

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——

藤 田 和 樹

〈目次〉

序章 はじめに

第1章 日本の取締役報酬決定制度

第2章 米国の Say-on-Pay 制度

（以上，69巻3号）

第3章 英国の Say-on-Pay 制度

第1節 導入の背景

第2節 制度の概要

第1款 創成

第2款 2013年会社法改正

第3節 最新の動向

第4章 Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非

第1節 総論

第2節 Say-on-Pay 制度の有効性

第1款 米国型

第2款 英国型

第3節 日本の法制度との整合性

第1款 法解釈

第1目 会社法361条（監査役会設置会社）

第2目 指名委員会等設置会社

第3目 監査等委員会設置会社

第2款 法理念

第1目 株主権限拡大

第2目 株主利益最大化

第3款 司法制度

第4節 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

第5節 解決すべき課題

終章 まとめ

（以上、本号）

第3章 英国の Say-on-Pay 制度

第1節 導入の背景

1980年代、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）の模範附属定款（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、一般的に取締役報酬の決定は取締役会に委任されていた。⁽¹⁾ところが、90年代に入ると、そのような報酬決定方法を巡っての批判的な議論が起き始めた。公開企業（特に、90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）の株主及び機関投資家は、取締役報酬の高騰に懸念を示し、そして、事実上株主総会の決定事項ではない取締役報酬に対して株主の意思を如何に反映させ得るかについて議論が始まり、活発化していったようである。⁽²⁾

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年代に惹起された。マーガレット・サッチャー（Margaret Thatcher）首相率いる保守党政権（1979-1990年）が強力な自由市場主義を支持したところ、その結果として、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。⁽³⁾この流れは次の

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

（2） 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。

（3） Jeremy R. Delman, *Structuring Say-on-Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 588 (2010); Randell S. Thomas & Christoph Van der Elst, *Say on*

ジョン・メージャー（John Major）首相の保守党政権（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、旧国有企業取締役報酬の高額化に対する投資家及び有権者からの批判を浴び続けた。⁽⁴⁾そして、1990年代半ばに差し掛かる頃には、過剰な取締役報酬に対する国民の怒りを政治家たちが無視し得なくなり、ついでに、社会的混乱を危惧した当時の首相は取締役報酬を抑制すべき旨を繰り返し訴えた⁽⁵⁾とされる。

上記時流において、キャドバリー委員会及びグリーンベリー委員会が設置され、両委員会は取締役報酬に関する勧告内容を記した報告書を各々作成した。まずは、1992年に公表されたキャドバリー報告書⁽⁶⁾の内容を示すことにする。キャドバリー報告書には、取締役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・实际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載された。⁽⁷⁾ついでに、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、取締役会で形成される政策に株主の意見が反映され得ることを目標とし、それを以て株主が企業統治の一端を担い得ると考えられた。⁽⁸⁾次に、1995年に公表されたグリーンベリー報告

Pay Around the World, 92 Wash. U. L. Rev. 722 (2015).

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

(5) Delman, *supra* note 3, at 588.

(6) 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).

(7) *Id.*, para. 4.43.

(9) 書について説明する。同報告書の提案の一つに、非業務執行取締役を中心として構成される報酬委員会が、取締役及び株主を代表して、取締役報酬に関する会社の政策（報酬政策）及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があった⁽¹⁰⁾。さらに、同報告書は、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対象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⁽¹¹⁾。しかし、当時の貿易産業省（Department of Trade and Industry (DTI)）⁽¹²⁾が外部に委託した調査によれば、株主総会において株主が承認するための報酬報告書を提出したのは調査対象企業270社の内7社に過ぎなかった⁽¹³⁾。

(8) *Id.*, para. 4.45.

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

(10) *Id.*, paras. 4.3-4.7.

(11) *Id.*, para. 5.31.

(12) 貿易産業省の解散に伴い、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。

(13) 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及び年次計算書類からデータは抽出された）（PricewaterhouseCoopers (Appointed by DTI), *Monitoring of Corporate Governance Aspects of Directors' Remuneration*, <http://webarchive.>

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。そ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年に初めて当時の貿易産業大臣であったスティーブン・バイヤーズ (Stephen Byers) によって概説された) であり、そ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、取締役の報酬に対して意見を述べるができる権限を株主に対して新たに与えるという第三の手法であった⁽¹⁴⁾。そして、当時の貿易産業省による諮問書 (1999年・2001⁽¹⁵⁾年) 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 (当該諮問書の内容は先行研究に詳しいため本稿では立ち入らない)⁽¹⁷⁾。

第2節 制度の概要

第1款 創成

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

nationalarchives.gov.uk/20070603164510/http://www.dti.gov.uk/cld/pwcrep.pdf (last visited Oct. 25, 2018))。

(14) Davis, *supra* note 4, at 9.

(15) DTI, *Directors' Remuneration: A Consultative Document* (URN99/923, 1999)。

(16) Id., *Directors' Remuneration: A Consultative Document* (URN01/1400, 2001)。

(17) 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。

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。⁽¹⁸⁾当該改正によって、いわゆる Say-on-Pay 制度が英国において導入された。当該制度の導入理由には取締役報酬における三つの原則（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。⁽¹⁹⁾当時の貿易産業大臣であったメラニー・ジョンソン（Melanie Johnson）も、庶民院の常任委員会において、規制の目的は、取締役の報酬設定における透明性、説明責任、業績と報酬の連動性を向上させることにあると述べていた。⁽²⁰⁾

それでは、以下において 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は、⁽²¹⁾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。まず、会社法⁽²²⁾420条1項は、株主に向けた開示を前提として上場会社の取締役に対して事業年度ごとに取締役報酬報告書の作成義務を課している。⁽²³⁾そして、同条⁽²⁴⁾

(18) Companies Act 1985 § 241A.

(19) 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).

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

(21) See, the Directors' Remuneration Report Regulation 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、及び、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。

(22) See, Companies Act 2006 § 385 (2).

(23) 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

2 項及び 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する刑事罰を科している⁽²⁵⁾。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又は会社秘書役による署名を要し⁽²⁶⁾、同条 2 項及び 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⁽²⁷⁾。さらに、同法423条 1 項は、当該取締役報告書を株主等に送付する旨を規定し⁽²⁸⁾、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⁽²⁹⁾。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及び任務を懈怠した役員に対して罰則を科し⁽³⁰⁾、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⁽³¹⁾。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⁽³²⁾。株主は当該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⁽³³⁾。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

明文化されているわけではない（See, Companies Act 2006 § 421）。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）。

(24) Companies Act 2006 § 420 (1).

(25) Companies Act 2006 § 420 (2), (3).

(26) Companies Act 2006 § 422 (1).

(27) Companies Act 2006 § 422 (2), (3).

(28) Companies Act 2006 § 423 (1).

(29) Companies Act 2006 § 437 (1).

(30) Companies Act 2006 § 425.

(31) Companies Act 2006 § 438.

(32) Companies Act 2006 § 439.

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

され得る。⁽³⁴⁾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という問題が残されている。この点につき、前出のジョンソン大臣（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し得ないという強力な信号（メッセージ）を送るだろうと述べていた。⁽³⁵⁾⁽³⁶⁾

英国の最大手企業（FTSE100 を構成する企業）の取締役報酬は、企業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倍に増大しており、⁽³⁷⁾財界首脳、投資家、及び学者等は、そのような取締役報酬の増大を依然として問題視している。⁽³⁸⁾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、当該制度導入後、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はなく、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為された。⁽³⁹⁾そうすると、前述の取締役報酬における三つの原則（説明責任・透明性・業績との繋がり）の内、当該制度の直接的な効果ではないにせよ、結果として、「説明責任」と「透明性」については当初からの規制目的に適う方向へと改善が為されたものと考えることができる（後述するが、2013年の改正は残る一つの「業績との繋がり」の改善に向けられたものである）。

(34) Companies Act 2006 § 440.

(35) See, Companies Act 2006 § 439 (5).

(36) House of Commons, *supra* note 20.

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

(38) *Id.*, paras. 1, 13.

(39) Davis, *supra* note 4, at 11-12.

第2款 2013年会社法改正

2013年に法改正が行われ、会社法439A条に基づき、取締役報酬報告書⁽⁴⁰⁾の内、将来の取締役報酬政策（会社の方針）を記す部分に限り、少なくとも3年に1度は拘束力のある株主総会承認決議を受けなければならないと⁽⁴¹⁾された。⁽⁴²⁾当該改正の位置付けとしては、取締役報酬と企業業績における明⁽⁴³⁾確かつ強力な結び付きを促進するためのものであるとされる。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付けられた取締役報酬、及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、企業戦略・業績と取締役報酬を適切に関連付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、及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⁽⁴⁴⁾あったようである。なお、報酬政策が総会決議で否決された場合には次の三つのオプションがあると想定された。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（修正したものでも構わない）の承認を求める⁽⁴⁵⁾ことである。

(40) 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)）。

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

(42) Companies Act 2006 § 439A.

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

(44) Id., *supra* note 37, para. 11.

斯くして、2013年会社法改正により、部分的にはあるが株主総会決議に拘束力のある Say-on-Pay 制度が運用されることになった。そこで、当該改正を以て Say-on-Pay 制度が恒久化するのか、あるいは、過渡的な段階にあるのが問題となる。この点について、2016年に英国の首相となったテリーザ・メイ（Theresa May）は更なる報酬規制改革を模索している。では、その内容を含めて英国の最新の動向を次節において述べることにする。

第3節 最新の動向

メイ首相は正式な首相就任以前から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、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主張していた。⁽⁴⁶⁾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）についても拘束決議を実施すべきであると提案していた。

他方、英国投資協会（The Investment Association）によって2015年秋に設立された第三者委員会である取締役報酬作業部会（Executive Remuneration Working Group⁽⁴⁷⁾）も、英国政府が⁽⁴⁸⁾2013年の法改正の内容よりも更に発展的な拘束決議を追加することを選択しようとする場合には選択し得る多くの手法があるとした上で、その一つとして、前年の報酬報告で株主の75%の賛成を得られなかった会社に限り拘束力のある株主投票を実施するという手法を挙げていた。また、同作業部会は取締役報酬制度

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

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

(47) Executive Remuneration Working Group, *Final Report*, London: The Investment Association, 4 (2016).

における十の勧告を行い、その中には、株主の関与については報酬構造の戦略的根拠の問題に絞り込むべきであり、投資及び企業統治の両方の観点から協議が行われるべきであるとする勧告が含まれていた。当該協議の目的は株主の意見を会社が理解することにあるとし、それを通じて得られた株主の提案を報酬委員会が反映又は強化しながら最良の方法を決定するという⁽⁴⁹⁾。加えて、政策変更が市場慣行にもたらす全ての選択肢及び影響、また、才能のある経営者を惹き付けるだけの英国企業の力量を検討するための十分な時間がなかったとしながらも、会社が投資家ひいては社会全体との信頼関係を建て直す必要があるとし、報酬報告に対する拘束力のある総会決議が当該建て直しのプロセスにおいて助力となり得ることを同作業部会⁽⁵⁰⁾は認めていた。

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、メイ首相が唱えるように報酬報告書全体を拘束力のある総会決議の対象とするか、あるいは、変動型の取締役報酬（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、それを全ての企業に対して適用するか、あるいは、主要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⁽⁵¹⁾。さらに、報酬報告書に対す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⁽⁵²⁾。具体的には、ある年度における当該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（例えば、75%）の賛成を以て承認を得なければならない、あるいは

(48) *Id.* at 7.

(49) *Id.* at 18-19.

(50) *Id.* at 7.

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

(52) *Id.* at 23.

は、次年度の報酬報告書に対する総会決議が拘束的決議になるというものである。⁽⁵³⁾なお、上記以外にも、設定された年次報酬総額の上限を超過するときには拘束的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のオプションが提示された。⁽⁵⁴⁾

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の当初からの提案は改革案としては採用されなかった。⁽⁵⁵⁾

第4章 Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非

第1節 総論

本章では Say-on-Pay 制度の日本への導入の是非を論じることにする。まず、米国及び英国の Say-on-Pay 制度自体の有効性について検討する。前章及び前々章において英米それぞれの制度概要について説明してきたが、そのことを踏まえて各制度の有効性の程度を比較する。ついては、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。取締役報酬（Pay）に対する株主の意見表明（Say）を認める、いわゆる Say-on-Pay 制度の有効性の有無又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基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、日本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

(53) *Id.*, paras 1.21-1.22.

(54) See, *id.* at 23-24.

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

このみを以て日本の法制度と整合的であるとは限らないため、比較的有效性の高い Say-on-Pay 制度が日本の法制度と整合性を有するかどうかを丹念に検討する必要があるだろう。そして、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 制度が日本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。既述のとおり、議決権を超越した支配株主の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 制度にはほとんど有用性がないとする見解が唱えられている⁽⁵⁶⁾からである。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とは、支配株主の有無等の株主構成ではないかと考えられる。そうすると、日本の会社が Say-on-Pay 制度を導入した場合に有用性を発揮する株主構成となっているか否かが当該検討における勘所の一つとなるであろう。

では、次節以降において、Say-on-Pay 制度の有効性、整合性、及び有用性という三つの各論について論じた上で、当該制度の日本への導入の是非を判断する。

第2節 Say-on-Pay 制度の有効性

第1款 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こと⁽⁵⁷⁾、すなわち、英国の当該制度とは異なり部分的にさえも総会決議に法的拘束力がないということである。そして、承認決議の頻度は3年に1度以上であり⁽⁵⁸⁾、加えて、6年に1度以上の頻度で承認決議の頻度を別

(56) 拙稿「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）179頁参照。

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

途決議⁽⁵⁹⁾することになっている。よって、最も少ない頻度となった場合、3年に1度の勧告的な承認決議さえ行えば足りるということになる。日本への導入の是非において問題となるのは、3年に1度の承認決議では日本企業の取締役の選任間隔と符合しないこと、及び勧告決議では実効性が期待できないことである。まず、前者については日本企業の取締役の任期は原則として2年である（会社法332条1項本文）ので、1期のみで退任した取締役は株主総会における承認を1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）及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（会社法332条3項・6項）ため尚のことである。次に、後者の勧告決議である点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。それは取締役会が総会決議の結果を考慮する義務がないということである。この点につき、米国では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）を追及する株主代表訴訟が提起されているが、当該種類の事案において、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。⁽⁶⁰⁾このようなことから、総会決議の結果に全く拘束力のない米国の Say-on-Pay 制度は株主

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

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

(60) 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。

が報酬を決定する制度ではなく、むしろ、事後的な評価及び意思表示に特化した制度である⁽⁶¹⁾と考える論者もいるほどである。また、別の論者は株主総会の拘束力の観点からは日本の会社法361条の方が米国の Say-on-Pay 制度よりも効力が強いとさえ述べている⁽⁶²⁾。私見としても、Say-on-Pay 制度における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及びその実行に対して以前よりも大きな注目を集めることをもたらした。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。そして、第三に、取締役及び経営陣は、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⁽⁶³⁾。以上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對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

(61) 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。

(62) 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。米国の株式会社の株主総会権限は日本よりも小さく、取締役選任のできない株主総会において経営陣に対する意見表明の機会として報酬の勧告的決議が活用されているというのが認識として正しいとしている（原・同93頁）。

(63) Joseph E. Bacher, *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 Oct. 25, 2018).

きよう。

第2款 英国型

英国における現行の Say-on-Pay 制度の顕著な特徴は、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度は拘束力のある株主総会承認決議を受けなければならない⁽⁶⁴⁾という点である。⁽⁶⁵⁾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⁽⁶⁶⁾ということも特筆すべき点として挙げられよう。まず、後者の毎年実施される点については日本企業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不都合は生じないといえる。不都合であるのは勧告決議であるという点であり、米国の制度に対して指摘したことと同様の問題がある。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」であると評され⁽⁶⁷⁾ることがある。ただし、前者の特徴に関しては、米国との比較において小さからぬ差異であると考ええる。株主は報酬政策に限り総会決議において実質的にも否決できるようになり、実際に総会決議において報酬政策が否決された場合には株主の意見が次年度以降の取締役報酬に反映されることになるからである。この点を以て、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考えられる。よって、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解され得よう。もっとも、既に

(64) BIS, *supra* note 41.

(65) Companies Act 2006 § 439A.

(66) Companies Act 2006 § 439.

(67) 伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣，2013年）188頁。

支払われた報酬については株主の意見の及ぶところではないという問題は依然として残存する。そこで、当該問題を解決するための提案がメイ首相によって為されており、その内容は、前章で述べたように、報酬政策を含む報酬報告書全体を対象に毎年の株主総会において拘束力のある承認決議を要求するものである。報告書全体に対して拘束力のある承認決議が行われるならば、報告書の承認が否決されることにより過去の取締役報酬についても株主の意見を基に見直されることになるという直接的な効果が生じると考えられる。もっとも、株主の掌中に取締役報酬の決定を委ねるような特別な手法を採ると、会社をより株主に近付けると同時に株主以外の者とも多くの関わりを持つことを会社に押し付けることになるので、会社は株主との関わりと同様にドイツのように従業員や地域住民とも多くの関わりを持たざるを得なくなる（約束を交わさなければならなくなる）のではないかという問題点が指摘されている。⁽⁶⁸⁾

上記のような指摘をメイ首相があらかじめ想定していたのかは明瞭ではないが、メイ首相は従業員を取締役会に参加させること（従業員の経営参加）⁽⁶⁹⁾も同時に提案していた。2006年会社法172条1項によると、取締役は社員（株主会社における株主）全体の利益のために会社の成功を促進する可能性が最も高いと考える方法で誠実に行動しなければならず、かつ、その中において従業員の利益や地域社会及び環境に対する事業の影響等を考慮しなければならぬとされている。⁽⁷⁰⁾当該規定については、社員の利益と従業員を含む利害関係者の利益とのバランスを取るように取締役に対して要求するものであると捉えるのは間違いであるとされており、最優先され

(68) Steven Davidoff Solomon, *Theresa May's Vision of a Radical British Conservatism*, The New York Times Business Wednesday, July 20, 2016, at 4.

(69) May, *supra* note 46, at 7.

(70) Companies Act 2006 § 172 (1).

なければならないのは社員の利益であり、当該利益を増大させるために従業員を含む利害関係者の利益を考慮することを要求するものであると解されている。⁽⁷¹⁾ そうすると、取締役とは異なり従業員は上記のような行動義務を課されていないため、従業員の経営参加は株主・従業員間における利益相反を生ぜしめる可能性を孕む。しかし、その問題については、取締役が前出の2006年会社法172条1項に基づき両者の利害調整を図ることで十分に解決できるのではないかと考える。従業員の経営参加の仕方にもよるが、取締役が経営の主体である限り従業員の利益が株主の利益よりも優先されることは現実問題としてかなり考えにくいからである。ところで、メイ首相は、2016年11月21日に行った演説において、従業員（及び消費者）の声が表明されることは重要であるが、労使協議会の設置義務付けも、労働組合代表者を取締役会のメンバーに任命することの義務付けも行わないことを明言しており、⁽⁷²⁾ また、前出のグリーンペーパー等を見る限りにおいても当初の提案からは少なからずトーンダウンしていることが窺える。⁽⁷³⁾

なお、平成27（2015）年6月1日から適用されているコーポレートガバナンス・コードに従い、日本企業の取締役報酬が変わろうとしているが、当該コードは英国のコーポレートガバナンス・コードをモデルとして作成されている。⁽⁷⁴⁾ この点に鑑みても、英国の Say-on-Pay 制度が日本の取締役

(71) Paul L. Davies & Sarah Worthington, eds., *Gower's Principles of Modern Company Law* (10th ed.), London: Sweet & Maxwell, 503 (2016).

(72) Theresa May, *CBI Annual Conference 2016: Prime Minister's Speech*, Prime Minister's Office, 10 Downing Street, BEIS, and The Rt Hon Theresa May MP (Nov. 21, 2016), <https://www.gov.uk/government/speeches/cbi-annual-conference-2016-prime-ministers-speech> (last visited Oct. 25, 2018).

(73) See, BEIS, *supra* note 51, at 34-42; id., *supra* note 55, at 24-35.

(74) 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）19-20頁〔森田純夫〕。

報酬制度の範となる蓋然性は比較的に高いといえよう。

第3節 日本の法制度との整合性

第1款 法解釈

第1目 会社法361条（監査役会設置会社）

Say-on-Pay 制度を導入する場合、現行の日本の法制度との整合性が問題になるが、つまるところ、会社法361条との整合性の問題が大方を占める。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検討する。

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、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。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、当該制度における総会決議に拘束力があるならば、株主総会の承認決議を以て最終的に取締役報酬が決定されると解され得るので、取締役報酬の決定権限は取締役会には移転されず、依然として株主総会にとどまるとする解釈が十分に可能であろう。⁽⁷⁵⁾ 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の発生要件としていることから取締役報

(75) 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るべきであるとする学説（神田秀樹『会社法〔第20版〕』（弘文堂、2018年）237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。

酬の支払前に会社法361条の総会決議が行われることを想定しているもの⁽⁷⁶⁾と考えられる。ところが、近年、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た⁽⁷⁷⁾。当該判例は、事後的な株主総会承認決議であっても、原則として、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う報酬規制の趣旨目的を没却しない旨判示している。当該判例に対しては、株主総会決議を経っ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することに対する疑問が呈されている⁽⁷⁸⁾。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⁽⁷⁹⁾、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⁽⁸⁰⁾。他方において、事後的な承認決議の場合には、既に支払いが為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為されている⁽⁸¹⁾。もっとも、当該指摘を為した論者は、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

(76) 最判平成15年2月21日金判1180号29頁参照。

(77) 最判平成17年2月15日判タ1176号135頁。なお、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。

(78) 齋藤雅代「判批」早稲田法学82巻1号（2006年）288頁。

(79) 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（78）292頁）。

(80) 齋藤・前掲注（78）288頁。

(81) 伊藤靖史「判批」商事法務1857号（2009年）69頁。

余地はないと主張している⁽⁸²⁾。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、事前に報酬を受領し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の指摘（同条の趣旨に鑑みれば遡及的に適法にするには株主全員の同意が必要ではないかということであろう）も為されている⁽⁸³⁾。さらには、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⁽⁸⁴⁾。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いい得、また、会社法361条のお手盛防止という趣旨にも適うという反論が可能であろう。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条の政策目的を実質的に達成しているものと評価し得るので、取締役報酬につき株主総会の承認を受ける時期については適切性の観点からは事前であることが現時点においては望ましいのかもしれないが、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。ただし、事前に承認するという手法については、業績連動報酬を導入する企業が増えつつある現況に鑑みると、その妥当性に疑問が生じていることは既に述べたとおりである⁽⁸⁵⁾。

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

(82) 伊藤・前掲注(81) 70頁。

(83) 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。

(84) 鳥山恭一「判批」法学セミナー609号（2005年）130頁。

(85) 拙稿・前掲注(56) 146頁参照。

た上でそれを株主総会で承認することになるが、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。⁽⁸⁶⁾ また、個人別の報酬額を総会決議で決定すべ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、⁽⁸⁷⁾ 実際のところ、平成14（2002）年改正商法の立案担当官は、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。⁽⁸⁸⁾ 以上から、全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という現行の方式は法が明瞭に定めている手続ではなく、実務に配慮するための一種の技巧であるといえないため、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るとしても現行の法規制との整合性は問題とされないと考えられる。

また、実務への配慮という点に関していえば、前号拙稿で挙げた判例及び裁判例も、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）⁽⁸⁹⁾ よりも会社実務の便宜性を尊重しているように見える。この点につき、判例及び裁判例においては会社法361条の趣旨であるお手盛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

(86) 戸島利夫ほか『税法・会社法からみた役員給与〔全訂版〕』（税務研究会出版局、2008年）260頁。

(87) 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〕。

(88) 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。

(89) 拙稿・前掲注（56）143-144頁参照。

役各人の報酬額に対しても株主の意見が反映されることになる。そして、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、お手盛防止が更に貫徹されることになろう。ただし、同条の趣旨をお手盛防止に限定する根拠は見出し難く、ついては、学説において次のような種々の見解が唱えられている。第一に、取締役報酬の付与は定款又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、本来は当該権限に属する事項ではないとする学説がある⁽⁹⁰⁾。第二に、取締役報酬を株主総会での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がある⁽⁹¹⁾。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がある⁽⁹²⁾。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も唱えられている⁽⁹³⁾。いずれの学説も会社法361条の趣旨がお手盛防止である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。まず、第二及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

(90) 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。

(91) 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。

(92) 鈴木薫『会社法の基礎（上）〔改訂版〕』（税務経理協会、1982年）263頁。

(93) 伊藤・前掲注（67）17頁。なお、お手盛防止とする趣旨は偏った位置付けであり、如何に業績を上げてもらうかという観点が重要であるとの指摘（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〕）も為されている。

と主張する。⁽⁹⁴⁾しかし、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漸次進行しており、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、上記立法論には、株主に十分な判断能力があると仮定した場合、事後に株主が取締役報酬を承認するという手法、つまり、米国や英国の Say-on-Pay 制度以上に機能する可能性を孕んでいる。一方、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。⁽⁹⁵⁾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。⁽⁹⁶⁾もっとも、如何に開示の充実を図ろうとも、お手盛りの危険性は排除できないであろう（当該論者もその危険性を完全には否定していない）。⁽⁹⁷⁾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と推察できる。しかしながら、日本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、⁽⁹⁸⁾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があることを看過することはできない。ただし、当該論者は業務担当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、相当でない報酬が決

(94) 龍田・前掲注(91) 178頁。

(95) 伊藤・前掲注(67) 271頁。

(96) 伊藤・前掲注(67) 271頁。

(97) 伊藤・前掲注(67) 271-273頁。

(98) 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））。

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⁽⁹⁹⁾とし、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⁽¹⁰⁰⁾ようである。なお、第四の見解は、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。他方において、第一及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。だが、Say-on-Pay 制度に拘束力があれば、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、第一及び第三の見解の論者が唱える趣旨に適う形で Say-on-Pay 制度を導入できると考えられる。

以上より、日本において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、条文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及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。⁽¹⁰¹⁾したがって、会社法

(99) 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。

(100) 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ならざるを得ず、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している（伊藤・前掲注（99）289頁）。

(101) 龍田・前掲注（91）178頁参照。

361条の趣旨の貫徹に適うのは個別報酬額の決定以外にないといえる。特に、上記の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、総額の決定では凡そ意義を見出し難いと考えられる。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、拘束力のない Say-on-Pay 制度を導入すると想定すれば、報酬決定権限は取締役会に移転され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（なお、上記学説の内、第一及び第三の見解とも相容れない）。しかし、会社法361条はロエスレル商法草案（明治17（1884）年）225条に端を発する非常に歴史のある規定であるため、⁽¹⁰²⁾ 廃止又は変更することには原則として慎重であるべきであろう。もっとも、上場規則に基づき、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がある。⁽¹⁰³⁾ だが、この見解は将来的には義務的な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おり、⁽¹⁰⁴⁾ 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。蓋し、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。しかし、拘束力のない総会決議によって、お手盛防止の実質的な効果をどこまで期待できるのか甚だ疑問であり、また、株主の真意を慮れば、拘束力のない総会決議のために詳細な開示書類を多大な時間と労力を要して精査するかという懸念も禁じ得ない。

(102) 拙稿・前掲注（56）157頁参照。

(103) 津野田一馬「経営者報酬の決定・承認決議（二・完）」法学協会雑誌 133巻1号（2016年）119-120頁、121頁注416。

(104) 津野田・前掲注（103）120頁。

ここまでの考察によると、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条との整合性及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。凡そ法律全般に該当することであろうが、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。

第2目 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いえる。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及び取締役の個人別報酬の内容に係る方針を定めた（会社法409条1項）上で具体的な個人別報酬を決定する（会社法404条3項，409条2項・3項）ため、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殊に望ましい会社形態であると評価できる。

第3目 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、前述（第1目）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（会社法361条3項）ため、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）年の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、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（そのことを裏付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唱えられている⁽¹⁰⁶⁾。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⁽¹⁰⁷⁾。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 制度を適用しないことが穏当であろう。勿論、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う問題が依然として残存する。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及び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と考えられるからである。

(105) 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）21頁。

(106) 渡辺邦広「監査等委員の人選・報酬設計・任意の委員会の活用」ビジネス法務 17巻1号（2017年）71頁

(107) 松本諭ほか「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〕。

以上から、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える。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前述（第1目）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。

第2款 法理念

第1目 株主権限拡大

既述のとおり、米国では取締役優位モデルが採用されており⁽¹⁰⁸⁾、例えば、デラウェア州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⁽¹⁰⁹⁾。その点については、ニューヨーク州事業会社法及びカリフォルニア州会社法においても同様である⁽¹¹⁰⁾。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⁽¹¹¹⁾（もっとも、実際に会社経営を行うのは役員（officer）である⁽¹¹²⁾）。なお、ベインブリッジ教授（前号拙稿において既出）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⁽¹¹³⁾と考えているようである。このように、米国では取締役との比較に

(108) 拙稿・前掲注 (56) 175頁参照。

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

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

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

(112) *Id.* at 106.

(113) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy in Corporate Takeovers*:

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り、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ることができる。他方、英国においては株主が比較的優位にあるとされていることから、⁽¹¹⁴⁾ 強く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。先に言及したように、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如何に反映させるかという議論が起きた（前章第1節参照）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、日本では昭和25（1950）年商法改正以降、株主総会権限（決議事項）が縮小（減）されていく傾向にありながら、共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。⁽¹¹⁵⁾ そして、仮に Say-on-Pay 制度を導入した場合の効果を分析すると、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形式上縮小されることになると考えられるが、一方の株主権は拡張されることになると思えることができる。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

Preliminary Reflections, 55 Stan. L. Rev. 802 (2002).

(114) Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 Harv. L. Rev. 847-850 (2005).

(115) 拙稿・前掲注（56）164-165頁参照。

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じて会社経営に参加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是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、既述のように、日本企業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、そのことを以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上記の法改正の傾向から見て明瞭であろう。

以上より、日本における株主権限を拡大しようという流れは米国及び英国と同様に Say-on-Pay 制度導入に帰着し得るものと考えることができるため、法理念である株主権限拡大と Say-on-Pay 制度との整合性は取れているものと推察される。

第2目 株主利益最大化

論題についての検討に入る前提として、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。既述したように、例えば、平成17（2005）年に公表された法務省令案の段階では株主利益最大化の実現が明確に標榜されていたが、実際の法務省令においては削除されているからである。⁽¹¹⁷⁾そこで、今後の会社法規制の方向性を確認した上で、仮に株主利益最大化に向かっているとすれば、それが向かうべき先に 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

(116) 拙稿・前掲注（56）165頁参照。

(117) 拙稿・前掲注（56）168-169頁参照。

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する議論が為されるほどである⁽¹¹⁸⁾。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、及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、そ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⁽¹¹⁹⁾。これら二つの企業モデルの特徴を見る限り、現在の日本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。そこで、会社法上、企業の所有者は株主といえるかどうかが問題となる。

この点につき、株主には剰余金配当請求権、残余財産分配請求権、及び株主総会議決権という三つの権利があることが法文上認められている（会社法105条）が、株主が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。その意味するところは、出資者が事業の運営を支配すること、及び、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⁽¹²⁰⁾。よって、上記明文規定に照らせば、企業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推察される。もっとも、株主以外のステ

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

(119) 広田・前掲注（118）5頁。

(120) 神田・前掲注（75）26頁。

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も個人的な理解の範疇には属する。⁽¹²¹⁾しかし、従業員についていえば、会社法規定の中では言及がされておらず、従業員が経営に参加する仕組みが存在しないことは言うまでもない。よって、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明瞭であろう。そのように考えると、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及び法務省令案等の内容にも鑑みれば、⁽¹²²⁾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る。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、⁽¹²³⁾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、全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）⁽¹²⁴⁾とする見解があることも付言しておく。

(121) 広田・前掲注（118）35頁。

(122) 拙稿・前掲注（56）168-169頁参照。

(123) 2015年6月に適用が始まり、現在は改訂されたものが施行されている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（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」（2018年6月1日）第4章（原則4-2）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）。

(124) 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

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得るからである。例えば、株主が議決権を通じて会社における全ての経営判断を行うとした場合、そのことが株主の利益となるかと問えば蓋し否であろう。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想定しても、そのような株主が一堂に会して全ての経営判断を行うことは、株主の人数にもよるが、並べて迅速性の観点（株主総会の召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、法の規定する事項及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。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、それを以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。

以上のことを踏まえて、Say-on-Pay 制度が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考えられる。株主としては取締役に経営を委ねた以上、

るべきか』（日本経済新聞出版社、2010年）282-283頁。

取締役には最大の企業業績を上げことを期待するところ、期待どおり、又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、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が通常であろう。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又は報酬委員会に委ねられることになるが、一般的な株主には、通常、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⁽¹²⁵⁾、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、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⁽¹²⁶⁾均衡の取れた制度であると評価することができる。

したがって、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凡そ相反するものであるといえ、翻って、米国及び英国の Say-on-Pay 制度は株主利益最大化に向けられた制度であると評価できる。ついては、今後の会社法規制の方向性に照らせば、当該制度の日本への導入の是非は喫緊の検討課題たり得るといえる。斯くして、当該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、当該制

(125) 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。

(126) 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」と形容した次第である。

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行く先に必然的に存在し得る報酬制度ではないかと考えられる。

第3款 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の⁽¹²⁷⁾に対し、日本では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。⁽¹²⁸⁾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われることになる。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崩れるからである。すなわち、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、かかる問題が生じるのは総会決議に拘束力がない場合であり、それに拘束力があれば特別な司法審査制度がない現在の日本でも殊更に問題は生じないであろう。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、法令義務違反になると考えられるため、特別な司法審査制度がなくても通常の訴訟手続の利用が可能だからである。換言すれば、取締役報酬の相当性を審査できない日本の司法制度においても、総会決議の結果には法的義務が生

(127) 伊藤・前掲注 (67) 44頁以下参照。

(128) 矢沢・前掲注 (98) 228頁。

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。前述のように、英国のメイ首相が提案する全面的に拘束力のある Say-on-Pay 制度が日本にとって比較的有効であると私考する（本章第2節第2款参照）ので、当該種類の Say-on-Pay 制度を導入する限りにおいて現在の日本の司法制度とも整合性が取れているものといえる。

第4節 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

前号拙稿において挙げた、支配株主の存在する会社に関する調査結果の内、Say-on-Pay 制度の推奨に否定的な企業の割合が支配株主の存在する会社の方が高くなること⁽¹²⁹⁾については、支配株主が Say-on-Pay 制度の基づく議決権を行使しなくとも、その意向（例えば、報酬額の抑制）は既に経営者に伝わっていると考えを以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総会決議の有用性は乏しいとする前号拙稿において紹介した学説⁽¹³⁰⁾が上記調査結果を言い当てていると考えられる。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付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

(129) 拙稿・前掲注(56) 179頁参照。

(130) 拙稿・前掲注(56) 179頁参照。

とすれば、当該制度における間接的な有用性は肯定することができよう。翻って、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、既述のように、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原則として欠いているため、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⁽¹³¹⁾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るかどうかは、当該会社における一般的な株主が知識とインセンティブを持ち得るかどうかにか懸かっているといえる。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のにもかかわらず、当該種類の会社の方が承認決議において反対の割合が高いという⁽¹³²⁾米国における調査結果については、支配株主のいない会社の株主が役員報酬における知識やインセンティブを欠く場合が多い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及びインセンティブを欠く一般的な株主は、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される。

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、日本の上場企業の多くには支配株主が存在しない⁽¹³³⁾ため、日本企業には Say-on-Pay 制度の有用性が発揮され得る

(131) 拙稿・前掲注 (56) 178頁参照。

(132) 拙稿・前掲注 (56) 179頁参照。

(133) 2016年における東証上場会社の内、支配株主が存在しない会社の割合は82.1%である（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）8頁）。なお、ここでいう支配株主というのは、「親会社と、近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などと合わせ

ための土壌が期せずして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）もあり、それによると、米国及び英国（の企業）は分散型株式所有構造を有する好例であると考えられているようである⁽¹³⁴⁾。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⁽¹³⁵⁾。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、日本において Say-on-Pay 制度が機能するかどうかは、支配株主ではない個々の株主の知識とインセンティブに基づく積極的な関与意思等に依拠するところが少なくないといえそうである。

第5節 解決すべき課題

Say-on-Pay 制度を導入するに当たり、幾つかの解決すべき課題があるといえよう。換言すれば、当該制度が十全に機能するには若干の前提が必要であると考えている。

第一に、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、株主総会は報酬決定権限を失うことになるからである。しかし、既述のように、報酬委員会に取締役・執行役の報

て上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主とを包含する概念」とする（東京証券取引所・同 7-8 頁）。

(134) Thomas & Van der Elst, *supra* note 3, at 711.

(135) *Ibid.*

酬の決定を委ねること等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とされる⁽¹³⁶⁾。その一方で、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⁽¹³⁷⁾。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⁽¹³⁸⁾明白な問題があり、ほかにも幾つかの課題があると考えられている。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、すなわち、社外取締役が過半数を占める公正中立な法定の報酬委員会が大部分の企業において設置されることが Say-on-Pay 制度導入の素地として望まれるところである。

第二に、取締役報酬の個別情報開示である。会社法361条の趣旨はお手盛りの防止だといわれているが、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であろう。取締役各人の業績についても報酬が決定される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、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、当該制度の下では株主は取締役報酬を承認する

(136) 拙稿・前掲注(56) 162頁参照。

(137) 拙稿・前掲注(56) 166頁参照。

(138) 以下の数字（なお、回答社数は31社である）をどう評価するにもよるが、例えば、監査役設置会社における任意の報酬委員会の構成員に占める社外取締役の割合が50%未満である企業が55%であること等、各企業の主体性に委ねられているがゆえの課題があると考えられる（経済産業省（経済産業政策局産業組織課）「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」、同「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する参考資料」委託調査（2015年3月）（www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf, 2018年10月25日最終閲覧）調査報告書17-18頁、参考資料26-32頁参照）。

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考えられる。したがって、Say-on-Pay 制度が導入されることにより、明瞭な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考えることができる。しかしながら、後述のように、多くの日本企業では基本的に個別の報酬開示が行われていないということが日本への Say-on-Pay 制度導入の障壁になり得るものと考えられる。他方、米国及び英国では、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株主には見えないという声が上がったため、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⁽¹³⁹⁾。もっとも、日本においても、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付けられた（平成22年内閣府令第12号）。ところが、比較的新しい調査によると、全ての取締役の個別報酬を開示している会社の比率は僅か0.1%（監査役会設置会社）、0.2%（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7.9%、6.3%という低い比率であった（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付けられた取締役も含まれている⁽¹⁴⁰⁾）。なお、指名委員会等設置会社にしても、取締役全員の個別報酬の開示及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1.4%に過ぎない（一部のみの開示は取締役で22.9%、執行役で31.4%である⁽¹⁴¹⁾）。よって、上記内閣府令改正は、報酬の

(139) 森・濱田松本法律事務所編・前掲注（74）32-33頁〔森田〕。

(140) 東京証券取引所・前掲注（133）50-51頁。

(141) 東京証券取引所・前掲注（133）50-51頁。

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、改正前後で幾分かの変化が生じたことは明瞭である）⁽¹⁴²⁾。

ほかにも、英国において指摘されている問題がある。例えば、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、一定の事務的及び法的な課題を提起するということ⁽¹⁴³⁾、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付けることを困難にするという⁽¹⁴⁴⁾ことである。

終章 ま と め

本稿では、米国及び英国の役員（取締役）報酬決定制度である Say-on-Pay 制度について、両国における当該制度創設の歴史的な経緯まで遡りながら仔細にわたる分析を行った結果、米国よりも英国の制度の方が有効性は高く、また、英国のメイ首相が当初提案していた内容を加えると、英国の Say-on-Pay 制度の有効性は更に高くなるという一応の私見を導き得た。そして、当該私見を踏まえて、Say-on-Pay 制度と日本の会社法上の報酬規制（特に会社法361条）との整合性の有無についての検討を試みたところ、メイ首相の提案内容を加えた英国の Say-on-Pay 制度は日本の報酬規制と整合性が取れているという断案に到達した。また、Say-on-Pay 制度が株主権限拡大及び株主利益最大化に向けられた制度であるということが

(142) 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。

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

(144) Executive Remuneration Working Group, *supra* note 47, at 7.

認識できたことにより、当該制度の導入が今後の法改正の流れにも矛盾しないという小見を形成することができた。それから、総会決議に拘束力を伴う Say-on-Pay 制度を導入する限りにおいて報酬額の相当性を審査することができない現行の日本の司法制度のままでも不都合がないという一つの拙論に漂着できたことは、拘束力のある Say-on-Pay 制度の有効性の高さとも相俟って殊に有意義であったと考えている。加えて、支配株主の有無が Say-on-Pay 制度の有用性に影響を与えるという点に論及できたことは図らずとも必然の帰着であったように思われる。ついては、前号及び本号の拙稿が、Say-on-Pay 制度の導入を現実的に見据える上での一本の里程標としての役割を担うことができれば、筆者として望外の光栄とするところである。

なお、前号拙稿の142頁注（7）の1行目「中村健」を「中村建」に、5行目「3項」を「3頁」に、6行目「76項」を「76頁」に、7-8行目「309条2項1号」を「309条2項11号」に訂正する。

（完）

Shareholders' Right to Participate in the Decision on Directors' Remuneration (2): The Pros and Cons of Introducing the Say-on-Pay Rule

Kazuki FUJITA

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

This article is the continuation of the one in the preceding issue. First, it gives an overview of the system for determining directors' remuneration in the United Kingdom. It shows the circumstances of the revision of the law, and also mentions the new proposal of British Prime Minister Theresa May. Second, it examines whether there is consistency between the Say-on-Pay rule and regulations on directors' remuneration in Japan. Moreover, it also discusses whether the Say-on-Pay rule is consistent with legal philosophy and justice system. And, it shows a certain conclusion about the usefulness of the Say-on-Pay rule due to the presence or absence of a controlling shareholder. (Concluded.)