

(要約)

経営者の報酬の法的規律

伊藤 靖 史

本論文は、上場会社の経営者の報酬に関する法的規律について検討するものである。

本論文の構成と内容は、次のとおりである。

第1編では、本章の検討課題が設定される。

第1編第1章では、本論文が「上場会社の経営者の報酬に関する法的規律」について検討するものであることが示される。経営者の報酬をめぐる関係者の利害の衝突（エージェンシー問題）のあり方は、上場会社と非公開会社とは異なる。上場会社では、経営者の報酬をめぐる、主に経営者と株主の利害が衝突する。これに対して、非公開会社では、主に多数株主（同時に会社の経営者であり、実質的な利益の分配を経営者の報酬の支払いという形で受けることも多い）と少数株主の利害が衝突する。本論文で検討するのは、このうち前者に関わる問題である。

第1編第2章では、取締役の報酬をめぐるわが国でのこれまでの議論の枠組みが整理される。取締役の報酬に関する会社法361条は、取締役の報酬等について定款の定めまたは株主総会決議を要求する規定である。同条は、会社法制定以前は商法269条、昭和13年改正以前は商法179条として定められていた。明治32年の制定時よりも規定の内容は詳細になっているが、これらの規定の基本的な内容は変更されていない。これらの規定をめぐる解釈論の基礎を形成し、従来わが国の議論の方向性を定めたのが、1961年に公表された矢沢惇の論文「取締役の報酬の法的規制」である。同論文以来、わが国では、上記の規定が経営者の「お手盛り」（取締役と株主の利益衝突）を防止するための手続的規制であり、取締役の報酬の相当性について裁判所が審査することはないと考えられてきた。そのため、上記の規定に関する解釈論も、報酬の形態ごとに、特定の報酬が上記の規定の適用を受けるかどうか、また、適用を受けるとして、上記の規定によって要求される株主総会の決議について、どの

ような内容の決議が行われれば、「お手盛り」の防止という規定の趣旨に適うのかという点に集中してきた。取締役の報酬の規制に関する立法論としては、取締役の報酬の決定権限を取締役会に移すことを前提に、報酬の開示を拡充し、報酬の相当性について裁判所が審査をすることを提案する見解と、株主総会において取締役全員の報酬額にとどまらず取締役の個人別の報酬額を定めることを提案する見解が唱えられていた。

第1編第3章では、以上のような伝統的な議論の問題点が指摘される。株式会社の経営者の報酬の決定は、①従来「お手盛り」と表現されてきたような経営者と会社の利益衝突としての性質を有するとともに、②経営者の監督・経営者へのインセンティブの付与という性質を有する。ところが、伝統的な議論では、上記①の性質にだけ着目され、②の性質には、ほとんど注意が払われてこなかった。たしかに、取締役の報酬をめぐるかつての実態は、取締役に支給される報酬の大部分が基本報酬であり、ストック・オプションの付与も行われないうというものであり、②の性質を意識する必要性も低かったといえる。しかし、わが国では、平成9年にストック・オプションの付与が商法上も許容されるに至り、経営者の報酬を業績に連動させる動きが広がってきており、現在では、②の性質に着目した議論を行う必要性が高まってきている。

第1編第4章では、以上の検討を受けて、本論文での検討課題が設定される。本論文では、経営者の報酬の決定が有する経営者の監督・経営者へのインセンティブの付与という性質に着目して、第2章で確認したようなわが国の従来の議論に再検討を加え、今後の法的規律のあり方を探る。具体的には、取締役・執行役の報酬の相当性の審査と、取締役・執行役の報酬の決定を規律するその他の手段について、従来の解釈論が批判的に検討されるとともに、立法論的な検討が行われる。

第2編では、報酬の相当性の審査について検討される。

第2編第1章では、本論文での「報酬の相当性の審査」の定義が示され、第2編での検討課題が確認される。「報酬の相当性の審査」とは、裁判所が報酬の相当性について審査をし、相当でないと判断する場合に、相当でない部分について報酬受領者が会社に対して返還義務を負う（相当でない部分の支払いは無効である）という意味も有する。しかし、本論文では、主に、報酬が相当でないと裁判所が判断する場合に、取締役・執行役が義務違反・責任を問われると

いう意味での「報酬の相当性の審査」について検討する。

第2編第2章では、わが国で通説の地位を占めてきた「取締役・執行役の報酬の相当性について裁判所が審査することはない」という命題について、批判的に検討される。委員会設置会社では、その過半数が社外取締役によって構成される報酬委員会が、取締役・執行役の個人別の報酬の内容を決定する。このうち取締役の報酬については、「お手盛り」という側面があるにもかかわらず、株主総会ではなく報酬委員会が報酬を決定することになっている。したがって、「お手盛り」を防止するための報酬規制という従来の理解からしても、報酬の相当性が裁判所によって審査されると解するべきである。他方で、執行役の報酬については、その決定が上記①の性質だけでなく②の性質を有することが委員会設置会社の機関構成からも明らかである。そのため、報酬委員会は、そのような観点からして相当でない報酬を決定すれば、任務懈怠責任を問われると考えられる。そして、委員会設置会社でない会社においても、取締役（とりわけ、業務執行を担当する取締役）の報酬が上記②の性質をも有することは、委員会設置会社の執行役の報酬と同様である。このことから、経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という観点からして適切な取締役報酬を決定することは、取締役会の監督権限に含まれると考えることができる。したがって、そのような権限の行使が適切でなければ、取締役会構成員は、任務懈怠責任を問われるはずである。以上のことから、通説とは異なり、現行法の解釈としても、取締役・執行役の報酬の相当性は、裁判所によって審査される（相当でない報酬を決定した取締役について、任務懈怠責任（会社423条）が問題になる）と解するべきである。

第2編第3章では、取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されるとして、その場合にどのような基準が用いられるべきなのかを検討するために、米国法（とりわけ、デラウェア法）が参照される。デラウェア州では、経営者の報酬の相当性が裁判所によって審査されることを前提に、その際の基準について判例法理が展開されてきた。このようなデラウェア州の判例法理について、一般には、かつては報酬について中間的な審査（均衡性の審査）が行われていたところ、近年では浪費基準または経営判断原則の基準によって審査がされるようになったと理解されている。中間的な審査（均衡性の審査）とは、ケルブス判決（*Kerbs v. California Eastern Airways, Inc.*, 90 A.2d 652 (Del.

1952)) やベアード判決 (Beard v. Elster, 160 A.2d 731 (Del. 1960)) において行われたとされるもので、ストック・オプションの付与によって会社が十分な約因を受領することに加えて、そのような約因が現実には会社に与えられることを保証することが期待できるような条件がストック・オプション計画に含まれていなければならないとするものである。これに対して、浪費基準または経営判断原則の基準は、マイケルソン判決 (Michelson v. Duncan, 407 A.2d 211 (Del. 1979)) において採用されたとされるもので、会社資産の浪費に当たらない限りは報酬が相当でないとはいえないとするものである。会社資産の浪費に当たるといえるかは、「おおよそ通常の健全な経営上の判断能力を有する者であれば、公正な交換を表しているとは結論することができないような条件で取引が行われたか」どうかによって判断される。しかし、ケルブス判決とベアード判決を仔細に検討すれば、当初から、裁判所は、報酬についてはきわめて緩やかな基準で相当性を審査していたことが分かる。そして、経営者の報酬の相当性が浪費基準または経営判断原則の基準によって審査されることには、十分な理由がある。さらに、浪費基準または経営判断原則の基準の内容が、米国の株主代表訴訟制度と関連付けて、詳細に検討される。以上の検討で扱った判例は、主に、ストック・オプションの付与に関するものであったが、ストック・オプション以外の報酬の相当性についても、ディズニー株主代表訴訟を素材に検討され、報酬の相当性は経営判断原則の基準によって審査されることが確認される。また、以上のような報酬の相当性の審査基準は、デラウェア州のみならず、米国では一般的なものである。たとえば、アメリカ法律協会『コーポレート・ガバナンスの原理』においても、利害関係のない株主によって承認された経営者の報酬は浪費基準、利害関係のない取締役によって承認された報酬は経営判断原則の基準によって、審査するものとされる。

第2編第4章では、米国と同様、わが国でも、取締役・執行役の報酬の相当性を裁判所が審査する基準は、きわめて緩やかなもの（経営者の報酬が「相当でない」とされるのは、例外的な場合に限られる）と考えるべきであることが示される。取締役・執行役の報酬の決定が上記②の性質を有する以上、報酬を決定する取締役会・報酬委員会には、大幅な裁量を認めざるをえない。このように解することによって、取締役会・報酬委員会が創意工夫をもってそれぞれの会社の目標と実情に応じた取締役・執行役の報酬内容を形成することが促進

されるし、さもなければ、取締役会・報酬委員会が取締役・執行役の個人別の報酬を適切に決定することが妨げられる。さらに、上記のように解したとしても、取締役・執行役の報酬の決定に「お手盛り」の側面があること（上記①の性質）との関係で、大きな問題はない。そして、上記のように解することは、経営者の報酬について、いかなる意味での規律もないということの意味するものではない。経営者を規律する手段は、経営者に責任を負わせる会社法のルールに限られない。その他に、経営者の報酬に関連が深いものを挙げるだけでも、経営者の労働市場、経営者と会社との間の契約、取締役会および委員会による監督といったものがある。経営者の報酬の相当性の審査の基準が緩やかであるということは、経営者の報酬を規律する主な手段が、株主による責任追及・裁判所による審査とは別のものであるということにすぎない。

第3編では、取締役・執行役の報酬の決定を規律する手段のうち、報酬の相当性の審査以外について検討される。

第3編第1章では、第3編での検討課題が確認される。わが国では、取締役・執行役の報酬について、これまで、上記①の性質に着目した議論が行われてきた。しかし、取締役・執行役の報酬の決定は上記②の性質をも有するのであり、上記①からして問題がない報酬決定手続であっても、②の性質からして問題があるのではないかということを検討する必要がある。また、取締役・執行役の報酬の決定が②の性質を有することからすれば、現在のわが国での取締役・執行役の報酬の法的規律には、十分ではない点や、立法論的に再考の余地がある点もあるのではないか。

第3編第2章では、1990年代の米国および英国における経営者の報酬に関する規律の整備の動向について検討される。米国では、経営者の報酬について損金算入を制限するため、1993年に内国歳入法典が改正された。また、実務上の規範を通じて、経営者の報酬の決定手続の整備が図られた。SECは、報酬に関する株主提案を一定の条件の下で許容するようになり、SEC規則の改正によって、報酬の開示も、表を中心とした詳細なものに改められた。英国では、1990年代のコーポレート・ガバナンスに関する著名な報告書（キャドベリー報告書、グリーンブリー報告書、ハンペル報告書）において、経営者の報酬の決定過程と開示について検討され、上場規則によって詳細な開示が要求されるようになった。いずれの国においても、1990年代からコーポレー

ト・ガバナンスに関する議論が盛んに行われてきている。そして、その一環として、以上に述べたように経営者の報酬についても議論され、会社法・証券法の規制、さらに、上場規則や実務上の規範を通じて、経営者の報酬に関する規律が形作られてきた。いずれの国においても、経営者の報酬の決定権限は取締役会または報酬委員会にあり、経営者の報酬の決定は、経営者の監督の一環と位置付けられている。そして、それを前提に、取締役会・報酬委員会が経営者に十分なインセンティブを与え、株主の利益に資するような報酬内容を決定することを確保するために、取締役・報酬委員会の構成員の独立性を確保し、取締役会・報酬委員会における経営者の報酬の決定過程を整備すること、および、経営者の報酬に関する広範で詳細な開示を要求することが目指された。他方で、経営者の報酬の決定過程への株主の直接の関与は、限られた範囲でしか認められなかった。そして、以上のような経営者の報酬に関する規律は、経営者の報酬が高額であること自体が不公正であるという発想ではなく、経営者の報酬が業績に連動しているかどうかを重要であるという発想を基礎とするものである。

第3編第3章では、2000年以降の英国における経営者の報酬に関する規律の整備の動向について検討される。英国では、2002年の会社法改正によって、経営者の報酬に関する規律が大きく改められた。たとえば、この改正で、上場会社の経営者の報酬の開示に関する主な規律が、上場規則ではなく、会社法にもとづく規則に置かれることになった。また、同改正によって、経営者の報酬について、年次株主総会において勧告決議が行われることになった(say on pay)。さらに、英国では、2006年会社法の制定によって会社法の全面的改正が行われたが、取締役の報酬に関する会社法・同法に基づく規則による規律は、大きな変更なく引き継がれている。本章では、上記の改正だけでなく、現在の英国での取締役の報酬に関する規律(会社法の規制、上場規則・英国コーポレート・ガバナンス・コードによる規律)を全体的に検討している。上場規則では、上場会社に、英国コーポレート・ガバナンス・コードを遵守したかどうか、また、遵守しない場合にはその理由を、開示することが要求される(遵守せよ、さもなければ説明せよ)。いずれにしても、2002年改正の経緯と改正内容、さらに、英国の経営者の報酬に関する規律の全体像からは、第3編第2章で確認したような英国での従来の規律が根本的に変更されたわけではないことが、明らかになる。英国では、依然として、経営者の報酬の問題について、

英国コーポレート・ガバナンス・コードと開示を中心とした規律によって対処されている。

第3編第4章では、2000年以降の米国における経営者の報酬に関する規律の整備の動向について検討される。米国では、2000年代初頭のエンロン事件・ワールドコム事件等の企業不祥事を受けて、2002年にサーベンス＝オクスレー法が制定された。同法にもとづいて上場規則の改正も行われ、経営者の報酬に関する規律が改められた（2002年改正）。ここでは、その後の改正も含めて、米国の上場規則によって経営者の報酬についてどのような規律がされているのかが確認される。上場規則によって、上場会社は過半数の独立した取締役を有すること、および、経営者の業績評価・報酬決定を権限とする委員会を設置することを、義務付けられる。また、2006年には、SEC規則が改正され、経営者の報酬に関する開示の内容が改められた（2006年改正）。同改正によって、経営者の報酬については、従来から要求されていた多数の表による詳細な報酬内容の開示に加えて、「報酬に関する議論と分析」という形で、文章による開示が要求されることになった。ここでは、同改正後のSEC規則にもとづく経営者の報酬の開示の内容が詳細に検討される。さらに、2008年の金融危機を受けて、2010年にドッド＝フランク法が制定された。同法は、金融機関に限らず、上場会社一般の経営者の報酬に関する改正内容を含む（2010年改正）。同改正によって、上場会社は、第3編第3章で検討した英国のsay on payに類似した経営者の報酬に関する勧告決議を義務付けられることになった。また、報酬委員会の独立性を向上させ、報酬コンサルタントに関する規制を強化するための規定の整備が行われた。以上のように、米国では、2000年代に入ってから、経営者の報酬について数次の規律の整備が行われている。米国では、経営者の報酬は、2000年代に入ってから増加を続けており、経営者の報酬の問題がコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の中でも重要な位置を占めているのである。もっとも、2002年改正・2006年改正・2010年改正とも、その内容を子細に検討すれば、第3編第2章で確認したような米国での従来の規律が根本的に変更されたわけではないことが、明らかになる。米国では、2010年改正において、say on payが導入されたが、経営者の報酬の決定権限は依然として取締役会・報酬委員会にあり、経営者の報酬に関する規律の中心は、上場規則による報酬の決定過程に関する規律

と、SEC規則による報酬の詳細な開示にある。

第3編第5章では、以上に検討してきた米国および英国の動向から、わが国における規律のあり方について、どのような示唆が得られるのかが検討される。まず、取締役報酬の決定過程に関する伝統的な解釈論について、批判的に検討される。わが国では、株主総会で取締役の報酬総額が決議された後で、取締役の個人別の報酬を決定することを代表取締役に一任することは許容されるというのが多数説である。しかし、そのような一任は、取締役の報酬の決定が有する経営者の監督という機能を害するものであり、問題があるものである。次に、立法論として、経営者の報酬の決定について、どのような規律を設けることが望ましいかが検討される。このような検討の結論は、次のとおりである。第1に、取締役・執行役の報酬の決定過程について、わが国では規律がほとんど置かれておらず、上場規則によって規律が整備されることが望ましい。第2に、会社法361条は、取締役の報酬に関する決定権を直接に株主総会に与える。しかし、そのような規制に大きな意味があるとはいえず、これを見直す必要性が高くなっている。第3に、取締役・執行役の報酬に関する開示は、かつてよりは大幅に拡充されているが、なお充実を図ることが望ましい。取締役・執行役の報酬の開示の目的は、報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブの付与という観点から適切に行われているかどうかを判断するための情報を株主に与えることに求められるべきである。そして、そのことからすれば、現在のように、報酬額が1億円以上の者に限って個人別の報酬額の開示を要求することに、合理性はない。むしろ、各会社について報酬額上位数名の者の個人別の報酬額が開示されるべきである。ストック・オプションについても、全体的な付与状況・行使状況の開示だけではなく、被付与者ごとの開示が必要であり、報酬の決定方針に関する開示も、より充実させることが望まれる。

第3編第6章では、第5章までの検討の結論を補強するために、ドイツにおける経営者の報酬に関する規律の整備の動向について検討される。ドイツにおいても、1990年代以降、コーポレート・ガバナンスに関する議論が盛んに行われており、その中で、経営者の報酬についても規律の整備が行われてきた。経営者の報酬については、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードに規律が置かれている。上場会社は、同コードを遵守したかどうか、また、遵守しない場合にはその理由を、毎年宣言しなければならない、さらに、そのことを会社

状況報告書において開示しなければならない（英国と同様の「遵守せよ、さもなければ説明せよ」というアプローチ）。さらに、2005年には取締役報酬の開示に関する法律（VorstOG）、2010年には取締役報酬の相当性に関する法律（VorstAG）が成立した。前者の法改正は、それ以前からドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードにおいて勧告されていた取締役員の個人別の報酬の開示を行わない会社が多かったことから、同コードによる勧告にとどまらず、法的義務としてそのような開示を要求する必要があると考えられたことから行われたものである。同改正によって、ドイツ商法典上、上場会社について、個々の取締役員の報酬を計算書類の注記・コンツェルン計算書類の注記において開示すること（または、会社状況報告書・コンツェルン状況報告書において、取締役報酬に関する報告書の一環として開示すること）が要求されるようになった。また、後者の法改正によって、従来からドイツ株式法に規定されていた取締役の報酬の相当性に関する規定について、相当性の基準を明確化する改正が行われた。さらに、第3編第3章で見た英国の **say on pay** に類似した経営者の報酬に関する勧告決議について、規定が定められた。わが国では、以上のようなドイツの動向のうち、特に **VorstAG** を参考に、会社法に取締役の報酬の相当性に関する規定を設けるべきであると主張されることもある。しかし、ドイツにおいても、株式法上の取締役の報酬の相当性に関する規定は実際には機能していない。そもそもドイツでは、米国とは異なり、株主による訴訟を通じた取締役員・監査役員の責任追及は、従来行われてきていなかった。ドイツにおいて、取締役の報酬に関する規律は、主に、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードによる報酬の決定過程に関する規律と、ドイツ商法典に定められる報酬の開示という形で存在する。以上のようなドイツにおける動向は、米国および英国と、基本的な方向性を同じくするものなのである。

第4編では、以上のような本論文での検討の結論が要約される。