

令和 5 年 6 月 9 日現在

機関番号：32601

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2020～2022

課題番号：20K22063

研究課題名（和文）実効的な株主の関与を実現する法制度のあり方

研究課題名（英文）The Legal System for Effective Shareholder Engagement

研究代表者

熊代 拓馬（KUMASHIRO, TAKUMA）

青山学院大学・法学部・助教

研究者番号：50877040

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、株主による経営者の監視・対話を実効的なものとする法制度（株主権やその行使の前提となる非財務情報開示制度）の課題を抽出し、それらのあり方（解釈論・立法論）を示すものである。現在の役員報酬規制は経営者への規律づけが不十分であるとの問題意識に基づき、諸外国の法制度、議論状況・実証分析、および実務状況を参照しながら、役員報酬規制の目的を明確なものとし、当該目的達成に適した法制度を解釈論・立法論として提示した。また、企業が開示する情報は正確なものであれば、株主による監視・対話の実効性が損なわれるとの問題意識の下、米国の証券詐欺訴訟を検証し、訴訟を通じた正確性の確保の機能や限界を検討した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、株主による監視・対話を実効的なものとする観点から、役員報酬規制を対象に、体系的に情報開示制度と株主の是正手段を整理・分析し、そのあり方を示した。情報開示制度や個々の株主権につき各論的に検討するものはあるが、何らかの視座に基づき体系的に整理する先行研究が乏しいところ、規制目的を明確化し、情報開示制度と是正手段を横断的に検討した点で学術的意義がある。また、実務において、上場企業の役員報酬の構成が変化するとともに、コーポレート・ガバナンスやESG投資との関係から企業の開示する非財務情報の重要性が高まっているところ、実務状況を踏まえ、実践的な解釈論・立法論を提示した点で社会的意義がある。

研究成果の概要（英文）：This study aims to identify and address key issues within the legal systems, specifically focusing on the non-financial information disclosure system and shareholders' rights. It provides interpretations and legislative theories to facilitate effective monitoring of management and shareholder engagement with management. Recognizing the insufficiency of the current laws and regulations governing executive remuneration in disciplining executives, this study clarifies the objectives of executive remuneration regulation. It proposes an interpretative and legislative theory for a legal system that is better suited to achieve these objectives. Additionally, considering the detrimental impact of inaccurate information disclosed by companies, this study examines the function and limitations of ensuring accuracy through securities fraud litigations.

研究分野：商法

キーワード：コーポレート・ガバナンス 非財務情報 役員報酬 虚偽記載

1. 研究開始当初の背景

(1) 上場企業における株主による監視・対話の要請

株式会社は投資家を経営から排除して経営者による効率的な業務執行を可能にする事業形態だが、経営者が投資家の利益を蔑ろにする可能性があり、これをいかに調整するかが会社法、特にコーポレート・ガバナンスの主要な問題である。わが国では、2010年代に入ると、上場企業においては株主・経営者間の利害対立が先鋭化していない状況下(いわば平時の場合)から、企業価値最大化に適った経営がなされるよう株主(特に保険会社や投資信託等の機関投資家)が積極的に経営者を監視し、会社と対話することが期待されるようになった。株主の監視・対話は、会社法、金融商品取引法、上場規則により開示が義務付けられる会社の開示情報に基づき、会社法上の株主権の行使や法・規則に依らない非公式な討議を通じてなされる。

(2) 株主による経営者の監視・対話を実現する法制度やそれに関する議論の不十分

しかしながら、従来、平時における経営の監視主体として念頭に置かれていたのは取締役や監査役等であり、現行制度下でも株主による監視・是正手段は用意されているが主として有事を念頭に置いたものであったため、平時において株主による経営者の監視・対話を実効的なものとなるよう制度設計されているわけではない。また、株主による監視・対話の前提となる会社情報(とりわけ、非財務情報)については複数の開示書類が併存し、それぞれ異なる時期に多少異なる情報が開示されるものとなっているとともに、実際に上場企業の開示する情報の質・量ともに必ずしも十分ではなかった。加えて、学界における議論状況についてみても、情報開示制度や個々の株主権につき各論的に検討するものはあるが、何らかの視座に基づき体系的に整理する先行研究が乏しい状況にあった。

2. 研究の目的

本研究の目的は、株主による監視・対話を実効的なものとするために、それを支える法制度はいかにあるべきかという問題を解明し、株主の有する是正手段および非財務情報開示制度のあり方について解釈論・立法論を提示することであった。具体的には、(1)株主による監視・対話の対象を役員報酬に限定し、役員報酬に対する株主の関与を実効的なものとするという観点から、役員報酬に関する株主権や情報開示制度の課題を抽出し、規制目的に適うよう解釈論・立法論を示すことである。また、(2)企業の開示する情報(とりわけ、非財務情報)につき、実効的な株主の監視・対話を行う前提となる点でその正確性の確保が要せられるとの理解の下で、正確性確保手段の一つである虚偽記載等に対する民事責任等の機能局面を明らかにすることである。

3. 研究の方法

本研究では、上記2.研究の目的で示した両研究課題につき次のような順序で検討した。

(1)役員報酬規制については、まず、米国、英国、豪州を対象として各国で採られている法制度の内容、学説上の議論、および実務状況を分析し、役員報酬につき株主による監視・対話が有効に機能する前提となる具体的な条件を考察する。その上で、比較法的検討から得られた考察結果がわが国でも同様に打倒するかについて、わが国の制度・実務の双方の実態に即した分析を行い、役員報酬規制の目的や具体的な解釈論・立法論を提示する。

(2)虚偽記載等に対する民事責任等の機能局面については、米国における証券詐欺訴訟を素材として、その機能局面を画する概念の一つである「重要性(materiality)」につき、どのような判断枠組みが構築され、運用されているか検証した。

4. 研究成果

(1) 役員報酬規制について

本研究では、役員報酬規制の目的を明確にするとともに、当該目的達成に適した法制度を解釈論・立法論として提示した。本研究が提示したものは、大要、以下の通りである。

役員報酬規制の目的

〔課題〕長らく、わが国では役員報酬の決定手続において株主の関与(株主総会決議または定款規定)を要求する会社法361条1項(平成17年改正前商法269条)の趣旨を「お手盛りの防止」と解する見解が支配的であった。そうした理解の下で、株主総会においては、役員全員の報酬総額・総量を決議すれば足り、役員個人ごとに報酬を決議する必要はないという理解が形成されたり(総額決議方式の許容)役員員数が減少しても一度決議された報酬総額が維持されるという慣行が許容されていた。役員報酬の決定手続における株主の関与に関する法規制の目的につ

いての理解は、役員報酬の決定手続における株主の関与にとどまらず、役員報酬開示（例えば、役員区分ごとの総額開示の許容）や役員報酬の付与決定に対する取締役の責任の追及といった役員報酬規制全般に影響を与えていた。それにもかかわらず、「お手盛りの防止」が具体的に何を意味するのか必ずしも明確にされていなかった。近時は、役員報酬規制の目的として、経営者への動機づけや監督機能を挙げる見解が有力に主張され、受容されているし、2010年代中頃以降は上場企業の役員の報酬構成において業績連動報酬の占める割合が増加している。そうすると、「お手盛りの防止」の意味を明らかにするとともに、近時の学説・実務の進展も踏まえて、役員報酬規制の目的を明確にする必要がある。

〔検討結果〕役員報酬規制の検討にあたっては、「お手盛りの防止」を精緻化した視座を有するとともに、業績連動報酬の特徴（事後的評価の必要性、および個別具体的な報酬決定の困難性）や経営者の監督といった視座を有すべきであるとした。「お手盛りの防止」の精緻化につき付言すると、判例・学説を踏まえれば、「お手盛りの防止」とは、株主が報酬の相当性を判断し、不相当である場合にはそれを是正することで、報酬に関して生じる役員による私的利益の追求行為を防止・抑制することを意味するものと考えられる。その目的を達成するためには、株主が、報酬の相当性を判断し、それを是正する機会を有すること、すなわち、役員報酬の付与・受領に対する株主の関与・確知の機会が求められる。〔課題〕に記した現在の支配的理解の下で許容されている慣行（総額決議方式・総額開示方式）は、株主が役員報酬の決定権限を有することに拘泥するあまり、本来の意味で「お手盛りの防止」を達成することができておらず、かえって、役員報酬の付与・受領に対する関与・確知の機会の実効性が損なわれている。

役員報酬に対する株主の関与のあり方

〔検討結果〕株主の関与形態を「事前的・事後的」、「拘束的・勧告的」、「包括的・具体的」、「対全員・対個人」という4つの観点にモデル化した。現在のわが国における役員報酬に対する株主の関与形態は、「事前的・拘束的・個別的・対全員」なもの（会社法361条）を中心としつつ、による「事後的・拘束的・個別的・対個人」なもの（役員報酬の決定を行った取締役の対会社責任の追及）が一応存在するものと整理できる。諸外国のsay on payは「事後的・勧告的・包括的・対全員」な関与形態に整理できるが、say on payは勧告的な関与形態である以上、役員による私的利益の追求を抑制しつつ、業績連動報酬の実効性を確保する必要がある。そこで、各国はそれぞれ異なる株主の関与形態（例えば、米国では取締役の信託義務違反の追及が活発であり、英国では一定頻度で報酬政策について株主が関与し、豪州では役員の解任と紐づけている）を確保することで「勧告的」な関与の弱点を補完している。諸外国の法制度や役員報酬規制を検討する上での視座を踏まえれば、「事前的・拘束的・包括的・対全員」の関与と「事後的・勧告的・個別的・対個人」の関与という2つの関与形態を法的に確保することが最善である。

役員報酬開示制度のあり方

〔検討結果〕役員報酬開示の機能は、役員による私的利益追求行為の発見・抑制、インセンティブ・システムの機能化、株主・会社間の建設的な対話の基礎の提供にある。本研究で比較対象とした諸外国では、1つの開示書類で役員報酬に関する情報を把握することができるように制度設計がなされており、また、株主・投資家が開示書類に書かれていることを理解しやすいように工夫がなされていた。これらを踏まえ、役員報酬に対する株主の関与を実効的なものとする観点から、役員報酬開示制度につき、開示対象となる役員、開示時期、開示事項を示した。

個別具体的な報酬を決定する機関に対する規制のあり方

〔検討結果〕個別具体的な報酬決定は、当該企業の持続的な成長の促進や役員（とりわけ経営者）へのインセンティブ付与の観点、ないし当該期企業の報酬の決定方針に基づき、無数の選択肢の中からそれらに合致すると見込まれるものを選択するものであり、高度の専門性、知見、能力が要求されると思われる。そのため、本研究は、報酬の決定方針の原案の策定や個別具体的な報酬決定を行う機関として、取締役会や報酬委員会を念頭に置き、その構成（独立性の確保）や有すべき権限・職責（報酬の決定方針の原案の策定、経営者の業績評価、個別具体的な報酬決定、情報開示書類の作成）を示した。

（2）非財務情報開示について

本研究では、開示情報の正確性を確保する手段の一つである虚偽記載等に対する法的責任等の機能・限界を検討するために、米国証券詐欺訴訟において、いかなる場合に重要事項についての虚偽記載等が認められているかを検証した。米国証券詐欺訴訟において、重要性(materiality)は、投資家が投資判断を行うにあたり、当該情報を重要なものだと考えるであろう相当程度の可能性があるか否か、すなわち、投資家が利用可能な情報の総体が大きく変化したとみなす相当程度の可能性があるか否かという観点から評価される。重要性の評価は法の問題と事実の問題の混合問題であり、合理的な判断において重要性の評価が異なる場合においてのみ法の問題として（すなわち、訴答段階において）判断することができる。こうした判断枠組みは、完全な情報開示を通じた投資家の投資判断の向上という効用と些末な情報まで開示されることによつてかえって投資家の投資判断が損なわれるという弊害の均衡を図ることを目的とするものであ

る。コーポレート・ガバナンスに関する一般的な説明（例えば、高度な法令遵守体制を備えているという声明）は、こうした判断枠組みの下で、法の問題として重要性がないとして典型的に評価される。したがって、現在の米国において、非財務情報の相当程度について、証券詐欺訴訟を通じた正確性確保は期待できない状況にある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 熊代拓馬	4. 巻 2261
2. 論文標題 法令遵守に関する一般的な説明と証券詐欺における重要性	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 54 - 59
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 熊代拓馬	4. 巻 2269
2. 論文標題 支配株主とされる取締役兼執行役員の報酬付与に関する信託義務違反の審査基準	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 53 - 60
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 熊代拓馬	4. 巻 2250
2. 論文標題 被告側弁護士費用を敗訴原告へ移転させる付属定款規定の無効	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 56 - 62
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 熊代拓馬	4. 巻 2261
2. 論文標題 法令遵守に関する一般的な説明と証券詐欺における重要性	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 54 - 59
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 熊代拓馬
2. 発表標題 支配株主とされる取締役兼執行役員の報酬付与に関する信託義務違反の審査基準
3. 学会等名 神戸大学商事法研究会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 熊代拓馬
2. 発表標題 法令遵守に関する一般的な説明と証券詐欺における重要性
3. 学会等名 神戸大学商事法研究会
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 熊代拓馬	4. 発行年 2022年
2. 出版社 弘文堂	5. 総ページ数 336
3. 書名 役員報酬に対する法規制	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------