

【座談会】

会社法研究会報告書の検討

参加者（五十音順）

加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科准教授）
 唐津恵一（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
 神作裕之（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
 神田秀樹（学習院大学大学院法務研究科教授・東京大学名誉教授）
 後藤 元（東京大学大学院法学政治学研究科准教授）
 澤口 実（森・濱田松本法律事務所弁護士・東京大学法科大学院客員教授）
 田中 亘（東京大学社会科学研究所教授）
 藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授・司会）

内容

I	今回の会社法改正について……………	117
II	株主総会関係……………	122
III	取締役と取締役会……………	152
IV	その他……………	187

I 今回の会社法改正について

藤田 このたび会社法研究会報告書が公表されました。2016年4月から会社法改正に係る論点整理のため約1年かけて検討を続けてきた成果であり、2017年4月から開始される法制審議会における会社法改正のための検討の前提となる資料です。ソフトロー研究では、これまで会社法制にかかる重要文書が公表されるたび座談会を開催し、検討してきましたが、今回の報告書についてもまた取り上げ議論したいと思います。

まずはこの研究会の報告書あるいはそこからうかがわれる今回の会社法改正全体について、もし何かご感想があればいただければと思います。今回の改正作業は、直接は平成26年改正附則が、「政府は、この法律の施行後二年を経過し

た場合において、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、企業統治に係る制度の在り方について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果に基づいて、社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講ずるものとする」としていたことが契機で、同改正が 2015 年 5 月に施行されてから二年が経過する頃に法制審議会における議論を開始することを目処に計画されていると理解されています。ただ会社法研究会報告書を見ますと、社外取締役関連の論点は必ずしも最重要論点とはなっていないようです。まあ附則も「社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し」ということなので、社外取締役の普及状況だけが検討対象ではないのでしょうか、そもそも今後行われるであろう会社法改正をどのような性格の作業と考えたらいいかといった点について、もしご感想などありましたらいただければと思います。

会社法研究会報告書で取り上げられた論点は次のような特徴があります。まず今回の報告書の内容のうち、平成 26 年改正附則が直接言及している「社外取締役の選任状況」と直接関係しているのは「第 8 社外取締役」と、あえて言えば「第 3 取締役会の決議事項」ぐらいです。つまり社外取締役及びそれと密接に関係する取締役会改革に関する本格的な検討は、次回の改正においては主要議題としてはとりあげられないかもしれないということです。むしろ「企業統治に係る制度の在り方」としては、株主総会や株主権の行使及び役員の責任が会社法研究会報告書の主要部分を占めています。

次に、会社法研究会報告書に盛り込まれた内容の多くは、平成 26 年改正後に出された経済産業省の報告書、たとえばコーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」(平成 27 年 7 月 24 日)、株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～」(平成 28 年 4 月 21 日)などで扱われたものですが、経済界で切迫した改正の要望が出されているわけでもないように思います。また法制度の不備が問題となっている例——平成 26 年改正ではそういう性格の改正事項がいくつかありましたが——は、あえて言えば濫用的な株主提案の話があるぐらいです。今回の改正作業をどのように理解すればよろしいでしょうか。

田中 商法も、平成年間には毎年か少なくとも数年に1回は改正されていたので、平常運転の改正という感じではないかと思うのですけれども。会社法は、何か実務上のニーズが出てきて数年に1回は変えられるのが普通ということではないかと思いますが。

藤田 「実務上のニーズ」として切実なものが、いまひとつよく見えないという印象があるのですけどね。

神田 1点だけ。平成26年改正後の動向として、政府としては、成長戦略との関係で日本再興戦略を閣議決定しており、その中で株主総会関係書類の電子化について立法的な手当てをするということがうたわれています。

藤田 そうですね。確かに『日本再興戦略』ではコーポレート・ガバナンスが言及されています。こういうマクロな成長戦略の一環と明示的に位置づけられた会社法改正というのは、これまであまりない特徴かも知れません。

後藤 藤田さんがおっしゃられたように、直接の契機は平成26年改正法の附則であったかと思います。もっとも、この附則は、社外取締役の導入がどれだけ進むかがまだ見えていなかった平成26年当時に、導入に向けて圧力をかけるために政治過程の中で採用されたわけですが、その後、社外取締役の選任は当時の想定以上に進み、その結果として、附則が要求していた施行2年後の見直しという作業の必要性は、社外取締役の選任促進という観点からは低下したと言えるかと思います。それにもかかわらず改正作業が開始されたのは、附則の要求通り検討をしたという形式をとるという考慮に加えて、この間に出てきた種々の立法課題に対処するための機会として用いることができるという考えがあるのではないかと思います。平成26年改正についても、キャッシュアウト関連の手続の整備や株式買取請求権の合理化などの改正は、このような性格を持っているものと言えるかと思います。

もう一点付け加えさせて頂くと、今回のアジェンダに挙げられている株主提案権と取締役会の法定決議事項は、いずれも昭和56年の商法改正で導入されたものでして、今回の改正作業には昭和56年改正の理念を問直すという側面もあると思います。前者については、最近の濫用的な事案を受けて、個数制限などの制約が設けられる可能性が高いわけですが、これは株主総会の民主化といった標語の下に導入された比較法的に見ても強力な株主提案権を一部制限するものですし、後者については、どういった結論になるのかまだ見えていませ

んが、取締役会での意思決定を要求することでガバナンスの強化を図るという発想自体に立ち返って検討することが必要であるように思います。

唐津 先ほど、実務上のニーズという話がありました。振り返りますと、平成に入ってから頻繁な商法(会社法)改正は、主として規制緩和の連続であったと思います。自己株取得制度や組織再編制度等はその典型的なもので、これらは経済再生のための産業競争力強化の一環として、潜在的なものを含めた産業界の実務上のニーズがあり、経済産業省や経団連が中心に推進し実現してきました。この規制緩和のための商法(会社法)改正は、平成 17 年の会社法(平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号)制定により、いわば完成されたと言えます。その後、平成 26 年に会社法改正がありました。この議論の中心はコーポレートガバナンスであり、その前提としての問題意識は、相対的に利益率が低い我が国企業のパフォーマンスを上げるために、コーポレートガバナンスの強化を図るということでした。産業界の視点からは、パフォーマンスが悪いことは自らがもたらしめていることでありながらも、いわば自らの経営に対する「規制強化」を内容とする改正になることが想定されたため、改正に対しては、消極的な対応が見られたと思います。しかし、企業のパフォーマンスを上げて経済成長につなげるという、マクロ経済政策の一環として、金融庁や経済産業省が国策として強力に推進した結果、ソフトローの整備も含めて、結果的に産業界に大きな影響を与えるものとなりました。この延長線上の、今回の改正ですので、産業界としては、もともと規制強化につながりかねないと想定される新たな会社法改正に対しては消極的である上に、経済政策官庁である金融庁や経済産業省の強い推進により、会社法ではないソフトローによって、実質的に大きな転換を促される結果になったことから、会社法改正の議論の中で頑張って防波堤を築いても守り切れないということもあり、今回の会社法改正に関する関心が、特にコーポレートガバナンスに関わる部分については、ほとんど失われているのが現状ではないかと思います。

神作 平成 26 年会社法改正に際し、社外取締役の独立性要件が見直され強化されたほか、有価証券報告書提出会社であるなど所定の会社において社外取締役を置いていない場合には「社外取締役を置くことが相当でない理由」を事業報告および株主総会参考書類に記載すべきものとされ(会社法施行規則 74 条の 2・124 条 2 項・3 項)、定時株主総会においてその理由を説明すべきものとき

れました(会社法 327 条の 2)。このようなハードローによる対応に加えて、社外取締役に関しては、東京証券取引所が、複層的なソフトローを策定しています。具体的には、東証の有価証券上場規程において、独立役員(社外取締役または社外監査役)を 1 名以上確保することを上場会社に義務付けた上で(同規程 436 条の 2 第 1 項)、取締役である独立役員を少なくとも 1 名以上確保するよう努めなければならないとされています(同規程 445 条の 4)。また、独立役員に関して記載した独立役員届出書の提出を義務付けた上で、それを公衆の縦覧に供するものとしています(東京証券取引所有価証券上場規程施行規則 436 条の 2 第 1 項・2 項)。さらに、有価証券上場規程の一部に組み込まれたコーポレートガバナンス・コードにおいては、市場第一部および第二部に上場する会社に対し、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである」とする原則を定めています(同コード・原則 4-8)。このように、会社法および東京証券取引所の自主規制により、社外取締役に関する規範が強化される中、東京証券取引所の全上場会社における社外取締役の選任比率は大きく上昇し、平成 28 年度においては 95.8 パーセント(市場第一部においては 98.8 パーセント)に至っています。

このように、社外取締役が、少なくとも数のうえではガバナンスコード等の影響もあって急速に増加しています。さらに、たとえば金融庁に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」や、経産省の「コーポレートガバナンス・システム研究会」などにおいて、今神田さんが言われた点とも関係すると思いますけれども、コーポレートガバナンスを実質的に向上させるためにはどのようにしていけばいいかという、なかなか法で規律するのが難しい領域についても、きちんと議論がなされているということも指摘しておく必要があるのではないかと思います。

澤口 おっしゃるとおり、過去の改正と違うのは、改正対象に関して、ソフトローに分類されるガバナンスコードが大きな影響力を持っている中で改正されるということであり、どれが会社法で規律すべき事項かという、過去あまり考えなかった状況が発生していることだと思います。

藤田 いずれも興味深く伺わせていただきました。会社法とそれ以外のもの

の役割分担，会社法改正の存在意義といった点で，どうも今回の改正には従来と違った意味合いが出てきているのではないかという感想と伺いましたが，もし本当にそういうことがあるなら，非常に重要なことだと思います。もっとも平成 26 年改正頃からそういうことの前兆はあらわれてきていたのかもしれませんが。

後藤さんの言われた昭和 56 年商法改正の理念を問い直すという面については，今回の改正の特質と言うより，近時の法改正に共通する性格かもしれません。昭和 56 年改正というのは，当時の会社法制にとってはそれなりに重要な意味のあったものだったのですが，そこでとられた政策判断のいくつかはその後次々と否定されてきました。

さて，それでは会社法研究会報告書の具体的な内容に入りたいと思います。以下では，株主総会関係，取締役・取締役会，その他の 3 つに大きく分けて検討したいと思います。

II 株主総会関係

1. 株主総会資料の電子提供

第 1 株主総会資料の電子提供

1 総論

(1) 概要として，以下のアからウまでに掲げるような内容の新たな株主総会資料の電子提供制度（以下「新たな電子提供制度」という。）を設けることとしてどうか。

ア 株主総会の招集に際して株主に対して提供しなければならない全ての情報（以下「株主総会情報」という。）をインターネット上のウェブサイトに掲載する。

イ 株主に対し，株主総会情報を掲載したウェブサイトの URL 等を書面により通知する（以下この通知を「アクセス通知」という。）。

ウ ア及びイの措置を採った場合には，株主に対し，アの株主総会情報を適法に提供したこととする。

(2) 一定の範囲の株式会社に対して新たな電子提供制度を利用することを

強制するかどうか及び新たな電子提供制度を利用するために定款の定めを必要とするかどうかについては、書面請求権に関する規律（後記2参照）や、株主総会実務及び株主に及ぼす影響等を踏まえ、引き続き検討することとしてはどうか。

2 書面請求権

（1）株主が株式会社に対して株主総会情報を記載した書面の提供を請求することができる権利（以下「書面請求権」という。）を強行法規的に保障する（定款の定めによっても排除することができない権利として保障する）かどうかについては、デジタルデバйдの問題等を踏まえ、引き続き検討することとしてはどうか。

（2）書面請求権の対象となる情報については、全ての株主総会情報とし、その対象を制限することはしないこととしてはどうか。

（注）現行法のウェブ開示によるみなし提供制度により提供したものとみなされ、書面により提供することを要しないこととなる情報を書面請求権の対象とするかどうかについては、引き続き検討することとしてはどうか。

（3）書面請求権の行使の在り方については、引き続き検討することとしてはどうか。

（4）書面請求権の行使への対応に不備があった場合であっても、一定の不備については、株主総会の決議の取消事由に該当しないこととする規定は設けないこととしてはどうか。

3 アクセス通知

（1）アクセス通知には、株主総会の日時及び場所等の株主総会に関する基本的事項を記載しなければならないこととしてはどうか。

（2）アクセス通知の発送の期限は、現行法上の招集通知の発送の期限よりも前とすることとしてはどうか。

（3）アクセス通知には、議決権行使書面を任意に同封することができることとしてはどうか。

（4）前記（1）の株主総会に関する基本的事項以外の事項をアクセス通知に記載すること又は当該事項を記載した書面をアクセス通知に同封することを

制限する規定は設けないことについて、引き続き検討することとしてはどうか。

4 任意の書面提供

株式会社が株主に対して株主総会情報を記載した書面を任意に送付することを制限する規定は設けないことについて、引き続き検討することとしてはどうか。

5 ウェブサイトへの株主総会情報の掲載

(1) ウェブサイトへの株主総会情報の掲載期間の初日はアクセス通知を発した日とし、末日は株主総会の日から 3 か月を経過する日とすることとしてはどうか。

(2) ウェブサイトへの掲載の中断に関する規定を設けることとしてはどうか。

(3) ウェブサイトへの掲載の調査制度に関する規定を設けるかどうかについては、制度間の整合性や調査に要する費用を踏まえ、引き続き検討することとしてはどうか。

6 その他

現行法の株主総会資料の提供方法（電磁的方法による提供制度、ウェブ開示によるみなし提供制度、いわゆるウェブ修正制度等）に関する規律についても、新たな電子提供制度の内容及び制度間の整合性を踏まえ、見直しをすることがどうかを引き続き検討することとしてはどうか。

株主総会資料の電子化の意義

藤田 株主総会関係で、いちばん大きな論点の一つが、株主総会資料の電子化です。株主総会資料の電子化を促進すべきであるという抽象的なレベルでは、研究会でも異論はありませんでした。それはいいのですが各論になるといろいろな意見があり、さらにこれまであまりきちんと検討されてこなかった論点もあるように思います。

まずこの問題の位置付けですが、先ほど神田さんからご指摘がありましたように、『日本再興戦略』にも書き込まれ、政府の方針としてやることとされている改正事項なのですけれども、この報告書でも非常に詳細な提言がなされている部分です。念のために『日本再興戦略 2016 ー第4次産業革命に向けてー』（平成28年6月2日）の該当箇所を確認しますと、「株主総会の招集通知添付書類の電子提供については、その開示情報の充実等を図るべく、株主の個別承諾なしに、書面に代えて電子提供できる情報の範囲を拡大し、原則電子提供とする方向で、新たな制度の整備に向けた検討を進める。具体的には、本年4月に公表された『株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会』による提言を踏まえ、①株主総会前に提供すべきと法令上要請された全ての情報がインターネット上で開示されていること、②Webアドレス等の必要最低限の情報は書面で株主に通知されること、③企業が当該制度を採用する上で、株主からの個別承諾は要さないこと、④全ての情報を書面で受け取ることを希望する株主は、その旨企業に要請する必要があること、といった諸外国における電子提供制度の共通点を参考にしつつ、我が国の株主総会を取り巻く制度環境や実態、企業実務の観点も踏まえ、来年早期の会社法制の整備の着手も目指しつつ、講ずべき法制上の具体的な措置内容等を検討する。」とあります。これがどういうコンテキストで述べられているかと言いますと、「II 生産性革命を実現する規制・制度改革」の中の「2. 未来投資に向けた制度改革」の最初に「2-1. 『攻めの経営』の促進」があり、その「(2) 新たに講ずべき具体的施策 i) コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上」ということが掲げられており、そのうち「①実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組の深化 イ) 持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進」の中で、「また、グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく情報開示を充実させ、株主の議案検討と対話期間を確保する方策等、更なる検討や取組を進め対話型株主総会プロセスの実現を目指す」ということの一環として先ほど引用した文章が書かれています。どうも『日本再興戦略』は、対話型株主総会プロセスの実現のための手段として、株主総会資料の電子化を位置づけているようです。

そこで最初に、株主総会資料の電子化の意義について考えたいと思います。株主総会資料の電子化といってもいろいろなものがあり得ますが、会社法研究会報告書で想定しているような電子化、すなわち株主総会の招集通知を電子的

な関係資料にアクセスをするための URL 情報ぐらいいし載ってないようなものにするという形での電子化がもたらすメリットは何かということについて考えたいと思います。このような意味での株主総会資料の電子化が認められることで具体的に何が変わるのかということですね。印刷費・郵送費等が浮くということはよく分かるのですが、それ以外に何か変わるのでしょうか。

『日本再興戦略』もそうですが、それ以外でも、電子化によって株主と株式会社との間のコミュニケーションの促進が図られるといったことが言われているのですが、どういう形でそれが起きるのか。株主総会資料の電子化によって、それまで郵送されていた書面が PDF などに代わるという程度の変化が起きるだけなのか、そうではなくて、電子化によって提供されることとなる情報そのものが従来とは質的に変わってくるのか。たとえば印刷費・郵送費がかからなくなるからたくさん送れるのみならず、動画のように、そもそも書面では送れないようなものが株主総会資料として提供されるようになるのか。もし提供される情報の質が変わるとすれば、いろいろなところで影響が出てくるような気がします。

そこで、株主総会書類の電子化によりどういうメリットが生まれることを想定するとよいか、とりわけ実務的な観点からの感触をいただけますか。

澤口 経済産業省の「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」での議論の状況で言いますと、対話の促進という文脈でございましたけれども、情報の質というよりも、情報の量について、紙ベースでやる場合には機械による封入の限界というのがございまして、定型的な印刷物の中にはめるとすると情報量としては限界に達しているのです、それを突破できるのではないかという話を中心であったと思います。その後いろいろな議論が出てきているように思いますが、経産省の研究会における議論の中心は量の問題だったと記憶しています。

唐津 電子化を進めることにより、株主総会の運営や株主とのコミュニケーションを、ほぼ無限に近い状態まで、コストパフォーマンスを上げることができると思います。究極的な姿として、株主が物理的に開催場所に赴かなくとも開催できる「電子株主総会」のようなものも、技術的には将来は可能となるかもしれません。今回の改正では、株主総会資料についてのみの電子化を検討対象としていますが、上記のような株主総会の運営を含めた将来の発展性を視野

に入れた制度設計がなされることを期待します。

藤田 経済産業省の研究会では、唐津さんの言われたようなことも意識はされているのかもしれませんが。同研究会の提言では、「加えて、インターネットは、多数の個人株主との対話やコミュニケーションを充実させたいと考える企業にとっても重要なツールとなりうる。例えば、招集通知情報と併せて経営陣や役員候補者からのメッセージ動画を提供したり、株主総会のインターネット中継を行うことで、株主と経営層との距離感を縮めることができる」(株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」(2016年4月21日)Ⅲ1.)と書かれていて、株主総会関係書類の電子化のさらに先にあるような話も視野に入れているようにも読めます。ただ、ここで言われているのが株主総会書類の電子化の話、すなわち株主総会の招集に際して法律上提供しなくてはならない情報の話なのか、それともそれとは別に株主との間のコミュニケーションをIT技術を活用して行う話なのかがよく分からないところで、株主との対話云々という話は実はほとんどは後者の話ではないかという気がします。会社法研究会報告書が扱うのは前者なのですが、それ自体が何をもたらすか、何を变えるかということは依然あまりよく見えなように思えるのですが。

神田 株主総会書類の電子化が情報の量とか質へ与える影響ということとは別に、株主総会の日程への影響も大きいと思います。これは後で議論されると思いますが、今回の電子提供制度が導入されることによって、株主総会に関連する日程、つまり情報提供の時期、総会そのものの開催日を含めて、影響があると思います。

それからもう1点、ガバナンスの議論からは、最近是对話ということを重視しているのでその観点から言うと、株主総会というのは点でしかないのです。そこでは、賛成か反対かだけの意思表示であって——もちろん発言ですとか、場合によっては委任状合戦とかいうことがないわけではないでしょうけれども。ですから、株主総会の重要性というものの自体が将来は変化する可能性があると思いますので、そういうことも意識しながらこの問題を議論したほうがいいと思います。

藤田 そうですね。第1の点については、制度設計次第では株主総会日程へ

の影響はあるかもしれませんね。2 番目の点は、私が先ほどから繰り返し申し上げている株主総会書類の電子化を株主との対話の充実のための手段というコンテキストで論じることへの疑問の裏返しのようなところがありますね。

電子化とデジタルデバイド

唐津 個別の議論に入るかもしれませんが、今回の報告書の中には、デジタルデバイドという言葉が頻繁に出てきます。しかし、果たしてデジタルデバイド問題を意識した制度設計が必要かどうか疑問に思います。平成 17 年の会社法制定に伴い、ウェブ開示制度が導入された時点で、一部ではあれ、デジタルデバイドを意識しない点についての風穴をあけ、その後その対象が拡大されてきています。会社法制定からすでに 10 年も経過していますので、デジタルデバイド問題を意識しない制度設計を考えてもよいのではと思います。

藤田 今言われた点に直接関係する点として、株主総会関係書類の電子化との関係では書面請求権を与えるべきか否かという論点があります。唐津さんの感覚からすれば、書面請求権をおよそ与えないという改正も選択肢だということになるわけでしょう。

唐津 デジタルデバイドの有無にかかわらず、株主総会資料を書面でほしいという株主はいると思いますので、書面請求権は残しておいてよいと思います。会社が書面を提供する場合に有償で提供することとすれば、会社の負担も大きくないと思いますが。

藤田 情報弱者保護はそれ自体としてはいらない、デジタルデバイドの問題と無関係な制度として書面請求権を与えるということですね。そういう建て付けだとすれば、たとえば有償で書類の交付を請求できるといった話になるのかも知れません。そのあたり皆さんどうですか。研究会でかなり実質的に意見が分かれたのはここですね。投資家層は意外に高齢者が多いという指摘もあったりしましたが (笑)。

神田 私は個人的には唐津さんと同じなのですが、これが実現するのが仮に 4～5 年後だとして、65 歳以上の方はもちろん 4 分の 1 を超えます。私の周りでもメールもしない、インターネットも使わないという人もなくはありませんけれども、70 歳ぐらいの方でも使われる方も少なくありません。使わない方々がどのぐらい株を個人で保有しておられるか。ただ、いずれにしても、

書面請求権を認めるということであれば、あまり実益のない議論ですよ。

後藤 私は、書面請求権を与えないという選択肢を、会社が定款で選ぶ余地を認めてもいいのではないかという気がしています。まず年齢の話がいつも出てきてしまうんですが、高齢者が必ずデジタルデバインドであるわけではなく、高齢者でもインターネットで株式取引をしておられる方は相当数いるかと思います。もちろん、インターネットを使っておられない方はいるわけですが、その現状を維持させることがどこまで必要なのかというと、株に投資したかったら今後はインターネット環境を持たなければいけないと要求されたとしても、それが可能なのであればそんなに気にする必要はないような気がします。インターネットが整備されていない地域などの場合には問題があるかもしれませんが。大分性質は違う問題ではありますが、2009年に株券を電子化したときにも、どうしても紙の株券が欲しいという人はいたわけですので、そこは一度乗り越えているような気もしなくもないですね。

加藤 唐津さんのご指摘はもっともだと思います。デジタルデバインドの問題をいったん外において、どのような制度が望ましいのかを考えることも重要だと思います。しかし、実際に、既に株式を持っている人が存在するということもやはり重要だと思います。ですから、たとえば、これから新しく株式を上場しようとする会社については、書面請求権を認めるか否かを各会社の選択に委ねるという立場もあり得ると思うのです。具体的な制度設計を考える際に、たとえば、これから株式を上場する会社については定款の定めに基づき書面請求権を排除するという選択を認めつつ、既に上場している会社については法律で保障するということが可能なかどうか、興味があります。

神作 金融審議会のディスクロージャー・ワーキンググループの第2回会議において、事務局から保有比率と議決権行使率に関するデータが示されました。それによると、日本は個人の保有率が17%であり、米国が37%、英国が11%で日本における個人の株式保有比率は米国と英国の間に位置しているのですが、日本の特徴は個人の議決権行使率が非常に高い点です。日本では個人の議決権行使比率は36%で、米国は28%、英国は20%です。私が気になるのは、もし書面請求権はないという規律にした場合に、加藤さんが言われた点に関連すると思いますけれども、今まで議決権を行使していた個人が行使しなくなるという懸念はないのかどうかということです。もし、個人の議決権行使比率が下がる

とすると、より実効的な議決権行使が行われるようにしようとしている改革の方向性に少なくとも短期的に見ればそぐわない側面があるのではないかという気がします。書面請求権が法律上保証されないとすると、個人がどのような行動をとるのかについての予測にも関わるなかなか難しい問題であると感じています。

藤田 まあ議決権行使率の話は、どう理解すべきかなかなか微妙な面がありますね。日本では個人株主の議決権行使率が高いといっても、要するに何も考えずに議決権行使書面を送り返している——場合によっては白紙のまま送り返す——、なぜそうするかというと送り返せばクオカード等をもらえるからというのが実態なのかもしれない。そうすると、その行使が高いことが望ましいかどうかともよくわからない。またアクセス通知に議決権行使書面を同封してよいとする限り、電子化を進めようが進めまいが、株主総会資料を読まず議決権行使書面を送り返す人の行動には何ら変化は生じず、議決権行使率も変わらないのかもしれない。

田中 この問題は、各企業ごとの自治をどの程度認めるかということになってきてまして、一般株主と経営者あるいは支配株主との間の利益が相反するような事項については強行法規が必要だけれども、これは比較的そういうものが少ない領域というふうに考えれば、定款自治を認めるという解決ができそうです。つまり、株主の書面交付請求権を認めるけれども、定款で排除できる、あるいは定款で費用については請求株主の負担とする旨を定めることができる、こういうのがあり得かなと思います。

ただ、私も神作さんと同じような疑問も持っていてまして、一つは、現状ですでにインターネット上での株主総会資料の電子開示は行われているので、今回の法改正で書面請求権を認めませんと、少なくとも直接的には、単純に株主に提供される情報が減る可能性が出てくる。これがいいかという問題があると思います。

それからもう一つは、画一的にしないと物事が進まないという、この議論の当否であります。現行法のもとでも、株主の個別の同意があれば株主総会資料を全部電子的に送ることもできるわけですが、そうすると書面と電子と2つのルートができてしまう、そういう意味で画一性がないから電子化が進まないというわけです。しかし、こういう議論をしているのは日本ぐらいで、ア

アメリカでも、イギリスでも、書面と電子という2つのルートがある中でちゃんと電子化が進んでいくわけです。これに対して日本では、画一化しなければ進まないということから、書面請求権を認めないという形で電子のほうに画一化していくと。そうすることによって、少なくとも現在一定割合は存在する、書面による情報提供に依存している人を切り捨てるということになる、それが本当にいいのかということですね。むしろ、画一化しなければ進まないというメンタリティのほうを変える必要があるのではないかなという印象を持っています。最終的に制度がどうなるかわかりませんが、一方向だけに進むのがいいかというような疑問も持っております。

藤田 田中さんがおっしゃった一律強制にかかる論点については、上場会社については電子化を強制してくれという議論が経済界から出ているのですね。これなんかはどう考えるといいのでしょうか。

神田 田中さんがおっしゃった画一を強制してはどうかという点に関連するのですが、私もよく実務から、印刷や郵送の費用のことを考えると一律電子にしてもらわないと意味がない、電子提供制度を導入することでかえってコスト高になると言われることがあります。でも、これに対して私はどう答えるかと言うと、今回の電子提供制度でコストが下がると考えるのは幻想である。しばらくは電子・非電子が併存するのであるから、短期的に見ればコストは一旦上がるかもしれない。だけど、中長期的に見れば結局コストは下がっていくでしょう。そういう見方をしない限り、目の前でコスト削減ということを求めるのは無理だと私は思うのですが。

このことは今の話にも関連すると思います。どういう情報を提供するかにについては、基本的には紙で提供する以上のことを電子で提供していけないと言う必要はないと私は思っています。

書面請求に応じて提供される情報

藤田 仮に書面請求権を強制するかどうかはともかく、何らかの形で認めるとした場合、私がよく分からないのは、書面請求権の行使に応じて提供される情報は、ウェブ上で提供されるのと同じでなければいけないのかということです。もちろん中身が実質的に異なる——たとえば提案されている議案の内容が異なる——とすれば、いずれかが虚偽ということになりますので、そういうこ

とがいけないのは当たり前ですが、たとえばウェブで得られるほうがより詳細であるとか、動画を用いているプレゼンテーションが入っているとか、そんなことはかまわないのかということです。会社法研究会報告書を見ると、「書面請求権の対象となる情報については、全ての株主総会情報とし、その対象を制限することはしないこととしてはどうか。」(2 (2)) とあります。ここでいう「株主総会情報」とは「株主総会の招集に際して株主に対して提供しなければならない全ての情報」とされていますが、書面請求権に応じて提供されるのは現在の招集通知と参考書類と同じもの、これに対してアクセス通知に記載された URL から入手できるのは、それよりもずっと詳細で充実した資料であるということでも、株主総会情報の提供はなされているからいいということになるようにも思えます。ただデジタルデバイドの問題への対処だということを強調するとすれば、紙でもらえる情報は少なくてもいいということには抵抗があるかもしれません。もっとも提供される情報の質が上がるということを経済化のメリットと考えるのであれば、書面で交付する場合と合わせなくてはならないなんていうのは、それはそれでおかしいことですね。書面請求に応じて提供される情報と電子的に提供される情報とは同じものが想定されるのでしょうか。

田中 資料版商事法務の論文でも書きましたが(「株主総会プロセスの電子化の現状と課題」資料版/商事法務 388 号 14 頁)、一般に、株主に提供される情報には、会社法と施行規則で開示することが要求されている情報と、それ以外の企業が自主的に開示している情報がありますので、書面請求に応じて提供する書面には、法令で要求されている事項だけを開示すればよく、電子的に提供される資料ではそれ以外の情報も開示していいと思っています。これは、特段のディスクレーマーなどしなくても、当然そうであると考えていますが、気になるのであれば、電子提供に際して、ここには会社法で要求されていない情報も開示されているので、書面請求に応じて提供される書面には記載されていない情報も含まれていますといったディスクレーマーを一言書いておけばいいと考えています。

藤田 書面で提供される情報は、それ自体として会社法の条件を満たしていればそれで構わないということですね。私もそれで割り切れるのかなと思っています。ただ、書面請求権を行使すれば電子的に与えられるのと同じ情報が当然来るはずだという通念があるとしたら、そのことに対する不意打ちになら

ないようにする配慮は、法律上の要否とは別に、実務的にはあってもいいかなという気はしています。

アクセス通知の内容：株主提案との関係

藤田 次に、アクセス通知の内容についてもいろいろな議論があるのですが、株主総会に関する基本事項（日時・場所等）に加えて、どこにアクセスすれば電子情報が取れるか、たとえば URL の所在等が必須だとして、それ以外の情報は何を入れるかは会社の自由とする、さらに議決権行使書面を入れるか入れないかも自由とするというのが会社法研究会報告書の立場です。外国ではそうではない国もあって、たとえば議案の内容等はアクセス通知に記載してはいけません、あくまで情報にアクセスするための情報だけにして下さいという国があることも紹介されています。アクセス通知の記載事項について会社の自由を認めるということであまり問題ないようにも思えるのですが、ちょっと気になるのは株主提案がなされている状況でして、具体的に少し考えたいと思います。会社法研究報告書の補足説明を見ると、株式会社が株主総会情報のうち一部の情報のみを恣意的に株主に提供することは、その態様によっては、株主総会の招集の手続が著しく不公正な場合として取消事由に該当すると解されるとあります。まあその態様によっては著しく不公正な手続となり得るというのは一般論としては否定しようがありませんが、「恣意的に一部の情報のみを提供する」というのが、具体的にどういうことを念頭に置いているのかがはっきりわからないところです。微妙な境界線が引けないのは仕方ないですが、そもそもしちばん基本的な考え方として、会社提案と株主提案をアクセス通知上平等に扱う必要はあるのか、それともそのような発想はまったくないのかということからよくわからないのです。たとえば、会社提案はアクセス通知に記載されており、ウェブにアクセスしなくても読むことができる、しかし株主提案についてはアクセス通知に記載され URL に行かないと分からない、しかもアクセス通知は書面なので、URL をいちいちキーボードで入力しないとアクセスできないような状況になっているという状況だとします。そうすると、たぶん株主提案は読まないで会社提案だけ読んで投票する人が出てくるわけですが、でも、そういったのは著しく不公正な手続になるのか。それとも、少なくとも株主提案が存在していることがアクセス通知に明示され、その情報をとる方法が

分かるようになっていけばよくて、会社提案と株主提案の平等取り扱いといった要請は、少なくとも法律上はないと割り切ってよいのか。このあたりのご感触はいかがですか。

加藤 具体的に考えてみますと、アクセス通知に会社提案のみが記載されていて、かつ議決権行使書面が同封されているというような場合に、株主としてはどう考えるか。つまり、会社提案のみが通知されているので、その結果、会社提案に賛成する株主が増加するということになるのでしょうか。

後藤 議決権行使書面については、現在の会社法施行規則がそのまま適用されるとすると、株主提案を含む各議案についての賛否の欄を作らなければいけないですよ(施行規則 66 条 1 項 1 号)。そうすると、一部の議案についてだけ説明があつて、残りは中身が何かもわからない場合、後者に○をつける人はあまりいないだろうと考えると、それはさすがに褒められることでは決していないような気がします。少し違う話ですが、議決権行使書面を白紙で返送した場合の扱いについて、現在は会社提案については賛成で株主提案については反対と扱うという取り扱いも認められています(札幌高判平成 9 年 1 月 28 日資料版商事法務 155 号 107 頁)、これは株主提案に雑多なものが含まれている現状では合理的なのかもしれませんが、今回の改正で株主提案に少し限定がかけられるとすると、このような扱いで本当に良いのかという問題もあるような気がします。これと同じような考え方がアクセス通知にも当てはまるとすると、そこは平等にするというのを入れてもいいんじゃないかなという気が個人的にはするところです。

藤田 今後藤さんが言われた平等とは、アクセス通知上の扱いの平等ということですか。

後藤 アクセス通知上の扱いと、実は株主に行くものの中で、もし説明書類をつけるのであれば、それは結局、株主提案についての説明書類も入れてあげないといけないことまで含み得るような気はしていますけれども。

藤田 そうすると、アクセス通知上は、会社提案も株主提案も議案の内容は載っていないくて、株主総会情報が提供される URL だけが載っている、そして当該 URL で株主提案のところをクリックすると、議案の要領の説明として 400 字ぐらいの PDF 文書があるだけであるが、会社提案の方は、色刷り、図面入りの充実した PDF 文書と動画によるプレゼンテーションが入っているものすごく

く充実しているというのは、やはり問題だということですか。

後藤 仮にそういうことが行われると、株主側はその要領の中に自分の URL をおそらく埋め込んでくると思うんですね。そうするとクリックを 1 回多くするだけですので、あまり問題はないように思います。システムやセキュリティの問題はよくわかりませんが、完全に同じにしなければならないというよりは、株主側の情報も容易に見られるようにしてあげることが重要なと思います。

藤田 出発点をどこに置くかですよね。株主提案と会社提案の平等な扱いを会社自身が完全に実現しなければいけないわけではなくて、基本的に株主は自分の情報提供は自分でやるべきで、ただそこにアクセスできるようなルートは、会社は保障してやらなければいけないという発想でしょうか。

澤口 今でも委任状を勧誘している株主さんが広報サイトみたいなものを立ち上げている場合がありますが、その広報サイトのアクセスまで含めて平等にということまで現行法で求められてはいないと理解しています。法定の書類に関しては平等に扱い、議決権行使書で何か会社提案に誘引するような変な記載はしないように注意しながらしています。電子化後の問題としてあり得るとすれば、会社によっては、アクセス通知に何もつけないのもあれだから株主総会参考書類ぐらいいはつけて、アクセス通知と一緒に送ろうかなみたいなことを考える可能性が十分あります。そこで、株主提案が、会社提案に比してものすごいボリュームであり、会社提案が 3～4 ページ、株主提案が 20 ページという参考書類をくっつけるかといわれると、もしかしたら多少逡巡するかもしれません。しかし、1 個、2 個の株主提案が出ているような参考書類であれば、意図的に株主提案だけ外して送ろうみたいなことは普通の上場会社は考えないだろうなと思います。

藤田 実務の感覚を伺いたいのですけれども、一部の株主が自分のサイトを立ち上げて、経営者に対立するような広報活動をやっているという場合に、アクセス通知に URL を載せてくださいと株主が要求してくるとします。あるいは少なくともアクセス通知に記載されたサイトに、自分のサイトの URL が載っていて、クリックすればそのサイトに飛べるような PDF 文書をアップしてください——議案の要領を説明した文書の中で、「詳細は、http://*****.ne.jp を参照。」といった文章を入れておくというイメージですが——という

要求をしてくれば、会社はこれをアップしなくてはいけないことになるでしょうか。

澤口 法令により提案内容、提案理由として参考書類に記載すべきものに URL が入るとするならば記載し、入らなければ記載しない。そういう発想になると思います。

藤田 より充実した情報がここに行ったらありますという情報を議案の要領の中に入れるときに、会社はそこの部分を必ず入れなくてはならないかは、現行法でも一応解釈の余地はあるかもしれませんが。さらに電子化された場合に、単なる文字情報、アルファベットや数字としての URL の記載だけではなく、クリックすればそこに飛べるようなリンクを埋め込んだ PDF を提出してきたときに、それをそのままの形でアップしなくてはならないかということ、さらに分からない点があります。

田中 現行法の下でも、提案理由が長すぎるときは会社が要約して記載することを認めているわけですが(会社法施行規則 93 条 1 項)、株主のほうで提案理由を長すぎないものにして、詳しい説明は、この URL を見てくださいと書いた場合、会社としては、その URL は提案理由として参考書類に載せなければいけないのではないですか。それを削ってしまうという大胆な会社はあまりないような気がするのですが。ただ、株主総会資料を電子提供とした場合に、その URL にリンクを張るというのは別のことであって、リンクを張る義務まではないような気がします。文章としての URL は、会社としては当然載せなければいけないような気がするんですが。

唐津 参考書類の提供をウェブでできるようになると、紙面の制約という問題はないので、会社法施行規則 93 条 1 項の括弧書きのところにある「概要」記載の規定も不要となるのではないかと思います。一般的に 400 字制限とされているものですが。そうするとリンクを張ることも考える必要はないかと思いますが。

藤田 唐津さんの疑問はもっともで、株主側が提出した文書をそのままアップしなくてはならないというルールになるとすれば、そうなります。実は字数制限の話は研究会では議論が出たのですが、あまり結論が出ず、報告書には載ってないのです。現行法上認められている議案の要領の説明に関する字数制限が、もし会社が負担する郵送費用や印刷費という観点から設けられてい

と考えるなら、そういう正当化はできなくなる。字数制限というものをそれだけの観点で考えていいかどうか、そこは詰めきれてない論点であるような気がします。

澤口 提案されれば、それを取締役会も、経営者も、それから株主も、検討するということになります。株主総会の議題は、そのように資源を使う対象なので、紙幅や紙面の制約以外にも、制約すべきか否かの判断要素はあるのではないのかなとは思っています。

藤田 このあたりの議論は、そもそも株主提案権を行使した場合、提案株主はどこまでを会社に要求できるかということが論理的に詰めきれてないまま、書面を前提として漠然とした常識に依拠した議論で止まっていることが反映しているような気もするのですけれども、今後、法制審が始まったら、どこまで条文化するかはともかく、議論すべき対象かと思います。

フルセットデリバリー

藤田 会社法研究会報告書ではフルセットデリバリーの話が載っていました、会社側が任意に書面を提供することは妨げないということのようなのですけれども、ただ特定の株主だけ、好きな人だけに送るというのはだめで、合理的な基準に従ってやるのは妨げないというふうな方向の提案になっています。実務的にはどういうのが合理的な基準だと考えられそうですか。私もあまりイメージが湧かないまま抽象的に議論していたきらいがあるので、お教え頂けないでしょうか。

澤口 経済産業省の「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」の参考資料の中に、米国でフルセットデリバリーを区分送付している例が載っております。前年度に議決権を行使しなかった株主はアクセス通知だけ、前年度に行使した株主、紙ベースの株主通知を要求した株主、あるいは一定数の株式を保有されている方には書類一式を送ります、そういうような区分送付の例があることが紹介されております。このような区分送付は日本でもあり得るのではないのでしょうか。

藤田 要求した人には送るとなると、書面請求権に非常に近い性格のものになってくるのですけれども、それ以外に、持株数が多いと送られてくるというのはどういうロジックでしょうか。

唐津 現状でも、個別に大株主に株主総会の議案について説明に行くことはこの会社でも行っていることと思いますが。

藤田 大株主にお伺いするときはもちろん書類を持って行くでしょうから、事前に郵送することも当然考えられるでしょうね。

田中 フェアディスクロージャーと同じような論点があるのかなとも思っています。つまり、法が要求する一定水準を全株主に保障していれば、プラスアルファを一部の株主に提供しても、それは、誰の利益も害することなく誰かの利益を増やすことができるのだからいいのではないかという考え方と、いや平等が確保されてなければ問題あるという考え方があると思いますが。ただ、この議論を難しくしているのは、アメリカの場合、Notice and Access とフルセットデリバリーは完全に等価であると考えられているので、会社の側でどんなふうに株主を分けても法律上は何の問題もないという整理なんです。その前提にあるのは、Notice and Access を受けた株主は個別の書面交付請求ができるという制度になっていることがあるわけです。そこでもし、わが国の立法に際して、株主に個別の書面交付請求権を与えないことにしたときに、会社が一部株主だけにフルセットデリバリーするとやっぱり問題があるのではないかという意見が出てくるかもしれません。あるいは、どの程度の差なら許容されるか、という話になっていくのかもしれません。法律上は株主に書面交付請求権は保障していなくても、各社は實際上、一定の期間中に申し出があれば書面を交付するような形にはなっているとして、その上で、一部の株主に対しては、特に株主から申し出がなくても会社のほうで率先して送ることにする。そういうことであればいいとかいう話になるのか。あるいは、株主には申し出があれば送るんだけど、費用は負担してもらうという扱いになっているが、大株主に対しては費用は負担させることなく会社が率先して送っていたらどうなるのかとか、よく考えてみると難しい問題があるかなとは思います。

澤口 電子的に招集通知を提供しており、ちょっと努力すれば招集通知が見られる状況という前提の下で、1000 倍も 1 万倍も議決権を持っている株主に、限られた資源を優先的に配分して説明に行くとか、あるいは書類を送るというのは、極めて経済的に合理的な行動のように思えます。フルセットデリバリーの区分送付に関しては違和感を感じません。

藤田 フルセットデリバリーというのを、招集通知の送付の一環のように考

えると、これは株主の権利なので、株主によって会社が義務の履行の仕方を変えているということになりかねず、そうすると問題があるのではないかという疑問が出てきます。これに対して、フルセットデリバリーは、招集通知についての義務を会社は全部履行していることを前提とした上での付加的なサービスで、株主総会議案について事前に大株主に説明に行ったりするものと同じですと考えていいなら、話はまったく異なってきます。このあたりの位置付けあるいは整理は、会社法研究会報告書でははっきりしていないような気がします。

なお日本で厄介なのは、利益供与の禁止の規定があって、一部の株主はただで、一部の株主にはお金を取って書面を送付するということは、これに触れる危険がでてくるのですね。こういうことで悩まなくてはならないことが利益供与の規定の問題点の最たるものだと思いますのですが、いろいろな話がアメリカよりも話を複雑にしている気はしますね。

加藤 田中さんがおっしゃったように、書面請求権とフルセットデリバリーを一つのセットとして考えるか、藤田さんがおっしゃったように、まったく別の制度として考えるかによって、提供していい情報の内容も変わってくるような気がします。会社法研究会報告書はフルセットデリバリーを書面請求権とは異なる制度として位置づけているような気がします。たとえば、書面請求権で提供される情報とフルセットデリバリーで提供される情報は厳密に一致している必要はないと考えられているような気がするのです。確かに田中さんがおっしゃるとおり、招集通知などを通じて、会社法が規定する方法で提供しなければいけない情報と、会社が任意に提供してよい情報があって、実際に任意の情報提供がなされていると思います。たとえば、議案の事前説明は任意の情報提供に該当すると思います。書面請求権とフルセットデリバリーの関係は、会社が、どのような場合にどのような範囲で、会社法に規定されたものとは異なる形で任意の情報提供を行ってよいかという問題と密接に関係しているとの印象を受けました。

藤田 株主総会情報を記載した書面一式を交付するという言い方で議論してきたため書面請求権の任意版のようなイメージが持たれてしまうきらいがあるのですが、そうじゃないと考えたほうがいいのかもかもしれませんね。しかし、そうすると、中身もまったく自由ということにならないと論理的にはおかしいのかもしれない。この辺、もう一度根本的な前提を確認した上で、再検討する

論点かもしれませんね。

神作 会社法研究会報告書の補足説明に、もし制限する規定を置かなくても場合によっては決議の取消事由になることがあり得ると書いてありますけれども、実務でもし制限する規定を置かなかったときに、一部の株主のみに対して情報提供するというようなことは、どのような基準に基づいてどの程度行われることになるのか。実務的なご感触として、大体このようなところだろう、この線を超えると決議取消事由になり得るというご感触はございますか。もしあれば教えていただければと思います。先ほどのご議論では、大口の株主に提供するのは合理的だというご意見が有力であったと理解しましたけれども、逆にこのようなことまで情報提供したら法的にちょっと危ないという具体的な例はございますでしょうか。

澤口 危ないかどうかは別として、単純に持ち株数だけで区別するのではなくて、いくら送っても助言会社のポリシーを当てはめて議決権行使するだけで、情報提供する効果がないとわかっているような機関投資家には送らずに、例えば日本に議決権行使の判断をするガバナンスチームがあるところには送るなど、持ち株数ではない、ほかの要素も加味しながら効果的なところ送るとかというようなことは考えられると思います。

藤田 そういうやり方は、著しく不公正な手続とは思われてないということですね。

神作 逆に言うと、もし制限する規定が置かれなければ取消事由になるようなことはないですか。

澤口 フルセットデリバリーをする場合は先ほど申し上げた感じだと思うんです。もし制限する規定が置かれなければ取消事由になるような送付は実務では考えていないように思います。

神作 ここで一部の株主のみ提供する情報というのは、ホームページには書いてあるような情報を提供することと理解してよろしいでしょうか。それを越えた部分はまた別だだと思いますけれども、ここで問題となっている情報というのはそういう意味では公表されているものという前提で考えるのでしょうか。

澤口 ウェブで開示している中身と違う中身を一定の株主層だけに送るとか、そういうことは考えてないと思います。

藤田 ここで書いている任意の書面提供の対象は「株主総会情報」で、株主

総会情報とは、「株主総会の招集に際して株主に対して提供しなければならない全ての情報」です。したがって電子的に提供される情報の全部かその一部ということになると思います。それを超えたご説明というのはまた別の話だと思うのです。ただ先ほどから議論していますとおり、ウェブ開示+書面請求権で招集通知にかかる会社の義務はすべて果たされており、任意の書面提供はプラスアルファのサービスですと整理するとすれば、ウェブで開示しているのと同じ情報を一定の株主層だけに送ることが当然に禁止されるわけではないとなる方が自然でしょう。この辺の整理はひょっとしたらもう少しする必要はあるのかもしれませんが。また、一部の株主に詳細な説明をすることそれ自体が問題であると読めなくもない議論が補足説明に書いてあるのですが、これをあまり強調すると現在行っている大株主への事前説明も問題があるということにつながりかねません。もちろんそういう趣旨はないのですが、議論の整理は今後慎重にしておかないといけないかもしれません。

フルセットデリバリーとフェアディスクロージャールール

神田 ところで、フェアディスクロージャールールの導入によってこの実務には影響はあるのですか。

澤口 次元がちょっと違うのかなと。フルセットデリバリーは、ホームページで一般に開示してないものを提供しようとか考えている話ではないので、フェアディスクロージャールールの問題とは相違するように理解しています。

加藤 今の神田さんのご質問というのは、たとえば一部の株主に提供される情報が、フェアディスクロージャールールの対象となっている情報の定義を満たす場合にどのような扱いになるのかということでしょうか。実際、議決権行使に必要な情報というのは、投資判断に影響を与える情報である場合が多いと思います。

田中 フェアディスクロージャールールの対象としている内部情報と、従来の内部者取引が対象としている情報は完全には一致しておらず、前者の情報のほうが若干広いのだということはありますが、しかし、今ここで論点になっているのは、ほかの株主には電子的に提供している情報を、一部の株主にだけ書面で提供することが許されるか、という問題です。そうすると、電子的にと

はいえ一般に開示されている情報だけが問題になっているのですから、これがフェアディスクロージャールールに抵触するということはまず考えられないと思います。先ほど、私がフェアディスクロージャールールに言及したのは、フェアディスクロージャールールがここに適用されるかどうかということではなくて、一般的に、株主、ないし投資家の平等取り扱いをどの程度重く見るのかという点で共通点があるということで持ち出しただけで、根本となる思想の対立において共通するところがあるとは思いますが、ルールの適用範囲は異なっていると思います。

電子化を強制するか

藤田 株主総会資料の電子化関連の話はほかに何かございますか。ウェブサイトについて掲載しなければいけないとか、その他いろいろな論点が挙がっていますが。

澤口 上場会社一般は個人株主を非常に重視していますので、電子化を任意に選択する制度にすると電子化への移行が進まないんじゃないかという懸念は良く判ります。しかし、ちょっと心配しているのは、今のフルセットデリバリーというのはプラスアルファという制度設計をしているので、ではフルセットデリバリーを選択すれば今までと同じことができるかと言うと、そうでない提案になっているように思えます。アクセス通知を少し前に送り、それは必ず送った上でフルセットデリバリーをするという制度ならば、それを全上場会社に強制してもいいかという目線で議論は必要とは思いました。

藤田 電子化が認められたからといって、株主に書面を送らないような会社は不親切で投資家に冷たい会社であるというふうに思われるのじゃないかという懸念を、意外に会社は強く持っているようで、会社法研究会でもそういうふうなスタンスはありましたね。

田中 それはわかるんですけども、任意にこの制度を採用できるようにして、そこで任意に採用したら株主に冷たい会社だからと思われる。だから、強制的にみんな冷たい扱いをさせるようにしてくれという議論にどうにも私は共感できないところがあるということは申し上げたいと思います。

第 2 点目のことにつきましては、アメリカの場合、Notice and Access とフルセットデリバリーは等価なので、全部フルセットデリバリーにすれば、通知

の期間に関する規制は適用されない扱いになっていると思います（田中亘「株主総会と企業統治—株主総会資料の電子提供の問題を中心に—」*フィナンシャル・レビュー*121号101頁）。ただ、アメリカだとインターネットによる開示は法律上の義務なので、その規制は、株主にフルセットデリバリーしている会社にも適用されますが、日本の場合、会社法の要請ではないとしても、上場会社は、取引所のHPに掲載するという形でもうすでにインターネット開示はしているわけですから、それをやった上で、全株主に書面で招集通知している会社にまで通知の期間についての規制を適用する必要があるかというのは考えなければならぬかもしれません。

藤田 通知期間については、普通よりも1週間前の Notice and Access か、あるいは現在の期間内におけるフルセットの書面の提供か、いずれかをしていれば招集通知の送付としては適法であるというルールにすればいいわけで、実質はそれほど難しくないですね。

これに対して強制の議論は難しいですね。仮に上場会社を全部強制しても、任意に書面を送れるようにしたら、結局任意に送ってこないところは不親切な会社と言われるだけなので、あまり変わらないような気もしないではないのですけれども。昭和56年改正の際、株式単位を引き上げる必要があるが各社の任意に任せると株式単位の引き上げはできない、みんなでやれば怖くないので強制して欲しいという主張——私はこういうものにはあまり共感を持たないのですけれども——が経済界に強かったので、単位株の制度が導入されました。この種の一律強制の論理の是非とそれをする場合の制度設計の在り方は、今後も法制審でも議論されるかもしれません。

田中 理論的には、シグナルは、シグナルをする側の当事者にとっては、むしろ苦しいこと、効用を下げる結果になるというパターンになることが少なくないですよ（Aghion, Philippe, and Benjamin Hermalin, *Legal Restrictions on Private Contracts Can Enhance Efficiency*, *Journal of Law, Economics, and Organization* 6(2), 381-409 (1990)）。これもその問題の一つであるように思います。シグナルを送る側が、シグナルを送れないような規制を作ってくれと求めているという話かなと思います。

藤田 それを強調するなら書面提供も禁止しなくてはいけなくなりかねない。

田中 ただそれは、もっぱらシグナルを送る側の利益だけを考えた話であり、シグナルを送られる側の当事者も含めた社会全体の厚生を考えたら、また別になる可能性がある。

藤田 理論的には、書面提供を禁止することで損なわれる厚生と、書面提供が自由とされることから生じる過剰なシグナリングにより損なわれる厚生との比較ということになりますが、ちょっと計算しようがないですね。

2. 株主提案権の規制

第 2 株主提案権の濫用的な行使の制限

1 提案することができる議案の数の制限

役員の選任及び解任に関するものを除き、取締役会設置会社において議案要領通知請求権(会社法第 305 条)に基づき株主が同一の株主総会に提案することができる議案の数を制限することとしてはどうか。

(注 1) 議案要領通知請求権に加えて、議題提案権(同法第 303 条)又は株主総会の議場における議案提案権(同法第 304 条)に関しても、株主が提案することができる議題又は議案の数を制限する必要があるかどうかについては、引き続き検討することとしてはどうか。

(注 2) 株主が提案することができる議案の数については、引き続き検討することとしてはどうか。

2 不適切な内容の提案の制限

株主が株主提案権を濫用したものとしてその権利の行使が認められない場合に関する規定を設ける方向で規律を見直すこととし、どのような規律とすることが適切であるかについて、引き続き検討することとしてはどうか。

(注 3) 株主総会の議場における議案提案権及び議案要領通知請求権に加えて、議題提案権に関しても、前記規律を及ぼす必要があるかどうかについては、引き続き検討することとしてはどうか。

株主提案権の数の制限

藤田 株主総会関係では実はもう一つ論点が大きい問題があります。株主提案権の規制です。皆さんご存じのように一部の会社において膨大な提案権の行使が行われた例が見られました。しかもその提案の多くが、ほとんどの株主の支持が得られないどころか、まじめにとりあう気にもなれないような特異な内容であったような例もありました。中には一部の株主提案だけをとりあげたことの適法性が、後で株主総会決議取消訴訟にまでつながった例もあります（東京地判平成26年9月30日金判1455号8頁）。そういう濫用的な株主提案権の行使の例が現実にあったことから、何らかの抑制策があったほうが望ましいのではないかということ自体は研究会でも共有されていたと思いますが、その方法について意外に難しい問題があるというのがわかったところです。とりあえず会社法研究会報告書では2つの制度を併用することで対処してはどうかということで、1つは提案数の上限、もう1つは不適切な内容の提案の禁止というわけです。

まず提案数の制限ですけれども、これはどのぐらいのものを想定するかによってイメージが全然変わってくるでしょう。10なのか、5なのか、1なのかで規制の性格が大きく変わりそうです。アメリカでは1総会で1提案というルールのようなのですが、さすがにそれは低すぎるように思われ、会社法研究会の参加者でも1を上限にせよという人はあまりいなかったと思いますが、10ぐらいを最大に、3とか5とかいろいろな意見がありそうで、相当温度差があったと思います。まずざっくばらんに、皆さんはどの程度の数を想定されていますか。

後藤 研究会のときたしか5つぐらいと申し上げた記憶があります。1が少ないというのは藤田さんがおっしゃるとおりで、たとえば配当は取締役会でしか決められないという定款規定がある会社に対して、フリーキャッシュフローを貯め込みすぎているというので、配当決定権限を株主総会に戻すという定款変更と、その具体的な配当の2つをセットで提案するということはあるだろうと思っていました。では2つでいいではないかと言えるかもしれませんが、さらに現在の取締役も問題があると主張して取締役の解任と選任を提案することまで考えて、選任と解任で1個ずつだと合計で4つだから、きりよく5つかなと思っていました。仮に取締役の選解任が全く別枠になるのであれば、3つ

とかでもいいのかもしれませんが。ただ、他方で 10 は必要という意見もあるのだとすると、5 つというのが何となくきりがよくて、いい数字かなとは思いますが。正解がない議論ですので、決めの問題にならざるを得ないと思いますが。

田中 真剣な株主提案といいますか、会社支配を交代させる場合に必要な提案をすることがこの規制によってできなくなるような事態の発生を防止しなければいけないと思っていました。その場合、役員選任に加えて、たとえば防衛策の廃止といった何らかの定款変更を伴うのだとすれば、1 回の支配権関係で複数の議案が出てくるのではないかと。そういうことから、腰だめの 10 と言ったのですが、10 は実際上多いのではないかという気がします。5 あれば大概のことには対応できるのではないかなと思っています。ただ、いずれにしても腰だめなのでちょっとわからない部分もあります。

議案の数え方

藤田 この問題が厄介なのは、定款変更議案の数え方がよくわからないことも原因なのですね。変更される条文毎に別議案だと言う人はさすがにいないかもしれませんが、仮に論理的に一かたまりとなる変更は 1 つと数えるという考え方をとるとすれば、買収防衛策みたいなものは複数の手段を同時に提案していることがあって、そうすると広い意味では 1 つの目的の提案なのだけでも 1 個と数えてもらえるかどうかかわからない。逆に定款で定められているいくつかの防衛策を廃止する株主提案をしようと思うと、幾つかの提案が必要となってきます。議案の数え方について議論がはっきりしないことから、念のために上限数も若干多めにおこうかという発想もあるかもしれませんね。

田中 細かいことになりますけれども、私は、役員選任議案は別扱いにすべきだという意見は確かに研究会で申し上げたんですが、それは、役員の選任については、候補者が複数いても、この規制との関係では 1 個の議案とみなすという規定にしたらいいのではないかという趣旨で考えていたのです。でも、この報告書の書きぶりだと、選任、解任についてはこの規制から排除することになるので、1 個とも数えないでゼロと数えるということになる。そうすると、先ほどの話で私が想定したのと変わってくる可能性があるなと思っています。この点も、今後の審議の中で変わる可能性もあり可変的なのだとすれば、役員選任議案については、1 個とみなしたうえでこの規制を適用するというやり方

のほうがいいのではないかと考えているのですけれども。

藤田 選解任議案の数え方については私も同じような感覚を持っています。まあ立法技術的な問題と言えばそれまでですけれども、選解任について一括して1つと数えるというのなら分かりますが、議案数に算入しないというのは論理的にはちょっと変な気はします。

他方、定款変更議案については、面倒な問題があります。さきほどは議案数の制限についてある程度余裕を持たせる必要があるのではないかというコンテキストで紹介しましたが、逆にいろいろ雑多な内容のものを定款に規定するという形をとられると、提案数の規制が事実上効かなくなるおそれがあるのではないかという議論もあります。そして提案数の制限が潜脱されないように、定款変更も内容に即して合理的に分けて数えるべきだという議論をしていくと、その裏返しとして、今度は一つの目的を達成するために複数の定款変更議案が必要となると考えなくてはならない場合が出てくるので、提案数の上限の設定についてもやや慎重にということになり、議論がより複雑になってくる気がします。

後藤 内容で分けたほうがきれいだと思いますが、会社側も一つの定款変更議案の中であまり評判のよくないものと評判のいいものをセットにするということをする可能性はあろうかと思います。実際にどれだけやっているかを調べたことはありませんが。そうすると、議案はその中身によってくるべきだということを強調していくと、会社側提案の出し方について規制をするかということも考える必要は出てくるように思います。また、たとえば社外取締役を増員すると同時に、たとえば配当の決定権限を取締役会に移しますとか、防衛策を入れますとかいうのは、セットと言えばセットなんですけれども、形としては別の議案になるということも考えると、株主提案を内容でくくるというのは難しいのかなという印象もありまして、やり過ぎたらだめというルールにしかならないような気もします。

もう1つ、数の話で言うと、たとえば1人5つまでというルールだとして、持ち株要件が1%だとすると、10%を持っている株主は5かける10で50個提案できるのか、あくまで5つまでなのかという問題が出てきます。規制の趣旨としては後者なのでしょうが、その場合、複数人で連携しているような場合はどうするのかということも考えていかなければいけないような気はします。

提案数を制限する根拠

唐津 議案の個数制限を設けることを前提に話が進んでいますが、そもそも真摯な提案が多数あった場合に、個数制限があるからその一部を取り上げないということの合理的な理由があるのでしょうか。

藤田 会社法研究会で言われていたのは、株主は株主総会に対して限られた時間とエネルギーしか割けないものですから、あまり泡沫議案がたくさん出されて検討しろということになると、多くの株主にとって不利益だろう、一部の株主がそれを要求してもそれを必ずしなければいけないということはないだろうという議論でした。割ける人的リソースの限界ということからの制約というような発想ですね。

唐津 株主提案権の行使とは直接関係ありませんが、過去にソニーが13時間株主総会を行ったことがありました。もし真摯な提案が多数あるのであれば、いかに経営者、従業員及び株主の負担が大きかろうとも、株主総会で審議すべきではないかと思いますが。もちろん、不適切な提案を排除する制度設計は必要と思いますが、一律の個数制限についてはいかがなものかと思います。

藤田 唐津さんの疑問が、この提案の根本的な問題だと思いますね。皆さんはどうお考えでしょうか。

澤口 繰り返しになりますが、株主総会の議案にすると、取締役会はもちろん、経営者も、株主も、全体で見るとかなりの資源を議案の検討にあてることになります。一方で、会社提案は株主に信任された経営者や取締役会が提案しているわけです。株主提案は、その会社提案を補足しなければいけないということです。数個あれば十分と思います。例外的にこれじゃ足りない、あれじゃ足りないという事象はあり得ると思いますけれども、例外のためにバーを上げるのはどうかと思います。また、先ほどご指摘があったように、要件を満たした株主が2人集まれば、2倍の数の株主提案が可能です。したがって、実務の感想からすると、株主提案は一人10個はもとより、一人5個でも多いと感じます。ただ、いずれにしろ、定款と役員選解任の議案数のカウントの仕方は確かに難しい問題があると思いますので、ほかの行使条件について議論する必要があるという意見を持っています。

藤田 行使条件というのは、株主提案権そのものの行使条件ですか。たとえば株主提案に関する持株要件のうち絶対基準を廃止するとかいう話ですね。

澤口 おっしゃるとおり後者です。

加藤 唐津さんのご指摘はもっともだと思います。しかし、株主が真剣にその提案の実現を望むのであれば、自ら委任状勧誘を行うことが考えられます。したがって、たとえば委任状勧誘と同時に行う株主提案の場合には個数制限を外すというのは一つあり得るのかなという気がします。もう一つ唐津さんのご指摘で重要だと思ったのは、株主総会の会場で株主が会社法 304 条に基づき議案を提案する場合に、提案の数に法律上の上限を設けることで、単に数が多いから提案を許さないという対応を認める必要があるのかということです。議決権行使書面に掲載する議案の数は、事前に議決権行使書面で議決権行使する人が数多く存在するわけで、そのような人たちが議案の賛否について合理的な判断をできるような数に収める必要があると思います。したがって、株主提案の個数の制限を画一的に決めてしまうことも合理的な立法による対応だと思います。これに対して、株主総会の会場における株主提案の場合は、画一的な個数の制限よりは、その場の状況に応じて議長が会社法 315 条に基づき柔軟に判断するという仕組みの方がうまくいく可能性もあるように思いました。

不適切な内容の提案の制限

藤田 いろいろ議論があるところですが、不適切な内容の提案の制限についてはどうですか。数による制限が導入されるなら、最近の事件のように、数十個の株主提案がでてくるといったことがなくなるのは間違いはないですが、それでも不適切な内容というのは出てくると思います。不適切な内容の提案を制限するということは、会社法研究会で異論はなかったのですが、不適切な提案として具体的にどういうことを想定しているのかということは、あまりコンセンサスがなかったような気がします。また、ちょっと技術的かもしれませんが、どう表現すればいいでしょうか。会社法研究会の議論の途中では、「株主共同の利益を害する場合」というふうな要件の書き方が一時挙がっていたのですが、内容をうまく表現できていないではないかという批判もあって、とりあえずその表現は消えています。どういう理由で株主提案を不適切と考えるかという考え方について意見があればいただきたいと思います。

後藤 何十件も議案を出してきた事案については、まじめに付き合うのがばからしくなるような提案もあるとは思いますが、ただそういう問題が発生した

のは2社ですかね。その目立った事案にどこまで引きずられるべきなのだろうかという問題はあると思います。アメリカみたいに、議案の内容によって制限をかける、一定の事柄については株主提案を会社の費用負担ですることは認めないと判断するのであれば、また一つではあると思うんです。たとえば定款で定めれば業務上の決定も株主総会でできるという日本法の前提を修正するということですが、もしこの点を変えるとすれば、それはかなり大きな判断であり、スキャンダラスな少数の事例に引きずられてその改正をするというのは、私はやや抵抗を覚えています。提案議案数がいちばん大きい問題だったとすると、そこを限定すればいいのかなと。

藤田 会社のトイレを全部和式に変えるように定款変更しろとか、社名をふざけたものに変えろとか、そういう提案でしたら、まず通るわけないという意味では、現実の弊害はないと言えないわけです。ただここで想定すべき弊害は、そういう提案が通った場合に会社が被る損害ではなくて、そういうふうな意味のないことを株主総会で取り上げて、みんなのエネルギーを使わせるのは無駄だということですね。もっとも株主提案の数に上限が設けられれば、株主提案をする人も、貴重な提案数の中にわざわざそんなものを入れたりしなくなり、おのずとなくなっていくのかもしれないが。

田中 一つの問題として、提案議案の数を法律で制限したとしても、たとえば定款変更議案を全部長大な1個の議案にまとめてしまうと回避されてしまうのではないかということがあります。これが立法あるいは解釈で、カテゴリー的に定款変更議案はまとまりごとに異なる議案なんだということで整理できればいいのですけれども、果たしてそういうことで整理できるかという疑問もあるわけです。たとえば、現在の実務においても、会社（取締役会）提案の定款変更議案は1個の議案になっており、株主がまとまりごとに区別して議決権行使できる形には必ずしもなっていません。定款変更議案はまとまりごとに異なる議案なのだということをカテゴリー的に規定すると、こういう実務の可否ということまで波及していく可能性があるような気がします。となると、結局意見がまとまらないので、立法もできないし、解釈もよくわからない。そこで、一般条項として、不適切な提案を制限するという条文があれば、裁判所はそれを手がかりにすることによって、長大な定款変更議案などは、提案数の制限を回避する目的でなされたものだから不適切であり、会社はこれを拒絶できるん

だと言いやすいようにするという、そういうのがあり得るかなと思っています。

藤田 確かに提案数の制限だけだと定款変更議案という形をとってそれを回避される可能性もあるから、そういう規制潜脱型も不適切な内容の提案の一つの類型としてあり得るかもしれませんね。

加藤 不適切な内容をどう考えるかですが、可決されたら企業価値を害するということは、株主提案を認めない理由としては問題がありますよね。取り上げるということ自体が不適切だということを、うまく文言に書くことができるかということですね。

藤田 そういうタイプの弊害を想定した拒絶事由が会社法にはあまりないのですね。議論することそのものが無駄だというふうな類型としては、総株主の議決権 10 分の 1 以上の賛成を得られなかった提案は 3 年間提案できなくなるという規制(会社法 304 条、305 条 4 項)が、強いて言えばそれに近いでしょうかね。考え方として、実現した場合の弊害や問題ではなく、提案を取り上げることそのものの妥当性の問題であることさえきっちりコンセンサスがとれば、表現そのものはそんなに気にしないでいいのかもしれない。

後藤 会社法施行規則 93 条 1 項 3 号の「当該提案の理由が明らかに虚偽である場合又は専ら人の名誉を侵害し、若しくは侮辱する目的によるものと認められる場合」というのを法律に格上げするということは考えられるでしょうか。

藤田 法律に格上げするということは、どういう趣旨でしょうか。

後藤 現在は会社法施行規則で株主総会参考書類に理由を記載しなくてよいとされているのですが、これを株主提案の拒絶事由として会社法の中ではっきり掲げるということです。これに株主共同の利益に反する場合というのは拒絶事由に加えることも考えられますが、経営陣にとって都合の悪い提案が来たときに株主共同の利益に反するとして拒絶されてしまうと、株主提案を取り上げなかった場合の効果的な救済がない中では弊害が大きいかもしいないことを考えると、やや慎重に判断したほうがいいのかという気はします。それよりはまだ提案できる議案の数を絞ったほうが良いのではないのでしょうか。

藤田 会社法研究会の議論の過程では、「株主共同の利益に反する場合」といった表現も検討されたのですが、確かに、こういう表現をとると、経営者が気に入らない提案を、そんな提案が通ったら会社に取り返しのつかない被害が出るから株主共同の利益に反するというふうに使ってくる可能性がないわけで

はないでしょうね。

澤口 実務とすると、権利濫用法理の適用があること自体は司法判断で明確にされていますので、限定的な例示にとどまるぐらいだったら、かえって一般規定を置かないほうがありがたいという考え方も十分あると思います。

藤田 限定的な例示なら、かえてない方がいいのでしょうか。会社法研究会では、たとえ抽象的な一般条項であっても、経済界の人は、あった方がありがたいという意見だったと記憶していますが、具体的な条文の文言次第では意見が分かれるのかも知れません。

さて株主総会について、いろいろ議論してきましたけれども、あと残っている論点がありますでしょうか。なければ、次の大きな話として、取締役及び取締役会に移りたいと思います。

III 取締役と取締役会

藤田 それでは取締役と取締役会に関する論点に移りたいと思います。なお会社法研究会報告書では、責任関係については、取締役の責任ではなく役員の責任として取り上げられているのですけれども、そこでも一番念頭に置かれているのは取締役の選任ですので、以下では、「取締役と取締役会」というくくりの中に入れて議論させていただきたいと思います。

1. 取締役会の構成と権限

第 8 社外取締役

社外取締役を置くことの義務付け等の措置を講ずるかどうかについては、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、引き続き検討することとしてはどうか。

社外取締役

藤田 まず、まさに今回の研究会立ち上げの直接の契機であった社外取締役の話ですが、[義務付け等の措置を講ずるかどうかについては、選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、引き続き検討することとしてはどう

か」とあります。もっとも会社法研究会では法制度で手当てすべきだという意見は、ほとんどなかったような印象を持っています。現段階で法による強制をさらに加える必要はないというのは、皆さんも共通の理解だと考えてよろしいでしょうか。

田中 加える必要はないというよりも、そもそも検証なしに議論が進むことが問題だと思っています。私は、平成26年改正の附則で2年後に「検討」するといっているのは、たとえば、この2年間で社外取締役を入れた会社のパフォーマンスがどうなっているかとか、そういうことを検証するのだと思っていましたので、今回、会社法研究会でしたように、(研究者メンバーとしては)法学者だけが集まって、また立法のあり方を検討するということそのものに違和感を覚えていたのです。日本では、社外取締役についての実証研究は幾つか蓄積されていて、その中では、割と社外取締役は業績にプラスになるということを示唆している研究もあるわけですが(齋藤卓爾, 2011, 日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果, 宮島英昭編『日本の企業統治』(東洋経済新報社, 東京) 181-213頁), それは、自主的に社外取締役を入れた場合にどうなるかというだけであって、平成26年改正あるいはガバナンス・コードにより Comply or explain ルールが導入されたのを契機に社外取締役を入れた会社がどうなっているかという研究は、そもそも時期も時期ですから一切行われてないわけで、そういった研究をまず蓄積する必要があると思います。ガバナンス・コードの先駆者であるイギリスとか、あるいは、これは法律による強制ですが社外取締役を義務づけた韓国では、ちゃんとそういう研究は行われているので

(Dahya, Jay, and John J. McConnell, 2007, Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(3), 535-564; Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woonchan Kim, 2006, Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics, and Organization* 22(2), 366-413), 日本もまずそういうのをやるべきで、それには数年かかりますから、少なくとも今から3年ぐらいは検討しないといけない。たとえば、平成26年改正あるいはガバナンス・コード制定に合わせて社外取締役を入れた会社が3年たったときにどうなっているかを見るとすれば、研究自体にまた時間がかかるので、3年にプラスしてさらに数年かかります。

そのぐらいのスパンで見えていったほうがいい問題だと思います。

この問題だけではないですけれども、日本の場合、事を起こすのにすごく時間がかかって、いざ事を起こそうとしたときにはあまり情報の蓄積がない中で性急に立法するということが多すぎるような気がしていて、この辺は海外ではそうとう情報を持ってやっているような気がしますから、それに習って、少し研究を積み重ねる段階なんじゃないかなと思います。

藤田 学問的にいうなら、まったく田中さんのおっしゃるとおりと言うほかないですね。ただそもそも平成 26 年改正附則は、社外取締役を入れたことが日本企業のパフォーマンスにどう影響したか検証することを想定しているわけではなくて、検証の対象は社外取締役の選任状況、つまり改正後社外取締役が増えているか否かだけで、社外取締役の選任が思ったほど増えてなければ、さらに法による強制を追加しますよという予告あるいは警告のような性格だったのではないのでしょうか。学問的なアジェンダである実証研究の対象は、①社外取締役の選任状況に変化はあるか、②そのような変化は会社法の規定の影響か、そうではなくてソフトローの影響か、それ以外の要因があるのか、③社外取締役が増えたことで日本の企業のパフォーマンスにどういう影響があったのかといったことなのですが、附則はそういう真摯な学問的関心とは無関係なイデオロギーの発露とでも言うべき性格なのでしょう。

田中 Comply or explain ルール自体に対しても、強い批判が、少なくとも学界にはあるわけです（三輪芳朗＝J. Mark Ramseyer, 2015, 「2014 会社法改正, 『コーポレートガバナンス・コード』と『社外取締役』」大阪学院大学経済論集 28 巻(2 号), 15-140 頁)。空気のように一方向に議論が流れていくことに対しては学者として警鐘を鳴らし続けたほうがいいんじゃないですかね。

藤田 もちろん、研究者の在り方としては、その通りですね。社外取締役の選任の効果もそうですが、ルールの建て方についても検討すべき点はあります。Comply or explain ルールは、会社の選択を認めることにメリットがあるかのように言われることがありますが、機関投資家や議決権行使助言会社の振る舞いを考えた場合、過剰な遵守につながる危険はあります（Tomotaka Fujita, “Corporate Governance and the Rule of Soft Law”, UT Soft Law Review, Vol. 5, p.1 3(March, 2013)）。まあ研究者と一口でいっても、冷徹で厳格な理論家もいれば、世の中を良くしようと旗振り役としてジャーナリスト的な役割

を果たすことに生きがいを感じるアジテーターもいるわけで、それぞれが思い思いのスタンスで自由に発言されればいいわけですが。

社外取締役と業務執行

藤田 社外取締役に関しては、社外性の要件などについても若干触れられていまして、会社法研究会報告書の最後では、補足説明の中で業務執行の意義をめぐって立法を検討すべきかということが触れられていますね。現行法では、業務執行取締役の定義の中に「当該株式会社の業務を執行したその他の取締役」（会社法2条15号）が含まれていて、要するに業務執行を行うと社外性を失うということになっている。社外取締役になってきっちり役割を果たそうとする際に、これが制約になっているのではないかということが議論されたわけですが、このあたりはどうお考えですか。

神田 おそらく解釈で落ちついているので、絶対に立法しなければいけないということではないと思うのですけれども、常識的な言葉からすると社外者の行動というのも会社の業務ですよね。そこで業務という言葉ですが、外国だとCEOとその指揮命令に属している者以外がnon-executiveです。ですから日本語の不幸で、業務という概念はあまりにあちこちで使われすぎているので、なかなか整理しにくいと思うし、他方において解釈で相当程度明確になっているとは言えるのでしょうけれども、やはり本来は法律の概念を整理したほうがわかりやすいと思います。社外者の行為は会社の業務でないのですかとか言う、監査役の監査はどうなのかとか言う人もいて、それだって業務ですよね。自分のためにやっているわけではない。

藤田 補足説明には、「取締役は継続的に業務に関与し、又は代表取締役等の業務執行機関に従属的な立場で業務に関与した場合のみ、業務執行に該当する」とされているのですが、このあたりは本当に解釈論として安全なのでしょう。結論として限定的に解釈しないと不当な制約になりかねないという気持ちはよくわかるのですけれども、条文上は継続性がどこから出てくるのかよくわかりません。また継続的に関与するからいけないのかというと、そこが本質なのかどうかよく分からないように思います。たとえばニューヨーク証券取引所の独立性要件等を見ても、会社との関係を問題にしているのであって、業務執行すれば独立性を失うという作りではない。従業員であってはいけない

とか、業務執行者であってはいけないという話であって、今の日本の規定ぶりとかかなり作りが違う。社外取締役が積極的に何かしてくれということがなかったとすると問題なかったのかもしれないですけども、社外取締役が積極的にいろいろな役割を果たすべきだということになってくると、いろいろな弊害が出てくるようになっていっているような気がします。

神作 私も業務執行の意義については、可能であれば改正の際に明確化する方向で検討がなされるとよろしいのではないかと思います。確かにすでに一定の解釈論があるため、弊害は実際には大きくはないのかもしれませんが、たとえば報告書の 40 ページに「取締役が継続的に業務に関与し、又は代表取締役等の業務執行機関に従属的な立場で業務に関与した場合にのみ」とありまして、これが業務執行に該当するのは間違いないと思いますけれども、これらの「場合にのみ」限られるということには疑問があるように思います。業務執行というのは、先ほど神田さんも、藤田さんもご指摘されたと思いますけれども、同じことをするのでも、誰がどのような態様で行ったかということが問題にならざるを得ず、それらの相関関係によって判断されることになると思います。では、ある取締役が、どのような役割を期待され、どのような態様で行為をしたのかは、非常に多様なバリエーションがあるので、立法するのは非常に難しいことだとは思いますが、しかし考え方としては、客観的な行為だけではなくて、どのような役割を期待された人がどのような態様で行為をするかということの相関で決まってくるなど、業務執行の意義を少しでも明確化することができれば意義が大きいと思います。

加藤 私も 1 回でも業務を執行すると社外取締役の定義を充たさなくなるということは非常に問題があるような気がしております。日本の社外取締役に關する規定の特徴として、たとえば社外取締役の定義を充たすことによってさまざまな法的効果が生じるわけですけども、その法的効果の発生が問題となる具体的な状況において、社外取締役と会社の利益相反の有無を個別に審査する仕組みがないということがあると思います。このような仕組みが存在しないことを踏まえると、1 回でも業務を執行したら社外取締役ではなくなるという仕組みもやむをえないのかもしれませんが、しかし、たとえば会社法 427 条に基づき責任限定契約の効力が発生するかどうかについて、社外取締役が深く関与していた事案であれば効力は生じないとするような個別的な審査を行う仕組みを

導入することを検討してもよいように思います。このような仕組みが存在すれば、社外取締役の定義だけですべてを解決する必要がなくなります。

藤田 神作さんや加藤さんの言われているような話だとすれば、業務執行に当たらない行為を例示的につけ加えていくということではなく、かなり大きな見直しになりますね。

神田 社外取締役のやる行為はすべて業務でないと定義すればいいのじゃないですか(笑)。もちろん必要な時に必要に応じてやる行為はということですよ。

田中 現在の定義条項については、「業務執行した」というのは、取締役会から明示的に業務執行権限を与えられなくても事実上業務執行しているような人はやはり社外取締役になるべきではないでしょうという趣旨で入れているので、規制目的自体には合理性はあると思うんですね。ですから、この条項はその目的に照らして解釈すべきで、継続性というのもどこから出てきたかわからないということは、それはそうなのかもしれませんが、あの条文ができたときからすでに、条文の趣旨から考えても一定程度の継続性が要求されているはずで、たった1回したらもう永久に社外取締役になれないとか、そんなことはないよと言っている先生もいらっしまったと思います(江頭憲治郎ほか『改正会社法セミナー企業統治編』(有斐閣, 2006) 92~93 頁[森本滋・浜田道代])。ですから、現在の定義条文でもある程度解釈で対応できるところはあるかなと思います(田中亘「石綿・篠原・石川・高橋論文へのコメント MBO における特別委員会」金判 1425 号 13-14 頁(2013))。

それから、これを言うと立法の努力を放棄するような感じですがけれども、アメリカのニューヨーク証券取引所の Company Manual の独立性の定義でも、たとえば employee でないというようなことが書いてあって (NYSE Listed Company Manual § 303 A.02 (b) (i)), employee って何かよくわからないんです。あるいは executive officer という言葉も出てくるんですけども(同), executive officer もどういうことをするのかあまりはつきりしない。たぶん向こうでは、社外取締役というのはこういうものだという理解があって、それに照らしてこれらの規定が解釈されているのではないかと思います。言葉にしようとするとなかなか難しいというのは、ほかの国でも言えるのかなと思っています。だからどうだということでもないのですけれども、一つには、無理やりここで立法するよりも、社外取締役というのはこういうものだねという実務上

の了解を積み重ねていくほうがいいのではないかという気はしております。

2. 取締役会の決議事項

第3 取締役会の決議事項

監査役設置会社における取締役会の決議事項に関する規律を見直すべきかどうかについては、引き続き検討することが相当である。

藤田 社外取締役についてもいろいろ議論がありますが、社外取締役と関係するものとして、取締役会の権限についての提案があります。社外取締役が増えていくと、自ずと取締役会の性格が変わってゆき、取締役会が行わなくてはならない決定の内容も変わっていくだろうという流れで、社外取締役と関係するわけですが、要するに監査役設置会社において取締役会の権限を一部委任するということを認めるべきではないか、ただしその条件として、ある程度独立性のある取締役会が存在していることが必要であるという議論です。そのほかに、会計監査人を置いているということも要件として挙げられています。このあたりはどうでしょうか。まず実務的にはこういう改正を行うニーズは高いと考えていいですか。

澤口 監査役設置会社で今のルールでどうしてもだめなのかと言われれば、いろいろ工夫のしようがあります。支店や重要な使用人の規定を除けば、工夫でできないわけではないと思います。しかし、選択肢を認めるべきでないという意見はよく理解できません。監査役設置会社である上場会社のほとんどの取締役会の多数は社内取締役です。その社内取締役は経営会議等の内部の会議体で議論を十分やっていますので、取締役会は少数の社外取締役らへの説明の場になっています。そういう実態を踏まえていくと、取締役会の専決事項は絶対守らなければいけないということで何を守ろうとしているのか。少数の社外取締役らから業務執行に助言をもらうために取締役会審議の強制を求めているのでしょうか。その姿はピンと来ないなと思いながら見ているところであります。

藤田 仮に専決事項を減らしてもいいというようなルールを導入するとしたら、要件としては、実務的にはどのあたりを想定されますか。会社法研究会報

告書だと取締役の3分の1以上が社外取締役であるというのが要件の例として挙がっていますが、実務的にはどういう感触ですか。

澤口 私からすれば、今の監査役設置会社の実態から見ても、そもそも業務執行について取締役会の専決事項を強制する点にどのような積極的な意義があるのかまいちよくわからないところであります。ただ、モニタリングの機能は社外取締役が多ければ強化されるというのは理解できますので、例えば3分の1あればという議論自体に特に違和感はないです。

藤田 3分の1ぐらいなら十分だというレベル感でしょうか。

澤口 過半数でなきゃいけないとは考えておりません。

藤田 ほかの方はどうですか。

後藤 この問題については、現行法を前提にして、指名委員会設置会社が監査等委員会設置会社と同じぐらいの仕組みを確保したら決議事項については緩めてもよいという議論をすることが多いかと思いますが、昭和56年改正で現在の362条4項を導入した時に何を期待していたのかということをもう少し整理したほうがいい気がしています。確かに社外取締役が増えてモニタリングがしっかりしたら委任してもよいというのは、それはそれで納得ができるんですけども、他方で、社外取締役がいない、内部者だけの取締役会を考えた場合、取締役会のメンバーは全員社長の部下であるとする、そこに監査役はもちろんいるとしても、そのような取締役会で決議をするということがどういう機能を果たすのだろうかという問題があるかと思います。一人で決めるのではなく、みんなで話していると慎重にやるだろうということはあるかと思いますが、それがリスクを取りすぎないようにするという話なのであれば、それは社外取締役が社長の業績を見張るという話とは別に、リスク管理をどうしているかという問題であるような気がします。今は単体だけで考えているわけですけども、グループ化を考えた場合には、子会社にすると一気に委任の度合いは広がるわけでして、それ自体を否定するという議論はあまりないと思います。某社のように海外子会社で巨額の損失が発生するということもあり得るわけですが、その点については、リスク管理をグループとしてどうするかということが問題になっているんだとすると、要はリスク管理体制をどうするかの問題ではないかなという気がします。そうだとすれば、社外取締役の比率が一定値以上でない委任を認めないという話をするのがいいのか、むしろ定款によって、委任を

もっと自由に認める余地もあるのではないかという気もしております。閉鎖的な会社は別扱いをしたほうがいいのかもしれませんが、そもそも取締役会の決議事項を法定することによって何を期待していたのかということから議論を始めたほうがいいのかなという気はしております。

藤田 比較的人数が少ない社内取締役だけでできている上場会社があったとして、自由に取締役会の決定権限を代表取締役や業務執行取締役に委任しているのでしょうか。

後藤 そのような会社の場合には、委任をする必要性が逆にはないと思います。

藤田 社長の独裁体制を強めるために全権委任するとか。

後藤 独裁でできてしまうような社長であれば、取締役会でやっても変わらないだろうという気がしまして、あまり意味のない規制になっているんじゃないのかなと。

藤田 後藤さんの意見を突き詰めると、そもそも専決事項を法律で定めることには意味がないということですか。そうなれば専決事項は単なるデフォルトルールにして、会社の選択で好きに決めていいというルール設計が自然だということになります。

後藤 何となくそういうことに……。ただ、利益相反がある場合はまた別だとは思いますが、それ以外については、そんなに意味があるのかなと言うと、どうでしょうか。大きな買収をしますとかいうことであれば、それは経営戦略等にもかかわるでしょうからまた別だと思うので、線引きはなかなか難しいんですけども、そうであるからこそ各社に委ねてもいいのかなという気はしております。

田中 異なるレベルから会社法 362 条 4 項について批判が可能だと思います。1 つは、そもそも経営マターについて取締役会で決議するのか、それとも業務執行者に委ねるのかというのは、それ自体が経営判断の問題なので、そういうことを法律で縛ること自体よくないんじゃないかという議論です。この議論は、別に会社がモニタリングモデルを採用しているかどうかということとはかわらないことで、そもそもこの強行法規自体を見直したほうがいいのではないかとあります。

ただ、そういう根本的なレベルの議論まで踏み込まないで、一応現行法がとっ

ているらしいロジックである、「モニタリングモデルを採用している会社は、法定決議事項を狭める（業務執行者に広く決定を委任する）ことが許される」という、こちらのレベルで議論をしたとしても、監査役設置会社であってもモニタリングモデルを採用することは当然可能であって、少なくとも現在の監査等委員会設置会社と同水準のモニタリングモデルを採用している会社については、法定決議事項についての規制を緩めることを否定する理由はないという議論になります。

委員会型の会社との均衡を問題にするには、そもそも均衡論の前提になっている「モニタリングモデルを採用すれば決議事項に対する規制は緩められる」というロジックにどのぐらい理由があるかということを本当は考える必要があるんですけども、一応そのロジックは受け入れた上であえて均衡論をするなら、監査等委員会設置会社並びにするということであって、そうであれば3分の1を要求する必要も必ずしもない。監査等委員会設置会社に要求されている水準、すなわち、社外取締役2名以上で、会計監査人を設置し、内部統制システムを整備している監査役会設置会社は、定款で法定決議事項の規制を緩めることができるというのが、一つの筋の通った提案になるのではないかな。

それと、何人かの弁護士さんに伺った感触として、監査等委員会設置会社に誘導するというポリシー自体、本当に適切なのかという問題があります。指名委員会等設置会社というハードルが高すぎるから、モニタリングモデルに誘導するためにあえて低いハードルを設けたということですが、それは賢明かどうか。現実的には、(ガバナンス・コードの独立社外取締役2名以上という原則を実施していることを前提にすれば) 監査役会設置会社よりも簡単につくれる機関設計になっているといえますし、それから、監査担当の役員（監査等委員）の任期が監査役よりも短くなっているというのも、定期的に株主の信認を得るためだという理屈は立つのかかもしれませんが、これが監査担当の役員の地位を弱めることにつながっている可能性は否定しがたいわけで、いろいろな意味で胸を張ってこっちに移ってくださйというほどの機関設計なのかということもあります。したがって、少なくともある種のイコールフットィングを確保するという観点から、監査役設置会社についてもモニタリングモデル採用のルートを確保すべきだという議論は——モニタリングモデルと決議事項の規制との間にどういう関係があるのかという、根本的な問題をしばらく措けば

——あり得るかなと思います。

藤田 監査役設置会社で権限を委任する場合には、社外監査役 2 名、社外取締役 2 名それに会計監査人が必要であり、またそれで十分ということですか。

田中 監査等委員会設置会社との均衡だけ考えればですね。あとは、均衡ということに強く拘るのなら、指名・報酬について社外取締役が総会で意見を言えるという制度も必要ではないかという意見はあり得るでしょう。これは、法律上は社外取締役は総会で意見を言えるという規定だけを設け、どういうふうにもその意見を形成するかについては、たとえば諮問委員会を設置するかどうかも含めて各社に委ねるということは考えられると思います。とはいえ、現行法の意見陳述権自体、どこまであれを重視するのかということはあると思います。現実には、特に陳述する意見がないとしている監査等委員会設置会社が大多数だと理解しておりますので。

加藤 監査役設置会社で取締役会の権限を委譲することを認めるかどうかという話で、例えば取締役会の権限が大幅に業務執行者に委譲された後に、監査役が取締役の職務の執行の監査を担当する機関として機能するかという点について疑問があります。たとえば、監査役は取締役会に出席する義務があります。しかし、取締役会の権限の多くが業務執行者に委譲された場合、監査役が取締役会に参加する意味が大きく変化するように思います。そもそも監査役というものが監督機関として機能するためにどういった要件が必要なのかという観点も重要ではないかという気がするのです。そういった観点も考える必要があるように思いました。

藤田 監査役が内部統制システムの長として、内部統制システムを使って監査するというふうに監査役設置会社についても整理するのであれば、取締役会の権限の多くが業務執行者に委譲された会社の監査役にも一定の意味があるかもしれません。だから監査役設置会社についてのモニタリングのあり方というのをもうちょっと整理した上で考える必要はあるかもしれませんね。それを整理しないまま、モニタリングモデル的な会社を拾おうとすると、社外取締役の比率が 3 分の 1 ぐらいならどうかとかいった議論になってしまう。

また、そもそも監査等委員会設置会社をモニタリングモデルと考えていいかどうかは怪しいところもあって、社外取締役の選任強制の議論とパッケージで議論されていたことに由来する政治的な妥協も含め、権限委任の要件を低くし

たので、監査等委員会設置会社の要件を満たしていればモニタリングモデルを志向している会社と考えていいかどうかは、実態としてはかなり疑わしいです。既存の制度との均衡論という場合に、監査等委員会設置会社を足がかりにしてよいかどうかは、結構微妙なところがありそうですね。

3. 取締役の報酬規制

第4 取締役の報酬

取締役の報酬、賞与、その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益（以下単に「報酬」という。）に係る株主総会の決議や開示に関する規律については、株式報酬等のインセンティブ報酬を付与する場合の手続や開示に関する規律と併せて見直しをすることを引き続き検討することとしてはどうか。

藤田 次に進みたいと思います。取締役の報酬についても、会社法研究会で議論はしました。ただ会社法研究会報告書の提案自体は、「株式報酬等のインセンティブ報酬を付与する場合の手続や開示に関する規律と併せて見直しをすることを引き続き検討する」という極めて漠然としたものです。

補足説明を読みますと、大きく分けて2つの検討事項があるようです。1つはインセンティブ報酬との関係で書かれていることで、いわゆる「お手盛り防止」の観点から規制が従來說明されてきたところ、経営者に対する適切なインセンティブ付与という観点が弱かった。したがって現行の報酬規制にもそういう視点が生きてくるように何か手を加えたほうがいいのではないかということです。ただそこまではいいとして、そういう観点を加える際に、具体的にどのような法改正が必要かというところについて具体的なことが示されているわけではありません。

もう1つは、従来型の規制目的を前提としても問題と思われるところがないかということで、現在は金銭報酬について一度上限額を決めれば、役員の入れ替えとか、人数の減少があっても、何年もそのまま決議せずに放っておけるという解釈・運用がなされているが、これでいいのですかという話です。

どこからでもご意見をいただければと思います。

神田 取締役の報酬と会社補償と D&O 保険について、述べさせていただきます。

これら 3 つのテーマについて、取締役の報酬については現在規定があって、会社補償と D&O 保険については現在規定がないのですけれども、先進国の会社法として、こういう重要な話について規定がまったくないのはどうかなと思います。だから、何か規定を置いたほうがいいということが今後の議論だと思います。

報酬について言うと、ちょっと問題の性質が違って、報酬については規定はあるのですけれども、いわゆるインセンティブ報酬にぴったりしない。361 条の規定について言うと、一応 1 号、2 号、3 号と区別して書いてあるのですけれども、なんかぴったりいかにないように思うのですね。一方では、金銭を払ってきた実務の中では、全員の総額の最高額だけ決めればいいという解釈を前提としながら、その中でインセンティブ報酬もやっている。ですからストックオプションでも、その公正価値というものが枠の中に埋没していればいいということになっている。それが 1 つ問題のように思います。実際私もいくつかの招集通知を読んだのですけれども、よくわからないというところがあります。

それからもう 1 点だけ申し上げますと、期間ですね。いろいろなパターンがあると思いますが、例えば最近の restricted stock などにおいては、ポイント制であればポイントを貯めておいて、3 年後にそのポイントに応じた株式なり——現金でも論理的にはいいと思いますけれども——を払いますと。あるいは先に渡しておきますと。3 年やってみて、それに応じて、場合によっては没収しますというか、調整して返してもらいますと。こういうものについて、現在の規定では、指名委員会等設置会社以外の会社では、定款または株主総会決議で定めるわけですが、株主総会だと、今年決めておいて 3 年後も有効なのかというと、原則有効で、それまでの間に株主総会は別の決議をすることはできるというあたりなのか、そのあたりが必ずしもはっきりしないと思うのです。

それでどういう規定を置いたらいいのかというと、必ずしもよくわからないのですけれども、現在の指名委員会等設置会社の規律にならって、報酬の決定の方針を総会で決めるというのがまず一つ重要だと思います。いずれにしても、361 条、かつ総枠を決めるという解釈をプラスしてですけれども、そういう規律

は実態とちょっと合わないということが顕在化しているように思います。

藤田 報酬の方針ということは、インセンティブ報酬だとすれば、どういう人にどういう性格のインセンティブの与え方をする報酬体系なのかという、いちばんキーとなるような特徴について明示的に承認を得るといような規制になっていない、少なくとも今の条文上はそういうように読みにくいということですね。ほかにいかがですか。

後藤 現在の判例法理では、株主総会で取締役全員の報酬総額の上限さえ決めれば、その配分を取締役に一任し、さらに代表取締役役に再一任できるわけですが、この結果、代表取締役がどれだけの報酬をもらっているかということのを誰もコントロールできていないという問題があるような気がします。代表取締役社長が部下の業績を評価してその報酬を決めることは自然であるとしても、誰かが社長の業績を評価しなければいけないのではないかと思います。そのための手段としては、結局、報酬委員会や報酬諮問委員会といった形で決定手続を整備するのか、それでなければ代表取締役の個人報酬を開示して、市場の評価にさらすという、突き詰めればその2通りしかないような気がします。個人報酬の開示については、実務の抵抗は非常に強いと思いますが、開示を義務付けないのであれば、経営陣の最上位の人の報酬の決定手続として規律することを何か考えたほうが良いと思います。

田中 報酬規制については、先進諸国だけでなく、アジア諸国とと比較しても見劣りしてきているという問題意識はあると思います。その中で何かしなければいけないという議論がある一方で、たとえば英米などで見られるような、役員報酬が極めて高額化して社会問題になるような、そういう規制に向けた強い推進力がない中で、何をしていくのかということが問題ではないかと思っています。1つだけ、立法論の俎上に乗せられるものを挙げるとすれば、後藤さんが言われたような再一任の問題ではないかと思っています。私は最近論文を書くために、日経225社のコーポレートガバナンス報告書を読んだのですが、取締役報酬について代表取締役への再一任をしているのかどうかはそもそもわからないという会社が少なからずあったわけです。再一任しているとも、取締役会で決めるとも書いてないので、どうなっているのか判断できないという会社です。せめてそこをやっているか、やっていないかぐらいの開示は義務づけるべきではないかとは思っています。

そして私の正直な感想を言えば、会社法で違法とすべきかどうかはともかく、少なくとも上場会社に関しては、もうそんなこと（再一任）はやめるべきではないかと思います。再一任は、社長を上司に見立て、ほかの取締役はみんな社長の部下であるという意識が前提の慣行ですから、やはり上場会社には明らかにふさわしくないという気はしております。

藤田 以前、さる公共放送機関で最初に会長が理事全員の辞表を預かるということをしたことがあり、批判を浴びましたが、給料について配分を社長に一任するというのはそれに近いような性格のようにも見えるところがあり、取締役会の監督機能という観点からは感心できる慣行ではないのかもしれませんが。

実務的に再一任をすることは非常に思い入れといいますか、ニーズはあるのでしょうか。たとえば取締役の給与の分配権限こそ社長が社長たるゆえんで、これがないことは考えられないから、再一任禁止は考えられないとか、取締役会で個々の取締役の給与の額を一覧として明示するようなことはすべきではないとかいった認識が、日本の会社ではあつたりするのでしょうか。

澤口 少し前まではほとんどの上場会社で再一任はされていたのではないのでしょうか。ただし、今、この点は大きく動いています。ご存じのように任意の報酬諮問委員会の設置が急速に広がってしまして、ちょうど動いているところではあります。

その問題を離れて、研究会の議論では、投資家サイドからも今まであまり聞いてきてはいなかった問題点が議論されているという印象を持っています。長期のインセンティブを入れるというような議論であるならば、現在も動いているところであり、また、今動いている方向が企業価値にプラスになるのかどうか必ずしもわかりませんので、会社法でかちっと規律するよりはソフトローが馴染むと考えます。

一方、役員報酬規制としては、一度株主総会決議を経れば再度決議が必要な局面は限定されていますし、再一任も許容されていますので、規律として弱いというのは理解できるころではあります。しかし、日本の多くの上場会社が今直面している問題は、会社法の規律が緩いために固定報酬が多すぎるといった問題ではなく、もっと、株式報酬やインセンティブ報酬を入れるべきか否かといった類いの問題です。したがって、政策的には先に株式報酬、インセンティブ報酬を導入させた上で、その後に、会社法の規律として足りないところがな

いかをみていくべきではないかと思います。これもメンタリティの問題かもしれませんが、今は、増やせ、あるいは変えろという要望のほうが比較的切迫した検討事項と理解しますので順番が逆な印象を受けています。

加藤 ただ今の澤口さんのお話をもっともだと思います。ただ、報酬の話というのは、いちばん最初に唐津さんがおっしゃった話とも関連していて、コーポレートガバナンス・コードだけではうまくいってない部分じゃないかという気がしているのです。どういうことかと言うと、一部の先進的な会社ですでにインセンティブ報酬を入れようと積極的な動きがあると思います。問題は、そうではない会社をどうやって動かすかという話で、コーポレートガバナンス・コードのような Comply or explain では限界があるのかなという気がしています。このような会社を動かすために、もちろん先進的な会社による取組みの妨げにならないような配慮をしつつ、会社法の報酬に関する規制を見直すことで後押しするというのも一つの手段であるかなという気がしました。

藤田 インセンティブ報酬を採用させる後押しとしての会社法改正ですか。

加藤 いえ、そういう面もあってもいいのではないかと。つまり、これまでの再一任とか、慣行を見直すきっかけとして、弱いかもしませんが、会社法改正というのもあるのかなと。

田中 今、新株予約権なども含めてエクイティ型報酬というのは、会社法にエクイティ型報酬というルールがあるわけではなくて、既存の条文の解釈によってこういう形でできるねというふうになっているわけです。それを会社法にエクイティ報酬という規定を設けることが、実務でその利用を後押しする効果がどれくらいあるのか。もちろん内容次第だとは思いますが、そのあたりどの程度立法上のニーズがあるのかわからないと改正もしにくいのかなという気はしますけれども。

唐津 金融商品取引法上の制度ですが、役員報酬の個別開示について、1億円以上という基準で開示対象を限定しています。しかし、会社のパフォーマンスに対して適切な報酬かどうかを判定するために開示させるということであれば、金額基準を設定することに合理性はなく、例えば CEO は個別開示の対象とするなど、地位による基準にした方が合理性があるように思います。

藤田 役員報酬については、会社法とソフトローの役割分担についても、開示の場合の目的についてもいろいろ議論がありそうですね。インセンティブ報

酬を後押しするのは会社法の役割なのか、ソフトローの役割なのか、それともソフトロー・ハードローを問わず、そもそも外から強制するような話ではないのかは、ちょっと微妙な気がしますね。またインセンティブ報酬を積極的に導入させるといった目的で何か規定するかどうかとは別に、もう少しインセンティブ報酬にふさわしい、内容的にも分かりやすい決議の仕方を用意したほうがよいのではないかというのが神田さんの感触でした。開示については、どうしても金額の開示ばかり議論するのですが、インセンティブ報酬が否かを問わず決定方法についての開示——決定の再一任の有無の点も含めてですが——について、もう少し工夫されていいような気がします。最終的に幾らもらっているかということもあるのですが、それよりも会社として誰がどう決めるシステムになっているかという情報も重要だという気がします。唐津さんが言われたように、パフォーマンスの測定ができるような情報の開示ということもあり得るかもしれませんが。

いずれにせよ伝統的なお手盛り防止という以外に、どういう目的・観点からの報酬規制にしようというのは、もう一回見直す必要があるかもしれません。

なお私が会社法研究会の議論で多少失望したのは、日本の役員の報酬は諸外国と比べて高すぎるわけではないから規制は不要だという議論ですね。報酬規制は、高すぎる報酬を規制するだけにあるという発想が、やはり根強いのでしょうか。ただこれまでの議論から分かるように、報酬規制というのは総額としての払いすぎを防止するだけのものではないでしょうという声が強くなってきて、そのような観点から何かすべきことはありますかと問うているのに、相変わらず日本の会社が報酬を払いすぎていなければ問題はないという反論は、やはりすれ違いがある感が否めない。どうも報酬規制の目的という観点についての意識のすれ違いが非常に印象的で、かつ違和感を持ったところです。

田中 もちろん、額としては高すぎるものでなくても、役員に適切なインセンティブを与えない報酬であれば問題はあるのかもしれませんが、ただ、法律で報酬について規制する理由は何かと考えれば、それはやはり、お手盛りの危険だと思うのです。インセンティブを与える必要があるという点では、たとえば従業員も同じですが、その報酬(賃金)について、インセンティブの観点から何か規制すべきだという話にはなりません。役員報酬についても、インセンティブの観点を考える必要があるというだけでは、何か新しい規制——開示規

制であれ、実体規制であれ——を導入する理由としては弱いと思います。お手盛りの危険という議論は、経営者が、インセンティブを与える必要があるということをお口実にして、実際にはインセンティブに役立たない、あるいは、インセンティブ付与という目的を考慮してもなお過大な報酬を受け取ることを防止するために何らかの規制をするべきだ、という形の立法論をする上では有効性を持ち得ます。しかし、実際にそのような議論が有効性を持つためには、お手盛りが実際に行われているという事実が必要であり、それがない以上は規制の必要がないではないかという批判は、お手盛り防止だけが報酬規制の目的ではないといったところで回避できるものではないと思います。逆に、インセンティブ報酬を設計する上で障害になる規制を撤廃すべきだという議論は支持されやすいと思いますが、そういう観点から変える必要のある規制が実際にあるのかはよく分かりません。

4. 取締役の責任

(1) 会社補償

第5 役員の責任

1 会社補償

(1) 総論

会社補償（役員に対する責任追及等に関して役員が要した費用等を株式会社当該役員に対して負担することをいう。）に関する規定を設けることについて、引き続き検討することとしてはどうか。

(2) 補償契約に基づく補償

株式会社は、役員との間で締結した契約（以下「補償契約」という。）に基づき、当該役員の職務の執行（悪意による任務懈怠行為等一定の行為を除く。）に関する後記(3)に掲げる費用等を補償することができることとすることについて、引き続き検討することとしてはどうか。

（注1）取り分け、「悪意による任務懈怠行為等一定の行為」の範囲について、引き続き検討する必要がある。

（注2）補償契約に基づかないで補償をすることが認められる要件及び費用

等の範囲に関する規定を設けることとするかどうかについては、引き続き検討することとしてはどうか。

(3) 補償契約に基づき補償することができる費用等の範囲

補償契約に基づき補償することができる費用等は、以下に掲げる費用等とすることについて、引き続き検討することとしてはどうか。

ア 株式会社若しくは第三者に対する責任を追及され、又は刑事事件に関する手続、課徴金に係る事件に関する手続その他これらに準ずる手続の対象となったために生ずる必要な費用（相当と認められる額に限る。）

イ 第三者（株式会社を除く。）に対して支払う必要がある損害賠償金（注）取り分け、役員及び株式会社が第三者に対して連帯して損害を賠償する責任を負う場合におけるイの損害賠償金の取扱いについて、引き続き検討する必要がある。

(4) 補償契約の締結に必要な手続

概要として、補償契約の締結に必要な手続を以下のようにすることについて、引き続き検討することとしてはどうか。

ア 取締役会設置会社においては、補償契約の内容及び補償契約に基づく補償の決定は、取締役会の決議によらなければならない、その決定を取締役等に委任することができない。

イ 株式会社と取締役又は執行役との間の補償契約の締結及び当該補償契約に基づく補償には、利益相反取引規制を適用しない。

(5) 開示

補償契約の内容等の開示については、引き続き検討することとしてはどうか。

会社補償の規定の性質

藤田 次に、会社法研究会報告書では、取締役の責任——監査役等その他の役員の責任を含めてですけれども——については、非常に重要な提案がされています。会社補償と D&O 保険です。これらについても詳細はまだまだつめなく

てはならない点が多く残されていますが、この2つについては、研究会でも導入することについては前向きの議論が多かったと思います。これらを導入することがリスクをとった経営を可能にするといった意識があるのでしょうか。問題の性質上、以下ではどうしても技術的なことも議論せざるを得なくなりますが、まずは総論的なことから確認したいと思います。

会社補償という制度の要否については第三者責任等について、会社補償の規定を設けることについては、研究会でも比較的好意的な意見が多かったと思います。会社法研究会報告書では、一定の手続・条件のもとで、会社・役員間の補償契約を認めるという提案がなされています。今でも民法650条に基づく受任者の費用償還請求権である程度は対処できると言われているのですが、これとの関係ではどういう提案なのでしょう。今民法で認められている費用償還とは別にこういう契約も認める、いわば併存する制度なのか、それとも新しい会社補償の制度で一本化して、すべてそちら側で対処するという発想の提案なのか。後者だと規制強化の面も出てくるのですが。

澤口 今までの民法650条3項が排除されるという認識は持っていませんでした。今までの実務は、民法650条3項があるので、役員が勝った場合は会社が負担できますと。もちろん保険から出してもいいわけですが。負けたときに、免責事由がなければD&O保険から出るということで、大きな問題なくやってきたところではあります。したがって、会社補償はプラスアルファの提案と理解しています。

田中 私もプラスアルファの制度であると理解してしまして、これができたとしても、民法による補償請求権は妨げられないと思います。

藤田 それはここにあるような要件は不要で、事前の契約なしに当然に払ってよいし、利益相反取引にも当たらないということですね。

田中 払っていいというか、払わなければならない。

藤田 やはり、既存の民法650条3項に基づく請求とは併存する制度なのでしょうね。その実質的な意義は、それで民法650条3項でカバーできなさそうところ——典型的には取締役に過失がある場合——を手当てするということですね。

補償契約のカバーする費用

藤田 次に補償契約でカバーされる内容ですが、会社に対する責任については会社補償の対象外として、第三者責任だとか手続などがかかった費用が挙げられています。まず対会社責任を外している点なのですが、確かに会社に対する責任で会社補償を認めると、現行法上の責任免除・責任軽減との関係が問題となるのはよくわかるのですが、ただ後で出てくるように、会社と役員が連帯して責任を負う場合の処理まで考えますと、そもそも責任免除・責任軽減のルールを完全に維持したまま手をつけないで、新たな制度をつくれるのかという問題があります。私自身は、会社法研究会の議論が進むにつれて、対会社責任に対する会社補償という制度を正面からつくるかどうかはともかく、責任免除、責任軽減もあわせて、今回検討せざるを得ないのではないかという気がしてきています。最初は、責任免除・責任軽減のルールに一切タッチしないでつくれるものをつくろうとしていたような気がするのですが、本当にそういうことができるのかなと疑問に思うようになってきました。

加藤 私も同じ意見です。会社と取締役の間の問題は会社法 423 条 1 項の責任がかかわらざるを得ないと思いますので、責任免除・軽減の仕組みを維持したまま補償というのはちょっと難しいなど。

藤田 对第三者についてだけ扱うことにして、責任免除・責任軽減制度はいっさい手をつけず済ませるという割り切りはやはり無理でしょうかね。

加藤 無理だと思いますね。第三者に対する責任を負う場合でも、取締役が会社に対して任務懈怠責任を負う場合があることは否定できないので。

田中 任務懈怠責任の免除・軽減の規制に手をつけずにできるかということですがけれども、私は研究会で、手をつけなくてもできることはある、というようなことを申し上げました。それは 1 つには、取締役が第三者からの訴訟において支出した防御費用等、手続にかかるいろいろな費用の補償については、責任問題に触れずにできるということ。もう 1 つは、現実には第三者から責任追及されるのは、不法行為とか、そういう責任であって、そうすると、日本法上、会社に責任を負わせるためには——ここは会社（法人）自体の不法行為責任とか、学説上はそういういろいろな議論があるかもしれませんが——、一般的には業務執行者や被用者の過失が要件となります（民法 709 条・715 条、会社法 350 条）。すると裁判所としては、不法行為責任だと第三者保護の観点から過失の判

断をすることになるので、そこで役員の過失が認定されたからといって、役員の会社に対する任務懈怠責任が認められたということには必ずしもならない、そこは一応独立に考えることができるのではないかと。

それと、これは研究会でも議論されましたけれども、現行法のもとでも、たとえば役員と会社が共同被告になって不法行為責任を問われた場合に、会社が全部賠償して、そして役員に求償することなく、結局、会社が全部負担しているというケースもあるのではないかと思います。それがすべからず問題で、会社は常に役員に求償しなければならないという立場を取るのならともかく、取らないのであれば、任務懈怠責任に手を触れないで補償の関係のみ規律するということは不可能ではないのかなという感じがします。ただ、もちろん抜本的には、任務懈怠責任との関係を考えたほうがいいことは確かです。特に現行法は、非業務執行役員以外の役員についてはおよそ事前の責任制限はできないという割り切りをしているのですが、これが本当にいいのかと。これは、もともとの責任免除・軽減に関する立法時以来、議論があるところですけれども、本来はそのところを議論したほうがいいと思います（田中亘「取締役の責任軽減・代表訴訟」ジュリスト1220号31-37頁（2002））。

手続費用

藤田 他方、対会社責任の場合も含めて、手続費用については補償契約のカバーする範囲とされています。株主代表訴訟などにおける補償させるという結論自体はいいと思うのですが、株主代表訴訟における被告側への補助参加などと平仄をそろえていかないといけないということはないのでしょうか。会社に補助参加してもらって実質的にバックアップしてもらうのと、株主代表訴訟で訴えられたときの手続費用を敗訴の場合も含めて会社に負担してもらうのとは、同じような問題があるような気もするのですが、このあたりはあまり神経質にならなくてよいでしょうか。

澤口 費用削減目的で会社が役員側に補助参加しているかと言うと、実務の感覚からは違うように思います。いずれにしろ役員個人の代理人が必要ですので、費用削減の効果は限定的です。ちなみに、補助参加が被告に有利かと言うと、証拠を保有する会社が参加すると事実解明に近づきますので、裁判所は基本的に歓迎ですし、私が原告代理人だったら、会社の補助参加には異議を言い

ません。したがって、手続費用と補助参加を必ずしもサポートという目線で合わせなきゃとまで考える必要はないと思います。

田中 私も補助参加については、会社が訴訟追行する、つまり、会社が訴訟に参加して事実上・法律上の主張をしたいという場面に着目した規制であると思います。そういう判断を、まったく会社の業務執行者だけに任せると、實際上、被告に有利な訴訟追行するおそれがあるから、監査役の同意を要求したということです。ですから、訴訟追行自体は被告に任せて、かかった費用を償還するというのは、補助参加の場面とは区別して考えることができると思います。

役員及び会社が第三者に対して連帯して責任を負う場合

藤田 次に、先ほども少し話題になったところですが、役員と会社が第三者に対して連帯して責任を負う場合の問題に進みたいと思います。会社法研究会報告書でもまる 2 ページ近く使って書かれているところで、かなり面倒な問題と認識されていることが分かります。たとえば会社の代表取締役が第三者を害する行為をした場合には、会社法 350 条により会社も連帯責任になります。しかも、会社に対する任務懈怠と不法行為の成立要件としての違法性や過失とは異なると言ってしまえばいいのですが、両者がかなりの程度オーバーラップすれば、代表取締役及び会社の対第三者責任(会社法 429 条、民法 709 条、会社法 350 条)と代表取締役の会社に対する責任(会社法 423 条)とが成立する。そして会社が第三者に賠償した場合には、会社が会社法 423 条に基づき代表取締役に対して求償請求することになり、その場合は会社が支払った損害賠償が損害となる。そこでもし代表取締役が第三者に損害賠償を請求された場合に会社から補償してもらえたとすれば、会社が第三者に賠償した場合とバランスがとれなくなる。他方、この求償権に相当する部分については補償請求できないとすると、補償の実効性が低下する可能性が出てくる。

他方、会社が支払った場合に求償権を取得することとなるような範囲も含めて補償が可能になるという制度にするとすれば、これは会社法 423 条に基づく責任についても、実質的に免責あるいは軽減を認めていることになる。

そこで、どちら側を基本に考えた方がいいのか。後者をとるとすれば会社法 423 条の免責の話にも触れざるを得ないということになりますね。どういう感触をお持ちですか。

加藤 たとえば取締役が第三者に支払った後、会社が補償して、その後、会社と取締役の間で会社法 423 条 1 項の損害賠償責任の追及が行われて補償の意味が覆される可能性があるということが、この制度のいちばんの問題だと思います。そうすると結局、補償を認める場合には、補償するかどうかを一回の手続で最終的に判断する仕組みが必要で、それに従って補償が行われたらもう争われないようにするというところまで行くのが望ましいように思います。問題は、それをどのように達成するか。

藤田 内容としては、少なくとも会社補償契約との組み合わせで言えば、業務執行取締役を含めて事前の責任軽減契約を認め、求償できるとしてもその範囲でしかできないとすると、ある程度の実効性は得られるでしょうね。しかし、補償が勝つという方向でいいのですかね。

田中 補償が勝って、会社は役員に対して 423 条 1 項の損害賠償請求権を追及することも、その請求権と役員に対する補償義務とを相殺することも許されない、というふうに仕組むのであれば完全に矛盾してしまいます。そういうふうな制度にするのであれば、責任軽減・免除の規定を変えていく必要があると思います。

藤田 責任免除・責任軽減の規定の修正の仕方ですが、どういうことが考えられるのでしょうか。たとえば補償契約とのパッケージなら、業務執行取締役を含めて事前の責任軽減契約を締結できるとかいった制度にするか。もし補償とパッケージだったら締結できるという理屈は立ちにくいとするなら、責任軽減契約の範囲を一般的に改正することになります。

加藤 この議論ですが、さきほど田中さんがおっしゃったとおり、実際会社が支払った後に取締役に求償しないという形で収まっている場合もあると思います。会社法研究会報告書は、会社が先に支払った場合と取締役が先に支払った場合を同じように扱わなければならないという、理論的整合性というものを確保しようとしてかなり袋小路にはまっているような気がします。

藤田 理論的可能性があるというだけで、実際にはまず考えられない問題にこだわっているとすれば確かに建設的ではないかもしれません。しかし、会社法 350 条に基づいて会社が賠償金を払わされた後に株主が代表訴訟を起こす例は現実にもある。会社と取締役が共に被告とされて両者の責任が肯定されることもある。そうすると会社が払うのではなくて、取締役がまず賠償して会社が

ら補償を受けるといことが行われるようになるかもしれない。現実味のない架空の問題で頭の整理だけだとは言えない気もしますが。

後藤 難しい問題ですが、会社が賠償した後の求償について、株主代表訴訟を提起するというルートは残しておかないといけないんじゃないかという気はします。補償の要件でうまく調整ができれば良いのですけれども。

藤田 会社が賠償した場合には株主代表訴訟で全額求償できるということを無条件で残すと、会社に対する 423 条の責任が成立する限りでは補償請求はできないとすべきであるというバランス論が出てきます。会社法研究会でも最初はそういう提案が出されていたと思います。その際には、それだと会社補償制度に大きな穴が空き過ぎるのじゃないかという議論がありました。

田中 その辺のところを全部グレーにして、とにかく外国から役員を呼んでくるときに、アメリカみたいな契約をサインできるというふうにするだけで効果があるという議論はできませんか。

藤田 まあそうかもしれませんね。会社法 423 条の責任が成立する範囲でも補償請求できるか否かはとりあえず解釈に委ねますとして、それで安心ができないという声が強いようなら、さらに次の改正で考えますということにする。単なる問題の先送りですけれども、まずは会社補償制度の導入それ自体が重要だとすればそういう選択肢もあるかもしれませんね。連帯責任の場合の問題をきれいに解決しないままとりあえず会社補償の制度だけを作ってしまうということでも実務的には大分メリットはありとお考えですか。

澤口 これは非常に難しい。制度を作っていただくことはいいんですけれども、こういう補償契約を入れれば開示もいろいろ出てくると思います。また、それに見合うメリットがあるのか良く判りません。現に保険料の会社負担の範囲を拡げた D&O 保険では、開示の問題が顕在化している。せっかく入れていただくなれば、使われるものにしていただきたい。結局、騒動したけれどもほとんど使われず、開示だけが強化になりましたみたいな事態にはしたくないと思います。

田中 規制に理由がなければどんどん撤廃して、補償であれ D&O 保険であれ使われるようにすべきだと思いますけれども、役員の問題を完全に定款自治に委ねていいのかという問題はありだと思います。

藤田 澤口さんから見ると、会社補償制度が使われなくなる原因となる規制

の最たるものは何でしょうか。今の求償等の関係が明示的に解決されてないということはネックになるでしょうか。それとも補償契約の開示とかのほうが問題なのでしょうか。

澤口 求償等の関係は、補償したけれども補償した役員の責任になってはいけませんので解決されていることも大前提だと思いますが、そもそも、開示が強化されるのであれば、保険ではなくて補償契約を結ぶ具体的なメリットがあるのかは当然問題になりますので、開示とメリットの双方が大きな判断要素となると思います。

藤田 総論はみんな導入に賛成でも、各論を議論し出すとかえって、やぶをつついてヘビを出すのではないかという懸念が出てきて——まあ、これはいろいろなところで出てくる話ですけれども——会社補償もそういう例になってしまわなければいいのですけれどもね。

(2) D&O 保険

第5 役員の責任

2 D&O 保険

(1) D&O 保険契約の締結に必要な手続

概要として、D&O 保険契約の締結に必要な手続を以下のようにすることについて、引き続き検討することとしてはどうか。

ア 取締役会設置会社においては、D&O 保険契約の内容の決定は、取締役会の決議によらなければならない、その決定を取締役等に委任することができない。

イ 取締役又は執行役を被保険者とする D&O 保険契約の締結には、利益相反取引規制を適用しない。

(2) 開示

D&O 保険契約の内容等の開示については、引き続き検討することとしてはどうか。

(注)あわせて、株式会社が締結することのできる D&O 保険契約の内容に制限を設けるかどうかについても、引き続き検討することとしてはどうか。

藤田 続いて D&O 保険についても議論したいと思います。まずそもそものちばんの出発点で、D&O 保険について、研究会報告書では基本的には補償契約と合わせて考えているのですが、D&O 保険については、会社補償とは異なって、支払い対象については、とりあえずは制限を考えてなくて、対会社責任に対する賠償も締結可能となっている。対会社責任の部分も含めて、会社が保険料を払うことができ、この部分について報酬規制も、利益相反取引規制も適用しないという提案内容になっています。結論がおかしいと言うつもりはないのですが、D&O 保険の形をとった場合には、会社補償の場合よりも、対会社責任の部分の規制を緩くするというか、簡単に契約を締結できるようにしてやることについて、理論的にはどう説明したらいいのでしょうか。たとえば会社補償と D&O 保険では、対会社責任をカバーすることとした場合のモラルハザードや利益相反の程度が質的に違うと考えていいのでしょうか。ドイツでも議論があるところ、どうもこの点については説明に窮している感があるということが山下先生の論文で紹介されています(山下友信「D&O 保険と会社法——ドイツ法の場合」出口正義・本健一＝中島弘雅＝田邊宏康『企業法の現在 青竹正一先生古稀記念』)。

田中 従来も、報酬規制に従っていれば、役員の対会社責任部分についても会社が保険料を負担しても構わないという解釈がかなり有力でした。それは D&O 保険の場合、確かに会社は保険料を払うわけですが、それは取締役は有責な行為をするかどうかかわからない段階で払っていて、そしていざ保険事故が発生すると、保険金そのものは会社の負担でなく保険会社から支払われるものですから、会社が任務懈怠責任を免除したのとは異なるだろうという考え方があったので、やはり違うものであることは確かかなと思います。

ただ、この件も神田さんがおっしゃったこととも関係あるのですが、特に何も規制を設けず、とにかく D&O 保険をできるようにしていくということが本当にいいのかなという懸念も若干持っています。D&O 保険はもちろん適切な内容であれば、役員を萎縮させず、有能な人を役員に呼ぶために有益ではありますけれども、利益相反のある契約であることは確かで、責任リスクが高い役員に対して、会社としては不利な保険契約であっても高い保険料を払えば責任リスクから免れることができるわけですから、内容的に不適正になるおそれも当然あると思っています。

国際的に見て D&O 保険を開示している国は少ないわけですが、少ない規制国の一つであるカナダなどは、そういう開示をしたことでかなり実証研究が積み重なっています。もちろん、個々の実証研究をどのように評価するかという議論はありますが、たとえば、ガバナンスが弱い会社はいっぱい付保して、役員の自己負担部分も小さくしているということを示唆する研究などもあります (Core, J. E., 2000, The directors' and officers' insurance premium: an outside assessment of the quality of corporate governance, The Journal of Law, Economics, and Organization 16(2), 449-477)。こういうものを見ますと、何ら濫用のことは考えないで、単に D&O 保険をやりやすくすることだけに走っていいかなという疑問はあります。

藤田 次の開示、その他の論点まで言うていただきましたが、最初のところに戻りますと、会社補償とは違う性格があるというのは田中さんのご指摘のとおりだと思うのです。ただ報酬規制も利益相反取引規制もかぶらないというあたりは、やはり何らかの説明が必要ではないでしょうか。取締役会決議が必要だとするにしても、利益相反取引と扱わないと言うなら、またそれはそれで説明が必要ですよね。そもそも D&O 保険の利益相反性をどの程度のものと考え、会社法上の理屈としてはどう説明されるのかですね。

澤口 一般論として、今まで D&O 保険の締結について取締役会決議を必ずとっていたかという点、そうじゃないと思います。保険金額も小さいですし、定型的な内容がほとんどでしたので、取締役会決議をとっていない会社も少なくなかったと思います。新しい補償契約と対比してみますと、取締役会決議が必要だという理屈は理解できますし、取締役会決議が必要となったら契約の障害になるのかという点もそうでもないんですけども、ちょっと頭の整理をしておきたいです。今まで報酬に該当しない役員の便宜提供については、費用とか経費という形で処理をして、特段の取締役会の意思決定や、利益相反取引で対応してこなかったものも少なくありません。結局、それは、当該便宜提供の恣意性、個性、金額などを総合的に判断して一定のものは利益相反取引になるということでしょうか。

田中 D&O 保険一般について利益相反取引になるということではありませんが、D&O 保険の中でも特に、取締役が代表訴訟で敗訴した場合の責任額を付保する部分については、利益相反性が強いということで、仮にその保険料を会

社が負担する場合には、報酬として株主総会決議をとるか、さもなければ利益相反取引として取締役会決議をとるかなければならないというふうに解されていたと思います。

後藤 経産省の解釈指針は取締役会の承認が必要と言っていたかと思いますが（コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」別紙 3「法的論点に関する解釈指針」第 3・4（2）イ）。

加藤 利益相反取引規制としての承認はいらないと言っているのですよね。

藤田 会社法研究会での検討もそうだと思いますが、今までの実務である株主代表訴訟特約部分だけは個々の役員負担、それ以外は会社負担という規律はやめようというのが現在出されている要望だという前提で理解していました。そして対会社責任についても会社が保険料を負担する保険で一括してカバーされることを前提とすると、D&O 保険の締結について、およそいかなる利益相反性も存在しないかのように扱うのは、さすがにちょっと違和感が出てくる。

後藤 潜在的にはもちろん利益相反なのですが、ただ、取締役全員が受益者になるところで取締役会決議を要求することにどれだけの意味があるだろうかという問題がある気がします。利益相反取引規制は適用しないという言い方にはちょっと引っかかりを覚えるんですが、やるとしたら、むしろ取締役会で決議してもあまり意味がないので、その代わりにどういう内容の保険に入ったかを株主に対して開示することで正当性を担保するということを考える必要があるのではないかと考えています。これは、ある意味もっと重い規制になると思うんですね。通常の利益相反取引規制だと個別の内容を株主に対して全部開示するわけではないので。もう一つの選択肢としては、取締役会決議よりも重い手続として株主総会決議がいとすることですが、これも決議のためには保険の内容についての情報を結局開示することになるような気がします。

藤田 任務懈怠の推定とか決議方法とか、現行法の利益相反取引規制を形式的にそのまま適用することになじまない面もあるから、実質的には利益相反があることを前提とした適切な意思決定の方法をきっちりルール化する、またそういう形で利益相反性を処理する以上、報酬規制は適用しないようにしようという整理ですね。

会社に対する責任にかかる保険料の負担

澤口 重要なので確認させていただきたいんですが、先生方のご議論は、報告書の中で、株主代表訴訟の敗訴による賠償金の保険料も会社が負担するという前提での議論ですね。

藤田 そうです。

澤口 そこを従前どおり個人負担にするというのはまた別な議論の余地があるということでしょうか。

藤田 そうだと思います。ただ、会社法研究会における議論は、これを分けることは不自然だということから出発していたと思うのです。切り分けるような実務というのは世界的にもないじゃないか、それがD&O保険の普及を妨げているのではないかという指摘がなされていることから（山下友信＝山下丈＝増永淳一＝山越誠司＝武井一浩「(座談会) 役員責任の会社補償とD&O保険をめぐる諸論点〔下〕」商事法務2034号(2014)43-47頁）、そこを一体化するということは当然の前提で議論がされていたと思います。それを従来のように切り分けるというのだったら、もちろん別の議論が可能ですが、むしろそっちの方が望ましいですか。

澤口 おっしゃるようにもとから特約の構成で問題をクリアしたこと自体がどうだという問題はあるのかもしれませんが。ただ、株主代表訴訟の敗訴特約の保険料自体、普通のD&O保険では決して多額ではありません。

田中 私も、初め経産省の方から話を伺ったときに、今（代表訴訟敗訴部分の保険料は取締役が払うという従来の実務）のほうが規制が少ないので、D&O保険について何か立法するとすれば、むしろ規制強化になるのではないかという話をしたのですが。私個人は、ある程度規制が必要ではないかと思っていたので、そういう観点からの改正ならいいと思うんですけども。いずれにせよ、会社法研究会報告書は、D&O保険をするのであれば同報告書という規制を遵守しなければだめであって、役員敗訴部分について、役員が報酬から負担したからといってこれを回避できるものではないという形で報告書はできているのではないかと思います。

藤田 会社法研究会報告書の提案と従来の実務との関係は、今後検討しなくてはならない面があるかもしれません。株主代表訴訟特約とそれ以外とを一体として付保することも可能であるということを前提にルールを提示しているわ

けですが、仮にこれがそのまま法律として立法された場合には、株主代表訴訟特約さえはげば規制は適用なくなるということにならないと思います。それを避けたいなら、「株主代表訴訟特約が含まれない場合は、以上の規制は適用しない」という明文の規定を入れてもらう必要があると思います。そうすれば従来の実務は維持できますが、そんな面倒なことをするのならそもそも今回新たに規定は設けないままにしておいて、従来通りの扱いを続ける方がいいと、経済界は思われるかも知れません。

開示規制・内容規制

藤田 株主代表訴訟特約は会社が負担できなくてもいいから、現状を維持して欲しいということになるかもしれませんが、仮に対会社責任について役員の敗訴部分をカバーする保険を会社が保険料を負担する形で加入するということになると、内容規制も、開示規制も何もなくいいというわけにいかないでしょうという議論に当然つながっていきます。内容規制の例としては、たとえばドイツは自己負担部分に上限を設けるルールがあったりします。

田中 Comply or explain で出ていたと思います (German Corporate Governance Code, May 5, 2015, § 3.8)。

藤田 内容規制は自己負担部分をつくるぐらいしか思いつきませんけれども、開示規制としてはどういうものが考えられるでしょうか。D&O 保険をつけているか否かというほか、契約内容についてどこまで開示するかは議論があるでしょうが、たとえば保険金額等を開示することが考えられます。やはり開示は実務的には抵抗が強いのですか。そもそも誰が一番抵抗を感じるのでしょうか。

澤口 開示する意義と弊害とのバランスの問題だと理解します。弊害については先生方もご存じのように、業界からの抵抗があります。会社側も抵抗感を感じていますが、同時に開示する意義もよくわからんという意見も経済界から出ています。先ほどカナダの実証的な研究のご指摘もありましたけれども、去年の D&O 保険約款の改定は、免責事由の一部が英米にあわせて変更された以外は、いろいろなメニューをそろえて、会社に生じた幅広い費用の填補をする部分が多いと理解しています。その意味で本質的な内容はあまり変わってない。保険金額についても、一般的な上場会社ですと 10 億円から 20 億円、グローバルで大規模な日本屈指の上場会社でも 100 億円前後という世界なので、従来と異

なり過度に役員を保護する内容のD&O保険が誕生したかと言うと、そういう認識はありません。もちろん今後質的に違う保険が誕生する可能性を否定するものではないんですが、弊害と開示の意義が見合うのかという点に関しては確信は持てません。

藤田 会社として抵抗があるのか、保険業界として抵抗があるのか、どちらでしょうか。

澤口 保険業界が強く抵抗しているのはご存じのとおりですが、会社に抵抗がないかと言えば、そんなことはありません。

藤田 保険契約の内容でなくて、D&O保険に入っているか否かすら開示するのは嫌なものなのでしょうか。

澤口 今までは開示をしなかったと思います。

田中 外国でも、私が知っている限り、カナダとニューヨーク州くらいです。開示を義務づけるという議論はかなりあって、論文なども探すと割と見つかるんですけども、やっぱり学説上の議論にとどまっている国が多いですね。反対論は、やはり、濫訴を誘発するという、まさに研究会でも示された理由がいちばん重要だと思われます。これもなかなかよくわからないところで、みんなD&O保険に入っていて、内容もあまり変わらないんだとすると、それを開示したことでなぜ濫訴を誘発するのかというと、ちょっとはっきりしない部分もあります。

他方で、開示する意義は何かという点については、それは2つのことが議論されていて、1つはD&O保険の内容の開示がその会社のリスクについての情報を開示していることになるんだということです。実際に、たとえば業界単位で見ると、訴訟リスクがあるとされるところはD&O保険のプレミアムが高いようです。これは特にアメリカですと、厳しい環境規制とかがあるので、そういった規制の標的になりうる業界だと、やっぱりプレミアムに出てくるらしいです。

もう1つは、利益相反の問題です。D&O保険について全く経営判断に任せると、役員には有利だが会社・株主に不利な内容の保険が締結されるおそれがある。しかし、それを実体的に内容規制するというのも非常に難しいことだから、開示によって適正化を図ると。およそこの2つだと思います。

ただ、實際上、そういうメリットが本当にあるかというのは難しい問題で、

事実在即して考えなければいけません。だからこそ、投資家が開示規制を望まないものであれば、入れても仕方ないこと、規制を入れなくていいものであると思います。

藤田 会社法研究会では投資家サイドはどんな意見だったでしたっけ。

田中 回答を求められたときに肯定的な意見を言われましたけれども。

後藤 保険金額を開示することの意味としては、去年より急に額を引き上げたら何か怪しいと自分で思っているんじゃないかと推測できるということはありませんが、ただ保険金額を出すと、どうしても濫訴が増えるという話が出て来ます。本当にそうなるかはアメリカとの訴訟制度の違いなどもありますのでわかりませんが、増えないという確証もないかと思います。その代わりに何を開示することが考えられるかということで、何度か研究会で申し上げたんですけれども、アメリカでよく言われるのは、免責条項が非常に使いづらいものになっていて、和解した場合には全部払ってしまうことになっているので、訴訟はすべて和解で終わることになるということです。この点もさらに濫訴を助長すると言われるわけですが、そういう問題がある条項がはっきりしているのであれば禁止してしまえばいいんですけれども、特定の保険契約の内容規制をするというのは難しいとすると、その中身の開示によって抑止するというのが考えられます。

もう1つは、D&O 保険が入ることによって代表訴訟の抑止機能が失われる可能性がなくはないとすると、これはもっと嫌がられるかもしれないんですが、保険金を支払った後の事後的な開示というのも考えてもよいのではないかと思います。代表訴訟や金商法の不実開示規制違反の責任に関する訴訟について、被告が保険金で払ったのか、それとも自腹で払ったのかと。

藤田 D&O 保険の支払い実績についての事後開示ですね。

後藤 最大でいくら保険金が出るかを事前に開示するのに比べると、濫訴のおそれは低いのではないかと思います。これを開示することで直ちに抑止効果につながるわけではありませんが、もし訴訟の抑止機能がなくなっているんだとすれば、代わりに何かが必要なのではないかという議論につながると思います。抑止効果という観点からは、自己負担割合の設定とその開示でもいいかもしれません。いずれにせよ、必ずしも保険金額の上限の開示だけがすべてではないというような気がしております。

藤田 なかなか難しいですね。会社補償とD&O保険は、制度の導入それ自体には賛成が多いのですが、あまりきっちり規制をしようとする、それぐらいなら導入しないほうがいいというふうになりかねないところもあります。かといって妥協して、中途半端なのを入れるのがいいかというと、そう簡単には言えない。今後難しい政策的な選択を迫られるかもしれません。

(3) 株主代表訴訟等

第7 責任追及等の訴え

1 責任追及等の訴えに係る訴訟における和解

株式会社が取締役（監査等委員又は監査委員である取締役を除く。以下本項において同じ。）又は執行役に対する責任追及等の訴えに係る訴訟における和解に当事者として参加する場合において株式会社を代表する者及び必要な手続に関する規定を設けることについては、引き続き検討することとしてはどうか。

2 その他

株式会社の利益に反する株主による責任追及等の訴えを制限する措置の要否や、株主による資料収集に関する会社法の規律の見直しなど、その他の責任追及等の訴えに関する規律の見直しについては、引き続き検討することが相当である。

藤田 そのほか、株主代表訴訟についていくつか提案があります。和解と責任追及に係る訴訟についての制限の話です。この2つについてもご意見があったらお願いします。和解について、研究会では補助参加の手続自体とか、参加の利益についても議論されましたが、最終的に会社法研究会報告書で書かれているのは和解当事者として参加する場合の代表者を誰にするかといったことです。明確化の規定だったらあまり反対はないと考えてよろしいですか。

それから、①株式会社の利益に反する株主による責任追及等の訴えを制限する措置の要否と②株主による資料収集に関する規律の見直しとが挙げられてい

ます。このうち①との関係では、訴訟委員会制度については、会社法研究会でも、一度は話題として出てきたのですが、批判が多くて消えてしまいました。②については実務的には非常にネガティブな意見が強かったですね。ここだけこのような規定を置くのはおかしいという意見が強かったと思います。

どの点でもご意見いただければと思います。

澤口 訴訟委員会については、昔は社外取締役がほとんど選任されていない状況下で、箸にも棒にもかからなかったという気がしますが、社外取締役が増えてきており、しかも、社外取締役を増やせというのもグローバルスタンダードとの対比で要求されている側面があるのですから、訴訟委員会についても議論はして頂きたいと考えています。少なくともここがまだ足りんといったご議論をしていただくと長い目では役に立つと考えます。

藤田 仮に訴訟委員会制度を導入するとすれば、形式的に社外取締役が何人いたらいいというのではなくて、当該案件との関係で実質的に利害関係がないと言える人たちの判断であることを事後的に裁判所が個別判断することが必須だと思います。そういうふうな審査を入れるということになってくると、裁判所に却下権限を与え、訴訟委員会の独立性等を確認した上で、裁判所が裁量的に却下するというつくりになる。とりあえずその第一歩として、株主の利益にならない訴訟について却下する権限を与えるというふうな提案が出てきているわけですね。だから、会社法研究会報告書に書かれている提案は、将来仮に訴訟委員会を導入するなら最低限必要なもので、この第一歩をとりあえず踏み出せないのだったらはじまらないということで、長期的な制度改革の布石かなと思っているのですけどね。

田中 訴訟委員会については、私の知識も1980年代のアメリカの状況を勉強しただけなんですけれども、あそこで相当費用がかかることが書かれている論文などを紹介すると、日本の実務の方も、それだったら設けなくてもいいですというふうなりアクションになることが多かったように思います。本当は、全体的に代表訴訟制度を見直すのが必要で、一部だけ変えるという話ではないのではないかと。日本は入り口段階を全然絞ってないことは確かですが、入り口は確かに簡単に入れるんですけれども、その後、有責な取締役に対して実際に責任を問えるように株主が効果的に訴訟追行できるかと言うと、必ずしもそうでもないのではないかと感じる部分があります。アメリカのように、最初に代表

訴訟を却下するかどうかというところでは非常に厳しいスクリーニングがありますけれども、そのスクリーニングをくぐり抜けた場合は非常に厳しいディスクバリーがあるというような、そういうメリハリのついた制度がよいのではないかと思います。ただ、それを考えるのであれば、ある程度腰を据えて全体の制度を見直さなければいけないのではないかと思います。

藤田 今回そこまで全体的な見直しまで行けるかどうかわかりませんが、今回検討項目として掲げられているアジェンダも、そういった検討の第一歩としてはいいのかもしれません。ただ、どうもあまり力が入った取り上げられ方をしていないような気がします。

後藤 その点は、平成 17 年の国会審議の過程で、代表訴訟によって株式会社の正当な利益が著しく害される場合には代表訴訟は提起できない旨の規定が法案から削除されてしまったことの影響で、当時と立法事実が変わったと言えるかということを法務省が気にしているということではないかと思います。社外取締役の選任は確かに増えましたが、それとは別に、訴訟委員会的な枠組みがなぜ必要なのかということを、代表訴訟の抑止効果も踏まえた上で、もう少し詰める必要があると感じています。

IV その他

1. 新たな社債管理制度

第 6 社債

1 新たな社債管理制度

(1) 総論

社債管理者を設置することを要しない社債について、会社が社債権者のために第三者に対し当該第三者との間の契約により一定の権限を付与し社債管理業務を委託することができる制度（以下当該委託を受けた第三者を「新たな管理機関」という。）を設けることとしてはどうか。

(2) 新たな管理機関の権限等

ア 新たな管理機関の権限は、社債管理者に認められている権限の範囲内において、契約により定めることができることとしてはどうか。

(注)契約により定めることができる権限を一定の範囲,例えば,以下の(ア)から(オ)までに掲げる権限の範囲に限定する必要があるかどうかについては,新たな管理機関の義務,責任及び資格要件に関する規律(後記(3)及び(4)参照)等を踏まえ,引き続き検討することとしてはどうか。

(ア) 破産手続等において社債について債権の届出をする権限

(イ) 社債権者集会を招集する権限

(ウ) 社債の元本等の支払債務の不履行の際に訴えを提起するなどの訴訟行為をする権限

(エ) 社債の元本等の弁済を受ける権限

(オ) 社債管理者に認められているのと同等の約定権限

イ 新たな管理機関を設置すること,新たな管理機関の名称,新たな管理機関に付与される権限の内容等は,募集社債に関する募集事項とすることを引き続き検討することとしてはどうか。

(3) 新たな管理機関の義務及び責任

ア 新たな管理機関は,社債権者に対し,善管注意義務及び公平誠実義務を負うこととしてはどうか。

イ 会社法第 710 条第 2 項を新たな管理機関に適用することとするかどうかについては,引き続き検討することとしてはどうか。

(4) 新たな管理機関の資格要件

新たな管理機関の資格要件については,社債管理者の資格要件を参考とし,引き続き検討することとしてはどうか。

新たな管理機関

藤田 そろそろ時間も押してきているのですけれども,最後,その他の部分では社債の提案がされています。平成 26 年会社法改正附則では,「政府は,この法律の施行後二年を経過した場合において,社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し,企業統治に係る制度の在り方について検討を加え」とあるので,コーポレート・ガバナンスとは直接関係しない社債の話が

会社法研究会報告書に載っていることは意外に思われる人もいるかもしれませんが、ただ、現在社債市場の活性化について議論がなされているので取り上げられたのでしょう。

まず新しい社債管理制度ですが、最近、日本証券業協会が社債権者補佐人制度といった仕組みを作ったりしたので、ここで取り上げられています。新しい管理機関は、実際にニーズはありそうですか。アルゼンチン債事件最高裁決定（最判平成28年6月2日民集70巻5号1157頁）を前提にすると、法律上の根拠がない管理制度を契約ベースでつくっても、ある程度のことはできるようにも思えます。もちろん、制度化した方が安定的になるでしょうが。

新しい管理機関に弁護士さんが個人としてなれるとなると、弁護士さんなんかには、なり手はありそうですか。

澤口 弁護士にニーズがあるか判りませんが、サービサーはどうかという意見は耳にしたことがあります。

藤田 これも制度設計次第なのですね。どういうふうな制度を構想するかもはっきりしないまま議論が進んでいるところがあります。与える権限を非常に狭くして、あるいは狭くすることも可能にすると、資格要件を広げる可能性もあるのですけどね。たとえば、社債発行会社に倒産手続が始まった場合に、総社債権者のために債権届出をするとか、時効を中断するために訴訟を提起するとか、そういったことだけをするのであれば、金融機関に限定しなくてはならない理由はなくなるかもしれません。他方、会社法研究会報告書のように、新たな管理機関の権限の内容は、社債管理者の権限の範囲内なら自由に定めることができるとしてしまうと、最大限の権限を与えた場合を想定しなくてはならないため、どうしても社債管理者並みの資格要件になるかも知れません。

2. 社債権者集会

第6 社債

2 社債権者集会

（1）社債権者集会の特別決議により、社債の元本及び利息の全部又は一部の免除をすることができる旨の規定を設けることとしてはどうか。

(2) 社債権者全員が書面又は電磁的記録により同意をした場合には、社債権者集会の決議を省略することができることとしてはどうか。

(3) 社債権者全員の同意がある場合には、裁判所の認可を要しないで、社債権者集会の決議の効力が発生することとするについて、引き続き検討することとしてはどうか。

藤田 社債権者集会についてはどうですか。これは現実困っているというよりは、むしろ理論的な問題意識ですかね。

田中 本来はもう少し議論してしかるべき話だと思います。特に、元本利息免除は、伝統的に、各国において、これは問題があるので社債権者の個別の同意がなければだめだという立法をしている例が少なくない。アメリカは今でもそうです (Trust Indenture Act § 316(b))。ただ、それを考慮に入れても、多数決によって元本利息免除できないのは弊害も大きいと思ってまして、アメリカの場合、元本利息免除に個別同意が必要なので、逆に個別同意を促すためにいろいろ強圧的なやり方で決議をするとか、問題も起きているように思いますから、結論的には、立法で元本利息免除ができることを明確にしたほうがいいと思いますが。ただ、これは比較的な検証なども必要で、十分な情報をもとに判断したほうがいいのではないかと考えています。

藤田 断片的に社債権者集会の決議事項の一部だけを見直す提案になっているのですが、もうちょっと社債権者集会制度について、決議の認可拒絶事由だとかも含めて根本的に検討することも必要かもしれないですね。社債については、過去に法改正がされているのですが、あまり使われてない、あるいはいざ使おうとすれば使えないといった失敗の歴史があったような気がします。

藤田 さてそろそろ時間ですが、最後に皆さんから何か一言ずつ感想をいただけないでしょうか。

神田 会社法研究会の報告書はどうしても技術的な細かな法律論を含むことにならざるをえないわけですが、立法論をするときには、いうまでもなく大き

な立法政策を論じる必要があります、大きな方向を見誤らないことが重要です。今後、日本でも、幅広い層の関係者において、諸外国の制度や動向を参考にしつつ、実務の状況をよく見ながら日本の実態に合った合理的な立法論が展開され、会社法がよりベターなものになっていくことを期待したいと思います。

神作 会社補償やD&O保険は、すでに実務で行われていますが、免責規制や報酬・利益相反規制との関係を整理し、それらを決定するための会社法上の手続を明確にしておくことが、今後のさらなる利用と健全な発展に資すると思います。報酬規制や取締役会の権限は、企業統治の根本問題にかかわる問題であり、見直しを要する点があるように思います。社債関係の論点も、現在の社債管理者よりは狭い権限しか持たない社債管理機関が、社債権者によるより柔軟かつ広範な意思決定を実効的に行えるよう後押しするという方向性を志向する新たな社債法への展開の芽を含んでいると思います。

澤口 今回は法制審議会の前段階の議論も公表される形で進められており、従来よりもプロセスの透明性が向上しており、実務としても歓迎すべきものと思います。このようなプロセスを活かして、研究者と実務との間でも十分な意見交換・情報交換をして、論点をより鮮明にできれば望ましいと考えていますが、本座談会はその観点で有意義なものでした。

唐津 コーポレートガバナンスに関しては、現在進行中のダブル・コード等のソフトローによる規律の実効性を睨みながら、ハードローとソフトローの役割分担の整理を行うとともに、ソフトローの進化を阻害することのないような会社法改正の審議がなされることを期待します。

後藤 会社法研究会の議論では、論点の洗い出しはできたように思いますが、現行法の制度や改正のそもそもの意義といった点に立ち返って検討を行うということはできませんでした。今日の議論では、改正に当たって検討しておくべき本質的な問題点がいくつか指摘されましたが、法制審議会でも、細部の詰めに入る前に、これらの点についての議論がなされることを期待しています。

田中 ダブル・コード等、Comply or explain ベースの自主規制の重要性が高まる中で、会社法の規律、特に、強行法規による規律の存在意義がどこにあるのか、という点が、一層強く問われているように思います。会社の自主性を尊重する観点からは、なるべく強行法規はないほうがよい、ということになりますが、経営陣あるいは多数派株主と一般株主との利益相反の可能性を考慮す

ると、単純に規制を撤廃すべきということには必ずしもならないでしょう。他方、規制のメリットが示されなければ、特に新たな強行法規を導入することはなかなか難しいと思います。自主性と規制との最適なバランスというのは難しい問題ですが、改正の審議を通じてその点の検討ができればと考えています。

加藤 法制審議会において前回の会社法改正作業が終了したのは2012年ですが、その後、ダブル・コードの導入等に後押しされて、企業統治に関する実務は急速に変化していると思います。会社法研究会の議論および今回の座談会でも、そのような認識を再確認しました。田中さんの発言と重なりますが、今回の改正作業では、そのような流れの中で会社法改正がどのような役割を果たすことができるのかが問われるように思います。

藤田 ありがとうございます。皆さんの感想と重なるのですが、私もコーポレート・ガバナンスの世界的な潮流の中で、日本の会社法制が中長期的にはどこに向かおうとしているのかということに留意しなくてはならない、また各種のソフトローが積み重なっていく中で、法律で扱うべき事項は何か、また目的を達成するための規制の手法としてはどういうものが適切かといった、これまでの会社法改正ではあまり意識されてこなかった点をきちんと考えなくてはならないといった印象を持っています。

それではこれでこの座談会を終わらせて頂きます。長時間どうもありがとうございました。