、英国企業の取締役報酬は取締役会で決定されていた。すなわち、1985 年会社法(Companies Act 1985)の模範付属定款(Table A)は、株主総会決議により報酬を決定する旨定めていたが、一般的には取締役報酬の決定は取締役会に委任されていた¹²¹。ところが、1990 年代に入ると、そのような報酬決定方法をめぐり批判的な議論が起り始めた。公開企業（特に 1990 年代に民営化された水道・ガス等の公共サービス（旧国有）企業）の株主および機関投資家は、取締役報酬の高騰に懸念を示し、事実上株主総会の決定事

¹¹⁵ Kastiel, *supra* note 111, at 1133-1134.

¹¹⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951.

¹¹⁷ Kastiel, *supra* note 111, at 1156.

¹¹⁸ 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 (last visited Nov. 21, 2023).

¹¹⁹ サンプルとされている支配株主のいる会社 589 社のうちで 392 社（67%）にプロ経営者が存する（Kastiel, *supra* note 111, at 1158）。

¹²⁰ *Id.* at 1159.

¹²¹ The Companies (Tables A to F) (Amendment) Regulations 1985 as Amended by (SI 1985/1052), tab. A, arts. 82, 84.

項でない取締役報酬に対して株主の意思をいかに反映させることができるかという議論が始まり、活発化していったようである¹²²。

さて、英国企業における取締役報酬の高額化は政治状況が劇的に変化した1980年代にもたらされたようである。マーガレット・サッチャー (Margaret Thatcher) 首相 (当時) の率いる保守党政権 (1979-1990年) が強力な自由市場主義を支持した結果として、1979年から1994年にかけて英国の大規模公開会社の最高経営責任者の報酬総額は600%近く上昇した¹²³。この流れは次のジョン・メージャー (John Major) 首相 (当時) の率いる保守党政権 (1990-1997年) 時代においても変わらなかったため、メージャー政権は、特に、旧国有企業の取締役報酬の高額化に対する投資家および有権者からの批判を浴び続けた¹²⁴。そして、1990年代半ばに差し掛かる頃には、政治家も過度の取締役報酬を無視し続けることができなくなり、メージャー首相 (当時) も取締役報酬を制限すべき旨を何度も訴えていたようである¹²⁵。

上で述べたような時流の中で、キャドベリー委員会およびグリーンブリー委員会が設置され、両委員会において取締役報酬に関する勧告内容を記した報告書がそれぞれ作成された。

まずは、キャドベリー報告書 (1992年12月)¹²⁶の内容を示すことにする。キャドベリー報告書には、取締役の報酬は株主が賛否の投票により賢明に判断できるような事柄ではなく、また、株主の反対により取締役の報酬が否決されると取締役会が再度決定しなければならず、そのうえ、任用時に報酬について合意する必要があるというような実務的・実地的な配慮を要することから、株主投票には否定的な立場である旨が記された¹²⁷。もっとも、年次株主総会で取締役報酬の問題に関して意見を述べる機会を株主に対して提供することで取締役会の政策に株主の影響が反映されることを目標とし、それをもって株主が企業統治の一端を担い得るとするものであった¹²⁸。

¹²² クリス・アルダートン (アンドリュウ・カウエル訳) 「英国：役員報酬の設定を巡る動向」取締役の法務 90号 (2001年) 86頁。

¹²³ Randell S. Thomas & Christoph Van der Elst, *Say on Pay Around the World*, 92 Wash. UL Rev. 722 (2015).

¹²⁴ See, Stephen Davis, *Does 'Say on Pay' Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, 1 Yale Millstein Center Policy Briefing, 9 (2007).

¹²⁵ Delman, *supra* note 64, at 588.

¹²⁶ Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, London: Gee Publishing (1992).

¹²⁷ *Id.*, para. 4.43.

¹²⁸ *Id.*, para. 4.45.

次に、グリーンブリー報告書（1995年7月）¹²⁹について説明する。同報告書による提案の一つが、非業務執行取締役が中心となって構成される報酬委員会が取締役および株主を代表して、取締役報酬に関する会社の政策（報酬政策）および個々の業務執行取締役の報酬額等を決定するというものであった¹³⁰。さらに、当該報告書は、会社が報酬政策を本質的に変更しようとする場合や報酬政策が議論の的となっている場合等のように特別の事情がある場合には報酬政策につき株主総会の承認（株主からの明示的な賛成）を遠慮なく求めることを提案した¹³¹。ただし、当時の貿易産業省（Department of Trade and Industry (DTI)）¹³²が外部に委託した調査によれば、株主総会に株主の承認のための報酬報告書を提出したのは調査対象企業270社のうちの7社に過ぎなかった¹³³。

1997年の総選挙において勝利して政権を奪取したトニー・ブレア（Tony Blair）首相（当時）の率いる労働党政権（1997-2007年）は、取締役報酬に関する問題の解決のために新たなアプローチを求めた。このような状況の中で提唱されたのが株主による勧告的な信任（承認）決議（1999年に初めて貿易産業大臣のステイブン・バイヤーズ（Stephen Byers）によって概説された）であり、これは政府による旧国有企業の再国有化や取締役会への介入といった手法ではなく、株主自身が取締役の報酬に対して意見を述べることのできる権限を

¹²⁹ Study Group on Directors' Remuneration, *Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury (Greenbury Report)*, London: Gee Publishing (1995).

¹³⁰ *Id.*, paras. 4.3-4.7.

¹³¹ *Id.*, para. 5.31.

¹³² 同省の解散に伴い、ビジネス・企業・規制改革省（Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform (BERR)）が創設され、その後、ビジネス・イノベーション・技能省（Department for Business, Innovation and Skills (BIS)）に変わり、さらには、エネルギー・気候変動省（Department of Energy and Climate Change (DECC)）との統合を経て、現在はビジネス・エネルギー・産業戦略省（Department for Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS)）となっている。

¹³³ 貿易産業省が、英国の会計事務所であるプライスウォーターハウスクーパーに委託し、当該会計事務所より報告された「取締役の報酬の側面に関するコーポレート・ガバナンスの検討」の中で該当7社の名前が公表されている（1998年12月26日から1999年3月31日までに終了した会計年度におけるFTSEオールシェア指数（FTSE All-Share Index）に関係する企業の年次報告書および年次計算書類からデータは抽出された）（PricewaterhouseCoopers, *Monitoring of Corporate Governance Aspects of Directors' Remuneration*, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20070603164510/http://www.dti.gov.uk/cld/pwcrep.pdf> (last visited Nov. 21, 2023)。

新たに株主に与えるという第三の手法であった¹³⁴。そして、当時の貿易産業省による諮問書（1999年7月¹³⁵・2001年12月¹³⁶）における取締役報酬制度に関する立法勧告等が、後述の2002年の法改正に繋がることになった（当該諮問書の内容については先行研究が詳しいので立ち入らない¹³⁷）。

(2) 制度の概要

2002年の会社法改正により、会社は毎年の株主総会において取締役報酬報告書に対する勧告的な承認決議を行わなければならないとされた¹³⁸。この改正によって、いわゆる Say-on-Pay 制度が英国において導入されたことになる。Say-on-Pay 制度の導入理由には取締役報酬における3つの原則（説明責任・透明性・業績との繋がり）の不遵守があったとされる¹³⁹。当時の貿易産業大臣であったメラニー・ジョンソン（Melanie Johnson）は、庶民院の常任委員会において、規制の目的は、取締役報酬の設定において、透明性、説明責任、業績と報酬の連動性を向上させることであると述べていた¹⁴⁰。

では、以下において英国における Say-on-Pay 制度に関する具体的な法規定の内容を概観するが、2002年の会社法改正に基づく Say-on-Pay 制度を含む基本的な報酬規制の枠組み¹⁴¹は、現行の2006年会社法に引き継がれているので、以後、条文番号は2006年会社法に基づくものとする。

¹³⁴ Davis, *supra* note 124, at 9.

¹³⁵ DTI, *Consultative documents Directors' Remuneration*, July 1999 (URN99/923).

¹³⁶ *Id.*, *Consultative documents Directors' Remuneration*, Dec. 2001 (URN01/1400).

¹³⁷ 1999年の諮問書については、大久保拓也「イギリス法における取締役の報酬規制」日本大学大学院法学研究 29号（1999年）208頁以下、2001年の諮問書については、松村幸四郎「英国における上場会社取締役の報酬規制の展開：英国貿易産業省（DTI）会社法改正提案と日本法への示唆」酒巻俊雄古希記念『21世紀の企業法制』（商事法務、2003年）822頁以下。

¹³⁸ Companies Act 1985 § 241A.

¹³⁹ Walid M. Alissa, *Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK*, 24 (4) *European Accounting Review*, 728 (2015).

¹⁴⁰ House of Commons, *Draft Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, Tenth Standing Committee on Delegated Legislation (July 10, 2002) (chair: Alan Hurst).

¹⁴¹ See, the *Directors' Remuneration Report Regulations 2002* (SI2002/1986). なお、2002年改正については、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頁以下、伊藤靖史「取締役・執行役の報酬に関する規制のあり方について：経営者の監督・インセンティブ付与手段という観点からの問題点」同志社法学 55巻1号（2003年）19頁以下が詳しいので参照されたい。

まず、会社法 420 条 1 項は、株主に向けた開示を前提として上場会社¹⁴²の取締役に対して事業年度ごとに取締役報酬報告書¹⁴³の作成義務を課している¹⁴⁴。そして、同条 2 項および 3 項は、この作成義務（作成要件の遵守）を怠った場合における一定の該当者に対して刑事罰を科している¹⁴⁵。次に、同法 422 条 1 項によれば、作成された取締役報酬報告書は取締役会の承認を得た上で取締役または会社秘書役による署名を要し¹⁴⁶、同条 2 項および 3 項は、この署名を怠った場合において一定の要件を満たす取締役に対して上記同様の刑事罰を科している¹⁴⁷。さらに、同法 423 条 1 項は、当該取締役報酬報告書を株主等に送付する旨を規定し¹⁴⁸、そして、同法 437 条 1 項に基づき、決議に付すために株主総会へと提出されることとなる¹⁴⁹。なお、同法 425 条は、株主等に対する送付懈怠がある場合において会社および任務を懈怠した役員に対して罰則を科し¹⁵⁰、同法 438 条も株主総会への提出懈怠がある場合における一定の取締役に対する罰則を規定している¹⁵¹。ここまでするまでを経た上で、同法 439 条に基づき株主総会決議が行われることになる¹⁵²。株主は当該取締役報酬報告書について承認するか却下するかのほかに棄権投票もできると解されている¹⁵³。そして、手続違反が認められた場合には同法 440 条により一定の者に対して罰則が科され得る¹⁵⁴。ただし、同法 439 条 5 項の規定内容からも分かるように当該決議は勧告決議に過ぎない¹⁵⁵という問題が残されている。この点につき、前出のメラニー・ジョンソン大臣（当時）は、法的効力はないが、多数の反対投票は取締役に対してそれを無視することはできないという強力な信号（メッセー

¹⁴² See, Companies Act 2006 § 385(2).

¹⁴³ 当該報告書の記載内容については、国務大臣(The Secretary of State)が規則によって定めることとされており、会社法においてその記載内容が明文化されているわけではない (See, Companies Act 2006 § 420)。また、当該報告書はウェブサイト上において利用あるいは入手可能な状態にしておかなければならない (See, Companies Act 2006 § 430)。

¹⁴⁴ Companies Act 2006 § 420(1).

¹⁴⁵ Companies Act 2006 § 420(2), (3).

¹⁴⁶ Companies Act 2006 § 422(1).

¹⁴⁷ Companies Act 2006 § 422(2), (3).

¹⁴⁸ Companies Act 2006 § 423(1).

¹⁴⁹ Companies Act 2006 § 437(1).

¹⁵⁰ Companies Act 2006 § 425.

¹⁵¹ Companies Act 2006 § 438.

¹⁵² Companies Act 2006 § 439.

¹⁵³ Konstantinos Stathopoulos & Georgios Voulgaris, *The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay*, 24 (3) *Corporate Governance: An International Review*, 362 (2016).

¹⁵⁴ Companies Act 2006 § 440.

¹⁵⁵ See, Companies Act 2006 § 439(5).

ジ) を送るだろうと述べていた¹⁵⁶。

さて、英国において Say-on-Pay 制度が導入されたが、同国の最大手企業 (FTSE100) の取締役報酬は、会社の業績との明確な関連性が認められないにもかかわらず 1998 年から 2010 年の間に約 4 倍に増大し¹⁵⁷、財界首脳、投資家、および学者等は、このような取締役報酬の増大を依然として問題視していた¹⁵⁸。もっとも、Say-on-Pay 制度導入により株主 (投資家)・企業間における対話が増加したという調査結果も出ており、それによると、Say-on-Pay 制度導入後、企業は、株主を納得させるために報酬委員会の開催頻度を増やしただけでなく、重要な投資家や専門的なアドバイザーとの間で報酬関連での接触を増加させていったとされる。さらに、報酬委員会の議長が潜在的な内部圧力に対する対抗手段として Say-on-Pay 制度導入を歓迎したという報告もある¹⁵⁹。そうすると、前述の取締役報酬における 3 つの原則 (説明責任・透明度・業績との繋がり) のうち、Say-on-Pay 制度の直接的な効果ではないにせよ、結果的には、「説明責任」と「透明度」については望ましい方向に改善がなされたものと考えることができる。そして、残る 1 つの「業績との繋がり」の改善に向けられて、以下に述べる法改正が行われた。

2013 年に会社法改正が行われ、会社法 439A 条に基づき、取締役報酬報告書における将来の取締役報酬政策 (会社の方針) を記す部分¹⁶⁰に限り、少なくとも 3 年に 1 度は拘束力のあ
る¹⁶¹株主総会承認決議を受けなければならないとされた¹⁶²。2013 年会社改正の位置づけとしては、取締役報酬と会社業績における明確かつ強力な結びつきを促進するためのものであるとされる¹⁶³。また、当該改正の背景には、堅固に構築され会社の戦略的目標と明確に関連づけられた取締役報酬、および会社の長期的な成功に貢献した取締役に応える報酬は、会社の安定性と成長を促進するために重要であるという考え方があり、他方において、会社戦略・業績と取締役報酬を適切に関連づけられない報酬政策は、株主還元の縮小、コーポレート・ガバナンスの弱体、および会社の信頼の減少を通じた潜在的な経済コストを有することになるという考え方があったようである¹⁶⁴。なお、報酬政策が株主総会決議で否決された場

¹⁵⁶ House of Commons, *supra* note 140.

¹⁵⁷ BIS, *Consultation on Revised Remuneration Reporting Regulations* (BIS/12/888, 2012), para.12.

¹⁵⁸ *Id.*, paras. 1, 13.

¹⁵⁹ Davis, *supra* note 124, at 11-12.

¹⁶⁰ 取締役報酬報告書の中で報酬政策を分けて記述しなければならないとされる (Companies Act 2006 § 421(2A))。

¹⁶¹ See, BIS, *Directors' Pay: Guide to Government Reforms* (BIS/12/900, 2012).

¹⁶² Companies Act 2006 § 439A.

¹⁶³ BIS, *Executive Remuneration: Discussion Paper* (BIS/11/1287, 2011), para.33.

¹⁶⁴ *Id.*, *supra* note 157, para.11.

合には次の3つのオプションがあると考えられた。第一に、既に株主の承認を得ている直近（最終）の報酬政策に従い報酬支払いを継続することである。第二に、直近の報酬政策と一致しない報酬を特別に支払う場合は別途株主総会の承認決議を求めなければならないことである。第三に、新たに株主総会を招集して再度報酬政策（修正したものでもよい）の承認を求めることである¹⁶⁵。斯くして、2013年会社法改正により、英国において、部分的ではあるが株主総会決議に拘束力のある Say-on-Pay 制度が導入されることになった。

その後、テリーザ・メイ（Theresa May）は、正式に首相に就任する前に、取締役報酬報告書の報酬政策の部分に限定することなく、取締役報酬報告書全体を対象にして毎年の株主総会において拘束力のある株主投票を実施したい旨を主張していた¹⁶⁶。別の言い方をすれば、過去の報酬報告（報酬政策がどのようにその前年に実行されたか）についても拘束力のある株主総会決議を実施すべきであると提案していた。そして、2016年11月に英国政府が公表した「コーポレート・ガバナンス改革」と題するグリーンペーパーにおいては、上述のテリーザ・メイ首相（当時）が唱えるように報酬報告書全体を拘束力のある株主総会決議の対象とするか、あるいは、変動型の実績連動型報酬（長期インセンティブ報酬プラン等）の部分のみを対象とするか、また、それをすべての企業に対して適用するか、あるいは、かなりの数の株主の反対に遭った企業だけに対して適用するかというオプションが提示された¹⁶⁷。さらに、取締役報酬報告書における勧告決議が否決された場合には規制を強化するというオプションも示された¹⁶⁸。具体的には、ある年度における当該勧告決議が否決された場合、その年度内に次年度の報酬政策について株主の大多数（たとえば75%）の賛成をもって承認を得なければならない、あるいは、次年度の報酬報告書に対する総会決議が拘束力のある決議になるというものである¹⁶⁹。そして、ほかにも、年次報酬総額の上限を設定した上で当該上限を超過するときには拘束力のある決議を必要とすること等、取締役報酬に対する株主権限強化に関する幾つかオプションが提示された¹⁷⁰。しかしながら、2017年8月に公表された報告書によると、取締役報酬報告書全体を拘束力のある総会決議の対象とするというメイ首相（当時）の首相就任前からの提案は改革案としては採用されなかった¹⁷¹。

¹⁶⁵ *Id.*, *Directors' Remuneration Reforms: Frequently Asked Questions* (BIS/13/727, 2013), para.20.

¹⁶⁶ Theresa May, *Economy must Work for Everyone in a Truly Great Britain*, THE TIMES (London, England), July 11, 2016, at 7.

¹⁶⁷ BEIS, *Green Paper: Corporate Governance Reform*, 22 (2016).

¹⁶⁸ *Id.* at 23.

¹⁶⁹ *Id.*, paras 1.21-1.22.

¹⁷⁰ See, *id.* at 23-24.

¹⁷¹ See, *id.*, *The Government Response to the Green Paper Consultation: Corporate Governance Reform*, 18-23 (2017).

第3節 Say-on-Pay 制度のわが国への導入の是非

1. 総論

本節では Say-on-Pay 制度のわが国への導入の是非を論じることとする。

まず、米国および英国の Say-on-Pay 制度自体の有効性について検討する。前節で米国および英国のそれぞれの制度の概要をみてきたが、それを踏まえて各制度の有効性の程度を比較する。ついで、Say-on-Pay 制度の有効性について何を以て有効性が高いと判断するのかという基準を示しておく。株主が取締役報酬 (Pay) に対して意見表明 (Say) する、いわゆる Say-on-Pay 制度の有効性の有無または程度の判断については、株主の意見が取締役報酬に反映され得るかどうかをメルクマールとする。したがって、有効性が高いといえる場合とは、株主が実質的に取締役報酬を決定している場合、あるいは株主の意見をもとに取締役報酬が見直される仕組みとなっている場合を意味する。

次に、わが国の法制度との整合性の有無について検討する。制度としての有効性が高いとしても、そのことのみをもってわが国の法制度と整合的であるとは限らないため、相対的に有効性の高い Say-on-Pay 制度がわが国の法制度と整合性を有しているかどうかを丹念に検討する必要があると考えている。

最後に、Say-on-Pay 制度の有用性の有無についても判断する。有効な Say-on-Pay 制度がわが国の法制度と整合的であったとしても、それが有用であるかどうかは別途検討を要するであろう。支配株主の議決権を超越した実質的な影響力の強さゆえに支配株主のいる会社における Say-on-Pay 制度による株主総会決議には有用性が乏しいとする見解が唱えられているからである¹⁷²。したがって、Say-on-Pay 制度の有用性の有無を確認する上で重要な点は支配株主の有無等の株主構成ではないかと考えることができる。そうすると、わが国の会社が Say-on-Pay 制度を導入した場合に有用性を発揮し得る株主構成となっているかどうか問題となるであろう。

以上の検討を行った上で、解決すべき課題を示したい。

2. Say-on-Pay 制度の有効性

(1) 米国型

米国の Say-on-Pay 制度の特徴として挙げられるのが全面的に勧告決議であるということである¹⁷³。すなわち、米国の Say-on-Pay 制度は英国の当該制度とは異なり部分的にさえも法的拘束力がない。そして、承認決議の頻度は3年に1度以上であり¹⁷⁴、加えて、6年に1

¹⁷² Kastiel, *supra* note 111, at 1156.

¹⁷³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(c).

¹⁷⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(1).

度以上の頻度で承認決議の頻度を別途決議する¹⁷⁵ことになっている。よって、最も少ない頻度となった場合、3年に1度の拘束力のない承認決議さえ行えば足りるということになる。わが国への導入の是非において問題となるのは、3年に1度の承認決議ではわが国の会社の取締役の選任間隔と一致しないこと、および勧告決議では実効性が期待できないことである。

まず、前者についてはわが国の会社の取締役の任期は原則として2年であるため（会社法332条1項本文）、1期のみで退任した取締役は株主によるチェックを一度も受けることなく多額の報酬を得ることができてしまうという問題が生じる。さらには、監査等委員会設置会社の取締役（監査等委員であるものを除く）および指名委員会等設置会社の取締役に至っては、その任期が1年であるため（同法332条3項・6項）尚のことである。

次に、後者の勧告決議である点（取締役会が株主総会決議の結果を考慮する義務がないということ）については前者よりも更に重大な問題点を孕んでいると考えている。米国では株主総会決議の結果を考慮しなかった取締役等の責任（信認義務違反）を迫及する株主代表訴訟が提起されているが、取締役等の信認義務違反を認めることに裁判所は消極的である¹⁷⁶。このようなことから、株主総会決議の結果に全く拘束力のない米国のSay-on-Pay制度に対して、株主が報酬を決定する制度ではなく、むしろ、事後的な評価および意思表示に特化した制度であるとする論者もいるほどである¹⁷⁷。また、別の論者は、株主総会決議の拘束力の観点からはわが国の会社法361条1項各号の方が米国のSay-on-pay制度よりも効力が強いとさえ述べている¹⁷⁸。私見としても、Say-on-Pay制度における株主総会決議が勧告決議にとどまる限り、それは至って形式的な制度であると評価せざるを得ない。

なお、Say-on-Pay制度導入後に次のような3つの間接的な効果があったことが指摘されている。第一に、当該制度が役員報酬政策およびその実行に対して以前よりも大きな注目を

¹⁷⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951; Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a)(2).

¹⁷⁶ Raul v. Rynd, 929 F. Supp. 2d 333 (D. Del. 2013); Charter Township of Clinton Police and Fire Retirement System v. Martin, 219 Cal. App. 4th 924 (2d Dist. 2013). なお、邦語による前者の判例評釈として、近藤光男「Say on Pay と取締役の責任」『株主と会社役員をめぐる法的課題』（有斐閣、2016年）409頁以下（初出：商事法務2049号（2014年））、同じく後者の判例評釈として、熊代拓馬「Say on Pay 決議と取締役責任の関係」商事法務2109号（2016年）67頁以下がある。

¹⁷⁷ 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。

¹⁷⁸ 原弘明「役員の株式報酬と従業員持株制度：経営陣・ステークホルダーが株主を兼ねるという視点からの研究序説」近畿大学法科大学院論集13号（2017年）93頁。

集めることをもたらしたことである。第二に、役員報酬決定過程に影響を及ぼすことなどできないと考えてきた多くの株主が役員報酬と自分たちとの関連性をより強く意識するようになったことである。そして、第三に、取締役および経営陣は、役員報酬が株主の意見と合致しているかどうかにより多くの注意を払うようになったことである¹⁷⁹。これらの効果を総合的に勘案すると、米国の Say-on-Pay 制度については、少なくとも株主と役員報酬との距離を縮めることに対して間接的に寄与し得る制度であると論評することができよう。

(2) 英国型

英国における現行の Say-on-Pay 制度の重要な特徴とは、取締役報酬報告書の中で将来の取締役報酬政策を記す部分に限り、少なくとも 3 年に 1 度は拘束力のある¹⁸⁰株主総会承認決議を受けなければならない¹⁸¹という点である。加えて、報酬政策を除く報酬報告書の承認決議については拘束力がないものの毎年実施される¹⁸²ということも特筆すべき点として挙げられる。

まず、後者の毎年実施される点についてはわが国の会社の取締役の選任間隔との齟齬は生じないので、前述した米国の場合のような問題は生じ得ないといえる。

問題となるのは前者の勧告決議に過ぎない点であり、米国の制度に対して指摘したことと同様の問題が存在する。この点に関して、英国の Say-on-Pay 制度が、「株主に取締役の報酬の構成や額を決定させるものではなく、むしろ、開示を通じた規律を補強するものとして理解すべき」とであると評されることがある¹⁸³。ただし、2013 年会社法改正によって取締役報酬報告書から抜粋した報酬政策の承認決議に限り拘束力を与えたことが米国との小さからぬ差異であると考えられる。この改正により株主は報酬政策に関しては株主総会決議において実質的にも否決できるようになり、仮に株主総会決議において報酬政策が否決された場合には株主（総会）の意見が次年度以降の取締役の報酬に反映されることになるからである。この点をもって、英国の Say-on-Pay 制度は株主の意見を反映させるか否かを経営者の判断に委ねる米国の Say-on-Pay 制度とは本質的に異なるものであると理解することができる。

以上より、英国の Say-on-Pay 制度は米国の当該制度よりも有効性が高いと判断すること

¹⁷⁹ Joseph E. Bachtelder, *Say-on-Pay Under Dodd-Frank*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance and Fin. Reg. (Sept. 17, 2011), <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/09/17/say-on-pay-under-dodd-frank> (last visited Nov. 21, 2023).

¹⁸⁰ BIS, *supra* note 161.

¹⁸¹ Companies Act 2006 § 439A.

¹⁸² Companies Act 2006 § 439.

¹⁸³ 伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣、2013年）188頁。

ができる。

3. わが国の法制度との整合性

(1) 法解釈

(a) 会社法 361 条（監査役会設置会社）

Say-on-Pay 制度をわが国に導入する場合、わが国の現行の法制度との整合性が問題になる。そこで、従来型の会社形態である監査役会設置会社の報酬規制との整合性について述べることにする。

会社法 361 条によると取締役報酬の決定権限は定款に定めがある場合を除き株主総会にあるとされているが、株主総会決議に拘束力のない Say-on-Pay 制度が導入されると、報酬決定権限は取締役会に移ることになると解さざるを得ないであろう。株主総会決議の結果の如何を問わず取締役会の決定が維持され得るからである。そうすると、そのような Say-on-Pay 制度を導入する場合には会社法 361 条との抵触を免れ得ないことになる。翻って、Say-on-Pay 制度における株主総会決議に拘束力があるならば、株主総会の承認決議をもって最終的に取締役の報酬額等が決定されると解し得るので、取締役報酬の決定権限は取締役会に移転されず、依然として株主総会にとどまるとする解釈も十分に可能となるであろう¹⁸⁴。そもそも、事前あるいは事後のいずれの時点で株主総会承認決議を行うかは明文上定められていないため、解釈上、事後決議とすることも決して無理筋ではないものと考えられる。とはいえ、判例は株主総会決議を報酬請求権発生の要件としていることから会社法 361 条の定める株主総会決議は取締役報酬の支払前に行われることを想定しているものと考えられる¹⁸⁵。ところが、株主総会決議を経ずに支払われていた取締役報酬について事後的に承認決議が行われたことの効果が問題となった事案において、最高裁は事後的な株主総会決議に基づく取締役報酬の支払いを適法有効としている¹⁸⁶。当該判例は、事後的な株主総会承認決議であっても、お手盛りの弊害を防止し取締役報酬の決定を株主の自主的な判断に委ねるといふ報酬規制の趣旨目的を没却しない旨判示している（ただし、当該趣旨目的を没却するような特段の事情がある場合を除くとしている）。当該判例に対しては、株主総会決議を経ていないために違法であった報酬支払行為を事後の総会決議によって遡及的に適法化

¹⁸⁴ 株主総会が取締役を選任する以上、選任の条件として株主総会が本来的に取締役の報酬を決定すべきであるとする学説（神田・前掲注（17）263頁注10）があるが、事後的な承認を最終的な決定と解すれば、当該学説とも矛盾し得ないものと考えられる。

¹⁸⁵ 最判平成 15 年 2 月 21 日金判 1180 号 29 頁参照。

¹⁸⁶ 最判平成 17 年 2 月 15 日判タ 1176 号 135 頁。なお、比較的最近の裁判例である東京地判平成 27 年 5 月 26 日金法 2034 号 84 頁も、総会決議を経ずに支払われた取締役報酬を追認する旨の総会決議の取消請求を否定するという事例判断を行っている。

することに対する疑問が呈されている¹⁸⁷。ただし、かかる遡及的な適法化に反対する論者も、事後的な総会決議には新たな報酬支給の決定という意味合いがあるとして¹⁸⁸、支給後の株主総会承認決議の有効性については認めている¹⁸⁹。他方において、事後的な承認決議の場合には、既に支払いがなされているので承認せざるを得ないのではないかというバイアスが掛かる危険性があり、適切性の観点からは問題がないわけではないという指摘がなされている¹⁹⁰。もっとも、当該指摘をなした論者も、適切性と適法性は切り離して考えるべきであると述べており、裁判所が報酬額の相当性を判断することがないとするのが通説である以上、事後的に株主総会が承認した報酬額の相当性を問題にする余地はないと主張している¹⁹¹。また、別の論者からは、長年の違法状態を一挙に適法なものに変える事後的な総会決議において、事前に報酬を受け取った取締役が株主でもある場合に株主として有効に議決権行使できるかは別問題であり、そして、取締役の会社に対する損害賠償責任の免除規定である会社法 424 条の趣旨に反しないか疑問であるとする指摘もなされている¹⁹²。さらに、別の観点からは、手続規制はその遵守を通して政策目的を達成させるものであるゆえ、手続違反には相応の効果を認めるべきであるとし、遡及的に適法にする余地はないとする見解を唱える論者もいる¹⁹³。しかしながら、この見解に対しては、事後的であるにせよ、株主総会が承認した以上は株主が自主的に判断したと解釈することが可能であり、また、会社法 361 条のお手盛り防止という趣旨にも適うという反論もできよう。いずれにせよ、たとえ事後承認であったとしても手続規制たる会社法 361 条の政策目的を達成しているものと評価し得るので、取締役報酬について株主総会の承認を受ける時期については、事後であっても法的には問題ないと解するのが妥当ではないかと考える。

さて、Say-on-Pay 制度を導入すると、取締役報酬の個別情報を開示した上でそれを株主総会で承認することになる。取締役報酬の個別情報の開示については法が禁止しているわけではなく（会社法施行規則 121 条 4 号ロ・ハ参照）、それを開示しないことが実務上通例となっているだけであると考えられる¹⁹⁴。また、個人別の報酬額を株主総会決議で決定すべ

¹⁸⁷ 齋藤雅代「判批」早稲田法学 82 卷 1 号（2006 年）288 頁。

¹⁸⁸ 過去の違法行為を適法とするのではなく、将来効を生じるものと解している（齋藤・前掲注（187）292 頁）。

¹⁸⁹ 齋藤・前掲注（187）288 頁。

¹⁹⁰ 伊藤靖史「判批」商事法務 1857 号（2009 年）69 頁。

¹⁹¹ 伊藤・前掲注（190）70 頁。

¹⁹² 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）182 頁。

¹⁹³ 鳥山恭一「判批」法学セミナー 609 号（2005 年）130 頁。

¹⁹⁴ 戸島利夫ほか『税法・会社法からみた役員報酬〔全訂版〕』（税務研究会、2008 年）260 頁。

きであるという考え方についても実務によって受け入れられなかっただけのようであり¹⁹⁵、平成 14（2002）年改正商法の立案担当官は、当時において株主総会で個別報酬額を決定することは可能であるとの解釈を示していた¹⁹⁶。したがって、すべての取締役の報酬総枠を事前に株主総会において決議することは法が定めている方法ではなく、実務に配慮した穏やかな法運用の結果であるといえるため、Say-on-Pay 制度導入に伴い個別の取締役報酬を開示した上で、それを株主総会において承認する方法を採用としても現行の法規制との整合性は問題とならないと考えられる。

また、実務への配慮に関していえば、裁判所は、株主の報酬決定権（取締役報酬に対する株主の意見の反映）よりも会社実務の便宜性を尊重しているようにみえる。この点について、これまでの判例および裁判例においては会社法 361 条の趣旨であるお手盛り防止のためには報酬総額にのみ株主の意見を反映すれば足りるとする考え方が前提にあるように思われる。しかしながら、業績連動報酬が多くの企業に普及しつつある現在においては、お手盛りかどうかは個々の取締役ごとに判断するのが妥当であり、Say-on-Pay 制度が導入されることによって必然的に取締役の個別報酬額に対しても株主の意見が反映されることになる。開示された個別報酬額を株主総会において承認することによって、お手盛り防止が更に貫徹されることになるものと推察される。ただし、同条の趣旨をお手盛り防止に限定する根拠は見出し難く、学説において以下のような様々な見解が唱えられている。

第一に、取締役報酬の付与は定款または株主総会による授権をまっしてはじめて業務執行機関の権限となる得るのであり、本来は業務執行機関の権限に属する事項ではないとする学説¹⁹⁷がある。第二に、取締役報酬を株主総会における審議対象とすることで報酬の公開という機能も無視できないとする学説¹⁹⁸がある。第三に、取締役に対して忠実義務（会社法 355 条）が課されたことにより、本来は業務執行に属する取締役報酬の決定が取締役会の権限外の行為となったため当該決定を株主総会決議に委ねたとする学説¹⁹⁹がある。そして、第四に、取締役報酬の決定を経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与の手段だとする学説²⁰⁰も

¹⁹⁵ 酒巻俊雄=龍田節編『逐条解説会社法（4）機関（1）』（中央経済社、2008年）457頁〔高橋英治〕。

¹⁹⁶ 始関正光「平成14年改正商法の解説（4）」商事法務1640号（2002年）4、10頁。

¹⁹⁷ 山口幸五郎「株式会社の役員報酬について：英米法の示唆」法律のひろば17巻5号（1964年）28頁。

¹⁹⁸ 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）171頁。

¹⁹⁹ 鈴木薫『会社法の基礎（上）〔改訂版〕』（税務研究会、1982年）263頁。

²⁰⁰ 伊藤・前掲注（183）17頁。なお、お手盛り防止とする趣旨は偏った位置づけであり、いかに業績を上げてもらうかという観点が必要であるとの指摘（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〔弥永真生発言〕）

唱えられている。いずれの学説も会社法 361 条の趣旨がお手盛りの防止であるということを否定するものではないが、各見解が Say-on-Pay 制度との関係で重要な意義を有するものと考えられる。

たとえば、第二および第四の見解に従えば、取締役報酬の総額開示では足りず個別開示が必要となる。実際、第二の見解の論者は立法論として取締役を選任する株主総会において取締役の個人別の報酬額を定めるべきだと主張する²⁰¹。しかしながら、かかる立法論が提唱された当時と現在とでは取締役報酬の内容が著しく異なっているという事実を失念してはならない。すなわち、現在は業績連動報酬の導入に伴う報酬パッケージの複雑化が進行しており²⁰²、不確定な要素が含まれる報酬パッケージを取締役選任決議が行われる株主総会において株主が適切に判断できるのか甚だ疑問が残るからである。もっとも、上記立法論については、株主に十分な判断能力があると仮定した場合には、事後に株主が取締役報酬を承認するという手法、つまり、米国や英国で採用されている Say-on-Pay 制度以上に機能する可能性があると考えることができる。その一方で、第四の見解の論者は取締役報酬の決定権限を株主総会に与える会社法 361 条のルールは株主の能力に鑑みて最善のものとは評価できないとし、当該決定権限を取締役会に移すべきだとする立法論を唱える²⁰³。また、同じ論者は取締役報酬の事後的な開示の充実が重要であるとも主張する²⁰⁴。もっとも、いかに開示の充実を図ろうとも、お手盛りの危険性を排除することは困難であろう（当該論者もその危険性を完全には否定していない²⁰⁵）。さらに、当該立法論において明確な言及は認められないが、拘束力のない Say-on-Pay 制度の導入が当該立法論の前提とされているものだと推察できる。しかしながら、わが国の裁判所は現状において取締役報酬額等の相当性を審査することができないので²⁰⁶、当該立法論に対しては事後的に開示された報酬額に賛同できない株主の権利保護に欠けるという問題点を指摘することができる。ただし、当該論者は、業務を担当する取締役の報酬の決定は監督・インセンティブ付与の手段として機能しているため、相当で

もなされている。

²⁰¹ 龍田・前掲注（198）178 頁。

²⁰² 業績連動型の株式報酬制度を導入する企業が増加しており、2021 年 5 月までに株式交付信託を含む株式報酬制度の導入を公表した企業数は 1682 社であるとされる（中英明「日本でもアクティビズムが浸透？ 機関投資家の議決権行使と株主提案の動向」経理情報 1620 号（2021 年）42 頁）。

²⁰³ 伊藤・前掲注（183）271 頁。

²⁰⁴ 伊藤・前掲注（183）271 頁。

²⁰⁵ 伊藤・前掲注（183）271-273 頁。

²⁰⁶ 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）228 頁（初出：商事法務研究 219 号（1961 年））。

ない報酬が決定された場合には取締役会構成員の任務懈怠責任が問題となるとし²⁰⁷、その限りにおいて取締役報酬の相当性が裁判所によって審査されると解しているようである²⁰⁸。かかる第四の見解は、取締役報酬の個別開示が行われる限り Say-on-Pay 制度（総会決議における拘束力の有無を問わない）と非常に整合的であることは指摘しておかなければならない。その一方で、第一および第三の見解によれば、報酬決定権限を取締役会に移すことが許されないことになるため、拘束力のない Say-on-Pay 制度を導入することは会社法 361 条との整合性の観点からは非常に困難であろう。ただし、Say-on-Pay 制度における株主総会決議に拘束力があれば、報酬の決定権限は取締役会には移らず株主総会にとどまることになるので、第一および第三の見解の論者が唱える趣旨に適う形で Say-on-Pay 制度を導入することができると考えられる。

以上より、わが国において株主総会決議に拘束力のある Say-on-Pay 制度を導入した場合には、会社法 361 条が規定するように取締役報酬の決定権限は株主総会にとどまることになるので、同条を廃止したり、あるいは同条の文言を大幅に改変したりする必要もないと考えられる。また、当該制度の導入は判例および通説のいう同条の趣旨であるお手盛りの弊害防止に適うだけでなく、学説が唱える幾つかの趣旨とも概ね整合的であるといえよう。なお、お手盛りかどうかは、総額だけではなく、個別の取締役報酬額についても問題となる。特定の取締役に対してその職責や能力に照らして不相当に高額な報酬を配分することはお手盛りといえるからである²⁰⁹。したがって、会社法 361 条の趣旨の貫徹に適うのは総額ではなく個別報酬額の決定であるといえよう。特に、第四の見解の論者がいう取締役のインセンティブ付与の観点からは、総額の決定では全くといってもよいほどに意味を持ち得ないものと考えられる。その理由を端的に述べれば、インセンティブは取締役個人の問題であるといえるからである。他方において、株主総会決議に拘束力のない Say-on-Pay 制度を導入すると仮定すれば、報酬決定権限は取締役会に移るため現行の会社法 361 条の削除までも視野に入れた検討を行わなければならないであろう（なお、上記学説のうち、第一および第三の見解とも相容れない）。しかし、会社法 361 条がロエスレル商法草案（明治 17（1884）年）225 条²¹⁰に端を発する非常に歴史のある規定であることに鑑みれば²¹¹、廃止または大幅な変

²⁰⁷ 伊藤靖史「役員の報酬」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013 年）288 頁。

²⁰⁸ 取締役報酬の相当性が裁判所によって審査されるとしても、緩やかな審査基準によらざるを得ず、報酬の相当性は報酬開示や社外取締役を中心とした報酬決定手続の整備を通じて促進されるべきだと主張されている（伊藤・前掲注（207）289 頁）。

²⁰⁹ 龍田・前掲注（198）178 頁参照。

²¹⁰ 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）。

²¹¹ わが国の現在の報酬規制は、その源流であるロエスレル商法草案（明治 17（1884）

更をすることには原則として慎重であるべきであろう。ついては、上場規則に基づき、総会決議に拘束力のない Say-on-Pay 制度（米国よりも高い頻度で勧告的な総会決議を行うことも妨げられない）を導入した場合、現行法の規律を変更せずに併存させることも問題ないとする見解もあるが²¹²、この見解は将来的には義務的な株主総会決議を不要とし報酬決定権限を取締役会・報酬委員会に一元化することを視野に入れている²¹³。そうなると、会社法 361 条の趣旨が宙に浮く（当該趣旨を体现する法規定がなくなる）ことは明瞭であろう。報酬開示を徹底することにより間接的にはお手盛りの防止が図られることになるとも考えられるが、拘束力のない株主総会決議によってお手盛防止の実質的な効果がどこまで期待できるのか甚だ疑問であり、また、拘束力のない総会決議のために株主が詳細な開示書類を多大な時間と労力を要して精査するであろうかという疑問も残る。

ここまでの考察によると、株主総会決議に拘束力のある Say-on-Pay 制度を導入することが、会社法 361 条との整合性および同条の趣旨保持の観点から妥当であると考えられる。なお、Say-on-Pay 制度導入に際して、それと抵触し得る法規定を柔軟に解釈することで整合性を図れないかという観点を基調として検討してきたが、将来、当該制度が絶対的な制度として確立したときには、会社法 361 条の文言を抜本的に変更するような改正を行うことも当然に視野に入れるべきであろう。殊に、会社法制においては、法解釈に基づく制度が定常的に機能している以上、当該制度の具体的内容に即した法規定の仕方が常道であると思われるからである。

(b) 指名委員会等設置会社

指名委員会等設置会社に対しては会社法 361 条が適用されないので、同条と Say-on-Pay 制度との整合性を検討する必要はないと考えられる。指名委員会等設置会社においては、法定の報酬委員会が執行役および取締役の個人別報酬の内容に係る方針を定めた上で（会社法 409 条 1 項）、具体的な個人別報酬を決定するため（同法 404 条 3 項・409 条 2 項・3 項）、指名委員会等設置会社は事後的な株主総会承認決議を要する Say-on-Pay 制度を導入するに際して非常に望ましい会社形態であると評価することができる。

(c) 監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社は会社法 361 条の適用を受けるため、先述の議論が原則として当てはまる。ただし、監査等委員である取締役の個別報酬額については授權枠の範囲内で監査

年) 225 条の文言と根本的には変わっておらず、会社法 361 条は簡便な手続規定に過ぎないものと考えられる。

²¹² 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 卷 1 号（2016 年）119-120 頁、121 頁注 416。

²¹³ 津野田・前掲注（212）120 頁。

等委員である取締役の協議によって定める旨が法定されているため（会社法 361 条 3 項）、当該規定と Say-on-Pay 制度との整合性が別途問題となる。

監査等委員会は平成 26（2014）年会社法改正により監査機関（監督機能をも担っている）として新たに設置された機関であり²¹⁴、それゆえに監査等委員である取締役は従来の監査役と同視し得ると考えられている（そのことを裏づけるように監査等委員会は計算書類の監査業務を担っている（会社法 436 条 2 項 1 号））ことから、業績連動報酬の業績指標が計算書類の内容に大きく左右されることに鑑みて監査等委員に対する業績連動報酬の付与を避けることも一つの合理的な判断であるとする見解がある²¹⁵。実際、監査等委員である取締役の報酬については、基本報酬のみで構成され、コーポレート・ガバナンス委員会（取締役会の諮問機関）から基本報酬基準の妥当性に関して意見を聴いた上で監査等委員である取締役の協議によって定めている会社もあるようである²¹⁶。監査等委員である取締役の報酬が基本報酬のみで構成される限り株主の関心はそれほど高くないものと推察されることから、監査役と同視し得る監査等委員である取締役の報酬に対しては、Say-on-Pay 制度を適用しないとすることが穏当であろう。もっとも、Say-on-Pay 制度の適用がなければ報酬決定手続に不透明さが残るといった問題が生じる。しかし、それを適用した場合に生じる当該取締役の地位の独立性・安定性を欠くことにも繋がりがねないという問題の方が遥かに深刻であろう。なぜなら、監査等委員の地位の独立性・安定性を欠けば、その他の取締役に対する監査・監督に支障を来しかねず、他方、報酬決定手続の不透明さの問題については決定手続の開示を行うことで十分に解消され得るものと考えられるからである。

以上より、監査等委員会設置会社における Say-on-Pay 制度の適用対象は監査等委員以外の取締役とするのが妥当であると考えられる。したがって、その限りにおいて監査等委員会設置会社に対しても先述の Say-on-Pay 制度と会社法 361 条との整合性についての議論が当てはまることになる。

(2) 法理念

(a) 株主権限拡大

前節で述べたように、米国では取締役優位モデルが採用されており、たとえば、デラウェア州一般会社法が定めるところによると、法人としての会社の業務上の意思決定権限を有しているのは原則として取締役（director）である²¹⁷。これについてはニューヨーク州事業

²¹⁴ 坂本編・前掲注（36）21 頁。

²¹⁵ 渡辺・前掲注（49）71 頁。

²¹⁶ 松本論ほか「Interview 移行企業 3 社に聞く 移行後の実際と課題（特集・移行企業続出！監査等委員会の運営実務）」ビジネス法務 17 巻 1 号（2017 年）79 頁〔宮本重雄発言〕。

²¹⁷ See, Delaware General Corporation Law § 141(a).

会社法およびカリフォルニア州一般会社法においても同様である²¹⁸。そして、取締役が有する会社の経営権限（業務上の意思決定権限）は正式な（固有の）法的権限であるとされている²¹⁹（もっとも、実際に会社経営を行うのは役員（officer）である²²⁰）。なお、前出のベインブリッジ教授も取締役を株主の代理人ではないと捉えており、取締役が会社財産を完全に所有しているかのように行動することを理由に取締役会の権限は元来有するものであり委譲されたものではないと考えているようである²²¹。このように、米国では取締役との比較において株主が劣位にあったからこそ、株主権限拡大議論が起これ、当該議論の流れにおける一つの帰趨として Say-on-Pay 制度が導入されたと考えられることができる。

他方、英国においては株主が相対的に優位にあるとされていることから²²²、比較的大きくはなかった株主権限を拡大していく過程の中で Say-on-Pay 制度が導入されたとはいえないようにも思われる。しかしながら、株主が優位にあるとはいえ、それが形式的に過ぎないのであれば、株主の権限を実質的に高める必要性が出てくることは論を俟たないであろう。前節で述べたように、英国では株主総会決議により報酬を決定する旨定められていたが、一般的には取締役会に報酬決定権限が委任されていたために取締役報酬に対して株主の意思をいかに反映させるかという議論が起きたことに鑑みると、少なくとも取締役報酬決定における株主の実質的な優位性はなかったものと考えるのが穏当であろう。そうすると、やはり英国においても米国と同様に株主権限を拡大すべきだという流れの中で Say-on-Pay 制度が導入されたものと理解すべきではないだろうか。

さて、わが国では昭和 25（1950）年商法改正以降、株主総会権限（株主総会における議決権）が縮小されていく傾向にありながら、公益権としての株主権（株主総会における議決権を除く）は拡大されてきたとされる²²³。このような流れにおいて、仮に Say-on-Pay 制度を導入した場合の効果进行分析すると、当該制度導入により事後的な承認決議に変わることから株主総会権限としては事実上縮小されることになると考えられるが、一方の株主権は実質的に拡張されることになると思えることができる。現行制度のもとでは株主総会において取締役全員の報酬総枠が決定されているに過ぎず、すなわち、株主は形式的な報酬決定権を行使するにとどまっているが、Say-on-pay 制度における株主総会の承認決議は事後的なチェック機能を株主自らが実質的に果たすものであり、かかる株主の関与権は議決権を通

²¹⁸ See, New York Business Corporation Law § 701; California General Corporation Law § 300 (a).

²¹⁹ Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 105 (1986).

²²⁰ *Id.* at 106.

²²¹ Bainbridge, *supra* note 110, at 802.

²²² Bebchuk, *supra* note 105, at 847-850.

²²³ 伊藤・前掲注（4）5頁以下参照。

じて会社経営に関与する権利でありながら取締役の業務執行として決定された取締役報酬に対する監督は正権的な要素をも含む権利であると解し得るからである。なお、わが国の会社の取締役会には会社の意思決定に対する固有の権限は理論上ないと考えられているが²²⁴、このことをもって実質的に株主が優位にある（ゆえに株主権限を拡大する必要がない）とは考えられていないことは法改正の傾向から明瞭であろう。

以上より、わが国における株主権限を拡大しようという流れは米国および英国と同様に Say-on-Pay 制度導入に帰着し得ると考えることができるため、わが国の法理念の一つである株主権限拡大と Say-on-Pay 制度との整合性は十分に取れているものと考えられる。

(b) 株主利益最大化

株主利益最大化と Say-on-Pay 制度との整合性の有無の検討に入る前提として、わが国の今後の会社法規制が株主利益最大化に向かっているかどうかを明確にしなければならない。そこで、わが国の今後の会社法規制の方向性を確認した上で、仮にその方向性が株主利益最大化に向かっているとすれば、その向かうべき先に Say-on-Pay 制度が存するのか、すなわち、当該制度が株主利益最大化に資する制度といえるかどうかを検討したいと考える。

現代社会における企業モデルの一つである株主主権型モデルにおいては、企業の所有者は資本を拠出する株主であり、また、株主の利益を最大化することが企業の使命であると考えられており、株主に対して利益を生み出さない企業には存続の意味がないという議論がなされるほどである²²⁵。そして、もう一方のステークホルダー型モデルにおいては、企業活動に金銭的・非金銭的なインプットを行いその対価を受け取る主体である株主、従業員、顧客、および取引先等をステークホルダーと呼び、企業の目的はそのようなステークホルダーのために有形無形の価値を創造することにあるとされ、これこそが企業の存在意義であると考えられているようである²²⁶。これらの二つの企業モデルの特徴をみる限り、現在のわが国の株式会社制度の根底に株主主権型モデルがあるとすれば、今後の会社法規制は株主利益最大化に向かっていくものと考えて然るべきであろう。については、会社法上、株式会社の所有者は株主といえるかどうかの問題となる。

上記の問題について、株主には剰余金配当請求権、残余財産分配請求権、および株主総会議決権という3つの権利があることが法文上認められているが（会社法105条）、株主が株式会社の所有者であること自体は明瞭には規定されていない。ただし、株式会社の特質の一つには出資者（株式会社の出資者は株主である）による所有があると考えられており、株式会社は他の会社法上の会社と同様に資本の出資者が所有者になるとされている。その意味

²²⁴ 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〕。

²²⁵ 広田真一『株主主権を超えて』（東洋経済新報社、2012年）2-3頁。

²²⁶ 広田・前掲注（225）5頁。

するところは、出資者が事業の運営を支配すること、および、出資者が事業の活動によって生じる利益の帰属者になることにあると考えられている²²⁷。よって、会社法 105 条に照らせば、株式会社の所有者は資本を拠出する株主であるという考え方が穏当であろう。そうすると、現行の会社法上に明文規定こそないものの、株主は株式会社の所有者であり、そこから株主利益最大化という法理念が導かれるものと考えられる。もっとも、株主以外のステークホルダーの利益についても現実問題として非常に重要であることは論を俟たない。ゆえに、株式会社は単に株主のためだけではなく、様々なステークホルダーのために存在しているという考え方²²⁸も十分に理解することができる。しかしながら、たとえば従業員については、会社法規定の中ではほとんど言及がされておらず²²⁹、従業員が経営に参加する仕組みが存在しないことは明らかである。現行会社法が従業員を利益保護の対象とはしていないことは基本的に間違いないであろう。このように考えると、会社法上の株式会社を論じる上では株主権型モデルを基礎に置くことが妥当であり、加えて、過去における改正試案および法務省令案の内容にも鑑みれば²³⁰、今後の会社法規制の方向性としても株主利益最大化を見据えているものと考えて然るべきであろう。また、近年は株式報酬制度を導入することにより取締役に対して株主利益最大化のインセンティブを与えている企業も少なくないといえることから²³¹、取締役報酬に関する企業実務も株主利益最大化を志向しているものと推察

²²⁷ 神田・前掲注 (17) 26 頁。

²²⁸ 広田・前掲注 (225) 35 頁。

²²⁹ 従業員と会社法上の使用人とはほぼ同義であると考えられており (神田・前掲注 (17) 16 頁注 1)、会社法には会社の使用人に関する規定がわずかに設けられている (会社法 10 条-15 条)。

²³⁰ たとえば、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おり (「<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 (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)、また、平成 17 (2005) 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)と規定されており、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 (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)。

²³¹ 2015 年 6 月に適用が始まったコーポレートガバナンス・コードが経営者報酬に中長期的な業績と連動するような適切なインセンティブを付与することを求めており (原則 4-2

される。なお、ステークホルダー型モデルの企業であっても、すべてのステークホルダーを満足させることは著しく困難であるため、企業の目的は株主の利益最大化にある（ファースト・ベストではないが、セカンド・ベストである）とする見解²³²があることを付け加えておく。

ところで、株主利益最大化という今後の会社法規制の方向性の先に Say-on-Pay 制度が存するのかを論じる上で、株主権限の拡大の徹底に努めさえすれば、株主利益最大化が図られることになるという定理のようなものは存在しないといえる。なぜなら、株主の実質的な利益を確保するには取締役会や監査役会等の他の機関の果たすべき役割も当然に重要となり、それらの機関の機能化の程度によって株主利益に変動を生ぜしめることがあり得るからである。たとえば、株主が議決権を通じて会社におけるすべての経営判断を行うことが株主の利益となるかと問えば答えは明らかに否であろう。一般的な株主は経営の専門家ではないため適切な経営判断を行うことが困難だからである。また、専門的な経営判断能力を有する株主のみで構成される会社があると仮定しても、そのような株主が一堂に会してすべての経営判断を行うことは、迅速性の観点（株主総会の招集について定める会社法 296 条以下を参照されたい）から著しく不合理であることは多言を要しないであろう。だからこそ、取締役会設置会社の株主総会は法の規定する事項および定款で定めた事項に限り決議し得る（会社法 295 条 2 項）とされているものと推察される。については、株主が取締役報酬の決定に事実上ほとんど関与できない（会社の機関設計によっては全く関与できない）ことは株主権限を制限するものといえるが、それをもって株主利益の最大化に悖るといえるかどうかは慎重に判断しなければならないであろう。

以上のことを踏まえて、Say-on-Pay 制度がわが国の法理念の一つである株主利益最大化に資するかどうかを検討する。株主は取締役の選任権限を有している（会社法 329 条 1 項）ことに鑑みれば、自らが選任した取締役の報酬額は株主の最大の関心事の一つであると推察される。株主としては取締役に経営を委ねた以上、取締役に最大の企業業績を上げることが期待するところ、期待どおり、またはそれ以上の業績を上げた取締役に対しては相応の高額報酬で応えたいと考えるのが通常であり、翻って、期待に反した取締役に対する不相応な高額報酬には異を唱えたいと考えるのも通常であろう。もっとも、Say-on-Pay 制度は事後的な承認決議の仕組みであり、報酬案の決定は取締役会または報酬委員会に委ねられることになるが、通常、一般的な株主には高度に複雑な報酬案の策定（取締役報酬の適切な設定）をするだけの専門知識がないため、その策定が取締役会等に委ねられても株主利益を害

参照)、三菱 UFJ 信託銀行等の調査によると、職務の対価として自社の現物株を取締役等に与える制度を導入する上場企業の数が 2016 年 6 月末の時点で約 230 社に上るとされる（『日本経済新聞』（2016 年 10 月 24 日朝刊）15 頁）。

²³² 久保克行『コーポレート・ガバナンス：経営者の交代と報酬はどうあるべきか』（日本経済新聞出版社、2010 年）282-283 頁。

することにはならないばかりか、取締役報酬の適切な設定が取締役の経営に対するインセンティブを高めると同時に不当な業務執行を抑止する等の手段であるとされており²³³、ひいては株式価値の向上にも繋がるものと考えられる。よって、株主が事後的に取締役報酬を承認するという Say-on-Pay 制度は、株主の実質的な利益になることに配慮した非常に均衡の取れた²³⁴制度であると評価することができる。このように考えると、株主が取締役報酬の決定に事実上ほとんど関与できない現行の報酬規制は法理念たる株主利益最大化の方向性とは相反するものであるといえ、翻って、米国および英国で採用されている Say-on-Pay 制度は株主利益の最大化に向けられた制度であると評価できよう。ついで、今後の会社法規制の方向性に照らせば、Say-on-Pay 制度のわが国への導入の是非は喫緊の検討課題たり得るといえる。このように、Say-on-Pay 制度は株主権限拡大に資するものであると同時に株主利益最大化にも向けられたものであることに鑑みると、Say-on-Pay 制度は現在までの法改正の流れを汲みながら新たな法改正へと繋がっていく流れの先に必然的に存在し得る取締役報酬決定制度であると考えることができる。

(c) 司法制度

米国では取締役の責任（信認義務違反）を追及する訴訟において経営者報酬の相当性審査が実施されている²³⁵のに対し、わが国では取締役の報酬額の相当性は株主の自主的判断に委ねられているとして裁判所は報酬額の相当性を審査する立場にないとされてきた²³⁶。これは旧商法 269 条の解釈ではあるが、現行の会社法 361 条も基本的には旧商法 269 条と同様の手続要件を規定しているので、当該解釈は尚も有効であると考えられる。しかし、仮に株主総会決議に拘束力のない Say-on-Pay 制度を導入するとした場合（かつ株主総会の事前決議との併用がない場合）には当該解釈の有効性あるいは正当性が改めて問題となるであろう。株主総会において取締役報酬を決定することがなくなるため株主の自主的判断に委ねられているという前提が瓦解するからである。すなわち、株主総会決議において多くの反対票が出た場合であっても取締役会がそれを無視することができるため、結果として、株主の判断（意見）が尊重されないことが想定されるからである。ただし、このような問題が生じるのは株主総会決議に拘束力がない場合であり、株主総会決議に拘束力があれば特別な司法審査制度がない現在のわが国でも上記のような問題は生じ得ないであろう。なぜなら、経営者が拘束力のある株主総会決議の結果に従わないことは、基本的には法令義務違反になると

²³³ 松井英樹「株式会社における取締役の報酬に関する一考察」龍谷法学 43 巻 4 号（2011 年）316 頁。

²³⁴ 株主が専門的な部分では他の機関の力を借りつつも、事後的ではあるが取締役報酬の決定に実質的に関与できるという点に鑑みて「非常に均衡の取れた」と形容した。

²³⁵ 伊藤・前掲注（183）44 頁以下参照。

²³⁶ 矢沢・前掲注（206）228 頁。

考えられるため、特別な司法審査制度がなくても通常の訴訟手続きの利用が可能だからである。換言すれば、取締役の報酬額の相当性を審査できないわが国の司法制度においても、株主総会決議の結果に従う法的義務が生じるところ、経営者がそれに従わない場合には裁判所としては違法性判断をすれば足りるため新たな訴訟法上の問題は生じ得ないといえるからである。前述のとおり、英国のメイ元首相がかつて提案した株主総会決議に拘束力のあつる Say-on-Pay 制度がわが国にとって比較的有効であると考えているので、このタイプの Say-on-Pay 制度を導入する限りにおいて現在のわが国の司法制度とも十分に整合性が取れるものと考えることができる。

4. 支配株主が存在しない会社における Say-on-Pay 制度の有用性

Say-on-Pay 制度の推奨に否定的な会社の割合が支配株主の存在しない会社よりも支配株主の存在する会社の方が高くなるという調査結果が出ていること²³⁷については、支配株主が Say-on-Pay 制度に基づく議決権を行使しなくとも、その意向（報酬額の抑制）は既に経営者に伝わっていると考えられることをもって一応の合理的な説明にはなり得よう。支配株主は株主総会における議決権を超越したところで会社に対して実質的な影響力を及ぼしているため、支配株主のいる会社における株主総会決議の有用性は乏しいとする学説²³⁸が上記調査結果を言い当てていると考えられる。これに付け加えるなら、支配株主の意思を経営者が常に忖度しながら行動しているとも推察することができるため、支配株主の存在が役員報酬の高額化を抑制する機能を果たし得るものの、それは Say-on-Pay 制度そのものの直接的な効果ではないと考えることができる。そうすると、支配株主の存在する会社における Say-on-Pay 制度に直接的な有用性はないと結論づけることが可能である。ただし、Say-on-Pay 制度の存在によって支配株主による事実上の影響力の程度に差異が生じるとすれば、当該制度の間接的な有用性については認めることができよう。

以上より、支配株主が存在しない会社においてこそ Say-on-Pay 制度の実質的・直接的な有用性が発揮され得るのではないかと考えられる。ただし、前節で述べたように、支配株主ではない株主は役員報酬に関する十分な知識や議決権行使のインセンティブを欠いているため、報酬額を抑制するような効果的な議決権行使にはなり得ないというジレンマがあるのが事実である。したがって、支配株主の存在しない会社において Say-on-Pay 制度が有用な制度となり得るかどうかは、当該会社の株主が知識とインセンティブを持ち得るかどうかにかかっていると見える。なお、支配株主のいる会社に対する Say-on-Pay 制度の有用性は乏しいにもかかわらず、当該会社の方が承認決議における反対の割合が高くなるという米国における調査結果²³⁹については、支配株主のいない会社の株主が役員報酬における知識

²³⁷ Kastiel, *supra* note 111, at 1159.

²³⁸ *Id.* at 1156.

²³⁹ Conyon, *supra* note 118, at 1-4.

やインセンティブを欠くということに理由があるのではないかと推察できる。すなわち、役員報酬に関する知識およびインセンティブを欠く株主は、株主総会において役員報酬の報告に反対するだけの確信を持ち得ず、かつ、その意義を見出し難い状況にあるため、支配株主の存在する会社の方が相対的に反対の割合が高くなるものと推察することができよう。

さて、支配株主が存在しない会社においてこそ Say-on-Pay 制度の有用性が発揮され得るという私見を述べたが、わが国の上場会社の多くには支配株主が存在しないため²⁴⁰、わが国の上場会社には Say-on-Pay 制度の有用性が発揮され得るための土壌が既に形成されているといえる。Say-on-Pay 制度の採用に影響を与える要因として、企業における株式所有構造が多様（分散型）であるか、それとも集中的（支配株主が存在する）であるかという点を指摘する論稿（外国語文献）があり、それによると、米国および英国（の企業）は分散型株式所有構造を有する良い例であると考えられているようである²⁴¹。ストック・オプションと長期インセンティブ報酬を使用して経営者と株主の利益を一致させることができれば、エージェンシー・コストが減少し得ると考えられているからである²⁴²。もっとも、支配株主が存在しない株主構成であるからこそその弱みもあるため、わが国において Say-on-Pay 制度が機能するかどうかは、支配株主ではない株主の積極的な行動等に依拠するところが少なくないであろう。つまるところ、第 4 章の中で詳しく述べる株主アクティズムに依拠していることは明確であるといえよう。近年、アクティビストの社会的認知度が向上し、投資銀行、弁護士、コンサルタント、証券アナリスト等が集まる業界に変貌しつつあるため²⁴³、わが国において Say-on-Pay 制度が機能する可能性は決して低くないものと考えられる。

5. 解決すべき課題

Say-on-Pay 制度を導入するにあたり、幾つかの解決すべき課題があると考えられるので、以下においてそれらを提示したい。

第一に、任意ではなく法定の報酬委員会の設置である。指名委員会等設置会社が広く一般に普及したならば、株主総会において事後的に報酬報告書を承認する仕組みである Say-on-Pay 制度の必要性が高まることになると考えられる。法定の報酬委員会の設置により、株主

²⁴⁰ 2022 年において東証上場会社のうち支配株主を有しない会社の割合は 84.2%にのぼる（東京証券取引所・前掲注（43）8 頁図表 11）。なお、ここでいう支配株主とは「①親会社、及び②主要株主で、自己の計算により所有する議決権と近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などが所有する議決権とをあわせて、上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主、の両者を包含する概念」を意味する（東京証券取引所・同 7 頁）。

²⁴¹ Thomas & Van der Elst, *supra* note 123, at 711.

²⁴² *Ibid.*

²⁴³ 田村俊夫「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命：『所有と経営の分離』の終わりの始まり？」証券アナリストジャーナル 52 巻 5 号（2014 年）63 頁。

総会は現行の報酬決定権限を失うことになるからである。しかし、第1節で述べたように、報酬委員会に取締役・執行役の報酬の決定を委ねることに会社側が抵抗感を抱いていることが指名委員会等設置会社の普及を困難にしているようである²⁴⁴。最新の調査によると、東京証券取引所上場会社における指名委員会等設置会社の採用比率は、2.3%に過ぎない²⁴⁵。その一方で、これも第1節で述べたように、取締役会の諮問機関たる報酬委員会を任意で設置する企業が増えているという現状がある。しかしながら、任意の報酬委員会の決定には法的拘束力がないという重大な問題点がある。したがって、多くの企業が指名委員会等設置会社へ移行することがSay-on-Pay制度導入の土台を形成することになると考えられる。

第二に、取締役報酬の個別情報開示である。会社法361条の趣旨は一般にお手盛りの防止であるといわれているが、業績連動報酬を採用する企業が増えつつある現況に至ってはお手盛りかどうかの判断は総枠ではなく個別に行われなければ同条の存在意義は失われてしまうのではないだろうか。取締役各人の業績が報酬決定に際しての評価対象になるからである。かかる点に鑑みると、当該業績に基づき算出された具体的な報酬額を事後的に承認するSay-on-Pay制度の方が遥かに効果的なチェック機能の役割を果たし得るものと考えられ、また、当該制度のもとでは株主は取締役報酬を承認するに際して各取締役の業績と報酬の相応性をチェックすることになるため取締役報酬の個別情報開示が必然的に行われることになるものと推察される。したがって、Say-on-Pay制度が導入されることにより、分かり易い形での株主に対する取締役報酬の個別情報開示が徹底されることになるという効果が生まれよう。このように、Say-on-Pay制度と取締役報酬の個別情報開示は不可分の関係にあるということができるといえる。しかしながら、わが国において原則として個別の報酬開示が行われていないということがわが国へのSay-on-Pay制度導入の障壁になっているものと考えられる。他方、米国および英国では、報酬委員会の設置だけでは報酬に関して適切に検討されているかどうかは株主には見えないという主張があったため、報酬開示規制の導入により個人別の詳細な開示等が行われるようになったとされる²⁴⁶。もっとも、わが国においても、平成22(2010)年3月31日に、「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正されて、1億円以上の報酬を受け取った上場企業の取締役については、当該報酬額等の個別開示が義務づけられた(平成22年内閣府令第12号)。しかし、最新の調査によると、すべての取締役の個別報酬を開示している会社の比率は0.0%(監査役会設置会社)、0.1%(監査等委員会設置会社)にとどまり、一部の取締役の個別開示についても上記の順に10.8%、8.4%という基本的に低い比率であり(これらの数字には上記内閣府令改正により個別開示を義務づけられた役員も含まれている)、また、指名委員会等設置会社に至っても、取締役全員の個別報

²⁴⁴ 坂本編・前掲注(36)18頁。

²⁴⁵ 東京証券取引所・前掲注(43)17頁図表14。

²⁴⁶ 森・濱田松本法律事務所編『コーポレートガバナンスの新しいスタンダード』(日本経済新聞出版社、2015年)32-33頁〔森田純夫〕。

酬の開示および執行役全員の個別報酬の開示を行っている会社の比率はいずれも 2.3%に過ぎない（一部のみの開示は取締役・執行役ともに 33.0%である）²⁴⁷。よって、上記内閣府令改正は、開示対象をほんの一部に限定しただけであり、全体的な影響・効果を及ぼしていないものと考えられる（もっとも、当該改正前の調査では、各取締役・監査役の報酬額を開示した会社は1社にとどまっていたので²⁴⁸、改正前後で幾分かの変化は生じたものといえる）。

最後に、英国において指摘されている課題（問題）を幾つか挙げておく。たとえば、株主総会の承認が得られなかった場合における既に支払われた報酬の回復、あるいは既に帰属した株式の権利の破棄（取り消し）は、一定の事務的および法的な課題（challenges）を提起するという事²⁴⁹、また、報酬支払いの不確実性が上場企業に才能のある経営者を惹きつけることを困難にさせるということ²⁵⁰である。

²⁴⁷ 東京証券取引所・前掲注（43）77-78 頁。

²⁴⁸ 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 2009」（2009 年 1 月）48 頁。

²⁴⁹ BIS, *Executive Pay: Shareholder Voting Right Consultation* (BIS/12/639, 2012), paras.52.

²⁵⁰ Executive Remuneration Working Group, *Final Report*, London: The Investment Association, 7 (2016).

第2章 定款変更を利用した株主の経営関与

第1節 本章における検討課題

1. 内規の活用の問題点

会社の定款には、法令中の強行規定等に反しない限り任意的記載事項としていかなる事項でも定めることができ、そして、定款に定めた以上、当該事項は法律上の効力を有し、会社はそれに拘束される²⁵¹。定款が会社を拘束するルールであると解される以上、定款規定の文言（内容）は明確かつ具体的（詳細）であることが望まれるが、柔軟かつ機動的な経営を可能にするため、定款の規定内容を基本的な事項までに留め、その細目については、取締役会規則（規程・規定）等の内規²⁵²で定めるというのが一般的である。たとえば、取締役会規則については、定款による授権がなくても取締役会決議のみをもって制定可能であり²⁵³、かつ、非公開であり、株主による閲覧・謄写も認められていないため²⁵⁴、株主によるガバナンスが及ぶ余地は残されていないといえる。もっとも、このような取締役会規則が任意に開示されている場合、何らかのコンタクトを取ることで当該株主の考えを取締役に伝えること（間接的関与）は決して不可能ではないと考えられる。しかし、内規の決定（変更）に直接的に関与できない株主には実効的な手段が皆無あるいはきわめて限定的であるという問題は依然として残る。加えて、株主にとって不利益な内容が内規として定められていると想定

²⁵¹ 大住達雄「取締役、取引、定款の意義：会社法常識のもう一つの見方」商事法務 646号（1973年）12頁。

²⁵² 取締役会規則とは、狭義では、取締役会の会議自体の運営に関わる事項（たとえば、会議の種類、構成、招集手続、招集権者、議長、決議事項、決議方法等）が定められるものであり、広義では、取締役会において制定される一切の規則・規程（株式取扱規則、株主総会議事運営規則、役員候補者の基準、役員退職慰労金規程、定年制内規、給与規程、就業規則、経理規定、職務権限規程等）をいうとされる（東京弁護士会会社法部編『新・取締役会ガイドライン〔第2版〕』（商事法務、2016年）451頁）が、本稿では、取締役会規則の広義の意味として「内規」という語を用い、「取締役会規則」を狭義の意味として扱うことにする。

²⁵³ 東京弁護士会会社法部編・前掲注（252）452頁。

²⁵⁴ 別冊商事法務編集部編『改正会社法下における取締役会の運営実態：平成26年改正を受けて（別冊商事法務415号）』（商事法務、2016年）70頁。原則として、株主には内規の閲覧請求権はないものと解されているが、退職慰労金について、株主総会で一任決議を行う場合には、株主からの退職慰労金規程の閲覧要求に応じなければならないとされる（東京弁護士会会社法部編・前掲注（252）459-460頁）。また、株式取扱規則については、直接株主利害に関することが定められているため、株主からの求めがあれば閲覧をさせなければならない（東京弁護士会会社法部編・同460頁）。

した場合には問題は殊更に深刻であろう²⁵⁵。

2. 法の理想と現実の乖離

現行法上、定款変更権限は株主総会が有しているため、定款変更を通じた株主の会社に対するガバナンスが及んでいるように見える。しかしながら、定款に定められるのは概ね基本的な事項のみであり、多くの細目的事項は内規として定められる。よって、法の理想と現実とが乖離しているといえる。その意味において、株主（総会）の有する定款変更権限は形骸化しており、また、定款規定は半ば空洞化しているといえなくもない。加えて、定款変更には原則として厳格な手続たる株主総会の特別決議を要するため（会社法 466 条・309 条 2 項 11 号）、迅速かつ効率的に所要の措置を講じ得る仕組みとして、取締役会決議のみで定められる内規が便宜的に活用されている側面があるという見方もできる。このように考えると、取締役会決議のみで定款変更を行うことができるような仕組みに変えれば、取締役会による機動的な経営を維持した上で、定款変更を通じた株主の会社に対する実質的なガバナンスを確保することが十分に可能となるのではないだろうか。すなわち、取締役会において定款が定められ得る結果として、株主が関与し得ない内規の活用が著しく補充的あるいは限定的になることが推察される。

そこで、本章では、第一に、経営の機動性を保持しながら内規のデメリットに対処するため、定款変更権限を株主総会だけでなく取締役会にも付与するという立法論の是非を検討する。取締役会が定款変更権限を持つことになれば、内規を便宜的に活用しなくても企業経営における迅速性および効率性を損なうことにはならない（換言すれば、内規を便宜的に活用する意義が失われる）ものと推察される。

定款変更権限の所在に関する学説の状況をみてみると、片山義勝博士が、簡易な方法による定款変更手続について立法論として多少の考究の価値があると述べられ²⁵⁶、その後、大森忠夫博士により、米国の定款制度が紹介された上で比較的軽微または細目的な定款記載事項の変更権限を直接的には取締役会に与えるべきであるとする立法論が提示された²⁵⁷。米国

²⁵⁵ なお、定款または取締役会規則によって取締役以外の者に取締役会の招集権限を与えたとした場合、権限濫用や不当行使がなされたことにより会社に損害が生じたとしても、会社は取締役の地位のない者に対して損害賠償責任を問うことは困難であることから、取締役会の招集権限を第三者に付与できないとする学説が唱えられているが（小林俊明「会社法における取締役会の運営（1）」専修法学論集 104 号（2008 年）8 頁）、そもそも、定款ではなく取締役会規則による場合、当該規定の存在を認識することさえ株主にとってはきわめて困難であると考えられる。

²⁵⁶ 片山義勝『株式會社法論〔第 4 版〕』（中央大学、1917 年）943 頁。

²⁵⁷ 大森忠夫「アメリカ会社法における附属定款（By-law）」松本先生古稀記念『会社法の諸問題』（有斐閣、1951 年）263-264 頁。

では、わが国とは異なり、基本定款 (certificate of incorporation²⁵⁸) と附属定款 (by-law(s)²⁵⁹) から成る二層構造の定款制度が採用されている (各定款の説明については後述する) ところ²⁶⁰、大森博士の立法論は、米国における附属定款の制度から示唆を得たとする学説である²⁶¹。これに対して、定款とは別に作成される取締役会規則等 (内規) が附属定款たる実質を有するとして当該立法論の意義に疑義が呈されたことがあったが²⁶²、今日に至るまで当該立法論に対する学説上の展開は凡そみられないといってよい状況であると思われる²⁶³。片山博士により問題提起がなされたのは今から 100 年以上も前のことではあるが、先覚による提言の本質を的確に把握するとともに、殊に内規を便宜的に活用することの問題点 (弊害) を勘案するならば、米国における附属定款の制度を参考にした立法論を改めて検討する価値は十二分にあると考えられる。

第二に、定款変更を利用した株主の経営関与の範囲について、上記の立法論を踏まえて検討する。わが国の取締役会設置会社の株主総会は、法に規定する事項および定款で定めた事項に限り決議をすることができ (会社法 295 条 2 項)、この「定款で定めた事項」の範囲については何ら制限がないと解されており²⁶⁴、また、定款変更議案を経由すれば株主が経営事項を株主総会に提案することができるという仕組みになっている²⁶⁵。しかし、上記の立法論を踏まえて検討するとき、定款変更を利用した株主の経営関与の範囲を明瞭にする必要が

²⁵⁸ デラウェア州等における名称であり (See, Delaware General Corporation Law § 104, 242)、その名称は各州の会社法によって異なる。たとえば、カリフォルニア州一般会社法では、Articles of Incorporation と呼ばれる (See, California General Corporation Law § 154, 202)。

²⁵⁹ これを附属定款と訳するのが適当であるとしつつ、業務規則または業務規程と訳することができるとする見解がある (長浜洋一『アメリカ会社法概説』(商事法務研究会、1971 年) 38 頁)。

²⁶⁰ 大森・前掲注 (257) 242 頁参照。

²⁶¹ 大森・前掲注 (257) 263 頁参照。

²⁶² 服部栄三「会社の定款」綜合法学 2 巻 6 号 (1959 年) 15-16 頁。

²⁶³ なお、当該立法論に対するものではない (当該立法論に言及していない) が、附属 (附随) 定款に相当する規定を取締役会決議によって定めて会社内部の法律関係を明らかにするのがわが国の株式会社の実務として適当であるとする見解が唱えられたことがある (並木俊守「アメリカの株式会社の附随定款について (Accounting Clinic)」企業会計 21 巻 2 号 (1969 年) 158 頁)。

²⁶⁴ 相澤哲=細川充「新会社法の解説 (7) 株主総会等」商事法務 1743 号 (2005 年) 19 頁。

²⁶⁵ 尾崎ほか・前掲注 (20) 11 頁 [井上卓発言]。定款で定めるにより株主総会で何でも決議することができるということであり、実際、多くの株主提案は定款変更の形で提案されている (尾崎ほか・同 10 頁 [尾崎発言])。

あると考えられる。株主総会のみならず取締役会にも定款変更権限を認めることになるため、両者の権限分配の在り方を明瞭にしなければ両者の権限の範囲が重なり合う事態が生じ得るからである。そこで、附属定款の変更権限を取締役会にも認めている米国での議論が参考になるものと考えられる。米国のコーポレート・ガバナンスにおける標準的な教義によると、経営上の決定を下すのは株主ではなく取締役であるとされているが、附属定款を変更し得る株主の権限は当該教義における潜在的な一部例外であるとされているところ²⁶⁶、かかる例外的な権限を利用して、株主がいかなる程度まで会社経営に関与できるかが米国の定款制度においては問題となっている。この問題については、学説によって4種類のメルクマールが提唱されており²⁶⁷、また、近年、当該問題に関わる重要な判断がデラウェア州最高裁判所によって示された²⁶⁸。かかる米国の学説および判例を参考にしながら、わが国における定款変更を利用した株主の経営関与の範囲について上記立法論を踏まえつつ検討することにした。

なお、非上場会社の典型である小規模閉鎖会社については、所有と経営、つまり、株主総会と取締役(会)の結びつきが比較的強固であるため、定款変更権限の所在を検討する価値は相当に乏しいものと考えられる。よって、本章において検討する立法論の対象は原則として上場企業等の公開会社とする。

第2節 By-law 制度

1. 概説

前節で述べたとおり、米国の定款制度は、わが国とは異なり、基本定款と附属定款から成る二層構造である。先行研究によれば、基本定款は会社存立とその組織・運営に関する基本的な事項について規定し、附属定款はその他会社運営に必要なまたは有益な諸準則を規定し、これらはわが国の会社法上の定款に相当するという²⁶⁹。また、米国法の概説書によると、附属定款は、会社に関する法源として、会社法、基本定款に次ぐものであるとされ、そして、基本定款が基本的または原則的なもののみを定める場合には、附属定款は詳細な規定を設けており、つまるところ、附属定款は基本定款を敷衍かつ補充するものとされる²⁷⁰。したがって、米国の会社における附属定款は、わが国の会社が活用する内規と類似している部分が少なくないと考えられる。以下、基本定款および附属定款について詳しく説明する。

²⁶⁶ John C. Coffee Jr., *The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?*, 51 U. Miami L. Rev. 606 (1996).

²⁶⁷ See, *id.* at 613-615.

²⁶⁸ See, *CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008).

²⁶⁹ 大森・前掲注(257) 242頁。

²⁷⁰ 長浜・前掲注(259) 38頁。

2. 基本定款

一般的に、基本定款の起草は、会社設立過程における不可欠な第一段階であり²⁷¹、会社の発起人または経営者の利益を代弁する弁護士によって行われる（なお、附属定款についても同様である）²⁷²。会社、取締役、および株主の権限を基本定款によって定義・制限・規制することを許可している州会社法もあるが²⁷³、それらを基本定款によって恣意的に否定しまたは取締役会の裁量の対象とすることまではなし得ないと解されている²⁷⁴。また、現代の米国の会社法が基本定款に規定することを義務づけている条項はほんの僅かである。最も重要な概念は契約自由（の原則）であり、基本定款には、会社において最も重要な「カスタマイズ」機能があると考えられている。すなわち、会社が特別または限定的な目的を持つ場合や特異な規定（たとえば、ある種類の株式を有する者が取締役の75%を選任し、もう一つの種類の株式を有する者が残りの取締役を選任するという条件）を有する場合には基本定款に記載される²⁷⁵。なお、デラウェア州一般会社法には、基本定款の絶対的記載事項として、①会社の名称、②登録事務所の住所および当該住所における登録代理人の氏名、③事業の性質または目的、④授權株式の種類が1種類である場合における株式総数および額面金額またはすべてが無額面株式である旨、2種類以上の場合における株式総数、各種類株式の数、および額面金額又は無額面である旨等、⑤設立者（発起人）の氏名および住所、⑥設立者の権限が基本定款提出時に終了する場合に最初の年次株主総会までまたは後任者の選出かつ資格取得まで取締役としての役割を担う人物の氏名および住所が列挙されている²⁷⁶。

さて、同じくデラウェア州一般会社法によると、基本定款を変更するには、取締役会が変更案（株主総会の議案として提示すること）を決議し、変更することが得策であることを表

²⁷¹ James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *The Law of Corporations (3d ed.)*, Vol.1, St. Paul, MN: West, 188 (2010). なお、稀有な事例であるが、会社設立前契約において、設立前の会社の見解（基本定款の内容）を明記することを関係者が（会社を設立しようとする者に対して）第一に要求する場合もあるようである（*Id.* at 188-189）。

²⁷² *Id.*, *The Law of Corporations (3d ed.)*, Vol.2, St. Paul, MN: West, 470 (2010).

²⁷³ See, Delaware General Corporation Law § 102(b)(1).

²⁷⁴ Cox & Hazen, *supra* note 272, at 470. なお、取締役会の権限は、基本定款または州法の規定によって別段の制限がある場合を除き、あらゆる種類の契約の締結、債務の負担、その他の行為の承認に及び、そして、企業取引を実行するための取締役会の権限に対する法定の制限は、株主の承認が法律上必要とされる種類の取引である場合に生じるものとされる（*Id.*, *The Law of Corporations (3d ed.)*, Vol.4, St. Paul, MN: West, 259 (2010)）。

²⁷⁵ William T. Allen & Reinier Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization (5th ed.)*, New York: Wolters Kluwer, 83 (2016).

²⁷⁶ Delaware General Corporation Law § 102(a)(1)-(6).

明した上で、株主総会での承認を得なければならない²⁷⁷。このように、基本定款の変更には、取締役会および議決権のある株主による適切な承認が必要であるが、米国のすべての州は、変更された定款規定が変更時における元々の定款に適法に盛り込まれ得ることを条件として、基本定款の変更を明示的に許可している²⁷⁸。ただし、基本定款を変更するための要件は、各州の会社法の定めによって異なる。ほとんどの州では、基本定款の変更権限は、議決権のある株式の少なくとも過半数の投票による承認を必要とし、一握りの州では、3分の2以上の投票が必要となるようである²⁷⁹。

3. 附属定款

附属定款は組織規範に関する文書 (constitutional documents) の中で最も基本的ではない (いわば派生的である) とされるが、このことは、附属定款は会社法と基本定款の両方に準拠しなければならないということを意味するところ、通常、附属定款には企業統治に関する業務規程が定められる²⁸⁰。より具体的な説明を加えれば、附属定款には、役員、取締役、および株主によって企業の内部業務 (internal affairs) がいかに行われるのかについての事項等が規定される²⁸¹。ただし、附属定款 (の内容) は合理的でなければならず、また、会社が準拠する州法に抵触することは許されず、さらには、法令の方針に反して株主の権利を過度に制限することも認められない。すなわち、附属定款は法令および基本定款の両方に従属しているため、法令、基本定款、または公序良俗に反する内容の附属定款規定は無効となる。加えて、附属定款は同様の権限を有するすべての者に対して平等に機能しなければならず、ついては、すべての株主は会社経営が附属定款に基づいて行われることに対して正当な利害関係を有していると考えられている²⁸²。

さて、附属定款を採択、変更、または撤廃する権限は、主として株主 (総会) に帰属するが、法令または基本定款のいずれかにより取締役 (会) に委任される場合がある²⁸³。模範事業会社法においてもその旨の規定がある²⁸⁴。また、米国の多くの州では、株主によって採択された附属定款の規定は、株主によってのみ変更または撤廃され得るとされており²⁸⁵、そし

²⁷⁷ Delaware General Corporation Law § 242(b)(1).

²⁷⁸ Cox & Hazen, *supra* note 274, at 275.

²⁷⁹ *Id.* at 275-276.

²⁸⁰ Allen & Kraakman, *supra* note 275, at 84.

²⁸¹ Cox & Hazen, *supra* note 271, at 214.

²⁸² *Id.* at 215.

²⁸³ *Id.* at 216.

²⁸⁴ See, Model Business Corporation Act § 10.20. ただし、取締役会の権限が制限される場合がある (See, Model Business Corporation Act § 10.20(b)).

²⁸⁵ Cox & Hazen, *supra* note 271, at 217.

て、合衆国最高裁判所が判示するところによれば、取締役（会）が決定した附属定款についても、株主（総会）による変更および撤廃の対象となる²⁸⁶。なお、取締役会決議によって採択された附属定款を取締役会自身で撤廃することができるかについては、それに対する制限は課されていないため、取締役会決議によって当該附属定款を撤廃することができるものと考えられている²⁸⁷。以下において、附属定款に関するデラウェア州一般会社法の規定を概観する。

附属定款には、会社の事業、その業務の遂行、および会社の権利または権限、あるいは、株主、取締役、役員、従業員の権利または権限に関連する法律または基本定款と矛盾しない限り、いかなる規定でも定めることができる²⁸⁸。そして、附属定款に記載し得る事項として、たとえば、取締役の人数・資格および取締役会の決議要件²⁸⁹、期差取締役制度の採用²⁹⁰、株主総会の開催場所²⁹¹、年次株主総会の日時²⁹²、臨時株主総会の招集権者²⁹³が挙げられている。また、附属定款の採択、変更、または撤廃については、基本定款において取締役会に当該権限を与えた場合には取締役会決議によってなされ得るが、株主にも当該権限（定款変更の提案を行う権限）が併存する²⁹⁴。株主としては、取締役会による基本定款変更議案の提出がなければ、基本定款を変更し得ないが、附属定款については、取締役会決議がなくても、株主自らが附属定款変更を議案として提出することができる²⁹⁵とされている。そして、デラウェア州における大半の会社は基本定款により取締役会に対して附属定款の採択等ができる権限を与えている²⁹⁶。したがって、株主（総会）と取締役会はそれぞれ一方的に広範なガバナンスに関する附属定款を採択することができるので、デラウェア州の会社では特定の附属定款の採択を通じて相当数の私的秩序形成（private ordering）が行われているようである²⁹⁷。別の言い方をすれば、株主および取締役（会）の双方が私的秩序形成に関与できるメカ

²⁸⁶ Rogers v. Hill, 289 U.S. 582 (1933).

²⁸⁷ See, Jill E. Fisch, *Governance by Contract: The Implications for Corporate Bylaws*, 106 Calif. L. Rev. 391 (2018).

²⁸⁸ Delaware General Corporation Law § 109(b).

²⁸⁹ Delaware General Corporation Law § 141(b).

²⁹⁰ Delaware General Corporation Law § 141(d).

²⁹¹ Delaware General Corporation Law § 211(a).

²⁹² Delaware General Corporation Law § 211(b).

²⁹³ Delaware General Corporation Law § 211(d).

²⁹⁴ Delaware General Corporation Law § 109(a).

²⁹⁵ カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』（有斐閣、2009年）62頁注23〔齊藤真琴〕。

²⁹⁶ Fisch, *supra* note 287 at 380.

²⁹⁷ *Ibid.*

ニズムを附属定款が提供しているということである²⁹⁸。

上記から分かるように、米国の会社の附属定款は、公開会社（上場企業）の株主が一方的に経営者の権限および裁量を制限することができる唯一の実用的なメカニズムであるため、現代のコーポレート・ガバナンスにとってきわめて重要であると考えられている。公開会社における権力のバランスを改めよう（変えよう）とする株主は、ガバナンスに対する要望を表明するために会社の附属定款に尚一層頼るようになってきており、ゆえに、附属定款は、米国の公開会社における意思決定権限の分配をめぐる株主と経営陣との間における長年にわたる争奪戦の新たな最前線となっているもようである²⁹⁹。このように、取締役会および株主は、コーポレート・ガバナンスを設定し直すために、私的秩序形成に向けての行動を増加させている³⁰⁰。たとえば、2015年は、プロキシ・アクセス（proxy access）に関する附属定款規定が飛躍的に展開した年であるとされ、プロキシ・アクセスを採用する旨のほとんどの提案は、株主の過半数（a majority of shareholders）の支持を受けたようである³⁰¹。そのほか、比較的最近の附属定款の例としては、裁判地の選択に関する規定³⁰²、多数決に関する規定、事前通知に関する規定等があるという³⁰³。

第3節 By-law 制度を参考にした立法論の検討

わが国の株式会社制度は、株主が取締役を選任し（会社法 329 条 1 項）、基本的には会社経営をその取締役委ねる仕組みとなっている。そして、会社経営には一定の機動性を要することはいうまでもない。このことを踏まえて、以下のような立法論を提示する。

大綱的な内容の定款規定の変更権限については株主総会のみを与えられるべきであるが、機動性を要するような細目的な内容の定款規定、すなわち、少なくとも任意的記載事項の変更については、定款の定めまたは株主総会決議による授権がある場合に限り、取締役会決議

²⁹⁸ *Id.* at 378.

²⁹⁹ Jay B. Kesten, *Towards a Moral Agency Theory of the Shareholder Bylaw Power*, 85 (3) *Temp. L. Rev.* 486-487 (2013).

³⁰⁰ Fisch, *supra* note 287, at 375.

³⁰¹ *Id.* at 382.

³⁰² なお、2010年の初め、デラウェア州衡平法裁判所の裁判官は、デラウェア州の企業に対して株主が訴訟を起こし得る場所を制限する附属定款を採用することを提案（推奨）し、2013年にデラウェア州衡平法裁判所が（法的に）有効性を認める前でさえも250社を超える上場企業が裁判地の選択に関する附属定款を採択したようである（Lynn M. LoPucki, *Delaware's Fall: The Arbitration Bylaws Scenario*, Stephen M. Bainbridge et al., eds., *Can Delaware be Dethroned?: Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 37 (2018)）。

³⁰³ Fisch, *supra* note 287, at 375.

により行うことができるようにすべきである。ただし、取締役会に定款変更権限を委任した場合においても株主総会の有する当該権限は残存させるべきであり、加えて、株主総会において決定（採択）した定款規定については株主総会のみが変更または撤廃できるものとするべきである。株主は株式会社の実質的な所有者と位置づけられており³⁰⁴、上場会社においても株主総会の最高機関性を否定すべきではないからである。また、定款は、内規とは異なり株主（総会）の同意（承認）が根幹にあるものと考えられるため、取締役会によって定められた定款規定を撤廃することができる権限についても取締役会のみならず株主も当然に有していなければならないであろう。

現行法上、定款に任意的記載事項が記載されれば、そのとおりに執行することを業務執行者は義務づけられるため、任意的記載事項は業務執行者に対する委任条件であるとする見解³⁰⁵に即して考えると、上記立法論において示した、取締役会に定款変更権限を与える旨の定款の定めまたは株主総会決議は、あたかも株主の取締役会に対する白紙委任のように捉えられよう。米国の公開会社と同様に所有と経営が分離しているわが国の上場企業の一般的な株主は経営者を信頼して白紙委任をすることさえ凡そ厭わないものと考えられる。米国の公開会社の特徴は、所有と経営が分離している点にあるとされている。すなわち、その特徴として、会社を共同で経営するための必要な資質を欠く株主が会社の経営を取締役に委ね、取締役会が業務に関する幅広い権限を持つということが挙げられるが³⁰⁶、同様のことがわが国の上場企業についても概ね当てはまるものと思われる。なお、コーポレート・ガバナンス全般に関して、形式的な株主総会権限を効率的あるいは効果的に縮小し、加えて、株主に対して取締役の経営判断の内容を含む企業情報を精緻に開示した上で、株主による実質的な経営関与を担保する仕組みの構築が図られるべきであると考えており、本節において提示した（掘り起こした）立法論はそのような私見に立脚するものである。現状では株主総会のみが有している定款変更権限を取締役会にも与えることは株主総会権限の縮小であるが、その一方で、内規として定められている事項が定款において定められることにより株主の知り得る情報が増加し、その結果として、定款（変更）を通じた株主による実質的な経営関与が可能になるからである。

さて、上で示した立法論は、定款の積極的な活用を促す（他方、内規の便宜的な活用を抑制する）ものである。定款変更権限を取締役会に対しても認めることにより、これまでは内規として定めることが一般的であった細目的な事項を定款に記載することも機動的に行えるため、必然的に定款には細目的な事項までも記載されることになるかと推察されるからで

³⁰⁴ 新山雄三『株式会社法の基礎理論：その体系的性質と任務』（東北大学出版会、2021年）6頁。

³⁰⁵ 鈴木薫編『新会社法読本』（税務経理協会、2010年）32頁〔金子勲〕。

³⁰⁶ Zachary N. Lupu, *Fear of Commitment: Why CA, Inc. v. AFSCME Leaves Mandatory Advancement Bylaws Undisturbed*, 80 Fordham L. Rev. 1764 (2012).

ある。そして、積極的な定款活用の第一の効果として、株主に対する情報開示の増大が考えられる。任意的記載事項については、定款の細則たる内規によって定めても効力が生じるものとされるため（会社法 29 条参照）、定款において定めなくても法的には何ら問題がないといえる。しかしながら、同じ内容の規定であるにもかかわらず、定款に記載するか、それとも内規として定めるかの違いにより、法的効果が著しく異なる場合があると考えられる。たとえば、取締役会規則は取締役会内部における自主的なルールであるため、それを株主に対して開示する義務はないが、同じ内容が定款に記載されると、それは株主等に対する閲覧の対象となる（同法 31 条参照）。したがって、定款の積極的な活用は株主に対して多くの重要な情報を提供する効果を生むことになる。第二の効果として、取締役の規範意識が高められることが考えられる。以下に述べるように、定款違反が会社法規定と密接に関係しているからである。定款違反は取締役解任の正当事由（同法 339 条 2 項）となり³⁰⁷、解任の訴えの法定要件の一つともなる（同法 854 条 1 項柱書）。そして、取締役が定款違反をした場合には取締役の任務を怠ったとして取締役が会社の被った損害を賠償する責任を負うことになり（同法 423 条 1 項）³⁰⁸、株主が会社に代わって当該責任を追及する株主代表訴訟制度が認められている（同法 847 条以下）。さらには、取締役が定款に違反する行為をしようとしており会社に著しいまたは回復することができない損害を生じるおそれがあるときには、株主は会社のために取締役に対してその行為をやめるべきことを請求できる（同法 360 条 1 項・3 項）。かかる点に着目すると、定款規定は株主から経営を委任された取締役に対する絶対的な規範として機能するものであると考えることができる一方で、取締役会規則等の内規では少なくとも同じレベルの機能を果たし得ないことは明瞭ではないと思われる³⁰⁹。すなわち、ある規定が取締役会規則等の内規ではなく定款に記載されることにより、取締役の行動において更に高度な規範意識が生じ、定款違反という重大な局面を回避することが取締役の行動規範において重きをなすに相違ないものと考えられる。

³⁰⁷ 中村一彦「判批」法律のひろば 36 巻 6 号（1983 年）74 頁、鈴木千佳子「株主総会による取締役の解任に関する一考察」法学研究 66 巻 1 号（1993 年）182 頁、高橋紀夫「取締役・監査役解任の正当事由について：裁判例の分析を中心にして」法學新報 106 巻 7 号（2000 年）358 頁、岩原編・前掲注（224）535 頁〔加藤貴仁〕、近藤光男「判批」岩原紳作ほか編『会社法判例百選〔第 3 版〕』（有斐閣、2016 年）93 頁、古川朋雄「判批」神作裕之ほか編『会社法判例百選〔第 4 版〕』（有斐閣、2021 年）、弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 15 版〕』（有斐閣、2021 年）167 頁。

³⁰⁸ 前田庸『会社法入門〔第 13 版〕』（有斐閣、2018 年）453 頁。

³⁰⁹ もっとも、取締役会規則に違反した場合の効果については、当該事項が法令、定款に定められていなければ、法令、定款違反とはならないが、取締役会規則に違反した取締役等が善管注意義務違反（会社法 423 条 1 項）の責任を問われる可能性がある指摘されている（東京弁護士会会社法部編・前掲注（252）456-457 頁）。

第4節 株主による定款変更の限界

1. 問題の所在

定款変更を利用した株主の経営関与の範囲について、上記の立法論を踏まえて検討する。わが国の取締役会設置会社における株主総会は、法に規定する事項および定款で定めた事項に限り決議をすることができ（会社法 295 条 2 項）、この「定款で定めた事項」の範囲については何ら制限がないと考えられているが³¹⁰、株主総会と取締役会の権限分配の観点から定款変更を利用した株主の経営関与の範囲を明瞭にする必要があるように思われる。すなわち、上記の立法論では、株主総会に定款変更権限が残存するため、株主総会と取締役会の権限分配の在り方にも言及する必要があるが出てくる。更にいえば、株主総会のみならず取締役会にも定款変更権限を認めることになるため、両者の権限分配の在り方を明瞭にしなければ定款制度自体が混迷し破綻する可能性も考えられなくはない。そこで、附属定款の変更権限を取締役会にも認めている米国での議論が参考となる。第1節で述べたように、米国のコーポレート・ガバナンスにおける標準的な教義によると、経営上の決定を下すのは株主ではなく取締役であるとされているが、附属定款を変更し得る株主の権限はその教義における潜在的な一部例外であるとされているところ³¹¹、かかる例外的な権限を利用して、株主がいかなる程度まで会社経営に関与できるかが米国の定款制度においては問題となっている。この問題については、学説において4種類のメルクマールが提唱されており³¹²、また、近年、この問題に関わる重要な判断がデラウェア州最高裁判所によって示された³¹³。かかる米国の学説および判例を参考にして、わが国における定款変更を利用した株主の経営関与の限界（範囲）について、上記の立法論を踏まえつつ検討することにしたい。

2. 米国の学説

上述のように、米国のコーポレート・ガバナンスにおける標準的な教義によると、経営上の決定を下すのは株主ではなく、取締役であるとされているが、附属定款を修正し得る株主の権限は当該教義における潜在的な一部例外であるとされている³¹⁴。そこで、この例外的な権限を利用して、株主がどの程度まで経営に関与できるかが問題となる。

この点につき、以下の4種類のメルクマールがジョン・コフィ（John C. Coffee Jr）教授（以下「コフィ教授」という）によって提唱されているので紹介したい。

コフィ教授が示した第一のメルクマールは、通常（日常）業務についての内容か、それとも原理（根本）的な内容かという基準である。米国の会社法によると、株主は通常の経営の

³¹⁰ 相澤=細川・前掲注（264）19頁。

³¹¹ Coffee, *supra* note 266, at 606.

³¹² See, *id.* at 613-615.

³¹³ See, CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan, 953 A.2d 227 (Del. 2008).

³¹⁴ Coffee, *supra* note 266, at 606.

意思決定についての承認または拒否権を与えられてはいないが、根本的な企業変革（たとえば、合併、全資産の売却、清算、基本定款の変更）には株主の承認が要求されると説明されている。第二のメルクマールは、積極的命命令か、それとも消極的制約かという基準である。判例法によると、取締役会に特定の積極的行動を取らせる旨の株主の命令が無効であることは明瞭に維持されているが、その一方で、特定の企業行動を取る際に株主投票を必要とする内容への附属定款の変更は、ほとんど無効となったことはないとして、株主が取締役に対して積極的な行動を取らせる強制的な命令を行えるようにする附属定款の変更は原則として許されないが、株主の承認を得ていない取締役会または経営陣の行動を制限することができる旨の要求（附属定款の変更）は許容されると述べられている。第三のメルクマールは、内容か、それとも手続きかという基準である。附属定款は、企業の業務運営（housekeeping）および手続規則を必ず成文化して示すが、特定の事項に関する実態的な決定にはほとんど機能することはないとされる。たとえば、一定の金額を超える契約が承認される前に一定の手続きが踏まれること、および一定の通知が出されることを要求する附属定款は明らかに有効であるが、取締役会に対して、社長として特定の人物を採用するよう指示する附属定款は有効であるかどうか疑わしいと説明されている。第四のメルクマールは、経営判断か、それともコーポレート・ガバナンスかという基準である。最も無難かつ妥当な区別は、単一の経営判断のみを扱う附属定款か、将来的に株主・取締役間の権限分配に影響を及ぼす附属定款かという区別であると説明されている。特定の人物を社長として雇うように取締役会に指示する附属定款の有効性は非常に疑わしいが、一定の額を超える明瞭な自己取引が発効するためには株主の承認を得なければならないとする要件を課す附属定款が有効であることはほとんど疑いがないと主張されている。なお、デラウェア州一般会社法 109 条 (b) 項では、附属定款が、「株主、取締役、役員および従業員の権利または権限」を制限することができる」と規定されているだけで明示的には何も規定されていないため、将来の敵対的買収防止策について株主の承認を必要とすることは、とりわけ防衛戦術に自己取引の要素があることが認識されている限り、同条の範囲内（附属定款として有効）であるとする説明が加えられている³¹⁵。

他方において、学説上、コフィ教授が提示した上記の基準に対する批判的な見解も唱えられている。上記の 4 種類のメルクマールに対して、分析力よりも表面的な魅力があると評する見解であり³¹⁶、たとえば、取締役会が特定の種類の取引を行うに際して株主の全会一致または圧倒的多数による承認が要求される旨の附属定款について、（少なくともその表面上は）手続きであるといえるが、実際には、そのような取引を徹底的に排除することを意図する附属定款と同じ結果をもたらす可能性が高いと述べられており³¹⁷、さらには、経営とガバ

³¹⁵ *Id.* at 613-615.

³¹⁶ Kesten, *supra* note 299, at 496.

³¹⁷ *Id.* at 497.

ナンスとの間の境界線、そして通常と原理との間の境界線は、現代の企業の状況では一層不鮮明になっているとも主張されている³¹⁸。

3. 米国の判例

(1) 概説

近年、米国において定款変更権限の所在に関する重要な判決が出された。それは、CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan, 953 A.2d 227 (Del. 2008)³¹⁹ (以下「CA v. AFSCME 判決」という)である。先んじて CA v. AFSCME 判決の内容を略述すると、「取締役会は株主または株主グループが 1 人以上の取締役候補者の指名において負担した妥当な費用の清算を会社に行わせなければならない」とする内容への株主による附属定款の変更提案に対して、米国証券取引委員会 (the United States Securities and Exchange Commission) (以下「SEC」という) がデラウェア州最高裁判所に意見を求めたところ、当該裁判所は、取締役の裁量権限を留保する旨の文言のない (取締役が信認義務に基づく裁量権を行使できなくなるような内容の) 附属定款をデラウェア州一般会社法に違反すると判示した。以下において、当該事例の詳細を述べることにする。

(2) CA v. AFSCME 判決

(a) 事実の概要

CA, Inc. (以下「CA 社」という) はデラウェア州の会社である。なお、CA 社の取締役会は 12 名で構成されており、すべての取締役の任期は 1 年である。CA 社の株主である AFSCME は、2008 年 3 月 13 日、株主提案³²⁰ (以下「本件株主提案」という) を行い、同年 9 月 9 日

³¹⁸ *Ibid.*

³¹⁹ 邦語による判例評釈として、楠元純一郎「取締役選任と委任状勧誘にかかる費用の帰属」商事法務 1932 号 (2011 年) 44 頁がある。また、当該判決を比較的詳細に分析している邦語による論稿として、藤林大地「米国における委任状勧誘制度：取締役の選任に係る勧誘規制と近時の動向を中心に」同志社法学 62 巻 3 号 (2010 年) 777 頁、久保佳納子「米国における株主総会と取締役会の権限領域 (一)：デラウェア州法を中心に」広島法学 34 巻 2 号 (2010 年) 31 頁がある。

³²⁰ 米国における株主提案の要件としては、まず、提案株主は議決権株式の 1% 以上または市場価格で 2,000 ドル以上の株式を提案提出日 (株主総会開催日) までの 1 年間以上保有しなければならない (17 C. F. R. § 240.14a-8(b)(1))。また、各株主は特定の株主総会につき 1 個の提案しか提出することができない (17 C. F. R. § 240.14a-8(c))。さらには、提案 (その理由を含む) は 500 語以内という制限がある (17 C. F. R. § 240.14a-8(d))。なお、株主提案の提出期限は委任状勧誘資料の発送日の 120 日前である (17 C. F. R. § 240.14a-8(e)(2))。そして、提案株主は提案を発表するために自らが株主総会に出席す

に予定されていた定時株主総会のために CA 社が作成する委任状勧誘資料に本件株主提案の内容を記載するように求めた。これは、「取締役会は株主または株主グループが 1 人以上の取締役候補者の指名において負担した妥当な費用の清算を会社に行わせなければならない」とする内容へと変更する CA 社の附属定款（以下「本件附属定款」という）である。

CA 社は、2008 年 4 月 18 日、AFSCME によって提案された本件附属定款を委任状勧誘資料から除外する意図を、SEC の企業財務部（Division of Corporation Finance）に通知した。そして、CA 社が SEC 規則 14a-8(i) (1) および (2) に該当するとして AFSCME の提案を排除³²¹した場合に、当該企業財務部がいかなる強制措置も推奨しない旨を SEC に対して述べる「ノーアクションレター」を CA 社は要求した。当該要求（書）にはデラウェア州の法律顧問である Richards Layton & Finger, P.A. の意見が添付されており、これによると、提案された本件附属定款は株主行動として適切な題目ではなく、実施された場合にはデラウェア州一般会社法に違反することになると結論づけられている。

それに対して、AFSCME は、2008 年 5 月 21 日、CA 社の要求に対して、CA 社とは反対の法的見解を示した文書を付して応答した。AFSCME の文書には、デラウェア州の法律顧問である Grant & Eisenhofer, P.A. の意見が添付されており、これによると、提案された本件附属定款は株主行動のための適切な題目であり、承認された場合には、デラウェア州一般会社法のもとで許可されると結論づけられている。

斯くして、SEC の企業財務部はデラウェア州一般会社法に関する 2 つの相反する法的見解

るか、州法により資格の認められる代理人をそのために出席させなければならず（17 C. F. R. § 240.14a-8(h)(1)）、提案株主自身および資格のある代理人のいずれもが正当事由なく欠席し提案を發表しなかった場合には、会社はその後 2 年以内に開催される株主総会において当該株主のすべての提案を委任状勧誘資料から除外することが許される（17 C. F. R. § 240.14a-8(h)(3)）。

³²¹ 株主提案権の排除事由としては、①州会社法上適切な議題でないこと、②提案が実行された場合に法令違反となること、③提案およびその理由における虚偽または誤導記載が委任状規則違反となること、④個人的な不満を申し出たり個人的な利益を追求したりすること、⑤会社の総資産等の 5% 未満の活動に関することであり、会社の事業と実質的に関係がないこと、⑥会社の実行権限を越えること、⑦会社の通常の業務執行に関係すること、⑧取締役の選任に関係すること、⑨会社の提案と競合すること、⑩会社が既に実質的に実行していること、⑪別の提案者が既に提出したものと実質的に重複すること、⑫過去 5 年以内に提出されたが、賛成投票割合の諸要件を充たせなかったために一定期間再提出できないこと、⑬配当の具体的金額に関係することが挙げられる（17 C. F. R. § 240.14a-8(i)(1)-(13)）。ただし、会社が株主提案を排除するには一定の手續を要し、会社が SEC に対して委任勧誘状（資料）を提出する 80 日前まで（期限を逸した正当事由がある場合は除く）に SEC に拒絶事由を提出しなければならない（17 C. F. R. § 240.14a-8(j)(1)）。

に直面した。CA 社が 2008 年の定時株主総会における委任状勧誘資料から AFSCME により提案された附属定款を排除することができるかどうかについての SEC の企業財務部の決定は、上記の相反する見解のうちのどちらが法的に正しいかということに左右される。その指針を得るために、SEC は、当該企業財務部の要請により、デラウェア州一般会社法における 2 つの論点（第一の論点として、AFSCME の提案は株主の行動として適切か³²²、第二の論点として、当該提案が承認された場合にはデラウェア州一般会社法に違反するか³²³）に対する判断をデラウェア州最高裁判所に求めた。

(b) 判旨

① 第一の論点

第一の論点は、本件株主提案が適切な株主行動の対象であったか否かであるが、デラウェア州最高裁判所はこれを不適切な行動ではないと判断した。判旨は以下のとおりである。

「デラウェア州の企業の株主は、取締役会のメンバーの選任のために『候補者の選択に関与する』権利を有している。株主には、取締役会の支援する候補者以外の候補者が選挙に立候補することを奨励するような附属定款を提案することによって、当該権利の行使を容易にする権利が与えられている。本件附属定款は、株主の指名した候補者が取締役に選任された場合、株主の負担した選挙費用の償還を会社と約束することによって目的を達成させるものである。本件附属定款の内容が企業資金の支出を要するという自体をもって、本件附属定款が株主行動として不適切な議題とはならない。したがって、当裁判所は第一の論点に対して肯定的に判断する。」

② 第二の論点

第二の論点は、本件株主提案が承認された場合、デラウェア州一般会社法 141 条(a)項³²⁴に違反するか否かであるが、デラウェア州最高裁判所は、違法であると結論づけた。判旨は以下のとおりである。

「本件附属定款は、信認義務の適切な適用が妨げられる可能性がある状況において、選挙費用の償還を義務づけている。このような状況が発生することは、あまり考えられない。デラウェア州法のもとでは、取締役会は『論争が人事や経営とは区別される政策の問題に関係し

³²² See, 17 C. F. R. § 240.14a-8(i)(1).

³²³ See, 17 C. F. R. § 240.14a-8(i)(2).

³²⁴ デラウェア州一般会社法 141 条(a)項は、基本定款に別段の定めがある場合を除き、すべての会社の経営および業務は、取締役会によって、またはその指示に基づいて運営されなければならないと規定している。そして、同項の文言に即して、CA 社の基本定款には事業の経営および会社の業務遂行に関する権限は同社の取締役会に帰属する旨が規定されている。

ている場合には』委任状勧誘の費用を償還するために企業資金を支出することができる。しかし、委任状勧誘が、個人的または取るに足らない関心によって動機づけられている場合、もしくは、企業利益を高めず、または、企業利益と相反する利益を促進するために行われる場合においては、取締役会の信認義務は、償還を完全に拒否することを強いる可能性がある。

この点につき、記載どおりの本件附属定款が CA 社の株主によって採択された場合、それはデラウェア州法に違反することになる。現在の草案における本件附属定款は、CA 社の取締役に対し、どの程度の償還が適切であるかを判断する完全な裁量権を与えるものである。取締役は選任された少数派の候補者の『合理的な』費用のみを償還する義務があるからであるが、残念ながら、それは十分ではない。なぜなら、本件附属定款には、特別の場合において、そもそも償還を行うこと自体が適切であるかどうかを判断するための信認義務を行使する完全な権限を CA 社の取締役に留保する文言または条項が含まれていないからである。」

(3) 分析

CA v. AFSCME 判決は、取締役から信認義務を行使するための（償還を行わない決定もなし得る）裁量権を完全に奪うような内容の附属定款を違法と判示した。当該判決は、Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994)、および Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998) を引用している。前者は、買収対象企業 (Paramount) の取締役が公開買付の競合他社 (QVC) と株主利益最大化のための買付条件について交渉することを妨げるような友好的公開買付者 (Viacom) との合併契約における「ノーショップ (no shop)」条項を無効にし、後者については、買収対象企業 (Quickturn) の取締役が敵対的株式公開買付への防御策として「償還延期条項 (delayed redemption provision)」を含む「ポイズン・ピル」を採用したところ、償還延期条項は、新たに選任された取締役会が行うポイズン・ピルの償還を 6 ヶ月間妨げることにより委任状勧誘の努力を阻止することを目的にしているとして、当該条項を無効とした。すなわち、後者は、償還延期条項について、デラウェア州一般会社法 141 条(a)項に基づく会社の経営権限およびその法定権限に付随する信認義務の両方を新たに選出された取締役会から容認できないほどに剥奪することになるため無効であるとした。なお、定款規定の適法性あるいは有効性に関する過去の判例を概観すると、たとえば、株主が取締役会から経営権限を奪う附属定款、すなわち、取締役会の行為は全株主の承認がない限り無効であるとする旨の定款規定は、取締役の権限に対する違法な侵害であるとした判例³²⁵、また、役員を選任する権限等の重要な権限を取締役に与えないとする旨の附属定款規定は、法律と矛盾し、無効であるとした判例³²⁶がある。いずれの判例からも取締役の経営権限あるいは信認義務の行使が尊重されていることが窺える。そして、デラウェア州の裁判所も、会社の契

³²⁵ Kaplan v. Block, 183 Va 327, 31 S.E. 2d 893 (1944).

³²⁶ Bechtold v. Stillwagon, 119 Misc. 177, 195 N.Y. Supp. 66 (Sup. Ct. 1922).

約における概念³²⁷に依拠して、株主の権利を制限するものであっても、取締役会が採択した附属定款の規定を相当に尊重している³²⁸。

さて、CA v. AFSCME 判決に対する一つの分析によれば、会社の最大利益を求めるための取締役会の権限は現状のままではなければならないということが判断の根拠にあるとされ、すなわち、いかなるガバナンスの構造やプロセスが会社に対して究極的に最大の利益をもたらすかについて、株主（の過半数）と取締役会との間で見解を異にした場合、株主の要望は取締役会の判断に委ねなければならないと裁判所は考えたのだとする³²⁹。また、別の分析では、会社資金の浪費あるいは不正な目的での使用を防ぐという取締役会の経営責任が取締役の選任プロセスに関連する附属定款を採択する株主の権限に勝ったのだとする³³⁰。なお、CA v. AFSCME 判決がデラウェア州の判例法および成文法に与えた影響については、判決後の数年間はかなり限定的であったとされ、デラウェア州法に関する基本的な特徴を裏づける先例としてのみ裁判所は当該判決を引用してきたという。すなわち、CA v. AFSCME 判決は、以下の①から④の判断を補強するために、その後の事案で引用されてきた。①デノボ・レビュー（de novo review）は、認定された法律問題に対する適切な審査基準である。②デラウェア州一般会社法 109 条(a)項に基づき、附属定款の採択、変更、撤廃の権限を付与された取締役会は、デラウェア州法のもとで附属定款が有効である限り附属定款を採択することができる。③株主の附属定款変更権限は、取締役会の有する当該権限とは同一ではなく、取締役会の経営権限によって制限される。④附属定款は会社と株主との間における契約を意味する³³¹。このように、後続の判例法に対する CA v. AFSCME 判決の影響はやや限定的であったにもかかわらず、2009 年、デラウェア州議会は、取締役選任プロセスを規制するための株主提案による附属定款を明示的に承認するために、CA v. AFSCME 判決の第一の論点（AFSCME の提案は株主の行動として適切か否かという点）に対するデラウェア州最高裁判所の判断を成文化するための法改正を行った。そして、この目的のために新設されたデラウェア州一般会社法 113 条によって、デラウェア州の会社が委任状勧誘費用の償還(proxy

³²⁷ 会社とその役員、取締役、および株主との間の関係（紛争解決方法を含む）は、完全に契約によって定めることができるとされる（LoPucki, *supra* note 302, at 53）。

³²⁸ Fisch, *supra* note 287, at 373. See, ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A.3d 554 (Del. 2014); Boilermakers Local 154 Ret. Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934 (Del. Ch. 2013).

³²⁹ Kesten, *supra* note 299, at 508.

³³⁰ Frederick H. Alexander & James D. Honaker, *Power to the Franchise or the Fiduciaries?: An Analysis of the Limits on Stockholder Activist Bylaws*, 33 Del. J. Corp. L. 766-767 (2008).

³³¹ Lupu, *supra* note 306, at 1779.

expense reimbursement) に関する附属定款を採用することが許可されることになった³³²。

以上より、CA v. AFSCME 判決を分析するならば、取締役の選任を容易にするための株主の権利よりも取締役の経営責任、すなわち、取締役が信認義務を果たすことが優先されたということであろう。あるいは、取締役選任を通じて経営に関与することを望む株主の権利は取締役の経営権限に凌駕されたという言い方もできよう。なお、CA v. AFSCME 判決がきっかけとなり上記の法改正がなされたが、留意すべき点は、株主の負担した委任状勧誘費の会社による償還を行わないとする判断を取締役が行うことは可能であり、その限りにおいて取締役の裁量権は留保されているということである。

4. 検討

細目的な規定は取締役会によって定められるべき性質のものであることに何ら変わりはなく、たとえば、取締役会の運営全般に関してその詳細に至るまでを株主総会が決定することにすれば、機動的な経営を著しく損なうことになるであろう。そこで、前節で示した立法論は株主総会に定款変更権限を残存させるものであるため、権限分配の必要性のみならず機動的な経営を確保するという観点からも株主による定款変更の限界を明瞭にしなければならぬと考える。

本節において紹介したコフィ教授の見解によると、日常業務、積極的命命、特定事項の決定、経営判断に関する旨の附属定款の変更は株主は関与できないとされる。この見解は4種類のメルクマールを示しているが、それぞれに重なり合う部分が多分に見受けられるところ、数学における共通因数で括るような整理を試みるならば、経営判断に関する事項の決定には株主は関与できないという括り方が可能であろう。ただし、当該学説において示されたメルクマールに対して、その境界線が不鮮明であるとする旨の前述の批判は当を得ており、最終的には司法の判断に委ねざるを得ないケースも決して少なくはないものと考えられる。そして、米国の判例をみると、コフィ教授の見解と概ね同様の考え方を採用しているものと推察される。たとえば、本節において詳細に紹介した CA v. AFSCME 判決は、取締役の裁量権限を留保する旨の文言のない（取締役が信認義務に基づく裁量権を行使できなくなるような内容の）附属定款をデラウェア州一般会社法に違反すると判示している。また、より近時の Gorman v. Salamone, 2015WL 4719681 (Del. 2015)（以下「Gorman v. Salamone 判決」という）は、株主が会社の役員を直接解任できるとする旨の附属定款への変更は無効であると判示しており、Gorman v. Salamone 判決では、取締役の優位性の原則 (principle of director primacy) を規定したデラウェア州一般会社法 141 条(a)項に基づく取締役の経営権限を附属定款によって不当に侵害することができない旨が指摘されている³³³。以上より、

³³² *Ibid.* See, Delaware General Corporation Law § 113.

³³³ 拙稿「株主が役員を直接解任できるとする旨の附属定款規定とデラウェア州一般会社法 141 条(a)項が規定する取締役の優位性の原則の関係」〔Gorman v. Salamone, 2015 WL

米国の裁判所は判断のメルクマールとして取締役の経営裁量権限の保護に重きを置いていることはおおよそ明瞭ではないかと推察される。

さて、わが国の会社法には、デラウェア州一般会社法にあるような取締役の優位性の原則³³⁴を規定した条文はないものと考えられるが³³⁵、株主から経営を委任された取締役の果たすべき役割に着目するならば、所有と経営が分離した大規模な株式会社では、株主は高い見識と優れた手腕を持つ少数の専門家に経営を委ねざるを得ないと考えられていることから³³⁶、株主総会決議に基づき定款を変更する場合、取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることは許すべきではないとするのが妥当であろう。そして、経営の機動性を保持するという観点からも同様に考えられよう。加えて、取締役には定款遵守義務があるため（会社法 355 条）、経営上の裁量を制約する内容が定款に記載された場合、ある状況において取締役にとっては最善であると評価できる判断であっても、定款の規定に抵触してその判断を選択できなくなる可能性があるということが指摘されていることからしても³³⁷、経営上の裁量事項を定款変更によって株主総会の権限に留保することは妥当でないと考えられる³³⁸。

内規の便宜的な活用を通じて取締役の裁量が過度に重視されているという問題意識から前述の立法論の検討を試みたわけであるが、取締役の経営判断に際してその裁量を完全に奪うようなことはあってはならず、それを望む株主は少なくともわが国の上場企業には基本的に存在しないものと推察される。定款制度は株主への情報開示を通じて実質的に株主によるガバナンスを確保することを主眼とすべきであり、株主が取締役を差し置いて経営に関与する仕組みではないと考えることが妥当であろう。すなわち、原則として、株主が積極的に取締役の経営上の裁量を制約し得る内容への定款変更を行うのではなく、取締役会によって決定された定款規定の内容を株主が事後的にチェックすることができ、その上で、当該定款規定を株主が最終的に変更または撤廃できる仕組みが確立されていることが重要

4719681 (Del. Ch. 2015)]] 商事法務 2279 号 (2021 年) 61-65 頁参照。

³³⁴ なお、ニューヨーク州事業会社法およびカリフォルニア州一般会社法においても同様の原則が規定されている (See, New York Business Corporation Law § 701; California General Corporation Law § 300 (a))。

³³⁵ なお、米国の会社の取締役が有する会社の経営権限(業務上の意思決定権限)は正式な(固有の)法的権限であるとされている (Clark, *supra* note 219, at 105) のに対して、わが国の会社の取締役(会)には会社の意思決定に対する固有の権限は理論上ないと考えられている (岩原編・前掲注 (224) 30 頁 [松井])。

³³⁶ 小林・前掲注 (255) 1 頁。

³³⁷ 松井秀征「株主提案権の動向」ジュリスト 1452 号 (2013 年) 45 頁。なお、経営上の合理性を優先して定款を無視した場合には定款遵守義務違反となる (松井・同 45 頁)。

³³⁸ 松井・前掲注 (337) 45 頁注 25。

なのではないかと考えられる。

本章では、定款変更権限を取締役会に対しても付与するという米国の By-Law 制度を参考にした立法論に光を当てた。もっとも、米国とわが国の法制度には看過できない重要な差異がみられる。それは、現在の米国の会社法には強行的な規定がほとんど存在しないとされる³³⁹のに対して、わが国の会社法（の多くの規定）は強行法規であると従来から捉えられている³⁴⁰点である。この点に着目すると、米国では、定款（特に附属定款）の果たし得る役割、すなわち定款自治の認められる範囲が相当に大きいため、定款変更機動性を要求する必要性が高いといえるが、わが国では、その必要性は相対的に低いことが窺える。しかしながら、近年のわが国では、法改正による定款自治の範囲の拡大の流れが顕著に現れてきているため³⁴¹、今後のわが国の会社法改正において、この流れが継続する限り、米国のように定款変更権限を取締役会に対しても付与することの意義は十分に見出されるものと推察される。ただし、かかる立法論では細目的事項についての定款変更権限の所在が株主総会と取締役会において重複するため、両者の権限分配の必要性の観点から、定款変更を利用した株主の経営関与の範囲について一定の制限を加えるべきではないかという問題についても検討したところ、株主総会決議に基づき定款を変更する場合、経営を取締役に対して委任した株主の意思等に鑑みて、取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることは許されないと考えるに至った。なお、株主提案権（会社法 303 条-305 条）は、社会的目的に基づく主張を実現するための手段として利用される場合があり、当該目的に基づき提案権を行使する株主は、業務執行の具体的な内容に関わる議案を提出することが多いのが特徴であるところ³⁴²、株主提案が株主総会の権限の範囲内の事項に関するものでなければならぬという制約は、定款変更議案の形式で提案することにより回避可能であるとされ³⁴³、別の言い方によると、定款変更議案の形式をとれば、どのような内容の株主提案でも行うことが可能であると考えられており³⁴⁴、また、この問題は定款記載事項の限界が明確

³³⁹ LoPucki, *supra* note 302, at 54.

³⁴⁰ 田中耕太郎「組織法としての商法と行為法としての商法」同『商法學：一般理論』（春秋社、1954年）236頁（初出：法学協会雑誌 43 巻 7 号（1925年））、石井照久＝鴻常夫『会社法（1）』（勁草書房、1977年）79頁、窪田宏『会社法（上）〔全訂3版〕』（晃洋書房、1992年）3頁、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第3版〕』（有斐閣、1994年）34頁、森本滋『会社法〔第2版〕』（有信堂高文社、1995年）43-44頁、坂井隆一『会社法要論〔第4版〕』（法律文化社、2001年）19頁、龍田＝前田・前掲注（13）29頁。

³⁴¹ 平成 13（2001）年商法改正、平成 14（2002）年商法改正、および平成 17（2005）年制定の会社法の内容を参照されたい。

³⁴² 荒達也「株主提案権」法学教室 421 号（2015年）15頁。

³⁴³ 荒・前掲注（342）16頁。

³⁴⁴ 松井・前掲注（337）45頁。

でないこととも関連しているため³⁴⁵、株主による定款変更の限界について検討することは株主提案権との関係においても非常に重要であると考えられる。

法律上、株主が有している権限であっても、その権限が形骸化している例は少なくないものと思われる。前章で取り上げた取締役報酬決定権限に加えて、本章で扱った定款変更権限もその例の一つとして捉えられよう。本章では、形骸化している株主の定款変更権限を敢えて取締役会にも与えることによって株主による定款変更を通じた会社に対するガバナンスを実質的に確保する方策として、米国の By-law 制度に着目し、そのエッセンスをわが国の定款制度に導入できないかの検討を試みた。第 4 章にて論及する株主アクティビズムの進展によって、株主による定款変更を通じた会社に対するガバナンスが十分に果たされ得ることになるのではないかと考えている。ただし、機関投資家が有効なガバナンス行動を実行するにあたり会社の情報開示不足が障害となっているようであることから³⁴⁶、定款変更の局面においても、取締役報酬決定における場合と同様に株主に対する情報開示の徹底が必要不可欠となるであろう。なお、次章で取り扱うバーチャルオンリー株主総会の登場により株主に対する情報開示に関して大きな変化が生じることが予想される。

³⁴⁵ 松井・前掲注 (337) 45 頁。

³⁴⁶ 大村敬一ほか「機関投資家による株主アクティビズムはコーポレートガバナンスを機能させるのか? : アンケート調査結果から」ファイナンス 37 巻 6 号 (2001 年) 55 頁。

第3章 バーチャルオンリー株主総会の展望と課題

第1節 本章における検討課題

1. 会社法に基づくバーチャル株主総会

バーチャル株主総会には、ハイブリッド型とバーチャルオンリー型とがある。前者は、物理的な場所を定めた株主総会（以下「リアル株主総会」という）を開催した上で、インターネット等の手段により株主がそれに参加・出席するタイプ（以下「ハイブリッド型バーチャル株主総会」という）であり、後者は、株主総会を物理的には開催せず、インターネット等による株主総会のみを開催するタイプ（以下「バーチャルオンリー株主総会」という）である³⁴⁷。そして、ハイブリッド型バーチャル株主総会には、審議の確認や傍聴はできるが質問や議決権行使などの出席株主としての権利行使ができない「参加型」と、質問や議決権行使などの権利行使ができる「出席型」とがある³⁴⁸。ただし、「出席型」であっても、たとえば、動議については、インターネット等の手段によりバーチャル出席した株主とリアル株主総会に出席した株主とで異なる取扱いをしても許容され得ると考えられている³⁴⁹。

現行法に従うと、株主総会を招集する場合にはその「場所」を定めなければならない（会社法298条1項1号）、加えて、株主総会議事録には株主総会が開催された「場所」と当該「場所」に存しない取締役がその株主総会に出席した場合の出席方法を記載しなければならない（同法施行規則72条3項1号）。上記の「場所」が物理的な「場所」を意味することについては異論がみられない³⁵⁰。ハイブリッド型バーチャル株主総会は、リアル株主総会を開催するので、現行の会社法に基づき開催することができる。その一方で、オンライン参加する株主の所在する「場所」は株主総会の「場所」ではないと考えられているため³⁵¹、現行の会社法では、物理的な開催「場所」を有しないバーチャルオンリー株主総会を開催することは許容されないと解されている³⁵²。

³⁴⁷ 吉田陽祐ほか「バーチャル株主総会実施動向と留意点」商事法務2279号（2021年）25頁。

³⁴⁸ 吉田ほか・前掲注（347）25頁。

³⁴⁹ 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」（2020年2月26日策定）（<https://www.meti.go.jp/press/2020/02/20210203002/20210203002-1.pdf>, 2023年11月21日最終閲覧）21-22頁参照。

³⁵⁰ 安藤均「電子株主総会の検討の視点」旭川大学経済学部紀要78号（2019年）38頁。

³⁵¹ 北村雅史「株主総会の電子化」商事法務2175号（2018年）11頁。

³⁵² 神作裕之「株主総会のIT化」民商法雑誌126巻6号（2002年）793頁、北村・前掲注（351）12頁、伊藤敦司「株主総会の昨日・今日・明日：コロナ禍を契機として」杏林社会科学36巻1・2号（2020年）52頁、江頭・前掲注（1）360頁、木俣由美「監査役を取り巻く状況の変化：3つのケースより」産大法学54巻3・4号（2021年）55頁。

2. 産業競争力強化法に基づくバーチャル株主総会

前述したように、現行の会社法に従うと、バーチャル株主総会のうち、ハイブリッド型バーチャル株主総会だけしか開催することができないが、令和3（2021）年に産業競争力強化法が改正されたことにより、同法に基づくバーチャルオンリー株主総会の開催が可能になった。実際に開催する株主総会の場所がなくバーチャル空間のみで行われる株主総会をバーチャルオンリー株主総会という³⁵³。バーチャルオンリー株主総会は同法において「場所の定めのない株主総会」と規定されている（同法66条1項）。バーチャルオンリー株主総会を開催するには、①上場会社であること、②経済産業省令・法務省令で定める要件に該当することについて経済産業大臣および法務大臣の確認を受けたこと、③株主総会を場所の定めのない株主総会とすることができる旨の定款の定めがあること³⁵⁴、④株主総会招集決定時に②の省令で定める要件に該当していることという4つの要件を充たしている必要がある（同法66条1項・2項）。なお、②の省令で定める要件とは、a)通信の方法に関する事務の責任者を置いていること、b)通信の方法に係る障害に関する対策についての方針を定めていること、c)通信の方法としてインターネットを使用することに支障のある株主の利益の確保に配慮することについての方針を定めていること、d)株主名簿に記載または記録されている株主の数が100人以上であることである（同法に基づく場所の定めのない株主総会に関する省令1条）。

バーチャルオンリー株主総会は、リアル株主総会を開催することなく、すべての株主がインターネット等の手段によって出席するものであるため、従来どおりの伝統的な株主総会とは全く異なるものであると理解されている³⁵⁵。また、ハイブリッド型バーチャル株主総会の場合には、インターネット等の手段によって参加・出席する株主とリアル株主総会に出席する株主との間で異なる取扱いがなされ得るが、バーチャルオンリー株主総会の場合には、権利行使の機会がすべての株主に公平に確保されることになる³⁵⁶。なお、バーチャルオンリー株主総会の意義として、遠隔地にいる株主や多忙な株主等を含む多くの株主が出席しやすく、物理的な会場の確保が不要なため運営コストの低減や臨時株主総会を含む株主総会の機動的な開催の実現を図ることができること、また、株主や取締役等が一同に会する必要

³⁵³ 白岩直樹「産業競争力強化法に基づく場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー株主総会）に関する制度の解説」商事法務2269号（2021年）5頁。

³⁵⁴ ただし、経過措置として、改正産業競争力強化法の施行後2年間については、②の確認を受けた上場会社は当該定款の定めがあるものとみなされ得る（同法附則（令和3年法律第70号）3条1項）。なお、この経過措置に基づき開催されたバーチャルオンリー株主総会においては、株主総会を場所の定めのない株主総会とすることができる旨の定款の定めを設ける定款変更決議をすることはできない（同条2項）。

³⁵⁵ 安藤・前掲注（350）28頁。

³⁵⁶ 白岩・前掲注（353）5頁。

がなく感染症等のリスクの低減を図ることができることが挙げられている³⁵⁷。

3. 株主総会の役割

序章において、かつて株主総会が最高機関かつ万能機関であったが、昭和 25（1950）年商法改正によって株主総会が万能機関ではなくなった経緯を述べたが、その後も、たとえば、昭和 56（1981）年商法改正において計算書類の承認に関する株主総会の権限が縮小されるなど、基本的な流れとしては、株主総会の権限は縮小される方向に進んでいるものと考えられる³⁵⁸。現在、取締役会設置会社の株主総会は、会社法に規定する事項および定款で定めた事項に限り決議することができることとされており（会社法 295 条 2 項）、会社法の建前上、株主総会は、少なくとも会社の組織・運営に関する重要な意思決定を行う機関として位置づけられている³⁵⁹。したがって、今日の株主総会においても株式会社の意思決定機関としての役割があることは明確である³⁶⁰。

他方において、今日の株主総会は、株主構成の変容とともに、経営者・株主間の対話の場としても機能するようになりつつあるとする見解がある³⁶¹。また、最近のコーポレート・ガバナンスの議論でも、企業価値の向上に向けた建設的な対話の場としての株主総会がクローズアップされている³⁶²。さらには、経営者が株主に対して丁寧な説明ないし情報提供をする場としても捉えられており、これは情報開示ないし I R の場としての株主総会の役割で

³⁵⁷ 白岩・前掲注（353）5 頁。

³⁵⁸ 福島洋尚「株式会社法における株主総会と取締役会の権限分配：会社法に規定のない株主総会決議をめぐって」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017 年）170 頁。ただし、平成 26（2014）年の会社法改正において、これまで取締役会の権限とされていた有利発行に該当しない新株発行（会社法 201 条 1 項参照）が一定の要件のもとで株主総会の承認を要することになる（同法 206 条の 2 第 4 項）など、株主総会の権限を縮小する方向に動いてきたこれまでの立法の動向とは異なる流れも生じてきていると評されている（福島・同 170、190 頁）。

³⁵⁹ 弥永真生「株主総会正常化と今後の課題（第 4 回上）株主総会の活性化は必要か」資料版商事法務 337 号（2012 年）6 頁。

³⁶⁰ なお、わが国では、明治期から現在に至るまで、意思決定機関としての株主総会が非常に重要視されてきたと理解されている（尾崎安央ほか「座談会 株主総会の現在・過去・未来：未来の株主総会へ変えるもの・変えないもの（第 2 部）株主総会制度・実務形成の歴史（下）」商事法務 2286 号（2022 年）65 頁〔太田洋発言〕）。

³⁶¹ 福島・前掲注（358）170 頁。

³⁶² 尾崎安央「株主総会の在り方をめぐり一考察：対話の場としての株主総会」高崎経済大学論集 58 巻 2 号（2015 年）29 頁。なお、会社による情報提供を前提とした会社・株主間の相互交流が求められているとする（尾崎・同 23 頁）。

あるとされる³⁶³。なお、経営者による株主への説明には対話と情報提供の両方の側面が含まれていると考えられるが、本章では、口頭による説明を対話と位置づけることとし、口頭ではない書類等による説明（ウェブサイト上の情報開示を含む）を情報提供と位置づけることとする。

以上より、現在の株主総会の役割には、少なくとも、「意思決定」、「対話」、「情報提供」があると考えられる。次節において、バーチャルオンリー株主総会が上記の3つの役割を果たし得るのかを検討する。

第2節 バーチャルオンリー株主総会の果たし得る役割

1. 意思決定

序章で述べたように、株主総会とは、「会社の構成員である株主が直接に参加し、決議により会社の基本的意思決定を行うための機関」をいうが³⁶⁴、上場会社のように譲渡制限株式以外の株式が発行され株主数が多数に及ぶ会社とそうではない会社との間では株主総会の位置づけがかなり異なると考えられている³⁶⁵。後者の会社における株主総会は、株式会社の組織、運営、管理その他株式会社に関する意思決定を行う機関として位置づけられていると考えることが会社法の文言からも自然であるが（会社法295条1項）³⁶⁶、その一方で、前者の会社における株主総会は、基本的に取締役の選任・解任についての意思決定機関としての役割を有するにとどまり、意思決定機能性が乏しくなっているからである³⁶⁷。その背景には、①書面による議決権行使（書面投票）・電磁的方法による議決権行使（電子投票³⁶⁸）が認められていること（同法298条1項3号・4号）、②株主が会社に対して包括委任状を付与している場合があること、③株主の中には株主総会における議決権行使に関心のない者がいること（合理的無関心）、④株主にとって好都合な日時・場所で株主総会を開催する

³⁶³ 久保田安彦「上場会社の株主総会に期待される役割は何か：『2017年版株主総会白書』を読んで」商事法務2154号（2017年）19頁。なお、株主は、取締役選任権を自ら行使し、取締役に会社経営を委ねたのであるから、株主総会は、株主の信任を得ている取締役が経営責任遂行状況の報告を行う場であり、その信任の場であるとする主張がみられる（奥島・前掲注（17）22-23頁）。

³⁶⁴ 江頭・前掲注（1）309頁。

³⁶⁵ 弥永真生「株主総会正常化と今後の課題（第4回下）株主総会の活性化は必要か」資料版商事法務338号（2012年）12頁。

³⁶⁶ 弥永・前掲注（365）12頁。

³⁶⁷ 弥永・前掲注（365）12頁。

³⁶⁸ 電子投票とは、インターネットによる事前投票のことであり、株主総会への電子的な出席とは異なるものである（黒沼悦郎『会社法〔第2版〕』（商事法務、2020年）68頁）。

という発想が一般的に会社側にはないことがあるとされる³⁶⁹。殊に、上記②の書面投票が昭和 56 (1981) 年商法改正で認められたことにより、会社の重要な意思決定において、株主の意思が、より実効的に、より確実に反映されることが確保される反面、株主総会を現実開催する必要性・意義を低下させた可能性があるという指摘がある³⁷⁰。また、書面投票・電子投票については、株主総会での説明や議論を経由していない株主に議決権行使をさせている点で株主総会決議を歪めるという問題を孕んでいると指摘されており³⁷¹、加えて、それらの投票は、議場で提出された動議に対しては棄権または反対として扱われるため、現実に出席した株主または代理人の有する議決権の数が相当多い場合でなければ当該動議が可決されることはないと考えられている³⁷²。

上で述べたことからすると、上場会社の株主にとって、株主総会に出席した上で議決権を行使することの意義は事実上きわめて乏しいことは否めないであろう。また、株主総会を開催する前から決議の帰趨が基本的に決まっているため、株主が会社の意思決定を行うために株主総会に出席することのインセンティブは見出し難いといえる³⁷³。その一方で、上場会社では、産業競争力強化法の改正によってバーチャルオンリー株主総会を開催することが可能になったところ、すべての要件を充たした上でバーチャルオンリー株主総会が開催された場合、少なくとも会場に出向くための時間的・経済的コストがかからなくなるため、株主総会に積極的に出席する株主が増える可能性がある³⁷⁴。技術面でのハードルも考えられようが、現在、インターネットは多くの人にとって非常に身近な存在になっているため、バーチャルオンリー株主総会に出席するための技術的側面からのハードルは決して高くはなく、今後のことを考えると、そのようなハードルは低くなる一方ではないかと推察される。オンライン上であっても、株主総会に出席する株主が増えるにつれて、総会開催前に決議の帰趨が決まるということが減っていくものと考えられる。そうすると、株主総会の「意思決定」機関としての意義が必然的に大きくなるのではないかと推察される。

³⁶⁹ 弥永・前掲注 (365) 12 頁。

³⁷⁰ 弥永・前掲注 (359) 7 頁。

³⁷¹ 黒沼・前掲注 (368) 68 頁。なお、将来的には、電子的な方法によって株主が株主総会に出席する環境を整備し、書面投票・電子投票を廃止すべきであるとの見解が述べられている (黒沼・同 68 頁)。

³⁷² 弥永・前掲注 (359) 6 頁。

³⁷³ 弥永・前掲注 (359) 7 頁参照。

³⁷⁴ なお、バーチャルオンリー株主総会の実務が一般的なものとなり、また、出席する株主数の予測可能性が高まれば、バーチャルオンリー株主総会において、登録制・事前申込制を採用する必要性が乏しくなることが予想されている (澤口実=村田昇洋「バーチャルオンリー株主総会の始動」月刊監査役 729 号 (2022 年) 95 頁)。

2. 対話

株主総会は、株主が自由に質問をすることができ、それを阻害する要因ができるだけ排除された建設的な対話の場でなければならないと考えられている³⁷⁵。株主の有する質問権は、株主総会において議決権行使をする前提として株主に審議に参加することを保障する重要な権利である³⁷⁶。取締役、会計参与、監査役および執行役は、株主総会において、株主から特定の事項について説明を求められた場合には、当該事項について必要な説明をしなければならない（会社法 314 条本文）。また、定時株主総会において会計監査人の出席を求める決議があったときは、会計監査人は、定時株主総会に出席して意見を述べなければならない（同法 398 条 2 項）。よって、株主総会は、役員等（同法 423 条 1 項参照）が株主に対して説明を行う場、あるいは株主が役員等に対して説明を求める場として位置づけられている³⁷⁷。そして、株主総会が会議体である以上、そこでは討論が行われることが期待され、当該討論には必然的に質疑応答が含まれると考えられている³⁷⁸。

バーチャルオンリー株主総会の利点の一つとして、対話の促進・充実が挙げられる³⁷⁹。従前、質問に対する心理的な抵抗が少なく、また、テキスト入力で同じ質問を繰り返すことが容易であるといったことから、バーチャル出席した株主による濫用的な質問が増えるのではないかと指摘されていたが³⁸⁰、実際はどうであろうか。たとえば、グリーン株式会社（以下「グリーン社」という）は、令和 3（2021）年 9 月 28 日に実施したバーチャルオンリー株主総会において、「グリーン株主総会 Portal」を開設し、それを通じて株主からの事前質問を受け付けたところ、17 名の株主から合計 26 問の事前質問が寄せられた³⁸¹。グリーン社では、株主がテキストで作成した質問を送信する前に推敲することが可能となり、かつ大勢の前で発信する必要がないことから、株主が本来質問したかった内容をシンプルに会社に伝えることが容易になった結果として、事前質問および当日質問ともに会議の目的事項に沿った内容の質問が想定以上に多かったと評している³⁸²。また、質問を行った株主の年代が幅広く、同時に、当該株主の居住地域も分散していたことから、従来のリアル会場のみでの開催と比

³⁷⁵ 尾崎ほか・前掲注（360）64 頁〔尾崎発言〕。

³⁷⁶ 野澤・前掲注（21）70 頁。

³⁷⁷ 弥永・前掲注（359）6 頁。

³⁷⁸ 岩原編・前掲注（224）242 頁〔松井〕。

³⁷⁹ 澤口＝村田・前掲注（374）97 頁。

³⁸⁰ 野澤・前掲注（21）70 頁。

³⁸¹ 松村真弓＝徳田千紗「バーチャルオンリー株主総会における対話の実践」資料版商事法務 452 号（2021 年）17-20 頁参照。なお、株主 1 人当たりの質問数に制限は設けず、文字数に関しては 1 問当たり 300 字までという制限を設け、また、事前質問の受付から回答までのリードタイムは中 3 営業日を目標としていた（松村＝徳田・同 18-19 頁）。

³⁸² 松村＝徳田・前掲注（381）20 頁。

べて多様な「声」が得られたとも評している³⁸³。一例ではあるものの、バーチャルオンリー株主総会を実施した結果、対話（特に事前の対話）の促進・充実が図られたという評価がある。加えて、バーチャルオンリー株主総会を開催することによって、株主総会に出席する株主が増加し、それにより会社提案に賛成する書面投票・電子投票や会社に対する包括委任状が減少することが推察されるため、出席株主に対して会社提案に賛成するよう説得するインセンティブが経営者に生じる可能性があるところ³⁸⁴、かかる説得についても株主・経営者間の対話と位置づけることができれば、バーチャルオンリー株主総会は、「対話」の場として非常に高い機能を有するものと評価され得るであろう。

3. 情報提供

株主総会における経営者・株主間の対話促進のためには、株主総会関連資料が株主にできるだけ早く提供されなければならない³⁸⁵。株主総会参考書類や事業報告等の形で株主に提供された情報をベースに両者の対話が行われるからである³⁸⁶。公開会社では株主総会の会日の2週間前までに招集通知書面が発出されなければならない（会社法 299 条 1 項）、また、取締役会設置会社では招集通知時に計算書類および事業報告が提供されなければならない（同法 437 条）。そして、書面投票・電子投票が採用されている場合³⁸⁷には、招集通知時に株主総会参考書類が交付される（同法 301 条・302 条）。株主総会参考書類とは、議案に対する賛否を判断するために必要な情報を記載した書類のことであり³⁸⁸、定款に定めを置くことにより、株主総会参考書類に記載すべき事項に係る情報をウェブ上に開示することをもって株主への提供に代えることが可能となる（同法施行規則 94 条）。加えて、取締役は、株主総会参考書類に記載すべき事項について、招集通知の発出日から株主総会の前日までの間に修正をすべき事情が生じた場合における修正後の事項を株主に周知させる方法を当該招集通知と併せて通知することができるため（同法施行規則 65 条 3 項）、株主総会参考書類に

³⁸³ 松村＝徳田・前掲注（381）20 頁。

³⁸⁴ 他方において、事前に大株主から委任状を取り付け、または、会社提案に賛成する書面投票・電子投票が十分になされている場合には、会社提案に賛成するように出席株主を説得するインセンティブが経営者には生じない可能性があるとする旨の見解が唱えられている（弥永・前掲注（359）7 頁）。

³⁸⁵ 尾崎安央「株主総会に関する法制の現状と課題」ジュリスト 1495 号（2016 年）45 頁。

³⁸⁶ 尾崎ほか・前掲注（360）64 頁〔尾崎発言〕。

³⁸⁷ なお、議決権を有する株主が 1,000 人以上の会社では、原則として書面投票を採用しなければならない（会社法 298 条 2 項）。

³⁸⁸ 黒沼・前掲注（368）68 頁。なお、会社法施行規則 65 条 1 項を参照されたい。

記載すべき事項に係る情報の修正をウェブ開示によって行うことができる³⁸⁹。なお、事前の情報提供は、株主に対して株主総会に先立って準備する機会を与える趣旨によるものであると同時に、これを怠ることは株主総会決議取消原因（同法 831 条 1 項 1 号）に該当すると一般的には解されているため、会社にとっては、それを適切に行うインセンティブが認められる³⁹⁰。

バーチャルオンリー株主総会が開催されることにより会社側からの事前の情報提供が促進されるのではないかと推察される。前述したように、バーチャルオンリー株主総会を開催することで、会社提案に賛成するように出席株主を説得するインセンティブが経営者に生じる可能性があるが、その説得には事前の情報提供が有用となるからである。株主総会当日における口頭による説明が有意義なものであることは確かであるが、会社のウェブサイトを通じて事前に情報や説明を掲示する方が質・量ともに優れた情報を株主に提供することができると考えられている³⁹¹。他方、株主からの質問をテキスト方式で受け付ける場合には事務局で質問内容を見た上で選別することができてしまうために不公正な議事運営につながりかねないという懸念があるが³⁹²、事前質問および当日質問とそれらに対する回答をウェブサイト上ですべて開示することで懸念の多くは払拭されるのではないだろうか³⁹³。

対話の性質上、どうしても情報量や正確さが十分とはいえない場合が少なくないため、それを事前あるいは事後の情報提供によって補完する必要がある。バーチャルオンリー株主総会とウェブサイト上の開示（情報提供）とは性質上親和性が非常に高いといえるため、バーチャルオンリー株主総会の導入により、ウェブサイト上の開示が更に充実していくことが期待できるであろう。加えて、令和 4（2002）年 9 月 1 日に施行された株主総会資料の電子提供制度（会社法 325 条の 2-325 条の 7 等）によって情報開示の充実・早期化が進展するという見方がある。たとえば、紙媒体という制約がないため、動画を用いることやインタラクティブな方法での情報提供が可能となり、また、紙の印刷・郵送にかかる時間を節減できるため、株主に対して早期に情報開示がなされ得るからである³⁹⁴。上場会社には電子提供制度の採用が義務づけられるため（同法 325 条の 2、社債、株式等の振替に関する法律 159 条の 2 第 1 項参照）、上場会社がバーチャルオンリー株主総会を開催する場合には株主総会招

³⁸⁹ 神田・前掲注（17）203 頁注 5。

³⁹⁰ 弥永・前掲注（359）8 頁。

³⁹¹ 神作・前掲注（352）804 頁。

³⁹² 澤口＝村田・前掲注（374）95 頁。

³⁹³ 澤口＝村田・前掲注（374）95 頁参照。

³⁹⁴ 田中亘ほか「座談会 株主総会の現在・過去・未来：未来の株主総会へ変えるもの・変えないもの（第 1 部）2020 年・2021 年総会を振り返る（下）」商事法務 2284 号（2022 年）33 頁〔田中亘発言〕。

集手続を含む株主総会手続全体がデジタル化されることになる³⁹⁵。それにより、株主総会が効率的あるいは合理的な「情報提供」の場として更に機能することになるのではないだろうか。

第3節 展望

1. 非上場会社への法適用拡大

上場会社では、産業競争力強化法の改正によってバーチャルオンリー株主総会を開催することが可能になったが、非上場会社においては、依然としてバーチャルオンリー株主総会を開催することはできない。

ところで、取締役会については、一堂に会することが原則であるものの³⁹⁶、会社法上、その場所を定めなければならない旨の規定はなく、会社法施行規則 101 条 3 項 1 号において、取締役会の開催された場所と当該場所に存しない取締役がその取締役会に出席した場合の出席方法を取締役会議事録に記載しなければならない旨が定められている³⁹⁷。当該規則の存在ゆえに、バーチャルオンリー取締役会の開催は簡単には許容され得ないであろう。ただし、すべての取締役がインターネットを通じて各々の自宅等から取締役会に参加し、他の取締役と同様にオンラインによって取締役会に参加する議長の所在する場所（自宅等）を取締役会の開催場所として記載すれば足りると考えられるので³⁹⁸、実質的なバーチャルオンリー取締役会を開催することは、現行法上でも不可能であるとはいえないであろう。

取締役会は個人的な信頼関係に基づく意見交換を通じて意思形成を図る場であると考えられているが³⁹⁹、非上場会社の株主総会も比較的少人数の株主同士の信頼関係に基づく意見交換を通じて意思形成を図る場であると考えることができよう。この点からすると、取締役会と非上場会社の株主総会には一定の共通性があるといえるため、上場会社よりもむしろ

³⁹⁵ 田中ほか・前掲注（394）33頁〔太田洋発言〕。

³⁹⁶ 近藤・前掲注（192）60頁。なお、特に合理的な理由がないのに取替えて直接参加しない場合には、任務懈怠となる可能性があるとも指摘されている（近藤・同60頁）。

³⁹⁷ 遠隔地にいる取締役の映像と音声の送受信により相手の状態を相互に認識しながら通話することができる方法（テレビ通話方式）による参加が認められるとし、音声の送受信により同時に通話することができる方法（会議電話）による参加については取締役全員の同意があることを条件に認められるとする学説がある（江頭・前掲注（1）434頁）。また、インターネットによるチャット等の方式についても情報伝達の双方向性および即時性が確保されること等の一定の要件を満たす限りにおいて認められるというのが会社法立案担当者の考え方である（相澤哲ほか『論点解説 新・会社法』（商事法務、2006年）363頁）。

³⁹⁸ 弥永・前掲注（35）561頁参照。

³⁹⁹ 伊勢田道仁『基礎講義会社法』（中央経済社、2022年）37頁。

非上場会社にこそバーチャルオンリー株主総会の開催を認めるべきではないかとも考えられる。実際、フランスにおいては、上場会社ではなく非上場会社だけにバーチャルオンリー株主総会の開催が認められている⁴⁰⁰。論者によると、フランスでは、本人確認の容易性の観点からオンライン手段を用いた株主総会は少人数の（株主の数が限られている）場合にのみ成り立つとする理解があり、その裏付けとして非上場会社だけにバーチャルオンリー株主総会を認めているという⁴⁰¹。そうすると、わが国は、上場会社だけにバーチャルオンリー株主総会の開催を認めているが（産業競争力強化法 66 条 1 項）、非上場会社にもそれを認めて然るべきであり、むしろ、非上場会社にこそ、バーチャルオンリー株主総会の開催を認めるべきではないかとも考えられる。わが国において、上場会社だけにバーチャルオンリー株主総会を認めているのは、典型的に株主の数が多く、また、株主総会の活性化・効率化・円滑化の効果が大きいと見込まれること、加えて、開示制度が整備されていること等により株主総会の透明性・公平性が確保されやすいことによるが⁴⁰²、非上場会社であっても、バーチャルオンリー株主総会を開催することで、少なくとも株主総会の活性化・効率化・円滑化の効果が認められ得ると考えられることから、バーチャルオンリー株主総会開催の門戸を非上場会社へと広げることを認めてもよいのではないだろうか。

2. コストの削減

フランスのバーチャルオンリー株主総会について前述したが、米国のバーチャルオンリー株主総会もわが国への示唆になり得ると思われるので、次に取り上げることにする。

たとえば、米国のデラウェア州一般会社法におけるバーチャル株主総会に関する規定をみても、株主総会は、基本定款または附属定款において定められた場所で開催され、定款による定めがない場合には取締役会が決定した場所で開催される。そして、定款の定めがない場合、または、定款に基づき取締役会が株主総会の場所を決定する権限を有する場合には、取締役会は、自由な裁量により、株主総会をいかなる場所においても開催せず、遠隔通信の手段のみによって株主総会を開催することを決定することができる⁴⁰³。また、取締役会の自由な裁量によって承認され、かつ取締役会が採用する指針および手続に従う

⁴⁰⁰ 石川真衣「バーチャル株主総会と会議体の将来性：フランスの状況を参考に」証券レビュー60巻9号（2021年）49、50-51頁参照。なお、新型コロナウイルスの感染拡大により、上場会社にも時限的にバーチャルオンリー株主総会の開催が認められたことがあった（太田洋ほか編『デジタル株主総会の法的論点と実務』（商事法務、2023年）87頁〔菅悠人〕）。

⁴⁰¹ 石川・前掲注（400）53頁。

⁴⁰² 白岩・前掲注（353）6頁。

⁴⁰³ Delaware General Corporation Law § 211(a)(1)。

のであれば、一定の要件のもと⁴⁰⁴、株主および代理権を有する者は遠隔通信の手段により株主総会に出席することが認められる⁴⁰⁵。なお、米国とわが国におけるバーチャル株主総会の捉え方の違いについて説明すると、米国における” hybrid” とは、わが国でいうところの「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会を意味しており⁴⁰⁶、他方、わが国でいうところの「参加型」のハイブリッド型バーチャル株主総会は、米国では、” in-person with live internet streaming” として捉えられている⁴⁰⁷。

さて、Alliance Advisors、Broadridge、Computershare、Equinity、Mediant から提供されたデータに基づく米国企業のバーチャル株主総会の実施状況をみてみると、2020年1月から同年6月までの間にバーチャルオンリー株主総会を開催した会社は2,367社であったのに対し、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会 (hybrid shareholder meetings) を実施した会社は30社であり、また、米国にて開催されたすべてのバーチャル株主総会の98%が音声のみの形式 (audio-only format) であった⁴⁰⁸。この音声のみというのは、株主総会の議長、その他の会社関係者、株主提案権の行使者の声は聞こえるが、出席 (参加) 者の姿は見えないというものである⁴⁰⁹。なお、米国では、45州とコロンビア特別区において「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会の実施が許可されており、また、33州でバーチャルオンリー株主総会の開催が許可されている⁴¹⁰。

上記のように、2020年1月から同年6月までの間に米国にて開催されたバーチャル株主

⁴⁰⁴ ①遠隔通信によって株主総会に出席し議決権を行使することを認められた者が株主または代理権を有する者であることを確認するための合理的な措置を会社が講じていること、②株主総会に出席し、株主総会に提出された議案に対して議決権を行使するための合理的な機会 (株主総会の議事を実質的かつ同時に読んだり聞いたりする機会を含む) を株主および代理権を有する者に提供する合理的な措置を会社が講じていること、③株主または代理権を有する者が遠隔通信によって株主総会で議決権を行使しまたはその他の行動をとった場合に当該議決権行使またはその他の行動の記録を会社が保存することという3つの要件を充足していなければならない (Delaware General Corporation Law § 211(a)(2)b)。

⁴⁰⁵ Delaware General Corporation Law § 211(a)(2)。

⁴⁰⁶ Rutgers Center for Corporate Law and Governance et al., *Report of the 2020 Multi-Stakeholder Working Group on Practices for Virtual Shareholder Meetings*, 6 (Dec. 10, 2020), available at https://cclg.rutgers.edu/wp-content/uploads/VSM-Working-Group-Report-12_10_2020.pdf (last visited Nov. 21, 2023)。

⁴⁰⁷ *Id.* at B-1.

⁴⁰⁸ *Id.* at 4.

⁴⁰⁹ *Id.* at 13.

⁴¹⁰ *Id.* at 5.

総会のほとんどがバーチャルオンリー株主総会であった。この点について、対面式と遠隔式の両方の株主総会を同時に開催しようとする会社のリソースが追加が必要となるため、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会はほとんど行われてこなかったと指摘されている⁴¹¹。そこで、わが国の上場会社のうち、株主総会のコスト削減を課題とし、かつ、バーチャル株主総会の開催を検討している会社があれば、バーチャルオンリー株主総会を音声のみ（あるいは映像のクオリティを考えない形）で開催することも選択肢の一つとなるのではないだろうか。

第4節 課題

1. 技術的側面

わが国の現行会社法上、会議体であるがゆえに株主総会を一定の「場所」において開催しなければならないとされているため（会社法 298 条 1 項 1 号参照）⁴¹²、バーチャルオンリー株主総会を開催することが許されないのであるが、そもそも、株主総会の「場所」を定めなければならない意義がどこにあるのかが問題となる。現行の会社法は、株主総会を招集する場合にはその「場所」を定めなければならないと規定しているが（同法 298 条 1 項 1 号）、これはインターネットの登場・普及が一般的に想定されていなかった時代に作られたものであり、当時においては、バーチャル株主総会など想像さえできなかったものと推察される。ところが、バーチャル株主総会の開催が技術的に可能となった今日において、株主総会の「場所」を定めなければならない意義が失われつつあることは明らかであろう。ただし、会社の経営者が株主の前に出て、株主と対話すること自体に意味があり、緊迫した場面では、その場で真剣な議論が行われる可能性もあるとする見解もあるように、リアル株主総会には「固有の価値」が認められるため⁴¹³、現時点においては、株主総会の「場所」を定めなければならない意義を完全に否定することは困難であるように思われる。

さて、現行の会社法上、ハイブリッド型バーチャル株主総会の開催は認められているが、バーチャル株主総会に加えてリアル株主総会も開催しなければならないため、ハイブリッド型バーチャル株主総会を開催する会社にとっては負担が増すばかりであると考えられる⁴¹⁴。リアル株主総会を開催すると、外部に支払う費用（会場費用に加え、たとえば、受付・

⁴¹¹ *Id.* at 6.

⁴¹² 西本寛一「株主総会の招集機関」愛知学院大学論叢法学研究 8 巻 1 号（1965 年）127 頁参照。

⁴¹³ 北村雅史ほか「座談会 株主総会の現在・過去・未来：未来の株主総会へ変えるもの・変えないもの（第 3 部）これからの株主総会のあり方（上）」商事法務 2287 号（2022 年）15 頁〔井上卓発言〕。

⁴¹⁴ 新井弘貴「『会議体としての株主総会』に関する一考察」大東法学 30 巻 2 号（2021 年）11-12 頁参照。

会場整備・会場までの案内を実行するスタッフの手配などの費用)が発生し、また、内製化すれば、たとえば、社内スタッフとして動ける人材の確保、事前の説明・指導・練習に要する時間が必要となると考えられている⁴¹⁵。ハイブリッド型バーチャル株主総会を開催すると、上述のようなリアル株主総会開催のための費用に加え、バーチャル株主総会の準備・運営費もかかることになる。具体的には、ライブ配信の通信費、配信業者への委託費、配信希望株主の登録のためのシステム構築、株主からの問い合わせに対応する人員のための費用、さらには、「出席型」の場合には、オンラインの株主による議決権の行使や質問のためのシステム構築費（なお、外部のシステムを使用する場合には、その使用料）がかかり、オンラインでの質問事項を把握するための人員のための費用もかかることになると考えられている⁴¹⁶。対話・審議・情報提供・決議のすべての面で、その方法や態様も含めて最も株主の参加機会の拡大に資するため、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会を株主総会の理想形だとする見解もあるように⁴¹⁷、コストを度外視するならば、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会が株主にとっては最も有益であるという考え方もあり得よう。しかし、前に述べたリアル株主総会の「固有の価値」をバーチャルでも生み出すことができるようになれば、多くの費用がかかるハイブリッド型を採用する必要性は乏しくなるであろう。もっとも、そのようになるかは、将来におけるデジタル技術の進展状況に委ねられることになるだろうが、今日の速度でデジタル技術が進展し続けるならば、それほど遠くない将来、ほとんどの上場会社の株主総会がバーチャルオンリー株主総会に置き換わっている可能性があるといえよう。

2. 法的側面

バーチャルオンリー株主総会の法的側面からの課題として、通信障害による株主総会取消しのリスクが挙げられよう。これは、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会で指摘されているリスクであるが⁴¹⁸、バーチャルオンリー株主総会の場合にも重大なリスクとして捉えることができよう。この点について、令和2（2020）年2月26日に経済産業省に

⁴¹⁵ 松村＝徳田・前掲注（381）20-21頁。なお、企業によっては、ご案内スタッフなどを数百人規模で動員していることもあるようである（坂巻玲奈「バーチャルオンリー株主総会のサービス導入について：株式会社ブイキューブ」資料版商事法務454号（2022年）19頁）。

⁴¹⁶ 宮内優彰「バーチャル株主総会についての展望と課題：経団連提言の構成に沿って」商事法務2244号（2020年）47頁、48頁注11。

⁴¹⁷ 北村ほか・前掲注（413）15頁〔井上発言〕。

⁴¹⁸ 宮内・前掲注（416）47頁。なお、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会の利用が少ない理由の一つに決議取消リスクがあることが指摘されている（北村・前掲注（413）11頁〔中川雅博発言〕）。

よって策定された「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」は、「出席型」のハイブリッド型バーチャル株主総会を開催した場合、「株主にはバーチャル出席でなくリアル出席をするという選択肢があり、会社から通信障害のリスクを告知されながらあえてバーチャル出席を選んだ場合は、リアル株主総会において株主が全く出席の機会を奪われるのとは状況が異なる」とし、「会社が通信障害のリスクを事前に株主に告知しており、かつ、通信障害の防止のために合理的な対策をとっていた場合には、会社側の通信障害により株主が審議又は決議に参加できなかつたとしても、決議取消事由には当たらないと解することも可能である」という法学的見解を示している⁴¹⁹。かかる法学的見解に対して、バーチャル出席も法律上の出席であるため、質疑応答あるいは報告の時間にバーチャル出席株主が株主総会を視聴できなくなれば決議方法の法令違反となるが、会社として合理的な対策を講じていれば瑕疵の程度は小さく、決議結果に影響がなければ裁量棄却される（会社法 831 条 2 項）という理解が現在の会社法の立場からは素直だとする学説が唱えられており⁴²⁰、さらに、同じ論者からは、会社の悪意・重過失なく通信障害が生じた場合にはそれだけでは決議取消事由にはならないとするような立法論も提唱されている⁴²¹。また、リアル株主総会において、会社側の事情によらない公共交通機関の運休・遅延等により株主が株主総会に出席できなかったとしても決議取消事由にならないことと整合的に考えれば、バーチャルオンリー株主総会において、少なくとも会社側に帰責性のない通信障害が発生しても決議取消事由にはならないとする見解も唱えられている⁴²²。ただし、バーチャルオンリー株主総会の開催中に通信が途絶すると、株主総会自体が中断され、その時間が長くなればなるほど、株主総会自体が存在しなかったのではないかという疑義がより高まりやすくなるとも考えられている⁴²³。

バーチャルオンリー株主総会の場合、リアル株主総会は開催されないため、とりわけ採決のタイミングで通信障害が発生した場合の総会決議取消リスクの懸念をいかにして法的に解決できるかが喫緊の課題となるであろう。実務担当者は訴訟を起こされること自体がリスクであると考えているようなので⁴²⁴、裁量棄却されるからリスクはないということにはなり得ないであろう⁴²⁵。そうすると、立法的解決も視野に入れる必要が当然に出てくるのではないだろうか。なお、実務的には、産業競争力強化法 66 条 2 項による読替適用後の会社法 317 条に基づき、通信障害の発生に備えて、バーチャルオンリー株主総会の冒頭で、議長へ

⁴¹⁹ 経済産業省・前掲注（349）14 頁。

⁴²⁰ 北村ほか・前掲注（413）14 頁〔北村発言〕。

⁴²¹ 北村ほか・前掲注（413）14 頁〔北村発言〕。

⁴²² 宮内・前掲注（416）49 頁。

⁴²³ 野澤・前掲注（21）52 頁。

⁴²⁴ 北村ほか・前掲注（413）11 頁〔中川発言〕。

⁴²⁵ 北村ほか・前掲注（413）15 頁〔井上発言〕参照。

の延期・続行の一任決議を行う必要があると指摘されている⁴²⁶。

⁴²⁶ 野澤・前掲注(21) 54頁、56-57頁、69-70頁。

第4章 株主の経営関与の在り方とその限界

第1節 本章における検討課題

1. 株主アクティビズムの意義とその推移

株主は株式会社の実質的な所有者と位置づけられていることから⁴²⁷、株主が経営に関与することは当然に認められており、法制度上、株主には自益権に加えて共益権としての経営関与権が認められている。しかしながら、その経営関与権が十分に発揮されていない状況がかなり長く続いてきた。そして、その主たる原因の一つとして一般的に考えられるのが、多くの株主には会社経営に関与する意思や能力がほとんどないということである。しかしながら、株主総会の形骸化の状況には変化の兆しが見え始めている。総会屋や従業員株主等による取り仕切りが減少している昨今の株主総会に出席する零細な局外少数派株主（一般株主、大衆株主、個人株主）が著しく増加しており、また、そのような株主による市民生活次元での当該企業に対する様々な感想が経営者に向けられており、それへの経営陣側の対応も丁寧なものが増加しているという⁴²⁸。そして、近年における株主アクティビズムの進展が上のような状況に更なる変化をもたらし得るものと考えられる。株主アクティビズムとは、支配を獲得しようとする意図を持たずに公開会社内で変化をもたらすことを目的とする株主または株主グループの行動であるとされる⁴²⁹。株主アクティビズムをこのように定義した論者によると、定義の中に出てくる公開会社は支配株主の存在しない営利団体に限定される⁴³⁰。第1章で言及したように、多くの支配株主は議決権を超越したところで（株主総会の決議事項に対して）実質的な影響力を及ぼしていると考えられているため⁴³¹、株主の経営関与の在り方について検討するに当たっては、支配株主が存在しない公開会社を対象にすることが妥当であると考えられる。

次に、過去から現在に至るまでの株主アクティビズムの推移を概観すると、以下のとおりである。

戦後、間接金融優位の下で、銀行（メインバンク）を中心とするガバナンス・システムがわが国の企業の生産性向上に寄与してきたが、1980年代以降の金融自由化の進展に伴い、大企業の銀行借入れの縮小および資本市場からの資金調達の拡大（エクイティ・ファイナンス等の直接金融の増加）により、銀行の影響力は薄れ、そして、バブルの崩壊によって銀行の抱えた多額の不良債権が表面化することにより、銀行自身の経営能力が悪化し、企業の

⁴²⁷ 新山・前掲注（304）6頁。

⁴²⁸ 新山・前掲注（304）296頁。

⁴²⁹ Paul Rose & Bernard S. Sharfman, *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*, 5 *BYU L. Rev.* 1017 (2014).

⁴³⁰ *Id.* at 1017 n.1, 1022.

⁴³¹ Kastiel, *supra* note 111, at 1156.

ガバナンスにおける影響力はいつその低下を示すことになり、1990年代半ば以降、銀行と企業との間における株式相互持ち合いの解消が進んだとされる⁴³²。

戦後長く続いた安定株主を中心とした株式所有構造に変化が生じつつあったとされる時期は1990年代半ばであり、この時期における海外の機関投資家による株式所有の増加が経営者にそれらの意向を無視することを困難にさせ、この過程において、企業価値の向上を目指して積極的に経営改革を求める株主アクティビズムが存在感を増したと考えられている⁴³³。そして、1990年代半ば以降、海外の機関投資家だけでなく国内の機関投資家や国内外の個人投資家も増加し、たとえば、1998年に三井信託銀行（当時）が不祥事を起こした企業に対して役員退職慰労金議案に反対（実際には棄権）し、また、2001年には厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）が「株主議決権に関するガイドライン」を公表するなど、「投資家の議決権行使は受託者の責任」であるとする考えが広まり、賛成や白紙委任が中心であった議決権行使に変化が生じたとされる⁴³⁴。さらには、2005年以降、会社側の議案が否決されたり、事前に取り下げられたりすることが毎年みられるようになり⁴³⁵、また、2007年の株主総会ではアクティビストたる投資ファンドを中心に増配などを求めた株主提案が増加した⁴³⁶。その後、わが国では、機関投資家のガバナンス活動やヘッジファンドによるアクティビスト活動に伴い、株主アクティビズムについての議論が高まることになる⁴³⁷。国内外の機関投資家のアクティビズムの特徴として挙げられるのは、「株主と経営者との対話」であり、「株主と経営者との対立」ではないと考えられている⁴³⁸。なお、近時に至っては、現在のモニタリング型の取締役会は取締役の独立性を重んじるあまりその専門性やビジネス経験などが軽んじられているとして、経営戦略を担う新しい組織を設けて、戦略担当の社外取締役をアクティビストから迎えるという Board3.0 という新しい取締役会のモデルまでもが推奨されている⁴³⁹。

⁴³² 李麦牧「機関投資家によるガバナンス意欲の高まりとその実現問題」一橋研究 31 巻 4 号（2007 年）51-53 頁。

⁴³³ 齊藤直「戦前期企業統治の再現か？株主アクティビズムの歴史的位置づけ」企業会計 70 巻 5 号（2018 年）25 頁。

⁴³⁴ 西山賢吾「議決権行使の変遷とコーポレートガバナンス」証券アナリストジャーナル 47 巻 1 号（2009 年）32 頁。

⁴³⁵ 西山・前掲注（434）32-33 頁。

⁴³⁶ 西山・前掲注（434）33 頁。

⁴³⁷ 新井富雄「資本市場と株主アクティビズム」証券アナリストジャーナル 47 巻 1 号（2009 年）7 頁。

⁴³⁸ 仮屋広郷「株主層の変動と株主総会：アクティビズム対応への視座」法律時報 80 巻 3 号（2008 年）47 頁。

⁴³⁹ 三和裕美子「Board3.0 は日本で機能するのか：株主アクティビストと企業の攻防」明

2. 株主アクティビズムの効果

企業価値を最大化させるインセンティブを有する株主に企業の行動を決定させることには経済的に意味があるとする見解が述べられている⁴⁴⁰。しかし、上場会社では、総じて株主が分散し、各株主の株式保有量はわずかであるため、上場会社の株主は会社全体の利益になるように権利行使するインセンティブが弱いとされる⁴⁴¹。わが国の株主総会活性化論では、一般的な個人株主の役割を重視し、当該個人株主による経営のコントロールを期待するものが伝統的に多いようであるが⁴⁴²、現実的には、一定数以上の株式を保有しているアクティビストファンドの行動が経営のコントロールに係る重要な役割を果たすのではないかと推察される。

さて、わが国の株式市場においては、投資ファンドの存在感が増しており、特に、アクティビストファンドによる株主アクティビズムは、投資先の企業経営に積極的に関与し、株主価値の向上を目指すものであるとされ、かかるアクティビストファンドの行動が経営者に緊張感をもたらし、株主価値の向上に貢献したとする見解がある⁴⁴³。実際、株主総会で会社側の議案が否決される事例が生じた 2005 年以降、会社側が議案の内容や経営の在り方等について投資家と対話し、説明を重視するようになるとともに、投資家からの経営に対する様々な意見を経営に生かそうとする流れが進んだとされる⁴⁴⁴。ただし、株主アクティビズムが上場会社の業績や企業価値にどのような影響を与えるかについての評価は分かれており、上場会社の経営陣をいかに規律するかという歴史的な課題に対して有効な解決策を与えるものであるとして積極的に評価するという立場がある一方で、投資を削減して株主還元を増やすといった短期志向に基づく経営を助長し長期的な企業価値を損なう傾向があるという批判的な立場も存在する⁴⁴⁵。いずれにしても、株主アクティビズムが会社に与える影響は決して小さくないことは確かであるといえよう。そして、会社法等の法規制の内容が株主ア

大商學論叢 104 卷 4 号 (2022 年) 133 頁。なお、三和・同 136 頁も参照されたい。

⁴⁴⁰ 藤田・前掲注 (14) 20 頁。

⁴⁴¹ 得津晶「株主アクティビズムをめぐる法的問題」企業会計 70 卷 5 号 (2018 年) 34 頁。

⁴⁴² 尾崎・前掲注 (362) 19 頁。

⁴⁴³ 小野美和「アクティビストファンドと株価効果」立教ビジネスデザイン研究 5 号 (2008 年) 73 頁。なお、わが国においてアクティビストファンドが活動し始めたのは、わが国の会社が株式持ち合い構造を解消し始め、市場での株式流通量が増加した 2001 年前後であり、株主が本来持つ権利 (議決権等) を行使し、株主価値の向上に向けて活動する投資家が現れるようになったとされる (小野・同 73 頁)。

⁴⁴⁴ 西山・前掲注 (434) 33 頁。

⁴⁴⁵ 田中亘=後藤元「日本におけるアクティビズムの長期的影響」JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第 2 期) 論文集 (2020 年) 116-117 頁。

クティビズムの行いやすさに重要な影響を与え得ると考えられていることから⁴⁴⁶、会社法をはじめとする企業関係の法令がいかなる規定を設けるかは株主アクティビズムとの関係においてきわめて重要であると考えられる。

3. 株主の経営関与の実効性を高めるために必要なこと

アクティビストの存在を前提とした上で、株主の経営関与の実効性を高めるために必要なことが3つあると考える。

まずは、株主に対する情報開示である。株式会社の実質的な所有者としての株主⁴⁴⁷は、所有と経営の分離原則に基づき、経営に直接関与することなく、株主総会によって選任された取締役で構成される取締役会および取締役会決議により選定された代表取締役に会社経営を委ねるのが原則であり、取締役の業務執行を監督するために取締役会による監督制度（会社法362条2項2号）や監査役制度（同法381条項）等が置かれているが、株式会社の最高意思決定機関である株主総会において監督権限を有する者および監督対象となる者の選任・解任により株主による終局的な監督がなされることに鑑みると、このような監督権限の行使をより実効的なものとするためには、会社の業務執行の内容に係る情報を株主が得る必要があると考えられている⁴⁴⁸。このことからすると、株主の経営関与の実効性を高めるためには株主に対する情報開示が必要であると考えられる。

次に、株主総会への出席・参加の促進も必要となるであろう。株主は時間と費用とを使って株主総会に出席するような熱意はないとかなり以前から指摘されていたが⁴⁴⁹、序章で述べたように、株主総会の活性化のためには、できるだけ多くの株主が出席し、できるだけ多くの議論がなされる必要があるとされ⁴⁵⁰、また、多くの株主が白紙委任状に受任者を記載せずに会社へ送ることによって、実質的には、経営に関する全権を取締役に委ねたに等しい結果になると指摘されていた⁴⁵¹ことからすると、株主の経営関与の実効性を高めるためには多くの株主が株主総会に出席・参加する必要があると考えられる。

最後に、株主総会における質の高い審議の確保が必要である。前述のように、株主は株式会社の実質的な所有者と位置づけられていることから⁴⁵²、株主が経営に関与することは当然に認められているといえるが、株主は株主総会における議題について十分に判断するだけ

⁴⁴⁶ 田中＝後藤・前掲注（445）118頁。

⁴⁴⁷ 新山・前掲注（304）6頁。

⁴⁴⁸ 松井英樹「株主の会社情報収集権とその限界」中央学院大学法学論叢13巻2号（2000年）138頁。

⁴⁴⁹ 大隅ほか・前掲注（7）39頁〔鈴木発言〕。

⁴⁵⁰ 奥村・前掲注（22）179-180頁。

⁴⁵¹ 星川・前掲注（5）12頁。

⁴⁵² 新山・前掲注（304）6頁。

の能力がないと考えられてきた⁴⁵³。しかし、前章で述べたように、株主総会が会議体である以上、そこでは討論が行われることが期待され、当該討論には必然的に質疑応答が含まれると考えられている⁴⁵⁴。現実的には、経営者・株主間における質疑応答が直接的に会社の経営政策に影響を及ぼすことはごく例外的な場合であるようであるが⁴⁵⁵、質の高い審議が行われることにより、それが会社経営に影響を与える可能性が増すことになるものと推察される。したがって、株主の経営関与の実効性を高めるためには株主総会における質の高い審議の確保が必要であると考えられる。

以上を踏まえて、次節から第4節において、株主の経営関与の実効性を高めるために必要な3つの事項についての詳細をみていくことにする。

第2節 株主に対する情報開示

株主が事後的な承認をするために必要になるものは会社（経営陣）から与えられる情報であり、前章で述べたように、株主総会の役割の一つには株主への情報提供があると考えられる。ついては、近年、情報開示に関する重要な法改正があったので、その内容を以下において説明することにする。

令和元（2019）年会社法改正により株主総会資料の電子提供制度（会社法325条の2-325条の7等）が導入された。これは、定款の定めに基づき、取締役が、株主総会資料の内容である情報を自社のホームページ等のウェブサイトに掲載し、株主に対して当該ウェブサイトアドレス等を株主総会の招集通知に記載等して通知した場合には、株主の承諾を得なくても、取締役は、株主に対して株主総会資料を適法に提供したものとする制度である⁴⁵⁶。この改正では、電子提供される株主総会資料に記載すべき事項についての変更はなかったが、総会資料の電子提供を会社法が認めたことにより、投資家と会社との対話の一環としての株主総会プロセスにおける開示の充実という観点からみると、実務への良い影響が期待できるとする見解が唱えられている⁴⁵⁷。上場会社は、令和元年会社法改正前から、取引所規則により、東京証券取引所のウェブサイトにおいて株主総会招集通知・株主総会参考書類等を開示しなければならないとされていたが、当該改正により、この方法が会社法上の電子提供措置として認められることになり、また、東京証券取引所のウェブサイトでは、閲覧したい会社を検索すると総会関連資料をダウンロードすることができ、加えて、コーポレートガバナンス情報（コーポレートガバナンス・コードに基づく開示情報も含む）にもアクセス

⁴⁵³ 大隅ほか・前掲注（7）39頁〔鈴木発言〕。

⁴⁵⁴ 岩原編・前掲注（224）242頁〔松井〕。

⁴⁵⁵ 久保田・前掲注（363）19頁。

⁴⁵⁶ 竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説（1）」商事法務2222号（2020年）5頁。

⁴⁵⁷ 松尾健一「株主総会関係資料の電子提供と株主総会プロセスにおける対話」ジュリスト1548号（2020年）31頁。

できるように設計されていることから、東京証券取引所のウェブサイトを通じて、株主総会資料に関連する情報の一覧性が高まり、それらの情報を比較参照することが容易になれば情報開示の実効性も高まると考えられている⁴⁵⁸。

経済産業省がとりまとめた「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」によると、株主総会を意思決定機関としての株主総会と会議体としての株主総会という二つの側面に分けることができ、前者は、会社法上、株式会社の最高意思決定機関であり、年間を通じた情報開示や会社・株主間の対話によって、株主総会プロセス全体が実質的な審議の場としての機能を有しているとされ、他方、後者は、会社法上、会社が特定の日時および場所を定め、その日時および場所において開催することとなっており、審議を経て決議する場であるとされる⁴⁵⁹。また、当該報告書は、「意思決定機関としての株主総会の実質化に向けた株主総会プロセスの在り方」として、「目的に応じた効果的な対話・情報開示」を掲げ、企業と投資家・株主における認識ギャップが生じていると考えられる点を解消するに当たり、実施することが望ましいと考えられるポイントとして、「事前の情報開示の充実」を挙げている⁴⁶⁰。そして、その内容としては、投資家との対話を踏まえて必要と考えられる事項については、企業は法定記載事項に限らず入手が容易な方法で開示するというものであり、具体的取組事例として、①対話を通じて明らかになった投資家・株主の意向を踏まえ、指摘を受けて取り組んでいる事項などは自社HP等を通じて積極的に公表すること、②企業の招集通知でも、コーポレートガバナンス・コード関連の記載や、経営計画・経営戦略、サステナビリティの経営の取組や取組状況を示す数値データなど、法定記載事項以外の情報も積極的に開示すること、③役員報酬などガバナンスの観点から議決権行使判断に有用な有価証券報告書の記載事項についても、事業報告または株主総会参考書類に記載することが挙げられている⁴⁶¹。他方において、「会議体としての株主総会の在り方（株主総会当日）」においては、株主総会の意義として、「決議に向けた審議の場としての意義」、「信認の場・確認の場としての意義」、「対話の場・情報提供の場としての意義」があるとしている⁴⁶²。意思決定に向けた審議や決議については、実質的には年間を通じた株主総会プロセスの中で果たされていることが多く、そのような場合、会議体としての株主総会については、信認の場・確認の場・対話の場・情報提供の場としての意義があることが多いと考えられている⁴⁶³。加えて、将来的

⁴⁵⁸ 松尾・前掲注（457）31頁。

⁴⁵⁹ 経済産業省「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会報告書」（2020年7月22日）
（https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/shin_sokai_process/pdf/20200722_1.pdf,
2023年11月21日最終閲覧）10-11頁。

⁴⁶⁰ 経済産業省・前掲注（459）12-18頁。

⁴⁶¹ 経済産業省・前掲注（459）18頁。

⁴⁶² 経済産業省・前掲注（459）41頁。

⁴⁶³ 経済産業省・前掲注（459）42頁。

な会議体としての株主総会の規律や実務の在り方については、意思決定機関としての株主総会の規律を重視し、当日の会議体の開催方法については、情報開示や事前の一定の双方向性が保たれている限り、企業による選択の幅を広げる方向性を目指すべきであるとする見解が示されている⁴⁶⁴。

ここで実例を紹介する。前章において取り上げたグリーン社では、令和 4（2022）年 9 月 27 日に出席型のハイブリッド型バーチャル株主総会を開催し⁴⁶⁵、その中で実施した具体的施策の一つとして、株主総会当日を起点に対話や各種施策の期間を事前と事後に伸長するというものがあり、株主総会招集通知発送後の事前の情報開示および事前の対話の促進、さらには事前に議決権行使をした株主を対象とした事前のアンケート（この事前アンケートに回答した株主の中から 20 名につき 1 名の抽選で電子ギフトを進呈するという取組み）の実施に加え、事後の対話期間の伸長を行うことにより、株主総会プロセスにおける「点から線へ」の「線」を更に発展させた⁴⁶⁶。

以上より、株主総会プロセス全体における株主に対する情報開示の重要性が高まっていることは明瞭であり、今後、株主総会プロセスの DX 化に伴い、デジタル化された開示情報の充実が進展していくことは概ね相違ないであろう。そのような情報に基づき、株主は会社経営に関与していくことになるため、会社としては、できるだけ多くの情報を株主に対して開示することが重要であり、それと同時に、多忙な株主等のために要点等がコンパクトにまとめられた形あるいはビジュアル的に見やすい形での情報開示を行うことも必要となるであろう。それぞれの会社に適合した形での情報開示が求められるのではないだろうか。

第 3 節 株主総会への出席・参加の促進

株主による事後的承認の実効性を確保するためには、株主に対する株主総会への出席・参加の促進が図られなければならないであろう。原則として毎年 1 回開催される株主総会で

⁴⁶⁴ 経済産業省・前掲注（459）50 頁。

⁴⁶⁵ 松村真弓「株主総会プロセスにおける DX 拡大の実践と検証：対話の深化に向けた『インターネットへの誘い』」東京株式懇話会会報 849 号（2022 年）78 頁。第 3 章で述べたように、グリーン社では、令和 3（2021）年 9 月 28 日にバーチャルオンリー株主総会を開催しているが、これは経過（特例）措置（改正産業競争力強化法附則（令和 3 年法律第 70 号）3 条 1 項）を活用したものであるため、今後も、バーチャルオンリー株主総会を開催できるように定款変更を付議する方針があった（経過措置に基づき開催されたバーチャルオンリー株主総会においては株主総会を場所の定めのない株主総会とすることができる旨の定款の定めを設ける定款変更決議をすることはできない（同条 2 項））ため、令和 4（2022）年の定時株主総会はバーチャルオンリー株主総会を選択することができなかった（松村・同 78-79 頁）。

⁴⁶⁶ 松村・前掲注（465）86 頁。

の最も重要な議題は取締役・監査役の選任であるが、それには発行済株式総数の3分の1以上を所有する株主の出席が必要であるところ（会社法341条）、わが国では株主総会が定数に足りないために成立しなかったという例はないという⁴⁶⁷。しかし、この事実には秘密があり、法人大株主が会社側に委任状あるいは議決権行使書面を渡しており、これによって株主総会が成立しているようである⁴⁶⁸。本節でいうところの株主総会への出席・参加は、このような間接的なものではなく、より直接的な出席・参加を意味する。

前章で検討したとおり、バーチャル株主総会を開催することにより、遠隔地に在住する株主、複数の会社の株式を有する株主、当日少しの時間だけ都合のつく株主でも株主総会に出席・参加することが可能となるため、バーチャル株主総会は株主の株主総会への出席・参加を促進するために非常に有用であると考えられている⁴⁶⁹。会社法上、株主が株主総会に出席した（会社法309条等参照）といえるためには、単に株主総会を傍聴するだけでは足りず、質問、動議提出、審議、議決権行使が可能でなければならないとされる⁴⁷⁰。つまり、株主総会への出席とは、議決権行使という形で決議に参加することを意味するとされるが、通常、決議に至るプロセスへの参加をも同時に含まれており、このようなプロセスは、株主総会に参加しているほかの株主や取締役等の説明・発言・動議等を聞くという受動的参加と、自ら質問・発言を行い、動議を提出し、決議に参加するという能動的参加に区別し得るところ、株主が出席したといえるには、受動的参加と能動的参加の両方が確保されていなければならないと考えられている⁴⁷¹。

さて、株主が分散している上場会社においては、個々の株主が議案に対して影響を与える可能性は皆無であり、会議体による正統化機能は極限まで形骸化しているとする主張もみられる⁴⁷²。しかし、株主総会が会社の最高意思決定機関である以上、株主が事後的な承認を行う意義は決して小さくないであろう。序章で述べたように、近年の世界的な潮流としても、コーポレート・ガバナンスと株主総会の関係を考える上で、株主（主として機関投資家）の

⁴⁶⁷ 奥村・前掲注（22）25頁。

⁴⁶⁸ 奥村・前掲注（22）25-26頁。個人株主も会社側に委任状を渡している場合が多いが、大株主である法人の委任状・書面投票が大きな意味を持っているとされる（奥村・同26頁）。

⁴⁶⁹ 首藤優「バーチャル株主総会開催の方向性に関する序論的検討」帝京法学36巻2号（2023年）14頁。

⁴⁷⁰ 岡村優希「情報通信技術の観点から見る電子株主総会の実現可能性」ジュリスト1548号（2020年）36頁。

⁴⁷¹ 柴田和史＝神田秀樹「電子株主総会への展望」岩村充＝神田秀樹編『電子株主総会の研究』（弘文堂、2003年）134-135頁。

⁴⁷² 松井秀征「バーチャルオンリー型株主総会：その理論的基礎と可能性について」ジュリスト1548号（2020年）27頁。

株主総会における議決権行使を通じてコーポレート・ガバナンスの改善を図ろうとすることが重要であると考えられており⁴⁷³、また、バーチャル株主総会であれば、参加することに対する株主の心理的ハードルが下がり、株主総会が活性化する可能性が広がるとする見解もあるように⁴⁷⁴、株主総会に出席・参加する株主が増えることで、株主が事後的な承認を行うということの意義が増すことが予測されるであろう。別の側面からみても、世界中に散在する株主が株主総会に参加しやすくなることで、株主総会の多数決を左右するに足りるだけの多数の株主もしくはキャスティングボードを握る少数の株主が新たに発生する可能性があり、そうなると、議案提出者にとっては株主総会の個々の議案の採決の結果を予測することが困難になり、議案提出者が決議成立を求めて株主の賛同を得るために株主に対して賛成投票を行うように説得しなければならなくなるため、そのような形で株主総会が活性化されることが予測される⁴⁷⁵。加えて、わが国においても、今世紀に入ってから急速に進展した株主構造の変化すなわち機関投資家比率の上昇とアクティビストの活動の活発化等を背景に、株主総会における議決権行使が注目されるようになったことからすると⁴⁷⁶、近い将来において、株主総会が形骸化から活性化へと転ずる可能性が十分にあるのではないかと推察できる。

他方において、議案に関してその判断をなし得るだけの情報開示がなされれば、株主総会はすべて書面投票・電子投票のみによって行い、議案に影響を与え得るだけの能力を有する株主が求めた場合にのみ会議体による意思決定を認めればよいとする見解がある⁴⁷⁷。この論者は、会議体としての株主総会を意思決定機関としての株主総会のための手段でしかないと考えており、その手段が絶対的なものでないことを認めれば、バーチャルオンリー株主総会に関しても、様々な制約から解放され、相当に自由に議論ができるはずであると主張する⁴⁷⁸。近年、株主総会を会議として開催することを強制（要求）する理由はあるのかという問題提起がなされていることに鑑みると⁴⁷⁹、十分な情報開示と適切な投票機会の提供によって

⁴⁷³ 井上・前掲注（18）51頁。

⁴⁷⁴ 葎田英人「場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー株主総会）の在り方」T & A master 901号（2021年）15頁。なお、論者は、株主総会が活性化する可能性が広がる反面、濫用される可能性が高まることも指摘している（葎田・同15頁）。

⁴⁷⁵ 柴田＝神田・前掲注（471）149-150頁。

⁴⁷⁶ 井上・前掲注（18）52頁。

⁴⁷⁷ 松井・前掲注（472）27頁注34。

⁴⁷⁸ 松井・前掲注（472）28頁。

⁴⁷⁹ 松井秀征「コーポレート・ガバナンス強化の流れと株主総会：『2010年版株主総会白書』を読んで」商事法務1919号（2010年）7頁、船津浩司「会議体としての株主総会の未来を考える：『2018年版株主総会白書』を読んで」商事法務2186号（2018年）4頁以下、田中亘「会議体としての株主総会のゆくえ：『株主総会運営に係るQ&A』の法解釈と

株主総会の正統化がなされる可能性があるといえよう⁴⁸⁰。前節で述べたように、会議体としての株主総会については、信認の場・確認の場・対話の場・情報提供の場としての意義があることが多いと考えられていることからすると、株主による事後的な承認には、信認あるいは確認といった意味合いが相対的に強くなってくるのではないかと思われる。多くの株主が株主総会に出席・参加することにより、少なくとも、株主総会が形式的ではなく実質的な信認あるいは確認の場として機能することになるのではないだろうか。

第4節 株主総会における質の高い審議の確保

株主総会の新たな会議体の在り方として、機関投資家およびアクティビスト・ヘッジファンドが審議のプレイヤーとして会社経営陣と討論を行い、一般株主は時間をかけた審議の場を基礎にそれぞれの意思を決定し議決権を行使すればよいという見解が唱えられているが⁴⁸¹、現実的に株主間の能力等に大きな差があることに鑑みれば合理的な手法といえるかもしれない。つまり、会議体としての株主総会におけるプレイヤーの中心を専門的な知見を有するアクティビストが担い、そのほかの一般株主は会社の重要な意思決定に実質的に関与するという仕組みへの転換が期待されるところであり、アクティビストとその他の一般株主の役割分担を図ることで株主総会の形骸化が解消する可能性が更に高まるのではないだろうか。そして、その形骸化解消のためには、産業競争力強化法 66 条 1 項において「場所の定めのない株主総会」と規定されているバーチャルオンリー株主総会の普及が必要ではないかと思われる。前章にて取り上げたバーチャルオンリー株主総会は、遠隔地の株主や多忙な株主等を含む多くの株主が出席しやすく、物理的な会場の確保が不要なため運営コストの低減や臨時株主総会を含む株主総会の機動的な開催の実現を図ることができるからである⁴⁸²。したがって、今後、バーチャルオンリー株主総会をはじめとするバーチャル株主総会が普及することにより、株主総会の形骸化が解消され、さらには、株主総会参考書類等のデジタル化とも相俟って、株主が最終的な判断を下すための材料となる情報の開示が量的にも質的にも飛躍的に進展するのではないかと期待されるところであり、バーチャルオンリー株主総会と株主アクティビズムのシナジーが大いに期待できるのではないかと考えられる。従来のリアル株主総会のように対面でのコミュニケーションも重要であり、バーチャルオンリー株主総会は会社と株主との間の有意義な意見交換を損なうという懸念も見受けられるが⁴⁸³、他方において、バーチャル株主総会においては、株主から洗練された質問が提出されるとともに、会社側（取締役等）の説明義務（会社法 314 条）がすべての質問に対

将来の展望」企業会計 72 巻 6 号（2020 年）44 頁以下。

⁴⁸⁰ 松井・前掲注（472）27 頁参照。

⁴⁸¹ 木俣・前掲注（11）228 頁。

⁴⁸² 白岩・前掲注（353）5 頁。

⁴⁸³ 葭田・前掲注（474）18 頁。

し真摯に履行される運用がなされる傾向があるため、バーチャル株主総会によって会社経営者と株主との対話がより深化することが期待できるとする主張もみられる⁴⁸⁴。上記の懸念を完全に払拭することは現時点では困難であるかもしれないが、従来のリアル株主総会における対面での会社・株主間の意見交換がインターネット上でも遜色なく再現できるようになれば、株主アクティビズムの進展に伴い、バーチャルオンリー株主総会において会社・株主間の有意義な意見交換がこれまで以上に活発に行われる可能性が高くなるといえるであろう。

現時点においては、会社の最終的な意思決定は一般株主を含む株主全員が担うことになるが、そこに至るまでの審議を事実上アクティビストが担うことにより、質の高い審議の遂行が期待でき、そのような審議を経たことで得られる有用な情報に基づく株主総会決議がなされることになるであろう。また、事前に時間のかけた審議を行い、その様子を動画にまとめ、その動画を株主総会資料として提供することも考えられるため⁴⁸⁵、このような一連の仕組みは今後の普及が期待されるバーチャルオンリー株主総会との親和性が非常に高いものと思われる。前章で述べたように、バーチャルオンリー株主総会とウェブサイト上の開示（情報提供）とは親和性が非常に高く、また、令和4（2022）年9月1日に施行された株主総会資料の電子提供制度（会社法325条の2～325条の7等）により紙媒体という制約がなくなったため、動画を用いることやインタラクティブな方法での情報提供を行うことが可能である⁴⁸⁶。加えて、審議日と決議日を分けることで、株主に対して、審議動画を株主総会資料の一つとして提供することも十分に実現可能となるのではないだろうか。

現時点における先進的なコーポレート・ガバナンスを実現するためには、バーチャルオンリー株主総会の普及と株主アクティビズムの進展が必要であることは間違いないといえよう。両者の親和性の高さに鑑みれば、バーチャルオンリー株主総会の普及が株主アクティビズムの進展を促し、あるいは、株主アクティビズムの進展がバーチャルオンリー株主総会の普及を促すのではないだろうか。いずれにしても、株主総会の「活性化」に資することは相違ないであろう。

ところで、株主総会の近未来について「実質化」が進むとする見解があり、この論者の考える「実質化」とは、「①株式会社の実質的所有者である株主で構成される、②株主総会の最高意思決定機関としての、③本来の機能を取り戻すこと」をいう⁴⁸⁷。①については、アクティビストの活動が活発化する傾向があるとし、②については、コーポレート・ガバナンスの問題に直結する取締役・監査役の選任議案と役員報酬議案が中心議案化（その内容が精緻

⁴⁸⁴ 首藤・前掲注（469）22-23頁。なお、仮想空間の中でアバターによる株主総会が実現する可能性も指摘されている（首藤・同9頁）。

⁴⁸⁵ 木俣・前掲注（11）228頁。

⁴⁸⁶ 田中ほか・前掲注（394）33頁〔田中発言〕。

⁴⁸⁷ 井上・前掲注（18）56頁。

化・高度化)し、また、定款変更議案を媒介として、経営事項に関する株主提案が活発になるとし、③については、会議体としての株主総会が現代の巨大企業では無機能化する一方で、意思決定機関である組織体としていかに機能を発揮するかという問題に焦点が当たると主張する⁴⁸⁸。前述した、会議体としての株主総会におけるプレーヤーの中心を専門的な知見を有するアクティビストが担い、そのほかの一般株主は会社の重要な意思決定に実質的に関与するという仕組みへ転換することとも概ね整合的であり、また、より多くの株主が出席する可能性の高いバーチャルオンリー株主総会において最終的な意思決定がなされることにより、株主総会の本来の機能が実質的に回復することになるのではないだろうか。なお、役員報酬議案が中心議案化すると述べられているが、そうであれば総枠ではなく個別報酬額を定めること(第1章で提唱した Say-on-Pay 制度の導入)が株主総会の実質化に相応しいといえ、また、定款変更議案を媒介とした経営事項に関する株主提案の活発化に関しても、第2章で提唱した By-law 制度を参考にした定款制度を導入することにもつながり得るのではないだろうか。

第5節 検討

1. 株主の経営関与の在り方

本稿で検討した株主の経営関与の在り方は近時において非常に関心を集めているテーマの一つであると考えられる。株主の経営関与の在り方を敷衍して述べれば株式会社の意思決定の在り方ということができよう。そして、会社法が定める株式会社の意思決定の仕組みには一定の思想を看取することができることとされ、それは、会社意思決定権限の源泉はすべて株主にあるということである⁴⁸⁹。かかる思想に基礎を置いた上で、以下において、株主の経営関与の在り方についての私見を述べることにする。

基本的には、株主に対する情報開示を徹底した上で、その情報に基づき株主が最終的な判断を下し得る仕組みを構築することが賢明であると考えられる。たとえば、取締役報酬の総枠を事前に決定するような形式的な株主総会権限を堅持することに拘泥するのではなく、株主による取締役の個別報酬額の事後的な承認(確認)を必要とする仕組みへの転換が図られるべきであると考えられる。日々の経営に直接関与している取締役は、株主に比べて経営に関する知識や情報の保有量が圧倒的に豊富であることから、株主自らが意思決定するよりも取締役会に意思決定を任せの方が豊富な知識や情報を利用した望ましい経営が行われると考えられる⁴⁹⁰。その反面、最終的な意思決定を取締役会に任せてしまうと、取締役が自身の利益を最大化する意思決定をするおそれがあるために株主の利益が最大化されないというマイ

⁴⁸⁸ 井上・前掲注(18) 56頁。

⁴⁸⁹ 松井秀征「株主による意思決定の意味を問う：不確実な時代における株式会社の意思決定の仕組み I 総論」商事法務 2335号(2023年)4頁。

⁴⁹⁰ 柳川・前掲注(15) 43頁。

ナス面があることも否定できないことから、株主から取締役会への権限委譲の問題を考える際には、優位な情報に基づいて決定されるというプラス面と、株主の利益が最大化される決定が行われないというマイナス面の大小を考える必要があるとされる⁴⁹¹。そこで、株主から取締役会への権限委譲についてのプラスとマイナスの両面を勘案（比較衡量）した上での建設的な提案が、取締役会の決定権限を増大させると同時に、株主（総会）への情報開示と株主（総会）による事後的な承認を要求する仕組みの構築である。豊富な知識・情報とそれらによって培われた判断力に基づく取締役会の決定は多くの株主の望むところであり、その一方で、当該決定内容に係る詳細な情報開示を行うことを取締役会に徹底させ、その開示情報をもとに株主が最終的な判断を下し得る余地を残しておくことが株式会社制度の根幹を堅持する上でも非常に重要であると考えられる。

会社法は、取締役会設置会社の場合、株主総会における議題を取締役会決議事項とし（会社法 298 条 4 項）、そして、株主数が 1000 人以上の会社の場合には、議案についても取締役会決議事項としているところ（同法 298 条 2 項・1 項 3 号）、特に後者の場合、株主総会での意思決定事項について、株主に対して事前に株主参考書類を交付することで、株主の判断の助けとなるようにしていることからすると（同法 301 条、同法施行規則 65 条・73 条以下）、株主の有する経営事項に関する知識・情報や判断力に限界があることを前提として、それらを持ち合わせている取締役（会）に原案を作成させ、株主には賛否のみ表明させるという選択がなされていることが分かる⁴⁹²。かかる会社法の規定とも、上で提示した株主の会社経営に対する関与の在り方は十分に整合性が取れているのではないかと考えられよう。

第 1 章において導入の是非を検討した Say-on-Pay 制度は、基本的に株主に対する情報開示を徹底した上で、その情報に基づき株主が最終的な判断（事後的な承認）を下し得る仕組みである。取締役報酬に関しては、その決定を取締役会（基本的には報酬委員会）に委ねて、決定された個別報酬額等の詳細な開示に基づく事後的な承認という形で株主が取締役報酬決定に関与することになるからである。また、第 2 章において提唱した By-law 制度を参考にした立法論も概ね同様の仕組みであるといえる。一定の条件（定款の定めまたは株主総会決議による授權があること）のもとで取締役会にも細目的事項の定款変更権限を与えることにより、取締役会決議により定められた細目的な内容の定款規定を株主が容易に知ることができ、その上で、株主が最終的な定款変更権限者としての役割を担うことになるからである。

本稿では、法定の株主総会決議事項である取締役報酬決定および定款変更が株主によって行われているといえるのかを検討したところ、両決定事項ともに株主が実質的に決定し

⁴⁹¹ 柳川・前掲注（15）43-44 頁。

⁴⁹² 松井・前掲注（337）41 頁。なお、書面による議決権行使を認める場合、議案の内容まで決定しておかなければ議決権を行使できないので、必然的に取締役会において議案を決議すべきことになるとされる（松井・同 42 頁注 5）。

ているとはいいい難いことが分かった。つまり、法の理想と現実とが著しく乖離していることを確認することができた。そして、そのような乖離を無視することはできないと考え、両決定事項に対する株主の関与の仕方を抜本的に見直せないかということについて米英の法制度を参考にして検討を行った。

まず、取締役報酬決定については、株主総会では取締役全員の報酬総枠が決定されているに過ぎず、しかも、その決定が行われるのは報酬総枠に変更がある場合のみである。法文に素直に従うならば、株主総会において、毎年度、各取締役の個別報酬額を決定することが理想である。しかし、総会決議時に額が確定していない業績連動報酬（多くの企業で普及しつつある）等の正確な理解およびそれに基づく適切な判断を株主に強いることには事実上無理があることも認識することができた。そこで、取締役報酬決定に対する株主の関与の仕方を変更するのも一考の余地があると考えた。それは取締役会（基本的には報酬委員会）で決定された各人別の取締役報酬を事後的に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、その手法として考えられるのが、米国・英国をはじめとする多くの国々で導入されている、いわゆる Say-on-Pay 制度であり、わが国でも当該制度を導入できないかを検討した。具体的には、米国および英国の Say-on-Pay 制度とわが国の報酬規制、さらにはわが国の司法制度との整合性を検討したところ、英国のメイ元首相の提案内容を加えた英国の Say-on-Pay 制度がわが国の報酬規制・司法制度と整合性が取れていることが分かった。

次に、定款変更に関しては、柔軟かつ機動的な経営を可能にするため、定款の規定内容を基本的な事項までに留め、その細目については、株主の関与し得ない取締役会規則（規程・規定）等の内規で定めるとというのが一般的である。たとえば、取締役会規則については、定款による授権がなくても取締役会決議のみをもって制定可能であり、かつ、非公開であり、株主による閲覧・謄写も認められていないため、株主によるガバナンスが及んでいないといえる。定款ではなく取締役会の定める内規が便宜的に活用されている現状は問題であると考えた。そこで、米国の By-law 制度を参考にして、取締役会にも定款変更権限を与えるとする立法論を検討した。定款に細目を規定すると機動的に変更できない（定款変更には株主総会の特別決議を要するからである）という理由で株主が関与できない内規を便宜的に活用するというのであれば、細目的な内容の定款変更権限を取締役会にも与えることにより内規を活用する理由はなくなるのではないかと考えた。細目が内規ではなく定款に規定されることにより、株主は細目が規定された定款を閲覧することができるため、株主は当該定款規定に対する意見表明を行うことも可能となる。すなわち、取締役会決議により定められた定款規定を株主総会において変更あるいは撤廃することが可能となる。

Say-on-Pay 制度および By-law 制度という二つの制度に共通して存在する核となる部分は、株主に対する情報提供と株主による事後的な承認であると考えられる。株主総会と取締役会の権限を明確に分配しながらも、株式会社における最終的な意思決定については、株式会社

の実質的な所有者と位置づけられている株主⁴⁹³が原則として担うべきである。株主は、株式会社のガバナーとして、またコーポレート・ガバナンスの本来的な担い手として、不利な事態にならないように自らの諸権利を行使して監視監督しなければならないとされる⁴⁹⁴。そのためには株主に対する情報提供が不可欠であるといえ、その情報に基づく最終的な判断を株主がなし得る仕組みになっていなければならないであろう。

本稿では、取締役報酬決定と定款変更における株主の関与の仕方に関及したが、敷衍するならば、株式会社における株主の経営関与の基本的な在り方を提示することができたと考えており、それは本節で示した会社意思決定権限の源泉はすべて株主にあるという思想とも基本的に合致するものであると考えられよう。

2. 株主の経営関与の限界

株主総会の意思決定の仕組みについては、制度上、会社法 295 条が担っていると考えられており、同条が定める原則は株主総会が株式会社に関する一切の事項について決議することができるというものであるが（同条 1 項）、取締役会設置会社についてはかかる原則が修正されており、会社法に規定する事項および定款で定めた事項に限り株主総会は決議することができる（同条 2 項）とされている⁴⁹⁵。そして、株主総会の決議事項とされた事項以外については、取締役において決定することができるが、重要な業務執行の決定については、取締役会が行わなければならない（同法 362 条 4 項）とされている⁴⁹⁶。さらには、株式会社の定款には会社の規定に違反しないものを記載することができるため（同法 29 条）、特定の会社意思決定について、定款の定めにより、取締役会や株主総会の権限として留保することも可能となっている⁴⁹⁷。これらのことを踏まえて、以下において株主の会社経営に対する関与の限界について検討していくことにする。

株主の経営関与の限界を画定するにあたり、株主（総会）と取締役（会）との権限分配が重要な問題となることはいうまでもないであろう。たとえば、買収防衛策を廃止する旨の株主提案権の満足的仮処分の申立てが却下された事例である東京高決令和元年 5 月 27 日資料版商事 424 号 118 頁では、傍論（仮定の議論）として、「株主総会の専属的権限とは解されない事前警告型買収防衛策である本対応方針の導入等について、これを株主総会に提案するか否かの判断権限を取締役に留保しているものと解するのが相当であり、株主にその議題を提案する権限は認められないものと解するのが相当である」と述べられており、この傍論に対しては、アクティビストによる会社に対する要求が活発化する中において、定款に

⁴⁹³ 新山・前掲注（304）6 頁。

⁴⁹⁴ 新山・前掲注（304）6-7 頁。

⁴⁹⁵ 松井・前掲注（489）4 頁。

⁴⁹⁶ 松井・前掲注（489）4 頁。

⁴⁹⁷ 松井・前掲注（489）4 頁。

よる株主総会権限の留保に関する解釈および株主提案権の限界を示したという意味で非常に興味深い判断であるとの指摘があるが⁴⁹⁸、とはいえ、アクティビストが株主としての権限に基づき定款変更を求めてきた場合には、わが国には、米国のデラウェア州一般会社法 141 条(a)項が規定するような取締役の優位性の原則が存在しないため、取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることは許されないとするための解釈を行うことは決して容易ではないといえよう⁴⁹⁹。ついては、会社法 295 条 2 項の「定款で定めた事項」には、同条 1 項の「株式会社の組織、運営、管理その他株式会社に関する一切の事項」が含まれるのか、あるいは、取締役会設置会社においては、所有と経営の分離を背景に株主総会決議事項について一定の制約が存在すると考えるべきかが解釈論上の問題となる⁵⁰⁰。

会社法の立案担当者は、取締役会設置会社において定款で株主総会の決議事項とすることができる事項についての制限を特に設けていないと説明している⁵⁰¹。また、会社法制定前の学説では、性質上、株主総会の決議事項としてなじまないものを除くいかなる事項も定款に定めることにより株主総会の決議事項とすることができるというのが通説であった⁵⁰²。そして、会社法制定後においても、株式会社の本質または強行法規に反しない限り、取締役会の決議事項は定款の定めにより株主総会の決議事項とすることができるとする学説⁵⁰³が唱えられている。その理由については、株主総会の法定権限が縮小されたのは、多くの場合、経営の意思も能力もない株主が経営に介入せず、専門的知識を有する取締役に経営を委ねることでタイムリーかつ的確な意思決定を可能にし、それがかえって株主の利益になり、かつ株主の合理的意思に合致するためであると考えたにすぎず、株主が経営の効率性を犠牲

⁴⁹⁸ 松井秀征「判批」商事法務 2206 号（2019 年）51 頁。

⁴⁹⁹ なお、取締役会の権限が定款により株主総会に与えられた場合であっても株主総会の専属的権限とは解されない限り取締役会に当該権限が残存し、しかもその場合には株主提案権が認められないため、東京高決令和元年 5 月 27 日資料版商事 424 号 118 頁で示された傍論は、株主総会と取締役会の権限分配に関して、ある意味において取締役会の優位性を示したものと考えられなくもない（拙稿「判批」法と政治 72 卷 4 号（2022 年）27 頁）。

⁵⁰⁰ 松井英樹「定款による株主総会決議事項の拡大とその限界」東洋法学 63 卷 3 号（2020 年）184 頁。

⁵⁰¹ 相澤哲＝細川充「株主総会等」相澤哲編『立案担当者による新・会社法の解説（別冊商事法務 295 号）』（商事法務、2006 年）76 頁。

⁵⁰² 上柳ほか編・前掲注（10）25 頁〔江頭〕。

⁵⁰³ 弥永・前掲注（307）121 頁。ただし、取締役会の意義を没却させないという観点から、業務執行のすべての決定権限を株主総会のみとするのはできないとも述べられている（弥永・同 122 頁）。なお、森本滋「株式会社における機関権限分配法理」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』（有斐閣、2009 年）95 頁も参照されたい。

にしても自ら意思決定しようと考えるときは株主総会の権限としてよいからであると述べられている⁵⁰⁴。その一方で、取締役の裁量的判断になじむ事項は会社法 355 条に抵触し得るものとして定款による留保を認めるべきではないとする学説⁵⁰⁵も存在しており、これは会社法制定前の通説を逆の観点からみたものであると思われる。この学説は、取締役会設置会社の取締役には裁量的判断をすることが委ねられていると理解することができ、そして、裁量事項を定款で制約すると定款遵守義務により最適な判断が妨げられ得ると説明する⁵⁰⁶。また、定款による場合であっても、業務執行権限を株主総会が持つ限り、自己の決定に基づき会社経営を行うべき取締役（会）の責任が不明確になるため、大規模な公開会社では、株主総会に対して業務執行に介入する権限を与えること自体を制約することが合理的であるとする学説⁵⁰⁷が唱えられている。さらには、公開的な会社の株主総会は個別の業務執行に関し決定をするに相応しくない機関であり、取締役は株主総会に拘束されず自己の責任において業務執行をすることが望ましいとし、業務執行に関する株主総会決議に取締役が拘束されれば、自己の意に反した株主総会決議を遵守して職務を遂行した結果、会社または第三者に損害を与えた取締役の責任について解釈上困難な問題が生じるため、公開会社については、定款の定めにより株主総会の決議事項とすることができる事項に制限を加えるか、または、業務執行事項については株主総会における提案権者を限定するか、あるいは、業務執行についての総会決議を勧告的なものと定める等の措置を検討すべきとする見解も主張されている⁵⁰⁸。なお、近年、上場会社等において、会社法上は株主総会の権限外である事項を株主総会で決議することが行われており、このような株主総会決議は株主意思確認決議または勧告的決議などと呼ばれている⁵⁰⁹。

株主は会社の経営を取締役（会）に委任した以上、会社の経営に過度に干渉することを株主自身は基本的に望んでいないとも考えられる。また、株主（総会）によって判断が覆される可能性があることを念頭に置きながら取締役による経営が行われるとすれば、殊に、代表取締役はリスクを伴う経営判断をすることを躊躇しかねないであろう。さらには、自己の意に反する株主総会決議に拘束されて行為をした取締役が会社法 423 条 1 項の責任を負わないとすると、任務懈怠責任を免れるために株主総会決議を行わせようと策謀する取締役が出現する危険性があるということも指摘されている⁵¹⁰。ほかにも、定款の定めにより取締役

⁵⁰⁴ 弥永・前掲注（307）121 頁。

⁵⁰⁵ 岩原編・前掲注（224）41 頁〔松井〕。

⁵⁰⁶ 岩原編・前掲注（224）41 頁〔松井〕。

⁵⁰⁷ 川浜昇「株主総会と取締役会の権限分配（特集・会社法の論点再考）」法学教室 194 号（1996 年）28 頁。

⁵⁰⁸ 上柳ほか編・前掲注（10）26-27 頁〔江頭〕。

⁵⁰⁹ 神田・前掲注（17）200 頁注 2。

⁵¹⁰ 松井・前掲注（500）191 頁。

会権限から株主総会権限への移転を基本的に認めることにより取締役会の機能低下が危惧されるとし、そして、取締役等の経営責任の明確化のために公開会社では業務執行事項に対する株主総会決議に一定の制約があり得るとする旨の主張がみられる⁵¹¹。

他方において、取締役会設置会社における株主には会社経営に関する意欲も能力もないという前提で議論すべきでなく、株式会社の実質的な所有者であると位置づけられている株主⁵¹²が業務執行に介入することを望むのであれば、取締役の裁量的判断になじむ事項であっても定款規定をもって当該事項を株主総会の権限に留保することを禁止することは妥当ではないとも考えられる⁵¹³。確かに、大規模な公開会社にも会社経営に深く関与する意思と能力を持っている株主がいる可能性は否定できない。とはいえ、株主は、配当および譲渡益を通じた投資利益の獲得には関心があるが、会社経営に関与する意思も能力も持ち合わせていないのが通常であり、また、多数の株主が集結して経営上の意思決定を行うことも現実的に可能とはいえ、会社の経営は経営の専門家である取締役に委ねるほかないと考えられている⁵¹⁴。さらには、会社の業務執行を経営者が判断することは、業務執行の決定が一般に取締役会の専属的な権限とされていることと整合的であり、そして、日常的な業務執行を株主に判断させることは、能力コストだけでなく、合理的無関心等による相反コストも小さくなく、そもそも、日常的に株主総会を開催することになり、事務コストは禁止的に大きくなるため、株主総会が業務執行に介入することは原則として認めるべきでないとする見解も唱えられている⁵¹⁵。このような現実を重視した上での現実的な対応として、一定の条件のもと、定款の定めにより株主総会の決議事項とすることができる事項に一定の制限を加えるような法改正も積極的に検討されて然るべきであろう。

そもそも、定款自治のもと、会社はいかなる機関設計にするかは自由であるので、定款の定めにより権限分配を自由に設定すること（すなわち、株主総会の決議事項を拡大すること）を望むのであれば、取締役会を設置しないという判断をすればよく、また、既に取締役会を設置している会社であれば、定款変更により取締役会を廃止するとともに発行する株式の全部に譲渡制限を付ければよいであろう。このように考えると、株式会社が取締役会を設置し続ける以上、株主総会と取締役会において明確な権限分配が必要であると考えべきではないだろうか。そして、業務執行を取締役に委ねる以上、株主の総意を問うべき事項と

⁵¹¹ 内海・前掲注（23）186頁。

⁵¹² 新山・前掲注（304）6頁。

⁵¹³ 鈴木竹雄＝石井照久『改正株式會社法解説』（日本評論社、1950年）106-107頁参照。

⁵¹⁴ 川浜・前掲注（507）27頁。

⁵¹⁵ 小出篤「株主による意思決定の意味を問う：不確実な時代における株式会社の意思決定の仕組み IV株主総会権限の再検討」商事法務2335号（2023年）41頁。なお、「能力コスト」「相反コスト」「事務コスト」の説明については、小出・同38-39頁を参照されたい。

株主の総意を問わずにできる事項を明確に区別しておかなければ、業務執行に裁量を発揮するのが困難となり、責任の所在がぼやけることになるとし、また、株主の数が多く頻繁に会合できないことからすると、株主の広すぎる介入は一般に効率的ではないとする学説がある⁵¹⁶。したがって、第2章でも述べたように、経営を取締役に対して委任した株主の意思等に鑑みて、取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることは許されないとすべきであり、会社法が取締役会に任せている通常の経営判断や業務執行の決定については株主総会決議事項の範疇から除外すべきであるとするのが現実に即した妥当な考え方ではないだろうか。

以上のことを総合的に考えると、株主の経営関与の限界を画定するにあたり、株主総会と取締役（会）との権限分配はきわめて重要な問題であり、かかる権限分配の問題を抜本的に解決するためには、株主総会の決議事項における定款の定めに関する制限規定を設けた上で、取締役の優位性の原則を定める法規定を新たに設ける必要があるのではないかという私見を提示しておく。取締役の優位性の原則を定める法規定が必要な理由については、業務執行事項は数多存在し、定款の定めに関する制限規定だけでは十分に対応できない場合も想定でき、その場合、当該原則が紛争を防止しあるいは解決するための一定の判断基準（メルクマール）となり得ると考えられるからである。なお、上記の立法政策により株主総会における議決権を通じた株主の経営関与は一定の制約を受けることになるが、経営者・株主間の対話によって、株主（特にアクティビスト）が会社経営に影響を与えることは十分に可能であると考えられる。バーチャルオンリー株主総会の普及により、株主総会を点（総会当日）でなく線（総会当日前後）で捉える傾向がより強くなるのではないかと考えているところであり、その線上において経営者・株主間の対話が頻繁になされることになるのではないだろうか。

⁵¹⁶ 龍田＝前田・前掲注（13）196頁。

終章

第1節 本稿で明らかになったこと

本稿において、取締役報酬決定に対する株主の関与、そして、定款変更を利用した株主の経営関与の在り方について検討した結果、株主に対して多くの情報開示をもたらす仕組みがあることを前提とした上で、その情報に基づき株主が事後（最終）的な承認（決定）をなし得ることが重要であると考えに至った。異なる観点から述べれば、株主への情報開示を通じて株主によるガバナンスを実質的に確保することを主眼とすべきであり、株主が取締役を差し置いて経営に関与する仕組みを構築する必要はないと考えた。しかしながら、わが国の現行の会社法に従えば、原則として取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることが法解釈上可能である（会社法 295 条 2 項参照）。したがって、株主総会・取締役（会）間における権限分配に関する立法上の手当てが必要になることも分かった。

近年、本稿で取り上げたバーチャルオンリー株主総会および株主アクティビズムが耳目を集めているが、株式会社の基本的な意思を決定するという株主総会の本質的な役割を決して見失ってはならず、その役割が実質的に果たされるためには、株主に対する情報開示が必要不可欠であることはいうまでもないであろう。そして、本稿で取り上げた Say-on-Pay 制度および By-law 制度は株主に対する開示情報を充実させるという観点からみても導入の是非を検討する価値があるということが明確となったと考えている。ただし、株主の経営関与の限界については、株主総会と取締役会の権限分配や定款自治と深く絡み合う非常に難しい問題を孕んでいると考えており、本稿で提示した解決策（立法政策）も万全であるとまでは言い切れないであろう。

第2節 今後の課題

1. 本稿では検討できなかったこと

本稿では検討できなかったことの一つとして、代表取締役の選定・解職に株主の直接的な関与が許されるかという問題を挙げておきたい。株主総会決議に基づき定款を変更する場合、取締役の経営判断における裁量権を奪うような内容の定款規定を設けることは許すべきではないと考えたが、定款の定めにより、代表取締役の選定・解職を株主総会の権限とすることができるかという具体的な問題について検討したいと考えている。米国においては、いかなる附属定款規定が取締役の経営権に対する侵害となるのかが問題となっており、第2章でも若干述べたが、近年、附属定款の定めにより株主の議決権の過半数による役員解任ができるか否かについて、デラウェア州衡平法裁判所は、附属定款により与えられた権限を通じて株主が役員を直接解任することは認められない旨判示した（Gorman v. Salamone 判決）。デラウェア州の会社では、附属定款に定めさえすれば株主が役員を選任することは可

能であるが⁵¹⁷、Gorman v. Salamone 判決は、附属定款に定めても株主による役員解任はできないと判断した。他方、近時のわが国において、代表取締役の選定を株主総会決議によってもなし得る旨の定款規定の有効性が争われた判例（最決平成 29 年 2 月 21 日民集 71 卷 2 号 195 頁）が存在する。当該最高裁決定は、代表取締役の選定機関として取締役会と株主総会の併置を認めた。株主総会における代表取締役の選定を認めたが、代表取締役の選定権限は取締役会において併存するため、取締役会の監督機能は失われないというロジックが展開された。つまり、当該最高裁決定は、取締役会設置会社である非公開会社において、代表取締役の選定機関として取締役会と株主総会の併置を認める旨のいわゆる権限重複型の定款規定を有効とした。当該最高裁決定の射程が公開会社にも及ぶのか、また、株主総会のみで代表取締役の選定権限を認める権限専属型の定款規定が有効かという問題が生じ、加えて、代表取締役の解職については、株主総会において取締役を解任することにより、自動的に代表取締役も解職されるが、理論的には、取締役の地位にとどめつつ代表取締役から代表権のみを剥奪するという選択（判断）も可能であるため⁵¹⁸、株主総会において代表取締役を解職することができる旨の定款規定の有効性も問題となる。また、近時の下級審の裁判例である富山地高岡支判平成 31 年 4 月 17 日資料版商事 423 号 175 頁が、「代表取締役選定・解職を含む取締役会決議は、経営判断に属する事項であり、当該会社の取締役会の裁量に委ねられる事項である」旨判示していることとの関係についても問題となる得るところであり、これらの問題については今後の検討課題としたい。

上記以外にも本稿で検討できなかった（あるいは検討が十分であるとはいえなかった）事柄は枚挙にいとまがないが、次に記す将来の研究計画の中でいくつか挙げておくことにする。

2. 将来の研究計画

将来の研究計画における大きなテーマは、本稿でも一貫して扱ってきた「株主総会」である。今後も引き続き株主総会に関する研究に取り組んでいきたいと考えている。以下において、現在取り組み始めている、あるいは将来的に取り組みたいと考えている研究内容を記しておく。

まず、株主総会において代表取締役の選定・解職をなし得るかという問題について検討したい。詳細は前述のとおりである。

次に、株主総会における議決権の代理行使について検討したい。仮にバーチャルオンリー株主総会が普及したとしても、株主総会に出席できない株主は少なからずいるであろう。株主総会に自分自身が出席できない株主は、議決権代理行使の制度を利用することで、その議

⁵¹⁷ Delaware General Corporation Law § 142(b).

⁵¹⁸ 神田・前掲注（17）247 頁参照。なお、代表取締役は取締役にとどまりながら代表取締役を辞任することができる（神田・同 247 頁）。

決議権行使の機会を確保し、自分の意向を株主総会に反映させることが可能となる⁵¹⁹、会社法は、「株主は、代理人によってその議決権を行使することができる」と規定している（同法 310 条 1 項前段）。しかし、わが国の会社法実務では、定款規定によって議決権の代理行使資格を株主に限定することが制度化されており⁵²⁰、多くの会社は株主総会における議決権行使の代理人資格を株主に限定する旨の定款規定を置いている⁵²¹。そこで、株主の議決権の行使機会を保障する必要があることとの関係上、上記のような定款規定が有効であるかどうかの問題となる。この問題に関する判例・裁判例を分析することから株主総会における議決権の代理行使についての研究を始めたいと考えている。

最後に、まだ漠然としているが、わが国の株主総会の歴史を可能な限り丁寧に整理してみたいという思いがある。これまでに積み上げられてきた株主総会に関する数多の先行研究⁵²²を丹念にサーベイすることから始めたいと考えている。本稿で取り上げたバーチャルオンリー株主総会の普及が株主総会の在り方に大きな変化を生じさせるのではないかとみているところ、株主総会の歴史を振り返ることにより、バーチャルオンリー株主総会の普及により大きな変化が生じ得るものと思われる今後の株主総会がより望ましいものになるための重要な示唆が得られるのではないかと考えている。

第 3 節 結語

本稿全体を通じて行った具体的な提案は、取締役報酬決定および定款変更のいずれの局面においても、形式的には取締役会の権限を拡大させる（その反面において株主総会の権限は縮減する）ことであるが、その実は、株主の経営関与の在り方の変更である。すなわち、本稿では、株主総会権限が形骸化する状況下において株主が会社の重要な意思決定に実質的に関与できる方策を提案したことになる。なお、現行の会社法における株主総会の法定権限は十分に説明されているのか（法定権限とされている事項はなぜ株主総会が専属的に決定しなければならないのか、あるいは法定権限事項とそうでない事項とを区別するメルク

⁵¹⁹ 加藤修『議決権代理行使の研究』（慶応義塾大学法学研究会、1982 年）7 頁。

⁵²⁰ 新山・前掲注（304）297 頁。

⁵²¹ 加藤・前掲注（519）82 頁、鈴木・前掲注（2）166 頁、黒沼・前掲注（368）77 頁、弥永・前掲注（307）131 頁、高田晴仁「歴史に学ぶ商法・会社法（第 7 回）代理人による株主総会議決権の行使」法学セミナー 67 巻 7 号（2022 年）88 頁、龍田＝前田・前掲注（13）205 頁、高橋聖子「株主の議決権の代理行使」跡見学園女子大学マネジメント学部紀要 35 号（2023 年）39-40 頁。

⁵²² たとえば、大隅ほか・前掲注（7）39 頁以下、同「共同研究（株主総会）第 2 回」ジュリスト 80 号（1955 年）41 頁以下、同「共同研究（株主総会）第 3 回」ジュリスト 81 号（1955 年）32 頁以下、同「共同研究（株主総会）第 4 回」ジュリスト 82 号（1955 年）37 頁以下、同「共同研究（株主総会）第 5 回」ジュリスト 83 号（1955 年）39 頁以下。

マールはどこに存在するのか) という問題提起がなされており⁵²³、本稿にて、定款規定の中で細目的なものについては取締役会に変更権限を与えることもできるとする立法論を提示したが、今後は、株主総会の法定決議事項の見直しの是非が会社法改正議論の対象となる可能性があり、むしろそうなるべきであると考えている。

法の理想とする株主総会と現実の株主総会とが著しく乖離しているということを述べてきたが、近時においては、法（会社法）が想定する株主像と現実の株主との乖離も指摘されている⁵²⁴。株主提案権をはじめとする昭和 56 年商法改正によって導入された諸制度は当時の株式保有構造に代表される特定の株主像を前提としたものであったが、当該改正法が想定していた株主像と現実の株主との乖離は無視できないものになっているという⁵²⁵。この点に関しても法を現実近づける努力を惜しんではならないであろう。バブル経済の崩壊後、以前のような高度な株式相互保有の構造がほぼ消滅した今日において、わが国の会社は改めて株主と対峙すべき状況が生じているとされる⁵²⁶。本稿にて、株主の経営関与の在り方を検討するに際して、会社意思決定権限の源泉はすべて株主にあるという思想を基礎に置いたが、今後は、この思想に対しても疑問が呈される時が訪れるかもしれない。ある理論や理念がどれほど美しく見えても、それが現実から乖離し、現に直面する問題を解決するだけの妥当性を有していなければ、その理論や理念はきっと役割を終えているという考え方も唱えられている⁵²⁷。

序章において、「株主総会というフィクションの上に成り立つ現行株式会社法を、意識的に改変する試みは怠ることができない」⁵²⁸という渋谷教授の論稿の一節を引用したが、法と現実との乖離を生じさせない（法を現実近づける）ための法の改変の試みはこれからも決して怠ることができないであろう。

⁵²³ 小出・前掲注（515）36 頁以下。

⁵²⁴ 加藤貴仁「株主による意思決定の意味を問う：不確実な時代における株式会社の意思決定の仕組み III 株主の議決権の基礎理論：残余権者から投資戦略へ」商事法務 2335 号（2023 年）22 頁。

⁵²⁵ 加藤・前掲注（524）22 頁。なお、このような乖離が生じた原因には株式保有構造の変化とコーポレートガバナンスに関する制度整備があると述べられている（加藤・同 22 頁）。

⁵²⁶ 松井・前掲注（489）5 頁。

⁵²⁷ 松井・前掲注（489）6 頁。

⁵²⁸ 渋谷・前掲注（16）233 頁。