



経営者報酬規制における情報開示制度

熊代, 拓馬

(Citation)

六甲台論集. 法学政治学篇, 63(1):1-17

(Issue Date)

2016-09

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81009519>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81009519>



経営者報酬規制における情報開示制度*

熊代拓馬**

目次

- I. 問題意識と本稿の構成
- II. わが国の現状
 - 1. 会社法
 - 2. 金商法
 - 3. コーポレート・ガバナンス報告書
 - 4. 諸学説
- III. 情報開示が果たす役割
- IV. 諸外国の制度と議論
 - 1. 英国
 - (1) 英国のコーポレートガバナンス及び報酬制度の概要
 - (2) 英国会社法による情報開示
 - (3) UKCGC と上場規則
 - 2. 米国
 - (1) 米国の報酬制度及び情報開示制度の概要
 - (2) Regulation S-K Item402
 - (3) 近時の改正
- V. 検討
 - 1. 経営者報酬規制における情報開示の役割
 - 2. 情報開示制度のあり方
 - 3. 今後の課題

* 本稿は、第 57 回みずほ学術振興財団懸賞論文・法律の部（商法「機関」）・研究者等グループにおいて佳作を受賞したものに、若干の加筆・修正を加えたものである。

** 神戸大学大学院法学研究科博士前期課程

I. 問題意識と本稿の構成

平成27年6月1日から上場会社に対し適用されている「コーポレートガバナンス・コード」(以下、JPCGCという)は⁽¹⁾、「攻めのガバナンス」の実現を強調する⁽²⁾。これは、わが国の企業経営者の多くが経営判断の失敗やそれに対する責任追及を恐れるあまり、適切なリスクテイクがなされていないという問題意識を背景とするものであるが⁽³⁾、適切なリスクテイクを促すためには、そのインセンティブを経営者に与える必要がある⁽⁴⁾。経営者報酬に関する近年の学説においては、経営者報酬が有するインセンティブ付与機能や経営者に対する監視監督機能に着目し、業績連動報酬を重視した議論がなされている。

業績連動報酬が普及している諸外国に目を向けると、不適切な報酬設計がなされることを防ぐために、様々な手段で規制がなされている。そこで、近時のわが国の学説は経営者報酬規制を検討するにあたり、諸外国の法制度を参考に、不相当に高額な報酬についていかに司法審査を加えるか(内容規制)、また、報酬内容や報酬方針の決定手続きにいかにあるいはどの程度まで株主を関与させるか(手続規制)といった観点から、法解釈や立法提案を行っており、議論の蓄積がなされている⁽⁵⁾。

しかし、経営者報酬規制⁽⁶⁾において不適切な報酬設計がなされることを防止する手段は、内容規制や手続規制にとどまらない。情報開示制度も有用な規制手法の一つである。後述する通り近年の内閣府令の改正により、ある程度情報開示の拡充がなされているものの、依然としてその制度・実務運用において不十分さが指摘される。また、そもそもなぜ情報開示を制度的に強制すべきなのか、情報開示がどのような役割を果たすのかといった根源的な検討もなされてこなかった。

そこで、本稿は、経営者報酬規制において情報開示がいかなる機能を有するのかを検討する

(1) 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf>

(2) 前掲1 27頁

(3) 我が国の経営者がリスクテイクを敬遠することに関して、武井一浩「日本経済活性化に向けた企業法制改革」旬刊商事2029号4頁以下(2014年)、久保克行『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』40頁(日本経済新聞社、2010年)など。

(4) 前掲1 16頁

(5) 武井・前掲3、久保・前掲3、伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』(有斐閣、2013年)、比較法研究センター「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」68頁以下〔松尾健一〕(2015年)、津野田一馬「経営者報酬の決定・承認手続(1)」法協132巻11号76頁(2015年)など。

(6) 本稿における経営者報酬の対象は、重要性を鑑み、上場会社及び業務執行者の報酬に限定する。また、内容規制及び手続規制については情報開示規制との関係から必要最小限の言及に留める。

ための手がかりを得る。

本稿の構成は以下の通りである。Ⅱでは、わが国の法制度を概観し、本章で述べた問題意識から現行制度の問題点を抽出する。Ⅲでは、情報開示が果たす役割を経済学の考え方を参考に整理する。コーポレートガバナンス及び経営者報酬については、法学のみならず経済学においても議論の蓄積があり、経済学上の理論や議論も、経営者報酬の情報開示制度を検討するうえで有用である。Ⅳでは、英国・米国の情報開示制度を概観し、その立法視座を得る。英国・米国ともに、不相当に高額な経営者報酬を規制する手法の一つとして、優れた情報開示制度を有している点では共通する。しかし、その制度の内容に目を向けると、英国における情報開示制度は、会社法やコーポレートガバナンス・コードによる規制がなされている一方で、米国ではSEC規則を中心とした規制がなされている。先進的な情報開示制度を有することでは共通する一方で、情報開示制度の法源や規制手法が異なることから、英国・米国を比較法の対象とする。

Ⅴでは、ⅡからⅣの検討内容を受けて、情報開示制度に関する解釈論及び立法提案を行うための見通しを得て、今後の検討課題を明らかにし、結びにかえる。

Ⅱ. わが国の現状

1. 会社法

会社法は、会社役員に関する事項を記載する書類として事業報告書を用意する（会社則119条2号）。事業報告書においては、当該事業年度に係る会社役員の報酬等についての事項、当該事業年度において受け、または、受ける見込みの額が明らかとなった会社役員の報酬等（会社則121条5号）⁽⁷⁾のほか、会社が報酬等の額又はその算定方法に関する方針を定めている場合には、当該方針の決定方法及び方針の内容の概要が記載される（会社則121条6号）。報酬等の額の記載方法については、総額開示、個別開示、又はそれらの併用のいずれかによる（会社則121条3号）。社外役員とそれ以外の役員は区別して開示される（会社則124条5号・6号）。ストックオプションに関しては、役員に付与されたストックオプションの価値のうち、当該事業年度の報酬分に相当するものが「報酬等」に含まれるほか、新株予約権に

(7) 会社法施行規則にいう「報酬等」とは、会社法361条1項にいう「報酬等」（会社則2条2項50号）と同義であることから、使用人分給与についてはこれに含まれない。伊藤・前掲6 277頁は、使用人分給与が多額な場合、「会社役員に関する重要な事項」である場合、事業報告における開示が要求される（会社則121条11号）とする。

関する事項が開示される（会社則119条4号）⁽⁸⁾。

事業報告書は、監査役等の監査（会社436条1項2項）、取締役会の承認を経た後（会社436条3項）、定時株主総会において報告されるが（会社438条3項）、株主総会による承認を得る必要はない（会社438条2項）。

2. 金商法

有価証券報告書では、提出会社の状況としてコーポレートガバナンスの状況が開示される。平成22年の内閣府令の改正により、経営者報酬に関する情報開示について拡充がなされた⁽⁹⁾。有価証券報告書における開示の特徴として、役員区分ごと及び社内外の区分ごとの報酬等⁽¹⁰⁾の総額開示がなされること、経営者報酬の決定方針がある場合に決定方針の内容及び決定方法の開示がなされること、報酬総額1億円以上の役員⁽¹¹⁾についての個別開示がなされることがあげられる。最後の点についてであるが、報酬総額1億円以上の役員は、氏名、役員の区分、提出会社の役員としての報酬等の総額及びその総額の種類別の額を個別開示しなければならないとされている⁽¹²⁾。

ストックオプションに関しては、「新株予約権等の状況」として当該会社における新株予約権一般に関することを、「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の付与をする決議がする際には、その決議に関する事項を記載されなければならない⁽¹³⁾。

-
- (8) 交付された新株予約権については、その内容の概要とそれを有する人数が社内外を区別して記載される。会社法上のストックオプションについての情報開示規制は、伊藤・前掲5 278～279頁が詳しい。
- (9) 谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」旬刊商事1898号21頁（2010年）、松尾直彦「上場会社の役員報酬開示の狙いとその課題」ジュリ1450号2頁（2010年）
- (10) 有価証券報告書の記載対象となる「報酬等」とは、役員としての職務執行の対価として会社から受け取る財産上の利益であって、当事業年度に係る報酬等のほか、当事業年度において受けた報酬等及び当事業年度において受ける見込みの額が明らかになった報酬等が対象となる。また、使用人兼務役員がいる場合であって、使用人給与分が重要である場合には、その総額、対象となる役員の員数及びその内容を開示する必要がある（企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式記載上の注意（57）a（d））。
- (11) 報酬総額1億円以上の役員とは、出会社の役員として報酬等及び連結子会社の役員としての報酬がある場合には当該報酬等の総額が1億円以上の役員である。
- (12) 企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式記載上の注意（57）a（d）
- (13) 新株予約権の内容等について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される（伊藤・前掲5 279～280頁、津野田・前掲5 82頁）。

3. コーポレート・ガバナンス報告書

上場企業は、上場規則によりコーポレート・ガバナンス報告書の提出が求められ、同報告書においては経営者報酬に関する事項も開示される⁽¹⁴⁾。コーポレート・ガバナンス報酬書における経営者報酬に関する記載事項としては、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、ストックオプションの付与対象者、個別の取締役の開示状況、報酬決定方針の有無がある⁽¹⁵⁾。

JPCGCに関する事項もコーポレート・ガバナンス報告書において開示される。JPCGCは、情報開示全般について、「取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、…情報が正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべき」（基本原則3）としたうえで、「上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点」より、「取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続」について「開示し、主体的な情報発信を行うべきである」とする（原則3-1）。さらに、補充原則3-1①は、「取締役会は、ひな型的な既述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである」としている⁽¹⁶⁾。

4. 諸学説

Iで述べた通り、近時の学説は、報酬のインセンティブ付与機能及び経営者に対する監視監督機能に着目したうえで、内容規制、手続規制を中心に経営者報酬の規制を検討しているが、中には情報開示制度について立法提案を行う見解もある。

伊藤靖史教授は、かつてに比べて情報開示制度が大幅に拡充された点を評価しつつも⁽¹⁷⁾、経営者報酬の決定が経営者の監督、経営者へのインセンティブ付与の機能から適切に行われているかどうかの判断資料を株主に提供するという観点からは、有価証券報告書において、社長に加え報酬額上位数名の役員について個別開示を求め、経営者報酬の決定方針について有意な開示を行うべきとする⁽¹⁸⁾。

松尾健一准教授は、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

(14) 東京証券取引所有価証券上場規程419条、同施行規則415条。

(15) 株式会社東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（2015年10月改訂版）10頁 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/tvdivq000000uvc4.pdf>

(16) 前掲1 12～13頁

(17) 伊藤・前掲5 285頁

(18) 伊藤・前掲5 281～283、285、289頁

酬について、個別開示を要求すべきであり、少なくとも、報酬総額上位の者については、報酬総額 1 億円を超えない場合でも、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とする⁽¹⁹⁾。また、経営者報酬の決定方針については、有価証券報告書においては後述する米国における開示と同等の記載が求められていると評価する一方で、その実際の開示内容の質については各企業にバラつきがあり、経営者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、開示内容の標準化を図ることが望ましいとする⁽²⁰⁾。

Ⅲ. 情報開示が果たす役割

経済学においては、エージェンシー理論をもとにコーポレートガバナンスを検討する。エージェンシー理論は、契約関係をプリンシパルとエージェントの関係（エージェンシー関係）としてとらえ、プリンシパルとエージェントの間には情報の非対称性⁽²¹⁾が存在していることを前提に、エージェントの行動がプリンシパルの利害と一致しない時に発生する問題構造を明らかにし、その問題に対処する方法を検討する⁽²²⁾。コーポレートガバナンスにおいては、株主がプリンシパル、経営者がエージェントであり、経営者が企業の内部情報や経営者自身に関する情報を多く有している。

情報の非対称性から、逆選択の問題⁽²³⁾とモラルハザードの問題という 2 つの問題が生じ、コーポレートガバナンスの議論においては後者の問題が特に指摘される。モラルハザードとは、効率的な結果をもたらすはずの行動を簡単には観察できず、そのため行動を実行する側のエージェントが、プリンシパルの利益を犠牲にして自己利益を追求することである⁽²⁴⁾。

これらの問題を解消するには、多様な手段が考えられるが、情報開示により株主らに対し情報を提供することで情報の非対称性を改善し、経営者の業務執行と会社の業績の関係をよ

(19) 松尾・前掲5 71～72頁

(20) 松尾・前掲5 72～73頁

(21) 情報の非対称性とは、経済的な取引において、取引の当事者全員に必要な情報が行き渡らず、ごく一部の当事者のみに情報が偏在する現象のことである（須田一幸「契約の経済学とディスクロージャー」柴健次ほか編『現代のディスクロージャー』（中央経済社、2008年）24頁）。

(22) 須田・前掲21 30頁

(23) 逆選択の問題とは、財の購入希望者と売却希望者の間に情報の非対称性が存在することにより、低品質の財が市場を支配する問題であり、中古車市場に関する「レモンの問題」が有名である（須田・前掲21 24頁、ハウエル・ジャクソンほか著（神田秀樹＝草野耕一訳）『数理法務概論』（有斐閣、2014年）48～51頁）。

(24) ボール・ミルグロム＝ジョン・ロバーツ著（奥野正寛ほか訳）『組織の経済学』（NTT出版、1997年）181頁

り正確に把握することができると考えられている⁽²⁵⁾。情報開示の機能としては、(1) 情報の非対称性の改善のみならず、(2) モニタリングの実効性の向上が指摘される⁽²⁶⁾。情報開示がなされることにより、経営者の業務執行と会社の業績との関係を考える上でのノイズが削減され、透明性が向上する。これにより、株主及び取締役会は、経営判断と企業の業績についてのモニタリングが向上し、経営者はより株主利益にかなう行動をとるようになる⁽²⁷⁾。このほか、(3) 株主や債権者といったステークホルダーの独立性の向上及び会社の決定に対するステークホルダーの判断の向上、(4) 公開される情報の質の向上が指摘される⁽²⁸⁾。

IV. 諸外国の制度と議論

1. 英国

(1) 英国のコポレートガバナンス及び報酬制度の概要

英国においては、会社法のみならず、コポレートガバナンス・コード（以下、UKCGCという）や上場規則といったソフトロー⁽²⁹⁾による規律がなされている。

取締役の報酬の決定機関は、取締役会であり、原則として株主の承認を要しない⁽³⁰⁾。英国では、1990年代初頭から経営者報酬の高額さ（特に業績との非連動性）について問題意識がもたれはじめ、様々な議論がなされてきた⁽³¹⁾。そこで、業績連動報酬の導入を促す内容規制や、業務執行の対価としての報酬を独立性を有する報酬委員会が決定したり、経営者報酬について株主の承認を求めるなどの手続規制のほか、情報開示制度も発達した⁽³²⁾。

(25) Gus De Franco et al., *The effect of disclosure on the pay-performance relation.*, Journal of Accounting and Public Policy 32.5 (2013) pp.319-320

(26) *Id.* at320,

(27) *Id.* at321-322

(28) *Id.* at320

(29) ソフトローとは、正当な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を有しないが、当事者の行動及び実践に大きな影響を与える規範である（Francis Snyder, *The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools, and Techniques*, 56 THE MODERN LAW REVIEW19, at32 (January 1993)、邦訳による紹介として神作裕之「コポレートガバナンス・コードの法制的検討」旬刊商事2068号15頁（2015年）。会社法に関連する領域においては、証券取引所の上場規程やコード、各業界団体が公表する指針などがソフトローにあたる。

(30) Paul L. Davies & Sarah Worthington, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, pp.400-401 (9th ed. 2012)

(31) Nicholas Bourne, *Bourne on Company Law*, pp.306-311 (4th ed. 2008)

(32) 内容規制・手続規制について詳しくは、伊藤・前掲5 154～188頁参照。

(2) 英国会社法による情報開示

①取締役報酬報告書の概要

2002 年会社法改正により、上場会社の取締役報酬についての開示を行う取締役報酬報告書 (Directors' Remuneration Report) 及びそれに対する株主総会における勧告的決議を行う制度 (say on pay) が導入された⁽³³⁾。会社法は 2006 年に抜本的な改正がなされたが、同法下においても、取締役報酬報告書を中心とした報酬規制がなされている⁽³⁴⁾。取締役報酬報告書の記載内容については、大・中規模会社・グループ (会計と報告) 規則スケジュール 8 が規定する⁽³⁵⁾。以下、本項の残りで、取締役報酬報告書全般に関する会社法の規定を整理し、次項にて取締役報酬報告書の内容を紹介する。

上場会社の取締役は、事業年度毎に取締役報酬報告書を作成し、株主等の利害関係者に開示しなければならない⁽³⁶⁾。報酬報告書の作成及びその内容の適正性を確保するため、取締役らには会社法規定を遵守しない場合の刑罰規定が設けられている⁽³⁷⁾。

年次株主総会における承認決議に関して、上場会社は、当該会計年度にかかる取締役報酬報告書の承認を求める議案を普通決議にかける意思を示した株主総会招集通知を送付しなければならない⁽³⁸⁾。2013 年会社法改正以前においては、かかる決議は勧告的なものとされていたが、2013 年に施行された事業規制改革法⁽³⁹⁾により会社法が改正され、取締役報酬報告書のうち後述する「取締役報酬方針」については拘束力ある株主総会決議が求められるようになった⁽⁴⁰⁾。

②取締役報酬報告書の開示内容

2013 年に、会社法に合わせてスケジュール 8 も改正され、取締役報酬報告書の記載内容が改正された。取締役報酬報告書は、「(報酬委員会議長による) 年次報告 (Annual Statement)」、「報酬に関する年次報告 (Annual Report on Remuneration)」、「取締役報酬方針 (Di-

(33) 2002 年会社法改正の経緯・内容については、伊藤・前掲 5 154～159 頁参照。

(34) 2006 年会社法下の取締役報酬報告書については、伊藤・前掲 5 160～169 頁、比較法研究センター・前掲 5 53～57 頁〔上田真二〕参照。

(35) The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations Schedule 8

(36) Companies Act 2006 Section 423 (1), 471 (3), 424 (1) and (3), 432, 430、伊藤・前掲 6 160～161 頁

(37) Companies Act 2006 Section 421 (2) (3) など

(38) Companies Act 2006 Section 439 (1) and (3) (4)

(39) Enterprise and Regulatory Reform Act 2013

(40) Companies Act 2006 Section 439A (7)。2013 年改正の邦語による解説として、伊藤靖史「英国における取締役報酬に関する近時の改正」同志社法学 67 巻 5 号 217 頁以下 (2015 年) がある。訳語については、同論文を参考にしている。

rectors' Remuneration Policy)」という3つのパートから構成される。既述の通り、「取締役報酬方針」は株主総会による拘束力ある承認の対象である⁽⁴¹⁾。

「報酬に関する年次報告」は12項目からなり⁽⁴²⁾、そのうち6項目は監査の対象となる⁽⁴³⁾。監査の対象となる項目としては、各取締役の報酬総額⁽⁴⁴⁾、事業年度中に付与された計画による利益⁽⁴⁵⁾、終任に伴う支払い⁽⁴⁶⁾などがある⁽⁴⁷⁾。監査の対象とならない項目としては、業績を示すグラフと表⁽⁴⁸⁾、CEOを務める取締役の報酬の変化割合⁽⁴⁹⁾、取締役会による取締役報酬に関する問題についての考察⁽⁵⁰⁾などがある⁽⁵¹⁾。

「取締役報酬方針」においては、会社の将来の報酬方針について株主に情報を提供する⁽⁵²⁾。記載事項は、取締役報酬方針に含まれる各取締役の報酬案の構成要素を示す表⁽⁵³⁾、報酬方針が適用された場合の取締役が受領する報酬のレベル⁽⁵⁴⁾、株主の意見の考慮⁽⁵⁵⁾などである⁽⁵⁶⁾。

(41) 承認の得られなかった場合について、伊藤・前掲40 232～233頁が詳しい。

(42) 各項目の内容については、伊藤・前掲40 232～239頁が詳しい。

(43) Schedule8, para.41

(44) Schedule8, para.4-9、各取締役の給与総額、課税便益、業績連動報酬及びそれらの合計額が一覧となった表の形式で記載される。

(45) Schedule8, para.15、計画による利益の種類、基準等が記載される。

(46) Schedule8, para.16、元取締役に対して支払われた又は受領可能になる就任に伴う支払い総額と構成要素ごとの価額、算定方法等が記載される。

(47) このほか、監査の対象となる事項としては、年金受給総額（Schedule8, para.13）、退任取締役に対する支払い（Schedule8, para.14）、取締役の株式保有及び株式に関する利益（Schedule8, para.17）がある。

(48) Schedule8, para.18、過去5年間の累積投資収益率を示すグラフ等が記載される。

(49) Schedule8, para.19、前注45で記載が要求される各種別の報酬額の変化割合と従業員全体に支払われた報酬の平均の増減の割合が記載される。

(50) Schedule8, para.22、報酬を考慮した取締役の名前やコンサルタント等について記載される。

(51) このほか、監査の対象とならない事項としては、報酬支払の相対的重要性（Schedule8, para.20）、次期会計年度における報酬方針の実施（Schedule8, para.21）、株主総会における議決（Schedule8, para.23）がある。

(52) 各項目の内容については、伊藤・前掲40 239～242頁が詳しい。

(53) Schedule8, para.25-28

(54) Schedule8, para.33-35

(55) Schedule8, para.40

(56) このほか、取締役を勧誘する際の報酬計画案の構成要素を合意する際に会社が用いるアプローチ（Schedule8, para.29）取締役らの任用契約に含まれる又は含まれることが予定される会社の義務（Schedule8, para.30-32）、終任に伴う支払いに関する方針（Schedule8, para.36-37）、会社の従業員の雇用条件の考慮（Schedule8, para.36-37）が記載される。

(3) UKCGC と上場規則

2002 年会社法以前においては、UKCGC の前身である統合規範が、報酬のレベル、手続、情報開示に関する条項を制定していたが、取締役報酬報告書の導入により、統合規範における情報開示に関する条項は削除された。2002 年会社法改正以降の統合規範及び UKCGC は、報酬のレベル、手続についての条項を設けている。最新版の UKCGC⁽⁵⁷⁾ は、手続に関する条項において、報酬コンサルタントを任命している場合についての情報開示を求めている⁽⁵⁸⁾。

2013 年会社法改正以前においては、上場規則がかなり詳細な情報開示規定を設けていたが、同改正をうけ、会社の負担軽減と規律の重複の回避を目的に、大幅に簡略化された。取締役報酬については、次の定時総会において選任又は再選が提案される取締役の任用期間の残期間の詳細と、選任又は再任が提案される取締役が任用契約を締結しない場合にはその効果の説明の開示が要求される⁽⁵⁹⁾。また、上場規則は、UKCGC の遵守状況につき年次財務報告書において開示するよう求めている (comply or explain)⁽⁶⁰⁾。

2. 米国

(1) 米国の報酬制度及び情報開示制度の概要

州会社法、連邦証券法、証券取引所規則が経営者報酬を規制する⁽⁶¹⁾。米国でも、英国同様、1990 年代初頭から経営者報酬の高額さ（特に業績との非連動性）について問題意識がもたれはじめ⁽⁶²⁾、報酬規制が発展した⁽⁶³⁾。英国とは異なり、経営者報酬の決定機関は、取締役会又は報酬委員会であり、それぞれ経営者から独立した機関である⁽⁶⁴⁾。

米国の情報開示制度は、非常に詳細な開示を要求するものであり、その詳細さは、先進資

(57) FRC, The UK Corporate Governance Code (September 2014) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

(58) FRC, *supra* note 57, D.2.1

(59) 伊藤・前掲 40 244 頁

(60) 伊藤・前掲 40 244 頁

(61) 松尾・前掲 5 10～11 頁

(62) William T. Allen et al., *Commentaries and Case on the Law of Business Organization*, pp.334-338 (4th ed. 2012)

(63) 内容規制、手続規制については、伊藤・前掲 5 189～261 頁、松尾・前掲 5 10～45 頁、津野田・前掲 5 119～139 頁が詳しい。

(64) Lucian Bebchuk & Jensen Fried, *Pay Without Performance Overview of the Issues*, 30 J. Corp. L. 697 (2005) は、かような独立した機関が経営者報酬を決定しているものの、経営者が報酬決定手続に影響力を有しており、経営者報酬が非効率なものとなっていると主張する。

本主義諸国と比しても際立っていると評される⁽⁶⁵⁾。また、2000年代後半の金融危機を受けた経営者報酬規制改革もなされている。経営者の報酬に関する情報は委任状説明書等の書類に記載されるが、記載内容については Regulation S-K Item402 が規定する。Regulation S-K Item402 が要求する開示は、報酬に関する議論と分析と表による開示に分けられる⁽⁶⁶⁾。

(2) Regulation S-K Item402

①報酬に関する議論と分析 (Compensation Discussion and Analysis)

報酬に関する議論と分析（以下、CD&A という）とは、2006 年の SEC 規則改正により導入された開示対象役員⁽⁶⁷⁾ についての文章による報酬の情報開示である。同改正以前の開示方法は、表による開示を中心していたが、高度にフォーマット化され、その記載が硬直的であるという問題点が指摘されていた⁽⁶⁸⁾。そこで、同改正においては従来からの表による開示を整理し維持しつつも、文章による開示を組み合わせ、経営者報酬の情報開示を行うものとなった。

CD&A の目的は、開示対象役員の報酬に関する方針や決定を理解するのに必要な重要情報を投資家に提供することにある⁽⁶⁹⁾。定型句や他の詳細な開示との単なる反復を避けながら、投資家が、表で開示される数値及び会社の説明を概観することができるようにすることを意図しており、CD&A の記載内容については、一般的な原則や開示事項の例を提示しつつも、必ず記載しなければならない事項をはじめとして、記載事項につき会社に制約を課す規定は設けておらず、各会社の創意工夫を促す設計となっている（プリンシパル・ベース・アプローチ）⁽⁷⁰⁾。これについて、SEC は、このアプローチが均衡のとれたものであり、今後新たな報酬手法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のできるものであると説明する⁽⁷¹⁾。

CD&A は、一般原則として、開示対象役員の報酬に関するすべての重要な要素を説明

(65) 伊藤・前掲5 204頁

(66) それぞれ伊藤・前掲5 210～237頁、松尾・前掲5 20～38頁が詳しい。

(67) 開示対象役員は、PEO（principal executive officer）、PFO（principal financial officer）のほか、報酬額上位3名である（Regulation S-K Item402 (a) (3)）。

(68) 伊藤・前掲5 209頁

(69) Regulation S-K, Instructions 1 to Item 402 (b)

(70) Regulation S-K, Instructions 3 to Item 402 (b)

(71) SEC Release No.33-8732A. 71 Fed. Reg. 53165 (Aug.29.2006)

するものでなければならず、いくつかの事項⁽⁷²⁾に関する説明を含まなければならないとする⁽⁷³⁾。これについては、経営者報酬のインセンティブ付与機能を重視し、会社に対し経営者報酬のインセンティブ設計に関する説明責任を負わせるものであるとの評価がある⁽⁷⁴⁾。また、CD&Aにおいて開示されるべき重要な情報として、いくつかの事項が列挙されているが⁽⁷⁵⁾、これについては、あくまでも例であり、会社の創意工夫及び列挙されている事項が会社にとって重要でない場合には開示が必要でないことが強調されている⁽⁷⁶⁾。

②表による開示

表による開示は、1992年のSEC規則改正以来、米国の経営者報酬開示規制の中心的役割を果たすものである⁽⁷⁷⁾。2006年のSEC規則改正により、その内容が再編され、開示対象役員の報酬のすべての要素の金銭価値とその総額を開示すべき旨が明確化されたことにより、経営者報酬の規模を投資家が明瞭に把握できるようになったとされる⁽⁷⁸⁾。

表による開示の要求は、過去事業3年度の報酬を示す開示⁽⁷⁹⁾、エクイティ報酬を示す開示⁽⁸⁰⁾、退職後の報酬を示す開示⁽⁸¹⁾という3つの内容に大別される。それぞれの内容について詳論を避けるが、ここでも表と文章による開示が組み合わせられていることに着目すべきである。

(72) 報酬計画の目的 (Regulation S-K, Item 402 (b) (1) (i))、報酬計画が何に対して報いるよう設計されているか (同項(ii))、報酬の各構成要素 (同項(iii))、各構成要素につき、会社がそれを支払う理由 (同項(iv))、各構成要素につき、会社がいかにその額 (及び、算定方法を説明するのが適切な場合には、その算定方法) を決定するか (同項(v))、各構成要素とその要素に関する会社の決定につき、それがどのように会社の全体的な報酬の目的に合致し、他の構成要素に関する決定にどのように影響するか (同項(vi))、報酬計画の策定や報酬の決定の際に、say on payの結果を考慮したか否か、考慮した場合にはどのように考慮し、報酬計画の策定や報酬の決定にどのような影響があったか (同項(vii)) である。

(73) Regulation S-K, Item 402 (b) (1)

(74) 津野田・前掲5 135頁

(75) Regulation S-K, Item 402 (b) (2). 各事項の邦訳による紹介は、伊藤・前掲5 213～214頁

(76) SEC Release, *supra* note 71, at 53165

(77) 2006年SEC規則改正以前の開示規制については、伊藤・前掲5 204～210頁参照。

(78) Regulation S-K, Instruction 3 to Item 402 (b)

(79) 報酬要約表、計画ベース報酬付与表、上二表を補足する文章による開示

(80) 事業年度末における未行使エクイティ報酬表、オプション行使及び株式権利確定表

(81) 年金利益表、非適格繰延報酬表、終任・支配権の移動に伴う支払いについての開示

(3) 近時の改正

2000年代後半の金融危機をうけ、アメリカではドッドフランク法の制定に代表されるコーポレートガバナンス改革がなされた。say on payの導入もその一環であるが、その影で経営者報酬に関する情報開示についても規制改革がなされている⁽⁸²⁾。

2000年代後半の金融危機の背景のひとつには、過度なリスクテイクを促す金融機関の経営者報酬があったとされる⁽⁸³⁾。そこで、2009年にSECは規則改正を行い、報酬政策が会社のリスク管理に影響を及ぼす場合に、リスク管理にかかるインセンティブに関連する従業員の報酬政策についての議論の内容の開示が求められるようになった⁽⁸⁴⁾。また、株式報酬・オプション報酬の額の算定方法の開示の改正、報酬コンサルタントの独立性に関する開示の改正がなされた⁽⁸⁵⁾。

また、say on payの導入に伴い、CD&Aの開示項目がsay on payの考慮結果等について開示することとなった⁽⁸⁶⁾。

V. 検討

1. 経営者報酬規制における情報開示の役割

Ⅲでの議論を前提とすると、経営者報酬に関して経営者らは、経営者報酬の総額、その構成、経営者の業務執行と報酬の相当性、経営者の業務執行と企業の業績の関係等について情報を有している一方で、取締役会や株主、投資家はそれらの情報を有していない。これらの情報がなければ、取締役会及び株主らは、適切なインセンティブの付与がなされているかモニタリングをすることが難しい。

経営者報酬に関する情報が経営者側に偏在することで、経営者らは、業績連動報酬の形態

(82) 松尾・前掲5 34～38頁

(83) 過度なリスクテイクを促す金融機関経営者の報酬について、取締役らの責任追及がなされた事例として、In re the Goldman Sachs Group, Inc., Shareholder Litigation., Civil Action No.5215-VG, Court of Chancery of Delaware (Oct. 12, 2011), 2011 WL4826104。邦語による評釈として、行澤一人「事業リスクに対する取締役会の監視義務違反がないとされた事例」旬刊商事2056号50頁（2015年）がある。

(84) Regulation S-K, Item 402 (s)、松尾・前掲5 37頁

(85) 松尾・前掲5 38頁

(86) 前注72、Regulation S-K, Item 402 (b) (vii)。同改正以前においては、同号は報酬承認決議に関する事項と定めていた（伊藤・前掲5 213頁参照）。

を取りながらも、実際には業績と連動していない報酬設計を策定することが可能となる⁽⁸⁷⁾。一方で、十分な情報を有していない株主らは、経営者のこのような行動を想定して、本来承認されるべき適切な報酬計画案や優秀な役員の任用案を訝しみ、否決投票を行い、結果として、株主利益及び企業の業績向上の機会を損ね、経営者らは本来受け取るべき適切な報酬を受領する機会を失うおそれがある。また、情報の偏在は、企業内部の問題にとどまらず、資金調達コストの増加という形で市場との関係においても、企業にとって障害となることも考えられる⁽⁸⁸⁾。

情報開示はこれらの問題を解決する重要な手段である⁽⁸⁹⁾。適切なモニタリングを行う観点からはもちろん、経営者にとっても、適切な報酬を受領する点で有益なものとなる⁽⁹⁰⁾。また、経営者報酬のインセンティブ付与機能及び適切なモニタリングの担保という観点からは、情報開示は、経営者報酬の相当性を判断するための資料の提供という役割を果たす。

これらの情報開示の有益性を鑑みれば、自主的な情報開示がなされることが想定され、制度的な情報開示は必要ないと考えられるかもしれない⁽⁹¹⁾。しかし、自主的な情報開示がなされるのは情報開示により得られる便益が費用や損失を上回るときである。情報開示

(87) 経営者が不当に高額な報酬を得ることを防ぐため（いわゆるお手盛りの防止のため）、わが国の会社法は、取締役の報酬等について株主総会の普通決議による承認を得ることを定める（会社361条1項）。しかし、本条で要求されるのはあくまでも取締役らの報酬総額についての承認であり、各取締役の報酬額については取締役会が決定することができるとされる（最判昭和58年2月22日判時1076号140頁）。指名等委員会設置会社においては、構成員の過半数を社外取締役が占める報酬委員会が設置され、報酬委員会において報酬額等が決定されるが、それ以外の会社（監査等委員会設置会社や監査役設置会社）においては、取締役会において報酬額等が決定される。指名等委員会設置会社の普及が芳しくないわが国においては、本文記載の状況はおこりうる事態である。Core J et al, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, Journal of Financial Economics 51 (3), pp.371-406は、実証研究の結果から、報酬設計に関するエージェンシー問題が生じうることを示唆する。

(88) 経営者報酬についての情報開示がなされていない企業においては、インセンティブ付与が適切になされているか明らかでなく、業績向上の期待が弱くなることから、投資家が投資判断を見送る可能性があると思われる。

(89) 例えば、Robert M. Bushman & Abbie J. Smith, *Financial accounting information and corporate governance*, Journal of accounting and Economics 32 (1), p.237 (2001) は、財務会計情報が、役員報酬をはじめとしたコーポレートガバナンスの効率的なコントロールを促進するためには有益であることを示す。

(90) Gus De Franco et al., *supra note*25, at337は、情報開示により経営者報酬に対する取締役会のモニタリングが向上すること及び現金報酬が経営指針を公表する会社の業績に対し高い感度を有していることを示す。

(91) 情報優位者が積極的に情報開示を行いエージェンシー問題を回避する方法をシグナリングという（須田・前掲21 26頁）。

の上記の効用を鑑みれば、ほとんどの場合において便益が費用等を上回ると思われるが、短期的利益のみを追求したり、業績と連動していない不相当に高額な報酬の獲得を企図するような経営者にとっては、情報開示により得られる便益はなく、費用のほうが大きいものとなる。このような経営者に対するモニタリングを行うためには、制度的な情報開示が必要である。すなわち、少なくとも利益相反の抑止の点から、制度的な情報開示は肯定される。

2. 情報開示制度のあり方

現在のわが国の情報開示制度は、1で示した観点からは不十分なものではないか。

まず、経営者報酬の個別開示においては、現在のような絶対額により開示対象役員を定めるのではなく、当該企業内で地位の重要性及び相対的な報酬の高額性に基づき開示対象を定めるべきである。各企業の状況や各役員の地位に応じてそのインセンティブの付与の仕方は異なるのであり、また、上記の観点からは、絶対額が高額な報酬が問題となるのではなく、適切なインセンティブの付与がなされていない報酬が問題となるからである。米国を参考に、社長、副社長ほか報酬総額上位数名程度が個別開示の対象とすべきである。

各役員の報酬の構成がインセンティブを適切に付与するものか否かをモニタリングするという観点からは、事業報告書における報酬額の算定方法や有価証券報告書における報酬の種類別の額の開示では不十分である。これらに加え、実証分析、英国・米国の法制度を参考に、報酬の種類構成比、業績を示す財務会計指標及び株式指標などが一覧となった表やグラフの形で開示されるべきである。また、ストックオプションについても、各役員への付与数及び行使数を開示するべきである。

現在の有価証券報告書においても報酬方針の内容について開示されることとなっているが、その内容の質にはバラつきがある⁽⁹²⁾。標準化は必要であるが、文章による開示であることから硬直的な規定は望ましくないため、一般原則を示し、その法意に適う開示を各企業が行えるようにすべきである。

経営者報酬に関する開示書類は、事業報告書、有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書と複数にわたり、有効な開示がなされていないことから、開示内容に応じて何らかの書類に整理・集約すべきである。有価証券報告書には、虚偽記載に対するサンクションとの関係から、開示事項が定型的なもの及び会計上の数値や報酬額等についての記載を求め、コーポレート・ガバナンス報告書においては、JPCGCを背景に柔軟な情報開示を行う観点から、報酬方針の内容など文章による開示を求めるという一つの方向性も考えられる。また、事業報告書に記載する場合には、これが定時株主総会の目的事項として、取締役等の説明義

(92) 松尾・前掲5 73頁

務の対象となることから（会社314条）、情報開示の実効性を高める手段ともなりえる⁽⁹³⁾。

3. 今後の課題

情報開示の機能、役割は上記の通りであるが、情報開示にも弊害が指摘される。

そのひとつが、情報開示により経営者報酬の高額化が促進されとの指摘である。例えば、米国においては1992年のSEC規則改正以降、経営者報酬は増加傾向にあり⁽⁹⁴⁾、また、日本においても、有価証券報告書における総額1億円以上の報酬を得た取締役の数が2009年度では288人だったのに対し⁽⁹⁵⁾、2014年度においては400人以上だったとされる⁽⁹⁶⁾。しかし、米国における経営者報酬の高額化は、詳細な情報開示も要因のひとつであることは否定し得ないが、同時期に内国歳入法の改正が行われたこと、業績連動報酬が普及したことも大きな要因とされる⁽⁹⁷⁾。わが国における経営者報酬の高額化については、議論の蓄積がないので定かではないが、景気回復、業績の向上も要因として考えられる。経営者報酬の高額化の要因がどのようなものであれ、情報開示にも負の側面があることは否定しきれないのであり、この点について本稿は十分な検討ができていない。情報開示のコストや負の側面については、更なる検討を要する。

また、本稿は、制度的な情報開示を行う理由を利益相反の抑止の点から正当化し得るとしたが、それ以外の理由により制度的な情報開示を行うことが正当化できるかどうかについて検討ができていない。制度的な情報開示を行う根拠、その効用についても更なる検討を要する。

さらに、英国・米国における情報開示制度についても、現在の状況を紹介・整理するととどまり、その制定の経緯、思想背景、規制手法、法源等について十分な検討ができていない。わが国における情報開示制度の立法提案等を行う上で、これらの検討は必至のものである。

加えて、本稿は、情報開示に係る書類の整理・集約を提言したが、いかなる開示書類によりどのような情報の開示を行うべきか、すなわち、情報開示制度の法源については一つの方向性を示すにとどまり、明確な解を得ていない。情報開示制度のエンフォースメントの在り方についての検討を要する。

これらの情報開示制度に関する検討課題に加え、情報開示制度を他の経営者報酬規制との関係でどのように位置づけるべきなのか、すなわち、経営者報酬規制の各規制手法の相互関

(93) 取締役の説明義務を背景に、事業報告書による開示方向性を示すものとして、神田秀樹ほか「役員報酬改革の新潮流と今後の諸論点（中）」旬刊商事1988号12頁（2013年）〔弥永発言〕

(94) Allen et al., *supra* note62, at 333

(95) 『日経新聞朝刊』2010年7月3日13頁

(96) 『日経新聞朝刊』2015年7月18日3頁

(97) Allen et al., *supra* note62, at 335-336. 内国歳入法の改正について伊藤・前掲5 126～129頁。

係や機能については、全く検討ができていない。

今後引き続き、これらの検討課題をめぐる諸外国の法制度や議論を参照しつつ、経営者報酬における情報開示制度の機能について研究を進めていきたいと考えている。