



米国における役員報酬の法規制

鐘, 白璐

(Degree)

博士 (法学)

(Date of Degree)

2016-09-25

(Date of Publication)

2018-09-25

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第6764号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006764>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士學位論文

米国における役員報酬の法規制

神戸大学大学院法学研究科

専攻：理論法学

指導教授：志谷匡史

学籍番号：125J008J

氏名：鐘 白璐

提出年月日：2016年7月11日

論文要旨

米国における役員報酬改革に関する議論の歴史は長く、20世紀初期にはすでに始まっていた。その後、役員報酬問題の「土台」と言われる所有と経営の分離に伴って、取締役及び役員は、その役務を提供する対価として当然のごとく、合理的な基準に基づいて決定される報酬を受ける権利を有すると判断されるようになった。

1930年代に入ると、会社役員にどの程度の報酬を支払うのが妥当であるか、あるいは過剰な報酬を支給したか否かといった問題が、初めて全国的な問題として取り上げられた。近年は、コーポレート・ガバナンスに対する意識の高まりにより、あるいは株主代表訴訟制度の見直しと関連して役員報酬に対する関心がますます高まりつつあるように思われる。

米国証券取引委員会は長年にわたって、株主や社会を保護するために、開示規制の強化による役員報酬の制限を試みてきた。2008-2009年の世界金融危機をきっかけとして、2010年、ドッド=フランク法は役員報酬に関する厳格な規定を定めた。ドッド=フランク法は、役員報酬の増加をわずかに緩和したが、それでもその増加を食い止めるには至らなかった。Bebchuk & Friedは、役員報酬問題は、取締役会が役員と対等な取引を行っていないために生じた問題であることを指摘した上で透明性をさらに高めることと、取締役会の手続を改善すること、株主承認の必要性など様々な面で改善がなされなければならないと提言している。

伝統的に、役員報酬は様々な株主を有する大会社におけるエージェンシー問題の解決方法と見られている。かつて、ある米国の学者は役員報酬が急速に増加している原因は、①経済の発展、②競争、③エージェンシー問題、④管理者パワーにあると指摘していた。しかしながら、研究によれば、確かに役員報酬は経済の発展につれて増加するが、実際には、経済の発展が止まっているにもかかわらず、報酬は依然として増加し続けている。そこには、会社が報酬コンサルタントの雇用などによって自社CEOの報酬を平均以上に保ちたいと願うことによって「Lake Wobegon 効果」が生じ、役員報酬が増加していくメカニズムが生み出されている。

また、裁判所は取引を審査する際に浪費基準を適用することがあるが、会社資産の浪費は、決して経営判断原則によって保護されるものではない。浪費基準は一般的に、会社が取引によって受け取る価値があまりにも小さく、通常の合理的経営判断を行い得るいかなる人物なら誰しもが、会社が支払ったものに値するだけの価値がないとみなす際に基準となる指標である。それが「浪費」であると言うためには、取引が「贈与」であ

る、真の意味での対価がないと評価されなければならない。「浪費」の認定要件は厳しく、原告は証明責任に大きな困難を伴うため、これまでデラウェア州裁判所によって浪費と認められた判決はほとんど見当たらない。ここから、会社の役員報酬訴訟の成功率は極めて低いと言える。独立した取締役によって報酬が設定された場合には、通常、経営判断原則が適用される。また、株主が会社資産の浪費を主張したとしても、その主張が認められた前例もまたほとんどなく、原告株主には非常に難度の高い証明責任が課されていることがわかる。さらに原告は、訴訟提起を困難にする手続上の要件も満たさなければならない(デマンド)。しかしながら、近年の判例ではストック・オプションの授与に関する株主の承認があったとしても、その制限に具体的な意義が見出せなければ、それは承認がないのと同等にみなすとする裁判例が存在する。米国各州の制定法の多くは、定款に特に定めがない限り、取締役会に取締役及び役員報酬を決定する権限を与えている。役員報酬に大きな影響を与える報酬決定プロセス、具体的には取締役会、報酬コンサルタント、及び株主総会の関与について分析した結果、主に以下の点が明らかになった。①報酬委員会が果たす役割の限界、②報酬コンサルタントと会社間に利益衝突があるため、独立性に疑問がある点、③現在の法規制の下では、株主の発言権は、期待されたほどの効果が得られていないことである。

まず、「始めに」では本研究の問題提起を行い、分析の意義と研究対象について説明する。第一章では、1920年代から現在までの米国における役員報酬の変遷を紹介し、報酬増加の背景または報酬パッケージ内容の変化、報酬額増加の原因に関する学説を紹介する。所有と経営の分離が進む中で、より有能な人材を獲得するため、1930年代から役員にもボーナス報酬計画が取り入れられ、そこから役員報酬がしばしば問題に挙げられるようになった。さらに、1970年代以降は、エージェンシー問題の解決策とされたストック・オプションの使用により、経営者報酬が急激に増加していき、2000年から2008年の金融危機に至るまで、役員報酬の額は増加の一途を辿ってきた。金融危機後のLehman Brothersなどの役員報酬に対する批判は厳しく、一部の学者は、役員報酬の増加は、米国経済の発展とは緊密なつながりがなく、むしろ、金融危機を惹起した最も重要な原因であるとまで指摘した。しかし、それにもかかわらず、金融危機後の米国における役員報酬総額の変化はわずかであることがわかった。

第二章では、報酬に関する連邦法規制における報酬開示規制、Say-on-Pay、Clawbacksなど、規制法制定の経緯や現状を紹介した上で、米国学者の評価を分析する。1930年代まで、役員ボーナス計画が会社に採用されているにもかかわらず、その基礎となる法規制は不明確であった。1933年証券法と1934年証券取引所法における役員報酬に関する開示は最初の役員報酬情報開示規制であった。その後内国歳入法162条(m)による100万ドルの控除制限が設けられた。2006年にSECは経営者報酬に関する開示内容を大幅

に変更する改正が行われた。Regulation S-K 402 に、CD&A、表による開示などを要求した。その後、ドッド=フランク法における Say-on-Pay 投票規制、報酬と業績の関連性、報酬比率の開示、Clawbacks 規制を 34 年法に取り入れ続けてきた。これらの法規制を紹介する。

第三章では、デラウェア州における役員報酬に関する制定法や判例法理を紹介し、判例の進展、または報酬訴訟に対する審査基準の変遷及び現在の裁判例を紹介した上で分析を試みる。1930 年代初頭の裁判例から 2015 年デラウェア衡平法裁判所の Calm 判決まで、株主が、様々な面から役員報酬に関する取締役の責任追及を試みていたが、独立した取締役会（報酬委員会）による判断であれば、これらの訴訟は、ほとんど成功しないと言える。しかしながら、ストック・オプションの授与に関する事件では、株主の承認が必要だけではなく、株主の承認があったとしても、具体的な意味のある制限がなければ、それは承認がないのと同等にみなされる。

第四章では、米国報酬の決定プロセスを分析し、取締役会の機能から報酬委員会の役割と現状、報酬コンサルタントの役割、株主が役員報酬決定において如何なる発言権を認められるかを検討する。そこでは、独立取締役によって構成された報酬委員会には様々な面で限界があることが見て取れる。その中で、報酬コンサルタントは役員報酬決定プロセスにおいて、確かに重要な役割を果たしているが、期待されたほどの貢献を果たしているとは言いがたい。また、株主の役員報酬に関する発言権に相当する株主提案権や、Say-on-Pay 制度も、従来期待されていた機能を発揮できておらず、株主が報酬に対して助言する権限を与えたとしても、そこに拘束力はないため、例え投票によって報酬を否決したとしても、それを変更する義務は生じない。こうなると、役員報酬に対する強制的な規制があることが最も望ましいように思えるが、実際問題として、一律的な規制の実施（One-Size-Fits-All）もまた現実的でない。

結びでは、本研究で検討した米国の役員報酬制度を再評価し、その結果が、中国企業が株主・投資家の利益を考慮しつつ役員報酬のあり方に関して幅広く検討するための基礎資料として意義の深いものであることを指摘する。益々グローバル化していく市場経済において、役員に企業価値を高め得るインセンティブを与え、企業活動の持続的発展に寄与させるような役員報酬制度を検討することは、中国企業に、この上ないプラスの影響をもたらすものである。

米国における役員報酬の法規制

目次

はじめに.....	5
第一章 米国における役員報酬の変遷と現在.....	9
1 金融危機前.....	9
1.1 第一段階（1990年代以前）.....	9
1.2 第二段階（1990年代から金融危機まで）.....	12
2 報酬増加の背景.....	15
2.1 経済の発展.....	17
2.2 Lake Wobegon 効果（Lake Wobegon Effect）.....	20
2.3 エージェンシー問題の解決.....	21
2.4 管理者パワー(Managerial Power).....	22
3 報酬パッケージの内容の変化.....	24
4 金融危機後.....	27
4.1 G20（2009）.....	29
4.2 現在.....	- 0
第二章 連邦法規制.....	33
1 内国歳入法 162 条(m).....	34
2 開示規制.....	36
2.1 開示規制の変遷.....	- 6
2.2 Regulation S-K 402.....	- 9
2.2.1 報酬に関する議論と分析の開示（CD&A）.....	41
2.2.2 表による開示.....	41

2.3	報酬と業績の関連性(Pay versus Performance)	4-
2.4	報酬比率の開示(Pay Ratio Disclosure Rule)	44
2.5	評価	46
3	Say-on-Pay	47
3.1	制度の経緯	50
3.1.1	ドッド=フランク法前	50
3.1.2	ドッド=フランク法	5-
3.2	証券取引所法へ	54
3.3	評価	55
3.3.1	英国からの経験	55
3.3.2	学者の見解	56
4	Clawbacks	59
4.1	制度の経緯	60
4.1.1	SOX 法 304 条	60
4.1.2	SOX 法における Clawbacks の限界	61
4.1.3	ドッド=フランク法の規定	62
4.1.4	1934 年証券取引所法 10D 条	62
4.2	ドッド=フランク法 954 条と SOX 法 304 条の比較	6-
4.3	ドッド=フランク法の問題点	64
4.4	現状	64
第三章	州法規制と判例	68
1	定款の定め	69
2	制定法規制	70
3	取締役会の決議の保護	71
3.1	事前のデマンドとデマンドの無益	71
3.2	経営判断原則 (Business Judgment Rule)	72

3.2.1	概要	72
3.2.2	情報に基づいた判断(Informed decision) (ディズニー判決)	74
3.2.3	Freedman v. Adams 判決.....	80
3.2.4	小括	81
4	浪費基準	82
4.1	Rogers 事件における「浪費基準」	8-
4.2	古典的な浪費基準 (Classical Waste Standard)	84
4.3	釣り合い浪費基準 (Proportionality Waste Standard)	86
4.4	古典的な浪費基準の復活	88
4.5	古典的な浪費基準の適切性	91
4.6	小括	9-
5	株主の承認.....	94
5.1	委任状説明書 (Proxy Statement) における開示の重要性.....	94
5.2	新たな基準：意味のある制限.....	96
5.2.1	背景	97
5.2.2	Seinfeld v. Slager 判決.....	99
5.2.3	裁判所の近年の動向— Calma v. Templeton 判決.....	102
5.3	利害関係のない支配株主による追認の効力.....	105
6	Say-on-Pay に基づく事件	107
6.1	Cincinnati Bell 事件 (2011).....	108
6.2	Rual v. Rynd 事件 (2013)	109
7	小括.....	110
第四章	分析	111
1	CEO の報酬とその他の役員報酬.....	111
1.1	CEO の報酬	111

1.2	その他の役員報酬	11-
2	取締役報酬委員会	113
2.1	役割	114
2.2	役割の限界	116
2.2.1	時間	116
2.2.2	情報	117
2.2.3	構成	117
2.2.4	文化	118
3	報酬コンサルタント	119
3.1	役割	119
3.2	独立性	120
3.3	評価	12-
4	株主による制限	125
4.1	報酬における株主の発言権	125
4.1.1	事前の承認	126
4.1.2	事後の承認 (Say-on-pay の効果)	129
4.2	株主代表訴訟	1-0
5	小括	131
結び	134
付表1	米国におけるエクイティ報酬の種類	1-8

米国における役員報酬の法規制

はじめに

米国では、経済の下降に伴って失業率が急激に上昇し、財政システムが不安定になるにつれて、役員報酬に関する問題が紙面のトップを飾る機会が増えていた。米国民は、株主が株価下落によって大きな損害を被り、また多くの業種でリストラの嵐が吹き荒れる状況下で、役員に支払われた巨額の報酬に憤りを隠さないでいた。特に問題となっていたのは、一部の会社が、連邦政府からの援助金を受け取ると同時に、役員たちに高額な報酬を支払っていた事実であった。新たな情報開示がなされるたびに、一般大衆は怒りに震え、立法の立場にある者も憤った。そのような流れの中で、会社役員に支払われる膨大な給与を止めさせようとする動きが出てきた。株主らは取締役に対して、業績不振の役員が会社資産を浪費しているとの理由で訴訟を提起している。これに対して、規制当局は役員報酬において新たな開示規制を設定することを約束した。また政府は、税金規制改革をもって過剰な報酬を抑えることを試み、援助金対象会社に対し役員報酬の減額を要請した。

米国では、2000年から2009年の金融危機の間、役員報酬に関する議論は常にトップニュースとして報道されていた。しかし、役員報酬改革に関する議論自体の歴史は長く、20世紀にはすでに始まっていた。1930年代、会社役員にどの程度の報酬を支払うことが妥当であるか、あるいは過剰な報酬を支給したか否かなどに関する問題が、初めて全国的な問題として取り上げられた。それが金融危機後になると、米国における役員報酬に関する議論は、「努力」を評価する方向から「リスク」を回避する方向へと転換する。近年の研究における主要な論点はもっぱら、元来、取締役の「努力」に対して支払われていた有益な効果をもつエクイティ報酬は、結果的に管理者が不当に短期的リスクを取る歪んだインセンティブを有するようになり、株主の長期的な利益を害しているという点に集約される¹。

¹ Cari Tuna & Joann S. Lublin, Risk vs. Executive Reward-Obama Seeks Better Controls, but Experts Split Over the Impact, Wall. St. J., June 15, 2009, at B6.

30年代に起こった経済恐慌をきっかけに、米国議会と米国社会は報酬に対する厳しい批判を向けるようになる。歴史からみると、失業率及び不景気が、過度な役員報酬に対する法的行為を引き起こした主な原因であることとされている²。そのため、2008年金融危機に大きな「貢献」をしたAIG社が、不良資産救済プログラム

(Troubled Assets Relief Program、略称TARP)によって1700億ドル以上の援助を受け、米国社会において全体的失業率が上昇し続けている時にもかかわらず、1605万ドルの報酬を受けたことに対する批判は想像を絶するものであった³。米国証券取引委員会(Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という)は長年にわたって、株主や社会を保護するために、開示規制の強化によって、役員報酬を制限しようとしてきた。株主の観点から見れば、過度な役員報酬はすでに、エージェンシーコストを減少させ、株主利益の最大化という当初の目標からずれてしまっている。魅力的な報酬パッケージは役員にさらなる努力を求め、会社の価値を新たに創造し、ひいては株主利益を増加させるインセンティブを与えていることが期待されていた。理論上、有効な報酬構造は取締役が常に役員を監視することができない際に、株主保護をさらに強化することになる⁴。ところが、過剰な役員報酬は会社資本の浪費となり、会社の利益を減少させることになるため、その分が引かれることで株主の配当金は減少し、また従業員の生産性をも低下させることになる⁵。

2008年に起こった金融危機以後、米国では高額な役員報酬を巡って激しい議論がなされた。ちなみに「高額」には、平均従業員に比べて高額であるという場合と、会社の業績に比べて高額であるという場合の二つの意味がある。米国では、過剰なリスクテイクを促す報酬制度は、企業経営の健全性や長期的な成長性を危うくするものであるとして、金融危機の原因究明と再発防止の観点から、役員報酬規制強化の見直しが進められている。

² Joy Sabino Mullane, Perfect Storms: Congressional Regulation of Executive Compensation, 57 Vill. L. Rev. 589, at 591 (2012).

³ Edmund L. Andrews & Peter Baker, At A.I.G., Huge Bonuses After \$170 Billion Bailout, N.Y. Times, at 1 (Mar. 15, 2009).

⁴ Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, at 17, Harvard University Press (2004).

⁵ Robert E. Wagner, Mission Impossible: A Legislative Solution for Excessive Executive Compensation, 45 Conn. L. Rev. 549, at 559 (2012).

伝統的な役員報酬は年度報酬と出張手当などであり⁶、多くの会社は後払い基準で役員報酬を支払っていた。一方で、ストックプラン (Stock Plan) とは、典型的な取締役役に株式、株式購入オプション、株式評価益権を付与することである⁷。一般的に、ストック・オプションは、取締役が株主の利益と一致するように行動することを長期的に促進するために権利行使期間を定めている⁸。過去に裁判所は、取締役らが株主の同意の上で自分自身に基本給またはストックオプションを付与する権利を経営判断原則によって保護している⁹。多くの会社で役員報酬が増加した一部の理由としては裁判所の態度と関連があると言われている¹⁰。ドッド＝フランク法が役員報酬の増加を少し緩和したが、増加を止めなかった。

株式ベースのインセンティブ報酬は、役員が過剰なリスクを負い、株主や債権者の利益を害することになる可能性がある。一方、固定報酬の場合は、役員が努力することをせずに、従来の通念に従って、過度に保守的になる可能性がある。

役員報酬の問題はコーポレート・ガバナンスの根本的問題から生じたものである。Bebchuk & Fried の研究によると¹¹、役員報酬の問題は、取締役会がもともと役員と対等な取引 (Arm's Length) を行っていないことから生じたと言える。ここでは、透明性をさらに高めることと、取締役会の手続きを改善すること、株主の承認が必要な事項であることなど様々な観点から報酬制度を改善すべきであると述べている。取締役会のパフォーマンスを改善する最も有効な方法は取締役の権限と比較して株主の権限を強化することである。取締役の役員からの独立性を強めるのみならず、株主から

⁶ Robert A.G. Monks & Nell Minow, *Corporate Governance* 5th Ed, at 258–259 (2011).

⁷ Michael B. Snyder, *Compensation and Benefits*, § 9:24 (2013).

⁸ Andrew Stumff, *Employee Benefits and Executive Compensation*, at 319 (2011).

⁹ 例えば、*In re CNET Networks, Inc.*, 483 F. Supp. 2d 947 (N.D. Cal. 2007) (取締役会構成員に支払った数百万ドルのストック・オプション授与が無効であるとの請求を却下した); *Seidman v. Clifton Savs. Bank, S.L.A.*, 205 N.J. 150, 155 (2011) (7名の取締役に対して授与した基本給、ストック・オプション、制限付き株式などが無効であるとの請求を却下した)。本文後記 *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27 (Del. 2006) 事件参照。

¹⁰ Jeff Green & Hideki Suzuki, *Board Director Pay Hits Record \$251,000 for 250 Hours*, BLOOMBERG (May 30, 2013). <http://www.bloomberg.com/news/2013-05-30/board-director-pay-hits-record-251-000-for-250-hours.html>.

¹¹ *Supra* note 4, at 201.

の独立性を弱めることも重要である。つまり報酬における株主の発言権を強めることである。

本論文の第一章では、1930年代から現在まで、米国報酬の変遷を紹介し、報酬増加の背景または報酬パッケージ内容の変化を紹介した上で、報酬増加の原因の分析を試みる。第二章では、報酬に関する連邦法規制における報酬開示規制、Say-on-Pay、Clawbacks 規制など法制定の経緯や現状を紹介する。第三章では、デラウェア州における役員報酬に関する制定法や判例法理を紹介し、判例の進展または報酬訴訟に対する審査基準の変遷または現在の裁判例を紹介した上で分析する。第四章では、米国報酬の決定プロセスを分析し、報酬コンサルタントが役員報酬に与えた影響を明らかにする。結びとして、米国報酬制度から中国会社法へ何らかの示唆を得ることを試みる。その際に、米国の連邦法規制や州会社法だけではなく、それらの法規制の背景についても検討すべきであることを指摘しておいた。グローバル化する市場経済に対応しようとして変化している中国の企業が役員に企業価値を高めるインセンティブを付与することで企業活動の発展に寄与させるため、株主または投資家の利益も考慮しながら、役員報酬に関して幅広く検討するための基礎資料としての意義を持たせることを目的とする。

第一章 米国における役員報酬の変遷と現在

1□ 金融危機前

1.1 第一段階（1990年代以前）

役員報酬に関する議論は比較的に目新しい。現代の会社の形態が定着する以前には、この論文で扱う「報酬」の定義はまだ存在していなかった。準則主義に基づく企業組織は1896年 New Jersey 州法で初めて認められ、1901年に最初の現代的な意味での「会社」が設立された¹²。会社設立当初、それらは起業家によって管理されていた。典型的な例は、Henry Ford 社である¹³。1895年から1940年にかけて、米国製造業全体が「大同団結運動」を行い、大企業が自分の領域を占有するために、多くの中小製造業を統合した¹⁴。その結果、約2万社あった中小企業が157社の大企業になったため、会社に新しく専門的な役員を配置する需要が高まり始める¹⁵。新たな需要によって、会社の管理責任は「所有者」から「非所有者」へと転換していくが、この転換が、まさに役員報酬問題の「土台」を作ったと言われている¹⁶。役員報酬に関する問題は、役員が僅かの所有または所有権を全く有さない状態で会社運営を委託されるまで、出現することはなかった。そこで後に出現するのが「エージェンシー問題」である。エージェンシー問題の解決を目指し、1902年、Bethlehem Steel 社は最初にボーナス計画を導入した会社として、会長の Charles Schwab 及び彼の後継者であった Andrew Carnegie を激励するため、会社の純利益から、規定されたパーセンテージの金額を役員ボーナスとして与えた¹⁷。その後、ボーナス報酬の使用は徐々に普及し、1920年代までは、

¹² Carl T. Bogus, *Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy*, 41 *Buff. L. Rev.* at 1 (1993).

¹³ *Id.* at 9.

¹⁴ Harwell Wells, 'No Man can be Worth \$1,000,000 a Year': The Fight Over Executive Compensation in 1930s America, 44 *University of Richmond L. Rev.* 689, at 691 (2010).

¹⁵ *Id.* at 696.

¹⁶ *Id.* at 697.

¹⁷ *Id.* at 699.

一部のトップ役員に支給されたボーナスが株主の配当を上回っていた。それに伴い、米国で最も大きなタバコ企業である American Tobacco 社もボーナス制度を導入した。役員ボーナス報酬計画は、1920 年代に隆盛した¹⁸。資料によると、当時 64%の会社が、会社の業績と関連するボーナス報酬を採用しており、平均役員報酬の 42%がボーナス報酬によって構成されていた¹⁹。では、なぜボーナス計画が人気を得たのか。現在の視点から見て取れる明確な理由は、ボーナス計画が、インセンティブの授与をもって、役員と株主の利益を結びつけることを約束し、役員が株主利益を向上させる上での動機付けをした点にある。それゆえ、ボーナス計画は、所有と経営分離の広まりとともに支持を得ていった²⁰。役員ボーナス報酬計画が 1920 年代に隆盛した理由として取り立てて指摘すべきは、所有と経営の分離が進む中では、有能な人材を獲得する、さらに所有と経営の分離を促進しようとした点である²¹。

ボーナス計画の普及と共に、1930 年代に入ると、役員報酬はすでに株主利益最大化原則をかえりみなくなった、役員権力によって歪曲させられることが常であった。データによれば、当時、American Tobacco、Bethlehem Steel、National City Bank などの主要な会社の役員は、株主が配当を受けていないにもかかわらず、巨額なボーナスを受領していた。これらの会社のトップ役員が得ていた金額は、年間で 100 万ドル以上にもものぼる²²。そこで議会は罰則のある税法、1933 年証券法、1934 年証券取引所法などの様々な方法をもって役員報酬を制限しようとしていた。しかし、20 世紀初期においては、役員報酬が過剰であるか否かに関して評価する基準がまだ存在していなかった²³。

それまで、役員報酬に関する法規制がなかったため、実務に従って、企業各自の判断を以て報酬の支給が行われてきた。役員報酬を抑制する最も効果的な規制は 1933 年

¹⁸ Id.

¹⁹ John Calhoun Baker, *Executive Salaries and Bonus Plans*, at 155, Nabu Press (1938).

²⁰ Id. at 197.

²¹ Wells, *supra* note 14, at 701.

²² Id. at 689, 691.

²³ Id. at 707.

証券法と 1934 年証券取引所法における役員報酬開示規制である²⁴。これらの規制は、一方で、世論の批判 (Public outrage) を抑える側面があり、またもう一方では、ニュー・ディール (New Deal) 政策の一部として、一般大衆が大会社の運営に対して抱いていた強い不信感を解消し、米国経済を改善することが想定されていたという²⁵。

1930 年代末から第二次世界大戦後の期間では、役員報酬とそれに関する議論は一時行われなくなった²⁶。戦後になると、役員報酬は全体で 20% も下落した²⁷。1940 年代から 1960 年代まで、米国の多くの公開大会社の CEO の報酬が固定されていたが、この時代、CEO の平均年収²⁸は百万ドル²⁹であり、その状態は 1960 年代まで続く³⁰。多くの研究によれば、当時、役員報酬は会社の利益とは密接な関係を持っておらず、その会社の「規模」の拡大と関連していた³¹。1963 年、Oliver Williamson は、役員報酬の上昇は、管理者パワー (Managerial Power) の増大との関連性が強いことを強調した³²。当時は、税法や国民の監視によって報酬が過度に高額に上るのを未然に防ぐ試みがなされていたが、結果的には、役員が「基本報酬より透明性が低く、株主の承認も必要がなく、従業員の不満も招きにくい」給料以外の手当を自分に授与することとなった³³。

²⁴ Securities Act of 1933, ch. 38, 48 Stat. 74 (1938), (現行版は 15 U.S.C. §§ 77a-aa (2006)); Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, 48 Stat. 881 (1934), (現行版は 15 U.S.C. §§ 78a-nn (2006)).

²⁵ Thomas K. MacCraw, *Prophets of Regulation: Charles Francis Adams, Louis D. Brandeis, James M. Landis, and Alfred E. Kahn*, at 172, Belknap Press (1986).

²⁶ Carola Frydman & Raven E. Saks, *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective*, 23 *Rev. Fin. Stud.* 2099, at 2100 (2010). 戦後、役員報酬だけではなく、米国経済は全体的に落ち込んでいた。

²⁷ *Id.*

²⁸ S&P 500 指数による当時の売り上げ TOP50 公開会社の平均である。

²⁹ 正確に比較するため、全てのドルは 2000 年のドル値をとった。2000 年から 2016 年の間、米国経済は平均毎年 2.15% のインフレを経験してきたので、例えば、2000 年における 100 ドルは 2016 年においては 140.54 ドルである。換算は：<http://www.in2013dollars.com>。

³⁰ Carola Frydman & Dirk Jenter, *CEO Compensation*, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper 3277, at 38, table 2, STAN. Uni. (2010). <http://ssrn.com/abstract=1582232>.

³¹ Randall S. Thomas & Harwell Wells, *Executive Compensation in the Courts Board Capture, Optimal Contracting, and Officers' Fiduciary Duties*, 95 *Minn. L. Rev.* 846, at 858 (2011).

³² *Id.* at 859.

³³ *Id.*

1970年代に入ると、平均収入は全体で20%も増加し、120万ドルまでに達した³⁴。1980年代も引き続き上昇を続けた結果、180万ドルまで達し、70年代に比べて50%も増加した。全体から分析すると、まずCEOの報酬が、1940年代から1960年代までは全体的の伸びがなかった、1970年代から急激に増加していったことが目立つが、1980年代に入ってから、前年代と比べても、非常に大きな増加傾向を示していた³⁵。1982年のDow Jones Industrial Index株価指数は777であったが、その後の18年間で、15倍の上昇を見せ、2000年1月には11722まで上昇した。その値は1987年10月19日(Black Monday)に508ポイント下落したことを除いては、終始安定していた。エクイティ報酬の使用及び歴史的に上り調子であった市場は、CEOの報酬を以前からは想像できないほど増加させたと言えるだろう。

1.2 第二段階(1990年代から金融危機まで)

1980年から2003年までの間で、上位役員報酬は平均年6.8%の増加率で上昇していた³⁶。中でも、1980年代が5.6%の上昇率であったのに対して、1990年代は18.5%という非常に大きな上昇を見せたという³⁷。1990年代、長期インセンティブ報酬の重要性はますます高まっていった³⁸。1990年代初頭に、米国の多くの上場会社は報酬委員会を設置し、CEO等の報酬を決定、または報酬について取締役会に勧告する権限を持たせていた。Bebchuk & Friedは、1992年に開示要件³⁹を強化することが採択された後に、1990年代における報酬の増加が引き起こされたと主張している⁴⁰。また1993年から2003年では、S&P 500社における上位5位役員の報酬の合計は2900億ドルであり、それらの会社の当該期間内における純利益の約6%を占めていた。

³⁴ Frydman & Jenter, *supra* note 30, at 5.

³⁵ *Id.*

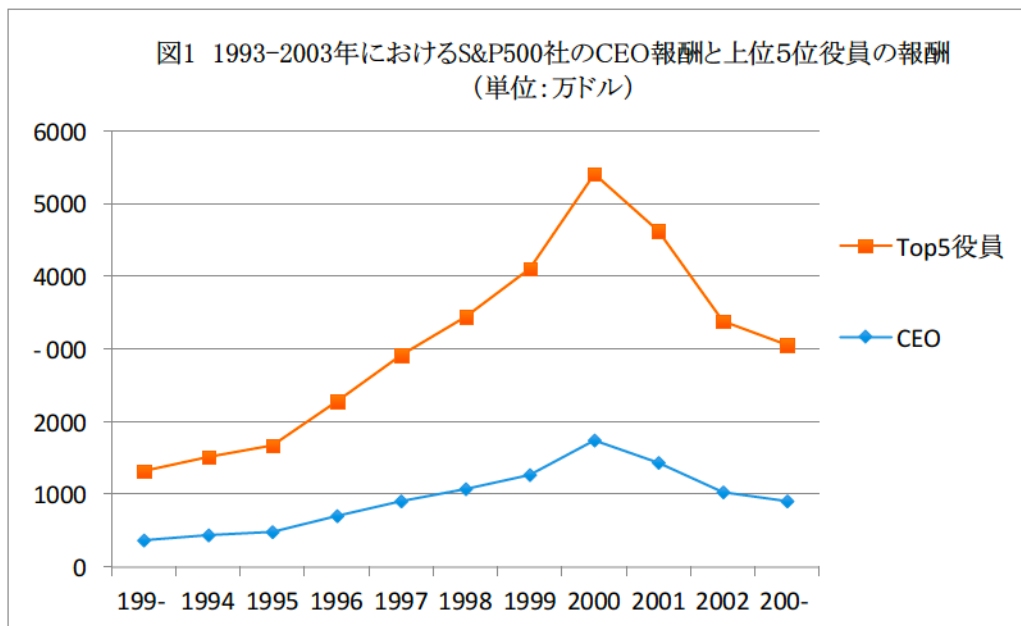
³⁶ Frydman & Saks, *supra* note 26, at 2100.

³⁷ *Id.* at 10.

³⁸ *Id.* at 17.

³⁹ 本論文第2章2を参照。

⁴⁰ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 73.



出典：Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, *The Growth of Executive Pay*, 21 *Oxford Rev. Econ. Pol.*, at 289 (2005). なお、金額は1993年から2003年までのS&P 500社におけるCEOの報酬と上位5位の役員報酬総額を示したものである。金額は2002年ドルに換算し、全ての報酬を含めている。

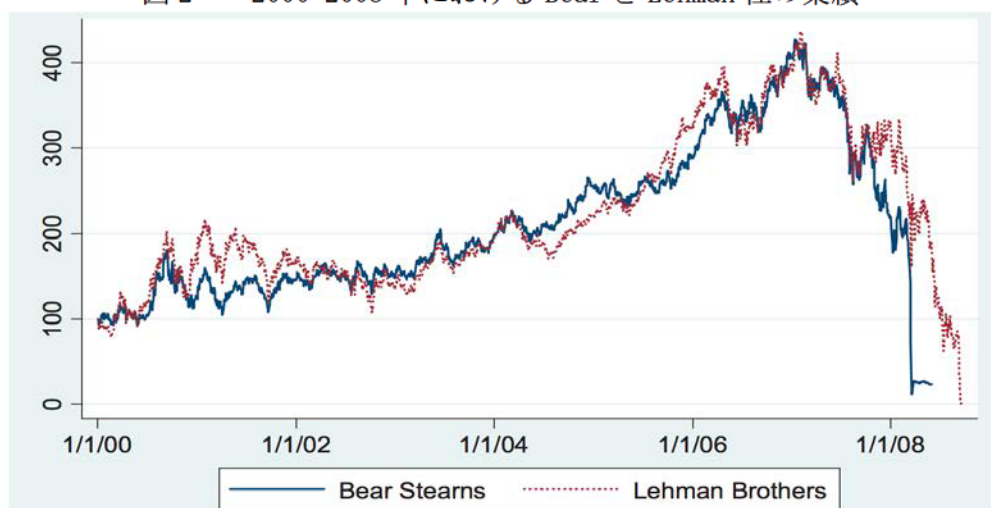
上記図1に示したように、2000年まで、CEOの報酬と上位5位役員報酬ともに増加し続け、2002年から2003年においてはわずかな低下が見られるが、当初と比べると、依然として高い数値を保っている。1990年代の経営者報酬は増加し続け、その主たる要因は、エクイティ報酬の普及だと指摘されている。そのような状況の中で、2000年代初頭にエンロン事件、ワールドコム事件等の企業不祥事が相次いだ。エクイティ報酬の増加により、経営者の関心は短期的な株価の上昇に集まり、最悪の場合、会社の業績を偽ることに行き着いた。これが一連の不祥事の一因と考えられている⁴¹。したがって、2002年に成立したSarbanes-Oxley Act（以下「SOX法」という）には、経営者報酬規制の強化策が定められた。

2005年から2006年にかけて、Lehman BrothersのCEO Richard Fuldの報酬は4.85億ドルであり、Wall Streetで最高額であった。そのトップ5の役員に目をやると、2000年から2007年において、平均して毎年10億ドルを超える報酬を受領していた換算になる。その後Lehman Brothersは倒産したが、役員報酬は返還されなかった。Henry Paulsonは、Goldman Sachs社のCEOとして、史上最も高額報酬を受け取った

⁴¹ John C. Coffee, Jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89 *Cornell L. Rev.* 269, at 276 (2003).

人物である。2006年5月に米国財務長官に任命される前に、Paulson氏は所有するすべてのGoldman社の株を市場で売却し、4.85億ドルを手にした。Countrywide社のCEOであったAngelo Moziloの2003年から2008年の報酬は4.7億ドルであった。この人物もまた、会社が倒産する12ヶ月前に、当時所有している1.4億ドルの株を売却した。取締役会、報酬委員会は、役員報酬に対して、最も責任を負う機関であると言われる。図2に見えるように、2000年から2007年までの間に両社の株価は4倍近くまで高騰したが、その後の15~21ヶ月で両者とも大きく下落し、Bear社はJP Morgan社に買収され、Lehman社は2008年9月に破産した。2000年から2008年にかけて、両社のトップ役員は自社株の売買によって、巨大な利益を得ており、これらに起因する収入は、彼らの報酬の重要な部分であった。

図2 2000~2008年におけるBearとLehman社の業績



出典：Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen & Holger Spamann, The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, 27 Yale Journal on Regulation, at 257 (2010). なお、図2の縦軸は株価(単位はドル)を示す。

Dominique Strauss-kahn(MIFのManaging Director)が「ある興味深い晩餐会に参加した。それは1年前(2008)にHank Paulsonが主催したものだった。参加者は米国の主要銀行のCEOと主要な役員であったが、興味深かったのは、彼らが言った「我々は皆欲深い、だからこそ一部分の責任を負わなければならない。」という発言だった。その後、彼らはある財務部長に向かって「もっと規制を強めるべきである。私たちは貪欲であり、それを避けることはできない。それを回避するための唯一の方法は規制

をさらに強めることに尽きる。」⁴²。ここからは、その時点においてすでに、彼らは自らが受け取っている膨大な報酬に対してある種の恐怖感を抱いていたことが見てとれ、さらには報酬に対する規制を欲していたことがわかる。

Martin Feldstein (Harvard 大学教授、世界における最も優秀な経済学者の一人) は、かつて米国大統領 Reagan の Chief 経済アドバイザーとして、Major Architect of Deregulation(1988～2009 年)を務め、また AIG と AIGFP 双方の取締役会メンバーとして、数百万ドルの報酬を受け取っていた。Merrill Lynch 社の CEO であった Stan O' Neal の、2006 年から 2007 年の報酬は 9 千万ドルであった。会社が破産後は、さらに退職金として 1.5 億ドルを受け取った。また、彼の後継者であった Joho Thain の 2007 年の報酬は 8.7 千万ドルであった。金融危機時の会社の巨大な損失について、会社が役員に過度なインセンティブを与えた結果とする見方は、今後のインセンティブの活用方法を向上させる方向で株主の発言権の強化などの提言をしている⁴³。

2 報酬増加の背景

戦後、報酬が急激に上昇してきた原因について、Bebchuk & Fried は、役員報酬の設定枠組みが不完全であった点を挙げている⁴⁴。CEO らが取締役会を支配し、役員報酬体制を統治し、自分自身には、元来「対等取引 (Arm's-Length)」交渉によって支払われる報酬よりもはるかに高額な基本給、ボーナス、給料以外の手当を支払っている⁴⁵。経済学者や法学者は、戦後、役員報酬が急速に増加している原因は以下四つであると指摘している。すなわち①経済の発展、②競争、③エージェンシー問題、そして④管理者パワーである。

⁴² 映画『インサイド・ジョブ 世界不況の知られざる真実(Insider Job)』(サブプライムローン問題に端を発したリーマン・ブラザーズの経営破綻とそれに続く世界規模での金融危機。本作は、世界中を巻き込んだこの金融機関の大暴走がいかにしてウォール街の中で引き起こされたのか、そのペテンとも思えるカラクリの実態を、金融業界の大物たちをはじめ、当事者たちのインタビューを通して明らかにしていく経済ドキュメンタリー)。

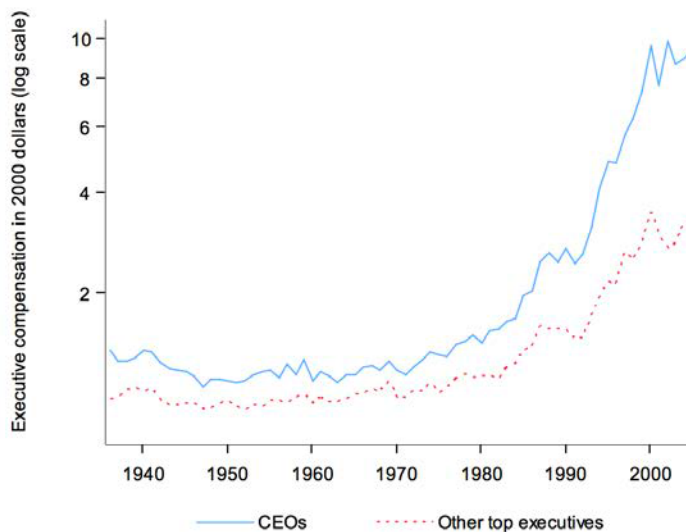
⁴³ Lucian Bebchuk & Alma Cohen & Holger Spamann, The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, 27 Yale Journal on Regulation 257, at 259 (2010).
<http://papers.ssrn.com/abstract=1513522>.

⁴⁴ Bebchuk & Fried, supra note 4, at 2.

⁴⁵ Id.

1990年代は、報酬が最も大きく増加した時代だと言われる。CEOの報酬の中央値は410万ドルであり、それまでに比べて125%上昇している。2000年に入った後、大きな増加は依然として続き、2000年から2005年までの間で、平均値は920万ドルまで増加し、1990年代の倍になった。2001年は710万ドルであり、2002年から2008年までは少し下落して600万ドルから700万ドルであった。その後の2010年から2011年までの間ではわずかの変動しか見られない⁴⁶。⁴⁷

図3 1936～2005年のCEO及びその他のTOP役員報酬の平均値

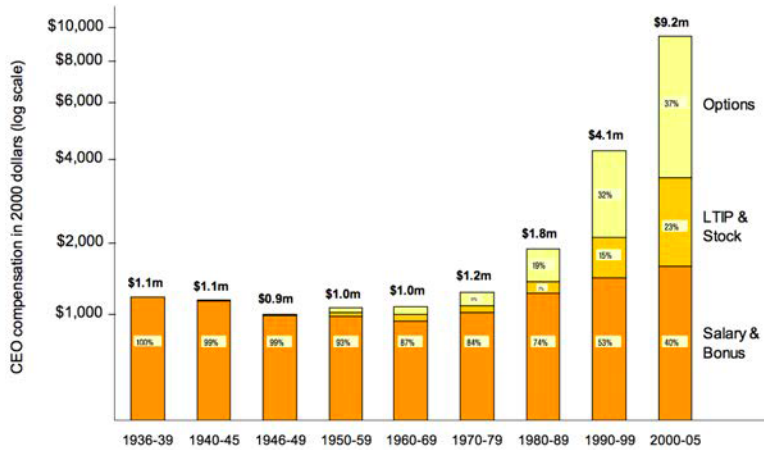


出典：Carola Frydman & Dirk Jenter, CEO Compensation, at 37, table 1, Working Paper 3277, Rock Center for Corporate Governance, STAN. University (2010). <http://ssrn.com/abstract=1582232>.

図4 1936年から2005年における最も大きな50社のCEO報酬の構造

⁴⁶ Frydman & Jenter, *supra* note 30; at 5.

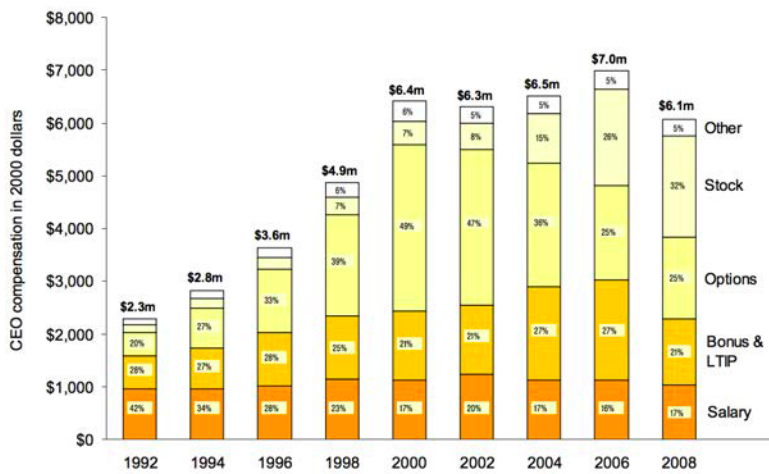
⁴⁷ 多くの論文や報道では、当時のドルで報酬を比較していたため、実際にはこれよりもずっと高い数値である可能性がある。



出典：Murphy Kevin J., 1999, Executive Compensation, In Handbook of Labor Economics, 3B, ed. O Ashenfelter, D Card, at 2485 (1999).

http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/ceopay_Murphy.pdf.

図5 1992～2008年におけるS&P500社のCEO報酬の内訳



出典：Carola Frydman & Dirk Jenter, CEO Compensation, at 39, Panel B, Working Paper 3277, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University (2010). <http://ssrn.com/abstract=1582232>.

2.1 経済の発展

なぜCEO報酬が1970年代から上昇し続け、その後の1980年代では加速増加し、1990年代にはさらに急激に増加したのか。そして、なぜ1970年代から突然に、CEO報

酬の構成に大きな変化が現れ、またなぜ取締役会が業績報酬の重要性を急に認識するに至ったのか。

これには、単純に役員報酬が上昇したのではなく、その時代における経済の急速な上昇とも少くない関連があることが考えられる。しかし、CEO 報酬が数十年間ではほぼ同じ平均値を示した後、1970 年代において、CEO 報酬が一般従業員と比較すると 25 対 1 であったのに対し、1980 年代になると一気に倍まで上昇し、その比率は 50 対 1 となった。1990 年には倍の 100 対 1 となった⁴⁸。2000 年に入ってからのも、ある統計によると、その平均値はついに 500 対 1 に達する⁴⁹。そして 2011 年、AFL-CIO(アメリカ労働総同盟)が公表した 2009 年の数値は 380 倍であった⁵⁰。

この観点に対して、Bebchuk & Grinstein は、報酬の急激な上昇を、単純に会社の規模、業績、業界の動向から解釈することは十分ではない「実際には、報酬と会社の属性との関係が著しく変化したのである」⁵¹と述べた。

また過度な役員報酬と金融危機の関係について、Geithner は「金融危機を惹起した原因はいろいろあろうが、その中でも、役員報酬は最も重要な原因である」⁵²と指摘し、Alan Blinder は「非効果的なインセンティブは、金融危機を引き起こす重要な原因の一つである」と述べた。一方、Michael Jensen は「Kevin Murphy と私は、商品販売と投資銀行の役員報酬計画において、金融危機の種を探し出すことはできなかった」⁵³とし、David Yermack は「近年における役員報酬に対する審査は、嫉妬や復讐の混合し

⁴⁸ Murphy Kevin J., Executive Compensation, In Handbook of Labor Economics, 3B ed. O Ashenfelter, D Card, at 2485 (1999). http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/ceopay_Murphy.pdf.

⁴⁹ Murphy Kevin J & Zábajník J, CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends, 94(2) The American Economic Review 192, at 193 (2004).

⁵⁰ Executive Pay watch: Trends in CEO Pay, AFL-CIO, [www.aflcio.org/ Corporate-Watch/ CEO-Pay-and-the-99/ Trends-in-CEO-Pay](http://www.aflcio.org/Corporate-Watch/CEO-Pay-and-the-99/Trends-in-CEO-Pay) (2012).

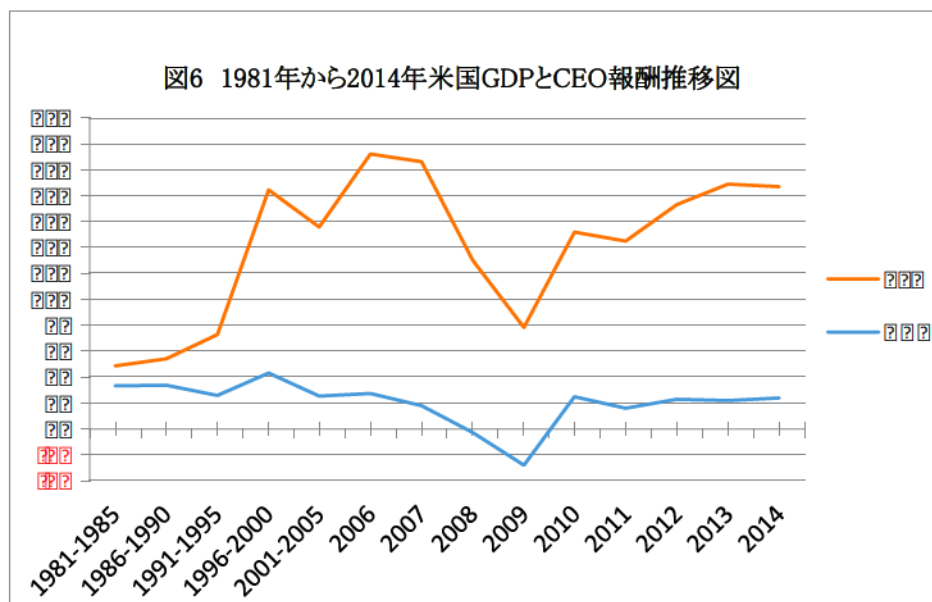
⁵¹ Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, The Growth of Executive Pay, 21 Oxford Rev. Econ. Pol 283, at 289 (2005).

⁵² Suzanne Garment, Populist Anger Is Hard to Contain, Wall St. J., Mar. 23 (2009). <http://online.wsj.com/article/SB123776419952308805.htm>.

⁵³ Michael C. Jensen et al., Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them, Harvard Business School NOM Research Paper No. 04-28 (2004). <http://ssrn.com/abstract=561305>.

たものとなってしまっており、それを支持する理論や事実が存在しないことは問題である」と強調した⁵⁴。

実際に、役員報酬とGDPの上昇とは如何なる関係にあるのか。1940年代から1969年の間を見ると、GDPの上昇は5%未満で、CEO報酬にはほぼ上昇が見られない。1970年代からはCEO報酬が上昇し始め、GDPの上昇率は3%である。図6からわかるように、1980年代、1990年代初期までCEO報酬の上昇とGDPの値はほぼ平行であった。それが1990年～2000年にかけて、GDPの発展と乖離し始めた。2000年から2009年の間、GDPの増加はわずか1.7%であったにもかかわらず、CEO報酬は依然急増を続けていた。2009年の金融危機で、CEO報酬はGDPの下降とともに、少し下落したが、2010～2014年まで、また徐々に上昇するようになった。前文に示したように、高額なCEO報酬は、経済の発展の結果でもなく、また経済の発展を促進したものでもないことがわかった。



出典：米国GDPデータはU.S. Department of Commerce's Bureau of Economic Analysis, www.bea.gov/national/index.htm#gdp から、CEO報酬データはEconomic Policy Institute(RPI) <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> からである。

⁵⁴ Wayne Guay, "Excessive" risk and executive incentives, Columbia Business School May 28, 2010. http://www8.gsb.columbia.edu/leadership/sites/leadership/files/Guay_May2010.pdf.

2.2 Lake Wobegon 効果 (Lake Wobegon Effect)

Lake Wobegon⁵⁵ 効果は、「自分は平均以上に属する」という意識を持つような、事実と矛盾するような状況をさす。すなわち、自らを過大評価しがちな傾向のこととも言え、自信過剰の現れでもあると考えられる。これを会社に置き換えて考えてみると、自社が平均値よりも低い CEO を雇用していることを認めたがる会社がないことを指すだろうか。そして事実、多くの会社は、自社の CEO らの報酬を競争会社における報酬の平均値またはそれよりも高く設定したがる傾向にある⁵⁶。Kim B. Clark は、報酬が増加し続けるプロセスについて以下のように述べた。すなわち、「コンサルタントの利用が Lake Wobegon 効果を生み出している。コンサルタントが提供する情報を鵜呑みにして、自社の CEO の報酬を決定している。コンサルタントが提供する情報が蔓延するとともに、歯止めが効かなくなり、CEO の報酬に深刻な歪みが生じる」⁵⁷。

報酬を下げられない理由として、例えば「ABC 社の報酬が増加したため、我々の会社も増加しないといけない」と感じるようになり、役員報酬は雪だるま式に毎年増加していくことがある。平均値より高くありたいと考える心情 (Self Enhancing Bias) が、役員報酬に対する市場の制約力を弱めていると言える。会社側に人材を見極める能力がないことを示している。

後述のように、公開開示規制による開示⁵⁸、報酬コンサルタントの雇用などによって、会社が自社 CEO の報酬を平均以上に保ちたいと願うことによって Lake Wobegon 効果が

⁵⁵ レーリー・ホーム・コンパニオンというラジオ番組に登場する架空の村のこと。あるいは小説「Lake Wobegon の人々」の舞台となっている村。その町に住む人々は「誰もが平均以上」の能力を持っていると思っている。

⁵⁶ Schaefer Scott & Hayes Rachel M., CEO Pay and the Lake Wobegon Effect, 94 Journal of Financial Economics 171, at 180 (2008). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966332>. ただし、Hayes 論文がゲーム理論を用いて、CEO 報酬が以下二つの状況のみ、Lake Wobegon 効果が生じると述べた。すなわち、① 会社経営者の能力がそれに相応する剰余金をもたらしたこと、② 会社が短期的利益しかみてない。

⁵⁷ Harvard Business School Dean Kim B. Clark, Prepared remarks, National Press Club, February 26, 2003.

⁵⁸ Alexandre Mas, Does Disclosure affect CEO Pay Setting? Evidence from the Passage of the 1934 Securities and Exchange Act, Princeton University, NBER Working Paper No.20558 (2016). Alexandre 教授は、報酬の透明性が予想せぬ結果として CEO 報酬を増加させたと述べている。
<https://www.princeton.edu/~amas/papers/CEODisclosureMandate.pdf>.

生じ、役員報酬が増加していくメカニズムが生み出されている⁵⁹。もっとも、報酬の透明性の向上が上位経営者の報酬を下げる効果があるとの見方もある。一方、民間の研究資料⁶⁰に目を向ければ、CEOらは自らに都合の良いように同業者との比較データを引用して、報酬を増加させる事例も見られる。

2.3 エージェンシー問題の解決

役員報酬における伝統的なエージェンシー理論⁶¹に従えば、会社の役員は株主の代理人として行動するという関係を指し、代理人（役員）は常に本人（株主）の最善の利益となるよう行動することを期待される。しかしその過程で、代理人である役員の利益が株主の利益と完全には一致せず、代理人である役員が株主にとって最善となる行動から逸脱することがあるかもしれない、これはエージェンシー問題と呼ばれる。本人は、代理人を自分の最善の利益のために働かせるために、一定のコストを投入しなければならない。また、リスクを嫌う役員に対しては、ストック・オプションが有効であると指摘した⁶²。このエージェンシー問題は、取締役会が役員を監視監督することによって対処されると考えられている。会社法の規定によれば、会社の経営による権限は、CEOをはじめとする役員に与えられているわけではない。むしろ、この権限は取締役会に与えられており、会社の経営は、取締役会の指揮に従って運営されると考えられている⁶³。伝統的に、役員報酬は、様々な株主を有する大会社におけるエージェンシー問題の解決方法と見なされる。Bebchuk & Friedは、役員報酬は単なるエー

⁵⁹ CEO報酬を議論する際に、Lake Wobegon効果を引用していた学者は、以下のようである。報酬評論家である Graef Crystal (Are CEOs worth their salaries?: 2002, The Washington Post. October 2)、ハーバード大学ビジネススクールの Kim Clark 教授(Clark, K. B.: 2003, Remarks before the National Press Club. February 26.)、SECのコーポレート・ファイナンス部門長 Alan Beller(Beller, A. L.: 2004, Remarks before conference of the NASPP, the Corporate Counsel and the Corporate Executive. October 20).

⁶⁰ Michael Faulkender & Jun Yang, Is Disclosure an Effective Cleansing Mechanism? The Dynamics of Compensation Peer Benchmarking. 26 Rev. Financ. Stud. 806 (2013).

⁶¹ 典型的な公開会社の分散した所有者「株主」は、役員を監視したり、指図したりすることはできない。そこでそのような会社における日々の管理を行う役員は、相当大きな裁量権を有している。このような状況においては、所有と経営は分離している。

⁶² Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, 3-4 Journal of Financial Economics 305 (1976). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043>

⁶³ Bebchuk & Fried, supra note 4, at 17.

ジェンシー問題の解決方法ではなく、その問題の一部でもあると述べ、エージェンシー問題が最適でない (suboptimal) 報酬制度をもたらすことを指摘している⁶⁴。

エージェンシー問題は、役員がどの程度努力するか、どれくらい多くの役得を費消するか、会社のためにどのような戦略的な事業上の選択をするかなどの事項に関わっており、多様な役員の実績に影響を与えることがある⁶⁵。そこで重要なのは、誰の利益が最も大事であるかである。業績報酬が役員とステークホルダーの利益を一致させる働きを果たすことによって、エージェンシーコストを減少させられると期待される。では、会社におけるステークホルダーとは従業員なのか、顧客、それとも供給者、あるいは業界自治体、国全体・・・なのか、という問いにぶつかるが、大多数が導き出す解は、株主である。社会全体の福利厚生からみると、必ずしも株主が最良な選択であると明らかにしているわけではない。株主は、短期的な利益を追求するために、周りの環境を犠牲にし、税金の納付を回避し、品質を低下させる、また生産を海外に移動させるなどの措置をとる可能性もある。株主の構成は多種多様であり、それぞれが求める利益も同様に多様であるため、取締役が如何様な報酬ルールを策定すればよいのかも問題になる⁶⁶。

2.4 管理者パワー (Managerial Power)

Bebchuk & Friedをはじめ、多くの学者が役員報酬に対して関心を持っている。代表的なのは⁶⁷と Bebchuk & Friedによる画期的著作『Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation』である。Bebchuk & Friedは、管理者パワーは、米国会社の役員報酬が株主の利益を犠牲した上で、役員に利益を与えていると主張する⁶⁸。管理者パワー理論に従えば、公開会社の取締役会がCEOなどのト

⁶⁴ Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, 17(3) Journal of Economic Perspectives 71 (2003).

⁶⁵ Id. at 72.

⁶⁶ Michael B. Dorff, Indispensable and Other Myths: Why the CEO Pay Experiment Failed and How to Fix It, at 21, University of California Press (2014).

⁶⁷ Lucian Bebchuk & Jesse Fried & David Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, 69 Chi. L. Rev. 751 (2002).

⁶⁸ Randall S. Thomas, Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven?, 57 Vand. L. Rev. 1171 (2003). Thomas論文では Board Capture theory ということが使われている。Bebchuk & Friedでは Managerial Power Perspective ということが使われている。実質的には同様な意味をする。

トップ役員に恩義を感じるのは、管理者が取締役選任プロセスをコントロールするという事実に基づく⁶⁹。管理者パワーと報酬に関する「偽装 (Camouflage)」は報酬実践における四つの問題を説明することができる。①パワーと報酬の関係、②報酬コンサルタントの利用、③内密の報酬、および、④役員退職時の巨額報酬⁷⁰である。Bebchuk & Fried は、現在の実務において、CEO は自分の報酬に対して事実上、影響力を行使することができる⁷¹と指摘している⁷¹。

取締役会と役員らは、報酬パッケージはより大きく、同時にリスクは最小限であることを望んでいる。管理者パワー理論においては、管理者が報酬の額を曖昧に公開し、実際よりも業績と連動しているように見せる報酬慣行の方が望ましく、その方が説明や弁護を行いやすいと述べている⁷²。事実、弱体化した取締役会と報酬委員会が、会社と役員が報酬を交渉する際に、会社の利益を守る手段はほとんどない⁷³。そのため報酬額が役員のパフォーマンスに十分に関連しているとは言えない⁷⁴。

Bebchuk & Fried は、管理者パワー理論が、CEO の報酬について以下二つの点を明示したことを指摘した。一つ目に、最適契約理論 (Optimal contracting theory) を支持する学者は、取締役会が役員から独立していたことを強調している⁷⁵。最適契約理論の観点においては、取締役会は株主の利益の為に行動し、コスト効率を上げるため、報酬パッケージを通じて、役員にインセンティブを与える。しかし、管理者パワー理論を支持する学者は、取締役らは会社の利益よりも自分自身の利益を優先し、取締役会の席を保持するために、会社の資金で CEO を買収すると結論づけている。二つ目に、現在の報酬規制には大きな欠陥が存在している。最適契約理論とは異なり、ストック・オプションやボーナスは業績連動の目的を達成できているとは言えない⁷⁶。

⁶⁹ Id. at 1174.

⁷⁰ Bebchuk & Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, supra note 64, at 74.

⁷¹ Id. at 75.

⁷² Bebchuk & Fried, supra note 4, at 67.

⁷³ Id. at 80.

⁷⁴ Id. at 9.

⁷⁵ Bebchuk & Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, supra note 64, at 73.

⁷⁶ Bebchuk & Fried, supra note 4, at 71.

管理者パワー理論によれば、CEOのリクルートにおいて報酬総額の条件または報酬とパフォーマンスを結び付ける条件の両方について、有効な手立てがない。そこで、株主の利益と取締役の利益を如何に均衡させるかが問題となる。以下の点が満たされていれば、株主の利益と取締役の利益は一致している。①取締役は、会社の利益の為に働いている事実によって、取締役の席を確保する。②取締役は、報酬パッケージによって株主の利益の為に行動する。③株主の利益の為に責任を負うことを恐れるのではなく、その実現のために努力する。④取締役の心理学は、彼らが会社の最善の利益の為に行動することを促進する⁷⁷。しかし、望ましい条件ではあるが、現実に満たされているのか否か明らかではない。

さらに問題となるのは、株主代表訴訟が提起された際に、役員報酬計画に対して裁判所が行う審査が非常に限定的であるという点である⁷⁸。すなわち、裁判所の役員報酬に対する判断は極めて不十分である。役員報酬の審査が請求される際、通常、手続き上の欠陥や注意義務違反がなければ、裁判所は経営判断に敬意を払うとの理由で審査を行わない。デラウェア州最高裁判所は、「役員報酬の規模と構造は、本来裁判所によって、大いに尊重されるべき判断の問題なのである」と判示した⁷⁹。つまり、役員報酬に関する問題は、経営判断の問題であるという解釈である。これに対しBebchuk & Friedは、裁判所は役員報酬に対して、そのように審査を制限する根拠を示せていないとした⁸⁰。

3 報酬パッケージの内容の変化

役員報酬レベルの変化を解釈するために、報酬の内容面での変化についても分析を行う必要がある。役員報酬の内容には、①基本給と現時点ボーナス、②長期ボーナス、③ストック・オプションなどが含まれる。70年前から現在に至るまで、内容の変化はほぼ見られないが、役員報酬パッケージにおける比率は大きく変化してきた。

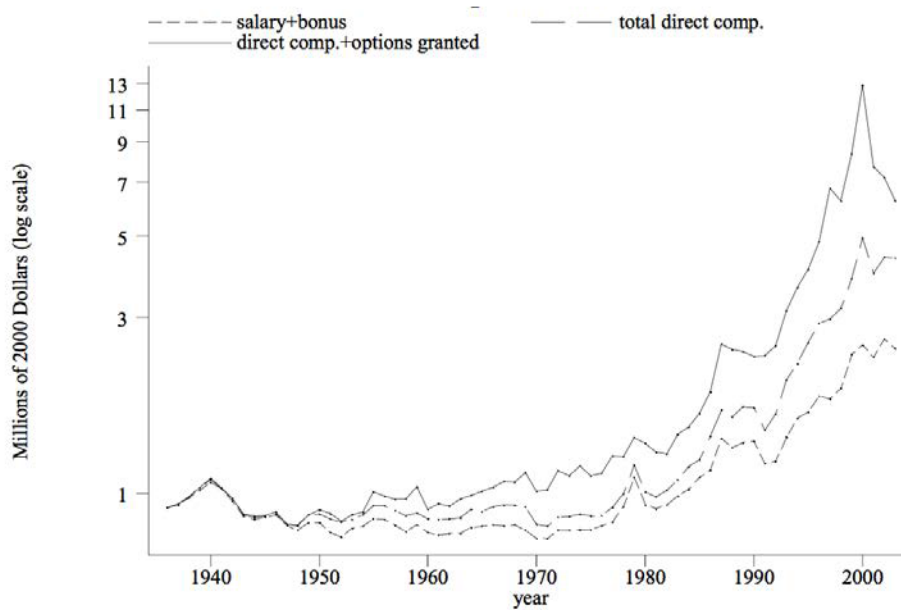
図7 役員報酬総額の構造の推移(1936~2003)

⁷⁷ Dorff, supra note 66, at 29.

⁷⁸ Bebchuk & Fried, supra note 4, at 45.

⁷⁹ Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

⁸⁰ Bebchuk & Fried, supra note 4, at 45-46.



出典：Carola Frydman & Raven E. Saks, *Historical Trends in Executive Compensation 1936-2003*, at 57.

http://inequality.stanford.edu/_media/pdf/Reference%20Media/Frydman%20and%20Saks_2005_Elites.pdf. 本データは1940、1960、1990年代において50大企業における最も報酬が高い上位3名の役員の報酬に基づいたものである。(上記「Total direct compensation」とは、基本給とボーナスと長期インセンティブ報酬の総額である。実線は報酬総額プラスBlack-Scholesモデルによって算出したオプション利益である。)

上図7で、長期インセンティブ報酬の使用は、1940年代の1%未満から1960年代の5%まで上昇し、2003年には25%まで増加している⁸¹。1990年代は報酬が大幅に増加した10年だったと言える。その主な原因としては、後に紹介する1990年代内国歳入法の改革がある。

米国において、役員報酬の上昇や、株をインセンティブ報酬として支払うようになったのはここ数十年の話である。1920年代まで、ヨーロッパではすでに出現していたと言われるが、当時の米国では、会社がインセンティブ報酬を使用することは稀であった⁸²。実際、インセンティブ報酬の使用は1920年代からにはあったが、世界大恐慌(1929年)によって一度その姿を消してしまった。それから月日が流れ、再びインセンティブ報酬が登場する最初の10年は、第二次世界大戦の終戦後、まもなくの頃である。ただその当時は、最も大きな公開会社の役員報酬にしても、以前と比べて上昇は

⁸¹ Id.

⁸² Id. at 59.

しておらず（インフレーションの影響）、またそれは基本給(Salary)と短期インセンティブボーナスによって構成されたものだった。

CEO 報酬パッケージにおけるインセンティブ報酬は依然極めて少ないままだった⁸³。実際には 1950 年以前、「ストック・オプション」が存在していなかった。1950 年歳入法において、初めて「制限付き (Restricted)」ストック・オプションを導入した。一部の会社が 1950 年代から、ストック・オプション⁸⁴を報酬として使い始めたが、多くの会社が導入するのは、1970 年代以降のことである。なお、1950 年代にはストック・オプション報酬は報酬パッケージのわずか一部分でしかなく、基本給と年度ボーナスが全体の 93%を占めていた。1960 年代になると 87%になり、報酬の急速な増加と業績連動報酬の多用は 1970 年代から 1980 年代までに集中していた⁸⁵。

2000 年頃になると、ストック・オプションは CEO 報酬の半分ほどを占めるようになる⁸⁶。2006 年 S&P 500 社の CEO 報酬パッケージの中でも、ストック・オプションが半分以上を占めているのが普通である⁸⁷。Bebchuk & Cohen らは Lehman Brothers と Bear Stearns の役員が金融危機の直前期に金銭報酬または株式ベース報酬の現金化により多額の収入を得ていたことを指摘した上で、短期的な会社の利益等の増加により役員が多額利益を受け取ることができるような報酬体系（すなわち、短期的なパフォーマンスに過度に着目した報酬体系）は、役員に過度なリスクテイクのインセンティブを与え得るものであることを強調している⁸⁸。その上で、エクイティ報酬は、会社のより長期的なパフォーマンスに連動した仕組みであるべきだと提言している。具体的には、①経営陣に付与したエクイティ報酬は現金化までの制限期間を設けること。②かかる個別の報酬に対する現金化の制約に加えて、すでに受領済みの株式ベース報酬全体についても現金化の制約（たとえば、受領した株式報酬について常に一定割合以上は保持し続けていなければならないなど）を課すこと、③役員がコントロール可能

⁸³ Frydman & Jenter, *supra* note 30, at 38, table 2.

⁸⁴ ここにいうストック・オプションは制限付き株式、その他の長期インセンティブプランを含む。

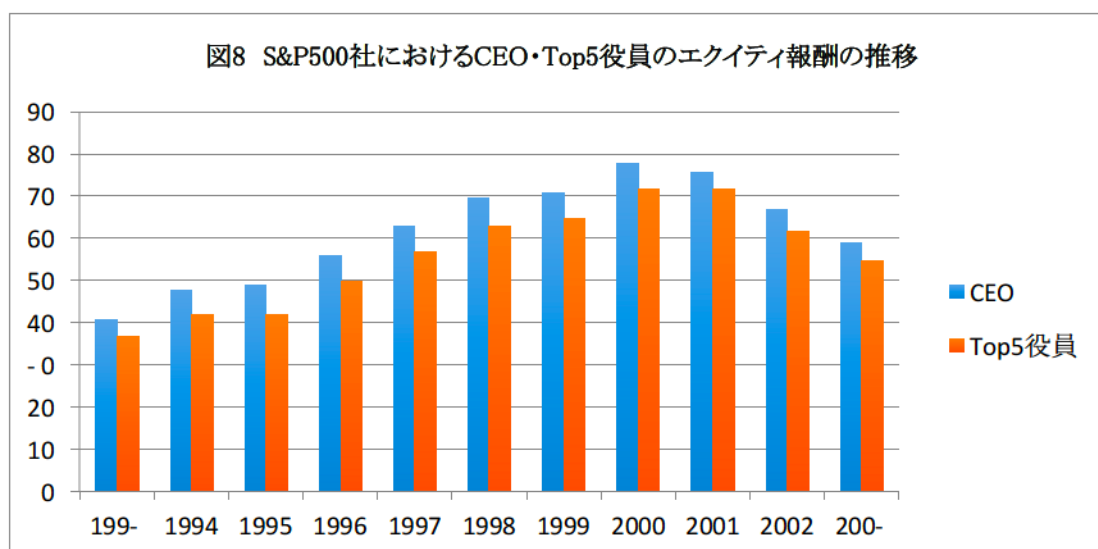
⁸⁵ Frydman & Jenter, *supra* note 30, at 38, table 2.

⁸⁶ *Id.* at 39, panel B.

⁸⁷ *Id.*

⁸⁸ Bebchuk & Cohen & Spamann, *supra* note 43, at 281.

な事象を株式報酬の現金化の条件とはしないこと、④株価等と報酬の連動性を弱める恐れのある、役員による会社の株式に関するデリバティブ取引やこれに対するヘッジ取引は禁止すること等を提言している⁸⁹。



出典：Lucian Bebchuk & Yaniv Grinstein, *The Growth of Executive Pay*, 21 *Oxford Rev. Econ. Pol.*, at 289 (2005). なお、CEO と上位 5 位の役員の報酬総額における株ベースの報酬の割合を示す表である。全ての金額は 2002 年ドルに換算された。

4 金融危機後

金融危機後、バブル崩壊の数年前から Bebchuk & Fried⁹⁰等がすでに当時の役員報酬プロセスにおいて重大な問題があると指摘していた。彼らの研究によると、Fannie Mae 社の CEO 報酬計画は、CEO がより高い報酬や退職金を得るため、そこに誤りがあるにもかかわらず、高い会社収益の報告書を提出することに動機を与えていた⁹¹。2000 年から 2008 年までの間、Bear Stearns と Lehman Brothers のトップ 5 の役員のキャッシュフローは、それぞれ 140 億ドルと 10 億ドルであった⁹²。

⁸⁹ Id.

⁹⁰ Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, 30 *J. Corp. L.* 807 (2005).

⁹¹ Id. at 807-808.

⁹² Bebchuk & Cohen & Spamann, *supra* note 43, at 256.

歴史的に見て、株主の役員報酬に関わる発言は多くない。ここに見られる大きな原因は、株主が会社の内部事情に関心を持っていないことである。一般的に、株主は、会社の経営に「合理的に無関心」と考えられている。なぜなら、多くの株主が会社のごく僅かな株しか有しておらず、経営効率の改善に努力したとしても、会社の経営活動になんらかの具体的な影響を与えることはできないからだ。加えて、そもそも会社の経営に努力するコストと、それによって得られる利益の相関性が低いことも関係している⁹³。それゆえ、株主は株を売却する選択をする、これはいわゆる Wall Street Rule⁹⁴に従った行動である。つまり、株主が役員報酬に対して不満を持っている場合、彼らには二つの道しか残されていない：株を売却するか、沈黙するかである。

金融危機の発生は 2008 年米国大統領選挙のまさに直前であった。オバマ大統領は Wall Street の強欲さと規制の欠如が原因であり、改革が急務であるとの見方を示した。また大統領に当選後、リスク規制、資本制限など、消費者金融保護エージェンシーの必要性について発言した。

金融危機後、役員報酬について、業績と連動していないこと、正しくないインセンティブ報酬（短期的な業績に連動したインセンティブ報酬）⁹⁵が支払われていたとの反省が多く提起された。そこで、コーポレート・ガバナンスについて四つの点で変更が行われた。①役員報酬における株主発言権（Say-on-Pay）について。株主は役員報酬に対して、意見を表明することができるようになった、②リスク・ガバナンス：会社リスクの管理、③持続可能性とステークホルダー：株主の利益のみに注目するのではなく、その他のステークホルダーの利益にも注意を払わなければならない、それまでは、利益最大化と株主の利益しか考えられていなかった。株主は短期的な利益にのみ干渉することも可能であるが、その他のステークホルダー（従業員など）は長期的な利益に関連している。取締役会は意思決定をする際に株主の利益のみならず、全てのステークホルダーの利益を配慮しなければならず、規制者は非財務的リスクに注目す

⁹³ Stephen Bainbridge M., *The new corporate governance in theory and practice*, at 56-57, OUP USA (2008).

⁹⁴ Wall Street Rule とは「投資先企業の経営に関して不満があれば、その企業の株式を売却することで不満は解消される」という考え方。

⁹⁵ 役員が短期インセンティブによって多くの報酬を取得し得ることは、彼らに望ましくないインセンティブを与えた。つまり、将来のある時点で会社の損失になりうる短期インセンティブ報酬である。

べきである。④取締役会メンバーが決議における Group Thinking。米国 SEC は、指名委員会が役員を選任する際に多様性について配慮しなければならない。

4.1 G20 (2009)

米国における報酬法規制改革は、G20 から大きな影響を受けた。2009 年の G20 サミットにおいて「過度な報酬を規制するために、共に国際的な規制を作り…」と様々な国のリーダーが提言した⁹⁶。金融安定理事会 (Financial Stability Board、以下「FSB」という) はグローバル金融システムにおける潜在的な問題を指摘する機関である。FSB は、「長期的なリスクに十分な配慮がされないまま、短期的利益が追求され、高額ボーナスが従業員に支払われたような現行の報酬制度に基づく歪んだインセンティブは国際金融システムを大きく脅かした。またそれは過剰なリスクテイクを増幅させ、リスク顕在時に発生する損失の吸収余力を乏しくした」と述べた⁹⁷。具体的な提言としては以下が見える：①役員ボーナスの 40% (CEO ボーナスの 60%) 以上に対して一定の年次制限によって繰延支払を採用すること；②繰延期間は 3 年以上に設定し、報酬の半分以上は制限付き株式とすること；③現金報酬に対して Clawbacks 条項を設定すること⁹⁸。

ほぼ同時に、以上の改革に対して、批判的な法律学者はそれと真っ向から対立する意見を提起した。つまり、報酬契約によって支払われたインセンティブ報酬が、金融危機の前の時期において、金融会社が過大なリスク負担を負うに至る上で重要な役割を果たした可能性を否定した⁹⁹。また、G20 において他の国はすでに銀行役員報酬をより強く規制していたにもかかわらず、米国当局は、銀行役員の報酬をより強く規制することに反対した¹⁰⁰。もっとも、これらの批判・反対にもかかわらず、2010 年 7 月、

⁹⁶ Tito Boeri & Claudio Lucifora & Kevin Murphy J, *Executive Remuneration and Employee Performance-Related Pay: A Transatlantic Perspective*, at 75, OUP (2013)

⁹⁷ Financial Stability Forum, *FSF Principles for Sound Compensation Practices* (April 2, 2009). FSB は、FSB 原則の公表後、2009 年 9 月に FSB 実施基準 (Financial Stability Boards “FSB Principles for Sound Compensation Practices Implementation Standards,” September 25, 2009) を公表し、報酬規制に関する具体的な数値基準等を示している。

⁹⁸ Id.

⁹⁹ Rudiger Fahlenbrach & Rene Stulz, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, Charles A. Dice Center Working Paper 2009-13 (2009).

¹⁰⁰ Boeri & Lucifora & Murphy, *supra* note 96, at 77.

EU 議会 (European Union) が連盟国の 27 カ国の銀行役員の報酬に対して制限を加える新たな法律を成立させた¹⁰¹。

2015 年 9 月に公表された「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」¹⁰²でも、新たに Say-on-Pay 制度に関する記述が加えられ、当該制度が果たす役割が重視されていることがわかる。

4.2 現在

過去 20 年の中で、驚くほどの企業不祥事によって、株主たちは重大な損失を被った。米国証券取引市場は 2001 年から 2008 年の間大きな損害を被った。金融危機の最大の原因として、報酬制度に基づき、金融機関の役職員が長期的な利益を顧みない短期的な利益追求を行ったことが指摘されている。株主の憤慨を受け、国会が SOX 法、ドッド=フランク法をはじめ、一連の新しいコーポレート・ガバナンスに関する法規制を制定した。SOX 法は、株主と管理者間の透明性と報告義務を向上させることによって、国民の上場会社に対する信頼を取り戻そうとしていた¹⁰³。ドッド=フランク法は、上場会社に対して、追加的な規制を課すことによって、役員報酬に関する規制とコーポレート・ガバナンス規制をより明確にすることを目指していた¹⁰⁴。しかし、法学者や経済学者は、SOX 法やドッド=フランク法がコーポレート・ガバナンスを向上させることと、会社管理者に有効なインセンティブの仕組みを構築することの両方に失敗したとの評価を下した¹⁰⁵。両法とも役員報酬計画におけるインセンティブ報酬のみを改革しようとし、固定給を広める結果を招き、それによって、株主に会社の経営者が信認義務に従って行動する上での保証を与えることに失敗したと主張する。

¹⁰¹ Basel Committee on Banking Supervision, Enhancements to the Basel II framework, at 25–27 (2009); G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (2008). <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>.

¹⁰² G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, September 2015. <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>

¹⁰³ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745.

¹⁰⁴ Hughes Hubbard & Reed LLP, SOX Redux: Corporate Governance And the Dodd-Frank Act (July 2010), http://www.hugheshubbard.com/PublicationDocuments/nusbacher_sox%20redux%20corporate%20governance_aug2010.pdf.

¹⁰⁵ Erica Beecher-Monas, Corporate Governance in the Wake of Enron: An Examination of the Audit Committee Solution to Corporate Fraud, 55 Admin. L. Rev. 357 (2003). SOX 法が、当時の法制度に対する変化はわずかであるのに対して、株主には高いコストを押し付けたと述べた。

2008年の金融危機を踏まえ、インセンティブに関するコーポレート・ガバナンスにおける議論は、会社管理者が如何に効率的に株主の利益のために働けるかを追求することを奨励している¹⁰⁶。また、Bear Stearns、Countrywide、Lehman Brothers 及び Bank of America、Citibank、AIG の会社の衰退がこれらの要請をより強くさせた。オバマ大統領は大統領就任スピーチにおいて、役員報酬について、「経済は甚だしく弱体化している。それは、一部の者たちが私腹を肥やし、自己の責任を果たさなかったためでもある」¹⁰⁷と述べた。一年後、彼の手によってドッド＝フランク案が法制化され、「全員に説明責任と信頼の責任がある」と言い、会社経営者も当然にその責任を負うと指摘された。

2010年ドッド＝フランク法が成立し、役員報酬に関する開示を強化する目的で役員報酬に対して厳しい規定が制定された。

2010年ドッド＝フランク法成立後、米国の役員報酬がいかに変化したか。現在米国役員報酬パッケージの内容は主に以下のようなものである。①基本給(Base Salary)：2014年 Wall Street Journal (WSJ) と Hay グループ CEO 報酬研究¹⁰⁸によれば、報酬パッケージの約14%である。②ボーナス (Bonuses)：年度ボーナスと短期インセンティブボーナスと合わせて約22%である。③長期インセンティブ報酬 (Long-term Incentive)：多くの場合はストック・オプション、制限付き株式単位 (Restricted stock units)、ファントム・ストック (Phantom stock)、株式評価益権 (Stock appreciation rights)を含む。インセンティブ報酬が報酬パッケージの約60%を占めている。④一般従業員と同じく、医療、保険、退職手当、障害手当まで拡張される。⑤役員に対して一般従業員には利用できない特典が支給されている。例えば、会社の航空機、高級クラブのメンバーシップ、好条件な利率による個人貸借などが利用されている。

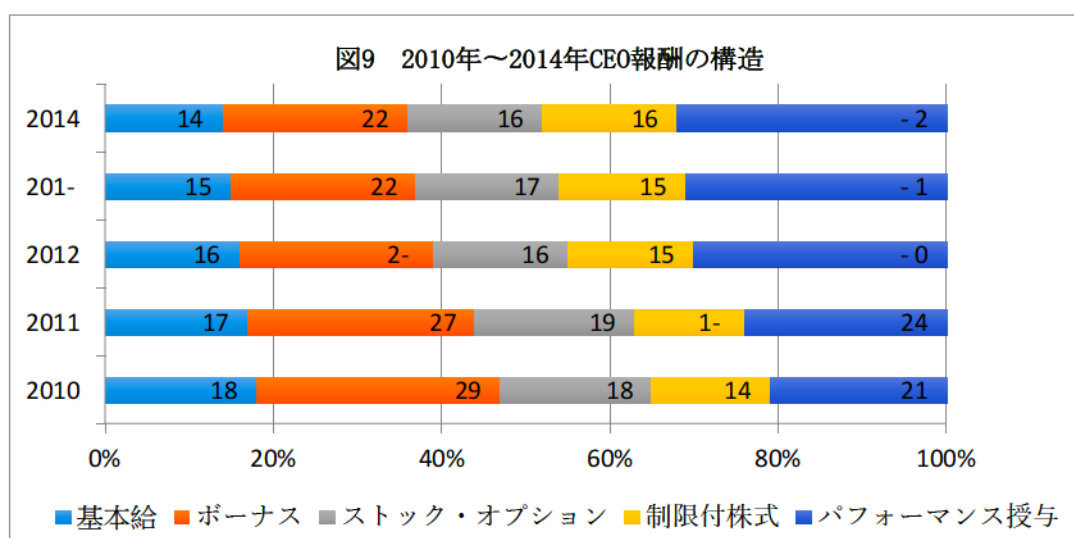
¹⁰⁶ Carl C. Icahn, The Economy Needs Corporate Governance Reform, Wall St. J., Jan. 23, 2009, at A13.

¹⁰⁷ Barack Obama's Inaugural Address, N.Y. TIMES, Jan. 20, 2009, www.nytimes.com/2009/01/20/us/politics/20text-obama.html.

¹⁰⁸ The Wall Street Journal / Hay Group 2014 CEO Compensation Survey, <http://www.haygroup.com/downloads/us/WSJ%20Hay%20Group%202014%20CEO%20compensation%20study.pdf>

2015年の研究¹⁰⁹によると、全体のCEO報酬は増加し続けており、それらは年金価値調整、株式に関する業績及び周囲（同業者）からの圧力などによって加速されたものである。また、2014年S&P 500社のCEO報酬総額の中央値は約1130万ドルであるのに対して、Russell 3000社の中央値は約390万ドルであった。これを前年度と比較すれば、双方ともに相当増加していることがわかる。Russell 3000社においては前年度より11.9%増加しており、2010年と比較して34.7%増加した。さらに、S&P 500社では、前年度比10.6%の増加を見せており、こちらも2010年と比べて20%増加している。

これらの数字を見る限り、ドッド=フランク法が役員報酬の増加を抑える効果があったといえない。



出典：データはThe Wall Street Journal / Hay Group 2014 CEO Compensation Surveyによる。
 (http://www.haygroup.com/downloads/us/WSJ%20Hay%20Group%202014%20CEO%20compensation%20study.pdf).

¹⁰⁹ Arthur J. Gallagher & Co., Key Findings from CEO and Executive Compensation Practices: 2015 Edition.

第二章 連邦法規制

米国においては、すべての州はその州で設立される会社に関する規制を定める制定法としての会社法を有している。会社法は、設立方法、資金調達及び法定資本規制、取締役の基本構成、株主の能力及び権利、並びにその他の多様な問題を扱う。すべての州はまた会社に適用される判例法を有する。裁判所は制定法を解釈するだけでなく重要な法原則を創り出す。連邦証券法も会社法の法源であり、その規制の多くは情報開示に関係しており、また会社の内部関係に影響を与えることを意図している¹¹⁰。会社の役員報酬に関しては連邦開示規制、SEC 規則、各取引所の上場規制、州会社法（判例法を含む）が規制している。本章では、連邦における役員報酬規制について検討する。

1930年代まで、役員ボーナス計画が会社に採用されているにもかかわらず、その基礎となる法規制は不明確であった。役員報酬については、株主の投票、決議又は付属定款(By-law)の定めによって決めることであった¹¹¹。研究によると、1929年、多くの公開会社が役員と株主の利益を一致するために役員に多額なボーナスを支給していたが、その中で大部分は法律又は公開監査の適用を免れていた¹¹²。1933年証券法と1934年証券取引所法における役員報酬に関する開示は最初の役員報酬情報開示規制であった。当時の内国歳入法の規定によれば、給与その他の人的な役務の対価として支払われる報酬について合理的(Reasonable)な金額を控除することができるとしていた¹¹³。

¹¹⁰ Arthur R. Pinto, Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law* (2nd), at 5, Matthew Bender & Company, Inc. (2004).

¹¹¹ Henry Winthrop Ballantine, *Ballantine on Corporations*, §127a, at 408 (1927).

¹¹² Harwell Wells, *U.S. Executive Compensation in Historical Perspective*, Temple University Legal Studies Research Paper 2011, at 2013 (2011).

¹¹³ Revenue Act of 1921, Pub. L. No. 67-98, § 234(a)(1), (6), 42 Stat. 227, at 254-55.

1 内国歳入法 162 条(m)

2003 年、SEC は一定の要件の下ストック・オプション制度に株主投票を要求する証券取引所上場規則の改正を承認した。実際にはその前段階においても、ストック・オプション報酬計画に対する株主の投票に関する規制が見える。1993 年以前、内国歳入法(Internal Revenue Code、以下「IRC」という) 162 条は従業員や役員に支給した合理的な報酬についてのみ損金算入を認める¹¹⁴。しかし、1993 年には高額な役員報酬に対する批判が高まり、役員報酬を制限する試みとして、162 条に(m)項が加えられた。当該条項には、役員報酬が 1 年間 100 万ドル以内の場合は会社の税金の控除を認めるが、それを越えた部分については、株主の承認を受けている業績ベースの報酬の場合であれば控除の対象とすると規定されている。本条項の適用条件として、①授与されるインセンティブ計画が株主によって承認されたこと、②個々の役員に対して授与するストック・オプションの最大数の制限を設けていること、③独立した報酬委員会によって授与されたこと、④授与されたストック・オプションの行使価格は授与日における会社の株価を下回らないことを満たさなければならない¹¹⁵。

その目的は、株主の承認を受けずにもらえる役員報酬の部分を減少させることと株主の承認のある業績連動報酬の使用を増加させることによって株主利益の保護にあると指摘されている¹¹⁶。当該条項が規定された結果、株主の報酬投票権についてたとえば会社法や証券法の規定がなくとも役員報酬の控除を維持しようとする取締役会はオプション計画に関する投票を株主に求めることがしばしば起こった。その結果、以下の状況を引き起こすに至った。①新しい控除基準として基本給が 100 万ドル以内であれば問題にならない。②役員報酬のうち業績に基づいたものと認められ、ストック・オプション授与が頻繁に使われるようになってきた。③ストック・オプションを授与することによって役員が長期的に会社の業績向上の視点を会社株価の上昇のみ関心を持つ短期的な視点へと方向転換させた¹¹⁷。

¹¹⁴ Internal Revenue Code, 26 U.S.C. § 162(a).

¹¹⁵ 26 U.S.C. §162(m).

¹¹⁶ Kobi Kastiel, IRS Releases Final Regulations Under Section 162(m), HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2015). <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/09/irs-releases-final-regulations-under-section-162m/#1b>.

¹¹⁷ Kathryn J. Kennedey, The Use of Federal Law to Curb Excessive Executive Compensation Lessons in Past Failures and Lessons for the Future, 57 Villa. L. Rev. 551 (2012).

IRCにおける役員報酬に関する規制は、役員報酬を抑制するためには失敗しただけではなく、逆に役員報酬を増大させた。目的と反した結果が生じたといわれている。

Bebchuk & Fried¹¹⁸は、本条項の目的はオプション報酬の利用を促進ことにあったという。実際には承認制度の意味がなくなっている。業績が上がったのではなく税金控除のため、役員たちに利用されていたのが事実であった。株主はオプション計画を否決することはできるが、そうする理由はほとんどなく、また可決をすれば、法人税を控除され、株主にとっては自らの利益になるため否決はやはりされない。多くの調査によれば株主は多くの場合、オプション計画に同意している。162条(m)に対するよい評価は少ないが、しかし報酬委員会で決定された役員報酬に対して株主の承認が初めて必要とされた点においては、現在のコーポレート・ガバナンスの考え方に通じるものがある¹¹⁹。

2015年3月31日、米国国税庁 (Internal Revenue Service(以下「IRS」という)が、IRC 162条(m)に関する現段階の最終的な改正案を公表した¹²⁰。IRSは、2011年初頭に本規制を提出した際に述べたように、これらの規制は162条(m)を改正したのでは決してなくむしろ目的は原条項をより明確にすることにあったと表明している¹²¹。そして現時点の最終段階の規制では162条(m)による税金控除の制限において以下二つの要件を明確にした。すなわち、①「一定の要件を満たした業績連動報酬」は例外的存在であるため、個々の役員に対して授与したストック・オプションまたは、ストック・アプリシエーション・ライト (Stock Appreciation Right, SARs) などのエクイティ報酬について制限が必要である；②新規上場企業によって確実に支払われた制限付き株式 (RSUs)、ファントム・ストック・プラン (Phantom stock) 計画は移行期間中の例外とする¹²²。

¹¹⁸ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 48.

¹¹⁹ Current Issues in Executive Compensation Symposium, 3 NYU Journal of Law and Business 519, at 530 (2007).

¹²⁰ Federal Register/Vol. 80, No. 61/Tuesday, March 31, 2015/Rules and Regulations, at 16971. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-03-31/pdf/2015-07386.pdf>.

¹²¹ Federal Register/Vol. 76, No. 122/Friday, June 24, 2011/Proposed Rules, at 37034. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-06-24/pdf/2011-15653.pdf>

¹²² Internal Revenue Code, §162.

2 開示規制

米国では企業の CEO 等に支払われる高額報酬に係る事象は世界恐慌の頃より社会的にも問題視されてきた。証券取引所に上場する公開会社に対しては、特に 90 年代初めごろより、SEC が主として情報開示の拡充によって当該問題の取り組みを強めている。情報の透明性は市場の秩序を維持し、詐欺などによる経済の混乱を事前に防止することができる¹²³。強制的な開示規制が直ちに役員報酬問題を解決する方策となりうるか否かが検討されねばならない。これについて、株主に状況を確認する権利を与えることは、過剰に支払われている(と株主が考える)役員報酬の問題を解決する最も望ましい道であると考え余地がある。なぜなら株主は、会社が「浪費」、「リスクな投資」をしていると判断すれば、取締役の選任を通して新たな役員を選任させ、または株式を売却するからである。株主が前述の行動をとることができるためには情報が開示されることが前提である。そのために SEC は定期的な報告や公開開示書類を通じて会社内部者と投資者との間の情報の非対称性を緩和させることを試みた¹²⁴。SEC が期待するところは会社により多くの情報を開示させることによって株主に対してより賢明な投資判断の実現を保証し、コーポレート・ガバナンスを促進させることである。これらの開示の中には役員報酬計画に関する情報も含まれている。理論的には株主に役員報酬に関する情報をより多く開示することによって、株主は役員報酬が過剰であるか否かを認識できる、役員報酬がエージェンシーコストを解消するための方策として最適かどうか、株主がチェックする機会が与えられることとなる。

2.1 開示規制の変遷

前章で述べたように 1930 年代以前、役員報酬に関する連邦法規制は存在しなかった。1920 年代に大部分の公開会社がブルースカイ法¹²⁵又はニューヨーク証券取引所(以下

¹²³ SEC は、1933 年証券法において、初めて役員報酬に関する開示を要求した。Leigh Johnson et al., *Preparing Proxy Statements Under the SEC's New Rules Regarding Executive and Director Compensation Disclosures*, 7 U.C. Davis. Bus. L. J. 373, at 376 (2007).

¹²⁴ Kathryn J. Kennedy, *Excessive Executive Compensation: Prior Federal Attempts to Curb Perceived Abuses*, 10 Hous. Bus. & Tax L.J. 196, at 236 (2010). 1933 年証券法制定後、SEC は「報酬決定手続きにおける明確な開示は、株主や取締役会(取締役ら)に役員報酬について明瞭かつ比較できる情報を提供することによって、意思決定の信頼性を向上させる」という制度設計を求めている。

¹²⁵ 不正証券取引取締法。各州が制定した証券関連法の総称。

「NYSE」という)上場規則に従って基本財務情報を開示するようになった¹²⁶。統一した連邦会計基準の欠如、ブルースカイ法における不均等な執行のため、投資家の考慮する情報は有限かつ断片的であった。そして、前述したように役員報酬に関する開示要請はほぼ存在しなかった¹²⁷。

役員報酬に対する特別な開示規制を規定する以前、会社開示に関する規定は1933年証券法のSchedule Aと1934年証券取引所法¹²⁸Section 12(b)の二つであった¹²⁹。33年法及び34年法で規制されている証券登録届出書において開示すべき内容を規定しているSchedule Aの14条は発行者が「前年度またその翌年において以下の者に支払った報酬又は支払う予定の報酬…(a)取締役もしくは取締役に等しい職を有する者、(b)役員(Officers)もしくは年間報酬が2万5000ドル以上のいかなる役職の者」を開示しなければならないと規定した¹³⁰。Schedule Aの24条は詳細なボーナス計画に関する開示を求めた¹³¹。1934年証券取引所法により国法証券取引所に上場している会社に対する報告要件が課せられ、その中、強制的な役員報酬に関する開示も含まれている。すなわち、報告会社が取締役、役員、証券引受人、年間報酬が2万ドル以上である役員以外の者に支払う報酬、ボーナス、利益供与計画を開示しなければならない¹³²。

その後、SECが役員報酬に関してより多くの開示内容が必要であると思に至り、1938年、初めて委任状説明書に関する役員報酬の開示規制を規定した¹³³。その後SECは叙述的な開示(Narrative Disclosure)で役員報酬のレベルを説明するかあるいは、これらのレベルを表形式な開示(tabular disclosure)で開示する、またはその両者

¹²⁶ Gregory A. Mark, *The Corporate Economy: Ideologies of Regulation and Antitrust, 1920–2000*, in 3 *The Cambridge History of Law in America* (Michael Grossberg & Christopher Tomlins eds) 613, at 623–24 (2008).

¹²⁷ Maccraw, *supra* note 25, at 167.

¹²⁸ 1934年証券取引所法が独立した管理機関 Securities and Exchange Commission (SEC)を設立した。

¹²⁹ Executive Compensation and Related Person Disclosure, 1933 Securities Act Release No. 8732A, 1934 Exchange Act Release No. 54302A, Investment Company Act Release No. 27444A, 71 Fed. Reg. 53,158 (Sept. 8, 2006) <http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732afr.pdf>. at 53, 160n.44.

¹³⁰ Securities Act of 1933 §77aa sched. A §14.

¹³¹ *Id.* §77aa, Sched. A § (24).

¹³² Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, tit. I, § 2, 4(a), 48 Stat. 881, 882 (1934)

¹³³ Executive Compensation and Related Person Disclosure, *supra* 129, at 53,160.

を併用して開示する旨を規定した¹³⁴。具体的には、1942年SECは初めての役員報酬開示に関する表形式を導入した¹³⁵。1950年に年金と報酬を分離する表形式の開示を導入し、1978年に表形式の開示を全ての報酬類型に拡張した¹³⁶。この時、拡張した規制は過度に複雑であったため、多くの解釈上の問題が生じたのもあり、SECは1983年に新規制を公表した¹³⁷。1983年規制は一定の表形式規制を要求しているが、そこで同時に叙述開示が求められた。過剰な役員報酬や報酬決定手続の透明性の欠如に対する批判に応じて、1992年SECは役員報酬開示に関する規制の改正を行った。1992年改正は会社間の年度報酬比較を促進する為に主要な叙述開示を廃棄し、形式的な表形式開示方法へ変更した¹³⁸。1992年の修正規定は余りに厳格で、役員報酬について複雑な開示を要求したため、当初期待した以上の開示効果をもたらすことができなかった¹³⁹。1992年の改正が2006年の改正の土台を作ったと評価されている¹⁴⁰。1992年の規制は、最初に Summary Compensation Table を導入し、提出会社に直近の財政年度と前2会計年度におけるCEO及びその他の報酬が上位4位の役員の報酬構成要素の開示を要求した¹⁴¹。Summary Compensation Table はいくつかの個別開示表によって構成された。すなわち、①前会計年度において役員に授与したストック・オプション、株式評価益権 (Stock Appreciation Rights) 及びその他の方法による賞与の情報に関する表；②前会計年度においてストック・オプション、Stock Appreciation rights 及びその他の方法による賞与の行使状況に関する表；③前会計年度において授与した長期インセンティブ報酬の状況に関する表；④過去10年の中、CEOに付与したストック・オプションまたは株式評価益権の履歴情報を示す表の開示を規定した。1992年の改正には、取締役報酬委員会報告書において、前会計年度における役員報酬に関する議論、特に

¹³⁴ Id.

¹³⁵ Id.

¹³⁶ Id.

¹³⁷ Disclosure of Executive Compensation, Securities Act Release No. 6486, Exchange Act Release No. 20,220, Investment Company Act Release No. 13,529, 48 Fed. Reg. 44,467 (Sept. 29, 1983).

¹³⁸ Mark A. Borges & American Bar Association Section of Business Law, Executive compensation disclosure rules: an update of SEC executive compensation disclosure rules (2008).

¹³⁹ Id.

¹⁴⁰ Id.

¹⁴¹ Former Item 402(b), (c), (d), (e).

CEO の報酬に関する議論の提出を要求した¹⁴²。SEC の統計によると 1993 年には 20%(約 1000 社)の報告提出会社が、委任状説明書において改正後の報酬情報を開示した¹⁴³。

2000 年以降、高額な役員報酬の正当性については頻りに議論されるようになった。世によく知られる Disney 事件においては元 CEO に対して支払われた 1 億 4000 万ドルの退職金の相当性が争われた。役員報酬の正当性を論じるにあたってはその適正な開示が大前提となるが、米国において役員報酬に関する開示規則は 1992 年を最後に、2006 年まで行われなかった¹⁴⁴。その間、米国におけるエクイティ報酬の割合は大幅に増加し、また社用ジェットの私的利用など「裏の報酬」的な利益付与の実態が明るみに出たが、旧規則の下での開示方法はこれらの変化に対応しておらず不十分であるとの指摘が多くなされた。そこで SEC は、投資家に対してより透明かつ幅広く会社報酬の実態に関連する情報を提供することを目的として、2006 年に役員報酬・関連当事者取引その他のコーポレート・ガバナンスに関連する事項の開示に関する改正を公表した¹⁴⁵。

2.2 Regulation S-K 402

2006 年、ストック・オプションの付与をめぐる不正が明るみになり、SOX 法による報酬規制もその効果が疑問とされ、再び高額報酬批判が強まった。開示に関しては主に二つの問題が存在する。①報酬に関わる十分な開示がなければ、役員報酬に対して株主の承認を要する制度が適切に機能をしない。②株主、メディア、社会的グループ、職業的グループが役員報酬の決定手続に関する基準を完全に知ることによって、取締役らまたは役員に対して「憤慨」¹⁴⁶が有益な影響を与える¹⁴⁷。

¹⁴² Former Item 402(k).

¹⁴³ Executive Compensation Disclosure; Security holder Lists and Mailing Requests, Release Nos. 33-7009, 34-32723 (Aug. 6, 1993), 58 Fed. Reg. 42,882(Aug. 12, 1993).

¹⁴⁴ 1995 年には、1992 年規制に対して若干改訂が行われた。

¹⁴⁵ <https://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8765.pdf>

¹⁴⁶ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 64-66. 「憤慨がかなりのコストを負わせる為には、関係する観察者のグループの間に憤慨が広く十分に行き渡らなければならないことは明白である。研究者やアービトラージャーといった小規模な集団が株主といった報酬スキームが実にひどいと認識するだけでは不十分である。市場のペナルティーや社会的なコストによって、役員や取締役は本質的な点で不利益となる影響を受けるために、その意見が自らにとって非常に重要となる社外のもの（すなわち、特定の機関投資家のグループ、商業メディア、そして取締役や役員が属する社会的グループや職業的グループ）が憤慨を共有しなければならない。」

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年改正後の)開示内容についてSECは問題があると考えていた。すなわち、改正前の開示様式が「形式化が強まった」ものであったことは評価できるが、同時に「その様式に形式的に当てはまる情報でなければ開示する義務はない」と解釈されたことがあった。また、個々の開示対象役員の報酬の総額はその開示が求められてきたが、開示の対象とはされていなかった¹⁴⁸。SECは、1992年改正によって作成された表を用いた開示方法を維持しつつ、文書による開示を併用する開示方法を採用することとなった。

SECは、直接には株主が役員を選任する際の参考資料になることを目的として、役員報酬に関する詳細な情報の開示を要求するのであるが、間接的に情報開示を通じて不当な役員報酬を制限することをねらった。

Regulation S-Kは、1933年証券法と1934年証券取引所法に基づく開示項目を統一的に規定するものであり、1982年に制定された規制である。そして報酬に関する開示規制は主にRegulation S-K項目402に基づく開示である。米国においては、1934年証券取引所法上の開示義務のある会社(上場会社等)についてはRegulation S-Kに基づき、委任状勧誘書類等において役員報酬に関する情報の開示が求められる。現在の米国の公開会社に関連する役員報酬開示規制では、登録届出書および年次報告書において①CEO、②CFO、③CEO・CFO以外の高額報酬を受けている役員(Executive Officers)三名及び、④仮に直近事業年度末の時点で役員であれば、上記③の開示対象となる者二名までが個別報酬の開示を強制される¹⁴⁹。ただし、外国企業の場合は本国で開示を義務付けられておらず、かつ実際に情報が開示されていない場合には役員の個別報酬を開示する義務を負わない¹⁵⁰。

SEC規則Regulation S-K項目402(以下「項目402」という)は、役員報酬の開示を定めている。規則では同一の会社における年度間の比較及び同一年度における会社間

¹⁴⁷ Sean M. Donahue, Executive Compensation: The New Executive Compensation Disclosure Rules Do Not Result in Complete Disclosure, 13 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 61, at 67 (2008).

¹⁴⁸ SEC Release No.33-8732A, supra note 129, at 17.

¹⁴⁹ Regulation S-K Item 402.

¹⁵⁰ Form 20-F Item 6 (6B) B.

の比較を容易にするため、表形式で定量的に開示する方法が取られている。開示が要求される事項は以下のとおりである¹⁵¹。

2.2.1 報酬に関する議論と分析の開示 (CD&A)

2006年の改正によって、項目 402(b)に加えた重要な規制、報酬パッケージの設計方針等に関する開示として、「報酬に関する議論と分析 (Compensation Discussion and Analysis)」以下「CD&A」という)が開示されねばならない¹⁵²。CD&Aは、報酬に関する方針、決定を概括し、特にこれらの方針、決定の前提となる重要な要素(たとえば報酬体系の目的、報酬の種類、各種報酬を支払う理由、各種報酬の金額の決定方法など)についての議論と分析を提供するものである。従来から記載が求められている「財務状況」及び経営結果に関する経営陣の議論と分析 (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation (MD&A))と同様の記載を報酬に関しても導入した形である。CD&Aは、SECに提出される開示書類の一部として34年法上の不実表示に関する責任、SOX法上のCEO及びCFOによる証明義務が及ぶ点で、従来に比べて記載に錯誤、遺漏があった場合の会社責任が重くなっている。

CD&Aは個別報酬の開示において提供された情報について、株主らがそれらの内容や意味するところを正確に理解できるようにするため、会社の報酬に関する方針や考え方やまた報酬決定手続を提供することを目的としている。このような視点から、CD&Aにおいては会社がかかる方針を採用した理由とともにその方針との関係で報酬パッケージが如何に構築されているかの説明が記載されることとなる。

2.2.2 表による開示

2006年改正以前から要求されていた一連の表に必要な応じて重要な要素についての説明を加えることが要求されている。

- 報酬要約表 (Summary compensation table) : CEO、CFO 及びその他の最も報酬額の高い3名の上級管理職に過去3年間で支払われた報酬の内訳(固定報酬額、賞与額、株式及びストック・オプションの公正価額等)を示した一覧表。

¹⁵¹ なお、時価総額 7500 万ドル以下の小規模会社 (Smaller Reporting Company) (詳細な定義については SEC Regulation S-K の項目 10(f)(1) (Item 10(f)(1)) 参照) においては、より簡易な開示が認められている。

¹⁵² 17 CFR 229.402(b)(1).

- 計画ベース報酬授与表 (Grants of plan-based awards table) : 最終事業年度の上級管理職に対するインセンティブ報酬制度に基づく報酬の内訳(支払日における推定価額、株式の公正価額等)を示した一覧表。
- 報酬要約表と計画に基づく報酬授与表を補足する文書による開示 (Narrative disclosure to summary compensation table and grants of plan-based awards table) : 上記 Summary compensation table 及び Grants of plan-based awards table において一覧表として記載された情報に関する書面の補足説明。
- 事業年度末における未行使エクイティ報酬表 (Outstanding equity awards at fiscal year-end table) : 最終事業年度末時における未行使オプション、未付与株式及び未付与株式報酬プランの各内訳(未付与株式の市場価額等)を示した一覧表。
- 退職後の報酬に関する開示 (Option exercises and stock vested table) : 最終事業年度における上級管理職によるストック・オプション、SAR 等の行使及び付与済株式(RS、RSU を含む)の各内訳(行使済オプションの実現価額等)を示した一覧表。
- 年金利益表 (Pension benefits) : 退職年金制度の内訳(加入期間、各制度下での報酬現在価値及び支払済価格等)を示した一覧表。
- 非適格繰延報酬表 (Nonqualified defined contribution and other nonqualified deferred compensation plans) : 非適格確定拠出年金又はその他の非適格繰延報酬の内訳(最終事業年度における拠出総計額、総利息・所得額、総分配額等)を示した一覧表。

2006年の改正により「報酬要約表」に総報酬増加率を新たな開示事項として加えられた。そして「年金利益表」、「非適格繰延報酬表」が新しく要求された。SECは、本開示規制が役員報酬を制限するのではなく、単に株主への開示を向上することを狙いとする旨を説明していた。

もっとも、SECの委員長のCamposの意見によれば、株主への開示を要求したのみならず、実質的には、報酬委員会が役員報酬に関する決定を行う際に詳細な情報に基づいた決定することが期待されている¹⁵³。

¹⁵³ supra note 121, at 533.

その後、ドッド=フランクス法 951 条の Say-on-Pay 規制¹⁵⁴は、34 年法 14A 条として導入された。Regulation S-K 項目 402 に規定されたように、株主に年度株主総会またはその他の株主総会において役員を選任するまたは役員報酬に関する開示に対して発言権を付与した¹⁵⁵。SEC は、953(a)条の Pay versus Performance と 953(b)条の Pay Ratio に関する開示規制は、株主が Say-on-Pay 権限を行使する際の重要な参考資料になると説明した¹⁵⁶。

2.3 報酬と業績の関連性(Pay versus Performance)

ドッド=フランクス法 953 条(a)が役員報酬と業績との関連性(Pay versus Performance)の開示を求めている。SEC は、本規制が、株主に提出者 (Registrant) の役員報酬と財務業績との関連性を判断する際の新しい基準を与えていると説明した¹⁵⁷。すなわち、役員報酬の透明性を高め、株主が役員を選任や報酬計画に投票する (Say-on-Pay)際の依拠情報をもっと与えることを目指している¹⁵⁸。CD&A においては「提出者の指名された役員 (Named Executive Office) の報酬に関するすべての情報」の開示が要求されたが、報酬と業績との具体的な関連性については規制されていなかった。

本規制は、会社が以下の情報を開示するように要求した。すなわち、①実際に NEOs (Nonemployee Executive Officers) に支払った報酬と登録者 (Registrant) 株主総利回り (Cumulative Total Shareholder Return, TSR)¹⁵⁹の関係と、②登録者の最近 5 会計年度の TSR と登録者が選択した同業者の TSR の関係性¹⁶⁰。

2015 年 4 月 29 日、SEC はドッド=フランクス法 953 条(a)に基づき、Regulation S-K402 に新しい(v)項 (34 年法 14(i)条)を「報酬対業績(Pay versus Performance)」

¹⁵⁴ 本章 3 を参照。

¹⁵⁵ Pay Versus Performance, SEC Release No. 34-74835; File No. S7-07-15 (April 29, 2015).

¹⁵⁶ Id. at 6.

¹⁵⁷ Id.

¹⁵⁸ Id.

¹⁵⁹ Regulation S-K 項目 201(e)に定義される。

¹⁶⁰ Supra note 155, at 9.

として追加すると発表した¹⁶¹。これは、役員報酬と会社の財務業績 (Financial Performance) との関連性を開示しなければならないことを要求した。本開示規制は委任状説明書または情報説明書を必要とし、役員報酬の開示が要求されている。

SEC は、報酬と業績の関連性の開示は、株主が Say-on-Pay 投票権を行使する際の参考資料となり、よりよい投票ができる他、取締役の選任に関する決定の有用な資料になると強調している¹⁶²。

2.4 報酬比率の開示 (Pay Ratio Disclosure Rule)

ドッド=フランク法953条(b)は、報告提出者が、年度報告書や委任状勧誘において①CEO(またそれと同等の地位にある者)を除いた総ての従業員の年次総報酬の中央値 (Median) と、②CEO(同上)の年次総報酬、③両者の比率を開示しなければならないと規定している¹⁶³。2015年8月5日、SECは彼らに年次報告書を提出する会社は一年に一度、CEOの報酬と同社の従業員の平均報酬の比率を公開することを義務づけ、ドッドフランク法953条(b)により、Regulation S-K 項目402条に(u)項を加えた¹⁶⁴。本規制は、2015年10月19日から効力が発生している。よって、会社は2017年1月1日またはその後の年度委任状説明書 (annual proxy statements) において報酬比率を公開することを義務付けられる。この情報は、証券法および証券取引所法に基づく規則S-Kに従い、非財務情報として開示される。本規制の目的の一つに、報酬増加の不均衡に関連するものがある。CEO報酬と一般従業員の報酬の比率が、1965年においては20:1であるのに対して、2014年においては差が303:1まで開いたのである¹⁶⁵。ある会社のCEOの報酬は一般従業員の400倍近くにもものぼる¹⁶⁶。こうした、これまでの報酬開示規制が期待した結果からの失敗を取り返すため、米国議会とSECは役員報酬に関する規制の改革をもう一度

¹⁶¹ Id. Regulation S-K の修正案とし、項目 402(v)として追加された。

<https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-74835.pdf>

¹⁶² Id. at 15.

¹⁶³ Pay Ratio Rule, 80 Fed. Reg. 50104, 50104 at 17 C.F.R. pts. 229, 240, 249. (Aug. 18, 2015)

¹⁶⁴ Pay Ratio Disclosure, SEC Release Nos. 33-9877; 34-75610; File No. S7-07-13 (Aug 5, 2015).

<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>.

¹⁶⁵ Lawrence Mishel & Alyssa Davis, Top CEOs Make 300 Times More than Typical Workers, Econ. Pol'y Inst. (June 21, 2015).

¹⁶⁶ Claire Zillman, This CEO has the highest pay compared to his workers, Fortune, (Aug. 6, 2015).

<http://fortune.com/2015/08/06/highest-ceo-worker-pay-ratio/>.

試みている。

報酬比率情報の開示によって、①株主が会社の価値を測ることができること、②役員報酬を減少させることができること、③Say-on-Pay 投票を促進することが期待されている。では、なぜ報酬比率に対する開示を強制したのか。SECによると、これらの開示規制の主要な目的は、役員報酬決定の透明性を高めるとともに 34 年法 14A 条 (Say-on-Pay) を行使する際に、役員報酬が合理であるか否かの判断情報を株主により多く与えるためである¹⁶⁷。株主は自社の比率と他社、業界、往年の比率と比較できることから、一定程度、株主利益の最大化に効果があると言える¹⁶⁸。さらに、報酬比率の開示は、社会意識の高い株主に倫理的な公平性を判断する際の資料となり、役員報酬が過剰であるか否かを決定する際に有益である¹⁶⁹。これらの情報は株主にとって理解しやすく、株主行動を促進することにもつながる。市場にいる投資家にとっては、会社の報酬比率から、会社に投資するか否かを判断する際の根拠にもなりうる¹⁷⁰。

しかし、本開示規制対象に、従業員の報酬を含めるべきか否かが問題となる。開示の対象は従業員全員の報酬と言われる。役員報酬の開示は困難ではないが、従業員の報酬に関しては公開会社では集中的な管理が行われていないため、中間的な従業員の報酬についての開示は困難であるとの批判もある¹⁷¹。公開会社においては、正規従業員だけではなく、非正規の従業員を多数を雇用している実態があり、そのため、全従業員の賃金を本社が把握することに実務上の困難が少なくないからである。

総じて、本規制の目的は株主により多く情報を与えることにより、会社の価値を評価し、勤勉な役員の報酬を改善し、最終的には過剰な役員報酬を制限していくことにある。

¹⁶⁷ <https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-74835.pdf>

¹⁶⁸ Kristopher Yingling, Pay Ratio Disclosure: Another Failed Attempt to Curtail Executive Compensation, 18 Penn. J. Bus. L. 203, at 208 (2015).

¹⁶⁹ Id. at 209.

¹⁷⁰ Id.

¹⁷¹ Ctr. on Exec. Comp., Comment Letter on Pay Ratio Disclosure 4 (Sept. 26, 2014), <http://www.sec.gov/comments/s7-07-13/s70713-1043.pdf>. SEC の規則によると、報告提出会社が合理的な概算と想定を使用することを可能としているが、その合理的な概算と予測については厳格である。

2.5 評価

SECによる本来開示の目的は、株主により詳細な情報を提供することによって、株主が積極的に株主権を行使することが期待されていた。しかし、多くの学者は以上の開示規制は本来期待された目的を果たしていないと評価している¹⁷²。株主は株主権を積極的に行使するにあたっては、たとえば州会社法上の権利行使に対して裁判所が必ずしも積極的に擁護するとは限らないことなど(この点は第3章で詳述する)、容易に解決し得ない障害が存在しているからである。

一方、実際には報酬問題をさらに悪化させているとの評価も見られる。それは、役員が同等の地位を有する他社の役員の報酬と比較を行い、自己の報酬が相対的に見て少ないことを知るきっかけにもなるからである。同時に、これをもって、自己の報酬の増加交渉を行うことももちろん可能となる¹⁷³。場合によるが、多くのCEOは自らが傑出した能力を有し、株主や会社の価値を高めるのに大きく貢献していることを理由に、その他のCEOと比べて自らの報酬に不満を抱くことが会社に良くないとされる¹⁷⁴。これらの観点から、他社の同じ地位を有する役員の報酬と著しく乖離していない限り、CEOの報酬は株主またはCEO自身にとっても問題ではない。しかし、Bebchuk & Friedによれば、取締役会が報酬コンサルタントを通じて市場調査によって決定した役員報酬について問題とする必要性がないと主張する見解に対して、この観点による市場結果を尊重することは、Arm's-length交渉によってなされたことが前提であると強調している¹⁷⁵。もっとも、開示を求める内容を減らすことは、直観的に不適切であり、現代資本規制の思想に反することになるという批判が予想される。これについて、Bebchuk & Friedは、開示を「万能薬」と主張していることの無益さを明らかにした。つまり、SECが開示規制を継続的に修正や増加することは、CEO報酬を減少させる役割において限界があることを示した¹⁷⁶。

¹⁷² Randall S. Thomas & Alan R. Palmiter & James F. Cotter, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, 97 *Cornell Law Review* 1213, at 1220 (2012).

¹⁷³ Yingling, *supra* note 168, at 219.

¹⁷⁴ *Id.*

¹⁷⁵ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 22.

¹⁷⁶ *Id.* at 68. (1992年の開示要件によって、役員報酬の総額と形態について、会社がそれらを曖昧なまま処理するという行為が終わりを迎えたわけでは決してなかった)

情報開示が期待された効果を発揮するか否かは、開示された情報を基礎に株主が権利行使を積極化するか否か、株主の権利が実際に実現されるか否か、あるいは、取締役会(報酬委員会)が株主の不満に対処して報酬を適切なレベルにとどめるよう機能するか否かなど、会社のガバナンスの実効性が問われるのである。ガバナンスの実効性については第3章の検討を経たのち、改めて論じることとする。

3 Say-on-Pay

Say-on-Payとは、企業経営者に支払われる報酬(PAY)について、株主が意見表明をする(SAY)制度である。2002年英国で初めて導入された制度であり、役員報酬における株主投票権制度とも言い換えられる。米国ではドッドフランク法第九編投資者の保護および証券規制の改善(Investor Protection and Securities Reform Act of 2010)のE節説明責任と経営者報酬(Accountability and Executive Compensation)の951条において規定され、その後1934年証券取引所法14A条になった。

株主が役員報酬に対して決定権限を有するシステムの出発点は「株主利益優先(shareholder primacy)」である。この考え方によれば会社の利益、株主の利益が優先されるべきであり、株主の利益を最大化することは会社自身の利益最大化と同等である¹⁷⁷。この考え方はエージェンシー理論をベースとしており、経営者(代理人)は株主(本人)に奉仕する存在である。所有と経営の分離が進むと共に株主は会社の所有者(Owners)でなくなり、ステークホルダーの一員となる¹⁷⁸。しかし、従業員や債権者と異なるのは株主は会社の残余財産を請求する権利を有していることである¹⁷⁹。また、株主の利益額は会社残余利益であるため、会社の利益最大化を実現するための会社行為に適切な自由裁量を役員に認められている。こうすることで株主が経営者の行動を監視し、いつでも経営者を解任することが可能となり、経営者はますます株主の利益のために行動することを余儀なくされる¹⁸⁰。

¹⁷⁷ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, at 36, Harvard University Press (1991).

¹⁷⁸ Id.

¹⁷⁹ Id. at 67.

¹⁸⁰ Id. at 68-69.

株主は、強力卓越したパフォーマンスの最大の利益を得る立場にある反面、業績不振や過度な報酬を支払った場合には最も損害を被る立場にある。それゆえ、株主が役員のパフォーマンスと報酬を監視することには強力なインセンティブがあり、不満があれば、投票によって報酬を減額するが、実際にはほとんどの株主が現在の役員報酬計画を支持している。2011年から2015年の5年間を通して、Russell 3000社の中で、全ての株主投票権のうち、役員報酬計画に反対したのはわずか3%に過ぎなかった¹⁸¹。加えて株主の反対が報酬計画に与える影響力は皆無に等しく、取締役会にはその反対を支持、ないしは応答する義務もない¹⁸²。報酬計画に対する株主の反対を取締役が反映させないことについて代表訴訟を提起しても株主の主張が認められることはほとんどなく、結果的に裁判所は反対投票が経営判断原則を破ることができないとの判断を下した¹⁸³。以上からわかるように、Say-on-Pay規制が実際にもたらした影響は当初の目的を達成できていないと言える。Say-on-Pay投票は会社のCEOと委任状に書かれたその他の4名役員の報酬のみを対象としている。

Bebchuk & Friedによれば、著名な芸能人やスポーツ選手などとともに高額な報酬を受け取っているが、それは彼らが雇用者とArm's Length契約した結果である。それと異なり、役員は自ら自分の報酬を決めるため、ここで承認が必要となる。結果的に、役員は株主の利益を最大化するために忠実義務を負っているにもかかわらず、役員報酬計画は役員に正しいインセンティブを与えることができず、さらには、株主との利益衝突を引き起こす場合もある。例えば、役員報酬に関する不祥事は、近年、役員報酬の急激な上昇を促しているだけでなく、会社の最良の業績の実現に対する奨励計画の足かせとなっているとさえ思われている¹⁸⁴。

Adolf Berle & Gardiner Meansは、取締役が役員報酬の交渉をする際に、株主の利益より役員利益の方を重視していると指摘した。以下の三つの状況において、株主と役員利益が衝突すると主張する：①経営者が任務を怠る(Shirk)。②経営者が、企業特殊人的資本に重大な分散不能な投資をし、結果的に、経営者はリスクに消極的な

¹⁸¹ Semler Brossy, Say on Pay reports and results (2015). <http://www.semmlerbrossy.com/wp-content/uploads/SBCG-2015-SOP-Report-2015-09-28.pdf>.

¹⁸² Dodd-Frank Act, §951(c), 15 U.S.C. §78n-1(c).

¹⁸³ Michael C. Holmes & Alithea Z. Sullivan, Say-on-Pay Lawsuits Losing Steam, Law360 (July 10, 2012), <http://www.law360.com/articles/355799/say-on-pay-lawsuits-losing-steam>.

¹⁸⁴ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 23.

姿勢をとる。③経営者の会社内で有する権限は任期限内に限られるが、株主が株主である限り、会社に対する権限は無期限である。その結果として、役員と株主がキャッシュフローを評価する際に考慮する期間に乖離が生じる¹⁸⁵。Adolf Berle & Gardiner Means の理論によれば、これらの相違は役員報酬を株主の利益と関連させることによって解決することができる¹⁸⁶。

一方、Bebchuk & Fried の理論によると、これら名目上独立した管理権限を有する取締役会構成員は追加的利益 (Rents) の役員報酬に同意する強いインセンティブを有する。結果、彼らが掲げる書名 (Pay without Performance) のように、役員に支払われている報酬の大部分は業績と連動していない。確かに、取締役は事実上、CEO によって選任されている。それによって、取締役が一度選任されれば、報酬やその他の強力なインセンティブを理由とした再選任への希望が生まれる。CEO は事実上の人事権を握っているため、取締役らは必然 CEO の利益と同じ側に立つこととなる。最後に、Bebchuk & Fried は、報酬パッケージに「賛成する (go along)」など強く刷り込まれた同僚性と団結性規範への従属に加えて、トップ経営者と親密なビジネス関係にある取締役は経営者に対してより忠実でかつ好意を持っているという¹⁸⁷。

Bainbridge はコーポレート・ガバナンスについて最も基本的な問題は報酬を「誰が決めるか」¹⁸⁸であると説く。多くの会社法が「取締役優位」制度を採用し、会社意思決定の権限が、取締役会または取締役会により選任され授権された経営者の有するところとなると規定している。これは、役員報酬に関しても例外ではない。それゆえ、H. R. 1257 法案が Say-on-Pay 規制はただの助言投票 (Advisory vote) であると強調している。しかし、制度的に、法的拘束力はないにもかかわらず、取締役の決定に積極的な影響を与えることが期待されていることは矛盾している。

¹⁸⁵ Stephen Bainbridge M., Is 'Say on Pay' Justified?, 32 Regulation 42, at 47 (2009). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1452761>

¹⁸⁶ Adolf Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, at 139-140, New York: Macmillan Company. <http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5120&context=ilj>

¹⁸⁷ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 61.

¹⁸⁸ Bainbridge, *supra* note 185, at 46.

3.1 制度の経緯

3.1.1 ドッド=フランク法前

ドッド=フランク法成立以前、米国の株主は SEC 株主提案権に関する規則 14a-8 によって、役員報酬に関して発言権を認められていた¹⁸⁹。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) に株主提案が記載されることによって行われる。また、委任状勧誘に関する規制は証券取引所法及びそれに関連する SEC 規則に定められている。SEC 規則 14-8(i) (7) は、会社の通常の事業活動に関する事項についての株主提案は会社が拒否することができるものと規定し、したがって、経営者報酬は通常の事業活動に関する限り、会社は当該提案を拒否できると解されてきた。

他方で、SEC は 1976 年にそれが重大な会社政策上の問題 (Substantial Policy Issues) に関わる場合にはたとえ通常の活動に関する事項であっても、会社はそのような事項を扱った株主提案を拒否できないという解釈を示していた¹⁹⁰。したがって、SEC はまず、ゴールデン・パラシュート¹⁹¹ (Golden Parachute, 以下「GP」という) 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 GP に関わる株主提案は拒否できないという見解を明らかにした。1992 年に役員報酬に対する世論の関心が強くなり、経営者報酬は会社政策上の重大な問題であるとの認識が広まっているとして、GP だけでなく役員報酬について、株主提案の対象となるとの見解が示された¹⁹²。2002 年 10 月、NYSE 及び NASDAQ 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、この新規則は翌年 6 月に SEC が承認した。この上場規則によりエクイティ報酬の付与及び重大な修正について、原則として株主の承認を得る必要が生じた。その改正前から、NYSE はエクイティ報酬に対して株主の承認を求めていた。ただし、そこでは広く例外が認められていた。改正後は、原則として、例外は認められず、エクイティ報酬は株主の承認が必要であるという取引所の姿勢は明らかとなった。ただし、株主の承認が必要な報酬形態はエ

¹⁸⁹ Thomas & Palmiter & Cotter, *supra* note 172, at 1213.

¹⁹⁰ SEC Release No.34-12999 (1976), 41 Fed. Reg. 52994, at 52998.

¹⁹¹ 企業が吸収合併される際に、買収される側の会社のトップ経営者が有利な（高額の）退職手当を受け取れることが、金のパラシュートによる落下を連想させることから。

¹⁹² Baltimore Gas & Electric Co., SEC No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. §76101, p.79213 (1992).

クイティ報酬であって、それ以外の形態の報酬は株主の承認を要しない。エクイティ報酬だけが規制対象になったのであり、その理由は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指摘されている¹⁹³。

1990年代、報酬制度を株主の投票にかけることによって、それに不満のある株主に発言する機会を与えるべきであるとの声が上がった¹⁹⁴。90年代中期、株主が、役員報酬に対する提案は、主に以下の7つであった。① 経営者または取締役委員会は、株主が要求する役員報酬の実施状況報告を提出する。② 報酬のレベルや実施に関する開示を向上させる。③ 特定の役員報酬につき、株主の同意を要する。④ 投資者の同意が必要でない役員報酬賞与金額の上限を設定する。⑤ 業績と報酬の関連性を強化する。⑥ 具体的な種類の報酬の使用を減少する。⑦ 年度役員報酬総額に関する制限。一般的には、これらの提案は、比較的に業績が良くないにも関わらず、役員に高額の報酬を支払っている会社に対してなされた¹⁹⁵。Thomas & Martinの研究結果によれば、それらの提案が高い支持を得られた結果として、その提案後2年間以内に役員報酬は著しく減少した¹⁹⁶。

2003年に、主な証券取引所はエクイティ報酬制度に関して株主の承認を得るよう登録会社に義務づける上場要件を採択した¹⁹⁷。このような上場要件を非常に重要な措置として歓迎する学説もあったが、これによっても役員報酬、あるいはひよっとするエクイティ報酬でさえ、株主の利益になるよう設計するのを確保できないとの学説もあった。広く周知された報酬制度に株主による投票を求めるなら、結果的に取締役会にかなりの裁量が残ることになる。特定の機能を有する報酬の合意に対する投票が有用であろう¹⁹⁸。

¹⁹³ New York Stock Exchange Listed Company Manual §303A.08.

¹⁹⁴ Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, *The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation*, 67 U. Cin. L. Rev. 1021, at 1046 (1999)。1994年の段階では、株主の支援による (shareholder-sponsored) 役員報酬に関する提案は、12.8%の賛成票しか得られなかったのである。

¹⁹⁵ Id. at 1073.

¹⁹⁶ Randall S. Thomas & Kenneth J. Martin, *Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?* 79 Wash. U. L.Q. 569, at 570 (2001).

¹⁹⁷ NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 303A; SEC Release No.34-48108 (2003)

¹⁹⁸ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at.197

米国における Say-on-Pay 制度は、リーマンショック前の 2006 年初頭に AFSCME (American Federation of State, County and Municipal Employees) が株主提案を通じて全米の企業に導入を促すべきことを提唱した制度であり、それは米国における最初の Say-on-Pay 規制であった¹⁹⁹。その時 AFSCME は、要求を受けた会社の取締役会が株主に対して、トップ取締役の報酬に関する拘束力のない投票権を与えることを推奨した²⁰⁰。続く 2008 年、ISS は、経営者は株主に、トップ役員報酬に対する無拘束力の投票権を与えるべきであると提言した²⁰¹。ISS が提示した五つの方針は以下のようである。①報酬と業績が比例すること、②pay for failure を避けること、③有能な報酬委員会を維持すること、④明確かつ広範囲の領域をカバーする報酬開示を提供すること、⑤非役員への不適切な報酬の支給を避けること、である。²⁰²

実は、2007 年以降、米国の公開会社の間で、この制度を導入すべきことを求める株主提案は急速に増加している。そして、そのため、2008 年の Aflac をはじめ(初めての Say-on-Pay 導入会社である)²⁰³、2009 年には Verizon Communications、Intel 社等、2010 年には Apple、Honeywell 社等で、それぞれ株主提案をきっかけに、または自主的に、この Say-on-Pay 制度が採用された。不良資産救済プログラム (Troubled Assets Relief Program、略称 TARP) による公的金融支援を受けた金融機関等は、2009 年米国復興再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009、略称 ARRA) により、同年 9 月に終了する事業年度から Say-on-Pay 制度を採用することを義務付けられている²⁰⁴。ARRA には、公開会社の役員報酬パッケージについて、英国で 2002 年に導入された Say-on-Pay 制度を参照しつつ、株主の投票を義務づける提案が

¹⁹⁹ Challie Dunn & Carol Bowie, Risk Metrics Grp., Evaluating U.S. Company Management Say on Pay Proposals: Four Steps for Investors, Shareholder Forum, 4 (Mar. 16, 2009), http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090316_RiskMetrics.pdf.

²⁰⁰ Id.

²⁰¹ ISS Governance Serves, 2008 U.S. Proxy Voting Guidelines Summary, at 40 (2007), <http://www.usbank.com/pcg/pdf/US2008SummaryGuidelines.pdf>. 2008 年までには、ISS の投票ガイドラインが Say-on-Pay については明確な立場を取らなかった。

²⁰² Id. at 35.

²⁰³ Claudia H. Deutsch, Aflac Investors Get a Say on Executive Pay, a First for a U.S. Company, N.Y. Times, May 6, 2008, at C3.

²⁰⁴ American Recovery and Reinvestment Act of 2009. <https://www.whitehouse.gov/blog/2009/02/14/a-major-milestone>.

盛り込まれた。財務省が2009年7月16日に連邦議会に送付した法案の素案（以下「原案」という）には、Say-on-Pay 制度に加え、ゴールデンパラシュート(Golden Parachute 以下「GP」という)に関する規制も含まれていた。このGP規則は、合併・買収などに際して役員に支払われるGPの委任状勧誘書類における開示、及び株主総会において当該GPを承認する非拘束的決議の実施を義務づける提案である。

2010年、TARPを借りた会社に対してSay-on-Payの導入が強制されることとなった際にISSはガイドラインのアプローチが変わって経営者が提案した(management-sponsored) Say-on-Pay計画に焦点を取り入れた²⁰⁵。ISS代理投票ガイドラインが投票原則(voting principles)を主張するのみならず、以下のような状況において、経営者のSay-on-Pay提案に対する反対投票を行うと呼びかけた。①CEO報酬と会社業績における不均衡；②問題のある報酬実践；③取締役の株主とのコミュニケーションの欠如とそれに対する反応²⁰⁶。

3.1.2 ドッド=フランク法

2010年7月に可決成立したドッド=フランク法によって、Say-on-Payが法定された。従来米国では個別報酬の詳細な開示はあったものの、株主の賛否を問われることはなく、報酬委員会の判断は受けたとしても経営者報酬に対する株主の関与は無かった。Say-on-Payはこのような状況を変えようとするものであった。

原案には、報酬委員会の独立性強化のための規制の導入が含まれていた。そのポイントは①SOX法における監査委員会構成員の独立性基準と同様に、報酬委員会構成員についても独立性基準を導入する、②報酬委員会が株主利益を保護する報酬パッケージを策定できるようにする観点から、報酬委員会に独自に報酬コンサルタント、顧問やアドバイザーを雇用する権限や資金を付与することを公開会社に義務付けていた、の2点である。

²⁰⁵ Thomas & Palmiter & Cotter, supra note 172, at 1223.

²⁰⁶ ISS Governance Serves, U.S. Proxy Voting Guidelines Concise Summary 11-12 (2010).
<http://www.westcore.com/Misc/-/media/Files/Westcore/2010%20US%20Policy%20Concise%20Summary%20Guidelinesrevised.ashx>.

さらに、ドッド=フランク法 951 条に基づいて SEC は 2011 年 1 月 25 日、株主による役員報酬の承認(Say-on-Pay)と GP に関する規則を採択した²⁰⁷。本規則は、1934 年証券取引所法 14A 条を修正し、①少なくとも 3 年ごとに株主総会で役員報酬に関する拘束力のない決議(Say-on-Pay)を行うこと、②少なくとも 6 年ごとに株主総会で Say-on-Pay の頻度(1 年に 1 回~3 年に 1 回)について拘束力のない決議を行うこと、③合併や重要な資産売却時等に係る GP について委任状等に開示し、拘束力のない決議を行うこと、④運用資産 1 億ドル以上の機関投資家が少なくとも年 1 回、①②について開示することを求めると規定する。また、小規模対象会社については SEC が①②の適用を除外することを認めている。なお、同条項およびこれに基づく SEC 規則は、法制定から 6 ヶ月後(2011 年 1 月)以降の最初の株主総会に係る委任状等から適用される²⁰⁸。

3.2 証券取引所法へ

具体的には、SEC の委任状勧誘規則(Proxy Solicitation Rules)により役員報酬の開示が義務付けられる委任状勧誘書類が使用される株主総会(年次総会またはその他の総会)のために委任状・同意・授権(Proxy or consent or authorization)について、少なくとも 3 年ごとに、開示される役員報酬を承認するために、株主の投票による別途の決議(Separate resolution)が義務づけられる(34 年法 H. R. 1257 法案(14A(a)(1))。また、少なくとも 6 年ごとに、当該決議の頻度(1 年、2 年、3 年ごと)を決定するために、当該株式会社において株主の投票による別途の決議が義務づけられる(14A(a)(2))。ドッド=フランク法成立日から 6 ヶ月末(2011 年 1 月)経過後、最初に開催される株主総会のための委任状・同意・授権については、役員報酬承認にかかる別途決議及びその頻度(1 年、2 年、3 年ごと)決定にかかる別途決議を含まなければならない(14A(a)(3))。

さらに重要なのは、Say-on-Pay 株主投票権は、発行者、もしくは発行者の取締役会に対して拘束力がない。かつ、以下のような解釈をしてはならない：①株主に変更権がある。②総会決議に従って、報酬を変更しないことが忠実義務違反になる。③従来

²⁰⁷ SEC, Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation, Release Nos. 33-9178; 34-63768; File No. S7-31-10, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>.

²⁰⁸ SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act, 2011-25(2011). <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>

認められてきた忠実義務違反に新たな忠実義務違反が追加された。④株主提案権を否定した(14A(c)参照)。²⁰⁹

3.3 評価

3.3.1 英国からの経験

多くの学者の議論は、英国上場会社における Say-on-Pay の実践に関連している。2002 年、英国は世界に先駆けて、役員報酬における株主投票に関する法律を導入した国であった。その規制は、英国における全ての上場会社が「取締役²¹⁰報酬報告 (Director's Remuneration Report)」を提出し、拘束力のない株主助言を入れることを要求した²¹¹。英国の Say-on-Pay は一般投資家や機関投資家の過度な役員報酬に対する懸念に対処するためである²¹²。2004 年には、豪州、ニュージーランドが Say-on-Pay を導入した。その後、ドイツ法は拘束力のある株主投票権、すなわち、単なる助言に止まらず、かつ、株主に回顧的な報酬報告を行うのではなく、報酬政策について株主が投票できる権限を導入した²¹³。ドイツの規制導入に伴い、スウェーデンとノルウェーが 2006 年、2007 年にそれぞれ役員報酬における拘束力のある株主投票権を導入した²¹⁴。

英国では、2013 年事業規制改革法(Enterprise and Regulatory Reform Act 2013)²¹⁵によって、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、株主総会の決議が強制された。すなわち、取締役報酬報告書の中で報酬方針を別途、丁寧に記載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)を英国会社法に挿入することを定めている。最初

²⁰⁹ Exchange Act of 1934 §14A(c).

²¹⁰ 英国では、「Director」というのは、役員と非役員取締役会メンバを含む。

²¹¹ Steven Deane, Say on Pay: Results from Overseas, Corp. Board, at 11,12 (2007).

²¹² Id.

²¹³ Regan Adamson & Daniel Lumm, Shareholder Democracy and the Say on Pay Movement: Progress, But How Do You Define Success? Wake Forest L. Rev. Working Paper Series, at 6 (2009).

²¹⁴ Id.

²¹⁵ Enterprise and Regulatory Reform Act 2013.
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/24/contents/enacted>.

英国における Say-on-Pay 規制も拘束的な規定ではなかったが²¹⁶、2013 年の改正により挿入された 439A 条により、報酬方針について、株主の承認が要求されることとなった。

米国では、ドッド=フランク法によって導入する前段階で、John Coates 教授が研究の結論として、英国の経験がポジティブな経験であると結論付けた。「異なる研究者が英国の Say-on-Pay 経験についていくつかの調査を行っていた…これらの調査によれば Say-on-Pay 規制は米国会社のコーポレート・ガバナンスに対して積極的な影響を与えることができる。両規制の環境は確かに異なっているが、目下の研究には米英の環境の相違によって英国において評価されたアイデアが米国で機能しない可能性を示す根拠はない²¹⁷。」Coates 論文では英国における Say-on-Pay 規制導入前後の状況を比較分析し、高額な報酬を支給している会社の株価に対する影響と、実際の投票結果を紹介している。Ferri & Maber の研究によれば、英国における Say-on-Pay 規制が、役員報酬と業績の関連性を向上させた²¹⁸。

3.3.2 学者の見解

20 年前から、米国公開会社の役員報酬について議論されている²¹⁹。ドッド=フランク法施行以前、学者たちは株主に役員報酬における助言的投票権を認めることによって、株主のコーポレート・ガバナンスにおける役割を変えると指摘した²²⁰。Say-on-Pay を支持する学者たちは、この制度から会社の透明性と説明責任の向上、およびそれによる大きな影響や社会の反応を引き出すことを期待していた。これらの支持者は、

²¹⁶ Ferri Fabrizio & Maber David A, Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK Review of Finance, at 6 (2011). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1420394>.

²¹⁷ Protecting Shareholders and Enhancing Public Confidence by Improving Corporate Governance: Hearing Before the Subcomm. on Sec., Ins., & Inv. of the S. Comm. on Banking, Hous., and Urban Affairs, 111th Cong. at 47 (2009). <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg55479/pdf/CHRG-111shrg55479.pdf>.

²¹⁸ Sudhakar Balachandran & Fabrizio Ferri & David Maber, Solving the Executive Compensation Problem Through Shareholder Votes? Evidence from the U.K, Columbia Business School working paper, Columbia University (2007). <http://www8.gsb.columbia.edu/programs/sites/programs/files/accounting/BALACHANDRAN.pdf>.

²¹⁹ Randall S. Thomas & Jennifer G. Hill etc., Research Handbook on Executive Pay, Edward Elgar Publishing (2012)

²²⁰ Thomas & Palmiter & Cotter, supra 172, at 1228.

本制度は、取締役が恐怖の心理を克服し、より株主の利益を保護するため CEO と報酬の交渉を行うことを促進することができるとの考えを示している²²¹。

Say-on-Pay は取締役が株主の意見に、可能な限り、少しでも慎重に対応することで、過度な役員報酬を例えその金額が大きくないにせよ、抑制することができるだろうとの予測を立てていた²²²。反対する学者²²³は、Say-on-Pay が「報酬の決定権力を取締役会から株主に移動させたのではなく、つまるところ、助言会社(報酬コンサルタント会社)に移動させたのだ」と主張した。Say-on-Pay に反対するその他の学者は、株主が役員を選任する時点で報酬に対する不満を表明することができるかと論じた。

株主が Say-on-Pay で反対した役員報酬に対しては、如何なる民事責任も規定されていないが、本規定は事前の信認義務法規制や取締役の役員報酬に対する責任を制度化するわけではない。代わりに、本規制は、公開会社における役員報酬の設定手続きに注目することによって、役員報酬を決定する際の経営判断原則の優位性を強化するのである²²⁴。そして、本規制は株主の決議に拘束力が伴わない状態をもたらし、株主訴訟において、この「別途の決議(Separate resolution)」の有効性を厳格に制限する規則を採用した²²⁵。

Say-on-Pay 制度は、当初期待されていたほど機能せず、投票は大目に見ても「助言」程度の機能しか果たさなかったと言われている²²⁶。なぜなら取締役会は株主からの多くの反対を無視することができるからだ。Say-on-Pay 制度は株主に CEO 報酬に関し

²²¹ Stephen Davis, Does 'Say on Pay' Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable (Millstein Ctr. for Corp. Governance & Performance, Yale Sch. of Mgmt., New Haven, C.T.), at 7-8 (2007).

²²² Lucian Bebchuk & Holger Spamann, Regulating Bankers' Pay, 98 Geo. L. J. 247, at 276 (2010) (TARP による救済会社における Say-on-Pay に対するコメントである).

²²³ Stephen Bainbridge M., The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank, 10 UCLA Sch. L. Law-Econ Research Paper at 4 (2010). <http://ssrn.com/abstract=1698898>.

²²⁴ Robert E. Scully Jr, Executive Compensation, the Business Judgment Rule, and the Dodd-Frank Act: Back to the Future for Private Litigation? The Federal Lawyer 36, at 38 (2011).

²²⁵ Id.

²²⁶ United States Securities and Exchange Commission, Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation, Release Nos. 33-9178; 34- 63768, Final Rule, 33- 9178, www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf.

て一定の影響を行使できることを想定していたが、実際にはほとんど全ての会社(98%)²²⁷の役員報酬は、株主による同意を得る前に決定してしまっていたのであった²²⁸。

Say-on-Pay が役員報酬を増加させたか否かについての議論は枚挙にいとまがないが、学者たちの議論も Say-on-Pay は報酬と業績の関連性を強化し、不適切な報酬の支払いを抑制することができるか否かというものとどまっている。Say-on-Pay が如何なる効果を生み出し得るのか、米国会社の役員報酬は問題であるか否か、また具体的にどのような問題であるかの回答は学説上では一致していない²²⁹。Say-on-Pay によって報酬と業績の関連性が強化されたという根拠も未だ見ない。2010年の法定化以来、既に6年目に入っているが、当初期待された役員報酬に対する大きな変革は果たせていないのが現状である。提案の当初から法学者は、Say-on-Pay が拘束力のある投票権にすべきであると評価している²³⁰。

米国では、もともと会社の内部事情を連邦法に依拠させる規制の是非についても相当な議論がなされている。Bainbridgeは、ドッド＝フランク法の前に米国憲法第10条修正²³¹を引き合いに出して議論し、「立法が連邦主義の基本原則をひっくり返すことによって、そもそもそこに存在しない問題を「解決」しようとしても、それは全く機能しないだろう。残念なことに、役員報酬に関する議論は階級闘争、または金融大衆主義とごっちゃになってしまっており、理性的な論証には耳を塞ぐという嘆かわしい

²²⁷ Emily Chasan, Say on Pay Changes Ways, The Wall Street Journal Feb 21, 2012.

Associated Press, Say on Pay: Shareholders Rarely Reject CEO Pay, The San Diego Union-Tribune (May 23, 2013).

²²⁸ Sam Liu, The Impact of the Dodd-Frank Act on Executive Compensation, (2012), <http://ssrn.com/abstract=1996257>.

²²⁹ Thomas & Palmiter & Cotter, *supra* 172, at 1226.

²³⁰ Michael B. Dorff, Confident Uncertainty, Excessive Compensation & the Obama Plan, 85 Ind. L. J. 491, at 552 (2010).

²³¹ 原文は“The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people.” United States Government Printing Office. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-CONAN-1992/pdf/GPO-CONAN-1992-10-11.pdf>. 「この憲法によって合衆国に委ねられておらず、またそれによって州に禁じられていない権限は、それぞれの州または人民に留保されている。」

現状となっている。」²³²と述べた。

4 Clawbacks

報酬がどの程度業績に連動しているかは、(相対的に見て)高いパフォーマンスのために、どれほど役員が報われるのかだけでなく、(相対的に見て)低いパフォーマンスに対してどれほどの「罰(則)」をかけるかも見なければならぬ。役員がその低パフォーマンスゆえに退職を求められたケースにおいて、取締役は巨額の根拠もない解雇手当を支払うことがしばしばある²³³。リーマンショック後の2009年、主要な金融会社において刑事事件によって起訴または逮捕される役員は一人もいなかった。同時に粉飾決算、証券詐欺によって刑事起訴される会社もなかった²³⁴。従って、当時金融危機時においても役員に支給した報酬を回収することは考えられていなかったのである。

2010年ドッド=フランク法において上記の開示条項や Say-on-Pay 投票権以外、各証券取引所が計算書類の訂正が必要となった場合に一定のインセンティブ報酬の返還(Clawbacks)²³⁵を求める旨の方針を採用するよう上場会社に求めるものとしている。2015年7月に34年法10D条として追加された。実はドッド=フランク法の前には、SOX法において多少違いのある返還規制もあった。では、本制度の経緯を検討してみる。

²³² Bainbridge, *supra* note 185. また、Stephen Bainbridge M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 *Minn L. Rev.* 1779, at 1789 (2011). 「SOX法とドッド=フランク法は、我々が、州よりも連邦をコーポレート・ガバナンスの主な監視官とするのがよいかどうかという規制問題を再び前面に出した。そうであれば、我々はそれらの法規が十分に州法規制を取り換えるまでではないのだろうと批判すべきである。そうでなければ、勿論、我々は、彼らがコーポレート・ガバナンス法規制を連邦化する最新の動向を代表していることを批判すべきである。」

²³³ Joann S. Lublin, *As Their Companies Crumbled, Some CEOs Got Big-Money Payouts*, *Wall Street Journal*, February 26 (2002) B1.

²³⁴ Lehman Brothers の CEO が報酬について国会において尋問された。Lehman Brothers chief executive grilled by Congress over compensation, <https://www.theguardian.com/business/2008/oct/06/creditrunch.lehmanbrothers>.

²³⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). § 954.

4.1 制度の経緯

1990年代末から2000年代における財務報告に関する不正への目覚めとして多くの会社が自主的に回収規制（Clawbacks）を導入した。Clawbacksとは、会社が財務報告において不正を発見した場合に虚偽記載の存在する財務報告に従って、役員に付与したインセンティブ報酬を回収する規制である。報酬回収に関する初めての法規制は2002年のSarbanes-Oxley Actである。これはその後Troubled Asset Relief Program of 2008（TARP）とEmergency Economic Stabilization Act（EESA）にも採用された。TARPとEESAではさらに厳格な規制が施行され、報酬回収が行われる範囲を、報酬の最も高いトップ20の役員まで拡張し、かつ役員による不正行為に関する証明責任項目を排除した²³⁶。最も厳しい規制は2010年7月21日に成立したDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（以下「ドッド＝フランク法」という）である。

Clawbacks規制の実施により役員の一定期間内のインセンティブ報酬に対して、その期間内の業績が芳しくなかった場合、当該報酬の取得を防止することができるようになった。

4.1.1 SOX法304条

SOX法には、ドッド＝フランク法954条の要件の前身と見られる条項が盛り込まれていた。SOX法304条に基づき、SECは、CEO又はCFOに対して以下を対象会社に返還することを義務付ける法的手続きを提起することができる²³⁷。①財務諸表が修正再表示（Restatement）された場合に、当該財務諸表公表後の12ヶ月間において、対象会社からかかる者が受領した全ての賞与又はその他のインセンティブ報酬、もしくは株式報酬；②当該12ヶ月間に対象会社の有価証券の売却により実現した全ての利益（この条項は、修正再表示が不正行為の結果として生じた財務報告要件の重大な不履行に起因する場合にのみ適用される）。SOX法304条は、CEO又はCFOが誤表示の原因となった不正行為に個人的に関与した場合にのみ適用されるのか否かについて、明確には規定していない。2011年にアリゾナ連邦裁判所において判断されたSEC対

²³⁶ Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA) Section 111(b)(3)(B)； 31 C.F.R. § 30.8 (2008).

²³⁷ Sarbanes-Oxley Act of 2002, §304.

Jenkins²³⁸事件において、裁判所は CEO 又は CFO が個人的には有罪でなくとも CEO 又は CFO からの Clawbacks が生じることがあるという SEC の方針に同意している。また多くの米国企業が、304 条の要件よりもさらに踏み込んだ企業独自のインセンティブ報酬 Clawbacks 規制を採用している。これらは一部アクティビスト株主からの圧力に反応したものである。こうした方針は、企業によってその適用程度が異なっている。

4.1.2 SOX 法における Clawbacks の限界

2007 年、SEC が 304 条を初めて実際に行使して以来全体のわずか 31%にあたる 20 社の役員が報酬を返還した。リーマンショック後の 2009 年、SEC は 10 社の合計 18 人の役員報酬を没収した。

しかし、第一に、304 条に規定された回収条件は「不正行為が存在した」ことである。それに対して次のような批判がある。まず、実際には不正行為がなかったとしても株主の損害があるとの批判がある²³⁹。特に、不正行為のあるなしにかかわらず過度な報酬は投資者の価値を移転し業績連動報酬を損なうからである。SOX 法はこれらの問題を緩和することができなかった²⁴⁰。第二に、SEC のみが 304 条をもって提訴することができることとなる。しかし、2009 年米国控訴裁判所 (Court of Appeals) 第 9 巡回裁判所 (Ninth Circuit) は、「304 条違反に関する私的な訴因はない」と判断した²⁴¹。過去の数年間において、SEC が 304 条を適用したのもごくわずかな事例にすぎない²⁴²。その後²⁴³、ドッド=フランク法が制定された。

²³⁸ SEC v. Jenkins, No. CV 09-1510, United States District Court District of Arizona (2011)

²³⁹ Jesse Fried & Nitzan Shilon, Excess-Pay Clawbacks, 36 Journal of Corporation Law 722, at 731 (2011).

²⁴⁰ Id.

²⁴¹ In re Digimarc Corporation Derivative Litigation, United States Court of Appeals, Ninth Circuit. No. 06-35838. December 11, 2008. <http://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1208219.html>

²⁴² Rachael E. Schwartz, The Clawback Provisions of Sarbanes–Oxley: An Underutilized Incentive to Keep the Corporate House Clean, 64 Bus. Law. 1, at 2 (2009). (2009 年までに、SEC が回収条項を 2 回しか使用しなかったと示した)。二つ最近の事件としては、SEC v. Jenkins, 718 F. Supp. 2d 1070, 1073 (D. Ariz. 2010) と SEC v. O’Dell, No. 1:10-CV-00909 (D.D.C. June 2, 2010) がある。二つの事件とも、発行者は不法行為があるが、被告は不法行為がないと判断した。

²⁴³ 2009 年 ARRA においては、TARP 救済支援を受けている会社（金融会社のみならず）に対して、Clawback 条項が、報酬上位 20 名の従業員まで適用されると規定されていた。SEC. 7001, § 111(b)(3)(B) (amending 12 U.S.C. §5221(b)(3)(B)).

4.1.3 ドッド=フランク法の規定

2010年7月21日、Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (以下「ドッド=フランク法」という)が法制化され、SECが全米の上場会社に対して報酬 Clawbacks を置くことを義務付けた。つまり、SECに提出した財務報告において虚偽が見つかった場合役員からその報酬を回収する権限を与えた。回収に関するドッド=フランク法 954 条の規定は比較的簡潔である。954 条の冒頭で、SECは「国法証券取引所及び国法証券業協会に対して本条の要件を遵守しない対象会社のいかなる有価証券の上場も禁止するよう、規則によって命ずるものとする」としている。すなわち、ニューヨーク証券取引所及びナスダックをはじめとする米国の国法証券取引所に有価証券が上場されている全ての対象会社に対して、Clawbacks 規制が強制されることとなる。

954 条に従って回収される報酬は、①虚偽のあるデータに基づき、②会計修正が要求されてから遡って3年以内に給与され、③データに従って結果的に超過して支払われた報酬を回収する。

4.1.4 1934年証券取引所法 10D 条

2015年7月1日、ドッド=フランク法 954 条が施行される運びとなり、954 条は1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934, 以下1934年法という) 10D 条として追加された。また、全国の証券取引所は以下の発行者に対して、本規制を採用すべきであると規定した。ドッド=フランク法の施行に関するプランの概要を示している SEC のウェブサイトでは、SECが2011年8月から12月までの間にドッド=フランク法 954 条を施行するための規則を提案することが示唆されている。ここでは、全ての国家レベルの証券取引所で上場される会社が規制対象となる。さらに、証券取引所法 6 条に規定された以下の会社が全て規制対象となる。①外国民間発行者、②新興企業発行者、③小企業発行者、④被支配会社(子会社)発行者、⑤債権や非株式発行者。また、以下の状況は本規則案から除外される。過去の3会計年度内でインセンティブ報酬を一人の役員にも付与したことがない登録投資会社、もしくは上場してから3年以下の会社である。公表された規制は SEC が規則を以って追加的に詳細の発行者を免除することを強調している。

発行者がいつまでに Clawbacks に応じなければならないか。SECによる上場基準に定めた規則に従わなければならない。これらの上場基準は SEC 規則が連邦公報で公表

した後の90日以内に公表し、1年以内に実施すべきであると規定されている。一旦上場基準が実施されれば、発行者が60日以内SEC規則10D-1による回復政策を採用し、有効日後に関連するSEC規則に要求された開示を提供しなければならない。発行者が回復政策を採用する場合、SEC規則10D-1の実施日後に終了する全ての会計期間に関して提出された財務報告記載の目標の達成に基づく全ての報酬に適用される。例としては、たとえば規則10D-1が2015年11月30日に決定され、上場規則が決定かつ実施するのが2016年3月1日とすれば、発行者が2016年4月30日以前に回復政策を採用しなければならない。その上、規制10D-1は当該ボーナスより先に決着したので、2015年12月31日に終了するパフォーマンスボーナスは本修正に該当する。

4.2 ドッド=フランク法954条とSOX法304条の比較

SOX法304条の要件に比べて、ドッド=フランク法954条の要件は多くの点において、より厳格である。特に、以下の五点が挙げられる。第一に、ドッド=フランク法は会社に過度に支払った報酬を回収するよう要求しているのに対して、SOX法では、SECのみが回収する権限を有している。第二に、SOX法ではClawbacksを発動させるのは会計報告において役員「不正行為」がある場合に限られるが、ドッド=フランク法は不正行為が生じたかどうかにかかわらず、その回収を義務付ける。第三に、SOX法が全てのインセンティブ報酬を回収するのに対し、ドッド=フランク法では過度なインセンティブ報酬のみが回収対象となることが挙げられる。第四に、SOX法の回収期間が12ヶ月であるのに対してドッド=フランク法は3年間である。第五に、SOX法はCEO、CFOの報酬にのみ適用されるが、ドッド=フランク法は現職又は元役員にもその適用範囲が拡大されている。

健全なClawbacksを規定することにより株主にとって以下のような利点がある。①過度な報酬によって、事後的に発生した株主利益が役員に帰するケースを減少させる。②役員報酬と役員業績との関連性を向上させることができる。③役員が報酬と関連して会社の利益などを操作しようとするインセンティブを低下させる²⁴⁴。

²⁴⁴ Fried & Shilon, *supra* note 239, at 746.

4.3 ドッド=フランク法の問題点

しかし、ドッド=フランク法における Clawbacks 規制においても、いくつかの問題点が存在しているといわれる。

- ① 役員 の 定義 を 明確 に する。954 条 に 基づ く Clawbacks 規 制 は、「 役員 (Executive Officers) に 適 用 さ れ る が、こ の 用 語 は 明 確 に 定 義 さ れ て い な い。34 年 法 に 基 づ く 規 則 3b-7 で は 以 下 の よ う に 定 義 さ れ て い る。「 役 員 」 と は、社 長、登 録 会 社 の 主 要 な 事 業 単 位、部 門 又 は 機 能 (販 売、管 理 又 は 財 務 な ど) を 担 当 す る 副 社 長、政 策 決 定 機 能 を 遂 行 す る そ の 他 の 役 員 又 は 登 録 会 社 の た め に 同 様 の 政 策 決 定 機 能 を 遂 行 す る そ の 他 全 て の 者 を 意 味 す る。SEC は 規 則 3b-7 の 定 義 を さ ら に 明 確 に す る 必 要 が あ る だ ろ う。
- ② 回 収 す べ き イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 の 定 義。Clawbacks 規 制 は、「 イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 」 の み に 適 用 さ れ る。SEC の 規 制 で は、既 に 米 国 対 象 会 社 に 関 す る 委 任 状 説 明 書 (Proxy Statement) の 開 示 要 件 と の 関 連 で イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 を 定 義 し て い る。第 954 条 の 文 言 で は、Clawbacks 規 制 は 証 券 諸 法 に 基 づ き 報 告 さ れ る べ き 財 務 情 報 に 基 づ く イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 に の み 適 用 さ れ る べ き で あ る こ と を 強 く 示 唆 し て い る。
- ③ 回 収 の 金 額 の 算 定。Clawbacks は 「 会 計 書 類 の 修 正 再 表 示 に 基 づ き 役 員 に 支 払 わ れ る は ず で あ っ た 額 を 超 え る も の 」 に 対 し て 求 め ら れ る。そ こ で、株 式 の 価 値 は 当 該 価 値 が 算 定 さ れ る 時 点 に よ っ て 異 な る 株 式 報 奨 の 場 合 な ど、金 額 の 決 定 方 法 が 不 明 瞭 と な る 可 能 性 が あ る。

4.4 現状

954 条 に 基 づ き、SEC に よ っ て 採 択 さ れ る 規 則 に よ っ て、各 対 象 会 社 は 財 務 情 報 に 基 づ い た 対 象 会 社 の イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 に 関 す る 開 示 方 針 を 策 定 し、実 施 す る こ と を 義 務 付 け ら れ る。さ ら に、同 規 則 は 以 下 の こ と を 義 務 付 け る。対 象 会 社 が、証 券 諸 法 に 基 づ く い ず れ か の 財 務 報 告 要 件 の 重 大 な 不 履 行 を 理 由 と し て、会 計 書 類 の 修 正 再 表 示 を 作 成 す る こ と を 求 め ら れ た 場 合、当 該 対 象 会 社 は、か か る 会 計 書 類 の 修 正 再 表 示 の 作 成 期 限 の 3 年 前 ま で の 期 間 に、誤 っ た デ ー タ に 基 づ い て イ ン セ ン テ ィ ブ 報 酬 (報 酬 と し て 付 与 さ れ た ス ト ッ ク オ プ シ ョ ン を 含 む) を 受 領 し た 対 象 会 社 の 現 職 又 は 元 の 役 員 (executive officers) か ら、当 該 役 員 に 対 し て 会 計 修 正 再 表 示 に 基 づ き 支 払 わ れ る は ず で あ っ た 額 の 超 過 分 を 回 収 す る 責 任 を 負 う。

2011年、Wilmington Trust社がCEOのDonald Foleyの報酬が米国財務省規制に違反したため、200万ドルの報酬を回収した²⁴⁵。回収された報酬は、現金ボーナスの175万ドルと制限付き株式価値の28万ドルであった²⁴⁶。SECによる没収事件の中に一番厄介な事件は2011年住宅ローン融資会社New Century Financial社(以下「NCF社」という)の事件であった。NCF社の破産管理人であった弁護士によると、NCF社のCEOであったBrad A. Morriceが、2005年から2006年の間に少なくとも290万ドル以上のインセンティブ報酬が支給された。SECが不正会計によってNCF社を提訴したが、Brad A. Morriceからはわずか54万ドルしか没収しなかった²⁴⁷。2010年6月、Jenkins事件においてCEOとCFOが304条における責任がないと判断された²⁴⁸。同年9月、Cohen v. Viray事件においてCEOらと会社の補償金契約(indemnification agreement)がなされることによって、304条(b)項における回収事由がないと判断された²⁴⁹。2011年3月、304条(b)によってBeazerのCEOに対する無過失の640万ドルを回収すると公表したが、その後和解した²⁵⁰。同年11月、CKX社の元CEOから270万ドル以上の回収を強制した²⁵¹。2012年3月、SECはArthrocare社の会計不正においてCEOとCFOの個人的な責任は追及されないが、会社に対する304条に基づいて報酬の

²⁴⁵ SEC from 8-K, Current Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 Wilmington Trust Corporation, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/872821/000095012310116344/c10189e8vk.htm>.

²⁴⁶ Zachary R. Mider, Wilmington Trust Reclaimed \$2 Million From CEO Because of TARP (2011). <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-01-04/wilmington-trust-takes-back-2-million-from-ceo-because-of-tarp-violation>

²⁴⁷ Gretchen Morgenson Clawbacks, Without Claws, NY Times (Sept. 10, 2011)

²⁴⁸ SEC v. Jenkins (D. AZ 2010), <http://www.wlrk.com/docs/SECvJenkinsDec.pdf>.

²⁴⁹ Cohen v. Viray, 622 F.3d 188, at 193-94 (2d Cir. 2010). http://www.ca2.uscourts.gov/decisions/isysquery/faa6147f-337e-46ea-899a-0d59555ee8e1/1/doc/08-3860-cv_opn.pdf.

²⁵⁰ SEC Release, <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-61.htm>.

²⁵¹ SEC v. Maynard L. Jenkins, United States District Court District of Arizona, CV-09-01510-PHX-RJB (2011). <http://www.wlrk.com/docs/SECvJenkins09-cv-1510-136.pdf>.

回収を追及すると公表した²⁵²。2015年、Saba ソフトウェア社の会計不正事件によって CEO から 50 万ドルを回収した²⁵³。

ドッド=フランク法までには、Forutne100 社の 80%が Clawbacks を導入済みであるが、S&P500 社の 50%ほどは Clawbacks を設定しなかった²⁵⁴。2012 年の Mercer 社の調査によると、14%のグローバル銀行が役員に報酬の回収政策を行っていた。その上 3% の会社が報酬の回収を請求したが、返還はない²⁵⁵。

なぜ多くの会社が厳格な Clawbacks を導入しないのかについて、まず、取締役らは、役員の見解と対立するような制度または役員反対が容易に想像できる制度の導入に極めて消極的だからである。そしてまた、取締役ら自身も Clawbacks を望まないであろう。なぜなら、取締役が会社の短期的株価を上昇させようとする際に役員たちが短期成績を向上させようとする考えを意識的に抑制することに繋がるおそれがあるからである²⁵⁶。管理者パワー理論の解釈から言えば、Clawbacks は役員に金銭上の責任を負わせるだけでなく、役員がそれに対して羞恥心を抱くようになることも考えられる²⁵⁷。ある調査によれば、上場会社においてガバナンス規制が役員に大きな権力を与えるほど、Clawbacks の導入に消極的になるとの傾向が見られる²⁵⁸。

前述したように、フォーチュン 100 社の 18%が SOX 法の Clawbacks で開示を行っており、2010 年上半期では 80%の会社が Clawbacks を導入したが、実際にその規制に則った報酬の回収状況は明らかでない。前述したように Clawbacks に対して賛否両論があり、米国において議論に決着は着いていない。データ不足を前提にすると、

²⁵² SEC Sues Two Executives in Texas to Recover Bonuses and Stock Profits Received During Accounting Fraud. <https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171487982>.

²⁵³ SEC Announces Half-Million Dollar Clawback from CFOs of Silicon Valley Company That Committed Accounting Fraud. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-28.html#.VPN2lrB4rbg>.

²⁵⁴ Press Release, Equilar, Clawback Prevalence Continues to Rise in Fortune 100 (Aug. 25, 2010), http://www.equilar.com/press_20100825.php.

²⁵⁵ <http://www.mercer.com/press-releases/17-percent-of-banks-clawed-back-compensation-in-2011>.

²⁵⁶ Fried & Shilon, *supra* note 239, at 735.

²⁵⁷ *Id.* at 744.

²⁵⁸ Noel Addy et al., *Recovering Bonuses after Restated Financials: Adopting Clawback Provisions* (2009). (この研究は、会社は、株主権が弱い時、Clawbacks 制度を導入する可能性が低いと指摘した)。 (出版されてないが、<http://ssrn.com/abstract=1463992>, による閲覧可能である)。

Clawbacks 条項導入の意義を現段階で公正に評価することは困難である。これ以上の検討は差し控えることとする。

第三章 州法規制と判例

第二章で述べたように、米国役員報酬の規制には、連邦規制と各州の規制の二つがあり、後者は各州ごとに会社法が立法され、また判例法が蓄積されている。本章では、デラウェア州会社法報酬規制を中心に扱い、米国のその他の州における会社法についての言及は基本的に行わない。デラウェア州は、上場会社の設立地として、最も好まれている州である。実際、かかる上場会社の半数以上（Fortune 500 に名前が挙げられている会社の 64%を含む）がデラウェア州で設立されている。また、デラウェア州外に本拠地を置く会社が他の州で子会社等を設立する場合についても、デラウェア州は最も好まれる傾向にある。

デラウェア州会社法は、他の米国の州と同様に、会社制定法と判例法で構成されている。州法規制は、私的自治を重視し会社関係者に大きな自由を与えている。このような自由から生じる弊害としては、裁判所が役員の情報義務に違反したか否かを審査し事後的に対処しなければならない状況の出現などが予測されている。デラウェア州会社制定法においては、取締役には与えられている権限は極めて広汎である。例えば、役員の新雇用や解雇、報酬を決定する権限が賦与されている。定款または附属定款に制限のない限り、取締役会は取締役の報酬を決定する権限を有し、また株主配当を宣言し、支払うことができる²⁵⁹。株主が裁判所に取締役の行為について異議を申し立てると、株主の行為は、情報義務を具体化した様々な司法審査基準によって審査される。また、株主が取締役の行動に異議を申し立てるとレベルの異なる3つの審査基準、すなわち、経営判断原則、ユノカル基準などに代表される司法精査(Enhanced scrutiny)、完全公平基準のうちの一つが適用される。どの基準が用いられるかは、争点となっている取締役の行為の性質による。取締役の行為の目的が自己取引でない、または敵対的買収に対する防衛策の正当性が問題となる場合に、会社支配権に変動がなかったと見なされれば、取締役の行為は経営判断原則によって判断され、その内容に対する審査まで及ばない。

²⁵⁹ デラウェア州会社法（Delaware General Corporation Law 以下「DGCL」という）、§ 141a.

米国では当初、役員報酬に関する規制は存在しなかったため、便宜的に、代理法理によって判断が下された。すなわち、当時、定款の定めなしには、取締役の会社に対する報酬請求は認められなかった。

1 定款の定め

19世紀から20世紀初期、取締役らは報酬を取得する権利を有していなかった²⁶⁰。Caball v. Lofland 判決²⁶¹において、デラウェア州裁判所は「取締役は無報酬で勤務すると推定される」との判断を示した。被告会社 Lofland 社の定款及び付属定款ともに、取締役の勤務に対する報酬を提供する規定が存在しなかったのである²⁶²。つまり、その当時、株主でもある取締役が会社の利益最大化のために勤務するインセンティブは、彼らが社の所有者となり、また会社の業績が改善されれば株主資本も上昇することにあると考えられていた²⁶³。デラウェア州最高裁は最終的に取締役の義務を果たした場合に報酬が支払われるのは、株主の同意があるまたは定款・付属定款において特別に認めた場合のみであるとの判断を示した²⁶⁴。取締役としての義務にあてはまらない仕事の報酬については、「特定の契約によってこれらのサービスに関する報酬を定める」とし、「報酬契約は直接または間接的な利益関係のない取締役またはその他の役員によって作られたものでなければならない」とした²⁶⁵。

²⁶⁰ Nat'l Loan & Inv. Co. v. Rockland Co., 94 F. 335, 337 (8th Cir. 1899)。(会社の取締役として務めることは無報酬である。なぜなら、会社の成功によってもたらした利益は、結果的には取締役が持っている会社の株に反映しているのである); Finch v. Warrior Cement Corp., 141 A. 54, 63 (Del. Ch. 1928) (取締役らが受け取った利益(報酬)を会社に返還するよう命じた。)

²⁶¹ Caball v. Lofland, 114 A. 224, 229 (Del. Ch. 1921).

²⁶² Id. at 230.

²⁶³ Lofland v. Cahall, 118 A. 1, 2 (Del. 1922).

²⁶⁴ Id.

²⁶⁵ Id. at 3

2 制定法規制

1950年米国法曹協会(American Bar Association: ABA)の会社法委員会(Committee on Corporate Laws)によって作成された模範事業会社法(Model Business Corporation Act、以下「MBCA(1950)」という)に取締役会が役員報酬を決定する権限を有すると規定されるようになった²⁶⁶。MBCA(1950)33条は「取締役会は取締役らの報酬を決定する権限がある。ただし、会社の定款で定めがある場合を除く」²⁶⁷と定めており、この規定は多くの州で採用された。現在では、MBCA(2006)8.11条²⁶⁸に当該条項が定められている。デラウェア州²⁶⁹は1953年にこの規定を導入した。デラウェア一般会社法(Delaware General Corporation Law、以下「DGCL」という)141条(a)項は会社の事業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、(h)項では「定款、付属定款の定めがない限り、取締役(Directors)の報酬の決定権限は取締役会にある」としている²⁷⁰。

州法では取締役の報酬の決定に際して一般的に株主(総会)の関与を想定していない。DGCL 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

²⁶⁶ 模範事業会社法 (Model Business Corporation Act, 以下「MBCA」という) , § 33 (1950).

²⁶⁷ MBCA (1953) § 33.

²⁶⁸ MBCA (2006) § 8.11 . 原文は「COMPENSATION OF DIRECTORS: Unless the articles of incorporation or bylaws provide otherwise, the board of directors may fix the compensation of directors.」である。

²⁶⁹ デラウェア州は1899年に、ニュージャージー州に倣って一般会社法を制定した。その後10年以上が経過した頃、ニュージャージー州は、合併規制を導入するための会社法の改正を何回かに分けて実施した。かかる改正は、激戦が繰り広げられた大統領選挙の後に当時の州知事(Woodrow Wilson)によって強引に推し進められたものである。そうした事情もあり、コーポレート分野を専門とする弁護士やその他の関係者の間でニュージャージー州の政治情勢や法制度を疑問視する声があがるようになった。その頃のデラウェア州の会社法は、ニュージャージー州の会社法の魅力的な部分を取り入れたところで止まっており、問題とされた改正部分は何ら盛り込まれていなかった。また、デラウェア州は、デラウェア州一般会社法を改正する上で、上院・下院の両院において3分の2以上の賛成票による決議を要する旨の規定が1897年デラウェア州憲法によって定められていたため、法的安定性という点で、他州から一歩抜きん出ている。これらの特長により、デラウェア州は設立州として好まれるようになり、その後も一貫性、予測可能性、法的安定性及び高い質の実現に力を入れて取り組むことにより、現在の地位を確立するに至ったのである。(From: Government & Services, <http://delaware.gov>).

²⁷⁰ Delaware Code-Title 8(Corporation) §141(h) (West 2013). 原文は「(h) Unless otherwise restricted by the certificate of incorporation or bylaws, the board of directors shall have the authority to fix the compensation of directors.」

取締役会決議によって定めることができるとしており、株主(総会)の関与を経ずにストック・オプションの付与が可能とされている²⁷¹。

3 取締役会の決議の保護

3.1 事前のデマンドとデマンドの無益

2010年にドッド=フランク法が施行されて以来、役員報酬に関する代表訴訟が提起されることは珍しくなくなったが、株主が勝訴する事例はほとんど見られないようである。多くの訴訟は、株主が事前のデマンドなしに株主代表訴訟を提起するが、最終的に、事前のデマンドが無益であったことを証明できず、却下される例が大半を占める²⁷²。

例えば、デラウェア州の会社の株主が派生訴訟(代表訴訟)を提起しようとするならば、まず株式の同時所有の要件(Contemporaneous Ownership)が要求され、訴訟が継続している間は株主であり続けなければならない。そして、事前のデマンド(Demand)が必要不可欠である。デマンドとは、株主が取締役の責任追及を行うために代表訴訟を提起するために取締役会に対して当該取締役を提訴するように事前の請求を書面によって行うことである²⁷³。それがなければ、連邦民事訴訟規則 23.1 条(以下「Rule 23.1」という)によって却下される²⁷⁴。こうした事前の手続きを必要とするデマンド制度の目的は、株主が会社に代位して行う株主代表訴訟の法構造から、株主から会社自身に対して訴訟または適切な是正措置を講ずる要請をする意味合いと共に、株主に対して事前の提訴請求手続きを求めるというハードルを設けることにより、株主の濫用的な訴訟を防止する目的もある²⁷⁵。原告株主が取締役に対して請求を行った場合は、提訴を受けた取締役は訴訟を提起するか否かを判断し、最終的に訴訟に発展させない

²⁷¹ DGCL, §157.

²⁷² Court of Chancery Rules-Delaware Courts-State of Delaware. 23.t(a) (2013). 裁判所は会社設立の州法におけるデマンドの無益に関する証明規制に基づいて立証を要求する。

²⁷³ Federal Rules of Civil Procedure §23.1.

²⁷⁴ Id.

²⁷⁵ Edward Brodsky & M. Patricia Adamski, Law of Corporate Officers and Directors; Rights, Duties and Liabilities, §905, at 18,19, Clark Boardman Callaghan (1995).

という選択肢もありうる。この時、株主は取締役会の判断について争うことが可能であるが、ほとんどの場合、経営判断原則が適用される。

しかし、必ずしも取締役に訴訟を提起するよう求める必要はなく、デマンドが免除されている (Demand excused) とすることもできる。デマンドが免除されるのは、①取締役が問題となっている取引に利害関係を有していた、或いは取締役の独立性に疑問が存在する場合、②問題となっている取引が妥当な経営判断原則の行使の結果である点について、疑義を生じるとの詳細な事実があることを原告が主張・立証した場合である。この事前請求に応じて、取締役会は提訴の要否を判断することになる。多くの州で、派生訴訟における事前デマンドが必須要件とされているが、デラウェアでは事前デマンドが無益 (futile) な場合には不要とされている。デマンドが無益か否かの基準を巡って争われた Aronson 事件²⁷⁶では、事前請求が免除されるには、①取締役の過半数に利害関係がなく、かつ互いに独立した存在であること (disinterested and independent)、②当該取引が経営判断の有効な行使であること (a valid exercise of business judgment) について、合理的な疑い (reasonable doubt) が生じていることが必要と判示されている²⁷⁷。また、仮に株主が提訴に及んだ後でも、利害関係のない独立取締役や第三者から構成される訴訟委員会 (litigation committee) が、経営判断原則に基づいて提訴却下を裁判所に申し立てたときには、裁判所が当該判断を尊重する、却下制度が存在する。

3.2 経営判断原則 (Business Judgment Rule)

3.2.1 概要

米国における経営判断原則が形成され始めたのは19世紀後半のことであった。デラウェア州最高裁判所は、「経営判断原則は、141条(a)に基づくデラウェア州の取締役が有する経営上の特権を承認するものである。経営判断原則は、経営上の判断を行う際に、会社の取締役は情報に基づき誠実にまた当該行為は会社の最善利益になると正直に信じて行動したという想定のもとにある。裁量の乱用がない限り、その判断は裁判所によって尊重され、その想定を打ち破る事実を証明する責任は、その判断に異議

²⁷⁶ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 811 (Del. 1984).

²⁷⁷ Id.

を申し立てる当事者が負う」²⁷⁸と述べた。すなわち、デラウェア州裁判所は企業の経営判断を行うものに対して寛大な態度を取り、広い裁量を与えるべきであるとの態度を表明している。つまり、裁判所も経営者の行動を審査するに当たっては慎重な態度が求められると認めていることになる。そもそも裁判官は、経営者の行為が詐欺や自己取引などに該当しない限り、その是非を判断するだけの能力も時間も持っていないのであり、たとえその判断が可能な場合であっても裁判官はその判断に意味のある基準を設け難いと考えられた²⁷⁹。

会社が取締役に過度な報酬を支給した際、株主が訴訟を起こすことには大きな困難が伴う。Stephen Radinによれば、役員報酬は利害関係がなく、かつ独立した取締役によって決定された場合であれば、ほとんどの裁判所が経営判断原則もしくは浪費基準 (Waste standard) 、またはその両方に拠って判断を下す²⁸⁰。報酬に関する訴訟において裁判所は、自己取引であるか、会社資産からの過度な贈与であるかを判断するよりはむしろ、独立取締役が誠実に下した経営決定に対して、後追いの判断することを嫌う節がある²⁸¹。Rogers v. Hill 事件から Disney 事件までの間、「経営判断原則は行為基準ではなく、裁判所が取締役の行為を判断する際の基準²⁸²」であり続けた。Disney 事件における Michael Ovitz²⁸³、Fannie Mae 事件における Franklin Raines²⁸⁴、Integrated Health Services Inc. 事件における Robert Elkins²⁸⁵、New York Stock Exchange 事件における Richard Grasso²⁸⁶等、2008 年までに判決が下された事件に関

²⁷⁸ Id.

²⁷⁹ 近藤光男『経営判断と取締役の責任 - 「経営判断の法則適用」の検討』60 頁 中央経済社(平成 6 年)。

²⁸⁰ Stephen C. Radin, *The Business Judgment rule: Fiduciary duties of corporate directors* (Aspen ed) 6th ed, at 906, Wolters Kluwer Law & Business (2009).

²⁸¹ Id. at 908.

²⁸² Id. at 11.

²⁸³ *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

²⁸⁴ Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, 30 *Journal of Corporation Law* 807, at 811 (2005).

²⁸⁵ *Official Committee of Unsecured Creditors of Integrated Health Services, Inc. v. Elkins*, No. Civ.A. 20228-NC, WL 1949290 (Del. Ch. 2004).

²⁸⁶ *The State of New York v. Richard Grasso*, 52019(U) 13 Misc 3d 1227(A)(NY. 2006).

わった全ての役員は、1930年代における Albert H. Wiggin、George Washington Hill の報酬計画と同じく、経営判断原則によって保護されている。

3.2.2 情報に基づいた判断(Informed decision) (ディズニー判決)

デラウェア州裁判所は、取締役会もしくは報酬委員会が十分な情報に基づいて行った報酬決定に対して、原則的にはその経営判断を尊重するが、会社が実質的に無対価で報酬を授与した場合には浪費基準によって審査を行う。取締役会は株主が「不十分な情報(not informed)に基づいた決議」をしたと主張すれば、「取締役会の当該決議は会社にとって完全に公平(entirely fair)である」ことを証明しなければならない。ディズニー事件は本理論の代表的な事件である。

ディズニー事件²⁸⁷の実際は以下のようである。1994年、ディズニー社の当時の社長(President and Chief Operating Officer)が事故で亡くなり、新しい社長の選任が必要となった。1995年9月、当時のCEOである Michael Eisner(以下「Eisner」という)は、取締役会に長年の友人でもあり、当時 Creative Artists Agency(以下「CAA社」という)の創業者の一人でもあった Michael Ovitz(以下「Ovitz」という)を新社長候補として選任する提案をした。当時、CAA社の経営方針は業界で高く評価されており、年間1億5000万ドルの歳入があり、また Ovitz 自身にも年間2000万ドル以上の報酬が支払われていた。ディズニー社の取締役会が検討した上、1995年10月1日に Ovitz と五年間の任用契約という形で結ばれている(以下「本件契約」という)。当該契約の解約条項において「十分な理由(good cause)」なく解約された場合(no-fault termination)には、ディズニー社が Ovitz に1000万ドルの現金、契約残り期間における年収・ボーナスの相当額にあたる約750万ドル、及び300万株のストック・オプションを退職金として支給することが定められた。本件契約は、報酬コンサルタントとの検討を経た後、ディズニー社の取締役会、報酬委員会によって承認された。1996年12月、Ovitz は会社の他の役員との間に不仲が生じたため、ディズニー社は、彼の任

²⁸⁷ ① In re The Walt Disney Co. Derivative Litig., 731 A.2d 244 (Del. Ch. 1998). ② Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000). (本件邦文の紹介は釜田薫子, デラウェア州の株主代表訴訟における提訴請求免除の要件, 商事法務 1603号 52頁(2001)) ③ In re The Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003). (本件邦文の紹介は川口恭弘, 経営判断原則と取締役の誠実義務, 商事法務 1730号 31頁(2005)) ④ In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005). ⑤ In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del. 2006). (本件邦文の紹介は釜田薫子, 取締役の経営判断と誠実義務, 商事法務 1787号 45頁(2006))。

用契約の「責任なき解任」を承認し、Ovitzに前記の退職金、合計約1億3000万ドルを支払った。ディズニー社の株主は、取締役らがOvitzの任用契約と「責任なき解任」契約を承認した行為は、信認義務、誠実義務および注意義務違反であり、またそれは会社資産の浪費にあたるとして、損害賠償請求を行った。これに対し、被告取締役は、本件訴訟は事前のデマンドが必要であるとし、訴訟の却下を申し立てた。なお、本件の訴訟経緯は以下の表1のようである。当初、デラウェア州衡平法裁判所は、アロンソ基準に照らして、本件代表訴訟には事前なデマンドが必要であるととして、原告株主の請求を却下した(Disney 1)²⁸⁸。それに対し、原告側は控訴し、州最高裁は、ディズニー社の取締役らの決議は良い企業統治という観点からは最適のものではなかったとしても、それが直ちに会社に対して責任を負わせるものではないと述べた。そして、デマンドの無益であるか否かについてアロンソ基準を適用し、原審裁判所のアロンソ基準の第1要素についての判断を支持したが、第2要素の適用については、多少異なる分析をした。最高裁は、原審裁判所の「注意義務(due care)」についての審査は「今後の事件の先例となるには、極めて曖昧であると言わざるを得ない」と批判した²⁸⁹。また最高裁は「取締役会は、全ての事実に関する情報に通じている必要はないが、合理的な情報(reasonably informed)に従うことを義務づけられている。」²⁹⁰との観点を支持したが、原審裁判所が認定したOvitzに支払われる退職金の総額が、重要な情報に基づいており、また合理的に利用可能な情報に基づく決定であるかに対しては、異なる意見を提起した²⁹¹。それによれば、ディズニー社の報酬委員会と財務担当ともに退職金総額を計算していなかった²⁹²という。しかし、最高裁は、デラウェア州会社法141条(e)項では取締役らが「専門家…を合理的に信ずる事項に関して会社に提出した情報…は十分に保護されなければならない」との規定に照らして、衡平法裁判所の判断は信頼問題を法律と結び付けて下されておらず、逆に悪質な不正(egregiousness)との関連において判断されたもので、不完全であると述べた²⁹³。とはいえ、最高裁は、原告は、取締役らが財務専門家を信頼して誠実に行動したことについて反論しなかつ

²⁸⁸ In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 731 A.2d at 362 (1998).

²⁸⁹ Brehm v. Eisner, 746 A.2d, at 259 (Del. 2000). 以下「Disney 2」という

²⁹⁰ Id. at 258

²⁹¹ Id. at 259-260.

²⁹² Id. at 260.

²⁹³ Id. at 261.

たため、取締役会の決議が経営判断原則によって保護されることに対して合理的な疑いを立証することはできなかつたと判断した²⁹⁴。すなわち、原告はアロンソ基準第二要素について十分に反論できていなかったのである。これによって、原審が原告の申立ての全てを却下したのに対し、最高裁は申立ての一部については却下とすることで、請求原因を修正する機会を原告に与えると判示し、一部確定、一部破棄差し戻しとした (Disney 2)。確かに、Ovitz の退職金総額を考慮すると、それは極めて際立った数字であると言える。これは、裁判所においては確かに異例であるが、デラウェア州会社法に重要な変化をもたらすことは決してなかつた。一見すると、重大な問題であるかのように思えるが、少し検討してみれば、それは単に、裁判所のディズニー社取締役らに対する「道徳の処罰 (moral admonishment)」であつた²⁹⁵と評価される。原審衡平法裁判所も、Ovitz が受領した退職金の総額に影響を受け、「それがどこか、誰かに関わらず、一人の人間が生涯収入として受領するどのような額よりも大きい」²⁹⁶と述べた上で、「退職金の大きさが…本件訴訟を引き起こし」²⁹⁷、本件が「注目に値する (noteworthy)」や「例外的な (exceptional)」²⁹⁸と見られると述べた。

最高裁は、その一方で、役員雇用や解雇に関する手続きへの関心を示した。雇用手続きに関しては、取締役会を明確に批判している。すなわち、ディズニー社取締役会の行為は「良いガバナンスの観点から考えれば、理想的なものではない」²⁹⁹と述べた。他方、「コーポレート・ガバナンスの実践」についての審査はしないことを明示した³⁰⁰。

その後、衡平法裁判所は一部差戻しを受けて同じ裁判官が改めて判断を行った³⁰¹ (Disney 3)。本件において原告の新たな請求 (new complaint) は、ディズニー社の取締役らが、Ovitz と Eisner の間で交わされた契約に対して検討または十分に討議をし

²⁹⁴ Id. at 262.

²⁹⁵ Vladimir S. Korolev, Comment, *Berhm v. Eisner, or Some Reflections about the Disney Case*, 26 *Delaware Journal of Corporate Law* 1105, 1116 (2001).

²⁹⁶ *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 731 A.2d at 350 (1998). 「以下 Disney 1 という」

²⁹⁷ Id.

²⁹⁸ Id.

²⁹⁹ *Disney 2*, *supra* note 289, at 249.

³⁰⁰ Id. at 256.

³⁰¹ *In re The Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003). 以下「Disney 3」という。

なかったことは、信認義務違反にあたりと主張した。裁判所は、「原告の主張は、取締役が会社の最大の利益となるように誠実に行動しなければならない義務に違反したと結論づけるに十分なものであるため、取締役の行為は、経営判断原則の保護の範囲外となる」³⁰²と結論付けた。そして、「原告による新しい請求は、ディズニー社の新旧取締役会が忠実義務違反であることを十分に証明した」³⁰³と判断した。最終的には、デマンド免除され、本案として審査されることとなった (Disney 4)。裁判所³⁰⁴は、まず Ovitz の信認義務違反を否定した³⁰⁵。その他の取締役ら責任については、以下の点から責任を否定した。まず、報酬委員会は Ovitz の契約に関しては十分な情報が提示され、Ovitz の退職金についても財務専門家の分析結果を疑う必要のあるような情報を得ておらず、その分析結果を誠実なものとして信頼した。そして、責任なき退任の退職金総額は、「経済的に重要な情報とは言えない」³⁰⁶と述べた。本判決は、結果的には原告の申し立てを棄却したが、「退職金総額」の点においては、当初の判決と逆の判断をしたことになると言われる³⁰⁷。本件裁判所の判断は、取締役会による不適切な結果のみを見て取締役らの責任を追及することを控えることが肝要であるとの観点をもたらしたと評価される³⁰⁸。

その後、原告は判決を不服として控訴したが、デラウェア州最高裁³⁰⁹ (Disney5) は、原審判決を全面に支持し、控訴を退けた。取締役が誠実に行動したか否かを経営判断原則の適用場面で検討することは適切であると判示したのだ。「報酬委員会は十分な情報を得ずに判断をした」との主張に対しては、「委員会は、検討の基準となる情報を得ていたこと…任用契約の要旨は把握していたこと…責任なき解任について十分の説明を受けていたこと、そして財務専門家らの説明を信頼したことから、十分な情報

³⁰² Id. at 286.

³⁰³ Id. at 278.

³⁰⁴ In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693 (Del. Ch. 2005). 以下「Disney 4」という。

³⁰⁵ Id. at 757.

³⁰⁶ Id. at 758.

³⁰⁷ Corporate Law. Fiduciary Duties of Directors. Delaware Court of Chancery Finds Disney Directors Not Liable for Approval of an Employment Agreement Providing \$140 Million in Termination Payments. In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, no. Civ. A. 15452, 2005 WL 2056651 (Del. Ch. Aug. 9, 2005), 119 Harv. L. Rev. 923, at 927 (2006).

³⁰⁸ Id. at 930.

³⁰⁹ In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del. 2006). 以下「Disney 5」という。

に基づいて(informed basis)判断した」³¹⁰と判示した。結局のところ、デラウェア州最高裁は、ディズニー社の取締役会が、本件 Ovitz に支払ったとされた報酬について、取締役らは十分な情報に従って判断を行っており、利益相反などもなく、誠実(good faith)に行動したものと判断した。

³¹⁰ Id. at 38.

表1 ディズニー事件訴訟経緯

判決時間	請求	裁判所	判決	ポイント
Disney1 (1998)	*Ovitzの忠実義務違反 *取締役らが本件雇用及び 解約において、会社財産の 浪費、注意義務及び誠実義 務の違反	デラウェア州衡平法裁判所	却下	デマンドが必要である。デマンド免除されるかどうかは、Aronson基準の二つの要素に従って判断すべきである。
Disney2 (2000)	第一審で却下されたため、控 訴。	デラウェア州最高裁判所	一部破棄 差戻し	原審の判決を支持したが、原告に請求原因の修正する機会を与えるため、一部破棄・差戻しとした。 *差戻し理由：原告は取締役らが財務専門家を信頼して誠実に行動したことについて反論しなかったため、取締役会の決議が経営判断原則によって保護されることに対して合理的な疑いを立証することができなかった。
Disney3 (2003)	差戻し	デラウェア州衡平法裁判所	容認	①Disney1判決と同じ裁判官でありながら、全く異なる判決を出した。 ②経営判断原則の保護の範囲を縮小した。 ③事前のデマンドが無益であると判断した。
Disney4 (2005)	デマンドの無益が認めら れ、審査へ	デラウェア州衡平法裁判所	棄却	①Ovitzの忠実義務違反を否定し、取締役らは注意義務にも誠実義務にも違反しておらず、会社財産の浪費もしていないと判断した。 ②退職金総額は本案で検討した資料から考えると、「経済的に重要な情報とは言えない
Disney5 (2006)	判決を不服として控訴。	デラウェア州最高裁判所	原審維持	①注意義務の問題と誠実義務の問題とを明確に分けて判断をした。 ②「不誠実」について、三つのカテゴリを取り上げ、主観的不誠実と重過失とは異なる概念であることを明確にした。

3.2.3 Freedman v. Adams 判決

2013年、Freedman v. Adams³¹¹ 事件は、三つの点で注目されている。すなわち、まず、取締役会には利害関係のないことが重要である(Disinterested)；そして、取締役会は十分な情報提供を受けていることが重要である(Informed)；最後に、委任状説明書(Proxy Statement)における開示が重要である(Disclosure)ことを示した。

本事件において、デラウェア州最高裁は再び、役員報酬決定は、取締役会に帰属する経営判断であり、「重要情報に基づかない」(ill-informed basis)であったこと、または不誠実(bad faith)であったことを証明できなければ、後知恵をもって判断することは稀にしかしないことを強調した。本件は、原告株主が、XTO Energy社の取締役らが課税控除のキャッシュボーナス構築に必ずしも積極的でなく、信託義務違反及び会社資産の浪費であると主張した訴訟であるが、原審³¹²裁判所とデラウェア州最高裁とも当該請求を認めなかった。原審訴訟が提起された後、会社は内国歳入法162条(m)計画を実行させた。よって原審裁判所であるデラウェア州衡平裁判所は被告の抗弁したように、本件訴訟における全ての請求の実益がなくなると判断し、請求を却下した。その後原告は、被告が162条(m)を実行しなかったことによる浪費の損失を原審では請求していなかったため、控訴を提起した。デラウェア州最高裁は、取締役らが計画によって、税金面の利益があると知っていたにも関わらずそれを選択しなかった理由は、彼らがそうすることによって「基本給を重視することで報酬委員会のボーナスに関する決定を事実上制限することができる」と信じているからだと述べ、「税金面の利益を犠牲にする判断は、報酬における柔軟性を維持するためであり、経営判断に該当する」との判断を下した³¹³。

またFreedman事件は経営判断原則におけるもう一つの重要な根本的な原則—十分に情報に基づくことを強く示している。判決の中でデラウェア州衡平法裁判所及び最高裁共に、XTO社の取締役会は「税金控除問題」を認識していたにも関わらず、意識的に「報酬決議が162条(m)によって制約されると考えていた。」と述べた³¹⁴。

³¹¹ Freedman v. Adams, 58 A.3d 414 (Del. 2013).

³¹² Freedman v. Adams, WL 1345638 (Del. Ch. 2012).

³¹³ Id.

³¹⁴ Id.

Freedman 判決は、委任状説明書における報酬に関する情報開示の重要性を明示した³¹⁵。当該事件において報酬委員会は委任状において税金控除の利得を説明し、その恩恵を利用しないと選択したことを開示した。Freedman 事件は報酬決議において、利害関係のない独立取締役の重要性を強調している。裁判所は原告の、社外独立取締役が 162 条(m)を採用しないことには、利益相反 (self-interest) が見られる、もしくは、その採用によって影響を受ける役員取締役 (officer- directors) に支配されているとの主張を却下した。また、取締役会は過半数の社外独立取締役によって構成されるため、原告が与えられた情報に基づいた、取締役会の公正、誠実さ (good faith) をもってなされた決議に反論することは「重い負担」であると述べ、それらの主張を却下した。

3.2.4 小括

ディズニー事件においてデラウェア州最高裁は明示的に原告の主張、すなわち、取締役らが「実質的かつ十分な注意」を払っていたことを立証していないとの主張は、経営判断原則とは無関係であるとして却下した。具体的には、「当裁判所は、取締役らの判断を評価しないし、比較考量することもしない。我々はそれらが当該状況において合理的である場合でさえもそうした判断はしない。意思決定における相当の注意は、その決定の過程において相当の注意が要求されることを意味する。」「こうした取締役らの決定は、彼らが当該決定に関して利害を有しておらず、独立性を保っており、また誠実に行動し、彼らの行為が合理的な事業目的に帰することができ、そして、合理的に利用可能なあらゆる重要な諸事実を考慮できないことを含む重大な過失によって彼らが決定に達したのではない限り、裁判所はこれを尊重する。」³¹⁶と述べた。

米国においては、取締役は自分自身で報酬を決定する権利が付与される³¹⁷。これらの決定が自己取引を引き起こす理由は取締役が会社の財産から利益を得る時、彼らは付与する側であり、また付与される側でもあるためである。それにもかかわらず、裁

³¹⁵ また同様に、Seinfeld v. O'Connor 事件においても、詳細な開示が重要である点を強調した。原告は委任状説明書はボーナス報酬が税金控除の対象になると勘違いさせた（実際には、162 条(m)に適合せず、税金控除の対象にならない）と主張した。裁判所は、委任状説明書において報酬計画が 162 条(m)に従う意図があったと説明しているため、請求を認めなかった。

Seinfeld v. O'Connor, 774 F. Supp. 2d 660 (Del. 2011).

³¹⁶ Disney 2, supra note 289, at 264 (Del. 2000).

³¹⁷ MBCA § 8.11 (2005)

判所は長きに亘って経営判断原則により取締役が自己の報酬やストック・オプションを付与する権利を保護してきた³¹⁸。

2013年のAdams事件も同じく、最高裁は取締役会の決定が一定の手続要件を満たしているかぎり、その決定を尊重し、実体的な事件審理を行わないとする。周囲から独立した存在であり、かつ情報を十分に与えられた取締役が当該決議を承認するならば、その決議は経営判断原則によって保護される。さらに、裁判所は判断を下す際に、取締役会決議が実際に手続き要件を満たしていたか否かについても特に疑問を投げかけることはなかった。内部と外部の報酬専門家から資料や説明を受けた独立取締役によって構成された報酬委員会が、報酬パッケージを検討、承認していれば、裁判所は一般的に経営判断の保護を認める。このような手続き要件を満たしていれば、裁判所は経営判断原則を引用し、中身の合理性についての判断を放棄してしまう。

そうでなければ、取締役には報酬制度の下での報酬付与は自己取引に当たるが、その付与が会社にとって完全に公平であると立証することが求められる。でなければ、事前に株主総会の同意を得るか事後的な追認を得なければならない³¹⁹。

デラウェア州の判例における経営判断原則では、取締役が自分の得た情報に基づいて誠実にその行為が会社の最善の利益になると信じて経営上の決定を行ったと想定されるとされており、その決定を争おうとする者は、その想定を覆さなければならない³²⁰。

4 浪費基準

裁判所が報酬事件を審査する際には、浪費基準を適用することが可能である。株主承認は取締役らを信認義務や注意義務から免れさせることができるが、それでも浪費基準によって責任を追及される可能性がある。その場合、会社資産の浪費は決して経営判断原則で保護されない。しかしこれは、原告株主にとっても提訴条件を満たすのは困難である。デラウェア州衡平法裁判所も「この基準は極端な基準であり、原告

³¹⁸ Disney 5, supra note 309.

³¹⁹ Lewis v. Vogelstein, 699 A. 2d 327 (Del. Cha. 1997).

³²⁰ Aronson v. Lewis, supra note 276.

株主によって満たされることは稀である。」³²¹と述べている。浪費基準は、一般的に、会社が取引で取得したものの価値があまりにも小さく、通常の合理的経営判断をするいかなる人物も会社が支払ったものに値するだけの価値がないとみなすことを意味する³²²。

理論上、株主は非効率な役員報酬の提供に対して、取締役や役員の信託義務違反を理由に裁判で争うことができる。しかし、1992年に行われた研究の結果³²³によると、裁判所は1900年以来ほとんどの事件において、公開会社の取締役会によってなされた報酬決定を変更することを拒否してきたのである。浪費基準は取締役の行動審査基準として最も緩やかな審査を意味すると思われるが、デラウェア州裁判所が扱った、初期のいくつかの判決では、浪費テストを適用する際に、どのような種類の審査が行われるかについて混乱が生じていた。最初の裁判例における「浪費基準」から見れば、現在のデラウェア州裁判例における「浪費基準」は異質なもののように映る。

4.1 Rogers 事件における「浪費基準」

1933年、Rogers v. Hill³²⁴判決は、裁判所が役員報酬に対してその中身にまで審理した、稀に見る判例の一つである。American Tobacco Company社の定款(Bylaw)によれば、1912年以降、CEOは会社の年度純利益の超過分の約820万ドルの10.5%がインセンティブ報酬で支払われている。この条項に従うと、CEOが1930年当時に受け取ったインセンティブ報酬は84万ドルになる。株主が会社定款無効の確認と、たとえ有効であるとしても報酬総額は極めて法外な金額であるため、報酬額の修正が請求された事件である。連邦最高裁判所は、定款は有効であると判断したにもかかわらず、84万ドルという総額は不合理かつ多額であり、詐欺や自己取引であるか否かにかかわらず、会社財産の略奪もしくは浪費にあたるかと判断した³²⁵。「もし当該報酬及び役員報酬と、彼らが提供したサービスとの間に関連性がなければ、それは贈与と理解されるべきで、多数派株主にも少数株主の権利や会社の財産を放棄させる権限はない」と最高裁は判

³²¹ Steyner v. Meyerson, C. A. No. 13139, WL 441999 (Del. Ch. 1995).

³²² Michelson v. Duncan, 407 A.2d 211, 224 (Del. 1979)

³²³ Linda J. Barris, The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay, 68 Ind. L. Rev 59 (1992).

³²⁴ Rogers v. Hill, 289 U.S. 582 (1933).

³²⁵ Id.

示し、本件を差し戻した³²⁶。これは米国役員報酬に対する最初の「浪費基準」である。その後、裁判所は引き続き、「浪費基準」に従って役員報酬の合理性を判断していた。

しかし、1941年、同社に関係する *Heller v. Boylan*³²⁷ 事件では、同じ会社の株主が同じ請求をした訴訟であるが、異なる判断がなされた。株主である原告は、会社の定款によって取締役を支払われた多額な報酬は取締役が会社に提供したサービスとの関連性が見いだせないため、会社財産の略奪や浪費にあたり、その報酬の無効とすること、及びその返還を請求した事件である。ニューヨーク州最高裁判所の裁判官 *Heller* は、インセンティブ報酬は確かに巨額であるが、浪費とまでは言えないとの理由から請求を却下した。裁判所が、報酬を無効とする判断を出すことをよしとしなかった主な理由は、裁判所自身が適切な報酬であるか否かを判断する基準を持ち合わせていなかったからである。ある裁判所は「いかなる基準を採用すべきか。誰か（何か）がその物差しを提供するのか。もしその物差しと比較できるとしても、では誰の報酬を比較するのが適当なのか。役員、映画産業関係者、ラジオに出演する芸能人、米国最高裁の裁判官、それとも米国大統領…その定款において報酬の上限が定められたなら、それを確定し、責任をもつのが株主である。」との見解を示した。本件は本文で検討する「浪費基準」という観点を提起した最初の裁判例である。

4.2 古典的な浪費基準 (Classical Waste Standard)

裁判所は「浪費」であるか否かを審査する基準として、「誰も受け入れる金額または好条件で行われる取引行為」を採用した³²⁸。株主による承認は、取締役会が忠実義務や注意義務違反によって追及された際に当該取締役会を保護することができるが、会社資産の浪費との関係において請求される際の保護はできない³²⁹。まず、*Saxe v. Brady* 事件³³⁰においてデラウェア州衡平法裁判所は古典的な浪費基準 (classical waste standard) を明らかにした。すなわち、古典的な浪費基準のもとでは、裁判所は「会社が取引で受け取った対価があまりにも小さく、通常の合理的経営判断をする

³²⁶ 地方裁判所が判断する前に当事者が和解した。

³²⁷ *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S.2d 653 (1941).

³²⁸ *Lewis v. Vogelstein*, supra note 319; *Disney 2*, supra note 289, at 264 (Del. 2000).

³²⁹ Eric L. Johnson, *Waste Not, Want Not: An Analysis of Stock Option Plans, Executive Compensation, and the Proper Standard of Waste*, 26 J. Corp. L. 145, at 154 (2000).

³³⁰ *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602, 610 (Del. Ch. 1962).

いかなる人物も会社が支払ったものに値するだけの価値がないとみなすこと」であるか否かを判断基準とした。それは、「一般的な能力のビジネスマンたちの給料がその個人によって異なるならば、必ずその根拠を示さなければならない」とも言い換えられる。よって原告には、対価の不適切性を証明する責任がある。多くの事例において、その報酬は著しく良識に反し、且つ非合理的なものでなければ、裁判所は取締役らの判断を尊重する、特に過半数以上の株主がそれを承認している状況では、報酬決議を尊重する傾向はより顕著になる。

Saxe 事件は、オープンエンド型投資信託会社である Fundamental Investors Inc. (以下「Fund」という)が Investment Management 社(以下 IMC)と投資顧問契約(以下「本件契約」という)を締結したことに端を発する³³¹。Fund は本契約において、投資顧問サービスの対価として、Fund 社の日平均純資産の 0.5%に相当する料金を IMC 社に支払うことを合意した。そして、1954 年 3 月の株主総会において、過半数³³²の株主がその契約内容を承認した。その後は株主が、当該契約に基づいて IMC 社に支払われた総額の報告を毎年、会社から受けていた。1960 年、過半数の株主によって契約は再承認された³³³。同年、ある株主が「1954 年から 1960 年までの間で IMC 社に支払った料金は、不合理、過度かつ違法な浪費であり、会社財産の略奪である」と主張し、代表訴訟を提起した。裁判所は、「会社が、通常の健全な経営判断能力を有する人なら同意しないほどの不適切な対価で取引をしているか否かのみ」を検討した³³⁴。ここから、裁判所は「古典的な浪費基準」を採用していることがわかる。この案件は、役員報酬に関するものではないが、役員報酬と同様の古典的な浪費基準を採用していた点で共通している。ここであえて参照する意味は、本件について、裁判所が「浪費」であるか否かを判断する際に、その基準として同等なサービスを提供する他社の料金や当該サービスによって会社が受けた利益などを審査した点にある。加えて、役員報酬が会社資産の浪費になるか否かを審査する際には他社の役員報酬額、会社の価値がその役員の雇用によって増加したか否か、そして具体的にはいくら増加したかなどを審査し

³³¹ Id. at 604.

³³² 99.3% の株主が本件契約を同意した。

³³³ Saxe v. Brady, *supra* note 330, at 605.

³³⁴ Id. at 610.

ている。原告がこれらの事実に照らして役員報酬が不合理であることを証明できなければ、古典的な浪費基準による判断は行われ³³⁵ない。

4.3 釣り合い浪費基準 (Proportionality Waste Standard)

1950年代以前、ストック・オプションを使う会社はまだ少数だったが、1961年になると、NYSEに上場する会社の大部分が役員報酬にストック・オプションを採用していた³³⁶。ストック・オプションの採用の増加と共に、関連する訴訟も増加していった。1950年代、役員報酬に関する訴訟の多くはストック・オプションの妥当性に関するものであった。当時、デラウェア州裁判所は、ストック・オプションについて、懐疑的な見解を持っており、そうした懐疑的態度は、デラウェア州最高裁の *Kerbs v. California Eastern Airways* 事件³³⁷及び *Beard v. Elster* 事件³³⁸の判決に表れた。これらの判決は、オプションの対価を入念に審査し、二段階テストを用いた。第1に、双方の対価の価値には合理的関係がなければならない。第2に、会社が利益を受け取っていると判断されなければならない。これらの判決は、裁判所が浪費基準を用いつつ、同時に、二段階テストを適用して報酬をさらに綿密に審査したことを示唆している。具体的には以下のようなものである。

1952年、デラウェア州最高裁が判決を下したストック・オプションに関する二つの事件がある。*Gottlieb v. Heyden Chemical Corp*³³⁹と *Kerbs v. California Eastern Airways* である。両事件はいずれも、会社取締役会が株主の承認を得て上級管理者 (Senior executives) 及び役員にストック・オプションを付与した後、原告株主が会社はこれらの報酬によって役員から比例的な対価を得られなかったことを理由とし、会社資産の浪費を主張し、訴訟を提起した³⁴⁰。結果、裁判所は両事件について、株主の承認は取締役が誠実に行動していたことを示しているとの判断を下した。しかし、それでも、「浪費」を反証するには不十分であり、会社が贈与をする際にはやはり株主

³³⁵ Johnson, *supra* note 329, at 158.

³³⁶ Clark, Robert C. *Corporate Law*, §6.2.1, at 203, Little, Brown and Company (1986).

³³⁷ *Kerbs v. Cal. E. Airways*, 90 A.2d 652, 656 (Del. 1952).

³³⁸ *Beard v. Elster*, 160 A.2d 731 (Del. 1960).

³³⁹ *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp*, 90 A.2d 660 (Del. 1952).

³⁴⁰ *Id.* at 662-63; *Kerbs v. Cal. E. Airways*, *supra* note 337.

全員の同意を得なければならない³⁴¹。裁判所の判断を左右するのは、役員報酬計画が会社への対価(Consideration)を含んでいるか否かではなく、会社が実際に対価を受け取ったか否かという点である。もし会社に対価を受け取っていれば、「それを発見し、承認することは司法責任である」との見解が示された³⁴²。後の Kerbs 事件は、この基準の意味合いをより明確にした。すなわち、本基準が裁判所は役員報酬に対して、その手続きだけを審査するのではなく、その本質についても審査すべきである、と判示した³⁴³。ストック・オプション計画の有効要件について、裁判所は、「会社への対価が存在するか否か、対価の中身、また、会社が想定通りにその対価を受け取ることができるか否かに直接に影響される」³⁴⁴とした。裁判所は「オプション報酬における最小限度の規定要件」を設定することを拒否したが、「ある状況下では、会社がオプションを発行する際に、期待された利益を十分に保証する合理的な根拠が必要である」³⁴⁵とした。これらの事件において、裁判所は古典的な浪費基準から外れ、ストック・オプションが会社資産の浪費であるか否かに対する審査において、より厳格な基準を採用した。それがいわゆる「釣り合い浪費基準」である。この基準は利益(Benefit)と価値(Value)と二つの面からの審査が行われる。すなわち、利益面の要求はすべてのストック・オプション計画が、付与条件または当該オプション付与における合理的な利益予想を含むことである。2つ目の価値面の要求は、会社が得た価値とオプション付与の価値との間に合理的な関連性があることである。

その後、デラウェア州最高裁は Beard 事件においては依然として対価を審査したが、その焦点は二段階テストから移行した。その代わりに、主な焦点は会社が比例的な価値を受け取ったかどうかの評価ではなく、承認の手続きの有無に絞られた³⁴⁶。すなわち、Bread 事件において、裁判所は明確に、裁判官が役員報酬を評価する能力を持たず、我々は常に、これらの問題に対して知識を有する「経験のある経営者」の意見に

³⁴¹ Id.

³⁴² *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp*, supra note 339, at 664.

³⁴³ *Kerbs v. Cal. E. Airways*, supra note 337, at 656, 657.

³⁴⁴ Id. at 656.

³⁴⁵ Id. at 657.

³⁴⁶ *Beard v. Elster*, supra note 338. Beard 事件においては最高裁は本事件に関するストック・オプションが利害関係のない取締役会によって決定され、株主総会の承認も得たので、Kerbs 判決の段階テストを採用しなかった。

従うべきであると述べた³⁴⁷。つまり、デラウェア州裁判所は役員オプション授与に関する判断を「実質的」監視から「プロセス」の監視へ戻すべきであると意見を見直した。それは、「裁判所からみて会社が実際に相応な価値を取得したか否かを評価することを減少させ、よりこれらの授与に関する手続を評価する」³⁴⁸ことに注目した結果であった。³⁴⁹

そのため、デラウェア州裁判所は役員報酬計画に対する監視を強化することから撤退することとなった。確かに、1952年 Kerbs 事件の判決はその時代においては良き法 (good law) として残っていた³⁵⁰。

Allen 裁判官は Lewis v. Vogelstein 事件において、Kerbs 事件判決は「浪費の審査基準の本質から大きく外れた(現在の用語で言うところの「中間的」または「釣り合い審査」にあたる)増大した吟味 (監視 scrutiny) の形式に見える」³⁵¹と評価した。

4.4 古典的な浪費基準の復活

1979年、デラウェア州最高裁は、Michelson v. Duncan 事件³⁵²において、再びストック・オプション計画に関する浪費について適切な基準を判断する機会が訪れた。本件は、1966年、Household Finance 社(以下「HFC社」という)の取締役会が、重要な役員と取締役員にストック・オプションを付与する決議を行った。当該ストック・オプションの行使価格は市場価格の90%であり、2年間の行使制限が設定されており³⁵³、当時、過半数以上の株主によって承認された。1974年、HFC社の株価が暴落したため、取締役会は前記付与を取り消し、当時の市場価格よりも低い新たなストック・オプションの授与を行った³⁵⁴。本件訴訟提起後、これは過半数の株主によって追認された。

³⁴⁷ Id. at 737.

³⁴⁸ Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

³⁴⁹ Thomas & Wells, supra note 31, at 872.

³⁵⁰ Edward P. Welch, *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals* 5th ed., §157.3.2. GCL-V-88, Aspen Publishers (2010). 1960年の Beard 判決以後、デラウェア州裁判所がストック・オプションの授与に対する態度が寛大になってきた。

³⁵¹ Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

³⁵² Michelson v. Duncan, supra note 322.

³⁵³ Id. at 215.

³⁵⁴ Id.

原告株主は、このストック・オプションは熟慮を欠いたもので、贈与または会社財産の浪費に該当すると主張した³⁵⁵。デラウェア州衡平法裁判所は、被告の申し立てに対して、略式判決では原告が浪費について請求しなかった、また請求したとしても、その訴求を放棄したであろうことを認めた。最高裁は、原告が浪費について請求を放棄したことを否定した上で、略式判決が会社資産浪費事件に使われるのが稀であると指摘した³⁵⁶。本案件の最高裁判決では、会社資産の浪費であるか否かではなく、略式判決で判断するのがよいか否か（事実審理を行うべきか問題）に焦点が当てられた。またその中で、裁判所は以下二つの重要な点について指摘した。①株主が承認したストック・オプションについて会社資産の浪費を主張する場合、証明責任が原告にある。②原告が証明すべき浪費の基準は、合理的な経営判断なら、役員が提供されるサービスと付与するオプションの価値と比較して、非常に不適切であると判断するだろう、というレベルであると証明する責任がある³⁵⁷。

デラウェア州衡平法裁判所は 1990 年代を通じて、長きにわたり、適切な浪費基準の策定という大きな課題と格闘していた。Lewis v. Vogelstein 事件³⁵⁸までは、デラウェア州衡平法裁判所は、ストック・オプションに関する適切な判断基準について明確な見解を示さなかった。しかし、Lewis v. Vogelstein 事件では、最終的に二段階テストから離れ、利害関係のない株主が追認したストック・オプションに対して、古典的な浪費基準が適用された。

本件の概要は以下のとおりである³⁵⁹。1996 年、Mattel 社は年度株主総会で追認決議を得た上で、取締役らにストック・オプションを付与した、そこでは二種類のストック・オプションが付与された。一つは、各社外取締役に付与するもので、付与日から即時行使できる。もう一つは、各取締役が毎年再選任されるたびに、その就任期間に

³⁵⁵ Id. 本件のストック・オプションは事前の株主の同意を伴っていないため、無効とすべきとの請求もあったが、株主の追認によって「治癒 (Cured)」されるので、両裁判所とも当該請求を却下した。

³⁵⁶ Id. 裁判所は「判断の存在について問題がある場合、株主の承認があるか否かにかかわらず、本格的審理が必要である」と述べた。

³⁵⁷ Saxe 事件とほぼ同じ判断が下されている。

³⁵⁸ Lewis v. Vogelstein, *supra* note 319.

³⁵⁹ 本件の紹介として、近藤光男「ストック・オプションと株主総会の追認決議」商事法務 1601 号 36 頁 (2001) を参照した。

応じて付与されるオプションの上限が上昇していくものである。Mattel 社の株主が、ストック・オプションの付与を追認した株主総会における委任状説明書には、ストック・オプションのその時点での価値の見積書が記載されておらず、重大な瑕疵があり誤解を招くものであったこと、またそれは、会社が十分な対価を得るサービスに対して過大すぎる報酬であり、会社資産の浪費であると主張し、同社の取締役らの信認義務違反の責任を追及する形で本件訴訟を提起した。裁判所はその訴訟を却下した。

会社資産の浪費の訴求については以下のように述べた。すなわち、「浪費」とは合理的に行動する人が進んで取引をしようとする範囲を超える、不釣り合いに少ない対価で行われる会社財産の交換を意味する。この時、会社は少なくない対価を得ており、その状況から見て、当該取引には十分な価値があると誠実に判断したならば、たとえ事後的に当該取引は不合理なリスクを有するものだと結論づける事実認定がなされたとしても、それは浪費にはあたらない。裁判所は、浪費基準のもとで、対価の充足度を評価したり、あるいは事後的に経営リスクの適切程度を判断したりするのは適していない。浪費について、古典的な基準で判断するか、予想される利益との関係からみて合理的に評価するかの二つに一つである。最高裁は *Michelson* 事件において、贈与または浪費、あるいは会社にいかなる対価も存在しないことを適切なテストとして言及しているが、対価の十分さであるとか、会社が相応しい利益を得られることの保証ということには言及していなかった。衡平法裁判所も、釣り合いの基準ではなく、伝統的な浪費基準を相変わらず採用してきた。株主に集団行為問題が生じることはあるが裁判所が対価の公正さや十分さを判断することに比べれば、株主の同意は報酬を監視することにおいて、一つのより合理的な手段であることは間違いがない。いずれにしても、古典的な浪費基準は悪質な事案や擬制詐欺に対してある程度の保護を与えることは否定しがたい事実である³⁶⁰。

本件で、裁判所はついに、ストック・オプションの付与が会社資産の浪費であるか否かを審査する際の適切な基準は、果たして古典的な基準なのか、それとも釣り合い基準なのかという論争に終止符を打ったのである。裁判所は「過去において裁判所の用いた浪費基準は、実際には浪費の基準では全くなく、ただ一種の合理性あるいは釣り合いの吟味であった。」³⁶¹と述べた。初期のデラウェア州の裁判所は、浪費基準自

³⁶⁰ *Lewis v. Vogelstein*, supra note 319, at 339.

³⁶¹ *Id.*

体ではなく、合理性や釣り合いの取れた対価を受けたか否かを吟味していた³⁶²。これに対して Lewis v. Vogelstein 判決³⁶³は、Michelson v. Duncan 判決でしばしば言及されていた古典的な浪費基準（無対価、贈与、通常の慎重な者であれば合意しないものか否か）を採用することを明らかにした。

4.5 古典的な浪費基準の適切性

浪費についての証明は非常に困難であるが、それでも、浪費基準の利用は取引の内容に対しての一定の司法審査を可能とする。浪費基準の理論的根拠は、株主は浪費取引を追認できないとするものである³⁶⁴。浪費取引は伝統的に無効取引（違法な、詐欺的な、能力外など）であって、従って、株主の追認の対象とならないとみなされていた³⁶⁵。

デラウェア州衡平法裁判所は、株主による承認と取締役会の経営判断に敬意を払うような基準を適用することによって、原告である株主は、「浪費」を理由として提訴することが難しくなった。それでもデラウェア州最高裁が釣り合い(二段階)テストを完全に放棄し、古典的な浪費基準に従う理由は、①Kerbs 事件における二段階テストはデラウェア州会社法に一致しない³⁶⁶のと、②機関投資家の報酬計画に対する監視能力の強化と共に、裁判所による厳格な基準の必要性が少なくなってきた³⁶⁷ことが挙げられる。Vogelstein 事件において、Allen 首席裁判官は、機関投資家の増加によって役員報酬の監視については、裁判所の監視より、株主総会の承認の方が有効である³⁶⁸という判断を示した。つまり、古典的な浪費基準の方がより適切であるということになる。なぜなら、古典的な浪費基準によって、極めて特殊な状況を除き、裁判所は経営判断に対する審査というリスクを避けられるからだ。また、③古典的な浪費基準は

³⁶² Kerbs v. Cal. E. Airways, 90 A.2d 652, 654 (Del. 1952) (釣り合いな浪費基準を適用した判決。).

³⁶³ Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

³⁶⁴ Id.

³⁶⁵ Id.

³⁶⁶ Johnson, supra note 329, at 168. 1953年 DGCL 法が模範事業会社法から 141 条（取締役会の権限に関する）の規定を導入した。（本節 1 に参照）。

³⁶⁷ Id. at 169.

³⁶⁸ Lewis v. Vogelstein, supra note 319, at 338.

会社形態としての重要な機能-リスクを負う機能を保護する³⁶⁹。なぜなら、裁判所が自由に「後知恵をもって判断する」ことを許されるなら、潜在的に役員や取締役の企業価値向上のための創造性を抑制することになる可能性があるからである³⁷⁰。

その後の *Brehm v. Eisner* 事件 (Disney ⑤) において、最高裁が古典的な浪費基準をもって役員報酬計画が浪費であるか否かを審査したことは、釣り合い基準と明らかに異なる点である³⁷¹。Disney 事件以後、釣り合い浪費基準がデラウェア州最高裁判所によって採用されなくなった理由としては、まず、下級審判例が役員報酬に対して、古典的浪費基準に従って判断する傾向が強まったことである。そして、最高裁は単に古典的な浪費基準を認めたのみならず、これを強く支持するに至った。

その後の *Goldman Sachs* 事件³⁷²では、投資銀行の粗利の 48% を給与として支給するという会社の方針が問題となった。株主は、代表訴訟で「このような施策は株主への還元を減少させるものである」、「取締役は不誠実である」、「取締役は十分な情報をもって決定を下していない」、「浪費にあたる」等の主張をした。しかし、そもそもこのような会社の方針は、トレーダーが多く利益を上げようとする動機付けの役目を果たしており、それによって会社の利益、ひいては株主への還元額を引き上げようとしたものであるから、原告の訴えが認められることはなかった。

2009 年の *Citigroup* 事件³⁷³において、裁判所は全ての監視監督義務違反に関する訴求を却下したが、CEO Charles Prince の報酬における「浪費(waste)」に対してのみ審査を行った。最終的に裁判所は、「浪費」であることを否定はしなかったが、浪費基準において、一般的に従った基準よりも厳しく審査がなされ、過剰な報酬パッケージを審査する「意欲」を示した³⁷⁴。本案件の発端として、2007 年 11 月、Citigroup 社と CEO であった Charles Prince の間で彼の退職時に基本給やボーナスなど、合計 6800 万ドルの報酬と秘書、車、次の会社に就職するまでの 5 年間の運転手といった条

³⁶⁹ Johnson, supra note 329, at 170.

³⁷⁰ Steiner v. Meyerson, Civ. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995)

³⁷¹ Johnson, supra note 329, at 172.

³⁷² In re The Goldman Sachs Group, Inc. Shareholder Litigation., WL 4826104(Del.Ch. 2011) .

³⁷³ In re Citigroup Inc. S'holder Derivative Litig., 964 A.2d io6, 138 (Del. Ch. 2009).

³⁷⁴ Id. at 112.

件を与える契約を交わしたことがあった。その見返りとして、彼は会社と非競争契約、非誹謗契約などの協定を結んだ。2009年3月7日、デラウェア州衡平法裁判所は、民事訴訟法 Rule 12(b)(6)に従って原告が、「被告が Caremark（監視）義務違反を犯し、かつそれは浪費であった」ことを証明できなかったことに加えて、Rule 23.1によって事前デマンドの無益であることを証明することができなかったことを認め、原告の訴求を却下した³⁷⁵。

4.6 小括

株主の承認は、取締役を忠実義務や注意義務から保護することを可能とするが、会社資産の浪費から保護することはできない³⁷⁶。しかし、取締役が誠実に行動し、会社が十分の対価を得た場合には事後的に当該取引が極めて不合理、かつリスクであることが発見されたとしても、「浪費」とは認められない³⁷⁷。つまるところ、経営判断の権限は裁判所ではなく、取締役会に帰属するため、裁判所が「いくらなら過大であるか」³⁷⁸ についてははっきりと判断できないのである。

「浪費」と認められる基準は思いの外高く、「原告株主が証明できない程度のものである」³⁷⁹とされる。類似な事件である *Telxon Corp. v. Bogomolny*³⁸⁰、*Sample v. Morgan*³⁸¹ 事件においても、デラウェア州衡平法裁判所は同様の判断を下した。実際に、有名な判事は浪費を証明することができる事件は、「ネス湖のネッシー」のように恐らく存在しないと云えるほど稀であると述べている³⁸²。

³⁷⁵ Id.

³⁷⁶ Johnson, *supra* note 329, at 145.

³⁷⁷ Disney 5, *supra* note 309.

³⁷⁸ *In re InfoUSA, Inc. S'holders Litig.*, 953 A.2d 963, at 983 (Del. Ch. 2007).

³⁷⁹ *In re 3COM Corp. S'holders Litig.*, No. C.A. 16721, WL 1009210, at 4 (Del. Ch. 1999).

³⁸⁰ *Telxon Corp. v. Bogomolny*, 792 A.2d 964, 967-68 (Del. Ch. 2001).

³⁸¹ *Sample v. Morgan*, 914 A.2d 674, 650 (Del. Ch. 2007).

³⁸² *Steyner v. Meyerson*, C. A. No. 13139, WL 441999 (Del. Ch. 1995).

5 株主の承認

株主は役員報酬に対して不満をもつ場合に、代表訴訟を提起することが可能であるが、代表訴訟を提起するためには、デマンドの無益を証明しなければならない。しかし、デマンドの無益が認められたとしても、取締役会の決議は経営判断原則によって保護されることから、訴訟に勝つことは極めて困難である。それにもかかわらず、株主は、様々な面から役員を訴えようとしている。まず、①取締役会によってなされた報酬決定は、十分な情報に従ったものではないと主張する場合（Disney 事件、Adams 事件）。そして、②役員報酬に関する訴訟においては「会社資産の浪費」が往々にして主張される（Vogelstein 事件を始めとし、本論文で紹介した全ての事件の原告は浪費を主張した）。その他、③ストック・オプションにおける株主の承認がなかった、または承認手続きを不適切であると主張する（Facebook 事件など）。さらに、④株主承認があったとしても、承認する際に開示すべきものを開示しなかったと主張する（Sample 事件）。⑤承認されたストック・オプション計画には、「意味のある制限」がないことから無効であると主張する（Slager 事件、Templeton 事件など）。⑥Say-on-Pay 投票において、否決された報酬計画に対して取締役会がなんらかの変更も行われなかったことを主張する（Rynd 事件など）というように、あの手この手の方策が取られている。

5.1 委任状説明書（Proxy Statement）における開示の重要性

株主が、浪費基準以外の株主報酬に意見を申し立てる際の理由として、委任状説明書における役員報酬計画についての記載が虚偽、もしくは不十分であるなどがある。この時、原告が不実開示を証明できるなら、取締役らは開示義務違反を犯したと見なされる。開示による信認義務は、「完全な誠実(complete candor)義務」と同様の意味で使われ、取締役が株主に何らかの行動を求める際には手元にある全ての情報を株主に開示することが求められる³⁸³。デラウェア州の大部分の裁判所は、SECによる開示規制ルール 10b-5³⁸⁴とデラウェア州法に従って株主への情報開示の完全性について審

³⁸³ Lawrence A. Hamermesh, *Calling Off the Lynch Mob: The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty*, 49 Vand. L. Rev. 1087, at 1097-98 (1996).

³⁸⁴ SEC Rule 10b-5, 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2013). 何人も、証券の買付けまたは売付けに関連して、直接または間接に州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為をしてはならない。(a)詐欺を行うために策略、スキームまたは技巧を用いるこ

査を行う。さらに、「開示内容において除外された事実については、もしも開示されれば利用できる情報に著しい変化が見られることと、合理的な投資家にとって、重要だとみなされることが必要である」³⁸⁵。具体的な報酬計画が承認される状況において、デラウェア州裁判所は開示義務について、「公正な関係条項の概要、提案された報酬計画の条件、及び取締役会の知識範囲内の問題と関係する重要な資料」³⁸⁶を開示することを要求する。

デラウェア州裁判所は、全ての関係情報を開示すべきであるとは要求していない。開示すべき情報を判断する際に、有益な開示と株主を害する無用情報とを均衡させるためである³⁸⁷。次の Sample 事件と Tyson Foods 事件は、会社が役員報酬に関する情報を株主に「完全な開示」をしているかどうかの重要性を示した。

Sample v. Morgan 事件³⁸⁸は、取締役会によって役員を「維持する」ため、当時、一株の市場価格は 5.6 ドル以上であったにもかかわらず 20 万株を総額 200 ドル（1 株 1 セント）で役員に発行した³⁸⁹。株主はこれらの行為を会社資産の浪費であり、株主による承認は意図的操作による開示によってなされたものであるとし、役員報酬の無効を請求した。これに対し、デラウェア州衡平法裁判所は取締役報酬に関する情報の開示義務違反を支持する立場を明らかにした。裁判所は、請求が却下されないためには原告が承認決議に影響する情報を開示していないことを証明しなければならないと述べた³⁹⁰。ここで、除外された情報は、①株主によって承認された全ての株が「過半数の内部関係者」に付与されること、②インセンティブ計画によって付与される株式数は、会社が 5 年以内に発行できる全ての株式数であることの二点である³⁹¹。本件においては、内部関係者に 20 万株を発行することが既存株主の利益を損ない、報酬承認

と。(b)重要事実について不実表示をすること、または表示がなされた状況に照らして、当該表示が誤解を生じさせないようにするために必要な重要事実の表示を省略すること。(c)他人に対し詐欺、もしくは欺瞞となり、またはそのおそれのある行為、慣行もしくは業務を行うこと。

³⁸⁵ TSC Indus. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

³⁸⁶ Lewis v. Vogelstein, *supra* note 319.

³⁸⁷ Solomon v. Armstrong, 747 A.2d 1098, 1128 (Del. Ch. 1999)

³⁸⁸ Sample v. Morgan, *supra* note 381.

³⁸⁹ Id. at 650.

³⁹⁰ Id. at 665.

³⁹¹ Id. at 666.

に影響する情報であると認められ、本件発行が無効であると判断した。また本件株主の承認は錯誤のある情報に基づいてなされたため、原告株主の開示責任の追及を支持した³⁹²。裁判所は、原告が承認決議に関する重要な事実が開示されていないこと、または取締役らが提案理由について十分かつ公正な解釈ができないことを証明しなければならぬ旨を明示した³⁹³。

In re Tyson Foods Inc. Consolidated Shareholder Litigation 事件³⁹⁴もまた、役員報酬を背景とした取締役信認義務違反を主張した株主代表訴訟である。デラウェア州衡平法裁判所は株主の承認が有効となる条件は、委任状説明書において、役員報酬に関する情報が「完全かつありのままの真実である」ことを開示することである³⁹⁵と述べている。特に Tyson 事件において、「重要な情報」の開示の必要性を明らかにしたのみならず、裁判所は経営判断原則の適用範囲を一定の場合には狭めた³⁹⁶。裁判所は、原告が以下の証明ができるならば、経営判断原則に対抗することができる³⁹⁷と述べた。すなわち、裁判所は①請求された報酬はオプション計画に従ったものであり、②報酬に同意した取締役らが有した重要な非公開情報が間もなく発表されることによって会社の株価に影響を与え、③取締役らがオプションの行使価格に対する株主承認の制約を回避する意図をもってオプションを発行したとの判断を下した³⁹⁷。

Tyson 事件において、特別な状況においてのみ裁判所は経営判断原則の避難港の範囲を縮小させた。特殊な事例を除いて不満を持った株主が、浪費や開示欠陥にも関わらず承認された役員報酬に異議を申し立てる行動は依然として制約を受ける。この状態は、Seinfeld v. Slager 事件まで維持される。

5.2 新たな基準：意味のある制限

経営判断原則が適用されないのは自己取引 (Self-dealing Transaction) であるが、取締役が自己取引の審査を避ける道としては、①報酬計画は、独立取締役より構成さ

³⁹² Id.

³⁹³ Id. at 665.

³⁹⁴ In re Tyson Foods Inc. Consolidated Shareholder Litigation. No. C.A. 1106-CC, WL 2351071 (Del. Ch. 2007).

³⁹⁵ Id. at 4.

³⁹⁶ Id.

³⁹⁷ Id.

れた報酬委員会によって作成されること、と②株主により承認されることの二つがある³⁹⁸。Sample 事件と Tyson 事件において、デラウェア州衡平法裁判所は、株主の承認が「白地小切手」ではなく、取締役が信託義務違反があれば、適切な承認があるとしても責任追及されることを示した³⁹⁹。

裁判所が「完全公平(entire fairness)基準」の適用を認めることは、過剰な報酬に対する訴求が完全な証拠開示手続へ進むことでもある。前述のように、デラウェア州法において、裁判所は取締役が、誠実でかつ注意義務を怠っておらず、利益の相反の状況にない場合、経営判断について「後知恵」で審査することを拒否できる立場にある。しかし、経営判断原則が適用されない場合では、完全公平基準によって厳密に審査されることになる。この基準を満たすためには、取締役は自らが採った手続と、受け取った報酬が会社に対して公正であることを証明しなければならない。

5.2.1 背景

1930年代、Adolf Berle & Gardiner Means は、「経営と所有の分離」という視点に注目していた。上場大会社の株主は会社を所有するが、経営は行わない。そして、取締役は会社の所有者ではないが、実際に会社を経営している⁴⁰⁰。コーポレート・ガバナンスとは、利益が相違するグループを連結させ、役員が自分自身の利益を最優先するのではなく、株主の利益を最優先に行動させる仕組みである。当時、米国の上場大会社株主の多くは一社の株を僅かしか持っておらず、会社の所有者ではないはずの取締役が、ほぼ完全に会社をコントロールしているといわれた⁴⁰¹。

1950年代、Joseph Livingston は役員報酬が過剰であり、それは自己取引に相当すると主張していた⁴⁰²。彼の主張は「何人たりとも、自己の利益よりも他人の利益を優先する道理はない」というものである。1980年代になると、シカゴ大学の経済学者である Eugene Fama は、取締役会をコントロールするために、トップ取締役は自分自身の競争よりも株主の利益を優先、獲得すべきであると確信しているとし、この問題

³⁹⁸ Ravenswood Inv. Co. v. Winmill, No. 3730-VCN, WL 2176478, at 4 (Del. Ch. 2011).

³⁹⁹ Sample v. Morgan, supra note 381, at 668.

⁴⁰⁰ Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), at 13, rpt. Piscataway, NJ: Transaction Publishers (1991).

⁴⁰¹ Id. at 14.

⁴⁰² Joseph A. Livingston, *The American Stockholder*, 67 *The Yale Law Journal* 1447 (1958).

を改善するには、取締役会に社外取締役を置くことによって、経営者を監督する必要があると提言した⁴⁰³。1990年代、Charles Elson教授は、取締役会が経営者に占領されていると警告した。取締役の選任が、実際には株主による選任ではなく、会社の最高役員(CEO)が取締役を選任し、選任された取締役が彼らに従属する、つまり「経営者がビジネスをコントロールしている」状態にあることを指摘した。その結果、取締役らは経営者への過度な報酬の支払に同意することになる。そこで、取締役には、その報酬として株式を支給することによって、株主の利益との一致を図ることを可能とし、結果的に問題を解決に導けると提言した⁴⁰⁴。取締役の行為が自己取引に該当する場合は、経営判断原則が適用されない。忠実義務について、デラウェア州裁判所は、会社の最善利益の為、誠実に行動することであると定義した⁴⁰⁵。

2012年、デラウェア州裁判所のSeinfeld v. Slager判決とその後のCalm v. Templeton判決(2015年)は役員報酬に関する派生訴訟に新たな道を開いた。両事件の判決において、被告の請求を認めず、Slager事件は自己取引に関係するため、当該原則は適用されないと判断した。もし取締役らが自分の報酬を決定する際に、事前に株主による同意、「意味のある(meaningful)」制限に従っていれば、経営判断原則が適用されていたことだろう。現在多くの公開会社が、役員に対する株式に関する報酬計画について株主の同意を要求するとする制限をかけている。Tower Watson survey 2015の委任状説明書によれば、関連する27%の計画の提案において、なんらかの制限が設けられており⁴⁰⁶、取締役の総報酬額に対して制限を設ける会社とエクイティ報酬に対して制限を設ける会社が存在する⁴⁰⁷。

⁴⁰³ Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 Journal of Political Economy 288, at 288, 293 (1980).

⁴⁰⁴ Charles Elson, Executive Overcompensation— A Board-Based Solution, 34 Boston College Law Review 937, at 942 (1993).

⁴⁰⁵ Gaylord Container Corp. S'holders Litig., 753 A.2d 462, 475 n.41 (Del. Ch. 2000).

⁴⁰⁶ <https://www.towerswatson.com/en-US/Press/2015/08/compensation-for-outside-us-corporate-directors-increased-4percent-in-2014>.

⁴⁰⁷ JACOBS社などは、報酬総額に対して制限がある。1999年の委任状説明書において社外取締役の報酬は年間60万ドルの制限がある。<http://invest.jacobs.com/investors/SEC-Filings/SEC-Filings-Details/default.aspx?FilingId=11064861>。Intel社などは、株式授与について制限をしている。<http://investor.gopro.com/secfiling.cfm?filingid=1500435-15-15&cik=1500435>

5.2.2 Seinfeld v. Slager 判決⁴⁰⁸

2012年までの事件では、株主が承認した役員報酬に異議を唱える唯一の道は、株主がデマンドをして、会社がデマンドに応じて取締役を提訴するものであった⁴⁰⁹。そこで、Slager 事件判決は、取締役らは、自分に付与した報酬が会社にとって完全に公正であることを証明する責任があるとのより厳格な新たな基準を導入した。本件は、Republic Services 社（以下「RS 社」という）の株主が、取締役が自分自身に過大なストック・オプションを付与することは忠実義務違反であると主張したことに端を発する事件である⁴¹⁰。原告は、RS 社取締役会が2009年から2010年の間、取締役に付与した行使期間が一定期間に制限されたストック・オプションが多すぎることを主張した。RS 社の株主総会によって承認されたインセンティブストック計画規定に従えば、取締役は1050万株の範囲内で、その発行権限を持つ。その内250万株は、オプションもしくは株式評価益権（stock appreciation rights）として「適格な個人」に付与することができ、125万株は業績連動株、制限付き株を普通株式として「適格な個人」に付与することができることと規定されている。さらに、本計画は枠内の制限付株式の発行において取締役に「十分な自由裁量権」を与えている。⁴¹¹

2009年、被告取締役は自分自身にも「適格な」計画加入者として74万ドルの制限付株式を付与した。結果として、取締役の年度個人報酬総額は83万ドルから89.1万ドルに上昇した。2010年、取締役会が全ての取締役に對して21.5万ドルの制限付株式を授与したことによって、取締役個人の当該年度報酬も32万ドルから34.5万ドルに上昇した。原告株主は、取締役らの報酬はRS社の取締役会の同等の地位の成員に比べて明らかに過多であり、会社財産の浪費にあたりと主張した。

デラウェア州衡平法裁判所は、株主の承認を検討した。本件計画に明確性が欠けていたことを問題としたRS社のインセンティブ計画は、株主の承認を得ていたことによって直ちに経営判断原則によって保護されるという結論は拒否された。ここから、本

⁴⁰⁸ Seinfeld v. Slager, 2012 WL 2501105 (Del. Ch. 2012). 事件解説: Lilia Volynkova, Seinfeld v. Slager: The Delaware Chancery Court's New Legal Standard for Reviewing Directors' Decisions About Their Own Pay, 58 N.Y.L. Sch. L. Rev 741-766. at 741 (2013-2014).

⁴⁰⁹ Lewis v. Vogelstein, *supra* note 319, at 339.

⁴¹⁰ Seinfeld v. Slager, *supra* note 408.

⁴¹¹ *Id.* at 10.

件計画に明確性が欠けていたことを問題としたインセンティブ計画において「十分な定義(sufficient definition)」が欠除するとみなされたことにより、取締役が経営判断原則によって保護されないという結論となった⁴¹²。

役員報酬の判断について、裁判所は新しい基準を公表した。つまり、「株主は本計画を承認したが、取締役が経営判断原則の恩恵を享受するためには、計画において、株主による意味のある制限が必要不可欠である。」⁴¹³さらに、裁判所は「より明確な計画によって、取締役会の報酬決議が経営判断原則によって保護される可能性が高くなる」⁴¹⁴と述べている。「取締役に完全な自由裁量が与えられており、株主承認の権限下においても、金額や授与条件について規制が少なければ、取締役会は本取引の公平性を証明する責任を負うかもしれない」⁴¹⁵。RS社のインセンティブ計画規定においては、裁判所は、有効な制限がないと判断した。その理由は、本計画規定が個々の取締役に対して125万株を授与できることは、2009年の平均株価一株24.89ドルで計算すれば、取締役一人につき約2170万ドルを授与することが可能ということである⁴¹⁶。従って、取締役は自分自身に大量なボーナスを授与することに関心を持つことになり、利益相反性が生じるため、自分に授与した報酬が完全公平であることを証明する責任を負う⁴¹⁷。

Slager判決はデラウェア州法に、取締役が自己報酬を授与する場合の新たな基準を創設した。新基準は、取締役が報酬計画の提案または自己報酬の授与を行う際に、どういった基準に従えば、事前に承認された報酬計画は経営判断原則によって保護されるかを明確にした。この新基準に従えば、会社と取締役らが以下の点を守るなら、責任を回避することができる。①取締役への授与が株主の承認した明確な条項と一致しなければならない。すなわち、取締役は、株主が承認した権限内で、厳格に「条文」に従って行動しなければならない。②株主承認決議に提示される報酬計画が「十分かつ明確な条項」である。実は、本概念を初めて導入したのはIn re 3COM Corp.

⁴¹² Id. at 12.

⁴¹³ Id.

⁴¹⁴ Id.

⁴¹⁵ Id.

⁴¹⁶ Id. at 11.

⁴¹⁷ Id. at 12.

Shareholders Litigation⁴¹⁸（以下 3COM 事件という）である。3COM 事件は以下のようなものである。3COM 社の株主は、取締役会が設定する一定の上限に基づき、毎年それぞれのサービスに対して、株を授与することができることを含む報酬計画を承認した。具体的には、本計画が取締役会構成員に 6 万株、会長（Chairman）に 8 万株、委員会構成員に 2400 株の授与を認めた⁴¹⁹。本条項に従えば、それぞれ取締役役に 2 万 2500 株から 4 万 5000 株まで（価値は 65 万ドルほどである）授与することができる。裁判所は、「取締役らが自主的または一方的に、自分自身にストック・オプションを授与した」のではなく、むしろ、本件ストック・オプションが承認済み、かつ「十分明確な条項（sufficiently defined terms）」に従ったものであるため、被告取締役は経営判断原則によって保護されると判断した⁴²⁰。

3COM 事件において、デラウェア州衡平法裁判所は明確に、本件報酬計画は経営判断原則によって保護されると判断した。本件の特徴は、3COM 社の取締役会が株主にストック・オプション計画の拡張を請求したことである。すなわち、現在の制限における計画では、大規模なストック・オプション計画が必要となる際に、余裕がないため、株主の承認が必要となったのである。それに反して、Slager 事件では、取締役が株主の承認なしに、自分自身に 30 倍近くの金額の賞与を授与できる点が焦点となった。重要な問題は、当該計画が、取締役が一方的に自らの報酬を増加させることを制限することができるか否かである⁴²¹。裁判所は、Slager 事件における RS の報酬計画と 3COM 事件とを区別することによって、「十分な定義」が欠除する箇所を挙げ、RS 社の計画が事実上、取締役に無限的自己報酬の決定権を与えていることから、「制限」がない⁴²²と強調している⁴²³。③計画は、特別に付与される賞与に対して「意味のある制限」を課さなければならない。3COM 事件と合わせて見れば、株ベースの報酬に関する「明確な制限」を推測することができる。また、計画においては、発行権限を有する株式総数と毎年適格な個人に授与することができる明確な数を、最低限、設定しなければ

⁴¹⁸ In re 3COM Corp. S' holders Litig., supra note 379.

⁴¹⁹ Id.

⁴²⁰ Id. at 3.

⁴²¹ Id.

⁴²² 理論上は、RS 社の取締役会が毎年取締役に 2200 万ドルに相当するストック・オプションを授与することができる。当時、RS の取締役の平均報酬は約 18 万ドルであった。

⁴²³ Seinfeld v. Slager, supra note 408.

ならない。しかし、必ず授与できる最大限度数の規定は不十分であり、それについては、特別なガイドラインや規制などに照らし合わせて「有意義」であることが要求される。

確かに、Slager 判決は役員報酬を審査する際に、より厳格な基準を策定した。Slager 判決に示された「意味のある制限」を踏まえれば、取締役は自身を責任追及の手から守るために、自社の報酬計画に十分に明確な条項と意味のある制限が設けられていることを確認しなければならない。

取締役の責任を制限するもう一つの方法としては、報酬計画が「十分適切な定義」と「意味のある制限」条項が欠除していたとしても、当該報酬計画が独立顧問によって作成されたことを証明する方法がある。DGCL 141 条(e)に従えば、株主や会社にとって不公平であるとしても、取締役が適切かつ誠実に専門家の助言を信頼した判断は保護される⁴²⁴。

Slager 判決は、重要な説明責任に関連して、取締役報酬決議における特別な配慮の必要性をもたらした。他方、取締役にとっては、代表訴訟による責任の追及リスクが増大した。しかし、Slager 基準においては「意味のある制限」とは何かを明らかにしておらず、まだ十分に成熟していないため、デラウェア州の会社と取締役らが、如何なる防衛手段を持って経営判断原則による保護を確保するのかという問題は不明確なままである。

5.2.3 裁判所の近年の動向— Calma v. Templeton 判決

Calma v. Templeton⁴²⁵事件はデラウェア州衡平法裁判所が 2015 年に扱った事件である。本事件では、取締役が、株主総会で決議された報酬計画に従って役員に付与したインセンティブ報酬に「意味のある制限」が課されていないと判断され、その責任が認められた。この点については、多くの米国上場会社がこの脆弱性によって、取締役報酬に関して信認義務違反を主張する潜在的訴訟に直面していることが注目される。

本件事実は以下のとおりである。Citrix Systems 社（以下「CS 社」という）の報酬委員会が、2011 年、2012 年及び 2013 年において、2005 年に制定されたインセンティブ報酬計画（以下「本件計画」という）に基づいて、8 名の非従業員取締役(non-

⁴²⁴ DGCL § 141(e).

⁴²⁵ Calma v. Templeton, C.A. No. 9579-CB (Del. Ch. 2015).

employee directors) に対して制限付き株式(RSU)を付与した。本件は計画制定後、修正案とともに、CS社の利害関係のない株主によって承認された。これにより、CS社の取締役、役員、従業員、コンサルタントなどは本件計画から利益を得られることとなった。本件計画における唯一の制限は、受益者に付与するRSUの年間上限額を100万株とした点である。なお、CS社の100万株の本件訴訟提起時における市場価格は5500万ドルであった。これについて原告株主は、被告取締役ら⁴²⁶に授与したRSUと現金報酬を合わせると、同じ地位を有する同業会社の取締役の報酬と比較して、明らかに過剰であることを主張し、本件取締役が①信認義務違反、②会社資産の浪費、③不当利得にあたるとして請求を行った。これについて原告株主は、本件計画は株主の承認を経たにもかかわらず、「意味のある制限」が存在しないため、取締役は会社に対して「完全公平」であることを証明しなければならないと主張した。被告取締役は、本件計画が株主によって承認され、かつRule 23.1に基づいて、当該訴訟が事前のデマンドを欠いているため、原告の主張は適格でないとし、訴訟の却下を請求した。

本件において、以下の事実が判明した。2005年5月、CS社の過半数の株主が本件計画(株式インセンティブ計画)を承認した。当該計画は「会社の従業員、非従業員取締役、オフィサー、コンサルタント、顧問に株式を授与すること」と「優秀な取締役とする人材を引きつけ会社を維持すること」によって、「CS社の利益を向上させる」という目的で採用された⁴²⁷。最初の計画においては、総数1010万株中の50万株はRSUとして授与することができると規定された。その後、数回の改正を経て、現在の計画は総数4860万株中の1600万株をRSUとして授与できることとなった。この計画の中には非従業員である取締役の年度授与額は詳述されていない。つまり、取締役や役員などに対して、地位による制限が設定されておらず、報酬委員会(取締役会)が具体的に誰にいくらRSUを授与する、といった権限を有している。CS社の2010年における上位5名の取締役の平均報酬総額は約30万ドルであった。2011年になると、取締役会によって会社取締役報酬に変更が生じたが、これらの変更は株主による承認を経ていなかった。2011年6月、会社の取締役それぞれに対してRSUとして4,000

⁴²⁶ 本件被告の中、CEOかつ議長であるTempletonは従業員取締役(employee director)であるため、彼に対する請求は却下された。

⁴²⁷ Calma v. Templeton, supra note 425, at 4.

株を授与したが、それは当時の株価で計算すれば 34 万ドルにも相当した。その後、2012 年、2013 年も同様に 4,000 株が授与された。

裁判所は、本件過半数以上の取締役が RSU を受け、株主の事前のデマンドが無益であり、原告適格を有すると判断したが、さらに、被告は本件計画において CS 社株主の承認の存在を証明できないと判断した。なぜなら、本件計画の授与対象の範囲には、多くの取締役の他、役員、コンサルタントなどが含まれ、会社(取締役会)が取締役らへの巨額な報酬を決定するに際して、株主に何らの承認請求もしなかったからである。以上により、RSU は自己取引であると言え、ここで適切な審査基準は完全公平基準であり、それに従って審査した結果から取締役を支払われた報酬総額は会社にとって不公平であると合理的に考えられる。また、被告は RSU によって不当利得を取得したが、RSU が会社資産の浪費を構成したとは必ずしも言えない。それゆえ、裁判所は、訴求の①と③を認め、②を却下すると判決を下した⁴²⁸。

本事件は、二つのコモン・ロー原則の下で議論されている。第一の原則は、取締役会の具体的な決議を支持する過半数の利害関係のない株主が、開示された情報に基づいて、(脅迫などのない)安定した精神状態でなされた承認は、訴訟において取締役会の具体的な決議を防衛する効果を有する⁴²⁹。第二の原則は、有効な株主の承認が浪費による信認義務違反の審査とどのような関係があるか⁴³⁰。過半数以上の株主による承認のみでは、浪費を承認したとは認められない。なぜなら「会社資産の浪費については株主全員の同意が必要だから⁴³¹」である。本件においては、2005 年 CS 社の株主が同意した報酬計画(及びその後の修正案)が過半数の株主によって承認された。本計画においては、授与可能な株式数と、それぞれの受益者(beneficiaries)に対して年間授与可能な株式の総数が規定されているが、具体的に会社取締役に対して授与可能な株式数や形式は規定されていなかった。そこで、当該計画の 6.1 条において「取締役は、本計画において、その他の受益者と同様に年間 100 万株以内の RSU を受けることができる」と規定した。それによって裁判所は、本件が完全公平基準を適用し得るとの判断を下した。

⁴²⁸ Id. at 3.

⁴²⁹ Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695 (Del. 2009).

⁴³⁰ Michelson v. Duncan, supra note 322; Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

⁴³¹ Saxe v. Brady, supra note 330; Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

本件は、株主の事前の承認について、Sample 判決及び Slager 判決で言及した「白地小切手」、「完全な自由裁量」と同様に、取締役の報酬計画に対して、具体的に「意味のある制限」が存在しなければ、完全公平基準によって審査されると述べており、デラウェア州が以前の判例法理で示した立場と同様である。本件においては、とりわけ特殊な事実が存在しているのではないにもかかわらず、責任が認められた幾つかの点について、米国の多くの上場会社が役員報酬に関する「意味のある制限」を欠いており、それによって潜在的訴訟に直面していることがわかった。結果的に、本事件を踏まえると、会社が自社の現行の報酬制度を十分に再検討すべきであることが言える。しかし、デラウェア州裁判所は、果たしてどのような制限が「有意味」な制限であるかを依然として明らかにしていない。

5.3 利害関係のない支配株主による追認の効力

米国の株主総会では、様々な追認決議が行われることが珍しくない。ほとんどの場合は、取締役の利益相反取引についてである。しかし、その追認によって得られる法的効果については必ずしもはっきりしてはいなかった。代理法理における追認とは、無権代理行為について本人がそれを行うことによって、有効な代理行為とするものであろう。しかし、株主総会における追認決議は、代理法理における追認とは異なる面がある。前記 Vogelstein 事件判決において、デラウェア州裁判所は株主の追認に関して、以下三つの要素を考慮すべきであると指摘した。すなわち、第一、本人に当たるのは一人の人間がいるのではなく、株主クラスという多様な個人のグループまたはクラスであること、第二、会社法において株主がしばしば追認するのは権限欠如についてではなく、取締役の忠実義務違反に関することである、つまり、株主の利益に合致する行為の承認であること、第三、追認された事項が株主にとって利益相反行為であるならば、DGCL 144 条（利害関係を有する取締役）が適用される⁴³²。DGCL に従って、株主が会社に関する事項について意見を表明する方法には二つある。①直接株主総会、または委任状において意見を表明する。この場合、DGCL 228 条（総会に代わる株主または社員の同意）において、定款に別段の定めがない時は、会社の年次株主総会において議決すべき事項が提起される。②書面決議による。書面による同意が、権限を有する、決議に必要な最低数の株主により署名され、登録された事務所に提出すること

⁴³² Lewis v. Vogelstein, supra note 319.

が要求される。なお、全員一致よりも少ない書面による同意の場合は書面によって同意しなかった株主に対し、速やかに通知しなければならない⁴³³。

2015年のFacebook株主代表訴訟事件⁴³⁴は、2013年Facebook社取締役会によって決議された、8人の取締役会構成員のうちの6人の社外取締役及び非執行取締役に対する報酬計画に関して、①信認義務違反、②不当利得、③会社財産の浪費が主張された事件である。被告であるFacebook社の取締役は、本件報酬決議において、過半数以上の取締役が「利益相反」違反状態にあることを認めた上で、完全公平基準による審査の可能性も認めているが、過半数の利害関係のない株主に報酬情報を完全に開示し、承認を得られれば、経営判断原則によって保護されるべきであると主張している。本件訴訟提起後、創設者でもあり、支配株主であるMark Zuckerberg（60%以上の株式を保有）は宣誓供述書において、取締役らが主張する、株主による「承認」を得た。ZuckerbergはFacebook社の社内取締役として本件報酬決議に参加したが、本件報酬授与の対象ではないため、自らは利害関係のない株主であることを主張した。本件の争点は、支配株主が「宣誓供述書」において行った承認が、株主承認としての効力を発揮するか否かにある。ZuckerbergはDGCL 228条に規定された株主総会及び書面承認の形式に従わず、反対意見を唱える株主に対する通知義務も怠った。そのため原告は、株主の承認はこの二つのうちいずれかの方法で行われなければならないことを改めて主張した。それに対し被告は、Lewis v. Vogelstein判決を引用し、株主によって追認された利益相反行為の効力は有効であると主張し、支配株主であったZuckerbergが本件決議に対して忠実に承認形式に従っていなくとも、十分な承認権限に価すると主張した。⁴³⁵

本件について裁判官Bouchardは、「デラウェア州会社の支配株主（controlling stockholder）は重大な権限を有し、一定状況下における取締役の利益相反取引決議に対する承認によって会社行為への司法審査を回避させることができる。私の意見としては、これらの権限を以て、要求された形式的要件を免除することはできない」⁴³⁶と指摘した。「伝統的な代理法理では、本人が正式でない形で代理人の行為を承認する

⁴³³ DGCL. §228.

⁴³⁴ Espinoza v. Zuckerberg, No. 9745-CB (Del. Ch. 2015).

⁴³⁵ Id. at 2.

⁴³⁶ Id.

ことが認められているが、会社法上の体制に照らせば、それは不適切となる。会社法上は、承認する際に、当事者である株主らの共同意思決定は正式な手続を経ていなければならないが、代理法理論においては、追認によって発生するコストは本人のみ負担することであり、会社支配株主の決定は少数株主にも影響される⁴³⁷。また、「これらの手続き上の規制は実際に取りられた措置や当該決議に同意するために必要な株主数、特に反対する株主に対する透明性を向上させるためのものである。」「Lewis v. Vogelstein 事件では、年次株主総会においてストック・オプション計画が追認されたため、本件(Facebook 事件)のような問題は存在しない⁴³⁸。裁判所は「デラウェア州会社の株主が単独支配株主であっても、利益相反取引を承認する決議は DGCL に規定された方法以外の手段を認めることができない⁴³⁹」との決定を下し、「これらの決定によって、完全公平基準が 2013 年の役員報酬に適用される。そのため、被告が取締役らの報酬が完全公平であることを未だ証明できていないため、略式判決の請求を却下する。また原告は会社資産の浪費についての合理的な証明を完了できていないため、本請求を却下する」との最終判決を下した。

6 Say-on-Pay に基づく事件

2010 年 7 月に可決成立したドッド=フランク法によって、Say-on-Pay が法定され、2011 年には本規制が 34 年法に取り入れられ、全ての上場会社が株主に、役員報酬に関する発言権を与えることが要求された。本節では、株主総会で Say-on-Pay 投票が行われ、たとえこの役員報酬が支持されず否決されたとしても、取締役会は役員報酬を取り消す、または変更することがなかった際に、取締役が責任を行うか否かの裁判例の検討を行う。

⁴³⁷ Id. at 32.

⁴³⁸ Id. at 19.

⁴³⁹ Id. at 17.

6.1 Cincinnati Bell⁴⁴⁰事件 (2011)

NECA-IBEW Pension Fund ex rel. Cincinnati Bell, Inc. v. Cox 事件において、2010年、会社の純利益は6130万ドルに減少し、一株における収益も0.37ドルから0.09ドルまで下落し、株価も3.45ドルから2.80ドルまで下落した結果、当該年度株主収益率はマイナス18.8%であった。それにもかかわらず、取締役会はトップ3名の取締役の報酬増額を行った。2011年の株主総会においては、2010年の報酬について株主投票が行われた。その後、代理投票において三分の二以上の反対により、2010年の報酬計画は否決された。続いて株主は、この否決に基づき、取締役が会社の業績が良好でないにもかかわらず、取締役の報酬増額計画案を可決したことは信託義務違反であると主張し、代表訴訟を提起した。オハイオ州地方裁判所は、「被告取締役に本件報酬の授与決議をし、それを同意し、さらに株主に本件報酬承認を推奨し、及び株主の否決を受けたことなど、原告が十分な事実をもって、同じ取締役が本件独立な経営判断の範囲を超えて、争点である報酬について取締役は自分自身の信託義務違反責任を追及する可能性が低いことが証明された。」と述べ、原告の事前のデマンドの無益であることを認めた。

しかし、他の裁判所は派生訴訟を却下する際に、Cincinnati Bell 事件を区別しようと努力している。裁判所は本事件を区別する主な理由として、本事件の判決がオハイオ州法によって出されており、多くの事件はデラウェア州法を適用していることを挙げた。ある裁判所は「オハイオ州法に基づけば、取締役に対するデマンドの無益を審査する段階では、経営判断原則は無関係である、…従って、オハイオ州法に従う裁判所は棄却の申し立ての段階では経営判断原則を適用するか否かを判断しない⁴⁴¹」とも述べている。

⁴⁴⁰ NECA-IBEW Pension Fund ex rel. Cincinnati Bell, Inc. v. Cox, No. 1-451, 2011 WL 4383368, at 5 (S.D. Ohio, Sept. 20, 2011).

⁴⁴¹ In Gordon v. Goodyear, No. 12 C 369, 2012 WL 2885695 (N.D. Ill. Jul. 13, 2012)

6.2 Rual v. Rynd 事件⁴⁴² (2013)

現在、裁判所は Say-on-Pay の投票で株主の信認を得られなかった理由として経営判断に反論することには賛同しない。経営判断原則は常に、信認を得られなかった Say-on-Pay 投票から取締役を保護している。

本件の事実概要は以下のようである。Hercules Offshore 社（以下「H 社」という）は、デラウェア州会社法に基づいて設立された会社であり、主に石油や天然ガスの開発、生産事業のために浅海での掘削や海洋サービスを行う会社である。2010 年、会社株価が一株 1.17 ドル下落し、総収益は 11%下落したとともに、総資産も 3 億ドルほど減少した。株価が前年度と比べ、25%下落した。これらの不況にもかかわらず、役員報酬が 40%~190%の範囲で増額された。株主に提示した委任状説明書においては「本社の報酬委員会は、業績に連動する目的の報酬計画と、役員利益と株主の長期利益を一致させる報酬計画を設計し続ける」と記載した⁴⁴³。H 社は 2011 年の株主総会の委任状説明書において、ドッド=フランク法で規定された Say-on-Pay 規制に基づき、前年度（2010 年度）の役員報酬（以下「本件報酬」という）に対する株主による勧告的承認投票を求めることと記載されていた。しかし、2011 年の株主総会において、株主は本件報酬計画を承認する議案について 59%の株主が反対票を投じ、当該議案が否決された。しかし、その後、本件報酬が否決されたにもかかわらず、取締役会は役員報酬を取消し、変更するなどの措置を全く取らなかった。そのため、H 社の株主であった John, Stephen など 15 名が原告として（以下 X という）、株主による Say-on-Pay 投票において否決したにもかかわらず、H 社の業績が芳しくない状況下において役員報酬の引き上げが行われたことを主張し、H 社取締役会構成員、CEO 及び報酬コンサルタント (FWC 社) を相手に株主代表訴訟を提起した。被告は、本件代表訴訟の提起にあたり取締役会への事前の提訴請求がないなどを理由に訴訟の却下を請求した。

裁判所が指摘するには、①株主は、Say-on-Pay 投票権の役員報酬計画に対する効力と、報酬計画本来の特徴を誤解している。ドッド=フランク法による Say-on-Pay 規制は会社や取締役によって制約を受けており、報酬に関する投票結果は会社や取締役会

⁴⁴² Raul v. Rynd, 929 F. Supp. 2d 333(Del. 2013). 本件の紹介として、近藤光男「Say on Pay と取締役の責任（米国会社・証取法判例研究(No.326)）」旬刊商事法務 2049 号 52-57 頁 (2014)を参照した。

⁴⁴³ Id. at 4.

の判断を否定や変更するものであるが、会社や取締役会に対して信認義務を変更、追加したものではなく、あくまで拘束力のない助言投票であると強調した⁴⁴⁴。②原告はH社が厳格な業績連動政策を採用したという考え方に根拠を求めているが、実際には、H社の委任状説明書における役員報酬箇所には、財政上の業績連動は会社の報酬方針の一つであり、役員人材の維持などの方針などもあることが示されている。それを受けて裁判所は、「場合によって、会社の財政上の業績が良くない場合もあるが、その状況で役員報酬を増額する可能性もある」と述べた⁴⁴⁵。結果的に、裁判所はデマンドが免除されないという結論を変更する理由を見つけられなかったため、被告の却下の申立てを認容した⁴⁴⁶。

本件は、Cincinnati Bell 事件の判断と異なり、株主はデマンド無益の証明ができず却下されたが、裁判所は、仮にデマンドが免除されたとしても、ドッド=フランク法における Say-on-Pay 投票には拘束力がない点を強調している点が注目し得る。ドッド=フランク法は、それは取締役会に新たな信認義務を課すものではないと規定しており、同法は信認義務を配慮していないとも考えられる。その結果として、報酬に関する投票 (Say-on-Pay) で勝利した株主が代表訴訟を提起し、投票結果を加味しない取締役会に対して信認義務違反に基づく責任追及を行っても、取締役会によってなされた報酬政策については経営判断原則によって保護される。

7 小括

以上をまとめると、会社の役員報酬訴訟は、ほとんど成功しないと言える。まず、原告は、訴訟提起を困難にする手続的要件も満たさなければならない (デマンド)。そして、独立した取締役によって報酬が設定された場合は、通常、経営判断原則が適用される。また、株主が会社資産の浪費を主張したとしても、その主張が認められた前例は殆どない。原告株主に困難な証明責任が課されている。しかし、近年の判決によれば、ストック・オプションの授与に関しては、株主の承認があったとしても、具体的な意味のある制限がなければ、それは承認がないのと同等にみなされる。

⁴⁴⁴ Id. at 14.

⁴⁴⁵ Id. at 16.

⁴⁴⁶ Id. at 24.

第四章 分析

本章では、上述の米国役員報酬の変遷と連邦報酬開示規制、州法報酬規制について検討した結果の分析を試みる。

米国各州の制定法の多くは、定款に特に定めがない限り、取締役会に取締役及び役員の報酬を決定する権限を与えている⁴⁴⁷。そして、通常、大会社においては、取締役会内部に設置された報酬委員会が、役員及び取締役の報酬を審査し、取締役会に対して勧告を行う⁴⁴⁸。Bebchuk & Friedは「報酬に関する問題は裁判所の介入によって対処できることではない」と考えている⁴⁴⁹。この見解によれば、裁判所には、役員報酬契約の実質的な内容を審査する組織的な能力が不足しているとされる。つまり、役員報酬パッケージと政策の望ましさを判断する能力が不十分であると指摘しているのである⁴⁵⁰。実際には、2012年のSlager事件裁判以前、裁判所は、Bebchuk & Friedが指摘するように役員報酬に関する判断を控えてきた。これに対して、近年の裁判所の判断をみると、株主に有利な判断を下す事例が見られるようになった。しかし、株主が代表訴訟を提起するためには、まず、事前のデマンドが無益であることを証明しなければならない。これは、原告株主にとって大きな障害である。では、裁判所の役員報酬に対する監視の役割が期待できないとすれば、どのような代替手段が採用されるべきか。

以下では、米国役員報酬に大きな影響を与える報酬決定プロセス、具体的には取締役会、報酬コンサルタント、及び株主総会の関与について分析を試みる。

1 CEOの報酬とその他の役員報酬

1.1 CEOの報酬

米国において、しばしば議論されるのがCEOの報酬である。米国におけるCEOのインセンティブ報酬は、その他の国のCEOのインセンティブ報酬よりも高額である。多

⁴⁴⁷ 本文第3章を参照。

⁴⁴⁸ ALLI, Principles of Corporate Governance-Analysis and Recommendations §3A.05, (1994).

⁴⁴⁹ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 45.

⁴⁵⁰ *Id.*

くの場合、会社役員の中で CEO の報酬は最も高額であり、この高額報酬は上昇し続けている⁴⁵¹。第 1 章で紹介したように、1950 年代、一部の CEO たちは高額な報酬を受領していたが、大部分の CEO の報酬は決して不当に高額ではなかった⁴⁵²。1960 年代においても、大会社の CEO の平均報酬は 19 万ドル（現在のドルレートに換算すると 130 万ドル）であった⁴⁵³。CEO 報酬が急速に増額されたのは、1960 年代から 1970 年であった。そして、1980 年代から 1993 年の間にも大きな上昇を見せていた⁴⁵⁴。そして、さらに驚くべき上昇を見せたのが 1993 年から 2006 年の間であった。

法規制は取締役会に大きな会社運営権限を与え、会社の所有者である株主の同意を必要とする行為はわずかとなった（会社の合併事案、定款修正など）⁴⁵⁵。取締役会は CEO の雇用や解雇を決定する権限を持ち、CEO は会社の日常業務に関する決定を行う。そして取締役会は主要な決定事項の承認を行う（ほとんどの場合は賛成する）。米国における、大規模公開会社の中で、CEO を解雇する会社は毎年僅か 2%のみである⁴⁵⁶。

ある研究によれば、CEO の報酬が高いほど、取締役の報酬も高額化する⁴⁵⁷。CEO は取締役を兼任しており、かなり高い確率で、取締役会の議長も兼ねており、取締役の報酬を決定する際にも、強い発言権を有している。特に、CEO 退任後に他社の社外取締役に就任した者は、CEO に高い報酬を支払う傾向がある⁴⁵⁸。それゆえに、取締役が株主によって解雇されたり、報酬を下げられたりということは滅多になく、同僚たちと良好な関係を保っていさえすれば、再選任されることができるのである。また、多くの会社の独立取締役は他社の CEO を務めている（務めていた）。これによって、彼ら

⁴⁵¹ Donahue, *supra* 147, at 63.

⁴⁵² Carl T. Bogus, *Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy*, 41 *Buff. L. Rev* 1, at 10 (1993).

⁴⁵³ *Id.*

⁴⁵⁴ *Id.*

⁴⁵⁵ DGCL §242(b)(1); § 251(c).

⁴⁵⁶ Lucian A. Taylor, *Why Are CEOs Rarely Fired? Evidence from Structural Estimation*, 65 *Journal of Finance* 2051, at 2053 (2010) (S&P500 社の中、2%の会社が毎年 CEO を解雇する)。

⁴⁵⁷ Ivan E. Brick & Oded Palmon & John K. Wald, *CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism*, 12 *Journal of Corporate Finance* 403, at 417 (2006).

⁴⁵⁸ Brian G M Main & Charles A O'Reilly & James Wade, *The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives*, 4(2) *Industrial and Corporate Change* 293, at 302 (1995).

は、本務会社以外で社外取締役を務める際に、当該企業の報酬規制にある種の欠陥を見出したとしても、それを決して指摘せずに見過ごすことがあり得る。それは、自己の本務会社において、外部 CEO が同様のことをすることを恐れるからでもある。このように、CEO たちが同時に他社の取締役を務める状況は、複数の会社で報酬規制が機能しなくなる危険性を孕んでいることも示している。以上から、CEO は取締役の報酬に対して、非常に大きな影響力を持っていると言える。

1.2 その他の役員報酬

取締役の報酬パッケージには、CEO のパッケージと同じツールを使用する傾向がある。2011 年、米国公開大会社の取締役平均報酬は年間 19 万ドルであり、前記 CEO 平均報酬（年間 1000 万ドル）と比べると、かなり少ない額ではある⁴⁵⁹。それは依然として、米国の平均所得のトップ 5%に入る額である⁴⁶⁰。これを前記の年間平均勤務時間（240 時間）で割れば、時給 800 ドルという数字が算出される。社外取締役の経済的独立性が認められるか否か疑わしい。

2 取締役報酬委員会

取締役会または報酬委員会は役員報酬の決定権限を有し、過剰な報酬に対する防衛線、或いは批判の最前線であるという意味で、SEC の規制または株主による制限と比べてより効力を持つ⁴⁶¹。取締役会或いは報酬委員会は、役員報酬が過剰であるか否か、法規定に従った支払であるか否かについては、最も詳しい存在なのである⁴⁶²。

⁴⁵⁹ Matteo Tonello, The 2011 U.S. Director Compensation and Board Practices Report (2011). <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/11/11/the-2011-u-s-director-compensation-and-board-practices-report/>.

⁴⁶⁰ Carmen DeNavas-Walt & Bernadette D. Proctor & Jessica C. Smith, Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States: 2009, U.S., 40 Census Bureau (2010). www.census.gov/prod/2010pubs/p60-238.pdf.

⁴⁶¹ Bruce Ellig, The Complete Guide to Executive Compensation 3/E, at 715, McGraw-Hill Education (2014)

⁴⁶² Id.

2.1 役割

米国では1994年から、内国歳入法によって、委員会を設置していない会社は不利益を被ることになった⁴⁶³。米国法律協会(The American Law Institute, ALI)は、1994年に公表されたコーポレート・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「大規模公開会社は、経営者報酬に関する取締役会の監督職務を補助するために報酬委員会を設置すべきである」とした。また報酬委員会は、社外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であるべきである⁴⁶⁴。報酬委員会は、具体的に以下の職務を果たすべきである⁴⁶⁵。①上級執行役員の年次給料、賞与、ストック・オプション及び直接的、もしくは間接的を問わず、支給されるその他の利益を審査し、かつこれらを取締役に提案または決定する(3A.05(b)(1))。②役員の新たな報酬計画とその報酬計画の運用を定期的に審査し、その報酬計画の実行政策を確立し、かつ定期的に審査すること、並びに役員の職務遂行と合理的な関連性を持たない報酬及び利益を供与する役員報酬計画を修正せしめる(3A.05(b)(2))。③経営者の職務上の役得の範囲に関する政策を確立し、かつ定期的に審査する(3A.05(b)(3))。つまり、報酬委員会の役割は、①取締役会の責任と役員の報酬との関連性を確保すること、②取締役会が、会社報酬や福利厚生制度の法律を適用する際に監視または助言することにある⁴⁶⁶。

SECは、1992年及び1993年に、役員報酬の開示に関するRegulation S-K項目402の改正を行った。これは、役員報酬額及び報酬決定の根拠に関する情報を明白かつ簡潔な形で株主に提供することにより、取締役会また報酬委員会の株主に対する説明責任(Accountability)を強化することで、その報酬決定の適正化を図るものである⁴⁶⁷。項目402は、役員報酬額とその決定に際して、取締役会また報酬委員会が株主の利益を保護する役割を果たしているかを判断するための根拠を株主に与えるものとして、

⁴⁶³ Internal Revenue Code, §162(m)

⁴⁶⁴ ALI, Principles of Corporate Governance-Analysis and Recommendations (1994), §3A.05.

⁴⁶⁵ Id. §3A.05.

⁴⁶⁶ Frederick D. Lipman & Steven E. Hall, Executive Compensation Best Practices, at 183, John Wiley & Sons, Inc (2008).

⁴⁶⁷ Executive Compensation Disclosure, Securities Act Releases No. 6940, at 3-6, June 23, 1992.

報酬委員会による報告を中心とする一連の事項の開示を要求している。裁判所も、独立取締役から成る報酬委員会が取締役に勧告した報酬制度を基本的に支持してきた⁴⁶⁸。

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SOX法301条は、その後34年法10A条に(m)項として追加された。同項に基づき、SECは規則10A-3を制定し、証券取引所等に対して、独立した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ない会社の上場を禁止することを命じた。そのためNYSE、NASDAQ及びAMEXは上場規則を改正した。本改正によって、特に取締役会や報酬委員会における独立取締役の影響力が高まっていると考えられている。NYSE規則⁴⁶⁹は、各会社は独立取締役のみから構成される報酬委員会を設置しなければならないと規定しており、NASDAQ⁴⁷⁰とAMEX⁴⁷¹の上場規則によれば、上場企業のCEOの報酬は過半数の独立取締役またはそのような独立取締役だけから構成される報酬委員会によって決定される。例えば、NYSE上場規則において報酬委員会は、①取締役会または法規制、上場規則などによって確立される独立基準を設置し、②SEC規則16b-3に規定される「従業員でない取締役(Nonemployee Director)」からなること、また③内国歳入法162条(m)に定められた「社外取締役(Outside Director)」であることを満たした3名以上の取締役から構成されるべきと規定されている。

またSECは上場会社に対して、独立役員に関する説明を要求している。例えば、2007年にBank of America CorporationがSECに提出した株主総会情報において、報酬委員会について以下のように説明している。「現在、報酬委員会は4名の独立取締役によって構成され、2006年においては合計6回の会議が行われた。報酬委員会の役割は：①会社報酬プログラムまたは従業員利益プラン(Employee Benefit Plans)の創設、維持、管理の監視を行う。②CEOのパフォーマンスを検査し、取締役会に対して、CEOの報酬の承認と推奨案、役員報酬の承認案を提出する。③取締役会に取締役の報酬推奨案を提出する。」⁴⁷²と記載されている。

⁴⁶⁸ Beard v. Elster, supra 338.

⁴⁶⁹ NYSE Listed Company Manual, §303A.05 (c).

⁴⁷⁰ NASDAQ Listing Rule, § 5605.

⁴⁷¹ AMEX Company Guide, §121A.

⁴⁷² Bank of America Corporation Schedule 14A filed on Mach 19, 2007.

2010年に施行されたドッド=フランク法 952条を組み入れた34年法 10C条において、報酬委員会の独立性について以下のように規定している。これは、報酬委員会の権限と義務のうち、報酬コンサルタントの利用に関わる規定である。まず、報酬委員会は、その裁量により、報酬コンサルタント及びその他の助言会社を雇用し、そのアドバイスを受けることができる⁴⁷³。また報酬委員会は、報酬コンサルタント等の指名、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⁴⁷⁴と定められている。SECは、同条に基づいてSEC規則 10C-1を制定し、証券取引所等に対して、上場規則において報酬委員会の構成を定め、その委員は独立取締役限定されるよう上場要件を規定することを強制した⁴⁷⁵。

役員報酬の決定過程について、34年法、SEC規則や上場規則などにおいても、厳格な規定が定められている。しかし、実際には取締役報酬委員会が期待される役割が機能しない原因として、いくつかの「限界」の存在が指摘される。

2.2 役割の限界

1958年、Robert Mautz & Gerald Rockは「最終的には、役員報酬は株主による支配を受けるものではなく、取締役らによる支配でもなく、また裁判所による支配でもなく、根本的に支配しているのは会社経営陣である」と指摘した⁴⁷⁶。彼らは管理者パワー理論が言うように、実際に、管理者が如何に役員報酬（CEOを含む）に影響を与えるかを示した。以上に見たように、CEO及び現行の規定によって選任された取締役からなる取締役会には、以下の点で限界が認められる。

2.2.1 時間

取締役の多くは常勤ではない。SOX法が成立した後、取締役会の仕事における勤務時間は確かに増加してきたが、年間240時間を超えるところは少ない⁴⁷⁷。非常勤の取

⁴⁷³ Securities Exchange Act of 1934 § 10C (c)(1)(A)、(d)(1); SEC 10C-1(b)(2)(i).

⁴⁷⁴ Id. §10C (c)(1)(B)、(d)(2); SEC 10C-1(b)(2)(ii).

⁴⁷⁵ SEC 10C-1(b)(1)(i).

⁴⁷⁶ Thomas & Wells, *supra* note 31, at 874.

⁴⁷⁷ Corporate Board Member and PricewaterhouseCoopers, *What Directors Think: Survey (2008)*, 12, www.pwc.com/en_US/us/corporate-governance/assets/what-directors-think-2008.pdf. 2002年には、取締役は月14時間を取締役会業務に当てていたが、2008年にはそれが20時間まで上昇した。2002年にSOX法が成立し、その翌年には取締役は月19時間を取締役会の業務に勤務した。

締役は、専任取締役への信頼の下で、会社の重要な決議に参加する。結果、取締役会が本来担うべき「審査」という機能は十分に果たされず、決議の際の「承認」の役割に転換してしまっている。取締役会においては、CEOの報酬に関する議論及び会社運営に関する「審査」についての議論の方がその「承認」的側面よりもはるかに重要であるにも関わらず、「審査」が軽視されている⁴⁷⁸。

2.2.2 情報

有限の勤務時間を設けたことによって、会社決議においても最低限の情報しか集めることができなくなっている。これに対して、会社法は取締役が要求する資料を制限なく取得できることを支持している。例えば、デラウェア州の会社法では、「会社の全ての取締役が、取締役の立場で会社の株式原帳、株主名簿、その他の帳簿と記録を検査することができる」⁴⁷⁹と規定している。しかし、実務レベルでは、取締役はCEOまたはその他の上級管理者が取り上げた情報についてのみ調査を行う。具体的には、CEO報酬について、他社の開示書類による報酬額を参照し、自社のCEO報酬を決める。その際、会社は報酬コンサルタントを雇用し、他社の報酬情報を収集する。報酬コンサルタントによって比較可能な報酬報告を作成され、これは取締役会がCEOの報酬を決める際の参考資料となる。戦略的、かつ比較可能な報酬報告を見れば、CEOは十分な報酬を受け取っていないように見える⁴⁸⁰。後で述べるように、より高いCEO報酬の報告を出すのは、コンサルタントがCEOから報酬以外のその他の仕事も頼まれる可能性も考慮した上でのことである。報告が客観的かつ正確な数字によって作成されるにもかかわらず、その報告自体は、前記「Lake Wobegone 効果」を引き起こしている⁴⁸¹。

2.2.3 構成

取締役が会社と利害関係を有している可能性が考えられる。例えば、①2012年のMicrosoftの取締役会には、Bank of Americaの副議長であるCharles H. Noskiが含

⁴⁷⁸ Id.

⁴⁷⁹ DGCL. § 220(d).

⁴⁸⁰ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 71.

⁴⁸¹ Charles M. Elson and Craig K. Ferrere, Executive Superstars, Peer Groups and Over-Compensation—Cause, Effect and Solution (2012) <http://ssrn.com/abstract=2125979>.

まれている⁴⁸²。もし、彼が CEO である Steve Ballmer の報酬を減少することに同意したなら、Ballmer は、Microsoft が新株や社債を公開発行する際に、Bank of America を使わないようにする可能性が考えられる。②取締役は CEO やその他の取締役と公私にわたって何らかの関係をもつ可能性がある。③取締役会は、現役または過去の役員から構成されており、彼らは巨額な報酬を受け取っていることから利益関係にあると言え、その意見は影響を受ける可能性がある。例えば、Ford 社の取締役 J (Apple 社の CEO) が、CEO の報酬は高額すぎるため減少すべきであると提案したとしたならば、後に自身も同じ問題に直面する可能性がある。

2.2.4 文化

役員、特に CEO は自らの経営活動において、できるだけ多くの自主決定権を望んでいる。結果、彼らは取締役の職につく際、自らが CEO の身分である時と同じく、CEO に経営活動を完全に任せるという選択をする。報酬についても CEO に実質的に委任してしまうことは重要な問題の一つである⁴⁸³。例えば、Apple 社の CEO である J が、Ford 社の取締役でもある状況を想像してみよう。J は自分が CEO として判断を行う際に、当然その判断を自社の取締役に支持してもらいたいと思っているため、Ford 社の CEO の判断についても支持すべきとの考えが自然と選択される。もちろん、取締役会の構成メンバーには、他社の CEO のみならず、専門家、学者、政治家などが選任させている。彼らは、自分の知識で役員報酬が適切であるか否かを判断するが、取締役会の仲間から、こういった判断は適切であると言われたならば、個人の意見を無理に通そうとは決してしないであろう⁴⁸⁴。

以上、報酬委員会が CEO 報酬を決定する際には、様々な限界が存在するため、対等取引を行うにあたっては、報酬コンサルタントを利用することによって、適切な役員報酬が決定されるよう配慮される。

⁴⁸² Dorff, *supra* note 66, at 33.

⁴⁸³ *Id.* at 34.

⁴⁸⁴ *Id.*

3 報酬コンサルタント

取締役が自身で報酬パッケージを生み出すというより、むしろ報酬コンサルタントを使って、報酬パッケージを採用するというのは現実である。裁判所は、社外の専門家による助言を加味した取締役会の決定を「尊重すべきである」と判断するのが一般的である。ドッド＝フランク法 952 条を組み込んだ 34 年法 10C(b)～(e)は、主に報酬委員会が雇うコンサルタントや法律顧問に関する規定であり、報酬コンサルタントを採用する場合の権限や開示について規定している。すなわち、報酬委員会は彼らの裁量でコンサルタントを雇用し助言を求めることができるとされており、報酬委員会はコンサルタントの任命、報酬、業務監督について、直接の責任を負うこととなっている⁴⁸⁵。

3.1 役割

役員報酬は報酬委員会によって決定されるが、報酬委員会は、報酬を決定する際に、専門の報酬コンサルタントの助言を受ける。報酬コンサルタントは報酬委員会に、業界報酬データ、報酬助言、専門的見方などを提供し、それを加味した上で、報酬委員会は最終的な報酬を決定する。

ただ実際には、コンサルタントの雇用を決定する権限は CEO が有しているため、コンサルタントは CEO が望んでいる情報を取締役らに提供することになる。例え報酬委員会が報酬コンサルタントの雇用を決定するとしても、CEO はその他のコンサルタント業務の雇用権限を有するため、ここでもやはり CEO に有利な報酬アドバイスが行われる。会社の業績が芳しくない時にも、コンサルタントは、役員人事を継続させるために、高い報酬を与えるように提言する⁴⁸⁶。

Murphy & Sandino は、報酬コンサルタントの役割について以下のように述べている。つまり、会社は役員報酬コンサルタントに、①適切な報酬レベルの提言、②短期・長期インセンティブ計画の設計、③業界や市場における報酬実践に関する評価や他社の情報の提供を依頼している。さらに、コンサルタントは常に現行の報酬規定に対

⁴⁸⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, §952.

⁴⁸⁶ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 42-50.

する見解、会社管理における変化、従業員契約における一般的な助言を求められる。例えば、役員報酬に関する複雑な会計や税務、法規制などについても助言を行う⁴⁸⁷。

経済学や契約論の視点から、CEOの利益を会社の利益と一致させれば、エージェンシーコストを低下させることができる。ただし、CEOの報酬を会社の利益と一致させるレベルに設定することにはコストがかかる。ある見解によれば、取締役会が報酬計画を自ら検討することと比較して、報酬コンサルタントを雇用する方が、より低いコストで最適な報酬契約を設計することができると言われている⁴⁸⁸。この観点を採用すると、報酬コンサルタントは専門家として、取締役会、報酬委員会における複雑な報酬パッケージの価値と税務との関係、開示、会計上の問題などを指導する能力を有しており、一見すると、報酬コンサルタントの雇用については議論の余地がない。コンサルタントの任務は客観的なものであり、彼らの報酬は有効にパフォーマンスと関連しており、株主利益最大化を確保する方向に努力するものと思われる。しかし、報酬コンサルタントに対しては、少なくない論争が存在し、逆に、過度な役員報酬を促進しているとも言われる。その中心となる議論は、報酬コンサルタントの独立性や公平性であり、これらの理由から見れば、報酬パッケージは株主の立場から見ると、必ずしも最適ではない⁴⁸⁹。

3.2 独立性

2010年、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。これに合わせて、SECの開示規制が次のように改正された。同法に基づいて追加された34年法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、そのアドバイスを得たか否か、(b)報酬コンサルタントが会社との間で、利益相反となり得る業務を行っているかどうか、そして、それが生じた場合には、その利益相反の内容とそれに対

⁴⁸⁷ Murphy Kevin J. & Tatiana Sandino, Executive Pay and “Independent” Compensation Consultants, 49 J. Acct. & Econ 247(2010).

⁴⁸⁸ Baker George P. & Jensen Michael C. & Murphy Kevin J., Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, 43 J. Fin 593, at 594 (1998).

⁴⁸⁹ Conyon Martin J., Executive Compensation Consultants and CEO Pay, 64 Vand. L. Rev 399. at 400 (2011).

する対応について開示することが求められる⁴⁹⁰。このうち(a)は、開示が要求される事項の大部分が2006年改正後(2007年施行)のRegulation S-K項目407における開示事項に含まれている。また、ドッド=フランク法の成立前、2009年にSECはRegulation S-K項目407を改正しており、報酬コンサルタントの独立性が開示項目となった。ドッド=フランク法成立後の2012年のRegulation S-K項目407の改正は、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、その利益相反の内容と、それへの対応策が新たに開示されることとなった。

報酬コンサルタント等の選定にあたり、報酬委員会は、コンサルタントらの独立性を考慮しなければならない。すなわち、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その他の業務、コンサルタント等の所属会社が会社から受け取るコンサルタント報酬等が、そ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様々な関係を考慮しなければならないとされている⁴⁹¹。すなわち、①コンサルタント等を雇用する者が対象会社に提供する他のサービス、②同者が対象会社より受け取る手数料が同者の総収入に占める比率、③利益相反を防止するために同者が考案する方針や手法、④報酬委員会構成員とコンサルタント等との間の業務や個人的関係、⑤コンサルタント等によって保有される対象会社の株式である⁴⁹²。

NYSEも、上場会社の報酬委員会の権限と義務、報酬コンサルタント等選任における注意点について、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⁴⁹³。第1に、これらコンサルタント等にも対象会社との間で独立性が求められ、報酬委員会はこれらコンサルタント等を雇用する場合にはSECが規則で指定する要件を考慮しなければならない。第2に、報酬委員会は独自の判断によってコンサルタント等のアドバイスを得ることが出来る。ただし、その行為は取締役会の委員会の能力に左右され、またコンサルタント等の任命や報酬、コンサルタント業務の監督等に関して、同委員会が直接的な責任を負う。また、報酬委員会はコンサルタント等のアドバイス等に従って行動することは要求されず、同委員会の独自に判断を行なう能

⁴⁹⁰ Securities Exchange Act of 1934, § 10C (c)(2).

⁴⁹¹ Id. § 10C (b)(2), SEC Rule 10C-1(b)(4). <https://www.sec.gov/rules/sro/nsx/2013/34-68662.pdf>

⁴⁹² Id. § 10C (b)(2).

⁴⁹³ NYSE Listed Company Manual §303A.05 (c).

力や責務にも影響を受けない⁴⁹⁴。第 3 に対象会社は、報酬委員会が示したコンサルタント業務に支払われる報酬を資金計上しなければならない。

報酬コンサルタントの利益衝突については以下のことが言える。①報酬コンサルタントの利益衝突は広範囲に渡る。2006 年、Fortune250 社の中で、少なくとも 113 社が報酬助言を受けたコンサルタントからその他のサービスの提供を受けている⁴⁹⁵。②報酬助言の費用よりは、それ以外の業務から受け取った費用の方が高い。2006 年、コンサルタントが Fortune250 社において行った報酬助言サービス費用とその他の助言サービス費用の差は 11 倍であった。平均的に報酬助言以外のサービス費用は 230 万ドルであるのに対して報酬助言費用はわずか 22 万ドルであった⁴⁹⁶。③Fortune250 社の多くは報酬コンサルタントに関する利益衝突を開示していない。2006 年 3 分の 2 の会社が利益衝突のあるコンサルタントを雇用したにもかかわらず、SEC に提出した書類にはその事実を開示していない。30 例の会社においては、株主に独立した報酬コンサルタントを雇用していることを開示していたが、実際には会社のその他のサービスも同じコンサルタントに依頼している⁴⁹⁷。④報酬コンサルタントの利益衝突範囲と CEO の報酬レベルとは関連性があるようである。2006 年、Fortune 250 社の中で利益衝突のある報酬コンサルタントを雇用した会社の CEO の中間報酬は利益衝突のない報酬コンサルタントを雇用した会社の CEO の中間報酬より 67% も高い⁴⁹⁸。2002 年から 2006 年、Fortune 250 社において利益衝突のある報酬コンサルタントを雇用した会社の CEO の報酬はそうでない会社の CEO の報酬より倍ほど高い⁴⁹⁹。2007 年、SEC は米国における公開会社に報酬コンサルタントに関する情報を提出するように要求した⁵⁰⁰。

⁴⁹⁴ 対象会社は、このような報酬委員会とコンサルタント等の関係や、同業務における利益相反について、年次株主総会等の委任状勧誘書類によって開示しなければならない。

⁴⁹⁵ Henry A. Waxman, Executive Pay - Conflicts of Interest Among Compensation Consultants, United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform Majority Staff, at 1(2007).

⁴⁹⁶ Id.

⁴⁹⁷ Id.

⁴⁹⁸ Id.

⁴⁹⁹ Id.

⁵⁰⁰ Executive Compensation and Related Person Disclosure, 71 Fed. Reg. 53, at 158 (2006).
<http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf>.

Regulation 項目 407(e)は会社が報酬コンサルタントを明示し、コンサルタントが報酬助言をする際の全ての情報を開示しなければならないと定めている⁵⁰¹。

3.3 評価

報酬コンサルタントの経済的独立性については依然疑う余地がある。Murphy & Sandino が主張するように、報酬コンサルタントは利益衝突に直面する原因を、彼らが顧客会社にその他の追加的な利益のあるサービスを提供している（従業員給付金、年金など）ことに求めているからである⁵⁰²。また、Bebchuk & Fried も、報酬コンサルタントが現役の CEO を不快にさせたくないことに対して強いインセンティブがあると指摘した⁵⁰³。結果的に、報酬コンサルタントは、クライアントを不快にさせて仕事を競合他社に渡してしまうよりも、そのまま高い CEO 報酬を推奨することを選ぶことになるだろう。多くの会社は、一社の報酬コンサルタントを雇用しているが、そこにはまた独特の競争が存在する。仕事を請け負っていないコンサルタントにとっては新しい事業機会を呼び込むことが重要であり、中には同時に複数のコンサルタントに依頼する会社もあり、現存の業務を維持することもその競争の一つであると言える。この特徴から次のような視点が導かれる。つまり、報酬コンサルタント会社は同業他社との競争から生き残らなければならないという点で、ここにもう一つ、我々が考慮すべき観点が存在している⁵⁰⁴。もっとも、Valeant Pharmaceuticals 事件⁵⁰⁵においては、報酬コンサルタント会社である Towers Perrin が批判された。本事件において、報酬コンサルタント会社は CEO によって雇用されており新規株式公開に関連して 330 万ドルの取締役らのボーナスに関して意見を求められた。当初は本件ボーナスが市場習慣と矛盾するため彼らは反対意見を示した。しかし、CEO と議論を深めていくにつれて CEO による圧力が増していき、最終的には反対意見を覆し本件報酬は合理的であると

⁵⁰¹ 17 C.F.R. § 229.407(e) (2010) (第四回の修正案によって報酬コンサルタントの開示を要求するようになった。)SEC, Form 10-K, Item 11. <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>.

⁵⁰² Murphy & Sandino, *supra* note 487, at 248.

⁵⁰³ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 37.

⁵⁰⁴ Rezaul Kabir & Marizah Minhat, Multiple Compensation Consultants and CEO Pay. 32 *Researches in International Business and Finance* 172, at 174 (2014).

⁵⁰⁵ Current Issues in Executive Compensation Symposium, *supra* note 119, at 543.

の意見を提示した⁵⁰⁶。最終的に、デラウェア州会社法 141 条(e)項の下ではこれによって役員が責任追及から免れることになる。

しかし、これまでの実証研究ではコンサルタントの雇用と役員報酬の上昇との関連を示す重要な証拠を明らかにしていなかった。例えば、Cadman & Carter & Hillegeis は、2006 年の S&P1500 社のうち 880 社を研究対象として報酬コンサルタントが如何に CEO の報酬に影響を与えているのかについて調査を行った。彼らは、これらの会社の CEO の報酬が高額であり会社と報酬コンサルタント会社間その他の業務関係も存在しているが報酬コンサルタントの雇用によって報酬と業績の関連性を低下させた証拠は存在しないと指摘した⁵⁰⁷。

これに対して、2014 年 Jenny & Jonathan & Raghavendra の研究⁵⁰⁸では 2006 年に SEC が報酬コンサルタントに関する情報の開示を要求し始めてから長期にわたったデータが欠如していると指摘した上で、2006 年から 2012 年までのデータに基づき、以下二つの点を明らかにした。①役員報酬の上昇と報酬コンサルタントの雇用は相関関係にありコンサルタントには役員報酬を高くするように助言する動機が存在するという⁵⁰⁹。2006 年から 2012 年の間で報酬コンサルタントを雇用した会社の CEO の報酬は平均 7.5% 上昇した。なお、報酬コンサルタントが競争会社に代替される際にも CEO 報酬が上昇している。また、報酬コンサルタントを雇用する会社の CEO 報酬がそうではない会社の CEO 報酬より高いことを明らかにした。さらに、2009 年 SEC が報酬コンサルタントに関する開示を要求して後、多くの総合コンサルタント会社が報酬コンサルタント部門を分割する (Spin-off) ことによって表面的には利害関係がないように見せている。②報酬コンサルタントを雇用する事実上の効用は CEO の過剰な報酬を正当化することであると指摘した⁵¹⁰。

⁵⁰⁶ Id.

⁵⁰⁷ Brian Cadman & Mary Ellen Carte & Stephen Hillegeist, *The Role and Effect of Compensation Consultants on CEO Pay, Faculty & Research Working Paper*, at 28 (2008).

⁵⁰⁸ Chu Jenny & Faasse Jonathan & Rau P. Raghavendra, *Do Compensation Consultants Enable Higher CEO Pay? New Evidence from Recent Disclosure Rule Changes* (June 12, 2016). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2500054>.

⁵⁰⁹ Id. at 19.

⁵¹⁰ Id. at 25.

以上の研究から報酬コンサルタントは役員報酬決定プロセスにおいて確かに重要な役割を果たしているが、期待された役割（役員報酬決定の透明性、業績との関連性を向上させること）に対しては大きな貢献を果たしているとは言えない。また、ハーバードビジネススクールの学長であった Kim Clark が強調するように「報酬コンサルタントの利用が「Lake Wobegon 効果」を引き起こしている」とも言える。

4 株主による制限

Bebchuk & Fried は、取締役らが忠実な代理人として行動していなければ、株主は、役員報酬におけるその他の有意味の検査を行え得ないと述べた⁵¹¹。株主が役員報酬を制限しようとする道、例えば報酬提案、Say-on-Pay、代表訴訟などは間接的であつ不十分である。つまり、株主の影響力が著しく不足していると指摘した⁵¹²。これに反対する学者は報酬構造の複雑性とまたそれを理解するためには一般株主コストが求められることから、株主は役員や取締役の報酬を設定する役割に適していないと主張し、したがって一般的な経営判断が株主ではなく経営者によって行うべきである⁵¹³と言える。さらに、年次株主総会において役員報酬に反対するコストは会社や投資者にとっても非常に高い。Say-on-Pay によって否決された役員報酬を変更しなかった場合、株主は役員を信託義務違反で提訴する可能性が出てくるが、上記 Rual v. Rynd 判決においてデラウェア州衡平法裁判所は株主の主張を支持しなかった。

4.1 報酬における株主の発言権

デラウェア州会社法の規定において定款または付属定款の規定がない限り役員報酬に関する事項は取締役会または報酬委員会によって決定すると規定されている。米国のほとんどの州法においては役員報酬について株主の承認に関する規定はないが、その他の法令などとの関係ではストック・オプションについて株主の承認が要求されることがある。内国歳入法 162 条(m)の規定以外にも SEC 規則 16-3(d)(2)においては、34 年法 16 条(b)に定められたエクイティ報酬の短期売却に抵触しないため一定要件を

⁵¹¹ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 45.

⁵¹² *Id.* at 30.

⁵¹³ Roshan Sonthalia, Shareholder Voting on All Stock Option Plans: An Unnecessary and Unwise Proposition, 51 UCLA L. Rev 1203, at 1219 (2004).

満たしたストック・オプションについては付与する際に株主総会の普通決議が要求されることが明記されている⁵¹⁴。連邦法規制では、報酬委員会の設置、ドッド=フランク法における規定、独立社外取締役の関与の強制、また外部の報酬コンサルタント等を活用したりすることによって、報酬決定の客観性・透明性を高める努力がなされている。さらに、ISSは以下の条件を満たした報酬計画に賛成票を投じると推奨している⁵¹⁵。すなわち、①取締役持ち株は年度現金報酬の最低限3倍に関するガイドライン、②最低限3年間のストック・オプションまたは制限付き株式の行使制限、もしくは株式の付与を3年後に延期すること、③現金報酬とエクイティ報酬の組み合わせにおいてエクイティ報酬の価値が取締役の報酬の大部分である場合5年後受領または延期条件を加えること、④非従業員取締役に対する退職手当または特典優遇がないこと、⑤前会計年度における個々の非従業員取締役の報酬に関する詳細な表形式の開示を求めること。

Bebchuk & Friedを始めとして、役員報酬改革で株主が報酬に関して有する権限を強化するべきであると提唱している⁵¹⁶学者がいるが、その一方で株主の報酬に関する権限を増加するにあたっては巨額のコストが発生するため、反対派の学者にそこをつかれて批判されることもしばしばである⁵¹⁷。

4.1.1 事前の承認

米国役員報酬の決定権限を有するのは取締役会であり、株主の承認を必要とするのは、内国歳入法162条(m)に定められている税金控除の対象となるインセンティブ報酬のみとなっている。さらに、2002年10月、NYSE及びNASDAQ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。新規則は2003年6月、SECによって承認された。上場規則の改正により、エクイティ報酬計画の付与及び重要な改正については原則として株主の承認を要することとなった。この要件を総合的な見地から考えるにあたって、我々は多くの会社がすでにエクイティ報酬制度を株主の投票

⁵¹⁴ SEC Rule 16b-3(d)(2). https://www.sec.gov/interps/telephone/cftelinterps_sec16.pdf

⁵¹⁵ <https://www.issgovernance.com>.

⁵¹⁶ Bebchuk & Fried, *supra* note 4.

⁵¹⁷ Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36 *Delaware Journal of Corporate Law* 417, at 418(2011).

にかけてきたことを思い出さなければならない⁵¹⁸。なぜなら、株主の承認がなければ課税上の不利益を招いてしまうため、会社資産の「損失」になるからである。しかし、オプションが一旦承認された場合、会社側に一方で取消することができない。オプションには対価 (Consideration) が必要である⁵¹⁹が、会社の対価に関する判断は通常は最終的なもの (Conclusive) である。

第3章において判例を検討した結果、連邦法規制における事前の「承認」とデラウェア州裁判所における株主の「承認」とは「異質な」ものであることがわかった。連邦法における事前の「承認」は形式に過ぎなかった。連邦法は、オプションプランについて株主の承認が必要であるが、承認されたオプションプランにおいて詳細で、具体的に制限があるか否かについては言及していない。一方、デラウェア州判例法においては、オプションプランに関する株主の「承認」は、「具体的」「意味のある制限」でなければ承認は無効であると判断される。IRC162条(m)に定められている株主の承認は、総額に対する承認であったが、2015年IRSによる162条(m)の規制は「個々の役員に対して授与したストック・オプション、またはSARsなどエクイティ報酬についての制限が必要である」と規定した。この点について言えば、連邦法規制とデラウェア州判例法の観点は近づいてきた。

米国においては、多くの州がステークホルダー理論を支持しているにもかかわらず、デラウェア州裁判所はこれを採用していない⁵²⁰。つまり、会社の利益は株主の利益であることを前提にしているのである。しかし、Bainbridgeに言わせれば、裁判所は取締役会の会社の運営に関する権限に敬意を払っている。確かに、法令上においては、株主は会社の取締役の選任、定款変更、合併、会社の重大な資産の処分などの決議に対して投票権を持つが、その他の企業運営に関する事項は取締役らまたはCEOの指示による。実際、裁判所は、表向きは株主利益が最優先であると言いながら、詐欺、自己取引、重過失がない限り、経営判断原則によって取締役の判断を尊重する立場 (Director Primacy) を採用している⁵²¹。しかし、本稿では、株主が会社の所有者であ

⁵¹⁸ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 196.

⁵¹⁹ DGCL, §157.

⁵²⁰ Dorff, *supra* note 66, at 205.

⁵²¹ Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 *Northwestern. L. Rev* 547, at 562 (2003).

るといふ論点に立ち役員報酬について検討する⁵²²。つまり、株主の代理人である取締役はその所有者である株主の利益のために行動しなければならない。

Bebchuk & Fried は、役員報酬は役員にとって特に重要な問題である。オプション制度に反対票を投じることは株主にせいぜい限定的な利益を与えるに過ぎないため、機関投資家も役員が支持するストック・オプションに反対することはないだろう⁵²³。しかし、「これまで取締役を株主から隔離してきたバリア (barrier) を取り除くことを支持する。株主については集合行為という問題があるため、取締役のパワーと比較した際の株主のパワーを強化することは決して完全な解決策とはならないだろう。しかし、このような方向に向けた改革の動きにより取締役会のインセンティブまたはパフォーマンスが改善される可能性はかなりある」⁵²⁴と指摘する。しかし、コストのほかにも取締役(主に CEO)の業績を加味しなければ、株主が彼らの報酬がいくらなら適切であるかを決定することも困難であると言わざるをえない。

その他、株主は州会社法、付属定款もしくは SEC 規則 14a-8 (株主提案権)⁵²⁵を通じて役員報酬に対する発言権を実現することも可能である。権利を有する株主は株主提案権を使用することで役員報酬に対する不満を委任状勧誘説明書に加えることができ最終的には株主総会で議決することとなる。Thomas & Martin⁵²⁶の研究によれば、株主の役員報酬に関する提案が CEO 報酬の構造やレベルに影響を与えている。同業の役員報酬について株主提案のない他社と比較した結果、株主提案のある会社ではその翌年において CEO 報酬を増加したのは 2%であるのに対して、株主の報酬に関する提案がなかった会社の CEO の報酬は 22.3%も増加していた。彼らによれば取締役会は株主の役員報酬に関する不満、特にコーポレート・ガバナンス問題として提案された場合に

⁵²² Robin A. Ferracone の研究によると、多くの役員は、自分が株主のために働いていると思込んでいる。Robin A. Ferracone, *Fair Pay, Fair Play: Aligning Executive Performance and Pay*, Kindle 版, at 568, Jossey-Bass (2010).

⁵²³ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 51.

⁵²⁴ *Id.*, at 207.

⁵²⁵ SEC 規制によると、会社経営者の委任状説明書に印刷され送付される提案の提案者は、最低 1 年間の株主であるか、または株主の実質的所有者でなければならない。提案者が所有する株式は市場価格で 2 千ドルを超えるか、またはそれより少ない場合、当該提案に投票する権利のある株式の 1%以上でなければならない。(SEC Rule 14a-8).

⁵²⁶ Thomas & Martin, *supra* note 194, at 1022.

において対応している⁵²⁷。株主の役員報酬に対する監視機能は以下の理由において困難を伴うと指摘された。すなわち、株主が役員報酬を監視するのに必要な資源を十分に持たず報酬内容の複雑さまたは技術的な文書などについて専門的な知識を有していなければ報酬の内容を十分に理解できないという点が挙げられる。たとえ専門的な知識を有する株主であっても、目下の報酬計画が当会社において適切であるか否かを判断する能力を必ずしも有しているとは言えない⁵²⁸。費用便益 (Cost-benefit analysis) の面から見れば株主が役員報酬に対する影響を保持するため会社の役員報酬に対する変化からなんらかの利益が得られなければ、おそらく株主が行動することはないのだろう。そのため多くの機関投資家は非公式的に内密に役員報酬に影響を与えるのを選ぶ⁵²⁹。

また、Say-on-Pay が登場するまで株主提案権以外において役員報酬に対する発言権はなかった。

4.1.2 事後の承認 (Say-on-pay の効果)

取締役会は Say-on-Pay による株主の監視に直面するため、役員報酬を決定する際により一層の注意を払うこととなるが、他方、Say-on-Pay によって役員報酬実践の効率を低下させてしまう可能性もある⁵³⁰。また、Say-on-Pay 投票権は逆に取締役利用されている⁵³¹とも言われる。なぜなら①信用の置けない取締役の名誉におけるリスクを保護する。取締役らにとって業界における名声、評判が非常に大事であるので、責任があると認められれば金銭面の賠償は役員保険があるが、名誉面のダメージの回復は困難である。②「株主の同意」は、世間の怒りを抑える方法として定着しつつある。Minor Myers は、株主の承認がこれらの怒りの全てではないが、すくなくとも一部分は株主に分散されるのだろうと指摘した⁵³²。Kronlund & Sandy によると、Say-on-Pay

⁵²⁷ 株主提案は大まかに二つに分かれる。①企業の社会的責任提案 (Corporate social responsibility proposal)、②コーポレート・ガバナンスに関する提案 (Corporate governance proposal) である。

⁵²⁸ Thomas & Martin, *supra* note 194, at 1033.

⁵²⁹ *Id.* at 1034.

⁵³⁰ Mathias Kronlund & Shastri Sandy, Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation?, at 2 (November 20, 2015). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2358696>.

⁵³¹ Myers, *supra* note 517, at 434.

⁵³² *Id.* at 435.

投票を導入して以来、役員報酬における基本給は僅かに減少したが、エクイティ報酬は増加したため全体的としては増加し続けている⁵³³。コンサルタントの利用によって、取締役の役員報酬における責任が免れるのと同様に、株主の承認も役員報酬における取締役らの責任を大きく減少させてしまうからである。

本論文第2章で論じたように、Say-on-Pay が従来期待された効果を発揮できず、株主が報酬に対して助言する権限を与えられたとしてもそこに拘束力はないため、投票によって報酬を否決したとしても変更する義務は生じない。そこで株主は株主代表訴訟によって役員の情報義務違反の責任を追及することが考えられる。しかし、前述のように、事前のデマンドの必要性や役員報酬の審査において経営判断原則は妥当なのかどうかといった問題が提起されることがあっても、株主の請求が容認されることはほとんどないと言ってよい。

4.2 株主代表訴訟

役員報酬の不当性を主張する株主は代表訴訟をもって訴訟を提起することができるが、第3章で紹介したように事前のデマンド無益、経営判断原則など様々な障壁を越えなければならない。ドッド=フランク法は役員報酬規制改革において上場廃止の制裁を規定した。上場会社がSECの独立取締役報酬委員会の設置やClawbacks政策の設置を怠ったなどの原因によって上場廃止になり、資本市場から退場されるリスクを考えるとこれらの法令を遵守しなければならない。しかし、これらの法令は、決して株主代表訴訟に関して何らかの変化ももたらしてはいない。ドッド=フランク法の制定者たちは役員報酬について長引く可能性が高くかつ高額な情報義務訴訟よりは、SECまたは国法証券取引所による監視の方が役員報酬手続をより体系的にし、かつ有効であると信じていたことと推察される。

第4章において近年のデラウェア州裁判例を検討した結果、裁判所の役員報酬に対する態度はより厳しくなっていることがわかる。しかし、これらの上場会社の役員報酬に関する代表訴訟についてそれ以上の変化は期待できないであろう。なぜなら、1933年に下された判決と同じくそれは独立取締役による経営判断原則によって保護されるからである⁵³⁴。今後の事件において、原告株主は取締役が「独立」しているかど

⁵³³ Kronlund & Sandy, *supra* note 530, at 29.

⁵³⁴ 本稿第3章を参照、69頁以下。

うか、もしくは SEC とデラウェア州裁判所の間で「独立」の意味するところに齟齬が存在することを証明できるか否かが重要であると言われている⁵³⁵。

5 小括

結論として言えるのは取締役会が CEO に支給した報酬の額のみ注目すべきではなく、如何なる形で報酬を支給しているのかについても注目すべきだということである。業績報酬は良好なコーポレート・ガバナンスが実行されていることの指標として株主に理解されている。しかし、役員が会社にどのくらいの貢献をしたのかという評価を下すことは極めて困難であるため、いかなる基準をもって報酬を支払うべきか否かという点についてさらに深い考察が求められる。すなわち、どのような状況であれば役員報酬において適切な交渉 (Bargain) が行われた結果と言えるのか、一定の基準を示す必要がある。そして前述したように、内国歳入法や NYSE などの主要な証券取引所の上場規制においてはエクイティ報酬に関して株主の承認が必要と義務付けられているが、これらの承認は何を意味するのか。第 2 章で述べたように、株主投票にかけられる中心的な原動力は株主の承認がなければ課税上の不利益を回避できないという事実である。報酬制度を株主の投票にかけることによって役員に不満を抱く株主は不満を示す機会が与えられる。株主が役員の報酬実務に対して、特に「憤慨」している場合、その投票によってより多くの株式またはオプションを発行することを株主は妨げようとする可能性が高まるだろう⁵³⁶。

報酬パッケージにおいて業績連動報酬が主な構成要素であるならば、報酬は役員の業績と言える範囲内、または役員の影響の大きな業績に限定すべきである⁵³⁷。短期的な利益追求を抑止するための規制は報酬制度が役職員に与える具体的なインセンティブを踏まえて実施される必要があるが、報酬制度の多様性を踏まえると、決して簡単な作業ではない。株式ベース報酬にしても種類は様々であり、段階や状況に応じて生じるインセンティブも異なると考えられる。また、業績連動型報酬は株式ベース報酬以外にも様々な類型があり、役職員の報酬はこのような異なる種類の報酬がミックス

⁵³⁵ Scully, *supra* note 224, at 41.

⁵³⁶ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 196.

⁵³⁷ Dorff, *supra* note 66, at 249.

されて支給されるのが通常である。したがって、「One-Size-Fits-All」な報酬規制によって短期的な利益追求に対応することには自ずと限界があると考えられる。

現在、役員報酬が業績と連動すべきであることについては実務、学説上の双方において争いはない。役員報酬に強制的な規制（報酬ガイドライン）があるのが最も望ましいが、しかし実際には一律に規制することはできないのである。公衆が注目するのは、報酬の総額、退職金の額、年金の額、ボーナス計画及び確実に受け取っている報酬いくらであるのか等で、加えてインセンティブ報酬が機能しているか否かも重要である。企業は具体的な表、数字（株価の上昇率など）、CEO が会社にもたらした利益がいくらあるのかなどを開示すべきである。

第3章において判例を検討した結果、取締役会（報酬委員会）が取締役の報酬計画を起草する際に以下の条件を満たせば信認義務違反の責任から経営判断原則によって保護されるであろうと考えられる。①会社は何らかの変更決議を行う前に、取締役報酬に対して最大限の検討、分析を行うことを考慮すべきである。②役員報酬を変更する前に株主の承認を求める。過去においては上場規制によって株式を増加させる際、または内国歳入法 162 条(m)に従って業績目標を再承認する際のみ株主による承認が求められた。最近の判例を検討すると、取締役の報酬について事前に株主の承認を受けべき具体的な制限を設置する必要がある。③非従業員取締役の報酬授与に対して、「有意味の制限」を設置すること。なお、一定の株数の制限よりはむしろ一定の経済的価値の制限がよいということである。④取締役の報酬計画に対して各々の取締役の報酬に株主承認を行うこと。

役員報酬の内容は、1970 年代当時のように基本給の占める比重を最も大きくし、その上で幾らかの制限付き株式を加えることが望ましいと提言する学者も存在する⁵³⁸。しかし、IRC 上 100 万ドルの控除制限の規定が存在するため、前述の Freedman v. Adams 事件のように取締役らがそれを利用して会社のコストを節約すべきであると主張する株主もいる。

実際には、取締役会は勧告的決議の実施に応じないのが通常である。株主提案は株主が取締役会の意見を拘束し得る決議を採択した場合にのみ、より有意義な抑制になるだろう。したがって、会社が付属定款(Bylaw)において役員報酬における株主投票権

⁵³⁸ Dorff, *supra* note 66, at 230.

を拘束力のある投票権と定めることは現在の法規制または状況において報酬問題を解決する上で最も適切であると出張するものが見られるようになってきた。

Bebchukをはじめ、米国の株主の役員報酬における影響力を増大させるべきであると主張する学者が多く存在するが、株主が実際に影響力を行使しないのは株主間の対立が大きく、また相互間において所有する情報にも大きな隔りがあることから、株主全体での意思決定を行うことは非現実であると指摘する学者もいる⁵³⁹。

また、役員報酬が活発に議論されるに伴って、世論の怒りを引き起こした主な原因は、所得の不均等であると主張する学者もある。この点から見ると役員報酬を規制したとしても、所得の均等の実現可能性は決して大きくない⁵⁴⁰。なぜなら、①所得の不均等はCEO報酬問題よりずっと深い社会問題であり、②政府の強制的規制は固定給しか及ばず、役員報酬に関する実態を変えるものではない。多くの状況において、会社と役員は、法規制の抜け道を見つけたり、または改革に適合させたりする形で政府の介入に応答する⁵⁴¹。③従来の改革は、直観的で、CEOの報酬を減少させる方法であるように見える。少なくとも、企業はこういった制度を採用し易いだろう。例えば、ドッド=フランク法は役員報酬対一般従業員の報酬比率の開示を求めているが有益であるか否かについては未だ議論の收拾がつかない。

⁵³⁹ Stephen Bainbridge M, *Executive Compensation: Who Decides?*, 83 *Tex. L. Rev* 1615, at 1616 (2005).

⁵⁴⁰ Dorff, *supra* note 66, at 232.

⁵⁴¹ Murphy Kevin J., *Executive Compensation: Where We Are and How We Got There*, *Eur. Corp. Governance Inst.*, Working Paper No. 44, at 39 (2004).

結び

本稿では、米国における役員報酬の変遷、連邦法規制、デラウェア州法規制を紹介し米国における役員報酬の現状を概観してきた。米国において、役員報酬に関する議論は1930年代から今日まで絶えることなく続いている。1930年代頃、米国においては、役員報酬に関する主な議論は、一部分の役員報酬が不当であるのみならず、きわめて多額なパッケージが何人に対しても過剰である⁵⁴²ことにも注目していた。役員報酬額は、第二次世界大戦後増加し始め、1940年代から1970年代までは、穏やかな増加であったが、1980年代から1990年代にはさらなる高額化の傾向を辿った。もっとも、現在、役員報酬に関する議論は、役員が受け取った報酬の金額に注目するのではなく、役員報酬は株主価値をどれだけ高めたか否かが中心的な問題となっている⁵⁴³。

Bebchuk & Friedの見解は、「1990年代に上場会社の役員報酬の高額化が明らかとなるにつれて、株主の関心は会社の業績と報酬を連動させることに向かった。もっとも、株価の上昇が、役員が自己の利益になるように報酬額を操作しやすい環境を作ってしまったために、単純な業績連動報酬では問題の解決にならないというジレンマを抱えることとなってしまった」⁵⁴⁴ということである。したがって、役員報酬制度の問題は、取締役会が役員と対等な取引を行っていないことにルーツがあるとの理解を基礎に、制度の透明性をより高めるため、取締役会の意思決定を改善すること、および株主の承認が必要な事項を追加することなど、取締役会のみならず株主総会の関与を広げることにより、株主が望ましい報酬のあり方を適切に選択しうる環境を整えることが現状を改善するのに役にたつであろうと指摘された⁵⁴⁵。

これに対して、DorffはCEO報酬問題を解決するために、最も良い方法としては、1970年代以前のように、主に固定給(Guaranteed pay)で、僅かの制限付き株式を加える構造に戻し、取締役への特権も制限をすべきであると指摘している⁵⁴⁶。固定給の形

⁵⁴² Wells, *supra* note 14, at 767.

⁵⁴³ *Id.* at 768.

⁵⁴⁴ Bebchuk & Fried, *supra* note 4, at 73.

⁵⁴⁵ *Id.* at 201.

⁵⁴⁶ Dorff, *supra* note 66, at 229.

に戻すことの利点については、以下のように説明されている⁵⁴⁷。まず、① 固定給は業績報酬よりもずっと低価である。そして、②固定給の支払いによって、役員はより効率的になると期待できる。この説明は分かり難いが、Dorffによるとインセンティブ報酬は会社業績を向上した証拠を示すことができず、さらに、一部の役員は会社の運営を自己の手に集中させることにより、そこからの棚ぼたを期待しているから、むしろ固定給の方が効率的だと論ずるのである。最後に、③固定給は、取締役会に役員報酬をより確実に管理するという面でその向上が期待できるという。しかし、現在の状況から固定給に戻ることは極めて困難である。まず、第一に、法律面の制限がある。これについては前述したように IRC 162 条(m)が株主の承認を業績連動給付部分に止めていることである。第二に、株主の認識に問題がある。すなわち、前で述べたように、株主は業績連動型の報酬が良いガバナンスであると考えている。それによって、取締役会が CEO の報酬と会社業績とを関連させることを強く推進した。したがって、機関投資家とそれらの助言機関(ISS など)が、業績報酬に固執する限り、固定給に戻ることは非常に困難であると言える。第三点として、業績連動給付にすっかり慣れ親しんだ役員たち納得を得ることも難問である⁵⁴⁸。最後に、最も大きな障壁は取締役会である。取締役会が報酬改革を行えば、自社の優秀な CEO を競争他社に奪われる可能性が出てくる。いわゆる囚人のジレンマ(Prisoner's Dilemma)問題⁵⁴⁹が生じる。たしかに、Steve Jobs や Warren Buffet のような、環境と関係なしに、会社を大変化させることができる能力を有する人材は稀である。一般的には、CEO が支給された報酬と同等なほど、会社の運命を支配しているもしくは、会社を大きく変化させたわけではない⁵⁵⁰。しかし、個々の CEO の能力の如何を問わず、いったん定着した報酬制度を大きく変革すること(業績連動給から固定給への変更)は実際には極めて困難である。

⁵⁴⁷ Id. at 230.

⁵⁴⁸ PWC, Making Executive Pay Work: The Psychology of Incentives (2012). www.pwc.com/gx/en/hr-management-services/publications/making-executive-pay-work-the-psychology-of-incentives.jhtml.

⁵⁴⁹ 具体的には、もし A 社が役員の報酬を固定給にしたら (Confess)、B 社はこれらの役員の報酬をより高いものにしようとする。最も合理的な選択、つまり優位な戦略 (dominant strategy) は高いレベルの報酬を維持することであると言える。これは一種の有能な役員を勧誘するための市場プロセスである。James B. Stewart, SAC Case Tests a Classic Dilemma, The New York Times, (2013).

⁵⁵⁰ Dorff, supra note 66, at 237.

以上論述したように、米国の役員報酬規制は、取締役会・役員との分離制度を基礎に、役員報酬の高額化に対して効果的な規律づけを探る歴史であった。ただし、現在までの評価をすれば、米国の改革は期待した成果を上げてはいないと言わざるを得ない。学説も見解に相違が目立つ。それはコーポレート・ガバナンス改革の処方箋と共通している。すなわち、報酬額の高額化を抑える方向にせよ、または業績連動性を高める方向にせよ、いずれの方向性を採用しようとも、短兵急に成果を求めるあまり各会社の違いを無視して一律に上から強制的に制度を構築しようとしても、期待した成果は得られないという教訓である。SOX法・ドッド＝フランク法による Say-on-Pay 制度や Clawbacks 制度の現状がこれを端的に示している。むしろ取締役選任に絡んで報酬に関わる情報を株主に開示することによる抑制効果、独立性の高い取締役選任を促進することによる取締役会の監視機能の充実、例外的ではあっても裁判所による厳しい司法審査の実施など、各社の実態にあった監視監督機構を手探りではあっても地道に工夫していく努力が求められているのではなかろうか。特に機関投資家と会社経営者との間の交渉により問題解決を図るという方策も注目される。直ちに効果を上げられないであろうことは、これも本稿で明らかになった米国の経験から予測できることではある。しかし、かような努力の継続以外に処方箋を見つけることはできないということもまた、米国の経験が示していることは本稿の検討が示すところといえよう。

一方、中国株式市場を見ると、国家を筆頭株主とする株式会社が多数上場していることが、中国株式市場の特徴として挙げられる。昨今の中国では、国有企業の民間化が積極的に行われているが、2014年9月時点で、中国国内証券取引所(香港証券取引所を除く)で上場している会社の数は、国有企業⁵⁵¹1007社であり、上場会社総数の39%を占め、その株式総価格2.6万億元で、市場株式総価格の71%を占める⁵⁵²。中国と米国における株主の構造の相違によって、社会の役員報酬に向き合う態度も変わっ

⁵⁵¹中国の企業は、主に三つの種類に分けることができる。①国有企業。その中には、国有独資(株主は国のみ)、国有絶対的支配(株式の保有数が50%以上)、相対的支配企業・会社と上場会社(株式の保有数が50%以下)。②混合製企業、つまり、各種経済体体制が共同に出資して設立した企業・会社、上場会社である。③一般民間企業。その中には、国内資本、外国資本、香港・マカオ・台湾資本の独資企業・会社と上場会社である。本稿でいう国有上場企業とは、国家絶対的支配と相対的支配上場企業を意味する。

⁵⁵² 庄心一, 2014 中国上場企業サミット <http://finance.jrj.com.cn/focus/2014cctvzshgsfh/>。

てくる。デロイトデータ⁵⁵³によれば、近年、中国上場会社の役員報酬は増加し続けている。現在、中国上場会社が開示している役員報酬に関する情報は、非常に少ない。開示規制で要求される開示内容は、報酬の総額のみであり、報酬の内訳、授与期間、方法などについては詳細に開示されていないのが現状である。当面、かような情報を開示することを通じて、監督機関、中小株主、普通民衆の監視監督機能を高めていくことがまず取り組むべき課題といえよう。

株主の利益を擁護する取締役は役員報酬の問題を検討するだけでなく、たとえ報酬制度が最適であっても、生じ続ける多種多様なコーポレート・ガバナンスの問題に取り組むことも必要とされる。

今後は、米国の報酬規制と日本の報酬規制を比較的に考察した上で、そこから得られる示唆により、中国が今後如何様な報酬規制を構築していくべきであるかについての指針を示すことを研究課題としたい。

⁵⁵³ (デロイト)中国高管薪酬研究中心,「2014-2015 中国 A 股上市公司高管薪酬调研报告」
<http://www.realize.com.cn/Upload/file/2014 中国企业家价值报告.pdf>.

付表1 米国におけるエクイティ 報酬の種類

名称	定義	特徴	利点・欠点（会社）
Incentive Stock Options インセンティブ・ストックオプション	会社が国内歳入法 422 条に従って、従業員に一定数の株式を所定の価格で所定の期間内に取得することができる権利である	①オプションの付与価格が市場価格を下らないのである；②株主の承認や採用時から 10 年間で認められ、授与された時から 10 年以内行使しなければならない。③権利行使のできる最初の年には、合計 10 万ドルの制限がある（付与時から計算）。④以前に受け取った株をインセンティブ・ストックオプションの支払方法として使用することができる。⑤株主による書面の承認が必要である（付与前後 12 ヶ月）。	利点：行使するには行使価格に相当する金銭が払い込まれる。 欠点：権利行使時点では課税されず、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
Nonqualified Stock Option Plans 非適格ストック・オプション・プラン	会社が従業員に一定の期間過ぎた後、株を協定価格で購入する権利である。	① 適正の市場価格以下の価格で付与することができる。②オプション期間は基本的に 10 年間である。③一般的に受領制限をかけている。④以前に授与された会社の株が支払の全部または一部として使用することができる。⑤非従業員に付与することができる。	利点：オプションを行使できる期間や株式を売却できる期間は会社側が自由に決めて良いのである。 欠点：オプションを行使した際に、行使価格と行使時の市場価格との差額ではなくて通常の収入として申告しなければならない
Stock Appreciation Rights 株式評価益権	権利行使時点の対象株式の市場価格が予め定められた権利行使価格を上回っている場合に、市場価格と権利行使価格の差額分の金銭又は株式現物（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。	①単独で付与するか、ストック・オプションと組み合わせて付与するケースが多い。②上昇の差額について、最大値を指定することができる。③権利行使の対価としては、金銭または株式、もしくは両者の組み合わせとすることができる。④非従業員に付与することができる。	利点：① スtock・オプションの代替として使える。②現金を付与する場合、希釈化が起こらない。
Performance Share/Unit Plans パフォーマンス株/ユニット・プラン	Performance Share は、一定期間内に予め定めた業績目標を達成した場合に株式及び現金を付与する権利である。（Unit Plan は、ただ報酬金額を株価に連動せず、付与時に金額を固定する点が Performance Share と異なる。）	①付与する権利は一定期間内の業績と直接につながっている。②一般的に、パフォーマンス期間が 3 年から 5 年を設定する。③授与は一般的に 1, 2 年ごとに継続インセンティブデバイスとして使われている。④支払は現金、株、もしくは両者の組み合わせにすることができる。⑤非従業員に付与することができる。	利点：役職員に、業績目標の達成と株価上昇のインセンティブを同時に与えることができる。 欠点：業績目標を定めるのが難しい。
Restricted Stock Plans 制限付き株式プラン	会社が、役員に対して、その株式を交付しつつ、一定期間その株式の譲渡を禁止し、役員が任期満了・死亡・障害以外の理由で役員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。	①制限期間は役員契約完了まで設定することができる。②個人が制限期間満了まで、条件付きの所有者とし続ける。③配当は受領者の口座に入金される。④非従業員に付与することができる。	利点：①役職員が直接株式を保有することによって、株主と役職員の長期的な利益が一致する。②報酬費用として計上する金額を予め推定できるため、報酬戦略が立てやすい。 欠点：希釈化が起こる
Phantom Stock Plans ファントム・ストック・プラン	会社が実際の株式ではなく、指定数の株式に対応する一定期間における価値を受け取る権利である。	①付与する権利は、指定されたファントム株式と同じ、または、株価上昇の部分のみに行うことができる。②配当と同等の価値が口座に入金されるまたは即時で支払うことができる。③利益が現金、株もしくは両者の組み合わせによって支払うことができる。④非従業員に付与することができる。	利点：架空（ファントム）であるため、発行済株式数は変わらない。つまり、オプションを行使しても、実際に株式が売買される訳ではないので、直接的に株価に影響を与えない。つまり、資本構成や議決権にも影響を与えない。 欠点：キャッシュアウトの費用負担することとなる。

