

会社法研究会 第2回議事要旨

第1 日時

平成28年2月9日(火) 17時40分から20時30分まで

第2 場所

公益社団法人商事法務研究会会議室

第3 出席者

座長 神田秀樹

座長代理 神作裕之

委員 飯田秀総, 沖隆一, 加藤貴仁, 川村尚永, 久保田安彦, 小林俊明, 後藤元, 静正樹, 竹林俊憲, 田中亘, 小川恵輔(田原泰雅代理), 中東正文, 野澤大和, 野村修也, 長谷川顕史, 藤田友敬, 邊英基, 堀越健二, 前田雅弘

ゲスト 櫛笥隆亮, 三瓶裕喜, 島宏一, 船橋有一郎

第4 議事概要

研究会資料(2)及び参考資料(2)についての提出者からの説明並びに研究会資料(2)に記載の事項についての意見交換がされた。出席者の主な発言の内容は、以下のとおり。

1 研究会資料(2)第1の1「取締役会への委任」について

- 取締役報酬のインセンティブ報酬の割合が低い理由は、経営陣がやりたがらないということではないか。法制度としてできることは、株主や市場からの圧力を期待して開示を充実させる、あるいは、コーポレートガバナンス・コードのような形で後押しすることではないか。
- 取締役の報酬額の個別開示については、代表取締役の報酬額を個別に開示することが考えられる。反論としてはプライバシーの問題が予想されるが、アメリカでは、同業他社との競争で経営者の報酬額を上げる方向に作用したという議論もある。代表取締役は住所も開示しているので、強盗に遭うなどのリスクも指摘されているが、有価証券報告書で1億円以上の役員報酬を開示することになったことでそのような弊害が起きたかを検証した方がよい。1億円という絶対額での基準それ自体は合理性が

あるわけではないので、そちらを変えるということもあると考えられる。また、報酬の決定方針の開示を事業報告などで要求するのであれば、踏み込んだ記載をさせる必要がある。

- 開示の強化のほか、株主総会決議で取締役会に報酬の決定を委任するときに報酬決定方針に基づいた報酬決定を委任することを要求することが考えられる。報酬決定方針は株主総会決議の委任の趣旨なので、その委任の趣旨に反するような決定をすると、取締役の任務懈怠責任、あるいは取締役会決議の効力の問題となる。株主総会の委任決議の効力についても1年又は2年と定めた上で、毎年あるいは2年に1回くらいは株主総会の報酬決定方針を明示して委任するという手続を要求することが考えられる。報酬決定方針の内容については、法があまり細かく介入すべきではないが、他方で抽象的なものになり過ぎても意味がない。例えば、報酬総額の上限の他に、基本報酬と業績連動型報酬の割合、あるいは、業績連動報酬について短期業績連動型と長期連動型の割合、業績連動報酬の概要について、役職ごとに各社が定め、それを株主総会決議で明示するよう求めることが考えられる。
- 会社法で手当する問題なのか、取引所のルールで手当する問題なのかは分からない。取締役会が代表取締役に報酬決定を再一任しているかどうかは開示することが要求されていない。報酬決定の自治を認めた方がよいと思うが、手続面について、もう少し明確な開示をするようにした方がよい。
- 株主総会決議で取締役会に報酬の決定を委任する場合に、何を委任したかを株主総会で明確にさせるべきである。開示については、有価証券報告書の提出を待っていると、株主総会決議に間に合わず、また、株主総会における説明義務を問題視することもできないことから、事業報告によるべきである。
- 現在の日本の取締役の報酬が適正でないかどうかについて検証し、認識を共有する必要がある。開示すればいいのか、毎年決議させるなどの枠組みが必要なのかは、政策的な処理として考えなければならない。現在どんなことを開示しているのか、それで実務が変わったのかという検証を待つ必要がある。取締役の報酬の総額の上限を一度決議したら、上限を上げない限り、決議を取り直す必要がないとしていることは、報酬を経営者へのインセンティブの手段であるとするかどうかにかかわらず問題である。報酬の開示と定期的な決議の要求くらいはあってもいいという気がするが、結論を出すにはデータが必要である。

- 開示又は手続面で過剰なものを要求すると、経営者にとって重荷となる。開示を超えて手続面を今より重くすることを株主が要望しているのかどうかを、よく見る必要がある。アメリカにおける上場上位会社経営トップの平均報酬は、日本の上場会社経営トップの平均報酬の20倍と巨額であり、米国株主も懸念を示しているから開示は厳しくなっている。アメリカの概念を持ち込んで議論することは慎重であるべきである。
 - 現在の日本の報酬が高すぎるという認識はない。取締役の報酬額の決め方が、業績や企業価値創造と無関係なものになっていることが問題であるという認識はかなり広まっている。何らかの価値創造と報酬額とが連動している形でなくてはならない。連動しているのかどうか、具体的な算定方法の相当性を担保するためには、開示がされなくてはならない。固定と業績連動との比率等については、個々の企業が考えるべきことである。
 - 取締役の報酬額の総額については、取締役の人数との対比で考える必要もある。取締役の人数が半数以下になっても、委任の上限の額を変更していない企業も存在する。経営陣が企業価値を中期的に上げていこうというときは、判定に非常に時間が掛かるため、多額の業績連動報酬は入れづらい。
 - 報酬諮問委員会等の社外の者を入れた場で、あるべき報酬について議論する仕組みを担保するのが望ましい。インセンティブ報酬については、株主に対するセイムポート意識のアピールと、役員自身のインセンティブをバランス良く考えることが重要である。
 - 会社法というよりも、上場規則の問題であると考えている。コーポレートガバナンス・コードにおいて、報酬については、コンプライすれば開示を避けることができる項目があるが、望ましい開示の在り方かどうか検討が必要である。
 - 従来の固定報酬の一部を業績連動型にしてしまうと、実質的に減給になってしまうので、報酬の水準は、上げていかざるを得ないのではないか。確定額で枠を取って、具体的には取締役会に委任するということは、変えられないだろうが、その年の報酬プランの概略、ストック・オプションや株式報酬の具体的な内容を決議することを要求するというのであれば、会社の事務を増やさずに、より柔軟な対応ができるのではないか。
- 2 研究会資料（2）第1の2「現物報酬の具体的内容についての株主総会の決議の在り

方」について

- アメリカのセイ・オン・ペイルールは、過去の報酬についての決議であるが、払い過ぎかどうかではなく、報酬プランの設計の仕方についての決議である。日本も報酬プランそのものについて株主に決議させる方向を考える時期が来ている。会社法第361条第1項第1号から第3号までは、どれもお手盛り防止から来ている条文であり、業績連動報酬の決議について、同条第1項第1号から第3号までを組み合わせるとすればよいというものではない。
- 業績連動報酬の一環としてエクイティファイナンスをする場合は、有利発行規制は完全に外すべきである。既存株主が報酬としてOKと言った以上、それ以上の保護を与えるべきではないからである。
- 取締役の報酬額の決定を委任するのであれば、どういったものの委任だったら可能なのかを決議させなくてはならない。代表取締役にまで委任が行くのであれば、こういうことまでやりますと決めさせた上で、後でこのようにやりましたと開示をさせるパッケージで考えていくのが、全体として報酬を見ているということだと思う。上場会社だけに適用される規定ではないので、その点も踏まえて検討する必要がある。
- 新株予約権を無償方式で配ったときに有利発行にならないのは、提供される役務と新株予約権の公正価値が見合っているからではなく、株主総会で決めた報酬の額が新株予約権の公正価値に見合うからである。したがって、無償方式よりも相殺方式の方が有利発行とされるリスクが少ないというわけではない。相殺方式だけに対応するならば、相殺方式でやる場合は現物を交付するものとみなすことにして、現物を交付するのと同じ規制を掛ければ十分である。
- 相殺方式が用いられることが多い理由は、単にそうしないと損金算入が確実に取れないからだけであると思う。
- ストック・オプション等に関する会計基準によると、新株予約権の公正価格と通常会社が受けるサービスの価格は、原則として同額であると推定するとなっている。したがって、債権を立てて、それと相殺することの意味はない。疑念が起きないように、役員や使用人が会社に提供する役務の対価として公正価格で新株予約権を付与する場合は有利発行にならないという意味のみなし規定を置けばよい。
- 報酬が現物交付か相殺かは、実質は同じようなことになっているため、統一的な規律を設けることが望ましい。余りに大掛かりで難しいようであれば、取締役の報酬と

としての株式又は新株予約権の保有及び行使状況等について開示を充実することが考えられる。

- アメリカの報酬規制は、事後型の規制であり、払った報酬について開示し、セイ・オン・ペイで毎年株主の意見を聞いている。ただし、エクイティの報酬に関しては、株主総会で承認を得ている。イギリスでは、頻度は会社が決められるものの、報酬の方針について株主の承認を得た上、実際に幾ら払ったかについて、毎年株主の意見を聞いている。
- 報酬の決議の頻度を高めたり、開示のボリュームを増やすと、経営者が萎縮するという傾向があるのが懸念される。

3 研究会資料（2）第1の3「株式報酬」について

- 株式報酬に譲渡制限を付けたいときに、種類株式とすると実務的に負担があり、会社と役員間での合意による方法が考えられるが、合意に違反した場合の効力が問題となる。株式買取請求権について、社債、株式等の振替に関する法律で買取口座の制度を設けたことと同様のことができると望ましい。ただし、買取口座を業績連動型報酬に使う場合には、曖昧なものを対象にすることになるので、実現可能性については検討を要する。
- 会社法上の譲渡制限株式の制度は好ましくない者に譲渡されるのを阻止できるというものである。これに対し、インセンティブ報酬として株式を使う際には、持っておいてくれないと困るので、譲渡制限株式として設計するのは非常に難しく、契約にならざるを得ない。インセンティブ報酬に必要な限りで譲渡制限を設けるのであれば、合意の有効性を認めてよい。もっとも、合意に違反して譲渡されることを実効的に抑えることができない。これのために特別な制度を作ることとせざるを得ないのかは悩ましい問題である。
- 現行法は、新株発行の有利発行の部分と新株予約権の有利発行の部分はそろっているので、新株予約権をストック・オプションで渡せば有利発行にならないのであれば、生株も有利発行にならないというのは現行法の解釈でも言えると思う。疑義があるなら、株式を無償で交付しても有利発行にならない場合があるという規律を設けることが考えられる。譲渡制限については、契約で制限すれば大部分はうまくいくのではないか。
- 欧米では、普通株式に議決権も配当もある形で譲渡制限を契約として付けるのがほ

とんどである。取締役の善管注意義務の問題として譲渡制限をどのように担保していくのかについては、証券会社で口座を区分して、物理的に譲渡できない形に置くことなどが可能であり、基本的にはその程度の話である。

- 会社法の規制から見ると、なぜストックオプションの場合には1円ストックオプションのようなことが認められていて、株式の場合には認められないのかという点は説明がつかない。この辺りをどのように整理するかという問題がある。
- リストリクティッドストックが、外国人投資家には最も受け入れやすい。同じ普通株で譲渡制限が付いているだけの方が、インセンティブとして単純明快である。

4 研究会資料（2）第2「会社補償」について

- 会社補償については、立法した方がよい。会社法研究会資料8頁の（補足説明）1(2)に挙がっているものであれば、当然に補償されてよい。事前に補償契約がなくてはならないという要件は、不要である。
- 会社補償について、立法はしてもよいと思うし、立法の際には経産省の在り方研究会報告書がまとめた線に沿うことになると思うが、難しいのは、重過失を基準とすかどうかである。「重過失」の場合は会社補償をしないとしておいて、会社法第429条の役員 of 第三者に対する損害賠償責任については会社補償できるとすることは、現実的には難しい。あり得る選択肢としては、「悪意」の場合には駄目だととどめるのか、「重過失」ではなく「著しく無謀な行為」であったという切り方をするかである。
- 取締役の職務執行が第三者に対して不法行為になるケースや金融商品取引法における立証責任が転換された過失責任が問題となるケースがあることからすれば、重過失を要件にして規制を作っても意味がないわけではないだろう。重過失でも補償してもよいという考え方もあり得る。アメリカでは、自分が利益を得るタイプの忠実義務違反でなければ、reckless としかいいようがないくらいの重過失でなければ補償するという規律がある。他方で、責任制限などで重過失が要件になっている中で、なぜここだけ変える必要があるのかも考えなければならないし、そこまで補償の枠を広げる必要があるのかについても考えるべきである。
- 重過失という基準を置いた場合、相手方が、防御費用を出してもらえないように会社法第429条で訴えようとする可能性と、責任があったとしても補償してもらるので、民法第709条でいくようになる可能性とがあり得る。
- 会社補償と責任軽減で要件はそろえる必要がある。また、役員 of 第三者に対する責

任については会社補償ができて、役員の子会社に対する責任については会社補償ができていないとするのであれば、その理由を説明しなくてはならない。会社補償について手当てをするに当たっては、現行法上でもやれるかもしれないものを、要件を明確にするのか、会社補償を責任軽減と整合的に一から作るのか、態度決定をする必要がある。補助参加は、実質的には会社の費用で防御をしてもらう要素があるので、併せて補助参加についても検討する必要がある。

- 会社補償について定款で根拠を置く必要があるかどうかについては難しい問題である。会社に対する責任について会社補償を認めるのであれば、責任軽減の手法との整合性を考えなくてはならない。罰金や行政罰を会社補償の対象にするかは、この研究会で議論して決める話でないと思われる。
- 罰金であっても、株主が一人でその株主が払うと言うのであれば会社補償を認めても構わないと思うし、株主全員の同意があり、事後であれば、重過失であっても会社補償を認めても構わないと思うが、これを立法するのは難しい。今不明確なところを明確化するのがよいだろう。株主総会決議を条件にするのか、定款の定めを要するのか、手続にグラデーションがあるので、小さく第三者に限り、重過失の場合を除いて規定を作ることが考えられる。
- 会社法に会社補償の規定を置くのは賛成であるが、今の運用実務を阻害しないようにするため、将来に向かって適用する必要がある。また、手続については、定款である程度規定を置いて、それに基づいて取締役会決議で判断する、重過失と過失の差については、取締役会で判断し、利益相反の関係は解釈に委ねるといった手続になってくると思う。対象については、罰金を含めにくいので、損害と訴訟費用ぐらいで規定を置くのでどうか。役員が職務を行っているときに善管注意義務違反になるかどうかを判断するのは極めて難しいので、少なくとも軽過失については補償の対象にする必要がある。定款の定めについては、全てについて必要とするのは重過ぎるが、例えば金融商品取引法上の有価証券報告書の重要な虚偽記載が、監視義務違反で過失責任を問われて、役員が賠償した場合、これを補償することができた方がよい。
- 手続については、第三者に対する責任を対象にするのか、会社に対する責任を対象にするのかを区別して考えなければならない。会社に対する責任を対象とするならば定款まで要求することも考えられるが、第三者に対する責任の場合にまで定款を要求するのは重い。

- 日本的なルールの下では、会社補償について何らかの手当てをする必要がある。会社補償と経営判断の原則との関係は裏返しのようなもので、非常に似ている要件の場合もある。重過失については、まず第三者との関係でルールを考えてみるのがよい。重過失かどうかという主観的要件だけではなくて、利益相反があるなど、この場合は駄目だということを具体的に書き上げていく努力をしてみると、明確になるのではないか。
- 会社補償については、まずは小さく、シンプルに設計する方がよい。定款に規定することもアイデアとしてはあり得るが、実務家の感覚からすると、対会社責任の責任限定契約は定款に既に規定があり、そこでは一部のみ免責すると言っている一方で、対第三者責任については軽過失の場合は全て免責するという定款規定を置くとなると、社内的にも株主総会の場でもその違いを十分説明し切れるか心配もある。罰金及び課徴金については、会社補償を認めるべきとは言い難いが、実務家の感覚からすると、子会社の解散に絡んだうっかりインサイダーにより課徴金が課されるような場合や環境事故により刑事罰が科されるなどの場合についても放置したままでいいのかという問題意識はある。
- 金融商品取引法では役員よりも会社の責任の方が重いので、会社が責任を問われる。会社が賠償し、株主代表訴訟が起きると、役員の対第三者責任が、会社法第423条の対会社責任になってしまい、責任制限の範囲内でしか制限できない。その調整をどう考えるかは、かなり難しく、第三者に対する責任の場合はもっと広く補償していいのだという理屈が出てこない、ずっと気持ち悪いままになる。
- 株主代表訴訟で訴えられたときは、対会社責任はいくら責任軽減契約があるとしても、訴訟費用などその他の問題は残るので、勝訴した場合の責任については考えてもよい。また、会社が、補助参加して訴えられるのが間違っているのだと言える機会と、その一つの適用として、役員の訴訟費用は会社で持つということがあってもよい。もっとも、白地からやらないと、株主代表訴訟が起きると、役員の対第三者責任が、会社法第423条の対会社責任になるという問題が残る。
- 会社法第429条の重過失の解釈がはっきりしていないのが大きな問題である。本当は、軽過失でも相当責任を負わされているにもかかわらず、それに対して何の補償もなくいいのかという問題がある。役員に第三者に対する責任を負わせる必要があるのは一体どういう場合なのかを、もう1回考える必要がある。本当に免責させな

いような、補償も与えられない場合と平仄が合っているとありがたい。対会社責任との関係も、チャレンジした方がよい。総株主の同意がなければ免除できないといわれているものが、本当にそうなのか。手続で縛るべきものなのか、性質で縛るべきものなのかを議論する必要がある。

- 検討の対象としては、会社に対する責任の関係も含めて議論するのはよいと思うが、損害賠償金を補償の対象にするのは相当慎重でなくてはならない。結局は支払の循環になって、実質的には責任の一部免除に他ならないように思える。会社に対する損害賠償金に補償を認めることにするのであれば、今の責任の一部免除のように監査役を入れるなど、複雑な規制が別にできることになる。

5 研究会資料（2）第3「D&O 保険（会社役員賠償責任保険）」について

- 会社が保険料を負担すること自体は、認めてもよい。もっとも、保険会社により契約上モラルハザードに対する歯止めの措置が執られると言えるかどうかについては慎重に考えた方がよい。何かやるとすれば、開示という話に行き着きやすいと思うが、アメリカでは、幾らの保険に入っているかを開示すると、濫訴の対象となりやすいと言われている。和解で終わった場合は免責を主張しないと書いてあると、和解すれば誰でも払うということで、そういう形の訴訟が乱発されるという問題がある。そのため、変な条件を入れていないか、会社が自己負担分でコ・インシュアランスを設定しているかどうかの開示を要求することがあり得る。保険料負担の問題がクローズアップされるが、ガバナンス全体に対するモラルハザードにどう対応するかも併せて検討すべきである。
- D&O 保険の手続規制については、株主総会でないなら、取締役会しかない。取締役会で全員が特別利害関係になるということであれば、開示で担保することがあり得る。開示すべき事項としては、保険金、保険料だけではなく、免責事由やコ・インシュアランスを含み得る。さらに、代表訴訟であれ、それ以外であれ、こういう和解をしたので払ったという開示をするのかも併せて検討する必要がある。
- D&O 保険については、開示規制を強化すべきだと思っている。プライバシーの問題はそれほど大きくない。また、保険金を開示すると訴訟を誘発するかどうかについては、アメリカと日本の訴訟制度の違いも考慮する必要がある。現実には、上場会社は大体 D&O 保険に入っているという見込みで訴訟をしているので、保険金が幾らかを開示することによって追加的にインセンティブが高まることは必ずしもないであろう。

う。保険会社は基本的に保険料と保険金でペイすればいいので、危険な業種に対しては保険料を高くするだけであり、保険会社がモラルハザードを防止するわけではない。D&O 保険は会社が払うので、経営者が株主にとっては合理的でない D&O 保険に入ってしまうことはあり得、それを牽制するのが開示である。現行法は、取締役といった報酬を払って保険に入らせていることからすれば、D&O 保険をブラックボックスにする効果しかないと思う。D&O 保険について法改正するなら、基本的に開示規制である。

- 手続面については、会社にとって有益ではあるけれど、利益相反の観点から不合理な内容が約定されるおそれのある取引類型という形で、報酬とは別立ての規制を考えることができる。
- 現在、損害保険で開示されているものは多分ない。保険会社は、企業にできれば保険の開示をしないようお願いしてきているという伝統がある。
- 保険に入ることによってモラルハザードが生じて、過度に冒険的な業務執行が生ずることを懸念しているのであれば、保険料を誰が負担するかはほとんど関係ない。現状でも、報酬に上乘せされて、D&O 保険に入れる状態になっている。D&O 保険がどうなっているのかを知らせれば、それを狙って訴訟を起こしてくる人がいる中で、政策課題として開示をさせる必要があるかどうかだけが唯一の論点である。
- 対会社責任について会社負担で付保できないということは大昔にされた整理で、これを積極的に見直してできるようにすること自体は賛成だが、手続は考えた方がよい。株主の同意が必要だとは思わないが、対会社責任の補償を含むような保険契約の締結についての承認は、利益相反取引と見ることができるので、利益相反取引的な手続は必要になると思う。最終的には開示規制だけでもよいが、どんな条項が入るとどんな問題があるかという分析が必要であり、その際には保険会社の視点も含めて考える必要がある。
- 利益相反で一番問題になるのは、契約の内容をどれだけ自由に設計できるかである。現在 D&O 保険でネゴシエーションの余地がどれくらいあるのか。
- 保険料の開示については、同じ業種で同じ 1 億円の D&O 保険に入っている会社が二つあって、保険料はある会社が 800 万円、ある会社は 300 万円だったとなると、なぜその差があるのかという話にもつながるので、保険会社からすると、開示は好ましい話ではない。また、金額を開示するとそこまで訴訟金額が上がるリスクがある。開

示の結果, 訴訟が増えるのであれば, 保険料が上がって社会のコスト高になる。また, 保険料負担について実務は流れ始めており, 今のままでも実務はうまく流れていくと感じている。D&O 保険は, 保険会社の裁量である程度自由に設計できる部分があるが, 今のところ, 保険会社によって補償内容が大きく違うということはない。

- 実務は今の規律で大きな支障はない。開示により, 訴訟を招いたり, 保険金の額に影響を与えるなどの副作用があるのなら, 慎重に考える必要がある。D&O 保険の内容をフル開示しなくてはならないとすることが現実的ないし適切なのかは疑問である。

以 上