

役員報酬の在り方に関する  
会社法上の論点の調査研究業務報告書

平成27年1月

一般財団法人 比較法研究センター

## はじめに

先進諸国では、リーマンショックを契機として、過度な役員報酬に対する規制という形でコーポレート・ガバナンス強化の一つとして役員報酬の改革が進められてきたが、我が国では、我が国企業の収益力・企業価値の向上、ひいては停滞する我が国経済の活性化のためのコーポレート・ガバナンスの見直しの一環として、役員報酬の在り方についての改革（役員報酬ガバナンス強化）が近年注目されている。

我が国において、役員報酬につき、ストック・オプション等のいわゆる業績連動型報酬を導入する企業は増加傾向にあるといわれているものの、我が国の役員報酬は、米国等の先進各国と比べて業績とは無関係に給付される固定給の割合が高く、役員報酬の業績連動性は低い水準にとどまっている。平成 22 年内閣府令改正で有価証券報告書における役員報酬に関する開示強化（1 億円以上の役員報酬を付与されている役員について、役員報酬の総額のみならず報酬の個別開示の義務化など）が行われたことによって役員報酬への株主の関心が強まっており、役員報酬の業績連動性が低いことが、役員任期中に大胆な改革にチャレンジするよりも経営リスクをとらずに任期を全うしようという動機を強めているのではないかという懸念を投資家にもたれるおそれがあることから、我が国においても業績連動型の役員報酬制度の活用を積極的に検討する必要があるとの指摘がなされている。ただし、業績連動型報酬については、企業価値向上のための業績連動型報酬のさらなる活用についての検討が求められる一方で、欧米企業に見られるような短期業績に連動するインセンティブ構造に偏ることにより企業行動の「近視眼化」が助長される危険性があることについての指摘もなされていることから<sup>i</sup>、どのように制度設計を行っていくかについては、慎重に検討する必要がある。

このような状況において、役員報酬の在り方については、諸外国における役員報酬の在り方も踏まえて検討を行うことが有用であるとの認識に立ち、本調査研究では、米国及び英国における役員報酬に関する法制度や運用状況につき指摘されている問題点等の情報を収集・整理し、我が国の制度と比較し、我が国における役員報酬の在り方に関する会社法上の論点について検討して取りまとめた<sup>ii</sup>。グローバル化する市場経済の中で我が国企業が役員に対し企業価値を高めるインセンティブを与えることで企業活動の持続的発展に寄与するため、株主・投資家の利益も考慮しつつ役員報酬の在り方に関して幅広く検討するための基礎資料となれば幸いである。

平成 27 年 1 月  
一般財団法人比較法研究センター

<sup>i</sup> 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」（平成 25 年）5 頁（<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>）

<sup>ii</sup> なお、本報告書においては、役員報酬のうちでも取締役の報酬を扱い、報酬については、主として、ストック・オプション等のいわゆる業績連動型報酬に焦点をあてる。そこで、取締役としては、上場会社の取締役を想定することとする。

## 研究実施体制

(五十音順)

上田真二	関西大学法学部	教授	(第 II 章、第 III 章 5 執筆担当)
松尾健一	大阪大学大学院法学研究科	准教授	(第 I 章、第 III 章 1 ～ 4 執筆担当)
木下孝彦	一般財団法人比較法研究センター	主幹研究員	
不藤真麻	一般財団法人比較法研究センター	調査研究員	
吉川佐知子	一般財団法人比較法研究センター	補助研究員	

## 目 次

はじめに

研究実施体制

<b>I.</b>	<b>米国における経営者報酬の実態及びその規制</b> ……………	<b>1</b>
1.	本章の構成……………	1
2.	米国における経営者報酬の実態……………	1
	(1) 経営者報酬パッケージの構成要素……………	1
	(2) 経営者報酬の推移……………	5
	(3) 取締役報酬の動向……………	6
3.	米国における報酬規制改革の背景と規制改革の目的……………	7
	(1) 報酬規制改革の背景……………	7
	(2) 報酬規制改革の目的……………	9
4.	米国における経営者報酬規制……………	10
	(1) 序論……………	10
	(2) 経営者報酬の決定過程に関する規制……………	11
	(3) 報酬開示規制……………	20
	(4) 報酬の内容に関する規制……………	38
<b>II.</b>	<b>英国における役員報酬の実態及びその規制</b> ……………	<b>46</b>
1.	取締役の報酬をめぐる議論……………	46
	(1) キャドベリー委員会報告書……………	46
	(2) グリーンブリー委員会報告書……………	47
	(3) ハンペル委員会報告書……………	49
	(4) 統合規範の制定……………	51
2.	取締役の報酬……………	52
3.	取締役の報酬の決定過程……………	52
4.	会社法による規制……………	53
	(1) 取締役報酬報告書……………	53
	(2) 取締役報酬報告書に対する株主の関与と近時の法改正 －2013年事業規制改革法(Enterprise and Regulatory Reform Act 2013)……………	57
5.	コーポレート・ガバナンス・コード及び上場規則による規制……………	57
	(1) コーポレート・ガバナンス・コードによる規制……………	58
	(2) 上場規則による規制……………	59
6.	ストック・オプション及び長期インセンティブ報酬……………	60

7.	報酬に対する規制の特徴及び評価	61
8.	取締役の報酬の現状・実態	61
<b>III.</b>	<b>日本法における経営者報酬の規律</b>	<b>63</b>
1.	本章の構成	63
2.	日本の上場会社の経営者報酬の実態	63
3.	日本の経営者報酬に関する法規制	64
(1)	経営者報酬の決定過程に関する規制	64
(2)	経営者報酬の開示に関する規制	65
(3)	日本の経営者報酬規制の規制目的	67
4.	米国法からの示唆	68
(1)	報酬規制の目的	68
(2)	報酬の決定過程の規律	69
(3)	報酬開示規制	71
(4)	報酬内容に関する規制	73
5.	英国法からの示唆	74
(1)	報酬規制の目的	75
(2)	報酬の決定過程の規律	75
(3)	情報開示規制	77
(4)	報酬内容に関する規制	78

# I. 米国における経営者報酬の実態及びその規制

## 1. 本章の構成

本章では、米国の上場会社における経営者報酬の実態と経営者報酬に関する法規制について、1990年以降の動向を中心に概観する。米国では、一般的に、CEO（Chief Executive Officer）等の執行役員（executive officer）によって構成される経営陣が事業の経営を担当しており、ここでの「経営者」とはこれらの経営を担当する執行役員を意味する<sup>1</sup>。

まず、経営者報酬に関する規制をみる前提として米国の経営者報酬の実態に簡単にふれた後、1990年代以降の報酬規制の展開をみることにする。

## 2. 米国における経営者報酬の実態

### （1） 経営者報酬パッケージの構成要素

現在の米国の経営者報酬は、性質の異なるいくつかの要素が組み合わされたパッケージの形をとるのが一般的である。構成要素の分類の仕方にはいくつかの方法があるが、代表的なものによると2011年の時点で、基本報酬（Base Salary）が金額ベースで全体の11%、年次ボーナス（Annual Bonus）が22%、長期インセンティブプラン（Long-Term Incentive Plan）に基づく報酬が67%となっている<sup>2</sup>。以下では、これらの報酬の構成要素の特徴について簡単にふれておく。

#### （i） 基本給

基本給は、その経営者の職務内容、能力、過去の実績等をもとに決定される固定の金銭報酬で、業績等によって変動することはない。

#### （ii） 年次ボーナス

各事業年度の業績に連動する金銭報酬である。具体的な支給額の定め方は様々であり、事業年度終了後に業績をみた上で報酬委員会等がその裁量で支給額を決定するタイプのもの、あらかじめ業績目標等を定めてその達成度等に応じて支給額を算出する方法を定めておき、その方法に従って支給額を決定するもの、両者の中間形態のようなものがある<sup>3</sup>。事後的に裁量で支給額が定められるものをボーナスと呼び、あらかじめ設定された目標達成

<sup>1</sup> 上場会社の取締役会は経営陣の監督を職務としており、取締役の大半は社外取締役である。本報告書では、米国における取締役の報酬については補足的にとりあげるにとどめる。

<sup>2</sup> 日本取締役協会「経営者報酬ガイドライン（第三版）と法規制・税制改正の要望—報酬ガバナンスの更なる進展を一」（2013年）添付資料①（Towers Watson作成）参照。

<sup>3</sup> 熊谷真和＝塩田尚也「米国における経営陣報酬の実務動向〔上〕」商事法務1996号（2013年）38頁。

するよう動機づけをするものを短期インセンティブ報酬と呼んで区別する場合もある<sup>4</sup>。

### (iii) 長期インセンティブ報酬

長期インセンティブ報酬は、その名が示す通り、経営者に対して一定のインセンティブを与えることを目的とした報酬である。上場会社の場合、長期インセンティブ報酬を用いて、株主の利益を考慮した経営を行うインセンティブを与えること（経営者と株主の利害の一致）、及び、長期間会社にとどまるインセンティブを与えること（有能な人材の流出防止）が目指される<sup>5</sup>。

長期インセンティブ報酬は、報酬額が株価に連動するもの（エクイティ報酬）とそれ以外の指標に連動するものに分けられる。エクイティ報酬は、株式自体を給付するもの（それと同等の経済的利益を付与するもの）と、株式を取得する権利（オプション）を給付するもの（それと同等の経済的利益を付与するもの）に分かれ、権利行使価格と対象となる株式の価値との差額のみが報酬となるオプション型に対して、株式自体を給付する場合は株式の価値全体が報酬となるためフルバリュー型と呼ばれることがある<sup>6</sup>。

## ① オプション型報酬

### (a) スtock・オプション

オプション型報酬の典型はストック・オプションである。仕組みは日本のそれとほぼ同じであり、その会社の一定数の株式を所定の価格（権利行使価格）で所定の期間（権利行使期間）内に取得することができる。ストック・オプションを行使するには行使価格に相当する金銭を払い込む必要があり、行使されれば会社は新株発行又は自己株式の処分によって株式を交付することになる。

権利行使価格は、ストック・オプション付与時点の対象株式の市場価格とされるのが一般的で<sup>7</sup>、権利行使期間は10年とされるものが多い<sup>8</sup>。また、付与時点から一定期間（3年が一般的）は行使できないとされることが多く<sup>9</sup>、その後も経営者としての在任期間が長くなるにつれて行使できるストック・オプションの数が増えていくように設計されることも

<sup>4</sup> アーヴィング・ベッカー＝ウィリアム・ゲレック編著（ヘイ コンサルティンググループ訳）『役員報酬制度の設計・運用の実務』（中央経済社、2014年）29頁（以下「ヘイ グループ」として引用する）。

<sup>5</sup> ヘイ グループ・前掲注（4）43頁。

<sup>6</sup> オプション型報酬では、対象株式の株価が権利行使価格を大きく下回っている場合、株価を向上させるインセンティブが失われやすい（多少株価を向上させても行使価格は届かないといった場合）のに対し、フルバリュー型報酬では、少しでも株価を回復させればその分だけ報酬の価値が上がることとなり株価向上のインセンティブは失われにくい。また、株価が権利行使価格を下回っている場合、オプション型報酬では、株価がそれ以上下がっても報酬が減るわけではないため、リスクは高くとも株価を大きく向上させる可能性があるような経営を行うインセンティブをもつことになるが、フルバリュー型報酬ではそのようなインセンティブをもつ可能性は低い。

<sup>7</sup> 園田成晃「米国の長期インセンティブ報酬制度〔上〕」商事法務1385号（1995年）18頁、熊谷＝塩田・前掲注（3）41頁。

<sup>8</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., The 2014 Top 250 Report Long-Term Incentive Grant Practices for Executives 9 (2014).

<sup>9</sup> Id., at 11.

多い。

株主によって承認されたストック・オプション計画に基づいて付与されるものであること、権利行使期間が10年以内であること、権利行使価格が付与時点の市場価格以上であること等の要件をみたすストック・オプションについては、権利行使時点では課税されず<sup>10</sup>、権利行使によって取得した株式を売却した時点で売却価格から権利行使価格を差し引いた額に対して課税するという税制上の優遇措置がとられている<sup>11</sup>。もっとも、この優遇措置を受けるための要件をみたさないストック・オプションが用いられることが多かったようである<sup>12</sup>。

#### (b) SAR (Stock Appreciation Right)

権利行使時点の対象株式の市場価格が、あらかじめ定められた権利行使価格を上回っている場合に、その差額分の金銭又は株式（あるいは両者を組み合わせたもの）を受け取ることができる権利である。権利行使時点で金銭を払い込む必要がなく、株式でなく金銭を受け取ることができる点でストック・オプションと異なる。

### ② フルバリュー型報酬

#### (a) 制限付株式 (Restricted Stock)、制限付株式ユニット (Restricted Stock Unit)

制限付株式は、典型的には、会社が、経営者に対して一括で、又は分割してその株式を交付しつつ、一定期間が経過するまではその株式の譲渡を禁止し、譲渡禁止期間内に付与された経営者が任期満了・死亡・障害以外の理由で経営者の地位を喪失した場合には、交付された株式を会社に返還させるというものである。制限付株式の引受けの対価は将来の役務提供であり、経営者は交付時に払込みをする必要はない。交付を受けた経営者は、当該株式について議決権を有し、配当を受け取ることができる<sup>13</sup>。

一括で交付する場合には、25%は3年間譲渡禁止、25%は5年間譲渡禁止、残り50%は退任時まで譲渡禁止とするなど、在任期間が長くなるほど報酬としての価値が上がるように設計される（分割して付与する場合には在任期間に応じて制限付株式の受給権が発生するよう設計される）<sup>14</sup>。受給権が確定した時点で経営者の所得として認識される。

また、当初の支給時には株式の現物を交付せず、一定期間経営者の地位にあることといった受給権確定の条件が成就した場合にはじめて株式（又はその株式の価値に相当する金銭）を交付するものを制限付株式ユニットという。株式又は金銭が交付された時点で、課税対象となる経営者の所得が認識される。

---

<sup>10</sup> 経営者が報酬として資産を獲得し、その資産の換価が可能となった時点で所得が認識されることから（内国歳入法典（Internal Revenue Code）83条）、ストック・オプションについては原則として権利行使時点で所得が認識される（熊谷＝塩田・前掲注（3）42頁）。

<sup>11</sup> 内国歳入法典422条。詳細については、園田・前掲注（7）17-18頁。

<sup>12</sup> 園田・前掲注（7）20頁〔第2表〕参照。

<sup>13</sup> 熊谷＝塩田・前掲注（3）41頁。

<sup>14</sup> 園田・前掲注（7）19頁。



(b) パフォーマンス・シェア (Performance Share)、パフォーマンス・シェア・ユニット (Performance Share Unit)

パフォーマンス・シェアは、一定期間における業績目標の達成度合いに応じて株式を交付するものである。業績目標の達成度合いは3年後に測定し、その達成度に応じた数の株式を交付することとされるのが一般的である<sup>15</sup>。業績目標を設定する際の指標としては、TSR (Total Shareholder Return: 株式の値上がり益に配当を加えたもの)、一株あたり利益・当期純利益・EBIT等の会計上の数値をもとにした指標、ROE・ROA等の資本効率性がよく用いられており、いくつかの指標を組み合わせて用いることも多いようである<sup>16</sup>。交付される株式数が確定してから、実際に交付されるまで一定の期間がおかれる場合もあり、制限付株式と同様にその期間に辞任した場合には、株式の交付を受ける権利を失うものとされている<sup>17</sup>。

パフォーマンス・シェア・ユニットは、基本的にはパフォーマンス・シェアと同じ仕組みによって交付される株式数が決定されるが、現物株式の交付に代えて同等の価値を有する金銭が交付される点が異なる。

③ 非エクイティ型長期インセンティブ報酬

一定期間における業績（若しくは業績目標の達成度合い）に応じて支払われる額が変動する金銭報酬等がこれにあたる。支給額算定の際に参照される指標が株式の価値と関連せず、また、報酬として株式（若しくは支給時点における株式の価値相当額）が支給されるわけではないため、株式の価値に連動しない仕組みの報酬である。

(iv) 退職後の報酬

退職給付として、退職直前の基本報酬と年次ボーナスの合計額の60%に相当する年金を支給するといったことが一般的に行われているようである<sup>18</sup>。また、会社支配権の変動に伴う退職に際して支給される報酬等については、いわゆるゴールデン・パラシュートとして特に問題とされることがある。

<sup>15</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., supra note 8, at 14.

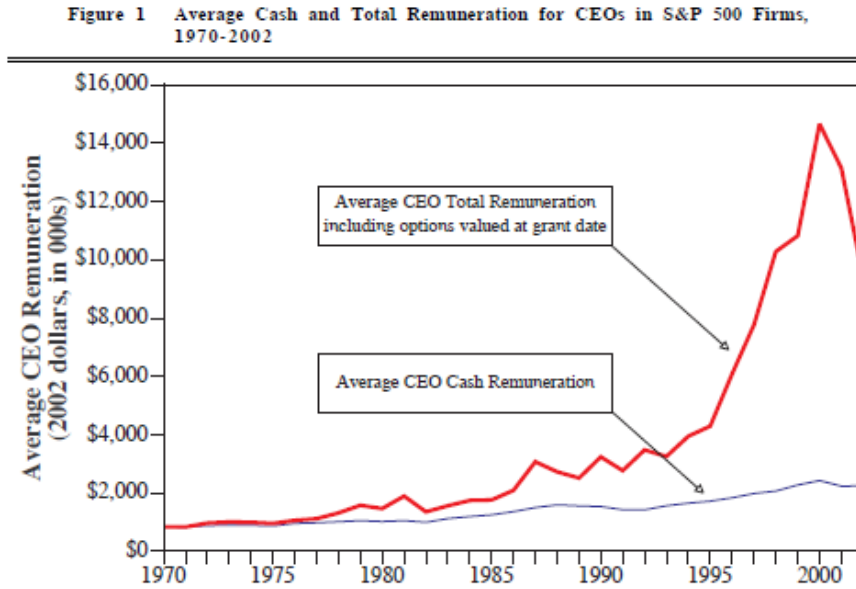
<sup>16</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., supra note 8, at 12-13. なお、TSRは他社との比較による相対的な基準で測定されるが、それ以外の指標は絶対的な数値が達成目標として定められることが多い(Id., at 12)。

<sup>17</sup> 園田・前掲注(7) 19頁。

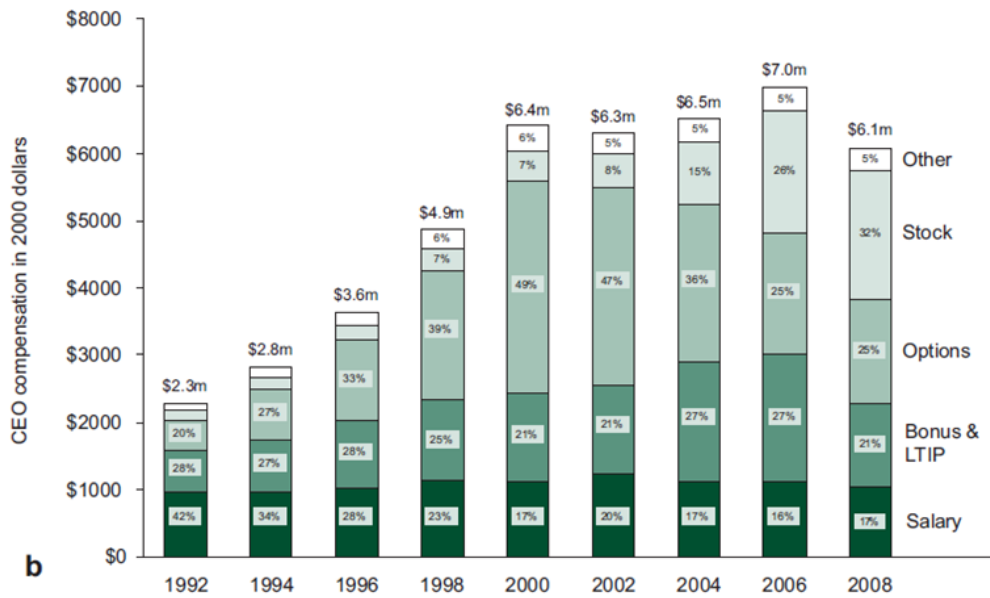
<sup>18</sup> ヘイグループ・前掲注(4) 138頁。

(2) 経営者報酬の推移

〔図表1〕 米国の経営者報酬の推移<sup>19</sup>



〔図表2〕 米国の経営者報酬の内訳<sup>20</sup>



<sup>19</sup> Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them 25 (2004), available at <http://ssrn.com/abstract=561305> より抜粋。

<sup>20</sup> Carola Frydman & Dirk Jenter, CEO Compensation, Annu. Rev. Financ. Econ. 2010. 2:80 より抜粋。

〔図表 1〕は、代表的な株価指数である S&P500 を構成する会社の CEO の平均報酬額の推移を、金銭報酬（基本給及び年次ボーナス）の額とそれ以外の報酬（付与時点のストック・オプションの価値、制限付株式、その他長期インセンティブプランに基づき支給されたもの）を含む合計額の推移を表したグラフである。このグラフからは、1970 年代後半から徐々に報酬総額が増加し始め、1990 年代後半には急激に増加したこと及び増加した報酬額の大部分は基本給・年次ボーナスを除いた長期インセンティブ報酬の増加によるものであることが分かる。

〔図表 2〕は、1992 年から 2008 年間の米国の大企業 50 社における CEO の報酬の構成要素の推移を示したものである。ここから分かるようにエクイティ報酬の内訳をみると、当初はストック・オプションが圧倒的に多かったが<sup>21</sup>、2004 年以降はストック・オプションの割合が減少する一方で株式を付与するフルバリュー型の報酬が増加し、2006 年には両者の比率が逆転している。この傾向は 2008 年以降も続いている<sup>22</sup>。ストック・オプションの利用が減少し、フルバリュー型報酬の割合が増加した原因として、2000 年から 2001 年にかけて株式市場が低迷したこと<sup>23</sup>、2004 年にストック・オプションの費用計上が義務づけられたこと<sup>24</sup>、ストック・オプションの行使による株式の希釈化への投資家の懸念が強まったことがあるとされている<sup>25</sup>。

また、年次ボーナスも、事後的に金額が決定される利益配分的性格のものから、短期インセンティブ報酬型のものに移行してきているようである<sup>26</sup>。

### （３） 取締役報酬の動向

米国の取締役会は、独立の非業務執行取締役を中心として構成されており、CEO 等の業務執行役員による業務執行の監視、監督を主たる任務としている。このような職務を担う取締役の報酬は、当初は基本報酬や会議への出席手当等の金銭報酬が大部分を占めていた。しかし、その後、取締役に対してもエクイティ報酬を支給する会社が増加し<sup>27</sup>、主要な上

<sup>21</sup> スtock・オプションについては、1950 年の内国歳入法典の改正により、一定の要件をみたしていることを条件に課税の繰延べを認める措置がとられ、その利用が広まったとされている（伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣、2013 年）49 頁）。

<sup>22</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., *supra* note 8, at 7-8.

<sup>23</sup> 株価が権利行使価格を下回っている状態ではストック・オプションのインセンティブ報酬としての魅力が低くなることについては、前掲注（6）を参照。

<sup>24</sup> 2004 年 12 月に FASB（Financial Accounting Standards Board：米国財務会計基準審議会）は、会計基準を変更し、2005 年 6 月 16 日以降に開始する会計年度以降は、上場会社とその役員に付与するストック・オプションについて、ブラック＝ショールズモデルや 2 項モデルを利用して測定した公正価値を報酬費用として計上することが義務づけられた。これ以前は、ストック・オプション付与時点において対象株式の株価が権利行使価格を上回っている部分を費用として計上すればよいとされていた（権利行使価格が付与時点の市場価格と同じである場合には費用計上の必要がなかった）。詳細については、小立敬＝木村真生子「ストック・オプション付与をめぐる不正操作」商事法務 1783 号（2006 年）35-36 頁、38-39 頁参照。

<sup>25</sup> ヘイ グループ・前掲注（4）43 頁。

<sup>26</sup> ヘイ グループ・前掲注（4）29 頁。

<sup>27</sup> 米国では、CEO 等の報酬を決定する取締役に対して、株主の利益を考慮して行動するインセンティブを付与するためにエクイティ報酬を付与すべきであるとする見解があるが、それに反対する学説もある。そのような議論については、伊藤靖史「米国における役員報酬をめぐる近年の動向—1990 年代の役員

場会社 300 社を対象とした 2014 年の調査では、ほとんどの会社でエクイティ報酬が報酬全体の 50%以上を占めており、エクイティ報酬の内訳をみるとストック・オプションは少なく、フルバリュー型の株式報酬が大部分を占めている<sup>28</sup>。フルバリュー型の株主報酬の特徴としては、一定の株式数を付与する方法から、一定の金額に相当する株式を付与する方法への切替えが進んでいるという。また、執行役員等に付与される株式報酬では、前記のように権利確定期間を長く設定することが多いが、取締役が付与される株式報酬は、権利確定期間を 1 年とするものが多くなっている。これは取締役の独立性を高めるためであると説明されている<sup>29</sup>。

取締役の報酬額と会社の規模の大きさは比例しており<sup>30</sup>、規模の大きい会社では会議への出席手当を廃止し、金銭報酬を基本給に一本化しているところが多い<sup>31</sup>。また、規模の大きい会社では自社株保有ガイドラインを定めているところが多い<sup>32</sup>。監査委員会、報酬委員会、指名委員会等の委員会の委員としての業務の重要性が増していることから委員会議長の報酬が増加しており、監査委員会議長の報酬が他の委員会の議長より高い傾向にあるが、最近では報酬委員会議長の報酬額が増額されてきており、両者の差は小さくなっているという<sup>33</sup>。

### 3. 米国における報酬規制改革の背景と報酬規制改革の目的

#### (1) 報酬規制改革の背景

##### (i) 1990 年初頭の報酬規制改革の背景

エクイティ報酬の割合が増加するにつれて 1980 年代に米国の経営者報酬は増加していった。例えば代表的な株価指数である S&P500 を構成する会社の CEO の平均報酬額は、1980 年には 100 万ドルほどであったが、1990 年には 150 万ドルに達した<sup>34</sup>。他方で、1980 年代末から米国の景気は後退局面を迎え、大規模なリストラが行われた。このため、経営者の高額な報酬に対する大衆の批判が高まり、機関投資家や学界における経営者報酬をめぐる議論が非常に活発になった。

このうち大衆からの批判は、経営者報酬が高額であること自体を対象としており、経営者報酬と従業員の賃金との格差が大きくなっていることも不満の対象となった。エクイテ

---

報酬額の増加と 2000 年代初頭の不祥事の後で」同志社法学 58 巻 3 号 (2006 年) 60 頁 (注 159) 及びそれに対応する本文参照。

<sup>28</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., 2014 Director Compensation Report 6 (2014).

<sup>29</sup> ヘイ グループ・前掲注 (4) 238 頁。

<sup>30</sup> Frederic W. Cook & Co., Inc., supra note 28, at 8.

<sup>31</sup> Id., at 7.

<sup>32</sup> Id., at 17.

<sup>33</sup> ヘイ グループ・前掲注 (4) 237 頁。

<sup>34</sup> Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them 26 Figure2 (2004), available at <http://ssrn.com/abstract=561305>.

イ報酬を中心とする業績連動型の報酬が高額な報酬のもとになっていたことから、業績連動型報酬に対する批判も強まった。高額な経営者報酬、従業員との報酬格差は、1992年の大統領選挙の争点の一つとなった。

これに対し、機関投資家や学界は、経営者報酬の絶対額ではなく、報酬額と業績との連動性に関心を有しており、経営者報酬が、経営者に対して株主の利益を向上させるインセンティブを付与する仕組みとしてうまく機能しているか、機能していないとすればどのように改善すればよいかといったことがその議論の中心となった<sup>35</sup>。1991年に機関投資家を対象として実施された調査によれば、配当及び株価の上昇を通じた株主還元を基準として経営者報酬に制約を設けることについては機関投資家の69.7%が賛成し、会社の年度利益を基準に報酬に制約を設けることについては67.3%が賛成しているのに対し、経営者報酬に絶対額ベースの制約や従業員報酬の何倍までといった制限を設けることについては反対が多かった（絶対額ベースの制約については61.1%が反対）とされている<sup>36</sup>。

#### (ii) 2000年代初頭の企業不祥事と報酬規制改革

1990年代に経営者報酬は増加の一途をたどった。エクイティ報酬の割合が増加したことがその主たる要因とされている<sup>37</sup>。そのような中で2000年代初頭にエンロン事件、ワールドコム事件等の企業不祥事が発生した。エクイティ報酬の増加は、経営者の関心を短期的な株価の動向へと向かわせ、会計監査人等に対して会計情報を操作するよう働きかける圧力が強まったことが、これら一連の不祥事の一因となったとされている<sup>38</sup>。これを受けて、2002年に成立したサーベンス＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）には、経営者報酬に関する規制を強化する方策が盛り込まれた。

また、エンロン事件後のコーポレート・ガバナンスの強化をめぐる議論の中で、ストック・オプションの大量付与に伴う株主持分の希釈化、ストック・オプションを利用することによる作為的な費用の圧縮の問題が認識された<sup>39</sup>。

#### (iii) 2008年金融危機前後の状況

金融危機発生前の2006年には、米国企業の業績が伸び悩む中でストック・オプションの付与をめぐる不正<sup>40</sup>が明らかとなり、サーベンス＝オクスリー法による改正後の報酬規制も十分に機能していないと指摘され、高額な経営者報酬に対する批判が高まった。

また、2006年11月の中間選挙に勝利した民主党は、格差の是正を経済対策の中心に据

<sup>35</sup> Andrew R. Brownstein & Morris J. Panner, Who Should Set CEO Pay? The Press? Congress? Shareholders?, Harvard business review, 70(3), 28 (1991). 伊藤・前掲注(21)125-126頁。

<sup>36</sup> 園田成晃「米国の長期インセンティブ報酬制度〔下〕」商事法務1386号(1995年)21頁参照。

<sup>37</sup> 伊藤・前掲注(27)10頁以下参照。

<sup>38</sup> John C. Coffee, Jr., What Caused Enron? — A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 Cornell L. Rev. 269, 275-276, 297-298.

<sup>39</sup> 小立＝木村・前掲注(24)33頁以下参照。

<sup>40</sup> 後記I. 4(3)(iii)②参照。

えており、その中で経営者と従業員の報酬格差の問題もとりあげていた。当時の報酬格差をみると、例えば、S&P500を構成する株式の発行会社を対象にした調査では、1990年にはCEOの平均報酬額は従業員の平均報酬額の107倍であったが、2000年には525倍に達し、その後やや差が縮小したものの、2005年には411倍であったとされている<sup>41</sup>。

金融危機後は、金融危機の原因究明と再発防止策の検討の過程で、様々な形で経営者報酬規制の見直しが議論された。ドッド＝フランク ウォール・ストリート改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下「ドッド＝フランク法」という）の前身である2009年会社・金融機関報酬公正法案（Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act 2009）の提案理由においては、金融業界の経営者、従業員の報酬の問題だけでなく、一般の事業会社の経営者報酬が高額であり、従業員の給与との格差が拡大していることが強調されている<sup>42</sup>。また、公的資金が投入された企業における経営責任を明確化し、公的資金が高額の報酬に流用されないための規制の必要性も主張された。さらに、従来の金融機関の経営者報酬の内容が、過度のリスク・テイクといった不適切なインセンティブを経営者に与えるものとなっていたことが、金融危機の原因の一つとなったという指摘もあった。ここでの議論の対象は、主として金融機関の経営者報酬であったが、一般の事業会社の経営者報酬規制を強化する法改正も行われた。

## （２） 報酬規制改革の目的

### （い） 報酬格差の是正

前記Ⅰ．３（１）でみたように、少なくとも1980年以降の米国では<sup>43</sup>、経営者報酬が高額であること及び経営者と従業員の報酬格差が大きいことが、大衆の批判の対象となっている。そのような格差の是正は、たびたび選挙の争点にもなっているが、経営者報酬規制を改革する一連の法令等の改正において、報酬の絶対的な金額を引き下げること又は経営者と従業員の報酬格差を是正することが直接の目的とされたことはなかったと評価できる。経営者報酬に関する税制の改正には、一部にそのような目的でされたものがあるともいえるが、目的は達成されていない<sup>44</sup>。また、最近、CEOの報酬とそれ以外の従業員等の平均報酬との比率を開示しなければならないこととされたが<sup>45</sup>、これによって報酬格差が縮小する方向に向かうか否かは定かではない。

<sup>41</sup> See, [http://www.faireconomy.org/news/ceo\\_pay\\_charts](http://www.faireconomy.org/news/ceo_pay_charts).

<sup>42</sup> H. R. Rep. No. 111-236, 111<sup>th</sup> Cong., at 6-9 (2009).

<sup>43</sup> 1929年の大恐慌前にも大企業の経営者の中にはかなり高額の報酬を得ていた者もあったようであり、1930年代末には、議会公聴会等を通じて1920年代の経営者報酬の額が明らかにされたことにより、高額な報酬に対する批判が高まったという（伊藤・前掲注（21）48-49頁）。

<sup>44</sup> 後記Ⅰ．４（４）（ii）参照。

<sup>45</sup> 後記Ⅰ．４（３）（v）③（b）参照。

## (ii) 経営者報酬のインセンティブ機能の向上

機関投資家や学界は、経営者報酬の絶対額ではなく、報酬額と業績との連動性に関心を有しており、経営者報酬が、経営者に対して株主の利益を向上させるインセンティブを付与する仕組みとしてうまく機能しているか、機能していないとすればどのように改善すればよいかといったことがその議論の中心となった<sup>46</sup>。そこでは、エージェンシー問題<sup>47</sup>の観点から、各会社が、その経営者に対して最適なインセンティブを付与することができる報酬体系の構築が目指された。すなわち、この場合、経営者報酬の内容が過度のリスク・テイクを行うインセンティブを与えるものになっていることが問題となりうるし、逆に、経営者が過度にリスク回避的になり、株主からみて望ましい水準のリスク・テイクを行うインセンティブを与えるものになっていないことが問題となることもありうる<sup>48</sup>。

このような観点からは、経営者報酬に関する法規制の目的は、各会社が、その経営者に対して、株主の利益にとって最適なインセンティブを付与しうる内容の報酬体系を設定するよう仕向けることにあると考えられる。

## 4. 米国における経営者報酬規制

### (1) 序論

経営者の報酬を株主の利益により適切な形で連動させるという目的を達成する手段として、米国では、報酬の決定過程に関する規制と情報開示による規制が用いられてきた<sup>49</sup>。報酬の決定過程に関する規制では、株主の利益の観点から報酬体系が設計、運用されることを確保するため、株主の利益を代表するにふさわしい者（独立取締役）によって構成される報酬委員会の関与を強化し<sup>50</sup>、さらには株主自身が関与する機会も設けている<sup>51</sup>。情報開示による規制は、株主に対して報酬の内容にかかる情報を提供するとともに、報酬委員会の構成員の独立性<sup>52</sup>や、報酬決定過程において報酬委員会がどのように関与したかを開示させることによって<sup>53</sup>、報酬委員会が期待通りの役割を果たすことを担保している。

法令・証券取引所規則等を通じて、報酬体系の設計・報酬の内容について情報を開示させることにより報酬体系の設計・報酬の内容を一定の方向に誘導しようとしている例はみられるが<sup>54</sup>、具体的な報酬体系の内容は、報酬委員会が、報酬コンサルタント等を利用し

<sup>46</sup> Andrew R. Brownstein & Morris J. Panner, Who Should Set CEO Pay? The Press? Congress? Shareholders?, Harvard business review, 70(3), 28 (1991). 伊藤・前掲注(21)125-126頁。

<sup>47</sup> 依頼者であるプリンシパル（ここでは株主）がエージェント（ここでは経営者）の行動を適正に監督できないためにエージェントがプリンシパルの利益を最大化する行動をとらない可能性があることから生じる問題（エージェンシー問題）をいう。

<sup>48</sup> 伊藤・前掲注(21)134頁以下、熊谷＝塩田・前掲注(3)36-37頁。

<sup>49</sup> 伊藤・前掲注(21)136-137頁参照。

<sup>50</sup> 後記4(2)(ii)参照。

<sup>51</sup> 後記4(2)(iii)④参照。

<sup>52</sup> 後記4(3)(iv)⑤(a)参照。

<sup>53</sup> 後記4(3)(iv)⑤(b)、4(3)(v)②参照。

<sup>54</sup> 後記4(3)(iv)③、4(3)(v)③参照。

て、各社の事情をふまえて株主利益の観点から決定するべきであるというのが基本的なスタンスである。法令等によって、報酬の内容自体について直接的に規制している例もないわけではないが、公的資金による支援を受けている企業<sup>55</sup>や預金保険制度の対象となる金融機関等<sup>56</sup>、限られた範囲にとどまっている。

以下では、米国における経営者報酬に関する法規制について、報酬の決定過程（決定手続）に関する規制、報酬に関する開示規制、報酬の内容に関する規制に分けて概観する。経営者の報酬は、主に州会社法、連邦証券法によって規制されており、証券取引所の規則も重要な役割を担っている。税法上の規制についても可能な限りふれる。また、現行の規制は、度重なる法令等の改正を経て形成されてきたものであることから、現行の規制の意義をより深く理解するために1990年以降の規制内容の変遷についてもふれることとする。

## （２） 経営者報酬の決定過程に関する規制

### （i） 州会社法による規制

米国の各州法では、経営者の報酬の決定権限は取締役会にあるとされている。例えばデラウェア一般会社法（Delaware General Corporation Law）141条(a)項は会社の事業の運営に関して取締役会が一般的な権限を有していることを定めており、役員（officer）の報酬の決定権限もこれに含まれると解されている<sup>57</sup>。州法上は報酬の決定について株主（総会）の関与を予定していないのが一般的である。

ストック・オプションについては、例えばデラウェア一般会社法157条(a)項及び(b)項は、オプションの発行、行使期間、行使価格は定款又は取締役会決議によって定めることができると定めており<sup>58</sup>、株主（総会）の関与なしにストック・オプションの付与が可能とされている。株式が交付されるエクイティ報酬についても、交付される株式の数が定款に記載された授權株式数の範囲内であれば、取締役会決議のみによって決定することができる（デラウェア一般会社法161条）。

このように州会社法には、実務上重要な役割を担っている報酬委員会（Compensation Committee）に関する規定はなく、報酬の決定に株主が関与することも要求されていない。これらの事項については、以下でみるように連邦証券法及び証券取引所規則によって規制されている。

### （ii） 報酬委員会の構成と職務

#### ① 報酬委員会の意義

前記 I. 4（2）（i）でみたように州会社法には報酬委員会に関する規定はおかれてい

<sup>55</sup> 後記4（4）（iv）参照。

<sup>56</sup> 後記4（4）（v）参照。

<sup>57</sup> 伊藤・前掲注（21）47頁。

<sup>58</sup> 同条(c)項は、ストック・オプションの付与対象者（役員・従業員）及び付与すべきオプションの数の決定は、取締役会決議によって役員に委ねることができるとしている。



ない。しかし、現在、上場会社は独立取締役のみによって構成される報酬委員会を設置している。報酬委員会は、経営者の報酬について自ら決定し又は取締役会に勧告する権限を取締役会から委譲されている。報酬委員会は、その会社の経営者報酬の内容が経営者に最適なインセンティブを与えるものとなっているかを、株主の立場から監督することが期待されている。報酬委員会に関する規制は、報酬委員会に期待される役割を果たさせることを目指して発展してきた。そのような規制は、主として、報酬委員会の構成員の経営者からの独立性を向上させ、報酬委員会の職務内容の明確化する方向で改正を重ねてきた。

報酬委員会の実態をみると、平均で年 6、7 回の会議を開き、1 回の会議の時間は 2 時間未満の会社が 38%、2 時間から 3 時間の会社が 61%であったとされている。委員の数は、上場会社 100 社を対象とした調査では 3 名以下の会社が 17 社、4 名の会社が 37 社、5 名の会社が 28 社、6 名又は 7 名の会社が 18 社であったという<sup>59</sup>。

## ② 報酬委員会の構成—委員の独立性

### (a) 1990 年代初頭の動向

1990 年代初頭には、米国の上場会社の多くは CEO 等の報酬を決定する権限、又は報酬について取締役会に勧告する権限をもつ報酬委員会を設置していた。しかし、当時の報酬委員会の構成について二つの問題点が指摘されていた。一つは CEO の友人など報酬を受ける側の者からの独立性に疑問のある者がメンバーとなっていたことである。もう一つは、他社の CEO が報酬委員会のメンバーとなることが少なくなかったことである。他社の CEO は、CEO の報酬が全体的に高額になることによって利益を得る立場にあるため、報酬委員会の委員として報酬が高額になるように行動するのではないか（報酬が不相当に高額であるとしても抑制しようとならないのではないか）という懸念がもたれたのである<sup>60</sup>。

このような問題への対応として、例えば ALI (The American Law Institute: 米国法律協会) は、1994 年に公表したコーポレート・ガバナンスに関するベスト・プラクティスの提案の中で、報酬委員会の構成について次のように述べている。大公開会社は、経営者報酬に関する取締役会の監督職務を補充するために報酬委員会を設置すべきであり、報酬委員会は、会社の役員及び従業員を兼務しない取締役のみによって構成されるべきであり、かつ、少なくとも構成員の過半数は、会社の上級執行役員と重要な関係を有しない者とすべきである<sup>61 62</sup>。

<sup>59</sup> 太田洋＝松平定之「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する最新動向〔下〕」商事法務 1960 号（2012 年）52 頁参照。

<sup>60</sup> Linda J. Barris, *The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay*, 68 Ind.L.J. 59, 76 (1992). 伊藤・前掲注 (21) 129 頁。

<sup>61</sup> ALI, *Principles of Corporate Governance—Analysis and Recommendations* (1994), §3A.05. ここで「大公開会社」とは、株主数が 2 千人以上、かつ総資産額が 1 億ドル以上の会社をいう (Id. §1.24)。また、「重要な関係」とは、取締役による上級執行役員の業績審査の客観性を損なうおそれが認められる取締役と上級執行役員との関係をいい、取締役と会社との雇用関係、取締役と会社との取引関係が含まれる (Id., §1.34)。

<sup>62</sup> ALI の他に、National Association of Corporate Directors が、Report of the NACD Blue Ribbon

(b) サーベンス＝オクスリー法制定を受けた証券取引所規則の改正

2000年代初頭の企業不祥事に対応するため2002年に制定されたサーベンス＝オクスリー法は、301条において証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）10A条に(m)項を新設した。同項に基づいてSEC（Securities Exchange Commission：米国証券取引委員会）は、規則10A-3（以下、SECが定める規則を「SEC規則」という）を制定し、証券取引所等に対して、独立の取締役のみによって構成される監査委員会を設置しない会社の上場を禁止することを命じた。これを受けてニューヨーク証券取引所及びナスダックは上場規則を改正した。

SECの規則によって求められるのは、上場会社に対して一定の要件をみたす監査委員会の設置を義務づける上場規則を制定することであったが、ニューヨーク証券取引所、ナスダックともに、それまで設置を義務づけてこなかった報酬委員会の設置を義務づけるための規則改正も行った。ニューヨーク証券取引所は、独立取締役のみによって構成される報酬委員会の設置を義務づけることとし、同時に独立取締役の要件を厳格化した<sup>63 64</sup>。

(c) ドッド＝フランク法制定を受けた証券取引所規則の改正

2008年の金融危機を受けて制定されたドッド＝フランク法は、952条において証券取引所法に10C条を新設した。同条に基づいてSECは、SEC規則10C-1を制定し、証券取引所等に対して、上場規則において独立取締役のみによって構成される報酬委員会を設置することを上場の要件とするよう命じた（SEC規則10C-1(b)(1)(i)）。ただし、前記I.4(2)(ii)②(b)でみたように、ニューヨーク証券取引所等は、サーベンス＝オクスリー法に基づくSEC規則改正への対応の際に、すでに上場会社に対して独立取締役のみによって構成される報酬委員会の設置を義務づけるべく上場規則を改正していたため、ドッド＝フランク法は、報酬委員会の設置義務づけに法令上の根拠を与えたという意味をもつ<sup>65</sup>。

もともと、SEC規則10C-1のもつ意味はこれにとどまらず、報酬委員会の委員の独立性の強化を図っている。すなわち、ドッド＝フランク法に定められたところに従い、証券取引所等に対して、報酬委員会の委員である独立取締役の独立性に関する要件を定める際に<sup>66</sup>、(イ)報酬委員会の委員である取締役の報酬源（会社から支払われる助言料等、取締役

---

Committee on Executive Compensation: Guidelines for Corporate Directors (1993)において、American Bar Association Section of Business Lawも、Corporate Director's Guidebook - 1994 Edition (49 Bus. Law. 1243, 1268-1271 (1994))において、報酬委員会の構成員の独立性の確保について同様の提案を行っている。

<sup>63</sup> この規則改正では、独立取締役といえるためには、取締役会において、その取締役が会社との間で重要な関係を有しない旨の積極的な決議がされ、かつその決議内容が根拠とともに開示されなければならないとされた。また、直近3年以内に従業員であった者、直近3年内のいずれかの12ヵ月間に取締役・報酬委員会委員としての報酬以外に会社から10万ドル（現在は12万ドル）超を受領した者、会社の外部監査人（監査法人のパートナー）等は独立取締役とは評価されないこととされた。詳細については、伊藤・前掲注(21)194頁、200頁注(35)参照。

<sup>64</sup> ナスダックも同様に報酬委員会の設置を義務づけ、報酬委員会は原則として独立取締役のみによって構成されなければならないとする規則改正を行った。詳細については、伊藤・前掲注(21)196頁参照。

<sup>65</sup> 太田＝松平・前掲注(59)50頁、52頁参照。

<sup>66</sup> 独立取締役一般についてではなく、報酬委員会の構成員である独立取締役の独立性の判定についての

としての報酬以外のものを含む)<sup>67</sup>、及び、(ロ)報酬委員会の委員である取締役が、会社、子会社又は子会社の関係者と関係を有しているかどうか、その他関連する要素を考慮しなければならないとする<sup>68</sup>。これを受けてニューヨーク証券取引所は上場規則を改正した。改正後の規則によると、上場会社の取締役会が報酬委員会の構成員である独立取締役の独立性を判断する際<sup>69</sup>、その者が、経営者から独立して報酬委員会の委員として義務を果たす上で重大な影響を及ぼしうる関係を会社との間に有しているか否かの判断にかかわる要素を考慮しなければならないとする。そして、考慮すべき要素の例として上記(イ)(ロ)をあげている<sup>70</sup>。

### ③ 報酬委員会の職務内容

#### (a) 1990年代初頭の動向

1990年代初頭、報酬委員会については、CEOの報酬の審査・決定を行う能力の不足、専門的知識の欠如、時間的制約、情報不足という問題点も指摘されていた<sup>71</sup>。これに関連してALIの提案は、報酬委員会が果たすべき職務について3A.05条において次のように述べている。まず、報酬委員会は、上級執行役の報酬を審査した上で、報酬について取締役会に勧告し又は報酬委員会自身が決定する。CEOの報酬については報酬委員会自身が取締役会への勧告又は決定を行い、その他の上級執行役員の報酬については、CEO又は社内スタッフによる提案を報酬委員会が審査するのが通常であるとされる<sup>72</sup>。

さらに、新たな経営者報酬計画の審査、経営者報酬計画の運用の定期的な審査、経営者報酬計画の管理に関する政策の策定及び定期的な審査、経営者の業績に合理的に関連しない利益を生じる経営者報酬計画を修正するための措置をとることも、報酬委員会の職務とされている。導入時には適切と判断された報酬計画が予期されなかった状況の変化によって不当に高い(又は低い)利益を経営者にもたらすことがあるため、経営者報酬計画の定期的な審査と不適切な報酬計画の修正が重要な職務となるとされる。報酬計画の修正のために必要であれば経営者と報酬契約の内容について再交渉することもその職務とされている<sup>73</sup>。

これらの職務を遂行するために、報酬委員会は、報酬実務に関する情報を、社内及び社

---

み適用される基準である。

<sup>67</sup> ドッド＝フランク法のもととなった財務省原案では、ニューヨーク証券取引所が定める独立取締役の要件について、会社から取締役としての報酬以外に10万ドル以下の金銭を受け取っていても独立性を有すると評価されることは株主利益確保の観点からは不十分であると指摘されていた(松尾直彦＝太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンスーグローバルな潮流と今後の展望」商事法務1903号(2010年)21頁参照)。

<sup>68</sup> 伊藤・前掲注(21)242頁参照。

<sup>69</sup> 前記I.4(2)(ii)②(前掲注(63))でみたように、独立取締役といえるためには、取締役会が、その取締役が会社と重要な関係を有していないことを積極的に決議しなければならない。

<sup>70</sup> New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.02(a)(ii)。

<sup>71</sup> 伊藤・前掲注(21)129頁。

<sup>72</sup> ALI, supra note 61, 128.

<sup>73</sup> ALI, supra note 61, 129.

外から定期的に収集すべきであるとされ、具体的には、経営者報酬の一般的な水準や傾向について、社内スタッフに他社の委任状説明書を調査させ、あるいは外部の専門家の助言を得ることが要求されるとしている<sup>74</sup>。

また、1992年に報酬開示規制が改正され、報酬委員会報告書が開示対象に加えられた<sup>75</sup>。これにより、報酬委員会は、各事業年度について報酬委員会報告書を作成しなければならないこととなった。この報酬委員会報告書には、金銭報酬とストック・オプション等のエクイティ報酬とに分け、それぞれについて決定過程、報酬の目的、支給額・付与数の算定根拠を詳細に記載しなければならないとされた。報酬委員会報告書を開示させる目的は、報酬委員会に期待される役割、すなわち経営者報酬に関する専門的知識・能力を高め、十分な情報を得た上で報酬を審査し、決定するという役割を、期待通りに果たすことを確保することにある。また、報酬額と業績との関係等について報酬委員会から株主に対して十分に説明されることを目指したものであると評価できる<sup>76</sup>。

#### (b) サーベンス=オクスリー法制定を受けた証券取引所規則の改正

前記 I . 4 ( 2 ) ( ii ) ② ( b ) でみたように、サーベンス=オクスリー法及び SEC 規則 10A - 3 は、証券取引所等に対して、監査委員会の構成・職務に関して一定の内容を上場規則に定めることを要求するものであったが、証券取引所は自発的に報酬委員会の構成、職務について定めるため上場規則を改正した。

ニューヨーク証券取引所の上場規則では、報酬委員会は、委員会の目的と責任等を書面の委員会規則に定めなければならないとされ、委員会が負うべき最低限の責任として次の三つの事項をあげている。すなわち、(イ) CEO の報酬と関連する会社の目標・目的について審査し承認すること、それらの目標、目的に照らして CEO の業績を評価すること、及び、この評価に基づいて CEO の報酬水準を承認すること、(ロ) CEO 以外の執行役員の報酬について取締役会に対して勧告をし、インセンティブ報酬とエクイティ報酬については取締役会の承認を受けること、(ハ) 報酬委員会報告書の作成である。

また、上場規則の解説では、CEO の報酬のうち長期のインセンティブを付与する要素について決定する際、報酬委員会は、会社の業績と相対的な株主利益、比較対象となる会社で CEO に付与された同様のインセンティブ報酬の価値、過去に CEO に付与された報酬を考慮しなければならないとされ、また、報酬コンサルタントが取締役、CEO 又は執行役員の報酬の評価を補助する場合、報酬委員会規則によって、コンサルタント会社の任用、任用終了、報酬等の条件を決定する権限を報酬委員会だけに与えなければならないとされていた<sup>77</sup>。

<sup>74</sup> ALI, *supra* note 61, 130.

<sup>75</sup> 1992年の報酬開示規制の改正については、後記 I . 4 ( 3 ) ( ii ) 参照。

<sup>76</sup> 伊藤・前掲注 ( 21 ) 136-137 頁参照。

<sup>77</sup> 伊藤・前掲注 ( 21 ) 194-195 頁。

(c) ドッド＝フランク法制定を受けた証券取引所規則の改正<sup>78</sup>

ドッド＝フランク法 952 条に基づいて追加された証券取引所法 10C 条及び SEC 規則 10C - 1 は、報酬コンサルタント等の利用に関する報酬委員会の権限と義務について定めている。まず、報酬委員会は、その裁量のみによって、報酬コンサルタント、法律顧問、その他のアドバイザーを雇用し、助言を得ることができるとされている（証券取引所法 10C 条 (c) (1) (A)、(d) (1)、SEC 規則 10C - 1 (b) (2) (i)）。報酬委員会は、報酬コンサルタント等の任命、報酬の決定、業務の監督について、直接的に責任を負わなければならない（証券取引所法 10C 条 (c) (1) (B)、(d) (2)、SEC 規則 10C - 1 (b) (2) (ii)）。

報酬コンサルタント等の選定にあたり、報酬委員会は、コンサルタント等の独立性を考慮しなければならない。具体的には、コンサルタント等を雇用する者（コンサルタント等が所属する会社等）が、会社に対して提供している他のサービス、コンサルタント等を雇用するものが会社から受け取るコンサルタント報酬等がその雇用主の総収入に占める割合、報酬コンサルタント等と報酬委員会委員との間の事業上又は個人的な関係等を考慮しなければならないとされている（証券取引所法 10C 条 (b) (2)、SEC 規則 10C - 1 (b) (4)）。

ニューヨーク証券取引所も、上場会社が設置すべき報酬委員会の報酬コンサルタント等に関する権限と義務及び報酬コンサルタント等の選任の際に考慮すべき独立性に関する要素について、証券取引所法 10C 条及び SEC 規則 10C - 1 とほぼ同じ内容の定めをおいている<sup>79</sup>。

(d) まとめ

上記より、現在、報酬委員会の職務としては、証券取引所法及び SEC 規則を受けた証券取引所規則において前記 I. 4 (2) (ii) ③ (b) の (イ) (ロ) (ハ) の事項が定められており、また、証券取引所法、SEC 規則及び証券取引所規則において報酬コンサルタント等の利用に関する権限と義務が明示されていることになる。

(iii) 報酬の決定過程における株主の関与

① 1990 年代初頭の状況

前記のように州会社法上は、経営者の報酬（株式の発行を伴うものを含む）について株主の承認は要求されていない。しかし、他の法令等との関係では報酬について株主の承認が要求されることがあった。

税法との関係では、1993 年改正によって追加された内国歳入法典 162 条 m 項は、公開会社<sup>80</sup>の法人税算定において、一定の範囲の役員<sup>81</sup>に対する報酬のうち各人につき 100 万ドル

<sup>78</sup> 伊藤・前掲注 (21) 243 頁以下、太田＝松平・前掲注 (59) 52 頁参照。

<sup>79</sup> New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.05 (c)。

<sup>80</sup> ここにいう「公開会社」とは、課税年度末において 1934 年証券取引所法 12 条の登録を要する普通株式の発行会社とされており、日本における有価証券報告書提出義務を負う会社に相当すると考えてよい。

<sup>81</sup> CEO 及び CEO を除く報酬額上位 4 名（現行法では 3 名と解されている）の役員がこれにあたる。

を超える部分は原則として損金に算入することができないとしている。もっとも、一定の要件をみたす業績連動型報酬については同項の適用を受けないとされており、その要件の一つとして、報酬支払いにかかる重要な条件（業績目標を含む）を株主に開示した上で、株主の過半数による承認を受けることが定められている<sup>82</sup> <sup>83</sup>。

また、エクイティ報酬の場合、役員は会社から交付された株式を短期間のうちに売却することが予定されているが、そのような取引は形式的には短期売買差益の返還を定める証券取引所法 16 条 (b) 項<sup>84</sup>に抵触する。SEC は、エクイティ報酬の実効性を失わせないために一定の要件をみたす計画に従って付与されるストック・オプション等については、同項の適用除外としている。その要件の一つとして、その報酬計画について株主総会の普通決議による承認又は議決権の過半数を有する株主の書面による同意が得られていることが定められている（SEC 規則 16b - 3(d) (2)）。

さらに、ニューヨーク証券取引所は、上場会社に対して、役員を対象とするストック・オプション計画について、原則として株主の承認を要求していた。もっとも、分散型プランについては株主の承認は不要とされており、分散型プランの意義は比較的広く解釈されていたため、株主の承認を要しないストック・オプション計画も多かった<sup>85</sup>。

## ② 経営者報酬に関する株主提案の解禁

米国における株主提案権は、会社が株主に対して交付する委任状説明書（proxy statement）に、株主提案の内容を記載する形で実現される。委任状勧誘に関する規制は証券取引所法とそれに関する SEC の規則に定められている。SEC 規則 14a - 8(i) (7) は、会社の通常の事業活動に関する事項を扱った株主提案については、会社はこれを拒否することができるとしており、経営者の報酬に関する事項は、通常の事業活動に関する事項にあたり、会社はそのような提案を拒否できると解されてきた。

他方で、SEC は 1976 年に、通常の事業活動に関する事項であっても、それが重大な会社政策上の問題（substantial policy issues）を生じさせるものである場合には、会社はそのような事項を扱った株主提案を拒否することはできないという解釈を示していた<sup>86</sup>。このような解釈を前提として、SEC は、まず、ゴールデン・パラシュートについて、それが買収防衛策としての性質を有しうることなどから重大な会社政策上の問題にあたるとして、これに関する株主提案を会社は拒否できないとの見解を示した<sup>87</sup>。つづいて 1992 年には、会社の報酬政策や上級役員報酬実務に対する公衆の関心が高まり、経営者報酬は重大な

<sup>82</sup> 詳細については、伊藤・前掲注（21）126 頁以下参照。

<sup>83</sup> 税法との関係では、ストック・オプションについて課税の繰延べ措置を受けるための要件としても、ストック・オプション計画について株主の承認が要求されている（前掲注（10）とそれに対応する本文参照）。

<sup>84</sup> 同項は、日本の金融商品取引法 164 条 1 項と同様に、役員による自社株の 6 ヶ月以内の売買から生じる利益を会社に返還する義務を負わせている。

<sup>85</sup> 小立＝木村・前掲注（24）36-37 頁も参照。

<sup>86</sup> SEC Release No. 34-12999 (1976), 41 Fed. Reg. 52994, at 52998.

<sup>87</sup> Transamerica Corp., SEC No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. §79338, p. 79260 (1990).

会社政策上の問題であるとの認識が広まっているとして、経営者報酬全般について、株主提案の対象となるとの見解を明らかにした<sup>88</sup>。

### ③ 証券取引所規則の改正

2002年10月、ニューヨーク証券取引所及びナスダックは、エクイティ報酬にかかる株主の承認に関する新たな上場規則を提案した<sup>89</sup>。新規則は2003年6月にSECによって承認された。規則の改正により、エクイティ報酬計画の設定及び重要な改定について、原則として株主の承認を要することとされた。規則改正前から、ニューヨーク証券取引所は、エクイティ報酬について株主の承認を要求していたが、広く例外が認められていた<sup>90</sup>。

改正後は、新たな経営者を勧誘するために必要な場合等<sup>91</sup>、ごく限られた場合に例外が認められるにすぎないこととなり<sup>92</sup>、エクイティ報酬について株主の承認を求める取引所の態度が一層明確になった。株主の承認が要求される対象はエクイティ報酬に限られ、株式及びオプション等の潜在的株式が交付されない報酬は、たとえ業績連動型のものであっても株主の承認は要求されない。エクイティ報酬だけが特別な規制に服することとされたのは、報酬として大量の株式が交付され、既発行株式の希釈化が生じる可能性があるためであると解される<sup>93</sup>。

### ④ say on pay の導入<sup>94</sup>

ドッド＝フランク法 951 条によって追加された証券取引所法 14A 条及び SEC 規則 14a - 21 は、いわゆる say on pay について定めている。同条が定める say on pay には経営者報酬一般に関するものと、ゴールデン・パラシュートに関するものがある。経営者報酬に関するものは、さらに経営者の報酬の承認に関するものと、そのような決議を行う頻度に関する決議に分かれる。もともと、これらの決議はいずれも会社・取締役会を拘束するものではなく、勧告的決議である（証券取引所法 14A 条(c)）。

報酬承認決議の対象は、レギュレーション S - K 項目 402 において開示される開示対象役

<sup>88</sup> Baltimore Gas & Electric Co., SEC No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. §76101, p.79213 (1992).

<sup>89</sup> ニューヨーク証券取引所の上場規則の改正は、SEC が同取引所に対してコーポレート・ガバナンスに関する規則の見直しを求めたことに対応して設置された Corporate Accountability and Listing Standards Committee の提案にも基づくものである。同委員会の報告は、[http://www1.nyse.com/pdfs/corp\\_govreport.pdf](http://www1.nyse.com/pdfs/corp_govreport.pdf) から入手できる。

<sup>90</sup> 前掲注（85）及びそれに対応する本文参照。

<sup>91</sup> このような場合には株主の承認を得る時間的な余裕がないために例外的に承認を不要とする趣旨と解される。なお、この例外に該当する場合でも報酬委員会の承認及び取引所への通知が必要とされている。

<sup>92</sup> New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.08. 新規則の詳細については、伊藤・前掲注（21）195 頁参照。

<sup>93</sup> New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.08 においても、株式の希釈化に対して株主がチェックする機会が与えられなければならないとされている。

<sup>94</sup> 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・公益財団法人資本市場研究会編『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』（経緯詳報社、2012 年）245 頁以下、伊藤・前掲注（21）239 頁以下参照。

員の報酬パッケージ全体であり（SEC規則 14a - 21(a)）、個々の役員の報酬や各報酬形態が個別に承認の対象となるわけではない。また、承認の対象となるのは、すでに付与、支払いがされた報酬である。報酬承認決議の内容については、各会社が定めるべきことであるが、「レギュレーション S - K 項目 402 に従って開示された通り、開示対象役員に支払われた報酬を、CD&A、報酬を記載した表、及び文章で記載された議論を含めて、ここに承認することを決議する」という標準的文言が例示されている（SEC規則 14a - 21(a)、Instruction to paragraph a）。経営者報酬承認決議の頻度に関する決議については、「1年」「2年」「3年」「棄権」の四つの選択肢の中からいずれかを選ぶ方式で行われる（SEC規則 14a - 21(b)）<sup>95</sup>。

経営者報酬承認決議の結果をみると、否決されたケースは、2012年 2668社中 65社、2013年 3332社中 81社、2014年 3005社中 66社となっており、大部分の会社では高い割合の賛成を得て承認されている（2012年～2014年でみると、90%以上の賛成によって承認された会社が約 70%前後、80%～90%の賛成によって承認された会社が 14%～15%、70%～80%の賛成によって承認された会社が 6%～8%となっている）<sup>96</sup>。

ゴールデン・パラシュートに関する承認決議は、会社が、買収、合併等について株主総会の承認を求める際、その株主総会にかかる委任状説明書において買収等に関連して開示対象役員に支払われる報酬（ゴールデン・パラシュート）について開示した上で<sup>97</sup>、買収等の承認決議とは別に当該経営者報酬を承認するための決議を行わなければならない（証券取引所法 14A条(b)(2)）。

say on pay に対する学界の評価は分かれている。まず、株主は、経営者報酬について適切に判断する能力を有していないという批判がある。これに対しては、say on pay はあくまで勧告的決議であり、株主総会で報酬の内容を決定しなければならないわけではなく、株主が決議を通じて会社の報酬政策にどの程度満足しているかを取締役会（報酬委員会）に伝え、それを受けた取締役会（報酬委員会）がより株主の利益に配慮して報酬政策の決定、運用することが期待されるのであり、株主はこれに必要な能力を備えているとの指摘がある。

また、機関投資家は、say on pay において議決権行使助言会社の助言に従うことが予想されるところ、議決権行使助言会社は、各会社の固有の状況を考慮することなく一律的な議決権行使ガイドラインを設定するおそれがあり、会社はそのガイドラインに適合する報酬政策を（それが最善でなくとも）採用するのではないかとの懸念もある。これに対しては、英国では、投資家が議決権行使助言会社に対して、報酬政策についてより厳格な調査

<sup>95</sup> 報酬承認決議が行われる株主総会にかかる委任状説明書の記載事項及び決議後に要求される開示については後記 I. 4 (3) (v) ①(a)を参照。

<sup>96</sup> Equilar 社の調査による。

[http://sayonpay.equilar.com/sayonpay/home;jsessionid=79EF11749DF26A2106258B61BB2AE9A4.sayonpay\\_jvm4](http://sayonpay.equilar.com/sayonpay/home;jsessionid=79EF11749DF26A2106258B61BB2AE9A4.sayonpay_jvm4) を参照。

<sup>97</sup> 開示される情報の内容については、後記 I. 4 (3) (v) ①(b)参照。



を求めることによって助言会社がその専門性を高めていったことが確認されており、米国でも同様のことが期待できると反論されている<sup>98</sup>。

### (3) 報酬開示規制

#### (i) 米国の報酬開示規制の概要<sup>99</sup>

米国では、経営者の報酬に関する情報は登録届出書 (registration statement)、年次報告書 (annual report)、委任状説明書 (proxy statement) 及び情報説明書 (information statement) を通じて開示される。これらの書類に記載すべき経営者報酬に関する情報はレギュレーション S-K 項目 402 によって統一的に規律されている。

これらの書類のうち、登録届出書は、証券の公募を行う際に発行者が SEC に提出すべき発行開示書類で、日本の金融商品取引法における有価証券届出書に相当するものである。登録届出書は、発行者が証券の公募を行う場合でなければ提出されることはないから、投資家が継続的に経営者報酬に関する情報を収集するための手段としては必ずしも十分とはいえない。

年次報告書は、上場会社等が事業年度ごとに SEC に提出しなければならない継続開示書類で、日本の金融商品取引法における有価証券報告書に相当するものである。年次報告書の様式であるフォーム 10-K には、原則としてレギュレーション S-K 項目 402 所定の事項を記載しなければならないが<sup>100</sup>、発行者が委任状説明書を SEC に提出している場合には委任状説明書の記載を参照するよう指示すれば足りるとされている<sup>101</sup>。

以上より、レギュレーション S-K 項目 402 所定の事項は、主として委任状説明書を通じて開示されることとなる。委任状説明書は、上場会社等の株主総会において会社提案について経営者が委任状を勧誘する場合に委任状に添付し、かつ SEC に提出しなければならないとされているものである (証券取引所法 14 条(a)、SEC 規則 14a-3)。また、経営者に委任状勧誘がされない場合にも、株主総会前に、委任状説明書に記載すべき事項と同様の事項を記載した情報説明書を株主に送付し、かつ SEC に提出しなければならないとされている (証券取引所法 14 条(c))。株主からみれば、委任状説明書及び情報説明書は、日本法における株主総会参考書類と同等の役割を果たしていると評価することができる。委任状説明書及び情報説明書には、レギュレーション S-K 項目 402 所定の事項を記載しなければならない<sup>102</sup>。

米国における経営者報酬の開示は、表を中心とする開示と文章による開示の間を揺れ動いてきたとされる。表を用いた開示は 1942 年に導入され、その後、年金や繰延払報酬など

<sup>98</sup> 尾崎悠一「金融危機と役員報酬規制」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』(財経詳報社、2010年)177頁以下参照。

<sup>99</sup> 伊藤・前掲注(21)205頁以下参照。

<sup>100</sup> Form10-K, Item10.

<sup>101</sup> Form10-K, General Instruction G(3).

<sup>102</sup> Schedule 14A, Item7, Schedule 14C, Item1.

が開示の対象に加えられた。1983年の改正によって、レギュレーション S-K 項目 402 の開示事項は簡素化され、表による開示を金銭報酬に限定しつつ（〔図表 3〕参照）、その他の形態の報酬については詳細な文章による開示を要求するものとなった。すべての種類の報酬について表による開示を求めていた従来の規制は、経営者の報酬の実際をかえって明確に示すことができなかつたと考えられたからであるという<sup>103</sup>。

〔図表 3〕 DATAPOINT CORPORATION の 1988 年度委任状説明書より抜粋

CASH COMPENSATION TABLE—FISCAL YEAR 1988		
<u>Name of Individual or Number of Persons in Group</u>	<u>Capacities in Which Served</u>	<u>Cash Compensation(1)</u>
R. J. POTTER .....	President and Chief Executive Officer	\$ 450,000
Y. Y. LEROUX .....	Vice President, International	\$ 217,793
J. R. NOVAK .....	Senior Vice President, International	\$ 171,900
B. M. GIFFORD .....	Vice President, International	\$ 169,836
A. B. EDELMAN .....	Chairman of the Board	\$ 150,000
All Executive Officers of Datapoint as a group (14 persons, including those named above).....		\$2,192,406

(ii) 1992年 SEC 規則の改正<sup>104</sup>

1992年に SEC は規則を改正し<sup>105</sup>、経営者報酬に関する開示を拡充した。拡充された開示事項の概要は次の通りである。まず、報酬の概要を表にまとめたもの（Summary Compensation Table：報酬要約表。〔図表 4〕参照）を通じて、CEO 及び報酬額上位 4 名の役員の報酬内容を個別に開示しなければならないこととされた。報酬要約表では、当該事業年度に支給、付与された報酬について、固定給・ボーナスとストック・オプション等の長期インセンティブ報酬等が区別されて金額ベースで開示されている。

また、ストック・オプション及び SAR<sup>106</sup>については、①付与の状況、②付与されたオプションの価値、③オプションの行使状況が開示される。①付与の状況として、直近事業年度に付与されたオプション等の行使により交付されるべき株式の数、直近事業年度に付与されたすべてのストック・オプションの総数に対してその役員に付与されたストック・オプションが占める割合、行使価格、権利失効日（権利行使期間）が記載され（〔図表 5〕参照）、②付与されたオプションの価値として、年間 5%・10%の株価上昇を前提として権利行使期間の満了時にオプションを行使した場合に実現されうる利益、又は、ブラック・ショールズモデル等を用いて算定された付与時点におけるオプションの価値が記載され（〔図表 5〕右端の欄参照）、③オプションの行使状況として、直近事業年度中にオプションの行

<sup>103</sup> 伊藤・前掲注（21）209頁。

<sup>104</sup> 1992年の報酬開示規制の改正については、伊藤靖史「業績連動型報酬と取締役の報酬規制（一）—アメリカ及びイギリスの報酬規制改革を参考に」民商法雑誌 116 巻 2 号（1997 年）235 頁以下参照。

<sup>105</sup> SEC Release No. 33-6962（1992）；SEC Release No. 33-6966（1992）。また、1993年の規則改正（SEC Release No. 33-7032（1993））では報酬開示規制の対象となる役員の範囲が拡大された。

<sup>106</sup> SAR については、前記 I. 2（1）（iii）①（b）参照。

使により取得した株式の数及びそれによって実現された価値の総額、直近事業年度末における未行使オプションの対象株式の数、直近事業年度末にイン・ザ・マネー<sup>107</sup>となっている未行使オプションの価値総額<sup>108</sup>が記載されることとされた（〔図表6〕参照）。これらの開示事項は、報酬の多様な要素を類型化し、同一の会社の年度間の比較及び異なる会社間の比較を容易にすることを意図したものであった<sup>109</sup>。

〔図表4〕APPLE COMPUTER, INC. の1995年度委任状説明書より抜粋

SUMMARY COMPENSATION TABLE

NAME AND PRINCIPAL POSITION	FISCAL YEAR	ANNUAL COMPENSATION			LONG-TERM COMPENSATION AWARDS	
		SALARY (\$)	BONUS (\$)	OTHER ANNUAL COMPENSATION (\$)	OPTIONS (#)	ALL OTHER COMPENSATION (\$)(1)
Michael H. Spindler.....	1994	684,922	249,500	--	200,000	--
President and Chief Executive Officer	1993	696,847	302,240	--	--	--
	1992	588,257	538,580	*	100,000	*
Ian Diery.....	1994	467,436	136,680	--	130,000	3,807
Executive Vice President and General Manager, Personal Computer Division	1993	476,859	193,434	--	75,000	3,505
	1992	408,987	368,532	*	250,000	*
Joseph A. Graziano...	1994	410,231	104,230	--	--	4,400
Executive Vice President and Chief Financial Officer	1993	418,289	159,160	--	--	4,663
	1992	363,763	324,284	*	--	*
James J. Buckley.....	1994**	253,704	239,800	269,829(2)	65,000	4,079
Senior Vice President and President, Apple USA						
Daniel L. Eilers.....	1994**	301,744	169,250	--	--	4,639
Senior Vice President, President and Chief Executive Officer, Claris Corporation						

〔図表5〕APPLE COMPUTER, INC. の1995年度委任状説明書より抜粋

SECURITIES UNDERLYING OPTION/SAR GRANTS IN LAST FISCAL YEAR

NAME	OPTIONS/SARS GRANTED (#)	INDIVIDUAL GRANTS			POTENTIAL REALIZABLE VALUE AT ASSUMED ANNUAL RATES OF STOCK PRICE APPRECIATION OF OPTION TERM(1)	
		% OF TOTAL OPTIONS/SARS GRANTED TO EMPLOYEES IN FISCAL YEAR (2)	EXERCISE OR BASE PRICE (\$/SH.) (3)	EXPIRATION DATE	5% (\$)	10% (\$)
Michael H. Spindler.....	200,000	4.25%	24.00	10/13/03	3,018,694	7,649,964
Ian Diery.....	40,000	0.85%	23.75	10/12/03	597,450	1,514,055
	90,000	1.91%	29.50	12/20/03	1,669,715	4,231,386
Joseph A. Graziano.....	--	--	--	--	--	--
James J. Buckley.....	15,000	0.32%	23.75	10/12/03	224,044	567,771
	30,000	0.64%	29.50	12/20/03	556,572	1,410,462
	20,000	0.43%	33.875	01/26/04	426,076	1,079,761
Daniel L. Eilers.....	--	--	--	--	--	--

<sup>107</sup> 対象株式の市場価格がオプションの行使価格を上回っている状態をいう。

<sup>108</sup> 直近事業年度末の対象株式の市場価格－オプションの行使価格×対象株式数によって算出される。

<sup>109</sup> SEC Release No.33-8732A (2006) 17, available at <http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf>.

[ 図表 6 ] APPLE COMPUTER, INC. の 1994 年度委任状説明書より抜粋

**SECURITIES UNDERLYING AGGREGATED  
OPTION/SAR EXERCISES IN LAST FISCAL YEAR  
AND FY-END OPTION/SAR VALUES**

NAME	SHARES ACQUIRED ON EXERCISE (#)	VALUE REALIZED (\$) (1)	NUMBER OF UNEXERCISED OPTIONS/SARS AT FY-END (#)		VALUE OF UNEXERCISED IN-THE-MONEY OPTIONS/SARS AT FY-END (\$) (2)	
			EXERCISABLE	UNEXERCISABLE	EXERCISABLE	UNEXERCISABLE
Michael H. Spindler.....	--	--	388,357	330,851	1,806,663	2,071,741
Ian Diery.....	--	--	131,832	356,500	341,245	405,001
Joseph A. Graziano.....	--	--	121,055	163,389	408,561	551,438
James J. Buckley.....	--	--	70,000	74,000	401,313	267,727
Daniel L. Eilers.....	--	--	46,000	--	--	--

さらに、報酬委員会は、報酬委員会報告書を作成し、開示しなければならないこととされた。報酬委員会報告書には、金銭報酬とストック・オプション等のエクイティを用いた報酬とに分け、それぞれについて決定過程、報酬の目的、支給額・付与数の算定根拠が詳細に記載される。CEO の報酬の算定方法等については独立の項目を設けて記載される。報酬委員会の委員の氏名及び従業員その他の役職との兼任状況も記載される。

報酬委員会報告書を開示させる目的は、報酬委員会に期待される役割、すなわち経営者報酬に関する専門的知識・能力を高め、十分な情報を得た上で報酬を審査し、決定するという役割を期待通りに果たすことを確保することにある。また、報酬額と業績との関係等について報酬委員会から株主に対して十分に説明されることを目指したものであると評価できる<sup>110</sup>。

(iii) サーベンス=オクスリー法にもとづく開示規制の強化

① 改正の背景

サーベンス=オクスリー法には、ディスクロージャー規制の強化を図るための規定が多数あるが、経営者報酬の開示との関係では、同法 403 条に基づいて改正された証券取引所法 16 条(a)項の役員等の保有株式数変更報告の迅速化及びサーベンス=オクスリー法 409 条に基づいて追加された証券取引所法 13 条(1)項による臨時報告書の記載事項の拡充と提出期限の短縮が重要である。前者の改正によりストック・オプションの付与がほぼリアルタイムに開示されることとなった。これは立法当時に問題となっていたストック・オプションの付与をめぐる不正に対応するものと考えられる。後者の改正により、経営者と会社との間で締結された報酬に関する契約等の内容が、より迅速に開示されることとなった。

② スtock・オプションの付与をめぐる不正

問題とされていたのは Backdating と呼ばれるストック・オプション付与日を操作する不正行為である<sup>111</sup>。これは、ストック・オプションの付与を取締役会において決定する際、

<sup>110</sup> 伊藤・前掲注 (21) 136 頁-137 頁参照。

<sup>111</sup> 詳細については、小立=木村・前掲注 (24) 33 頁以下参照。

経営者に付与する日付を定めず<sup>112</sup>、実際に付与した日より前の日付を権利付与日として事後的に定めていたというものである。米国では、ストック・オプションの権利行使価格は付与日の対象株式の市場価格と同額とされることが多いため、実際の付与日より株価の安かった時点に遡って権利付与日を定め、その日の株価を権利行使価格とすることによって、付与当初からイン・ザ・マネーの状態にあるストック・オプションを経営者に付与していたものである。それにもかかわらず、このような権利付与日の定め方が行われていることが適切に開示されなかったため、あたかもアット・ザ・マネー<sup>113</sup>の状態ですトック・オプションが付与されていたかのような誤解が生じていた。

このような事態は、株主に対して経営者報酬に関する情報が適切に提供されていないという点で問題があるし、また、当時の会計基準ではイン・ザ・マネーのストック・オプションを付与した場合には、市場価格が権利行使価格を上回る額を費用として計上しなければならなかったにもかかわらず、付与日の操作によりアット・ザ・マネーの状態ですトック・オプションを付与した事実を費用計上を免れていた。このため後に財務情報の虚偽記載として摘発されることとなった。

Backdating が横行した原因として複数のものが考えられるが、その一つとして、当時は、ストック・オプションが付与されたことが付与された事業年度終了後 45 日以内に提出される書類（フォーム 5<sup>114</sup>又は委任状説明書<sup>115</sup>）によらなければ明らかにならなかったことがあげられる。すなわち、実際に付与された日から付与の事実が明らかになるまでの期間が長かったため、Backdating を行うことは容易であった。

### ③ ストック・オプション付与の迅速な開示

Backdating の問題を受けて、サーベンス＝オクスリー法は、証券取引所法 16 条(a)項を改正し、役員等の保有株式数に変更が生じた日から 2 営業日以内に変更を報告しなければならないこととされた。一定の要件をみたすストック・オプション・プランに基づくオプションの付与についても、報告期限は付与された日から 2 営業日以内とされている（SEC 規則 16a - 3(g)(1)、16b - 3(d)）。

### ④ 報酬にかかる契約内容の迅速な開示

サーベンス＝オクスリー法 409 条によって 1934 年証券取引所法 13 条(1)項が追加された。同項は、SEC に証券を登録している発行者に対して、SEC の定める規則に従って、財務状況

<sup>112</sup> 具体的な権利付与日を定めないこと自体は違法ではない。

<sup>113</sup> 権利行使価格と対象株式の市場価格が等しい状態をいう。

<sup>114</sup> 当時、証券取引所法 16 条(a)項に基づく株式等保有数の変更報告の期限は、原則として変更が生じた月の末日後 10 日以内とされていたが、SEC 規則 16b - 3 の要件をみたすストック・オプション計画に基づくストック・オプションの取得については、取得した日が属する事業年度の終了から 45 日以内にフォーム 5 の提出によって報告すればよいとされていた（小立＝木村・前掲注（24）43 頁（注 35）参照）。

<sup>115</sup> 経営者報酬に関する開示のストック・オプションにかかる記載。

又は経営状況にかかる重要な変更に関する追加的情報を即時に開示することを要求している。同項にかかる SEC 規則は 2004 年に改正され、それによって臨時報告書の提出期限が報告すべき情報の発生から 4 営業日に短縮され、開示事項も拡充された<sup>116</sup>。拡充された開示事項には、会社の通常の事業の過程外で締結された重要な契約及びそのような契約の変更について、締結又は変更の日、当事者、契約条件の概要等が含まれている<sup>117</sup>。会社の取締役又は個人別の報酬額の開示が要求される執行役員が当事者となっている報酬契約若しくは報酬計画（ストック・オプション、退職報酬、繰延報酬、ボーナス等を含む）に関する契約は、臨時報告書に記載すべき「重要な契約」にあたることとされている<sup>118</sup>。

また、取締役又は主要な役員の辞任及び選任は臨時報告書の記載事項とされているが、役員の選任については、役員の氏名、地位、任用契約の概要等を開示しなければならないこととされた<sup>119</sup>。

これらの改正により、会社が新たに CEO を選任し報酬について合意した場合又は報酬契約の内容に変更があった場合には、報酬契約の内容を記載した臨時報告書を報酬契約締結から 4 営業日以内に提出しなければならないこととなった<sup>120</sup>。

#### (iv) 2006 年改正<sup>121</sup>

##### ① 改正の背景

2006 年に SEC は経営者報酬に関する開示内容を大幅に変更する改正を行った。改正前の（1992 年改正によって形成された）経営者報酬に関する開示内容について、SEC は次のような問題意識をもっていた。改正前の開示様式は高度に定式化されたものとなっていたことは利点でもあったが、その様式に寸分の違いもなく収まる情報でなければ開示する必要がないと解釈されることもあった。また、個々の開示対象役員の報酬の総額は、投資家から求められていると指摘されてきたにもかかわらず、開示の対象とされていなかった<sup>122</sup>。

このような問題意識から、SEC は、1992 年改正によって形成された表を用いた開示方法を維持しつつ、文章による開示を組み合わせるといふ開示方法がとられることとなった。

##### ② 報酬開示の対象となる役員の範囲

2006 年改正後の報酬開示規制の対象となるのは、

- (a) 直近の事業年度中に最高経営責任者（principal executive officer：以下「PEO」という）<sup>123</sup>又は同様の地位にあった者

<sup>116</sup> SEC Release No. 33-8400 (2004).

<sup>117</sup> Form 8-K, Item 1.01.

<sup>118</sup> Instruction 1 to SEC Securities Exchange Act of 1934 Form 8-K Sec.1 Item 1.01; Regulation S-K Item 601(b)(10)(iii).

<sup>119</sup> Form 8-K Sec.1 Item 5.02.

<sup>120</sup> 伊藤・前掲注 (21) 193 頁。

<sup>121</sup> 伊藤・前掲注 (21) 208 頁以下参照。

<sup>122</sup> SEC Release No. 33-8732A, supra note 109, at 17.

<sup>123</sup> サーベンス＝オクスリー法に合わせて呼称が変更されたが、実質的には改正前の CEO と変わりはない。

(b) 直近の事業年度中に最高財務責任者（principal financial officer：以下「PFO」という）又は同様の地位にあった者

(c) 直近の事業年度末に会社の執行役員の地位にあった者のうち報酬額上位 3 名（PEO・PFO を除く）

である<sup>124</sup>。

(a) (b) については報酬額とは無関係に開示の対象となる。PEO については改正前から報酬額と無関係に開示の対象とされていたが、改正により PFO が追加された。これはサーベンス＝オクスリー法により PEO 及び PFO は継続開示書類について証明義務を負うとされたことから、これらの者の報酬が株主にとって重要な意味を有すると考えられたことによる<sup>125</sup>。報酬額上位 3 名を決定する際の報酬額は、報酬総額から年金価値及び非適格繰延報酬運用益の変動額を控除した金額が用いられる。改正前は基本給と年次ボーナスの合計額が用いられていたが、改正により長期インセンティブ報酬計画に基づいて支給された報酬額も加えられることになった。これによって開示対象となる役員がより頻繁に入れ替わることが予想されるが、その方が報酬の実態がより明確に開示されると考えられた<sup>126</sup>。なお、この金額が 10 万ドル以下の役員は開示の対象とならない<sup>127</sup>。また、改正前は、報酬額上位 4 名が開示対象とされていたが、PFO については報酬額と無関係に開示対象とされたことから、報酬額上位 3 名の役員を開示対象とすることに改められた。

### ③ 「報酬に関する議論と分析」

#### (a) 趣旨

2006 年改正により経営者報酬について文章によって詳細に説明する「報酬に関する議論と分析（Compensation Discussion and Analysis：以下「CD&A」という）」の項目が追加された。CD&A は、開示対象となる役員の報酬に関する会社の方針及び決定を理解するために必要となる重要な情報を投資家に提供することを目的とする<sup>128</sup>。CD&A はプリンシプル・ベースの規制手法を採用しており、開示すべき事項を一般的な文言によって示しつつ、開示すべき事項の具体例を例示するという方法がとられている。1992 年改正の開示事項が過度に定式化されていたことによる弊害をふまえてこのような手法が採用されたものと推察される。SEC は、このような規制手法によって、将来新たな報酬の仕組みが発展したとしても意味のある開示を効果的に引き出すことができるとしている<sup>129</sup>。

---

い。

<sup>124</sup> Regulation S-K, Item 4.02(a)(3).

<sup>125</sup> SEC Release No.33-8732A, supra note 109, at 117.

<sup>126</sup> Id., at 119.

<sup>127</sup> Regulation S-K, Instruction 1 to Item 402 (a)(3).

<sup>128</sup> Regulation S-K, Instruction 1 to Item 402 (b).

<sup>129</sup> SEC Release No.33-8732A, supra note 109, at 30.

(b) CD&A における開示事項

CD&A における開示対象役員の報酬に関する議論は、報酬の重要な構成要素のすべてについて説明するものでなければならず、次に掲げる事項について記載することが要求される

<sup>130</sup>。

- (イ) 報酬計画の目的
- (ロ) 報酬計画がどのような報酬を与えるよう設計されているか
- (ハ) 報酬の各要素
- (ニ) 報酬の各要素について、それを選択する理由
- (ホ) 報酬の各要素について、会社が支払う金額（及び算式）の決定方法
- (ヘ) 報酬の各要素とそれに関する会社の決定が、報酬全体の目的とどのように適合するか、及び、それらが他の報酬の要素にかかる決定にどのように影響するか。

CD&A において開示すべき重要な情報の具体例として、次のものが例示されている<sup>131</sup>。

- (ト) 長期報酬と年払いの報酬との配分の方針
- (チ) 金銭報酬と非金銭報酬との配分、及び非金銭報酬を構成する複数の形態の報酬の間の配分の方針
- (リ) 長期報酬について、それぞれの報酬額の決定要素に対して長期報酬全体のうちどれだけ配分するかに関する基準（会社の長期目標の達成に対して支払われる報酬の関係、株価下落に対する経営陣のリスク・エクスポージャー等）
- (ヌ) オプション等のエクイティ報酬を含む報酬の付与のタイミングの決定方法
- (ル) 報酬に関する方針を設定する際及び報酬に関する決定する際に、会社の業績を示す具体的な項目のうちどれが考慮されるか
- (ヲ) それらの業績を示す項目を反映させるため、具体的な報酬形態がどのように構成され運営されているか。その報酬形態において裁量が行使されうるか（目標が達成されなくても報酬を支給することができるか、報酬額を減額又は増額できるか）。
- (ワ) 開示対象役員個人の業績、及び（又は）、開示対象役員個人の会社の業績を示す項目に対する貢献を反映させるため、具体的な報酬形態がどのように構成され運営されているか。その際に考慮される役員個人の業績又は貢献を示す要素。
- (カ) 報酬額算定の基礎とされた業績指標が報酬額が減額される方向に改定又は調整された場合の、報酬の調整又は返還に関する方針及び決定
- (ヨ) 報酬を大幅に増加又は減少させる決定の際に考慮された要素
- (タ) ある形態の報酬（又はある形態の報酬から実現可能な利益）が他の報酬要素の設定の際にどのように考慮されるか（例えば退職前に付与されたストック・オプション又は株式報酬から得られた利益が退職給付の算定においてどのように考慮される

<sup>130</sup> Regulation S-K, Item 402 (b)(1).

<sup>131</sup> Regulation S-K, Item 402 (b)(2).



か)

(レ) 退職又は支配権の移転と関連した支払いが契約等で定められている場合、そのような支払いを生じさせる事象としてその事象を選択した理由

(ソ) 特定の報酬形態に関する会計上及び租税上の取扱いの影響

(ツ) 会社の株式等の保有の義務づけ又は保有に関するガイドライン及びそのような株式等の保有にかかる経済的リスクのヘッジに関する会社の方針

(ネ) 報酬総額又は報酬の重要な要素について、ベンチマークを設定しているか。設定している場合にはそのベンチマーク（及び構成要素（構成会社等））。

(ナ) 報酬決定過程における執行役員の役割

このように、開示が要求される重要な情報は多岐にわたっているが、基本的には、会社が経営者の報酬をどのような指標等に連動させ、どのようなインセンティブを経営者に与えようとしているのかを株主等に伝えることが目指されていると考えられる。個別にみると、(ヌ)はストック・オプションの付与をめぐる不正操作の防止を意図するものと考えられる。(カ)は、いわゆるクローバック (clawback) と呼ばれる仕組みであり、報酬額算定の基礎となった業績指標等に誤りがあったことが判明した場合に、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、必要であれば差額を会社に返還させることを意図したものである（クローバックについては後記 I. 4 (4) (iii) で詳述する)。(ツ)は自社株保有ガイドラインと呼ばれるもので、経営者に対し、一定期間、一定の数（基本給の倍数の金額に相当する株式数が定められるのが一般的）を継続して保有するよう要求するものである<sup>132</sup>。

#### (c) 報酬委員会報告書との違い

2006年改正前には、経営者報酬について文章で説明するものとして報酬委員会報告書の開示が義務づけられていた。CD&Aにおける開示事項は、委員会報告書のそれを引き継いでいるが、両者には次のような違いがある。

報酬委員会報告書は委任状説明書において開示されるものの、委任状勧誘における「勧誘資料 (soliciting material)」にはあらず、SECに提出されるべきものでもないとされていた<sup>133</sup>。これに対しCD&Aは、勧誘資料に該当し、SECに提出されるべきものとされた<sup>134</sup>。これにより、CD&Aは委任状勧誘に関するレギュレーション14A及び14Cの規制対象となり、CD&Aに不実の事項が記載されれば証券取引所法18条に基づく損害賠償責任が生じることになる。さらにCD&Aを含む報酬に関する開示は、参照方式を通じて継続開示書類の一部を構成することとなるため、PEO及びPFOによる証明の対象となる。CD&Aの導入により

<sup>132</sup> 自社株保有ガイドラインは、株価の下落時に適切なインセンティブが付与されなくなるというストック・オプションの欠点（前掲注(6)参照）を補完するために利用されたようである（ヘイグループ・前掲注(4)101頁）。

<sup>133</sup> SEC Release No.33-8732A, supra note 109, at 12 note 49.

<sup>134</sup> Id., at 39.

委員会報告書は開示事項から削除することも検討されたが、開示内容を変えて存続することとされた<sup>135</sup>。

#### ④ 表による報酬の開示

2006年改正により、改正前から用いられていた表による開示は、再編・整理された。改正後の表による開示は、大きく過去3事業年度の報酬の内容を比較するための開示、エクイティ報酬に関する開示、退職後の報酬に関する開示に分かれる。

##### (a) 過去3事業年度の報酬の内容に関する開示

まず、報酬要約表によって、過去3事業年度の開示対象役員の個別の報酬内容と報酬総額が開示される。報酬要約表では、各事業年度の報酬が、基本給、年次ボーナス、株式報酬、オプション報酬、非エクイティ・インセンティブ計画による報酬、年金価値・非適格後払報酬運用益の変化及びその他すべての報酬に分けて記載され、さらにこれらの報酬の総額が記載される

株式報酬及びオプション報酬は、付与日における株式及びオプションの公正価値の総額が記載される<sup>136</sup>。オプション行使価格の改定（オプションの消却・再付与によるものも含む）が行われた場合には、それによって増加したオプション価値もここに算入される<sup>137</sup>。業績にかかる一定の条件が付されたオプション等については、その条件の実現可能性を基礎として算定された付与時点の価値を記載しなければならない<sup>138</sup>（〔図表7〕参照）。

〔図表7〕APPLE, INC. の2010年度委任状説明書より抜粋

Name and Principal Position (a)	Year (b)	Salary (S) (c)	Bonus (S) (d)	Stock Awards (S)(1) (e)	Option Awards (S)(1) (f)	Non-Equity Incentive Plan Compensation (S)(2) (g)	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (S) (h)	All Other Compensation (S) (i)	Total (S) (j)
<b>Steven P. Jobs</b> Chief Executive Officer	2009	1	—	—	—	—	—	—	1
	2008	1	—	—	—	—	—	—	1
	2007	1	—	—	—	—	—	—	1
<b>Timothy D. Cook</b> Chief Operating Officer	2009	800,400	—	12,359,723	—	800,000	—	40,917(3)	14,001,040
	2008	718,860	—	5,984,384	—	700,000	—	20,450	7,423,694
	2007	700,014	—	6,943,426	—	700,000	—	13,750	8,357,190
<b>Peter Oppenheimer</b> Senior Vice President, Chief Financial Officer	2009	700,398	—	8,850,003	—	700,000	—	19,319(4)	10,269,720
	2008	600,012	—	4,145,732	—	600,000	—	23,703	5,369,447
	2007	600,012	—	4,946,610	—	600,000	—	598,723	6,745,345
<b>Robert Mansfield</b> Senior Vice President, Mac Hardware Engineering	2009	600,396	—	12,239,549	537,872	600,000	—	18,772(5)	13,996,589
	2008	489,432	—	5,379,345	810,589	408,654	—	22,983	7,111,003
<b>Scott Forstall</b> Senior Vice President, iPhone Software Engineering & Platform Experience	2009	600,396	—	12,312,632	273,818	600,000	—	17,909(6)	13,804,755

<sup>135</sup> 2006年改正後の報酬委員会報告書については、後記I. 4(3)(iv)⑤(b)を参照。

<sup>136</sup> Regulation S-K, Item 402(c)(2)(v).

<sup>137</sup> Regulation S-K, Item 402(c)(2)(vi); Instruction 2 to Item 402(c)(2)(v) and (vi).

<sup>138</sup> Regulation S-K, Instruction 3 to Item 402(c)(2)(v) and (vi).

つづいて報酬計画に基づいて付与された報酬を示す表が記載される。ここではオプション報酬の付与日と権利行使価格（又は基準価格）も記載される。権利行使価格等が付与日における対象株式の市場価格より低い場合には、別に記載欄を設けて市場価格を記載しなければならない<sup>139</sup>（〔図表 8〕参照）。

〔図表 8〕APPLE, INC. の 2010 年度委任状説明書より抜粋

Name (a)	Grant Date (b)	Estimated Future Payouts Under Non-Equity Incentive Plan Awards			Estimated Future Payouts Under Equity Incentive Plan Awards			All Other Stock Awards: Number of Shares of Stock or Units (#) (i)	All Other Option Awards: Number of Securities Underlying Options (#) (j)	Exercise or Base Price of Option Awards (\$/Sh) (k)	Grant Date Fair Value of Stock and Option Awards (\$) (l)
		Threshold (\$) (c)	Target (\$) (d)	Maximum (\$) (e)	Threshold (#) (f)	Target (#) (g)	Maximum (#) (h)				
Steven P. Jobs	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Timothy D. Cook	—	0	400,000	800,000	—	—	—	—	—	—	—
Peter Oppenheimer	—	0	350,000	700,000	—	—	—	—	—	—	—
Robert Mansfield	—	0	300,000	600,000	—	—	—	—	—	—	—
Scott Forstall	—	0	300,000	600,000	—	—	—	—	—	—	—

報酬要約表及び報酬計画に基づく報酬の付与を示す表については、それらによって開示された情報を理解するために必要となる重要な要素を文章によって記載しなければならないとされている。重要な要素の具体例としては、直近事業年度に、エクイティ報酬について、行使価格の改定その他の重要な変更（行使期間の延長、権利確定・喪失条件の変更、達成すべき業績条件の変更・削除、収益を決定する基準の変更など）があった場合には、それらを記載しなければならないとされている<sup>140</sup>。また、達成すべき業績条件が付されている場合には、その条件の内容も記載しなければならないとされている<sup>141</sup>。

#### (b) エクイティ報酬に関する開示

エクイティ報酬に関する開示として、まず、過去に開示対象役員に付与されたエクイティ報酬のうち、事業年度末において未行使のものの詳細を開示する表が記載される<sup>142</sup>（〔図表 9〕参照）。

<sup>139</sup> Regulation S-K, Item 402(d)(2)(vii).

<sup>140</sup> Regulation S-K, Item 402(e)(1)(ii).

<sup>141</sup> Regulation S-K, Item 402(e)(1)(iii).

<sup>142</sup> Regulation S-K, Item 402(f).

〔図表 9〕 APPLE, INC. の 2010 年度委任状説明書より抜粋

Name (a)	Grant Date (b)	Option Awards				Stock Awards	
		Number of Securities Underlying Unexercised Options Exercisable (#) (c)	Number of Securities Underlying Unexercised Options Unexercisable (#) (d)	Option Exercise Price (\$) (e)	Option Expiration Date (f)	Number of Shares or Units of Stock That Have Not Vested (#) (g)	Market Value of Shares or Units of Stock That Have Not Vested (\$)(1) (h)
Steven P. Jobs	—	—	—	—	—	—	—
Timothy D. Cook	12/14/2005	—	—	—	—	—	54,711,000
	9/26/2008	—	—	—	—	300,000(2) 200,000(3)	36,474,000
Peter Oppenheimer	12/14/2005	—	—	—	—	—	36,474,000
	9/26/2008	—	—	—	—	200,000(2) 150,000(3)	27,355,500
Robert Mansfield	6/7/2005	90,000	—	36.54	6/7/2012	—	—
	12/17/2007	—	—	—	—	50,000(2)	9,118,500
	5/28/2008	—	—	—	—	25,000(2)	4,559,250
	9/26/2008	—	—	—	—	120,000(3)	21,884,400
Scott Forstall					8/30/2012		
	8/30/2005	4,687	—	46.57	—	—	—
	12/17/2007	—	—	—	—	50,000(2)	9,118,500
	5/28/2008	—	—	—	—	25,000(2)	4,559,250
	9/26/2008	—	—	—	—	120,000(3)	21,884,400

つづいて、直近事業年度中における開示対象役員によるストック・オプションの行使の状況、開示対象役員に付与された制限付株式のうち受給権が確定したものの詳細を開示する表が記載される<sup>143</sup>（〔図表 10〕参照）。

〔図表 10〕 APPLE, INC. の 2010 年度委任状説明書より抜粋

Name (a)	Option Awards		Stock Awards	
	Number of Shares		Value Realized	
	Acquired on Exercise (#) (b)	on Exercise (\$)(1) (c)	Acquired on Vesting (#) (d)	on Vesting (\$)(1) (e)
Steven P. Jobs	—	—	—	—
Timothy D. Cook	—	—	—	—
Peter Oppenheimer	—	—	—	—
Robert Mansfield	40,000	4,892,092	30,000	5,101,500
Scott Forstall	107,063	13,242,373	42,500	6,540,875

(c) 退職後の報酬に関する開示

退職後の報酬に関する開示として、まず、年金計画の名称、開示対象役員の在職年数、その年金計画の下での累積年金額の現在価値及びその年金計画に基づき直近事業年度中に開示対象役員に支払われたものの金銭価値を個人別に開示する年金利益表が記載される<sup>144</sup>。年金利益表については、その内容を理解するために必要となる重要な要素を文章によって記載しなければならないとされている。重要な要素の具体例として、その年金計画に従って支給される年金にかかる重要な条件（受給資格等）、早期退職による年金の支給が可

<sup>143</sup> Regulation S-K, Item 402(g).

<sup>144</sup> Regulation S-K, Item 402(h)(1) and (2).

能とされている場合にはその支給額の算定方法等があげられている<sup>145</sup>。

つづいて、税制上の優遇措置を受けない確定拠出型後払報酬について、直近事業年度中の開示対象役員による拠出金の総額、直近事業年度中の会社による拠出金の総額、直近事業年度に生じた利息その他の収益の総額、直近事業年度中の引出額及び分配額の総額並びに直近事業年度末における残額を、個人別に開示する表が記載される<sup>146</sup>。この表についても、重要な要素が文章によって補足的に説明される<sup>147</sup>。

さらに、開示対象役員の終任（辞任、定年、契約の終了等あらゆるものを含む）、会社の支配権の移転又は開示対象執行役員の職務の変更に関連して、その役員に支払いをすることとされているすべての契約、合意、計画等について、個人別に開示される。具体的には、

（イ）支払い等の条件とされている具体的な状況

（ロ）状況において予定されている支払い等の金額

（ハ）支払い等の条件とされている様々な状況が発生した場合に、支払い等についてどのようにして適切な水準が決定されるか

（ニ）支払い等の受領に付されている重要な条件又は義務（競業避止契約、秘密保持契約の締結等）

が記載される<sup>148</sup>。

#### ⑤ 報酬委員会に関する開示

2006年改正により、それまではレギュレーション S-K やスケジュール 14A のいくつかの項目に分かれて規定されていたコーポレート・ガバナンスに関する開示事項が、新設されたレギュレーション S-K 項目 407 にまとめられた。その中には報酬委員会の委員の独立性や報酬委員会の職務に関する開示事項も定められている。

##### (a) 取締役の独立性に関する開示

2006年改正前は、取締役及び取締役候補者の独立性については、それらの者と会社との特定の事業上の関係の開示が要求されていた。2006年改正では、サーベンス＝オクスリー法及び同法に基づいて改正された証券取引所の上場規則をふまえて、レギュレーション S-K 項目 407 が新設され、取締役及び取締役候補者の独立性の判断について次の事項の開示が要求されることとなった。

取締役及び取締役候補者のうち、その会社に適用される独立性の基準のもとで、独立した取締役・取締役候補者に該当する者を特定して開示しなければならない。また、報酬委員会、指名委員会、又は監査委員会構成員のうち、適用される独立性の基準の下で独立性を有しているといえない者を特定して開示しなければならない。適用される独立性の基準

<sup>145</sup> Regulation S-K, Item 402(h)(3).

<sup>146</sup> Regulation S-K, Item 402(i)(1) and (2).

<sup>147</sup> Regulation S-K, Item 402(i)(3).

<sup>148</sup> Regulation S-K, Item 402(j).

は、上場会社の場合、証券取引所が定める取締役・委員会構成員の独立性に関する基準である<sup>149</sup>。

#### (b) 報酬委員会に関する開示

報酬委員会委員の独立性に関する開示とともに、報酬委員会に関する開示が拡充された。まず、報酬委員会が委員会規則を有しているか否かが開示される<sup>150</sup>。つづいて役員・取締役の報酬を決定する手続が文章によって開示される。そこには、報酬委員会の権限の範囲、役員・取締役の報酬に関する決定又は勧告において、報酬コンサルタントが果たす役割等<sup>151</sup>が記載される<sup>152</sup>。さらに、報酬委員会の兼任状況等について、その会社の役員が他の会社の報酬委員会委員を兼任している場合にはその関係、他社の役員がその会社の報酬委員会委員である場合にはその関係等が開示される<sup>153</sup>。

2006年改正前から開示が要求されていた報酬委員会報告書は、CD&Aの導入により、CD&Aへの関与を示すものとなった。改正後の報酬委員会報告書には、報酬委員会が、CD&Aについて審査し、経営者と議論したか否か、その議論をもとに当該CD&Aの内容を委任状説明書等に記載することを取締役に勧告したか否かが記載される<sup>154</sup>。改正後の報酬委員会報告書は、改正前と同様に勧誘資料には該当せず、SECに提出されるものでもないとされている<sup>155</sup>。

#### ⑥ 取締役報酬の開示

取締役の報酬は、かつては大部分が基本給と会議への出席手当からなり、金銭報酬が主であった。しかし、近年では、エクイティ報酬が多くの割合を占めるに至っている<sup>156</sup>。このため、取締役の報酬についても、役員の報酬と同様に、取締役報酬表を通じて、直近事業年度の個人別の報酬内容と報酬総額が開示されることとなった。報酬内容は、金銭報酬、株式報酬、オプション報酬、インセンティブ計画に基づく報酬（エクイティ報酬を除く）、年金価値・非適格繰延報酬運用益の変化等に区別される<sup>157</sup>。金銭報酬の欄には、基本給、

<sup>149</sup> Regulation S-K, Item 407(a).

<sup>150</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(2). 委員会規則がある場合にはその内容が会社のウェブサイトを通じて開示されるか、少なくとも3事業年度に1度は委任状説明書の添付文書として開示される

(Regulation S-K, Instruction 2 to Item 407)。また、そもそも会社が報酬委員会を設置してない場合には、設置しないことが適切だと取締役会が判断した根拠を開示しなければならない(Regulation S-K, Item 407(e)(1))。

<sup>151</sup> より詳細には、(イ)直近事業年度において役員・取締役の報酬の額又は形態を決定・勧告する際に報酬コンサルタントが果たした役割、(ロ)報酬コンサルタントの氏名、(ハ)報酬コンサルタントが報酬委員会によって直接雇用されているか、あるいは他のものによって雇用されているか、(ニ)コンサルタントの任務の性質と範囲、(ホ)コンサルタントの雇用契約上の義務の遂行にあたって与えられた重要な指示の内容である。

<sup>152</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(3). 詳細については、後記I. 4(3)(v)②参照。

<sup>153</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(4).

<sup>154</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(5).

<sup>155</sup> Regulation S-K, Item 407 Instruction 1 to Item 407(e)(5).

<sup>156</sup> 前記I. 2(3)参照。

<sup>157</sup> Regulation S-K, Item 402(k)(1).

委員会手当、議長手当、出席手当等が記載される<sup>158</sup>。

(v) ドッド＝フランク法にもとづく報酬開示規制の改正

ドッド＝フランク法によって経営者報酬の決定過程に関する規制に変更が加えられたことを受けて、それに関連する開示規制も改正された。

① say on pay に関する開示

(a) 経営者報酬承認決議にかかる開示

ドッド＝フランク法によって say on pay が導入されたことを受けて<sup>159</sup>、まず、委任状説明書の記載内容を定めるスケジュール 14A に項目 24 が追加された。それによれば、報酬承認決議、報酬承認決議の頻度を決定する決議を行う株主総会にかかる委任状説明書において、当該決議の効力（拘束力を有しないものであるか否か等）を説明しなければならないこととされた。また、その時点における経営者報酬承認決議の頻度及び次にその決議が行われるのがいつかを記載しなければならないこととされた<sup>160</sup>。

株主総会における経営者報酬承認決議の結果は、4 営業日以内に臨時報告書（フォーム 8 - K）を通じて開示される<sup>161</sup>。報酬に関する開示事項を定めるレギュレーション S - K 項目 402 も改正され、CD&A の項目において、会社が報酬に関する方針を決定し、支給する報酬を定める際に、直近の say on pay の結果を考慮したか否か、考慮したという場合にはどのように考慮したか、say on pay の結果を考慮したことにより経営者報酬に関する方針及び支給する報酬の決定にどのような影響があったかを記載しなければならないこととされた<sup>162</sup>。また、経営者報酬承認決議の頻度に関する株主総会の勧告的決議の結果をふまえて、会社は報酬承認決議の頻度を決定し、その決定内容をフォーム 8 - K を通じて開示しなければならない。

(b) ゴールデン・パラシュートの承認決議に関する開示

ドッド＝フランク法によって追加された証券取引所法 14A 条は、買収や合併を承認する株主総会において、ゴールデン・パラシュートについても、別途株主による承認を要求している<sup>163</sup>。このゴールデン・パラシュートにかかる承認決議が行われる株主総会にかかる委任状説明書では、買収会社及び対象会社の報酬開示対象役員について、当該開示対象役員と会社との間に存在する買収等に関連して支払われる報酬に関する合意の内容が開示さ

<sup>158</sup> Regulation S-K, Item 402(k)(2)(ii).

<sup>159</sup> 前記 I. 4 (2) (iii) ④ 参照。

<sup>160</sup> Schedule 14A, Item 24.

<sup>161</sup> Form 8-k, Item 5.07. 2009 年改正により、株主総会決議の結果は、すべてフォーム 8 - K を通じて開示されることとなった。

<sup>162</sup> Regulation S-K, Item 402(b)(vii).

<sup>163</sup> 前記 I. 4 (2) (iii) ④ 参照。

れることとなった<sup>164</sup>。

まず、開示対象役員の氏名、ゴールデン・パラシュートにあたる報酬の額を記載した表が開示される。ゴールデン・パラシュート報酬は、金銭報酬、エクイティ報酬、年金等、役得、課税の補償等に区分して記載される<sup>165</sup>。さらに表による開示を補足するために、報酬の支払いが発生する具体的状況、一時金として支払われるか分割払いか、誰から支払われるか、報酬の支払い等にかかる重要な条件・義務（競業禁止、機密保持等）が記載される<sup>166</sup>。

## ② 報酬コンサルタントに関する開示

ドッド＝フランク法は、報酬コンサルタントの利用に関する報酬委員会の権限と義務を明確化し、報酬コンサルタントの選定にあたってその独立性に配慮することを求めている<sup>167</sup>。これに合わせて開示規制も改正された。同法に基づいて追加された証券取引所法 10C 条は、SEC 規則の定めるところに従い、委任状説明書等において、(a) 報酬委員会が報酬コンサルタントを雇用し、その助言を得たか否か、(b) 報酬コンサルタントがその業務に従事することによって会社との間で利益相反が生じたか否か、生じたという場合には、その利益相反の性質とそれにどのように対処したかを開示することを要求している（証券取引所法 10C 条(c)(2)）。

このうち(a)については、開示が要求される事項の大部分が 2006 年改正後のレギュレーション S-K 項目 407 における開示事項に含まれている<sup>168</sup>。また、ドッド＝フランク法の成立に先行して、2009 年に SEC はレギュレーション S-K 項目 407 を改正しており、それによって報酬コンサルタントの独立性にかかわる事項の開示を要求することとした<sup>169</sup>。これらのことから、ドッド＝フランク法成立後の 2012 年のレギュレーション S-K 項目 407 の改正では、報酬コンサルタント業務（経営者報酬に関するコンサルタント以外の業務を含む）が、会社との間で利益相反を生じさせる場合には、その利益相反の性質と、それに対してどのように対処したかを新たに開示するよう要求する<sup>170</sup>ことで十分と判断された。

## ③ その他の経営者報酬に関する開示

### (a) 経営者報酬と業績との連動性の開示

ドッド＝フランク法 953 条によって追加された証券取引所法 14 条(i)項は、SEC が規則を制定して、年次株主総会にかかる委任状説明書において、次の情報を開示することを要求すべきであるとしている。その情報とは、経営者に対して実際に支払われた報酬と会社

<sup>164</sup> Regulation S-K, Item 402(t)(1).

<sup>165</sup> Regulation S-K, Item 402(t)(2).

<sup>166</sup> Regulation S-K, Item 402(t)(3).

<sup>167</sup> 前記 I. 4 (2) (ii) ②(c)参照。

<sup>168</sup> 前記 I. 4 (3) (iv) ⑤(a)参照。

<sup>169</sup> 後記 I. 4 (3) (vi) ③参照。

<sup>170</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(3)(iv).



の財務的な業績との関係を示す情報であり、その会社の株式価値の変動及び配当その他の分配を考慮したものでなければならないとする。これらの情報の開示には表を用いてもよいとされている。

これについては、「実際に支払われた報酬」とは何を意味するのか、財務上の業績をどのようにして測定するのかといったことが問題となっているが、現時点では SEC の規則（案）は公表されていない。

(b) CEO の報酬と従業員の給与との比率の開示

ドッド＝フランク法 953 条は、SEC がレギュレーション S - K 項目 402 を改正して、次の情報の開示を要求すべきであるとしている。その情報とは、会社の全従業員（CEO を除く）の年間報酬総額の中央値、CEO の年間報酬総額、及び両者の比率である。これに対応するためのレギュレーション S - K 項目 402 の改正案が 2013 年 9 月に提示されており<sup>171</sup>、ここでは「全従業員」に含まれる者の範囲（パートタイム労働者、季節労働者、子会社の従業員も含むとされている）、年間報酬総額の中央値の算出の方法等が具体的に指示されている。

(c) 保有株式等のヘッジ取引に関する開示

ドッド＝フランク法 955 条によって追加された証券取引所法 14 条(j)項は、SEC が規則を制定して、年次株主総会にかかる委任状説明書において、次の情報の開示を要求すべきであるとしている。その情報とは、従業員又は取締役が報酬の一部として会社から付与された持分証券又は従業員・取締役が直接・間接に保有する持分証券について、その証券の市場価格の下落をヘッジ又は相殺する目的で設計された金融商品を購入することを会社が許容しているか否かである。このようなヘッジ取引が行われると、持分証券（エクイティ）の交付・保有を通じたインセンティブ付与の意図がないがしろにされるおそれがあることから、ヘッジ取引等に関する開示を要求するものである。現時点では SEC の規則（案）は公表されていない。

(vi) 2009 年改正

ドッド＝フランク法に基づく一連の改正とは別に、金融危機を受けた 2009 年のレギュレーション S - K の改正<sup>172</sup>によって、経営者報酬の開示規制にいくつか重要な変更が加えられた。

① 報酬政策が会社のリスク管理に影響を及ぼす場合の開示事項

2008 年に金融危機が発生した原因の一つは、金融機関の経営者報酬が、経営者による過

<sup>171</sup> SEC Release No. 33-9452, 34-70443 (2013), available at: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9452.pdf>.

<sup>172</sup> SEC Release No. 33-9089, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>

剰なリスク・テイクを促すものとなっていたことにあるとされている<sup>173</sup>。報酬内容の定め方によっては、経営者に対して過剰なリスク・テイクを行うインセンティブを与えてしまい、会社に大きな損失を発生させるおそれがあるという問題は、金融機関に限らず一般の事業会社においても生じうるものであり<sup>174</sup>、金融危機以前からこの問題を指摘する学説も少なくなかった<sup>175</sup>。

そこで、役員・従業員の報酬に関する会社の政策から生じるリスクが会社に負の影響を及ぼすことが合理的に見込まれる場合には、リスク管理及びリスク・テイクにかかるインセンティブに関連する従業員（役員以外の者を含む）の報酬政策について議論した内容を開示しなければならないこととされた<sup>176</sup>。

開示が要求されることとなるのは、報酬政策から生じるリスクが会社に負の影響を及ぼすことが合理的に見込まれる場合に限定されている。具体的にどのような場合に開示が必要となるかは個々の会社の状況や報酬政策の内容によって異なるとされているが、開示が要求される可能性がある例として、その会社が負っているリスクの相当部分が帰属している事業部門、報酬政策が他の事業部門のそれとは大きく異なっている事業部門及び他の事業部門に比べて著しく収益力の高い事業部門等における従業員の報酬政策があげられている<sup>177</sup>。

議論し、開示すべき情報の具体的内容も、個々の会社の事業内容や報酬政策の内容によって異なるとされているが、以下のような情報が開示対象として例示されている。(a) 報酬政策を通じて付与されるインセンティブの影響を最も強く受けるであろう従業員の報酬政策の設計理念（従業員が会社のために行うリスク・テイクに関連し又は影響を与える報酬政策等）、(b) 報酬政策の構築又は報酬の支給におけるリスク評価若しくはインセンティブについて考慮した事項、(c) 従業員の行動から生じる短期的若しくは長期的なリスクの実現が報酬政策とどのように関連しているか、(d) 会社が負っているリスクの内容の変化に応じて報酬政策の内容を修正する仕組み、(e) 会社が負っているリスクの内容の変化に応じて実施された重要な報酬政策の修正等である。

2009年改正前のレギュレーション S-K においても、リスクに関する考慮が開示対象従業員の報酬政策・報酬支給決定の重要な要素となっている場合には、CD&A として議論し、開示することが要求されていた<sup>178</sup>。改正後は、開示対象役員に関する報酬政策だけでなく、従業員一般の報酬政策についても、一定の要件をみたす場合には議論し、開示することが求められる。CD&A は、開示対象従業員の報酬にかかわる議論を開示するものであるため、開示対象役員以外の従業員の報酬政策も対象とする本項の開示は、CD&A とは別に独立の項を

<sup>173</sup> 前記 I. 3 (1) (iii) 参照。

<sup>174</sup> 後記 I. 4 (4) (v) 参照。

<sup>175</sup> See, e.g., Calvin H. Johnson, *The Disloyalty of Stock and Stock Option Compensation*, 11 *Conn. Ins. L.J.* 133 (2004).

<sup>176</sup> Regulation S-K, Item 402 (s).

<sup>177</sup> Regulation S-K, Item 402 (s).

<sup>178</sup> SEC Release No. 33-9089, *supra* note 172, at 12 n.38.

設けて記載される。

## ② 株式報酬・オプション報酬の額の算定方法

報酬要約表の株式報酬・オプション報酬の欄に記載すべき金額は、2009年改正前は、当該事業年度の財務報告のために認識される（費用として計上される）金額とされていた。2009年改正により、これらの欄に記載すべき金額は、株式報酬・オプション報酬の付与日における公正価値の総額とされた<sup>179</sup>。

## ③ 報酬コンサルタントの独立性に関する開示

レギュレーション S-K 項目 407 が改正され、報酬委員会が報酬コンサルタントを雇用した場合において、直前の事業年度において当該コンサルタント（又はその関係者）が、会社（又はその関係者）に対して報酬コンサルタント以外のサービスを提供して 12 万ドル超の対価を得ていたときは、役員・取締役の報酬の決定等にかかるコンサルタント料の総額と、それ以外のサービスにかかる対価の総額を開示しなければならないこととされた。

また、報酬コンサルタント以外のサービスについて当該コンサルタント（又はその関係者）を雇用する決定が経営陣によってされたものであるか否か、及び、報酬委員会又は取締役会が当該コンサルタントによる報酬コンサルタント以外のサービスの提供を承認していたか否かも開示しなければならないとされた<sup>180</sup>。

### （４） 報酬の内容に関する規制

#### （i） 総論

米国の経営者報酬に関する法規制の中には、報酬の内容を直接的に規制すること意図していると理解できるものがいくつかある。具体的には、一定の金額（又は枠）を超える報酬の損金算入を認めないことによって、報酬をその金額（枠）内に制限するよう誘導する効果のある税制（後記 I. 4（4）(ii) 参照）、虚偽の財務報告等によって水増しされた業績連動型報酬等を会社に返還させることを意図したもの（後記 I. 4（4）(iii) 参照）、企業に注入された公的資金が高額の経営者報酬に利用されることを防止しようとするもの（後記 I. 4（4）(iv) 参照）、経営者による過度のリスク・テイクを助長することのないようインセンティブ報酬の内容について一定の制約を課すもの（後記 I. 4（4）(v) 参照）がある。

<sup>179</sup> SEC Release No. 33-9089, *supra* note 172, at 17-18.

<sup>180</sup> Regulation S-K, Item 407(e)(3)(iii)(A). 報酬コンサルタント業務について報酬コンサルタントを雇用したのが報酬委員会ではなく、経営陣である場合には、直前の事業年度において当該コンサルタント（又はその関係者）が、会社（又はその関係者）に対して報酬コンサルタント以外のサービスを提供して 12 万ドル超の対価を得ていたときは、役員・取締役の報酬の決定等にかかるコンサルタント料の総額と、それ以外のサービスにかかる対価の総額を開示しなければならない（Regulation S-K, Item 407(e)(3)(iii)(B)）。

(ii) 税法による規制

① 内国歳入法典 162 条 m 項

前記のように、内国歳入法典 162 条 m 項が 1993 年改正によって追加された<sup>181</sup>。同項は、公開会社の法人税算定において、一定の範囲の役員に対する報酬のうち各人につき 100 万ドルを超える部分は原則として損金に算入することができないとしている。もっとも、同項はあらゆる経営者報酬に適用されるものではなく、いくつかの例外が認められている。とりわけ、業績連動型報酬であって次の要件に該当するものは同項の制限に服しないとされていることが重要である。すなわち、(a) 報酬額算定の際の指標となる業績目標が、2 名以上の社外取締役のみによって構成される報酬委員会によって決定されること、(b) 報酬支払いにかかる重要な条件（業績目標を含む）を株主に開示した上で、株主の過半数による承認を受けること、(c) 報酬委員会が、業績目標その他の報酬支払いにかかる重要な条件が満たされていることを確認することである。業績目標は事前に確定された客観的なものでなければならないとされているほか、162 条 m 項の適用を受けない業績連動型報酬の内容について詳細に規定されている<sup>182</sup>。

162 条 m 項新設の目的は株主利益の増大にあり、そのために経営者報酬の総額を減少させること及び経営者報酬の構成を業績に対する感応度がより高いものとするよう促すことにあったとされている<sup>183</sup>。しかし、同項の新設後も、多くの会社が損金算入が認められない範囲の経営者報酬を支給しており、経営者報酬の総額も増加を続けたことから、少なくとも経営者報酬の総額を減少させるという立法意図は実現されなかったと評価されている<sup>184</sup>。

② 内国歳入法典 280 条 G 及び 4999 条

内国歳入法典 280 条 G は、会社の支配権の変更に伴って、経営者に支払われる報酬（パラシュート報酬）が過剰な（*excess*）ものである場合に、その一部について、会社の法人税算定における損金算入を認めないとするものである。また、4999 条は、280 条 G によって過剰なパラシュート報酬と認定された報酬を受領した経営者に対して、20%の *excise tax* を課すこととしている。パラシュート報酬が、支配権の移転の直前 5 年間におけるその経営者の報酬の平均額（基準金額）の 3 倍以上である場合には、その報酬は過剰なものであると認定される。過剰な報酬と認定されると、経営者の側では受領した報酬額から基準金額を差し引いた額に対して 20%の *excise tax* が課される。会社側では、支給した報酬から基準額を差し引いた額について損金算入が認められない。

これらの税法上の規制により、会社にパラシュート報酬の金額を基準金額の 3 倍未満に

<sup>181</sup> 前記 I. 4 (2) (iii) ① 参照。

<sup>182</sup> 26 C.F.R. 1.162-27(e).

<sup>183</sup> Gregg D. Polsky, Controlling Executive Compensation Through the Tax Code, 64 Wash. Lee L. Rev. 877, 879 (2007).

<sup>184</sup> Polsky, *supra* note 183, at 920.

収めようとするインセンティブが生じる例もあると考えられる。しかし、少なくとも上場会社においては、従来、必ずしもパラシュート報酬の額が過剰と認定されない範囲に収めることは一般的ではなかったようであり、むしろ、excise taxによりパラシュート報酬が実質的に目減りしてしまうことを考慮して、それを補てんすべく報酬を上乗せすること(グロス・アップ：gross up と呼ばれる)が行われてきたようである<sup>185</sup>。

もっとも、近年、グロス・アップに対する批判が高まっているようであり、とりわけゴールドデン・パラシュートについて say on pay が導入されてからは、グロス・アップについて会社側が合理的な説明を求められると指摘するものもある<sup>186</sup>。

### (iii) クローバック条項

#### ① 意義

クローバック (clawback) とは、一般に、業績連動型報酬において報酬額算定の基礎となる業績の数値が誤っていた場合、又は、エクイティ報酬において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていたために報酬額もそれに比例して高くなったという場合に、水増しされた報酬を会社に返還させることを指して用いられる<sup>187</sup>。このような報酬返還義務を定める報酬契約の条項はクローバック条項と呼ばれる。以下でみるように、一定の内容を定めたクローバック条項を報酬契約に定めることが、上場会社に対して強制されているが、強制される以前から自発的にクローバック条項を定めていた会社も複数ある<sup>188</sup>。

#### ② サーベンス＝オクスリー法におけるクローバック制度

2000年代初頭に発生したエンロンやワールドコム等における不祥事では、会社が財務報告において不実開示を行い、高い株価が維持されている間に、経営者がストック・オプション等を通じて取得した自社の株式を高値で売却して利益を得ていたことが問題視された。このような不実開示によって水増しされた報酬を会社に返還させることを目的としてサーベンス＝オクスリー法 304 条が設けられた<sup>189</sup>。

同条 (a) 項は、不正行為 (misconduct) の結果、財務報告に関する規制の重大な違反を行ったことにより、会計上の修正 (accounting restatement) を行わなければならない場合、その会社の CEO 及び CFO は、(a) 財務諸表を会社が最初に公表した時、又は SEC に提出した時のいずれか早い方から 12 ヶ月間に会社から受領したボーナス、その他のインセンティブ報酬又はエクイティ報酬、及び、(b) その 12 ヶ月間にその会社の証券の株式等の売却によって実現した利益を返還しなければならないとしている。

<sup>185</sup> ヘイ グループ・前掲注 (4) 130 頁以下参照。

<sup>186</sup> ヘイ グループ・前掲注 (4) 134 頁。

<sup>187</sup> 尾崎・前掲注 (98) 193 頁参照。

<sup>188</sup> See Mirian A. Cherry and Jarrod Wong, Clawback: Prospective Contract Measures in an Era of Excessive Executive Compensation and Ponzi Schemes, 94 Minn. L. Rev. 368, 424-427 (2009).

<sup>189</sup> S. Rep. No. 107-205, at 26 (2002).

本条の責任を負う者は CEO・CFO に限られるが<sup>190</sup>、返還すべき報酬額と不実開示との間の因果関係は不要とされており、不実開示がなかったとしても取得できていたであろうインセンティブ報酬等も返還の対象となる（基本給は返還対象とされていない）<sup>191</sup>。本条に基づき役員に対して報酬の返還請求ができるのは SEC に限られ、会社及び会社を代表する株主は返還請求の主体となりえないと解されている。SEC が必要かつ適切と認める場合には、返還請求の対象としないことができるとされており、実際に報酬の返還を請求した事案はそれほど多くはない<sup>192</sup>。

### ③ ドッド＝フランク法におけるクローバック条項の強制

ドッド＝フランク法 954 条は、証券取引所法 10D 条を追加した。証券取引所法 10D 条は、SEC が規則を制定して、証券取引所等に対して、経営者報酬についてクローバック条項を設けない会社の上場を禁止するよう命じなければならないとする。このようにクローバック条項をおくことを強制することの根拠は、(a) 経営者報酬と現実の業績との連動性を高めること、(b) 財務報告についての不正を抑止すること、(c) 会社から経営者への不当な財産の移転を是正・防止して株主との関係における公正性を確保することに求めることができるとされている<sup>193</sup>。

上場会社が定めるべきクローバック条項の詳細な内容は SEC 規則によって定められることとなっているが、規則（案）は未公表である。証券取引所法 10D 条が定めるクローバック条項の内容は、次の通りである。証券取引所法に基づき要求される財務報告についての重大な違反によって会社が会計上の修正を行うことが必要となった場合に、その修正が必要となった日の直近 3 年間に、誤ったデータに基づいて、修正後の会計データのもとで支払われたであろう報酬額を超えてインセンティブ報酬（ストック・オプションを含む）を受領した現在又は過去の役員に対して会社が返還請求をする旨の条項である。

証券取引所法 10D 条から明らかとなる範囲でサーベンス＝オクスリー法におけるクローバック制度と比較すると、次のような違いが認められる<sup>194</sup>。まず、クローバックの対象となる役員の範囲について、サーベンス＝オクスリー法 304 条は CEO 及び CFO に限定していたが、証券取引所法 10D 条が要求するクローバック条項は、現職及び退職した役員すべてを対象とするものでなければならないとされている。

<sup>190</sup> これは、サーベンス＝オクスリー法 302 条によって導入された CEO 及び CFO の財務報告の正確性についての証明に対応していると考えられる。

<sup>191</sup> この点で、本条の責任は、サーベンス＝オクスリー法制定前から認められていた役員に対する不実開示に基づく損害賠償や利益の吐出し（disgorgement）と異なる（尾崎・前掲注（98）195-196 頁参照）。

<sup>192</sup> 尾崎・前掲注（98）196-197 頁参照。

<sup>193</sup> Terrance Gallogly, *Enforcing the Clawback Provision: Preventing the Evasion of Liability Under Section 954 of the Dodd-Frank Act*, 42 *Seton Hall L. Rev.* 1229, 1257 (2012). 尾崎・前掲注（94）272 頁参照。

<sup>194</sup> 以下の記述の詳細については、尾崎・前掲注（94）272 頁以下を参照。なお、サーベンス＝オクスリー法におけるクローバック制度と証券取引所法 10D 条が上場会社に要求するクローバック条項は併存するものと解されている（Gallogly, *supra* note 193, at 1242）。

サーベンス＝オクスリー法 304 条に基づいて報酬の返還請求をすることができるのは SEC に限られるとされている。これに対し、証券取引所法 10D 条は、上場会社に対して、その役員との報酬契約にクローバック条項をおくことを要求するものであり、それに基づいて返還請求をなすのは会社である。会社（取締役会）が返還請求をしない場合には、株主代表訴訟を通じて返還請求をすることも可能であると解されている<sup>195</sup>。

証券取引所法 10D 条が要求するクローバック条項において返還請求の対象となるのは、会社が役員に支払った報酬のうち、修正後の財務報告の数値に基づいて算出された報酬額を上回る部分である。これに対し、サーベンス＝オクスリー法 304 条の返還請求の対象は、修正が必要とされた財務報告の公表後 12 ヶ月に受領したボーナス・インセンティブ報酬のすべてとされており、財務報告の虚偽記載がなくとも受領できたであろう報酬も返還対象とされていた<sup>196</sup>。

#### (iv) 公的資金による支援を受けた企業に対する経営者報酬規制

金融危機に対応するため 2008 年 10 月に成立した緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) 111 条は、不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program: TARP) に基づいて公的資金による支援を受けている金融機関の経営者報酬は、財務長官の定める基準に従うべきことを定めている。その基準は、上級役員 (senior officer: 報酬額上位 5 名) との間の報酬契約にクローバック条項を設けるべきこと (111 条 (b) 項 (2) (B))、及び、公的資金による支援を受けている間は上級役員に対してゴールドデン・パラシュート報酬を支給してはならないこと (同条 (b) 項 (2) (C)) を含むものでなければならないとしていた。また、同法 302 条により内国歳入法典 162 条 m 項 (5) が追加され、公的資金による支援を受けている金融機関においては、50 万ドルを超える報酬について損金算入を認めないこととされた。

2009 年 2 月に制定された米国復興再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009) 7001 条は、緊急経済安定化法 111 条を改正し、公的資金による支援を受けている金融機関の経営者報酬に適用される基準について、クローバック条項を設けること、ゴールドデン・パラシュートの禁止に加えて、次のような制約を含むものでなければならないとした。すなわち、ボーナス・インセンティブ報酬の支給を原則として禁止し、例外的に、①公的資金による支援を受けている期間中にすべての受給権が確定しないこと、②付与する株式の価値が付与対象役員の年間報酬総額の 1/3 を超えないこと等の要件をみたす制限付株式の利用のみを認めるというものである<sup>197</sup>。

<sup>195</sup> 尾崎・前掲注 (94) 273 頁。

<sup>196</sup> この他に、返還請求の対象となる役員に有責性 (culpability) があることが必要か否かについても議論されている (尾崎・前掲注 (94) 276 頁以下参照)。

<sup>197</sup> 2009 年 6 月に財務省が公表した暫定最終規則 (Interim Final Rule on TARP Standards for Compensation and Corporate Governance) においても、クローバック条項、一定の条件をみたす制限付株式の以外のインセンティブ報酬の禁止、ゴールドデン・パラシュートの禁止等が定められている (詳細については、尾崎・前掲注 (98) 143-144 頁参照)。

これらの規制はいずれも経営者報酬の内容にまで踏み込んだものとなっているが、あくまで公的資金による支援を受けている企業のみを対象としたものであることに留意しなければならない。2009年2月に米国財務省が公表した、公的資金による支援を受けている企業に対する経営者報酬規制ガイドライン<sup>198</sup>においても、公的資金が、金融システムの安定化による米国経済の強化という公益のためにのみ用いられ、不適切な私的利益のために用いられないことを確保するための措置であると述べられている。企業に注入された公的資金が、その経営者報酬の支払いに用いられる可能性がある以上、報酬の内容について政府が介入して制約を課すことが社会的・政治的に要求されているとも考えられる<sup>199</sup>。

#### (v) 金融機関に対する報酬規制

ドッド＝フランク法 956 条 (b) 項は、SEC、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation: 連邦預金保険公社) 等の七つの機関が共同してレギュレーション又はガイドラインを制定し、①経営者等に対して過剰な報酬を支給することによって対象金融機関<sup>200</sup>が不適切なリスクを負うことを助長し、若しくは②対象金融機関の重大な損失につながりうる不適切なリスクを負うことを助長するインセンティブ報酬を禁止しなければならないとする。この規定に基づき各機関は規則案を制定し、公表した<sup>201</sup>。

規則案では、過剰な報酬の支給によって不適切なリスク・テイクを促すインセンティブ報酬の禁止 (上記①) については、経営者等が提供する役務と釣り合わない不合理な報酬が支給される場合に、そのインセンティブ報酬は過剰な報酬を支給するものとなるとされる。経営者等が提供する役務と釣り合っているか否か、不合理か否かを判断する際には、当該経営者等及び同等の専門性を有する他の役職員の報酬履歴、当該規制対象金融機関の財務状況、当該規制対象金融機関の比較対象となる他の金融機関における報酬慣行等<sup>202</sup>が考慮される<sup>203</sup>。

次に、重大な損失につながりうるインセンティブ報酬の禁止については、規制対象金融機関のインセンティブ報酬は次の要件をみたすものでなければならないとする。規制対象金融機関が負うリスクと経営者等の報酬とのバランスがとれていること。具体的には、報酬の支払いの繰延べ、リスクを反映するよう設計された報酬、短期的利益に対する感応性を低下させること、業績連動型報酬の基礎となる業績を長期の業績とすることがあげられ

<sup>198</sup> Available at:

<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/treasury-announces-new-restrictions-executive-compensation>.

<sup>199</sup> 尾崎・前掲注 (98) 158-159 頁参照。

<sup>200</sup> 連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act) 3 条が定める預金取扱機関等がこれに含まれる。

<sup>201</sup> 76 Fed. Reg. 21,170. 同規則案については、神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」野村資本市場クォーターリー2011春号 118 頁 (2011) も参照。

<sup>202</sup> これらの要素は連邦預金保険法 39 条 (c) 項に定められているものと同じである。ドッド＝フランク法 956 条 (c) 項 (2) は、同条 (b) 項に基づいて SEC 等が経営者報酬に関する基準を制定する際には、連邦預金保険法 39 条 (c) 項を参照すべきことを定めている。

<sup>203</sup> Proposed Rule §42.5(a).



ている<sup>204</sup>。さらに連結資産総額が500億ドル以上の金融機関に対する報酬規制では、1事業年度に経営者等に付与されるインセンティブ報酬の50%以上は、その支払いの確定を3年以上先に設定しなければならず、かつ、支払確定までの間に金融機関に生じた損失又は業績の測定方法の変更等が反映されるものでなければならないとしている<sup>205</sup>。

上記のことから、ここで問題とされている不適切なインセンティブとは、経営陣が短期的な利益を追求し、過度のリスク・テイクを行うインセンティブを意味していることが読み取れる。短期的利益の追求と過度のリスク・テイクは、例えば短期的な利益が明確に認識される一方で、長期的にみれば生じうるリスクが市場で過小評価されている行為を積極的に行うことによって生じる<sup>206</sup>。このようなケースでは、短期的に利益が増大し、株価が高くなったところで経営陣は多額のインセンティブ報酬の受領することができる一方で、その後、時間の経過とともにリスクが顕在化し、金融機関が多額の損失を被ることになる。従来報酬体系は、このような意味での不適切なインセンティブを経営陣に与えてしまうものであったため、これを是正しようというのがドッド＝フランク法956条項の目的であると解される。

インセンティブ報酬の設計の仕方によっては、経営者に上記の意味での不適切なインセンティブを与えてしまうという問題は、金融機関に限らず、一般の事業会社においても生じうる問題である。学説には、このような問題意識から、インセンティブ報酬一般について経営者に望ましいインセンティブを付与する報酬体系について論じるものもある。しかし、法規制は、金融機関以外の会社については、報酬と株主利益との連動性を高めることを目的として、株主の利益を代表する存在としての独立取締役の報酬の決定過程への関与を強化する方向で進展している。これは、報酬によって経営者に付与されるインセンティブの適否は基本的に株主利益を基準として判断されるべきであるという立場を前提とするものと考えられ、このような立場からは、法規制によって報酬の内容にまで踏み込んで一律の制約を課すという手法はとりにくい<sup>207</sup>。

これに対し、銀行等の金融機関に関しては、報酬によって経営者に付与されるインセンティブの適否を、株主利益を基準に判断することは必ずしも望ましいとはいえないという認識がある。例えば、FDIC等が共同で策定したインセンティブ報酬に関するガイドライン<sup>208</sup>では、預金保険制度等のセーフティ・ネットが存在するため、銀行の株主は、銀行の安全性及び健全性とは整合しない水準のリスクを積極的に受け入れる可能性がある。このた

---

<sup>204</sup> Proposed Rule §42.5(b)(2). この他に、報酬に関するガバナンスの強化等が要件とされている。これらの要件は、2010年6月にFRB (Federal Reserve System)、OCC (Office of the Comptroller of the Currency)、FDIC等が共同で策定した健全なインセンティブ報酬に関する最終ガイドライン (Guidance on Sound Incentive Compensation Policies, 75 Fed. Reg. 36,395) を踏襲したものである。同ガイドライン及び策定に至る経緯については、尾崎・前掲注(98)146頁以下参照。

<sup>205</sup> Proposed Rule §42.5(b)(3).

<sup>206</sup> 尾崎・前掲注(98)157頁は、サブプライム・ローン証券化商品やその派生金融商品に対する投資は、本文のような性質を有する行為であったと評価できるとする。

<sup>207</sup> なお、報酬政策が会社のリスク管理に及ぼす影響の開示につき、前記I. 4(3)(vi)①参照。

<sup>208</sup> Guidance on Sound Incentive Compensation Policies (前掲注(203))。

め、銀行の安全性・健全性の観点からは、報酬を通じた経営者のインセンティブを株主利益に沿ったものとするとは、必ずしも十分とはいえないとする。学説においても、金融機関については、株主有限責任、預金保険制度、持株会社形態の利用等の結果、金融機関の株主は、社会的に適切な水準を超えてリスク・テイクを行うよう求める可能性があるとするものがある<sup>209</sup>。これらの見解からすれば、ドッド＝フランク法 956 条 (b) 項が、金融機関だけを規制対象として、インセンティブ報酬の内容にまで立ち入って規制していることは、必要な措置であると理解できる。

---

<sup>209</sup> Lucian A. Bebchuk and Holger Spamann, *Regulating Banker's Pay*, 98 *Geo. L. J.* 247 (2010). Bebchuk & Spamann の見解及びそれとは異なる学説については、尾崎・前掲注 (98) 160 頁以下にわかりやすくまとめられている。さらに、熊谷真和＝塩田尚也「米国における経営陣報酬の実務動向〔下〕」*商事法務* 1997 号 (2013 年) 52-53 頁も参照。

## II. 英国における役員報酬の実態及びその規制

英国における取締役の報酬について、以下では、まず報酬をめぐって同国の三つの委員会で行われてきた議論を紹介する。英国においては、1990年代に設置されたキャドベリー委員会、グリーンブリー委員会及びハンペル委員会において示された規範や原則が、取締役の報酬に対する規制の中核を形成しているからである。

次に、取締役の報酬について、その構成を概観し、さらに、その決定過程についても確認する。そして、上場会社の取締役（の報酬）を対象とした会社法における具体的な規制をみていくこととする。英国においては、会社法による規制だけでなく、コーポレート・ガバナンス・コード及び上場規則による規制も重要であることから、それらも概観しておく。ストック・オプション及び長期インセンティブ報酬などの業績連動型報酬については、個別にとりあげ整理し、報酬に対する規制の特徴及び評価についてもみておく。最後に、（報酬に対する規制を少し離れて）英国の役員報酬の現状・実態を紹介する。

### 1. 取締役の報酬をめぐる議論

英国における取締役の報酬についての規制は、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論の中で形成されてきた。以下では、先にもふれた、三つの委員会で公表された報告書を概観することとする。

#### (1) キャドベリー委員会報告書

1992年に公表されたキャドベリー委員会報告書（Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992)）は、そのタイトルにもあるように、コーポレート・ガバナンスの財務的側面を中心に取締役会の統制と会計監査に焦点があてられている<sup>210</sup>。

取締役の報酬について、同報告書はあまり多くを割いてはいるわけではないが、最も重要な原則として、公開性（openness）をあげている。具体的には、株主が取締役の（現在及び将来の）諸手当及びそれらの決定方法について完全かつ明確な説明（statement）を受け権利を有することが示されている<sup>211</sup>。

また、同報告書においては、報酬委員会の設置が勧告され、報酬委員会は非業務執行取締役が委員長を務めることも勧告されている。報酬委員会では、業務執行取締役が自らの

<sup>210</sup> キャドベリー委員会報告書、グリーンブリー委員会報告書、ハンペル委員会報告書については、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』（商事法務、2001年）、及び、八田進二＝橋本尚共訳『英国のコーポレートガバナンス』（白桃書房、2000年）において、その翻訳が示されている。本稿では、主に前者の文献の翻訳を参考にしていく。

<sup>211</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992) [hereinafter Cadbury Report], 4. 40.

報酬額決定に参加すべきではないとする<sup>212</sup>。取締役の報酬決定については、株主総会で決定することには否定的で、取締役の報酬決定が賛成・反対という票決になじむものではない、といったことも示された<sup>213</sup>。さらに、取締役の報酬は公正で競争的であるべきとされ、報酬委員会がその役割を担うべきとする。株主は、取締役の報酬の決定に関与すべきではないとするものの、年次株主総会において取締役会に対して意見を表明する機会が提供されなければならないとする。

同報告書はさらに、「最善慣行規範 (THE CODE OF BEST PRACTICE)」を示し、取締役の報酬に関しては、情報開示、報酬委員会の構成や報酬決定について、遵守すべき規範が示されている。まず、情報開示については、取締役全員の報酬の総額の開示と、会長及び最も報酬額の高い国内在住の取締役については、年金基金への拠出とストック・オプションを含め完全に明確な開示がなされるべきであるとされている<sup>214</sup>。次に、報酬委員会の構成や報酬決定については、業務執行取締役への報酬額は、非業務執行取締役のみ又は主として非業務執行取締役で構成される報酬委員会の勧告に従って定められるべきであるとする<sup>215</sup>。なお、非業務執行取締役の報酬額は、会社のために費やした時間に対応すべきであるともされている。

この報告書の公表後、キャドベリー委員会は、前記最善慣行規範の遵守状況について追跡調査を行い、1995年に報告書を公表している。同報告書によれば、取締役の報酬にかかわる部分については、報酬委員会の設置について、1991/1992年度から1993/1994年度にかけて著しい増加があったことが報告されている。

## (2) グリーンブリー委員会報告書

1995年1月、英国産業同盟 (CBI) の主導のもと、リチャード・グリーンブリー卿を委員長とする検討委員会が設置され、同委員会は同年5月にグリーンブリー委員会報告書 (Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury (1995)) を公表した。同報告書は、主として、取締役の報酬に焦点を当てたものである。

同報告書の第1章「序論 (INTRODUCTION)」には、(委員会が設置された背景として) 取締役の報酬に関する社会の人々及び株主の関心に応えるものであるとの説明がみられる<sup>216</sup>。具体的には、民営化された公益事業会社における (経営者の) 大幅な報酬の増加及びストック・オプションからの莫大な利得、他方で、人員削減及び職員に対する給与引下げがあったことが背景にあったようである。

また、同報告書によれば、制定法による規制ではなく、アカウンタビリティを強化し業

<sup>212</sup> Cadbury Report, supra note 211, 4.42.

<sup>213</sup> Cadbury Report, supra note 211, 4.43.

<sup>214</sup> Cadbury Report, supra note 211, 3.2.

<sup>215</sup> Cadbury Report, supra note 211, 3.3.

<sup>216</sup> Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury (1995) [hereinafter Greenbury Report], 1.1.

績の向上を促進するための措置をとるべきことが示されており、取締役の報酬の決定に関する責任の適切な配分、株主に対する適切な報告及び透明性が、アカウンタビリティを強化する鍵であるとされる<sup>217</sup>。

同報告書においても、第2章において最善慣行規範（CODE OF BEST PRACTICE）が示されており、報酬委員会、情報開示及び承認についての規定、報酬方針について、遵守すべき規範が詳細に規定されている。これらそれぞれについて、本調査研究に関連する範囲で、簡単に整理しておく。

まず、報酬委員会については、その設置を勧告するとともに、委員会で決定された事柄について、委員長は株主に説明すべきこととされている<sup>218</sup>。報酬委員会は、非業務執行取締役で構成されるべきで、その委員の名は株主宛に開示される必要があるとする<sup>219</sup>。報酬委員会の株主宛の年次報告書については株主総会の議案とすべきではないとするが、報告書で述べた報酬方針については株主総会の承認を求めるべき状況であるか否かを毎年考慮すべきであるとする<sup>220</sup>。

次に、情報開示及び承認についての規定は、報酬委員会に株主宛での報告書を作成すべきことを勧告し、会社の株主へのアカウンタビリティを果たすための重要な手段となるべきであるとする<sup>221</sup>。報酬委員会に作成を勧告する報告書では、水準、個人別の報酬の構成要素（individual components）、業績基準と測定方法などを含めた、業務執行取締役の報酬に対する会社の方針を説明すべきであるとする<sup>222</sup>。また、報告書には、個々の取締役ごとに名前を付して、報酬パッケージの要素の詳細を記載すべきであるとする<sup>223</sup>。また、長期インセンティブ（ストック・オプションを含む）について、それが取締役や上級経営者が参加するもので、1年以上にわたり株主の資産に影響を及ぼす又は持分を希釈化する可能性のあるものについては、現金であれ、株式であれ、特に株主の承認を得るべきであるとされている<sup>224</sup>。

最後に、報酬方針（remuneration policy）については、まず、報酬委員会は、必要な資質をもった取締役を惹きつけ、確保し、動機づけるための報酬パッケージを提供しなければならないが、この目的のために必要とされる以上の報酬を支払うことは避けなければならないとされている<sup>225</sup>。動機づけに関して、業績連動型報酬の要素（the performance-related elements of remuneration）は、取締役と株主の利益を一致させ、取締役に最高水準の業績をあげることに對する強いインセンティブを与えるよう設計され

---

<sup>217</sup> Greenbury Report, supra note 216, 1. 14.

<sup>218</sup> Greenbury Report, supra note 216, A1, A2.

<sup>219</sup> Greenbury Report, supra note 216, A4, A5.

<sup>220</sup> Greenbury Report, supra note 216, A9.

<sup>221</sup> Greenbury Report, supra note 216, B1.

<sup>222</sup> Greenbury Report, supra note 216, B2.

<sup>223</sup> Greenbury Report, supra note 216, B4.

<sup>224</sup> Greenbury Report, supra note 216, B12.

<sup>225</sup> Greenbury Report, supra note 216, C1.

るべきであるとされている<sup>226</sup>。また、新たな長期インセンティブ制度を提案する場合には、制度全体として株主の承認を受けるべきであるとされている<sup>227</sup>。経営者へのストック・オプションは、有利な（価格での）発行であってはならない（never be issued at a discount）ことも指摘されている<sup>228</sup>。

### （３） ハンペル委員会報告書

キャドベリー委員会及びグリーンブリー委員会は、報告内容の実施状況を後継の委員会において調査するよう勧告していた。1998年1月に公表されたハンペル委員会報告書（Committee on Corporate Governance：Final Report（1988））では、それに加えて、コーポレート・ガバナンスにおける取締役、株主及び会計監査人の役割について再検討が行われている。ここでも、本調査研究に関連する範囲でみていくこととする。

取締役の報酬に関しては、ハンペル委員会報告書第2章「コーポレート・ガバナンスの原則（PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE）」のなかのB「取締役の報酬（Directors' Remuneration）」と、第4章「取締役の報酬（DIRECTORS' REMUNERATION）」で扱われている。

第2章B「取締役の報酬（Directors' Remuneration）」では、まず、「I 報酬の水準（The Level and Make-up of Remuneration）」は、会社を首尾よく経営しなければならない取締役を惹きつけ、確保するのに十分なものであることを要するとされている。また、取締役報酬の構成要素について、報酬が会社及び個人の業績と連動するよう設計されるべきである、との原則<sup>229</sup>が提案されている。特に、業務執行取締役の報酬は、業績と連動させるべきであるとされる。次に、「II 手続（Procedure）」として、会社は、業務執行取締役の報酬に関する方針を作成し、個々の業務執行取締役の報酬パッケージを確定する（fixing）ための、正式かつ透明な手続を確立しなければならないとする<sup>230</sup>。具体的には、取締役は、業務執行取締役であれ非業務執行取締役であれ、自らの報酬パッケージの決定プロセスに関与してはならないとする。最後に、「III 情報開示（Disclosure）」として、会社の年次報告書には、報酬方針に関する説明（statement）と各取締役の報酬の明細とを記載しなければならないと提案する<sup>231</sup>。

第4章「取締役の報酬（DIRECTORS' REMUNERATION）」では、いくつかのブロックで委員会の見解が示されているが、ここでは、報酬の水準及び構成、報酬委員会、情報開示、報酬に対する株主の関与についてふれておく。

まず、同報告書は、報酬の水準及び構成については、取締役会が報酬委員会を介することで、適正な報酬水準を判断するのに適しているとの立場を示す。株主は、報酬額が適正

<sup>226</sup> Greenbury Report, supra note 216, C4.

<sup>227</sup> Greenbury Report, supra note 216, C7.

<sup>228</sup> Greenbury Report, supra note 216, C10.

<sup>229</sup> Committee on Corporate Governance：Final Report（1988）[hereinafter Hampel Report], B I.

<sup>230</sup> Hampel Report, supra note 229, B II.

<sup>231</sup> Hampel Report, supra note 229, B III.

であるかどうか、またその報酬パッケージの構造が取締役の利益と株主自身の利益とを一致させるものとなっているかどうかの判断を自らで行えるだけの情報を得る権利があるとす<sup>232</sup>。報酬水準の決定については、他社と比較する方法には、報酬の上昇をもたらす危険があることから、注意が必要であると指摘する<sup>233</sup>。取締役ごとの報酬総額の全面的な開示は、競争的な分野にあつては報酬増額圧力をもたらすことが認識されるべきであるとし、消極的な見解を示す<sup>234</sup>。また、年次賞与（annual bonus）、ストック・オプション又は長期インセンティブ計画のいずれの形であれ、業務執行取締役の報酬の相当部分を会社の業績に連動させるべきであるとしている<sup>235</sup>。報酬委員会の役目については、報酬パッケージの構成が業務執行取締役の利益と株主の利益とを一致させるものとなり、かつ、（業務執行取締役に）利得をもたらす業績達成水準が現実的で、かつ、達成しがいのあるものとなるよう確保することにあるとする<sup>236</sup>。

次に、報酬委員会については、上場会社の取締役会は業務執行取締役の報酬に関する方針を作成し、個々の取締役の報酬パッケージを決定する報酬委員会を設置すべきであるとするキャドベリー委員会及びグリーンブリー委員会の勧告を支持する立場を明らかにする<sup>237</sup>。ハンペル委員会は、報酬委員会の構成員がすべて独立非業務執行取締役のみで構成されるべきであるとするグリーンブリー委員会の勧告も支持する<sup>238</sup>。報酬委員会の組織上の位置づけについては、取締役会内部の一委員会であり、取締役会に対して責任を負うとする<sup>239</sup>。

さらに、情報開示については、グリーンブリー委員会の勧告が証券取引所における上場規則に反映されていることを受けて、報酬に関する株主向けの報告は全体として、取締役会がその名においてこれを行うべきであるとする<sup>240</sup>。

最後に、報酬に対する株主の関与に関しては、長期インセンティブ（ストック・オプションを含む）について、それが取締役や上級経営者が参加するもので、1年以上にわたり株主の資産に影響を及ぼす又は持分を希釈化する可能性のあるものについては、現金であれ、株式であれ、特に株主の承認を得るべきであるとする、グリーンブリー委員会の勧告を支持する立場に立つ<sup>241</sup>。また、報酬委員会が作成する報告書について、株主の承認を求めるべきかどうかの判断は、当該会社が行うべきものであるとする<sup>242</sup>。

---

<sup>232</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.3.

<sup>233</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.4.

<sup>234</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.5.

<sup>235</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.6.

<sup>236</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.7.

<sup>237</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.11.

<sup>238</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.11.

<sup>239</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.12.

<sup>240</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.14.

<sup>241</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.20.

<sup>242</sup> Hampel Report, supra note 229, 4.21.

#### (4) 統合規範の制定

ハンペル委員会は、キャドベリー委員会及びグリーンブリー委員会が示した最善慣行規範とハンペル委員会が示した原則を包括した規範及び原則を策定することを提案した。そこで、ロンドン証券取引所は、上記の三つの委員会が示した規範及び原則を統合した規範を作成し、1998年6月に統合規範(Combined Code)として公表した。取締役の報酬に関しては、第1部第1章B節及び第2部第1章B節において扱われており、以下では、それぞれについてみておく。

##### (i) 第1部第1章B節

まず、第1部「好ましいコーポレート・ガバナンスの原則 (PRINCIPLES OF GOOD GOVERNANCE)」第1章B節「取締役の報酬 (DIRECTORS' REMUNERATION)」では、報酬の水準及び内訳について、その原則が示されている。すなわち、報酬の水準は、会社を首尾よく経営しなければならない取締役を惹きつけ確保するのに十分なものであることを要するが、会社はこの目的のために必要な金額を超える報酬を支払わないようにしなければならないとする。業務執行取締役の報酬の一部は、報酬額を会社及び個人の各業績に連動させるように設計しなければならないとする。次に、手続として、会社は、業務執行取締役の報酬に関する方針を策定し、各取締役の報酬パッケージを決定するための正式かつ透明な手続を確立しなければならないとす。最後に、情報開示として、会社の年次報告書には、報酬方針に関する説明(statement)と各取締役の報酬の明細とを記載しなければならないとする。

##### (ii) 第2部第1章B節

第2部では「最善慣行規範 (CODE OF BEST PRACTICE)」について書かれており、第1章B節「取締役の報酬 (DIRECTORS' REMUNERATION)」では、まず、先の報酬の水準及び内訳に関する原則を受けて、規範条項として、例えば、報酬のうち業績連動型報酬の部分は、業務執行取締役の報酬パッケージ全体のなかで相当の割合を占めるものとし、取締役の利益と株主の利益を一致させるとともに業務執行取締役に対し最高水準の業績をあげようとするインセンティブを与えるように設計されなければならないとする規定がおかれている。他にも、業務執行取締役向けのストック・オプションは、付与時の株価よりも権利行使価額を低く設定してこれを付与しなければならないとする規定もある。

次に、先の手続に関する原則を受けて、いくつか規範条項が規定されている。例えば、取締役会は、潜在的な利益相反を回避するため、独立非業務執行取締役からなる報酬委員会を設置しなければならない。

報酬委員会は、各業務執行取締役の具体的な報酬パッケージを決定するものとする。報酬委員会は、経営者から独立し、かつ、独立性のある判断を行うにあたり重大な影響を及ぼしかねない一切の事業上その他の関係を有していない非業務執行取締



役のみで構成されるものとする。

報酬委員会の委員は、毎年、株主に対する取締役会の報酬に関する報告書のなかでその名前が列挙されなければならない。

などといった内容が規定されている。

最後に、先の情報開示に関する原則を受けて、規範条項が規定されている。例えば、取締役会は、毎年、株主に対し報酬について報告を行うものとする。

報酬についての報告書は、業務執行取締役の報酬に関する会社の方針を示すものとする。

などといった内容が規定されている。

統合規範については、財務報告評議会（Financial Reporting Council: FRC）の監督のもとで、定期的に改訂されることとなった。2010年には、統合規範から英国コーポレート・ガバナンス・コード<sup>243</sup>とその名称が改められた。これについては、後記 II. 5 で詳述する。

## 2. 取締役の報酬

ここでは、取締役の報酬の構成（又は内訳）に関する一般的な説明をみておきたい。

取締役のうちでも、業務執行取締役（executive director）の報酬については、①取締役としての職務の執行への対価である手当、②（任用契約のもとで）業務執行の対価として支払われる報酬の二つに分けられる<sup>244</sup>。後者の報酬が、業務執行取締役の収入の大半を占めるとされ<sup>245</sup>、これについては、さらに、基本報酬、賞与（短期のインセンティブを与えるため）、ストック・オプションその他の長期インセンティブ報酬に分けることができる。なお、業務執行の対価として支払われる報酬については、契約に定めがなくても、労務相当額（quantum meruit）について合理的な報酬を請求することができるとされている<sup>246</sup>。

## 3. 取締役の報酬の決定過程

次に、取締役の報酬がどのようにして決定されるかについて確認しておく。前記 II. 2 の①取締役としての職務の執行への対価である手当について、従来、株主総会の決議によって決定するとされていたが<sup>247</sup>、現在の公開会社についてのモデル定款によれば、取締役

---

<sup>243</sup> Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code.

最新のコーポレート・ガバナンス・コードについては、

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf> において入手可能（最終アクセス 2015 年 1 月 21 日）。

<sup>244</sup> Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law* 400 (9th ed. 2012).

<sup>245</sup> *Id.* at 400.

<sup>246</sup> *Id.* at 400.

<sup>247</sup> Table A, art. 82.

会によって定められる<sup>248</sup>。また、前記の②（任用契約のもとで）業務執行の対価として支払われる報酬についても、同様に取締役会（報酬委員会）で定めることとされている。

ところで、決定過程が以上の通りであるとして、決定された報酬額が相当であるかどうか、あるいは、合理的な報酬額がいくらであるかについて、審査されることがあるのか。この点については、裁判所が報酬額の相当性について審査することはないとの判例<sup>249</sup>がある。

英国における取締役の報酬に関する規律の焦点は、報酬を決定する手続と開示にあるとされ<sup>250</sup>、以下では、具体的な規律として会社法を概観することとする。

#### 4. 会社法による規制

取締役の報酬に対する 2006 年会社法（Companies Act of 2006）による規制を紹介する（なお、本節における条文番号はすべて 2006 年会社法の条文を指す）。とりわけ英国の上場会社について会社法及びそのもとでの規則による規制の中心をなすのは取締役報酬報告書（directors' remuneration report）であることから、以下では取締役報酬報告書に関する規制の内容をみていくこととする。

具体的には、取締役報酬報告書の作成・記載内容から公開までの規制について概観する（後記 II. 4（1））。最後に、取締役報酬報告書に対する株主の関与と近時行われた法改正（Enterprise and Regulatory Reform Act 2013（2013 年事業規制改革法））の報酬規制にかかわる部分を概観する（後記 II. 4（2））。

##### （1） 取締役報酬報告書

前記のように、英国の上場会社の取締役に対する報酬規制の中心をなすのは、2006 年会社法における取締役報酬報告書である。同法第 15 編「計算書類及び報告書（ACCOUNTS AND REPORT）」では、第 6 章から第 10 章にかけて、取締役報酬報告書の作成、取締役会における承認、開示、株主総会における承認、登記官への提出などを規定している。以下では、具体的な規定について、その概要を確認していくこととする。

##### （i） 取締役報酬報告書の作成

会社法第 15 編第 6 章は、上場会社の取締役報酬報告書について規定を設けている。会社法 420 条 1 項によれば、上場会社（quoted company）<sup>251</sup>の取締役は、当該会社の事業年度

<sup>248</sup> The Companies (Model Articles) Regulations 2008 (SI 2008/3229), Schedule 3, art.23.

<sup>249</sup> Re Halt Garage (1964) Ltd [1982] 3 All E.R. 1016.

<sup>250</sup> Davies & Worthington, supra note 244, at 401.

<sup>251</sup> 会社法 385 条は、上場会社を定義している。同条 2 項によれば、上場会社とは、その株式（equity share capital）が、（1）2000 年金融サービス市場法第 6 編の規定に従い公式リストに含まれる又は（2）欧州経済領域加盟国（EEA State）において正式に上場していること又は（3）ニューヨーク証券取引所若しくはナスダックで取引することが認められているもののいずれかに該当することとされて

ごとに、取締役報酬報告書を作成しなければならない<sup>252</sup>。

(ii) 取締役報酬報告書の記載内容

取締役報酬報告書の記載内容は、国務大臣 (The Secretary of State) が規則によって制定することができる旨が規定されており (会社法 421 条)、同法において具体的な記載内容が規定されているわけではない。具体的な開示内容については、2013 年大・中規模会社・グループ (会計と報告) (改正) 規則 (The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013) スケジュール 8<sup>253</sup>において規定されている。

同規則によれば、まず、取締役報酬報告書において、取締役の報酬に関する (a) 主要な決定や (b) 年度中に行われた実質的な変更、(c) それらの変更が生じた背景及びとられた決定について、報酬委員会の議長による説明 (statement) が記載されなければならない (同規則 3 条)。

また、会計年度ごとに、各取締役の報酬の内訳などを (以下のような) 表の形 (the single total figure table) にして記載することも求められている (同規則 4 条・5 条)。

Single Total Figure Table						
	a	b	c	d	e	Total
Director 1	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
Director 2	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx

同規則 7 条によれば、表の a の段には給与と手当 (salary and fees) の総額が記載され、b の段には課税対象となる利得 (taxable benefits)、c の段には会計年度の終了時に業績基準等の達成の結果として当該年度に受け取ったか受け取ることのできる金銭及びその他の資産、d の段には最終的に付与された 1 会計年度を超えて受け取ったか受け取ることのできる金銭及びその他の資産、e の段には利得に関連する年金が、それぞれ記載されなければならない。

例えば、d の段について、それが株式やストック・オプションである場合、その価値 (the value) を記載する必要がある (同規則 10 条)。

同規則第 4 章では、「取締役の報酬方針 (DIRECTORS' REMUNERATION POLICY)」について規定されている。具体的には、同規則 25 条によれば、取締役報酬報告書に記載されている当該会社の取締役の報酬パッケージについて、それぞれその構成を表の形 (in tabular

いる。

<sup>252</sup> 取締役報酬報告書の作成が要件を遵守することを怠った場合には、刑罰が科される (会社法 420 条 2 項・3 項)。

<sup>253</sup> SCHEDULE 8 QUOTED COMPANIES: DIRECTORS' REMUNERATION REPORT.

form) で記載しなければならない。また、前記の表は、各取締役を個別に特定できるよう詳細に配列したものではない。

表に記載すべき事項は、同規則 26 条に規定されている。具体的には、(a) その構成 (that component) が当該会社の短期及び長期の戦略目標を支える方法、(b) 報酬パッケージの構成が機能する方法についての説明、(c) その構成について支払われる上限額 (maximum)、などが記載されなければならない。

#### (iii) 取締役報酬報告書の承認及び署名

作成された取締役報酬報告書は、取締役会の承認を受け、取締役会を代表して当該会社の取締役又は秘書役 (the secretary) によって署名されなければならない (会社法 422 条 1 項)<sup>254</sup>。

#### (iv) 取締役報酬報告書の公開

会社法第 15 編は、第 7 章で、計算書類及び (取締役報酬報告書を含む) 報告書の公開について規定している。

会社法 423 条 1 項によれば、作成された取締役報酬報告書は、毎事業年度に係る当該会社の計算書類及び報告書とともに、当該会社の社員、社債権者、社員総会の通知を受ける権利を有する者のすべてに送付 (circulate) しなければならない<sup>255</sup>。

なお、会社法 426 条は、会社 (a company) に対して、同法 423 条に従って送付することが要求される計算書類及び報告書の代わりに、計算書類等の要旨 (a summary financial statement) を提供することができるという選択肢を与えている。そして、会社法 428 条 1 項は、上場会社 (a quoted company) に対して、計算書類等の要旨は、当該会社の年次計算書類及び取締役報酬報告書に基づくものであること、かつ、本条及び本条に基づいて設けられた規則に従って作成されたものであることを要求する。同条 2 項によれば、この計算書類等の要旨は、国務大臣が規則によって定める様式に従い、規則によって定める情報を含むものでなければならない<sup>256</sup>。

また、上場会社は、当該会社の取締役報酬報告書 (年次計算書類やその後も報告書も含む) について、ウェブサイト上で入手可能にしておくこと (available on a website)、かつ、翌事業年度の年次計算書類及び報告書が入手可能になるまでの間、引き続きウェブサイト上で入手可能にしておかなければならない (会社法 430 条)。

---

<sup>254</sup> この法律の要件をみたさない取締役報酬報告書が承認された場合には、刑罰が科される (会社法 422 条 2 項・3 項)。

<sup>255</sup> 会社法 423 条の違反がある場合は、当該会社及び当該会社の任務懈怠のあるすべての役員に対して刑罰が科される (会社法 425 条)。

<sup>256</sup> 会社法 426 条又は 428 条の違反がある場合には、当該会社及び任務懈怠のある役員に対して刑罰が科される (会社法 429 条)。

(v) 取締役報酬報告書の写し (copies) の提供を請求できる権利

取締役報酬報告書については、上場会社の側からの公開だけではなく、当該上場会社の社員又は社債権者 (debenture holder) が、(当該上場会社に対し) 取締役報酬報告書の写しを提供するよう請求することができる (会社法 432 条)。

(vi) 取締役報酬報告書の公開に関する要件

会社によって又は会社に代わって公開<sup>257</sup>されるあらゆる文書は、取締役会を代表して当該文書に署名した者の名が表示されなければならない (会社法 433 条 1 項)。同条 2 項によれば、上場会社について、その文書として当該会社の取締役報酬報告書 (他に、貸借対照表、取締役報告書) があげられている。

(vii) 取締役報酬報告書の株主総会における決議

取締役報酬報告書は、株主総会の決議を経ることが求められている。具体的には、会社法 439 条 1 項は、計算書類提出総会 (accounts meeting) に先立って、総会の通知を受け取る資格を有する株主に対して、総会における普通決議として、当該事業年度の取締役報酬報告書の決議を経る意思を通知しなければならない、と規定する<sup>258</sup>。現取締役 (existing directors) は、総会において決議が投票にかけられるようしなければならないことも規定されている (会社法 439 条 4 項)。

従来、この決議は勧告的なものとされていたが、2013 年事業規制改革法 (Enterprise and Regulatory Reform Act 2013) によって、報酬方針に関する部分については拘束的なものと変わった。この点については、後に詳述する (後記 II. 4 (2))。

(viii) 取締役報酬報告書の提出

取締役は、作成された取締役報酬報告書を (計算書類や他の報告書とともに)、登記官 (registrar) に提出することが義務づけられている (会社法 441 条)。上場会社については、当該会社の年次計算書類・取締役報酬報告書、取締役報告書が具体的に提出しなければならない書類としてあげられている (会社法 447 条)。

(ix) 取締役報酬報告書の不提出

取締役報酬報告書を含む会社の計算書類及び報告書について、それらが提出期間末日 (before the end of the period) までに会社法第 441 条の要件が遵守されない場合、当

---

<sup>257</sup> 会社法 436 条 2 項は、同法 433 条にいう「公開 (publication)」の意味について、会社が文書を公開・発行・送付するとき又は公衆一般あるいは公衆の一部の者に文書を読んでもらうために勧誘することを意図した方法で公衆の閲覧 (public inspection) に供するとき、会社は当該文書を公開するものとみなす、と規定している。

<sup>258</sup> 会社法 439 条 1 項 (取締役報酬報告書の承認議案にかかる通知) に違反した場合はすべての役員に、決議が計算書類提出総会の投票にかけられなかった場合は現取締役に、刑罰が科される (会社法 440 条 1 項・2 項)。

該期間末日に当該会社の取締役であった者はすべて有罪となる（会社法 451 条 1 項）。ただし、前項の罪に問われた者は、当該期間末日までに要件が遵守されるようあらゆる合理的な手段を採ったことを証明したときは、罪を免れる（会社法 2 項）。

## （２） 取締役報酬報告書に対する株主の関与と近時の法改正－2013 年事業規制改革法（Enterprise and Regulatory Reform Act 2013）

取締役報酬報告書について年次総会で勧告決議を行う制度（say on pay 制度）が 2002 年の会社法改正で設けられたが、2013 年の法改正により、（上場会社に作成が義務づけられる）取締役報酬報告書における取締役の報酬方針（remuneration policy）について、拘束力のある株主総会の決議が求められることとなった。

すなわち、2013 年 10 月 1 日に施行された 2013 年事業規制改革法（Enterprise and Regulatory Reform Act 2013）は、その 79 条で、取締役報酬報告書の中で報酬方針を分けて詳述することを義務づける規定（421 条 2A 項）、さらに、取締役の報酬方針を少なくとも 3 年ごとに株主総会の普通決議による承認を義務づける規定（439A 条）を会社法に挿入することを定めている。前記 II. 4（1）でふれた会社法 439 条は拘束的な規定ではなかったが、この改正により挿入された 439A 条により、報酬方針についてはあるが、株主による拒絶が可能となった。

この改正によって、取締役に支払われるあらゆる報酬は、報酬方針と一致しなければならないこととなり、もしそうでないならば、株主の承認を得なければならなくなった。決議で承認を得られなかったときは、直近に承認された報酬方針に戻らなければならず、提出された議案を実行することはできなくなる<sup>259</sup>。

## 5. コーポレート・ガバナンス・コード及び上場規則による規制

英国における取締役の報酬に対する規制は、会社法だけに限らない。とりわけ上場会社については、コーポレート・ガバナンス・コード及び上場規則による規制が重要である。コーポレート・ガバナンス・コードについては、2014 年 9 月に FRC（Financial Reporting Council：財務報告協議会）が最新のものを公表しており<sup>260</sup>、これは、英国内で設立されたか英国外で設立されたかを問わず、その株式がプレミアム上場（Premium listing）<sup>261</sup>さ

<sup>259</sup> Matt Orsagh, “Say on Pay”: How Voting on Executive Pay Is Evolving Globally – and Is It Working?, <http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2013/12/26/say-on-pay-how-votes-on-executive-pay-is-evolving-globally-and-is-it-working/>では、この改正を受けた大企業と機関投資家グループとの間で作成されたガイダンスについての取組みが紹介されている。

<sup>260</sup> コーポレート・ガバナンス・コードについては、FRC の以下のサイトから入手できる。  
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>（最終アクセス 2015 年 1 月 21 日）

<sup>261</sup> ロンドン証券取引所における上場制度について、同取引所の主要市場（Main Market）は、プレミアム市場とスタンダード市場、さらには、高成長部門（High Growth Segment（HGS））に区別されている。プレミアム市場においては、EU の最低要件よりも厳格な英国の基準に服することが求められている。

れているすべての会社に対して、2014年10月1日以降に始まる会計年度に適用がある。以下では、それぞれの規制について本調査研究に関連する範囲で概観する。

### (1) コーポレート・ガバナンス・コードによる規制

コーポレート・ガバナンス・コード第D章は、報酬について規定している。大きくD.1「報酬の水準と構成(The Level and Components of Remuneration)」、D.2「手続(Procedure)」に分けられ、それぞれについて原則・補助原則・各則がおかれている。

#### (i) 報酬の水準と構成

D.1「報酬の水準と構成」では、主要原則として、業務執行取締役の報酬は、会社の長期的成功を促すよう設計されなければならない。業績連動要素は、透明性があり、長期的に厳格に適用されなければならない、と定められている。補助原則(Supporting Principles)として、報酬委員会は、他社と比較して自社がどの位置にあるかを判断すべきである、と定められている。

各則では、業務執行取締役の報酬と非業務執行取締役の報酬について定めを設けている。すなわち、D.1.1では、業務執行取締役の業績連動型報酬スキームの設計にあたっては、本コードのスケジュールAの条項に従うべきであるとする。スキームには、支払済みの報酬額の返還を求め、また、報酬の支払いを拒絶することを会社に認める条項を含めるべきであり、会社に返還・支払拒絶を認めることが適切な状況を特定すべきであるとする。なお、スケジュールAについては、後記する。

他方で、D.1.3では、非業務執行取締役の報酬水準は、関与時間と職責を反映したものとすべきであるとする。非業務執行取締役の報酬には、ストック・オプションその他の業績連動型の要素を含むべきではないということも規定されている。

#### (ii) 手続

D.2「手続」では、主要原則として、役員報酬の方針を策定し、個々の取締役の報酬パッケージを確定するにあたっては、正式かつ透明性のある手続がなければならない。いかなる取締役も自らの報酬を決定することに関与してはならない、と規定されている。補助原則では、報酬委員会が利益相反に注意を払うべきこと、報酬についてのコンサルタントの任命について責任を負うべきことが規定されている。

各則では、D.2.1が報酬委員会の構成について規定している。すなわち、取締役会は、

---

ロンドン証券取引所ウェブサイト参照(下記、いずれのページも最終アクセス2015年1月22日)。  
<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm>

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/main/market.htm>

さらに、公益財団法人日本証券経済研究所『図説イギリスの証券市場2014年版』65頁(公益財団法人日本証券経済研究所、2014年)も参照。

少なくとも3名又は小規模な会社の場合には2名の独立非業務執行取締役で構成される報酬委員会を設置しなければならないとされる。D.2.2では、報酬委員会が、年金受給権やいかなる報酬を含めて、すべての業務執行取締役及び取締役会議長（the chairman）の報酬を設定する責任を負担すべきであることが規定されている。D.2.3は、非業務執行取締役の報酬決定について、取締役会自身（又は定款で要求された場合には株主）が行うべきであるとする。D.2.4は、株主が、上場規則によって認められている場合を除いて、長期のインセンティブ・スキーム及び現行のスキームの著しい変更について承認を求めることができるようにすべきであるとし、株主の関与について規定する。

### (iii) スケジュール A

スケジュール A は、業務執行取締役に対する業績連動型報酬の設計について定めている。大きく、「バランス」、「株式型報酬」、「年金」に分けられており、ここでは、前二者について概観する。

まず、バランスについて、固定報酬と業績連動型報酬、即時に支払われる報酬と繰り延べられて（deferred）支払われる報酬、それぞれの間のバランスを報酬委員会は決定すべきであるとする。非財務指標を含む、業績条件（performance conditions）は妥当で、長期にわたるものであるべきで、会社の長期的成長を促進するよう設計されなければならないとする。

次に、株式報酬型については、伝統的なストック・オプションが、他の種類の長期インセンティブ・スキームよりも重視されるべきであるとする。また、上場規則の関連規定によって認められている場合を除き、業務執行取締役のストック・オプションは、有利な価格で提供（offered at a discount）されるべきではないとされる。新たに提案される長期インセンティブ・スキームは、株主の承認を得るべきことも規定され、潜在的に受け取る可能性のある報酬総額が過大であるべきではないとされる。業務執行取締役のストック・オプションや他の長期インセンティブ・スキームの付与は、通常、一括ではなく（in one large block）、段階的に行われるべきであるとも規定している。

## (2) 上場規則による規制

コーポレート・ガバナンス・コードは、必ず従わなければならないといった性質のものではなく、従わない場合の効果や制裁などを規定しているわけではない。しかし、他方で、上場規則においては、コーポレート・ガバナンス・コードの遵守に関して情報開示が求められており、上場会社は一定の規律に服する。

具体的に、上場会社は、コーポレート・ガバナンス・コードの遵守について年次財務報告（annual financial report）における開示が求められている。すなわち、英国で設立された上場会社は、コーポレート・ガバナンス・コードにおいて示されている主要原則（Main Principles）をどのように適用しているか、株主が評価することができるような形で、年



次財務報告で説明 (statement) しなければならない<sup>262</sup>。

また、会計年度を通してコーポレート・ガバナンス・コードにおいて示されているすべての規定を遵守したか、それとも遵守しなかったかを説明しなければならない<sup>263</sup>。遵守しなかった場合には、その規定や遵守しなかった理由についても併せて説明しなければならない。なお、「遵守せよ、さもなければ説明せよ (comply or explain)」といった形のアプローチは、英国におけるコーポレート・ガバナンスのトレードマークであり、柔軟性の根拠ともなっていると説明<sup>264</sup>されている。

さらに、長期インセンティブ計画については、株主総会による普通決議による承認を得なければならないとされている。すなわち、英国で設立された上場会社における1名又は複数の取締役が参加する資格のある長期インセンティブ計画については、それが採用される前に、当該会社の株主総会の普通決議 (an ordinary resolution) による承認を得なければならない<sup>265</sup>。

## 6. ストック・オプション及び長期インセンティブ報酬

ここでは、ストック・オプション及び長期インセンティブ報酬などの業績連動型の報酬について、これまで扱ってきた英国における規制を整理する意味で、個別にとりあげておきたい。

前記のように、会社法においては、取締役報酬報告書による詳細な開示が義務づけられている。取締役報酬報告書の記載内容として、取締役ごとに株式やオプションの価値などを記載する必要がある。取締役報酬報告書は株主等に送付され、株主総会の普通決議による承認も必要とされている。この決議は勧告的なものとされているが、取締役報酬報告書における取締役の報酬方針 (業績連動型報酬との関連は深い) については、拘束的な決議が必要とされている。なお、報酬方針のなかには、業績連動型報酬にかかわる取締役ごとの報酬パッケージの構成が含まれている。

また、前記 II. 5 でみたコーポレート・ガバナンス・コードでは、業務執行取締役の業績連動型報酬スキームの設計にあたっては、本コードのスケジュール A の条項に従うべきであるとされ、スケジュール A では、業務執行取締役のストック・オプションは、有利な価格で提供 (offered at a discount) されるべきではなく、新たに提案される長期インセンティブ・スキームは、株主の承認を得るべきことが規定されていた (これは上場規則においても定められていた)。コーポレート・ガバナンス・コードは、上場規則によって、遵守するか、遵守しない場合には説明することが求められるという形の規律である。

<sup>262</sup> FCA, LR 9.8.6 R (5).

<sup>263</sup> Id. 9.8.6 R (6).

<sup>264</sup> FRC, UK Corporate Governance Code, 4 (2014).

<sup>265</sup> FCA, LR 9.4.1 R (1)(2).

## 7. 報酬に対する規制の特徴及び評価

英国における取締役の報酬に対する規制の特徴として、株主が具体的な報酬（額）を決定するわけではないということが指摘できる（ただし、長期インセンティブ型の報酬については例外的な規律もみられる）。すなわち、報酬の決定権限が取締役会や報酬委員会にあることから、報酬（額）の決定は経営者の監督の一環と位置付けられ、そのことを前提に、経営者に十分なインセンティブを与えることを目指していることが指摘<sup>266</sup>されている。

この目的のために、報酬委員会の独立性の確保や報酬について広範で詳細な開示が要求されていると理解できる。開示に関しては、株主が取締役の報酬に関する情報を受ける権利があるという発想を前提に、取締役報酬報告書による詳細な開示が求められている点が特徴的である。また、報酬委員会の独立性に関連して、報酬の決定手続においては利益衝突という側面も十分に認識され、取締役が自己の報酬の決定に関与しないよう注意が払われている点も特徴として指摘<sup>267</sup>される。

また、取締役の報酬が高額であること自体が不公正であるという発想ではなく、報酬が業績に連動しているかどうか重要で（とりわけ業務執行取締役の報酬は業績に連動すべきことが強調される）、取締役の報酬の個人別の開示や業績と報酬の関係についての開示が求められるようになったことも指摘<sup>268</sup>されている。

## 8. 取締役の報酬の現状・実態

これまで英国の報酬規制の状況についてみてきたが、最後に、英国の役員報酬の現状や実態について概観する。

英国の役員報酬の現状について、2011年度の売上高等1兆円以上の企業を対象としたCEOの報酬を比較したデータ<sup>269</sup>によれば、報酬は金額にして5億3301万円（内訳として、基本報酬1億1974万円、業績連動賞与1億5905万円、長期インセンティブ報酬2億5422万円）とされている。これに対して、我が国のCEOの報酬は、1億1101万円（内訳として、基本報酬7075万円、業績連動賞与2195万円、長期インセンティブ報酬1831万円）とされている。

英国では、低調な業績への不満から役員の高額報酬がやり玉にあがることもあり、例えば、ファッション大手のバーバリー・グループでは、2014年の株主総会で役員報酬議案に52%を上回る反対があったことが我が国でも報道されている<sup>270</sup>。2012年には、保険大手ア

<sup>266</sup> 伊藤・前掲注（21）152-153頁、187-188頁。

<sup>267</sup> 伊藤・前掲注（21）187頁。

<sup>268</sup> 伊藤・前掲注（21）152-153頁、188頁。

<sup>269</sup> 日本取締役協会のウェブサイト([http://www.jacd.jp/news/comp/130412\\_02.pdf](http://www.jacd.jp/news/comp/130412_02.pdf))から入手可能（最終アクセス2015年1月21日）。

<sup>270</sup> 日本経済新聞2014年7月12日付夕刊、同年8月19日付朝刊。

ビバの CEO が役員報酬の増額を株主総会で否決されたことを受け、退任したことも報道された<sup>271</sup>。また、近時では、経営者と従業員との間の報酬の格差が問題となり、上場会社の経営者は平均的な従業員の 143 倍の報酬を得ており、それゆえ、報酬（賃金）の支払い比率に関心を払う企業もあり、小売業の John Lewis や TSB 銀行といった企業ではその比率を 75:1 あるいは 65:1 としているとされる<sup>272</sup>。

---

<sup>271</sup> 日本経済新聞 2012 年 6 月 7 日付朝刊。

<sup>272</sup> The Guardian, August 18, 2014. 他にも同紙では、Randgold Resources 社の社長が 2013 年、同社の平均的な従業員の 1500 倍の報酬を受け取っていたことなどを報じている。

### III. 日本法における経営者報酬の規律

#### 1. 本章の構成

日本の上場会社の経営（業務執行）を担当する者は、指名委員会等設置会社以外の会社では代表取締役及び取締役会の決議によって業務を執行する取締役として選定された者（会社法 363 条 1 項）及び代表取締役から一部の行為を委任される等により業務執行をする者（会社法 2 条 15 号イ参照）である。代表取締役以外の取締役は、代表取締役の指揮のもとで業務執行を担当するのが通例であり、使用人の地位を兼ねていることもある（使用人兼務取締役）。指名委員会等設置会社の業務執行を担当するのは執行役である（会社法 418 条）。以下の日本法における経営者の報酬の規律の検討では、これら業務執行をする取締役と執行役の報酬に対する規律をとりあげる。

検討の順序としては、まず日本の上場会社における経営者報酬の実態をみたのち、現行の経営者報酬の決定過程に関する法的規律、経営者報酬に関する開示規制についてそれぞれ簡単に確認する。つづけて、米国法から得られたいくつかの示唆をもとに、今後、日本において問題となりうる点について検討を行う。最後に、英国法から得られる示唆について述べる（なお、本章における「会社法」は我が国会社法を指す）。

#### 2. 日本の上場会社の経営者報酬の実態

2011 年のデータによると、売上高 1 兆円以上の企業 72 社の代表取締役の報酬の中央値は、金額で比較すると米国の CEO の報酬の 1/4 未満である。報酬の内容をみると固定金額の基本給が 64%、業績連動賞与が 20%、エクイティ報酬を含む長期インセンティブ報酬が 16%となっており、長期インセンティブ報酬が 67%、基本給が 11%の米国 CEO の報酬と比較すると、固定額の報酬と変動報酬の割合が逆になっている<sup>273</sup>。

近年の傾向として、役員退職慰労金制度を廃止する動きが加速していることがあげられる。廃止された退職慰労金の代替として、基本給等の固定報酬に振り替えたものが 40%程度あるが、賞与等の短期インセンティブ報酬に振り替えたものが約 27%、エクイティを用いた長期インセンティブ報酬に振り替えたもの 18%あったとされている<sup>274</sup>。

長期インセンティブ報酬としてはストック・オプションが一般的のようであるが、株価が長期間低迷している状態ではインセンティブ付与機能が十分発揮されないことから<sup>275</sup>、新株予約権を用いつつフルバリュー型のエクイティ報酬に近い性質を有する 1 円ストッ

<sup>273</sup> Towers Watson 作成資料（前掲注（2））参照。日経 500 構成企業を対象とした調査においても同じような結果が出ている（三井住友信託銀行証券代行コンサルティング部「役員報酬の多様化—業績連動報酬等の状況について」資料版商事法務 368 号（2014 年）38 頁参照）。

<sup>274</sup> 商事法務研究会「2012 年版株主総会白書」商事法務 1983 号（2012）139 頁以下参照。

<sup>275</sup> 前掲注（6）参照。

ク・オプションや<sup>276</sup>、株式を用いてパフォーマンス・シェアや制限付株式と同様の働きをする仕組みが開発されてきている<sup>277</sup>。

### 3. 日本の経営者報酬に関する法規制

#### (1) 経営者報酬の決定過程に関する規制

##### (i) 指名委員会等設置会社以外の会社の決定過程

###### ① 金銭報酬

取締役が、その職務執行の対価として<sup>278</sup>会社から受ける金銭報酬のうち、その金額が確定しているものについては、その金額を定款に定めるか、株主総会決議によって定めなければならないとされている(会社法 361 条 1 項 1 号)。定款又は株主総会決議によって定めるのは、取締役全員に支給する報酬等の総額の最高限度額で足り、個々の取締役に対する支給額まで定める必要はないと解されている。また、ひとたび報酬総額の最高限度額を定めれば、それに変更がない限り、支給のつど株主総会で決議をする必要はないと解されてきた。個々の取締役に対する具体的な配分額は、取締役会が決定することができることとされている<sup>279</sup>。上場会社では、取締役会が全員一致で具体的な配分額の決定を代表取締役に一任し、代表取締役は、役位別の報酬額基準に基づいて個人別の報酬額を決定してきたようである<sup>280</sup>。

退職慰労金については、総額の最高限度額すら株主総会で明示せず、具体的な金額、支給期日、支給方法を取締役会の決定に一任する旨の総会決議がされるのが通例であり、判例も、退職慰労金の額が支給基準に基づいて一義的に算出され、その支給基準を株主が推知しうる状況にあれば、その支給基準に従って退職慰労金の支給を決定することを取締役会に委任する趣旨の決議であれば無効ではないとしてきた<sup>281</sup>。

金銭報酬のうち金額が確定しておらず、業績を示す指標等に連動して支給される金額が決まる報酬については、その具体的な算定方法を定款又は株主総会決議によって定めなければならない(会社法 361 条 1 項 2 号)。取締役が操作しうる指標を算定基準とする等、不適切な運用がされることのないよう、この種の報酬の新設若しくは改定にかかる議案を株主総会に提出した取締役は、その算定方法を相当とする理由を説明しなければならない(会

<sup>276</sup> 阿部直彦「コーポレート・ガバナンスの視点からみた経営者報酬のあり方」商事法務 2048 号(2014 年) 28 頁参照。

<sup>277</sup> 神田秀樹ほか「〔座談会〕役員報酬改革の潮流と今後の諸論点」神田秀樹＝武井一浩＝内ヶ崎茂編著『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』(商事法務、2013 年) 84 頁以下〔内ヶ崎茂発言〕参照。

<sup>278</sup> 使用人兼務取締役が使用人として受ける給与等については、その給与等の体系が明確に確立されている場合であれば、その取締役が別途使用人として職務執行の対価を受けることを予定しつつ、取締役として受ける報酬についてのみ株主総会で決定しても、脱法行為にはあたらないとされている(最判昭和 60 年 3 月 26 日判時 1159 号 150 頁)。

<sup>279</sup> 最判昭和 60 年 3 月 26 日判時 1159 号 150 頁参照。さらに、取締役会が、特定の取締役に決定を一任することができるものもある(名古屋高金沢支判昭和 29 年 11 月 22 日下民集 5 卷 11 号 1902 頁)。

<sup>280</sup> 伊藤・前掲注(21) 268 頁。

<sup>281</sup> 最判昭和 58 年 2 月 22 日判時 1076 号 140 頁等。

社法 361 条 4 項)。

## ② ストック・オプションの付与

取締役の職務執行の対価として新株予約権を付与する場合、その公正な評価額を付与対象期間の費用として計上しなければならない。このことから、ストック・オプションは、報酬規制との関係では、確定額（新株予約権の公正な評価額）の報酬（会社法 361 条 1 項 1 号）に該当し、かつ金銭でない報酬（会社法 361 条 1 項 3 号）に該当するというのが一般的な理解である<sup>282</sup>。

新株予約権の発行規制との関係では、ストック・オプションとしての新株予約権の発行は、金銭の払込みを要しないもの（会社法 238 条 1 項 2 号）にあたる。しかし、その新株予約権の公正な評価額相当を報酬として受けることを認められた取締役に対して新株予約権を付与することは「特に有利な条件」（会社法 238 条 3 項 1 号）による新株予約権の発行にはあたらないとされている。その結果、公開会社においては、取締役会の決議によってストック・オプションとして付与すべき新株予約権の内容・数等（募集事項）を決定することができる（会社法 240 条 1 項）。この場合、新株予約権の割当日の 2 週間前までに募集事項の公告等を行わなければならない（会社法 240 条 2 項～4 項）。

### (ii) 指名委員会等設置会社の決定過程

指名委員会等設置会社では、報酬委員会が、執行役及び取締役の個人別の報酬の内容を決定する（会社法 404 条 3 項前段）<sup>283</sup>。報酬委員会は、執行役等の個人別の報酬の内容の決定に関する方針を定め（会社法 409 条 1 項）、その方針に従って具体的な報酬の内容を決定する（会社法 409 条 2 項）。報酬委員会の委員は、過半数が社外取締役ではなければならない（会社法 400 条 3 項）。ストック・オプションとしての新株予約権の発行は、公開会社であれば取締役会決議によって行うことが可能であり、さらに執行役にその決定を委任することもできる。

## (2) 経営者報酬の開示に関する規制

### (i) 事業報告における報酬の開示

公開会社は、会社役員（取締役・執行役等、会社法施行規則 2 条 3 項 4 号）に関する事項の一部として、当該事業年度にかかる報酬等を事業報告に記載しなければならない（会社法施行規則 119 条 2 号、121 条 3 号）。当該事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなった報酬等についても記載を要する（会社法施行規則 121 条 4 号）。会社が、各役員の前記報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針を定めているときは、その決定の方法及び方針の内容の概要も記載することとなっている（会社法施行規則 121 条 5 号）。

<sup>282</sup> 相澤哲＝石井祐介「株主総会以外の機関〔上〕」商事法務 1744 号（2005 年）102 頁。

<sup>283</sup> 執行役が使用人を兼務している場合には、使用人として受ける報酬の内容も報酬委員会が決定する（会社法 404 条 3 項後段）。

事業報告に記載すべき報酬の額は、取締役全員・執行役全員の報酬等の総額で足りるが、全員若しくは一部の者については報酬額を個別に記載することもできる（会社法施行規則121条3号）。報酬の内訳を示すことは要求されていないが、内訳を記載している会社も多数ある<sup>284</sup>。

(ii) 有価証券報告書における報酬の開示

有価証券報告書では、コーポレート・ガバナンスの状況の一部として役員報酬の内容が記載される。具体的な記載内容は次の通りである。まず、(ア)提出会社の役員報酬等について、取締役・監査役・執行役・社外役員区分ごとに、報酬等の総額、報酬等の種類別<sup>285</sup>の総額、及び役員員数が記載される。次に、(イ)提出会社の役員のうち、その報酬等の総額が1億円以上である者については、役員ごとに、氏名、役員区分、報酬等の総額、報酬等の種類別の額が記載される。(ウ)使用人兼務役員の使用人給与のうち重要なものがある場合には、その総額、対象となる役員員数、及びその内容を記載することが求められる。さらに、(エ)提出会社の役員報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針を定めている場合には、その方針の内容及び決定方法（方針を定めていない場合にはその旨）を記載しなければならない。

(iii) ストック・オプションに関する開示

ストック・オプションについては、役員に付与されたストック・オプションの価値のうち、ストック・オプションに関する会計基準によって当該事業年度の費用として計上される額が事業報告における報酬等の総額に記載されるほか、次の事項を記載しなければならない。すなわち、当該事業年度末日において在任している役員が有している職務執行の対価として交付された新株予約権について、取締役（執行役を含む）・社外取締役等に区分して、その新株予約権の内容の概要と新株予約権を有する人数を記載しなければならない。新株予約権の内容の概要としては、新株予約権の目的である株式の種類・数、発行価額、行使の条件、権利行使期間等、新株予約権の経済的価値をおおむね把握することができる程度の事項を記載しなければならないと考えられている。また、ストック・オプションを付与する決議が複数ある場合には、新株予約権の概要は、共通する事項を除いて付与の決議ごとに記載するものとされている<sup>286</sup>。

有価証券報告書では、「新株予約権等の状況」として、新株予約権の数、目的となる株式の種類及び株式数、行使時の払込金額、行使期間、行使による株式を発行する場合の株式の発行価格及び資本組入額、行使の条件、譲渡に関する事項を記載しなければならないとされている。また、「ストック・オプション制度の内容」として、取締役に新株予約権証券

<sup>284</sup> 三菱UFJ信託銀行証券代行部編『事業報告記載事項の分析—平成23年度6月総会会社の事例分析』別冊商事法務367号（2012年）191頁。

<sup>285</sup> 基本報酬、ストック・オプション、賞与、退職慰労金等に区分される。

<sup>286</sup> 伊藤・前掲注（21）279頁。

を付与する決議の年月日、付与対象者の区分、対象者数を付与の決議ごとに記載しなければならない。ストック・オプション付与の決議に基づいて付与すべき又は付与されている新株予約権の目的となる株式の種類及び株式数、新株予約権の行使時の払込金額、行使期間、行使の条件、譲渡に関する事項等を記載しなければならない<sup>287</sup>。

財務諸表規則・連結財務諸表規則によれば、ストック・オプションについて、当該事業年度における費用計上額・科目名、権利不行使による失効が生じた場合の利益計上額を注記しなければならない。また、ストック・オプションの内容、規模、及び変動状況として、付与対象者の人数（役員・従業員等に区分される）、株式の種類別のストック・オプションの数<sup>288</sup>、付与日、権利確定条件、対象勤務期間、権利行使期間、権利行使価格、付与日における公正な評価単価<sup>289</sup>、その事業年度において権利行使されたストック・オプションの権利行使時の株価の平均値が記載される。

### （３） 日本の経営者報酬規制の規制目的

#### （い） 指名委員会等設置会社以外の会社の報酬規制

指名委員会等設置会社以外の会社の経営者報酬の決定方法について定める会社法 361 条（及びその前身である平成 17 年改正前商法 269 条）は、伝統的に、取締役の報酬決定におけるお手盛りを防止するための手続的規制であると解されてきた<sup>290</sup>。同条の規制目的についてのこのような理解を前提として、株主総会決議においては、取締役報酬という形で会社から流出するものの最高限度額が決定されれば、必要かつ十分だとされた<sup>291</sup>。

#### （ii） 指名委員会等設置会社の報酬規制

指名委員会等設置会社の執行役の報酬については、報酬委員会が個人別の報酬の内容を決定する。指名委員会等設置会社の取締役会は、社外取締役が中心となって、執行役による業務の執行を監督する機関であり、取締役は業務執行を担当することはない。報酬委員会も、執行役による業務執行の監督という目的を果たすために、執行役の報酬の決定という任務にあたるものとされている<sup>292</sup>。そして、報酬委員会が執行役の報酬内容を決定する際には、執行役の業績を報酬に反映させること、株主との利害調整を行うことが求められるとされている<sup>293</sup>。

<sup>287</sup> 「新株予約権等の状況」に新株予約権の内容を記載している場合には、その旨を記載すれば足りる。

<sup>288</sup> その事業年度内に権利不確定によって失効した数、権利が確定した数、前事業年度末・当事業年度末における権利未確定残数、当事業年度における権利行使数、当事業年度における権利不行使による失効数、前事業年度末・当事業年度末における権利確定後の未行使残数も記載される。

<sup>289</sup> 公正な価値の見積方法として使用した算定法と、使用した主な基礎数値・見積方法も記載される。

<sup>290</sup> 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）226頁以下等。

<sup>291</sup> 矢沢・前掲注（290）241頁等。

<sup>292</sup> 始関正光編著『Q&A 平成 14 年改正商法』（商事法務、2003年）68-69頁。

<sup>293</sup> 森本滋「委員会等設置会社の理念と機能—監査委員会と監査役制度の比較を中心に」『委員会等設置会社・株式制度の理論と実務』別冊商事法務 263号（2003年）148頁、江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』（有斐閣、2014年）563頁注（1）参照。



## 4. 米国法からの示唆

### (1) 報酬規制の目的

米国では、経営者の報酬規制の主たる目的は、報酬を通じて株主利益を向上させる最適なインセンティブが経営者に付与される環境を整備することにあると考えられてきた<sup>294</sup>。報酬が高額であること及び CEO の報酬と従業員の報酬との格差が大きすぎることに對する批判を受けて、報酬の絶対額を抑え、報酬格差を是正することも規制目的となっていると解することができるものがあるが、それは報酬規制全体からみるとごく一部にすぎない<sup>295</sup>。

日本法における経営者の報酬規制の目的は、伝統的にお手盛りの防止にあるとされてきた。他方、平成 14 年商法改正によって導入された委員会等設置会社（指名委員会等設置会社）では、報酬委員会による執行役の報酬の決定が取締役会による経営者の監督の手段の一つと位置づけられ、適切な内容の報酬を通じて経営者に対して株主利益を向上させるインセンティブを付与することが目指されると考えられてきた。また、平成 9 年商法改正によりストック・オプションのための法制度が整備され、その後、ストック・オプションを中心とする業績連動型報酬を導入する会社が増えた。さらに、バブル崩壊後の長期の経済の低迷の中で、経営の効率性（あるいは株主利益）の向上がコーポレート・ガバナンスの課題としての重要性を増してきた。そのようなコーポレート・ガバナンスの議論では、経営者報酬について業績連動型報酬・インセンティブ報酬による経営者の動機づけの重要性が説かれることが多くなってきた。近年では、日本の上場企業の経営者報酬における業績連動型報酬の割合が低いことに對して機関投資家等から不満の声が聞かれるようになっている<sup>296</sup>。

このような状況の変化から、委員会設置会社以外の会社においても、報酬の内容が、経営者へのインセンティブ付与という観点から適切に決定されていることが重要となってきた<sup>297</sup>。経営者報酬のインセンティブ付与手段としての実効性を確保することを報酬規制の目的とすることについては、会社法にその障害となる条文が存在するわけではなく、伝統的に主張されてきたお手盛りの防止という規制目的と排斥し合う関係にあるわけでもない。経営者報酬がもつインセンティブ付与手段としての機能の実効性確保も報酬規制の目的の一つであると考えれば、現行の報酬の決定過程に関する規律、報酬開示規制、及び報酬内容の規律について、米国法からいくつかの示唆を得ることができる。

<sup>294</sup> 前記 I. 3 (2) (ii) 参照。

<sup>295</sup> 前記 I. 3 (2) (i) 参照。

<sup>296</sup> 神田ほか・前掲注 (277) 19 頁〔石田猛行発言〕等参照。日本の上場企業の経営者の報酬の絶対的な金額は諸学国と比べて低いことから、高額であるとの批判は聞かれない。しかし、機関投資家は、報酬額が低いからといって無関心というわけではなく、やはり業績連動型報酬の割合が低いことに懸念を示しているとされる（同書 16-17 頁）。

なお、外国人株式保有比率が高い会社では業績連動型報酬を導入している割合も高くなっているとの調査結果もある（三井住友信託銀行・前掲注 (273) 41 頁）。

<sup>297</sup> 伊藤・前掲注 (21) 264 頁参照。

## (2) 報酬の決定過程の規律

### (i) 指名委員会等設置会社以外の会社の経営者報酬の決定権限の所在

報酬を通じて株主利益を向上させる最適なインセンティブが経営者に付与される環境を整備するという観点からは、指名委員会等設置会社以外の会社の経営者報酬の決定にかかる実務慣行は望ましいものとはいえない。株主総会決議によって取締役に対する報酬総額の最高限度額のみを定め、個人別の報酬額若しくはその算定基準を取締役会（若しくは代表取締役）が定めるという実務では、株主利益の観点から最適なインセンティブの付与を目指した報酬内容が設計されることが制度的に保障されているとは言い難い。

業績連動型報酬を導入する場合であっても、金銭を支給するものであれば、支給される金額が総会決議によって定められた減額額内に収まる限り、あらためて総会決議を要しないとされている。また、総会で総額の限度額を定めた金銭報酬とは別に金銭支給型の業績連動型報酬を導入する場合、若しくは金銭以外の財産が給付される業績連動型報酬を導入する場合には、それについて株主総会の承認決議が必要となり、その際には、承認の対象とされている業績連動型報酬を相当とする理由を説明しなければならないとされているが、この説明においても、取締役の個人別の報酬の内容（固定報酬と変動報酬の割合等）を示すことまでは要求されず、また、どのような指標にどのように連動して報酬額が決定されるのか、どのような条件が達成されれば報酬が支給されるのかといったことまで示すことも要求されるとは解しがたい。

それでは、株主総会決議によって報酬（特に業績連動型報酬）の内容についてより詳細に決定することを要求すればよいかといえ、そうともいえない。業績連動型報酬の内容は複雑化しており、株主が株主総会の場で判断することは困難であるとも考えられる<sup>298</sup>。経営者に最適なインセンティブを与えることができる業績連動型報酬の内容は各会社によって異なるはずであり<sup>299</sup>、各会社の事情をふましつつ、報酬コンサルタント等を活用して最適な報酬パッケージを構築するというのが現実的な方法であろう。そうすると報酬コンサルタント等と協働して株主利益の観点から最適な報酬パッケージを探る者が必要となるが、会社が提出した議案を承認するか否かを決議するという株主総会の判断方法は、報酬コンサルタント等との協働には不向きである。したがって、株主総会に代わって株主の利益の観点から報酬コンサルタント等を活用する者が必要となり、その役割は、現時点では、米国と同様に経営者から独立した（複数の）取締役<sup>300</sup>に担当させるより他ないと考えられる<sup>301</sup>。

<sup>298</sup> 伊藤・前掲注（21）271頁。

<sup>299</sup> 神田ほか・前掲注（277）18頁〔石田発言〕。

<sup>300</sup> 独立性を有する監査役に担当させることも選択肢の一つではあるが、報酬内容の決定は経営判断的要素を多く含むものであり、従来の監査役職務からみるとやや異質なものである（もっとも、すでに監査役は会社の支配に関する基本方針について意見を表明することが求められており（会社法施行規則129条1項6号）、経営判断にかかわる事項について判断する機会は増えていると考えられる）。

<sup>301</sup> 監査役会設置会社においても、任意に報酬委員会を設置する会社が増えつつあるようであり（三井住友信託銀行・前掲注（273）39-40頁）、独立の取締役によって構成される任意の委員会が担当することも考えられる。

(ii) 報酬決定過程における株主の関与

経営者報酬の内容の決定自体を株主（総会）が行うことが困難であるとする、株主総会決議（又は定款）によって報酬内容を定めるとしている現行法をどのように評価すべきかが問題となる。現在は、業績連動型報酬の割合がそれほど高くなく、固定額の基本報酬については取締役全員に支給される額の最高限度額を定めればよく、しかもひとたび最高限度額を定めればそれに変更がない限り総会決議を要しないと解釈されているため、前記のような株主総会が報酬内容を決定することに伴う問題がそれほど顕在化していないものと考えられる。しかし、報酬全体に占める業績連動型報酬の割合が増加し、その内容が複雑化し、しかも役員個人の報酬内容を総会決議で決定するとなれば、そのような問題が発生する可能性が高いと考えられ、制度の変更が必要になると解される。

仮に株主総会において報酬の内容自体を決定することが不適切であるとしても、報酬の決定過程において株主（総会）が関与する余地がまったくないといえるか否かは別途検討を要する問題である。報酬内容の決定は、独立の取締役等が報酬コンサルタントと協働して行うとすると、そのようにして決定された報酬内容に不満をもつ株主は、報酬の決定を担当する取締役等の選任決議に反対することで不満を表明することができる。しかし、報酬内容の決定以外の点においては取締役の働きに不満はなく、あるいは高く評価しているというケースがありうることを考慮すると、取締役の選任と報酬に対する意思表示の機会が切り離されていることが望ましい<sup>302</sup>。

報酬内容に対する株主の意思表示の機会を設けることが望ましいと考えるのであれば、米国法における say on pay に倣い<sup>303</sup>、定期的に経営者報酬の内容について株主総会決議を通じて株主の意思を確認する手続を設けることが考えられる<sup>304</sup>。そのような手続を設けるのであれば、決議の効力についても、米国法における場合と同様に法的な拘束力はない（現行の報酬体系に反対する意見が多数であったとしても、その報酬体系に基づいてされた報酬の支払いが無効になるわけではなく、また取締役がただちに報酬体系を改定する義務を負うわけでもない）とした方が、制度の円滑な運用が可能となるであろう。また、say on pay に相当する手続を設けるのであれば、報酬内容の開示の充実が必要であり、また、表明された株主の意思が報酬内容にフィード・バックされやすくなるよう、報酬内容の決定を担う取締役等が、表明された株主の意思をどのように考慮したかといった情報を開示させることも考えられる<sup>305</sup>。

<sup>302</sup> 尾崎・前掲注（98）181頁参照。

<sup>303</sup> 米国では、say on pay に対して、株主の報酬に関する判断能力が乏しいこと等を根拠とした批判もある。もっとも、同制度はかならずしも株主に専門的判断を求めるものではなく、いわば会社の報酬政策に対する株主の満足度を取締役会（報酬委員会）に伝え、取締役会（報酬委員会）の株主に対する責任感を高めようとするものである（前記 I. 4（2）(iii) ④参照）。

<sup>304</sup> 尾崎・前掲注（94）289頁以下も参照。

<sup>305</sup> 米国法につき、前記 I. 4（3）(v) ①(a)参照。

### (iii) 報酬コンサルタント等の独立性

経営者報酬、特に業績連動型報酬・インセンティブ報酬の内容が高度化・複雑化していることに鑑みれば、各会社の特徴をふまえて、経営者に最適なインセンティブを付与する報酬パッケージを構築するには、報酬コンサルタント等を利用することが不可欠であると考えられる。米国においても、報酬内容の決定に際して報酬コンサルタント等を利用することを前提として、報酬コンサルタントに対して経営者の影響力が及ぶことを排除するための規制を課している。報酬コンサルタントを任用する権限を報酬委員会に与えるとともに、その任用について同委員会に直接的な責任を負わせ、報酬コンサルタントの独立性を確保するための措置を講じている<sup>306</sup>。

日本法では、指名委員会等設置会社の報酬委員会の委員は、その職務の執行に必要な費用を会社に請求することができることとされており（会社法 404 条 4 項）、報酬コンサルタントの助言を求めるための費用もこれに含まれると解される。このことから、報酬委員会は自らの判断によって報酬コンサルタントを任用できると解されるが、より積極的に報酬コンサルタントを用いる場合には、報酬委員会がその任用の判断をすべきことを定めることが望ましい<sup>307</sup>。また、指名委員会等設置会社であると否とにかかわらず、報酬コンサルタントの利用がより一般的なものとなるのであれば、その独立性について、米国法に倣い、会計監査人の資格要件（会社法 337 条 3 項 2 号）を参考にした規制を設けることも検討すべきである。

## (3) 報酬開示規制

### (i) 個人別の報酬内容の開示

現行法では、事業報告・有価証券報告書のいずれにおいても、原則として、取締役・監査役といった役員区分に応じて、取締役全員・監査役全員に支給される報酬の総額を開示すればよく、個人別の報酬内容を開示することは求められていない（禁止もされていない）。連結報酬等の額が 1 億円以上の役員に限って、有価証券報告書において個人別の報酬額の開示が要求されているにすぎない。

インセンティブ付与の手段として報酬を活用するのであれば、CEO に相当する者とその指揮下で業務執行を担当する取締役の報酬内容（固定報酬とインセンティブ報酬の割合等）には大きな違いが生じることも予想される。そうすると、取締役全員に対して支給される報酬の総額を開示する方法では、たとえ固定額の報酬と業績連動部分とを区分して開示したとしても、報酬の内容が経営者に対してどのようなインセンティブを与えることができるかを判断するための十分な情報が提供されているとはいえない<sup>308</sup>。

<sup>306</sup> 前記 I. 4 (2) (ii) ③(b)(c)参照。米国では、これらの規制は、SEC 規則を反映した証券取引所規則として定められている。日本においても、このような規制の対象とすべきは、まずは上場会社であろう。

<sup>307</sup> 指名委員会等設置会社以外の会社においても、独立の役員に報酬コンサルタントの任用権限を与えることが望ましい。

<sup>308</sup> 金融庁が平成 22 年 3 月 31 日付で公表した「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）」に対する「コ

ストック・オプションの開示についても、事業報告・有価証券報告書ともに付与の決議ごとに付与された新株予約権の内容（の概要）が開示されるが、取締役・社外取締役等の役員の区分ごとに付与された新株予約権の内容（の概要）と付与対象者の数が記載されるにとどまり、個々の役員に付与された新株予約権の数は明らかにならない。ストック・オプションの行使状況についても、新株予約権全体の行使状況が開示されるにとどまり、役員ごとの行使状況は明らかにならない。株式価値の希釈化に関する情報提供という観点からすればこのような開示で問題ないともいえるが、報酬パッケージの内容が経営者に対して適切なインセンティブを与えうるか否かを判断するための十分な情報が提供されているとはいえない<sup>309</sup>。

報酬パッケージの内容が、経営者に対して最適なインセンティブを付与しうるものになっているか否かを判断するには、金銭報酬、ストック・オプション、その他の業績連動・インセンティブ報酬について、個人別に開示することが不可欠である。少なくとも、報酬額上位の者については報酬総額が1億円を超えない場合にも、固定報酬と業績連動型報酬の割合が分かる程度の情報開示を要求すべきである。

#### (ii) 役員報酬の決定方針に関する開示

事業報告には役員報酬の決定方針の決定の方法と、方針の内容の概要を記載しなければならないが、有価証券報告書にはその方針の内容及び決定方法を記載しなければならないとされている。米国においても、経営者報酬計画の目的やどのような方針で設計されたかといった事項、報酬計画の策定においてCEOや報酬委員会がどのように関与したかといった事項を文章で詳細に記載することが要求されている<sup>310</sup>。事業報告・有価証券報告書の役員報酬の決定方針に関する記載も、「方針の内容の概要」ではなく「方針の内容」の記載が求められていることから、少なくとも有価証券報告書においては、米国におけると同等の詳細な記載が求められていると解することもできる<sup>311</sup>。

---

メントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」の項番73では、報酬総額1億円以上の者について報酬内容の個別開示を要求した趣旨について、「会社あるいは個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスが歪んでいないか等の観点から、投資判断及びガバナンス上重要な情報と考えられますが、取締役、監査役等の役員区分ごとの報酬等の総額開示だけでは、具体的にガバナンスの状況を判断する情報としては不十分であるとの観点から、諸外国のように個別役員報酬の開示を求めることが適当であると考えられます」とされている。

<sup>309</sup> 伊藤・前掲注(21)284頁。東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領は、「ストックオプションの付与対象者」の項目について、「ストックオプションについて、個々の付与者ごとに、付与内容及び行使状況について補足説明欄に記載することが考えられます」としている。

<sup>310</sup> 前記I.4(3)(iv)③(b)、⑤(b)参照。

<sup>311</sup> 「企業内容等の開示に関する内閣府令(案)」に対する「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(前掲注(308))項番96では、「役員報酬規程において、社長その他の役職毎の基本報酬金額と加算減算の考慮要素が定められている場合、「報酬等」に該当する基本報酬の額に係る決定に関する方針として、当該規程の該当部分の内容を開示する必要があると考えられます」とされており、報酬額算定基準の具体的内容の開示を要求する趣旨であるようにも読める。もっとも、役員報酬規程の役職ごとの基本報酬金額と加算減算の考慮要素について記載した部分をそのまま開示すべきであるとすると、1億円以上の報酬を受け取っているかどうかを問わず、すべての役員報酬について個別の開示を強制することにつながりかねず、「方針」の開示という前提とも不整合であるとの指摘もある(松尾＝

しかし、実際には、「方針の内容（の概要）」としてどのような事項を記載すべきかは規定されておらず、記載内容は会社によって大きく異なっており、機関投資家の立場からみて十分に満足のいく水準のものから、「該当事項はありません」<sup>312</sup>という記載まで様々なものがある<sup>313</sup>。2010年の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正によって報酬政策の開示が要求されることとなって初めて報酬政策を明文化したという企業もあるようであり<sup>314</sup>、そもそもインセンティブ付与の観点から報酬政策・報酬内容を決定している企業はまだまだ少ないのが実情ということかもしれない。しかし、機関投資家の株式保有比率が高い企業においては、業績連動型報酬の割合を高くし、最適なインセンティブが付与される報酬体系を求めて報酬内容が複雑なものとなる傾向があるのであれば、「役員報酬の決定方針の内容」として記載すべき事項を法令又は取引所規則に定めて開示内容の標準化を図ることが企業間の比較の容易さという観点からは望ましいと考えられる<sup>315</sup>。

#### （４） 報酬内容に関する規制

##### （i） 報酬内容に対する直接的規制

米国における経営者報酬の規制は、決定過程に関する規制と開示規制が主であり、公的資金による支援を受けている等の特殊な事情があるケースを除いて、報酬の内容（特に報酬額）を直接規制するという手法はとられていない<sup>316</sup>。経営者に最適なインセンティブを付与する報酬の内容は、事業内容、経営戦略、財務状態、リスク許容度等に応じて会社ごとに異なるはずであるから<sup>317</sup>、法令等によって一定の内容の報酬体系を採用するよう義務づけることは望ましくない。日本の経営者報酬の額は、諸外国に比べて低いと評価されており、一般の従業員との報酬格差が問題となることもほとんどないことから、金額に上限を設けるといった規制を課す必要もないと考えられる。

##### （ii） クローバックに関する規制

日本においても経営者報酬全体に占める業績連動型報酬が高まれば、業績連動型報酬額

---

太田・前掲注（57）27頁（注19）。

なお、東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領は、「取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況」の項目について、「業績連動型報酬制度を導入しているときは、補足説明において、その評価の指標や目標水準及び支給の連動幅などについて記載することが望まれます」としている。

<sup>312</sup> 会社法・金融商品取引法のいずれも、役員報酬の決定方針を定めることを要求しているわけではなく、方針を定めている場合にその内容（の概要）を記載することを求めているにすぎない（ただし、指名委員会等設置会社の報酬委員会は会社法により報酬の決定方針を定めることが義務づけられている）。したがって、報酬の決定方針を定めていない会社では「該当事項なし」と記載することになる。

<sup>313</sup> 神田ほか・前掲注（277）21頁・22頁、44頁〔石田発言〕参照。

<sup>314</sup> 尾崎・前掲注（98）206頁注132参照。

<sup>315</sup> 金融庁と東京証券取引所は、コーポレート・ガバナンス指針において役員報酬をどのように決めているか方針を作成して開示することを求めるようであり、作成・開示が求められる役員報酬の決定方針には固定報酬と業績連動型報酬の割合に関する事項が含まれるようである（2014年11月12日付日本経済新聞）。

<sup>316</sup> 前記Ⅰ．4（1）参照。

<sup>317</sup> 尾崎・前掲注（98）203頁参照。

の算定の基礎となる業績の数値が誤っていた場合又はエクイティ報酬において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていたために報酬額もそれに比例して高くなったという場合に、水増しされた報酬を会社に返還させること（クローバック）も必要となるかもしれない<sup>318</sup>。

クローバックに関する議論は十分になされていると言いがたいが、連結営業利益等の業績指標を算定ベースとして一義的に報酬額が算定されるようになっていた場合には、過年度決算の訂正等によってその指標が過大であったことが判明したときは、過大分に対応する業績連動型報酬については具体的金額の決定が適法にされたとはいえず、金額の決定の一部が無効であったとして、会社は役員に対して、過大な業績連動型報酬について不当利得返還請求等を行うことができると解しうるとするものがある<sup>319</sup>。また、ストック・オプションとして付与された新株予約権については、仮に会社における報酬額の決定が適法にされたとはいえないと解釈できるとしても、新株予約権の発行自体が無効であるとは必ずしも言い切れないとするものがある<sup>320</sup>。その他、役員等の任務懈怠責任を通じて過大に支払われた報酬相当の金銭を会社に賠償させることも考えられる<sup>321</sup>。

このように解釈を通じて支給された過大な報酬を返還させることが確実とはいえないとすれば、あらかじめ報酬契約にクローバックに関する条項を定めることによって対処しておくことが望ましい。さらに、証券取引所を通じて報酬契約にクローバック条項を定めることを推奨するといったことも必要になるかもしれない。

## 5. 英国法からの示唆

英国では、取締役の報酬<sup>322</sup>をめぐる議論が何度か行われ報告書も公表されてきた。そして、それが同国における取締役の報酬規制の中核を形成してきた。他方で、我が国ではこれまで、そのような（報酬規制を形成させる）動きはなかったように思われる。ただし、取締役の報酬に関する法改正は抜本的なものとははいえないものの何度か行われてきており、近時は、とりわけ業績連動型の報酬の利用を真剣に考えるべきとの議論<sup>323</sup>もみられ

<sup>318</sup> 米国におけるクローバックの状況については、前記 I. 4 (4) (iii) 参照。

<sup>319</sup> 松尾＝太田・前掲注 (57) 25 頁。もっとも、いったん適法かつ適式な手続により具体的な報酬額が確定した後は、その修正決定を改めて行うことは、役員期待権を侵害するため許されないと解する余地があるとも述べている。さらに、不当利得返還請求が認められるとして、それを株主代表訴訟を通じて実現できるかという問題もある（尾崎・前掲注 (98) 201 頁注 121）。

<sup>320</sup> 松尾＝太田・前掲注 (57) 25-26 頁。

<sup>321</sup> 尾崎・前掲注 (98) 200 頁。

<sup>322</sup> 取締役の報酬について、英国の場合は前記 II. 2 で示した形であるが、我が国では、会社と取締役との関係は委任に関する規定に従うこととされ、（受任者としての）取締役は報酬を受けることが実務上原則化している。江頭・前掲注 (293) 443 頁。

<sup>323</sup> 神田ほか・前掲注 (277) 14 頁[武井一浩発言]、武井一浩「経済教室 役員報酬の構造改革急げ」日本経済新聞 2014 年 5 月 8 日付朝刊 28 頁。

経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書 55 頁（平成 26 年 8 月）では、「経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りにも果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めインセンティブを高める必要がある」との指摘がなされている。

る。

以下では、前記 II でみた英国における役員報酬の実態やその規制をふまえて、米国法からの示唆（前記 III. 4）と同様に、報酬規制の目的、報酬の決定過程の規律、情報開示規制、報酬内容に関する規制に項目を分けて、英国法から得られる示唆について記述する。

## （１） 報酬規制の目的

英国では、我が国と同様、取締役の報酬額の決定に利益相反が伴うことが認識され、この点から、①取締役が自らの報酬の決定に関与すべきでないこと<sup>324</sup>が規制の目的とされている。他方で、②報酬額の決定にあたっては、取締役を惹きつけ、確保し、動機づけること<sup>325</sup>、さらには、報酬を通じて会社の長期的成功を促すよう取締役にインセンティブを与えることも規制の目的に含まれていると指摘することができる。

前記 II. 8 でみたように、英国の役員報酬と比較すると、我が国の役員報酬はその額が少なく、必ずしも高額というわけではない。報酬の比率（内訳）においては、基本報酬（固定報酬）が約 6 割を占めている点で（英国の場合は約 2 割）特徴的である<sup>326</sup>。我が国における報酬規制の目的が、伝統的にお手盛り防止、すなわち、利益相反の防止にあるとしても、報酬額や比率（内訳）との比較から、取締役にインセンティブを与えるという前記②の目的を、（指名委員会等設置会社だけでなく）少なくとも上場会社の規則の目的に取り込むことが検討されてもよい。

また、前記①の目的についても、我が国にとって得られる示唆はある。我が国では（指名委員会等設置会社を除いて）、株主総会で報酬が決定される（定款で定める場合であっても株主総会で定めることになる（会社法 361 条））が、報酬議案の決定や報酬総額決定後の各取締役への配分の場面では、取締役が自らの報酬の決定に関与する可能性があり、そのような形（あるいは実態）が適切かどうか検討されてもよい。

## （２） 報酬の決定過程の規律

### （i） 指名委員会等設置会社以外の株式会社の取締役の報酬の決定過程と株主の関与

英国においては、取締役の報酬（額）の決定に株主が関与すべきではないとの考え<sup>327</sup>が示され、報酬規制において株主が関与できることは（長期のインセンティブ計画など一定の場合に）限られていた。

他方で、我が国における指名委員会等設置会社以外の株式会社では、株主総会において取締役の報酬が決定される。報酬規制の目的がお手盛りの防止にあるとすれば、株主総会

<sup>324</sup> 例えば、前記 II. 1（1）、II. 5 参照。

<sup>325</sup> 例えば、前記 II. 1（2）、II. 5 参照。

<sup>326</sup> 英国との比較から、我が国では業績に連動する報酬の比率が低いとみることができる。しかし、我が国の法制度上、ストック・オプションなどの業績連動型の報酬を採用することを特に制限するような法規制が設けられているわけではなく、その原因は他にあるものと考えられている。その原因について、業績連動型報酬の設計面にあるとの指摘がみられる。神田ほか・前掲注（277）14 頁〔武井発言〕。

<sup>327</sup> 例えば、前記 II. 1（1）参照。



が取締役の報酬を決定するという規律はなじみやすい。

しかし、英国のように、少なくとも業務執行取締役 (executive director) の報酬を非業務執行取締役で構成される報酬委員会で決定することにしておけば、利益相反を一定程度回避することは可能であろう。さらに、報酬規制の目的として、報酬を通じて会社の長期的成功を促すよう取締役にインセンティブを与えることをも取り込むとすれば、我が国の現行法の規律が果たして適切か検討すべき余地があるように思われる。この場合、個々の取締役の報酬の決定に踏み込むこととなるが、株主がそれを (能力的に) 適切に判断できるかどうか問題とならざるをえない。

ただし、個々の取締役に長期インセンティブ・スキームとして新株予約権のようなオプションが付与される場合には、英国においても株主総会における決議が必要と考えられていたのであり、この場合には、我が国における規律と結果的には整合することとなる。しかし、これは、報酬規制として株主総会の決議が必要というよりは、株式 (より具体的には株式価値や持株比率) の希釈化をもたらす可能性があるという側面から、株式 (あるいは新株予約権) の発行として株主総会の決議が必要と理解する方が適切なのかもしれない。

#### (ii) 指名委員会等設置会社の取締役の報酬の決定過程

指名委員会等設置会社においては、報酬委員会において取締役の報酬が決定される (株主総会で決定されない) ことから (会社法 404 条 3 項)、この点において英国法と似た規律が採用されている。ただ、仔細にみると相違する点もあり、そこから我が国に得られる示唆について述べておきたい。

とりわけ重要と思われる相違は、報酬委員会の委員の構成である。英国においては、報酬委員会の委員は、独立した非業務執行取締役で構成されるべきであるとされている<sup>328</sup>。他方で、我が国においては、報酬委員会を含めた委員会の構成について、過半数が社外取締役であることが要求されている (会社法 400 条 3 項)。そうすると、業務執行を担当する取締役兼執行役が (取締役として) 報酬委員会に入ることも可能であり、実際にも代表執行役が入ることが多いようである。しかし、これでは (英国における規律と異なり) 取締役が自らの報酬の決定に関与することが可能である点で適切であるか検討すべき余地があると考えられる。

また、英国では、非業務執行取締役の報酬について、その報酬水準は関与時間と職責を反映したものとすべきである<sup>329</sup>とされていたが、我が国において、例えば社外取締役 (会社法 2 条 15 号参照) にそのような規律を採用することが可能であろうか。参考までに、平成 26 年改正会社法では、監査等委員会設置会社における監査等委員である取締役とそれ以外の取締役とを区別して報酬を定めなければならない (会社法 361 条 2 項) とされている。

(指名委員会等設置会社における規律ではないが、) このように区別して報酬を決定するという規律は我が国においても採用されており、併せて英国における規律を参考にすることも

<sup>328</sup> 例えば、前記 II. 5 (1) 参照。

<sup>329</sup> 例えば、前記 II. 5 (1) 参照。

できる。

### (3) 情報開示規制

#### (i) 取締役の個人別の報酬内容の開示

英国においては、前記 II. 4 でみたように、上場会社では取締役報酬報告書の作成が義務づけられ、同報告書において取締役の個人別の報酬額を開示し、さらにはその報酬の内訳まで詳細に開示することが要求されていた。

他方で、我が国においては、(前記 III. 3 (2) でふれたいるように) 事業報告・有価証券報告書のいずれにおいても、原則として、取締役・監査役といった役員区分に応じて、取締役全員に支給される報酬の総額を開示することになっている。ただし、報酬等の額が1億円以上である者については、有価証券報告書において、報酬とその種類別の額を記載しなければならない(企業内容等の開示に関する内閣府令「第三号様式」記載上の注意(37)・「第二号様式」記載上の注意(57))。

我が国の規律との相違という観点からは(報酬等の額が1億円以上であるかどうかにかかわらず)、取締役の個人別の報酬額、さらには、その内訳まで開示することを義務づける英国の規律は参考にされてよい。ただし、我が国の会社法における取締役報酬の規制目的であるお手盛りの防止という観点からは、必ずしも取締役の個人別の報酬額を開示すべきとの規律が導けるわけではない。ここでは、株主(さらには投資家)への情報開示の充実を図るという観点、より具体的には、取締役の業務執行(パフォーマンス)や業績と報酬が適切に連動しているかどうか株主(さらには投資家)がチェックするという観点が重視されることになろう。これは、ひいては、取締役の選任権者としての株主(総会)への情報提供という観点と言い換えることもできる<sup>330</sup>。

#### (ii) 取締役の報酬方針の開示

英国においては、取締役報酬報告書において報酬方針の記載が求められ<sup>331</sup>、報酬方針について少なくとも3年ごとに株主総会の普通決議による承認が義務づけられていた<sup>332</sup>。

他方で、我が国においては事業報告や有価証券報告書で記載が求められており、この点において同様の規律が採用されている。しかし、事業報告や有価証券報告書による「報告」と異なり、報酬方針について株主総会の承認「決議」まで求めるかどうかは検討を要する。

株主総会において取締役の報酬(額)を決定する規律のもとでは、報酬方針まで株主総会で決定する必要性は乏しいかもしれない。しかし、指名委員会等設置会社においては、取締役報酬に対する株主の関与の機会を与えるという意味で、英国における規律は参考になるものと思われる。

<sup>330</sup> 英国では、株主(総会)が取締役の報酬(額)を決定する規律とはなっていない代わりに、情報開示を充実させているとみることができるかもしれない。

<sup>331</sup> 前記 II. 4 (1) 参照。

<sup>332</sup> 前記 II. 4 (2) 参照。

なお、我が国において「方針の内容（の概要）」の記載内容が様々で標準化されていない現状は、株主や投資家への情報提供という観点から問題であるだけでなく、報酬規制の目的であるお手盛りの防止の観点からも充実が図られるべきであろう。

#### （４） 報酬内容に関する規制

##### （i） 報酬内容に対する直接的規制

前記 II. 3 でも指摘したように、英国における取締役の報酬に関する規律の焦点は、報酬を決定する手続と開示にあり、（米国と同様に）報酬内容あるいは報酬額を直接規制するという手法はとられていない。

我が国においては、（指名委員会等設置会社を除いて）株主総会で取締役の報酬を決定する（という手続的な）規律はあるものの、取締役の報酬内容あるいは報酬額に対して直接的な規制は行われていない。ただし、インセンティブ報酬としてストック・オプションが利用される場合には、会社法 361 条の報酬規制だけでなく、（前記 III. 3（1）（i）②でもふれたように）新株予約権の発行規制にも服することになる<sup>333</sup>。

##### （ii） 報酬の返還

前記 II. 5（1）でみたように、英国では、コーポレート・ガバナンス・コードにおいて、業績連動型報酬スキームの設計にあたって、スキームには、支払済みの報酬額の返還を求め、また、報酬の支払いを拒絶することを会社に認める条項を含めるべきであり、会社に返還・支払拒絶を認めることが適切な状況を特定すべきであるとする規定が設けられている。

我が国の会社法にこのような規律はない。前記 III. 4（4）（ii）において過大な業績連動型報酬について不当利得返還請求等を行うことができるとする見解を紹介したが、報酬の返還を求める仕組み自体は必ずしも不当なものとはいえないことから、会社と取締役との間の委任契約の中であらかじめ定めておくことも考えられる。

なお、この問題と関連して、英国の判例によれば、裁判所が報酬額の相当性について審査することはないとされていた<sup>334</sup>。他方で、我が国でも従来、報酬の相当性については株主総会の自主的判断に委ねられ、裁判所は報酬の相当性について審査をしないと考えられていた<sup>335</sup>。

しかし、近時の学説においては、取締役の報酬の決定が、業務執行の監督・業務執行者へのインセンティブの付与という性質を有することを前提に、相当でない報酬が決定され

<sup>333</sup> この場合も、主として手続的規制であり、公開会社の場合、新株予約権の払込価額が、当該新株予約権の公正価額を下回る場合や無償である場合であっても、報酬等割引分相当のディスカウントである場合には、「特に有利な条件」や「特に有利な金額」にはあたらず取締役会の決議で発行できるとされており（相澤哲ほか編『論点解説 新・会社法』315頁（商事法務、2006年））、報酬額に対して直接的な規制を及ぼす性質のものとはまではいえない。

<sup>334</sup> 前記 II. 3 参照。

<sup>335</sup> 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（6）』386頁〔浜田道代〕（有斐閣、1987年）。

た場合、指名委員会等設置会社の場合には報酬委員会構成員、それ以外の会社の場合には取締役会構成員の任務懈怠責任が問題になるとの見解<sup>336</sup>がみられる。この見解を支持する立場に立てば、取締役への過大な報酬の返還を求める規律を別に設けなくても、対処することは可能となる。

---

<sup>336</sup> 伊藤靖史「役員の報酬」江頭憲治郎編『株式会社法大系』288頁（有斐閣、2013年）。他にも、落合誠一編『会社法コンメンタール8』165頁-166頁〔田中亘〕（商事法務、2009年）。

禁無断転載

平成 26 年度法務省委託  
役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書

平成 27 年 1 月

委託先：一般財団法人 比較法研究センター

〒600-8815 京都市下京区中堂寺栗田町 93

京都リサーチパーク 4 号館

URL: <http://www.kclc.or.jp/>

お問合せ先：法務省民事局