

機関番号： 22604  
 研究種目：若手研究（B）  
 研究期間：2008～2010  
 課題番号：20730073  
 研究課題名（和文） コーポレート・ガバナンスにおける役員報酬規制の意義  
 研究課題名（英文） The Regulation of Executive Compensation in the Context of Corporate Governance  
 研究代表者  
 尾崎 悠一（OZAKI YUICHI）  
 首都大学東京・社会科学部研究科・准教授  
 研究者番号：90376393

研究成果の概要（和文）：本研究では、役員報酬規制をコーポレート・ガバナンスの全体の中に位置づけたうえで規制の目的・規制のあり方を再検討するという目的に向けて、日本および米国における伝統的な役員報酬規制の議論を研究した。また、研究期間中に発生した金融危機（2008年のいわゆるリーマン・ショックあるいは、より広くとらえるのであれば、2007年のサブプライムローン問題—に端を発する金融危機）を受けて、金融機関の役員報酬について G20 サミット、金融安定理事会（FSB）、OECD、バーゼル銀行監督委員会などで国際的な議論がなされたため、金融機関の役員報酬規制を金融機関のコーポレート・ガバナンスについての問題ととらえて検討し、また、米国の 2010 年金融改革法における役員報酬規制についての立法動向をも検討した。

研究成果の概要（英文）：This research project studies on the regulation of executive compensation in the context of corporate governance. In order to evaluate the importance of regulating executive compensation, it investigates historical development of the regulations of executive compensation both in Japan and in the U.S. This research also investigates the regulations of executive compensation introduced after the financial crisis that began in 2007. Those regulations include what were agreed or introduced by the G20 summit, or international organizations, such as FSB (Financial Stability Board), the OECD and the Basel Committee on Banking Supervision, to redress incentives of those who managed significant financial institutions, and the rules introduced in the U.S. by the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	500,000	150,000	650,000
2009 年度	500,000	150,000	650,000
2010 年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	1,500,000	450,000	1,950,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：民事法学，コーポレート・ガバナンス

#### 1. 研究開始当初の背景

日本法においては、従来から取締役の報酬は株主総会の決議又は定款の規定によって決せられるとしてきた（平成 17 年改正前商

法 269 条，会社法 361 条）。同条の解釈についても、具体的にいかなる取締役への支給が「報酬」にあたるか、報酬についての株主総会決議の決議方法などが伝統的な実務慣行

を前提に判例法上確立されてきた。

しかし、平成9年商法改正で導入されたストック・オプション制度や平成14年商法改正で導入された委員会等設置会社における報酬委員会制度により従来の伝統的な学説は再検討を迫られていた。すなわち、従来の議論が念頭に置いているのは金銭報酬であり、金額の大小がただちに報酬の適切性とリンクする形になっていた。これに対し、ストック・オプション制度においては、同じ経済的価値をもつ新株予約権を役員に付与するにしても、オプションの内容のアレンジメント次第で当該役員へのインセンティブ効果は異なるのであり、会社（株主）から役員へ移転する経済的価値の大小のみで役員報酬の妥当性を理解することは不可能である。「お手盛り防止」を唯一の判断基準とする従来の判断枠組みにおいては、ストック・オプション制度の導入などに象徴される報酬形態（報酬内容）の多様化を十分に法的に分析することはできない。報酬委員会制度の導入も同様に従来の判断枠組みの再検討を促すものである。委員会等設置会社において報酬委員会の設置を強制すること自体が、従来の「お手盛り防止」に尽きない意義を報酬規制に負わせるべきこと—役員報酬のコーポレート・ガバナンスにおける役割（役員に対するインセンティブ効果）が極めて重大であること—を正面から認めたものといえる。また、報酬委員会による報酬の決定については株主（総会）は関与しないことから、「株主保護＝株主の意思の尊重」という枠組みがこのような場合には妥当しないことになる。

このような立法動向（およびそのような立法ニーズの基礎にある経済動向）を受けて、報酬規制議論の枠組みの再検討をすることが必要であると考えられ、諸外国における立法・学説・実務の状況をも踏まえた検討を行うべく本研究は開始された。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、以下の二点にまとめられる。

第一に、比較法的な視点からの考察、および、経済学・経営学の知見の参照によって、役員報酬・役員報酬規制がコーポレート・ガバナンスにおいて果たすことが期待される役割について明らかにすることである。役員報酬規制の趣旨は伝統的に「お手盛り防止」とされており、これを前提に議論が組み立てられていた。報酬体系の多様化、とりわけストック・オプションを中心とするエクイティ報酬の形態をとるインセンティブ報酬の導入・拡大により、役員統制手段としての機能も役員報酬には期待される。そのような統制手段としての報酬の役割について考察を加えることにより、報酬規制の枠組みについ

ての新たな視点を探索する。

第二に、第一の成果をふまえて、役員報酬規制についての個々の問題について解釈論・立法論を再検討する。報酬の決定に対する司法審査の可否および司法審査が可能とした場合のその審査基準、報酬決定手続（報酬決定過程）や開示のあり方についての解釈論・立法論を深める。

## 3. 研究の方法

初年度に当たる平成20年度は、役員報酬規制についての、比較法的検討のための基礎的な作業と経済学的・経営学的知見の摂取に努めた。比較法的検討の第一歩として、アメリカにおける役員報酬についての裁判例の整理・分析と、役員報酬についての学説の整理・分析を行った。アメリカでは、1930年代以降、ストック・オプションを中心に役員報酬の過大性をめぐって争われた裁判例が多く存在している。これらの整理・分析を通して、報酬決定手続（過程）を法的に検討する際の出発点として、裁判規範としてどのようなルールが成立しているのか、報酬の適切性についてどの程度の司法介入が必要なのかという点について検討した。また、コーポレート・ガバナンスについてのより一般的な文脈から役員報酬規制の検討をするために、取締役の忠実義務・注意義務について、日米の判例・学説の整理・分析も試みた。

平成21年度・平成22年度は、平成20年度に引き続き、比較法研究、とりわけ、ヨーロッパにおける議論の検討を行う予定であったが、平成20年に起こった世界的な金融危機（いわゆるリーマン・ショック：あるいはより広くとらえるのであれば、平成19年のサブプライムローン問題に端を発する金融危機）に対する対応の中で、（主として金融機関における）役員報酬規制について世界的な取り組みがなされたことを受け、進行中の立法の取り組みを検討の素材として重視することにした。主たる研究対象は、G20等における国際合意と、米国の緊急経済安定化法、アメリカ復興再投資法、ドッド・フランク・ウォールストリート改革法（金融改革法）及びそれらをめぐる議論（米国財務省やFRBにおけるルールメイキングに関する議論と、学説動向）である。具体的には、役員報酬規制について新たな規律を設ける趣旨・必要性を確認・整理したうえで、その規律内容の可否および従前の立法・学説状況の関係との検討を行い、日本法について検討する際の視点の獲得を図った。

## 4. 研究成果

本研究の成果の一部は後掲5. に掲げた著作によって公表されている。

（1）役員報酬についての会社法上の規律

第1に、役員報酬について会社法が規律を及ぼす目的・必要性、役員報酬規制がコーポレート・ガバナンスにおいて期待されている役割について、従前の学説・判例やおよび諸外国の学説・判例・立法動向を踏まえて考察した。

## (2) 金融危機後の役員報酬規制の展開

第2に、金融危機後の役員報酬規制の展開の研究が主要な研究成果として挙げられる。金融危機後の役員報酬規制として直接の対象となったのは金融機関の役員報酬である。もちろん、金融機関の役員の報酬額の大きさ自体がスクランダラスに取り上げられ、社会的・政治的な問題となった側面もあったものの、そこでの議論は主として金融機関の経営者（文脈によっては経営者のみならず従業員も含めて議論されている）が過度のリスクテイクを行うことを報酬の設定するインセンティブによって抑止しようという発想に基づくものである。

同時に、そこでの議論は、役員報酬についての規律を設けさえすれば、過度のリスクテイクが防げるものと考えられているわけではなく、金融機関についての行為規制、自己資本規制等その他のメカニズムと相まって過度のリスクテイクの防止が実現されるべきことが強調されている。すなわち、役員報酬規制をそれ単体で考えることはできず、業法的な規制およびコーポレート・ガバナンスに関する諸規律との関係で総合的な検討が必要であることが示唆されている。これらは、本研究の主眼であるコーポレート・ガバナンスにおける役員報酬規制の意義の検討の重要性を裏付けるものである。

米国の金融改革法においては、金融機関のみならず事業会社についても役員報酬規制について新たな規律が設けられた。この点について、金融機関における役員報酬規制と事業会社における役員報酬規制の共通点と相違点を考慮した。

上述の研究の成果について、より具体的な内容としては、以下の3点が挙げられる。

### ① 役員報酬の設計

ストック・オプションや restricted stock 等のエクイティ報酬は経営者の短期的利益の追求を促進するものであるという批判はしばしばなされるものであり、役員インセンティブを適切なものにするためには、報酬内容について一定の制限をするべきであるようにも思われる。そもそも、役員にどのようなインセンティブをもたせるのが妥当であるかはそれ自体一義的に定めることができるわけではないが（たとえば、預金保険の用意されている金融機関と一般事業会社とでは自ずから許容されるリスクの限度が異なるであろうし、事業会社によっても事業

内容や事業規模等のファクターにより許容されるリスクの限度が異なるであろう）、仮に一定の方向性を示せるとしても、役員報酬の設計においては種々の考慮要素のトレードオフがある。特に、報酬契約の「シンプルさ」をどの程度重視すべきか（役員インセンティブを微細にコントロールしようとするれば、当然報酬契約の内容は複雑化することになるが、役員報酬の設計コストやモニタリングコストを考えれば、役員報酬がシンプルであること自体にも価値はある）で米国においても議論が分岐している。

### ② 役員報酬の決定プロセスについて

金融機関の役員報酬規制に関する国際合意においても、米国の金融改革法においても、役員報酬を決定する機関である報酬委員会の構成について高い関心が示されている。この議論は、米国における2001年頃の会計不祥事であるいわゆるエンロン事件後にコーポレート・ガバナンスの改革として立法されたサーベンス・オクスリー法における監査委員会の構成についての議論と平行に考えることができる部分が少なくないが（報酬委員会の独立性および報酬コンサルタントの独立性、報酬コンサルタントの選任・報酬・監督についての報酬委員会の権限等）、報酬委員会の構成員の能力に関する要件等において差異が見られる。

米国の金融改革法は、金融機関のみならず事業会社も含めて株式会社一般（但し連邦証券法の規律対象となる会社に限られる）について、いわゆる Say on Pay（役員報酬に関する株主総会の勧告的決議）という制度が設けられ、役員報酬の決定プロセスにおける株主総会の関与が定められた。日本法は、従来より役員報酬は株主総会決議によって定められるとの規律を会社法上はとっており、株主総会の関与を強める米国の立法は一見、日本法への接近と理解することも可能なように思える。そこで、米国法における Say on Pay の導入目的、それに対する実務・学説の反応を検討した（また、米国における Say on Pay の導入にあたっては、先行して導入された英国での Say on Pay の実施状況が参照されていたため、Say on Pay についての英国の議論も検討した）。そこでは、過度のリスクテイクの抑止という観点からは株主のコミットを求めることにどの程度の意義があるのか疑問があり得ること、Say on Pay の報酬額への影響は限定的であること、株主総会による勧告的決議において議決権行使会社の影響力行使が想定されること、議決権行使会社の影響力行使については、個別の

会社の実情ではなく、多くの会社に共通する一般的なガイドラインが用いられる可能性があり、その場合には、one size fits all の問題が生じることなどが明らかになった。

③ いわゆるクローバック (clawback) について

金融危機後においては、報酬についての実体的な規律として、事後的に役員の不平等が発覚した際に役員報酬を返還させるクローバックと呼ばれる仕組みの導入が議論されており、金融改革法ではクローバックが立法されている。クローバックについてはサーベンス・オクスリー法でも議論がなされており、サーベンス・オクスリー法の当時の議論およびその後のサーベンス・オクスリー法の運用（同法の適用をめぐる裁判例）と比較する形でクローバックについて検討した。クローバックは、役員報酬を返還させるという意味では役員報酬の規制であるが、同時に、役員の不正行為等が発覚した場合に役員から会社に金銭を移転させることから、役員の仕事懈怠についての損害賠償の一種であるとの理解も可能であり、役員の仕事懈怠責任と役員報酬規制を総合的に検討する必要性が明らかになった。米国法におけるクローバックの議論においては、そのエンフォース手段として株主代表訴訟を利用できるか否か、責任追及を受ける役員の主観的要件を必要と考えるか否か、会社に返還されるべき金額をどのように考えるのかという点で制度設計上の問題点が議論されている。

これらの制度設計上の問題を総合的に検討するために、取締役の忠実義務・善管注意義務の内容、およびそれらの違反を責任追及するときの問題点（特に損害の範囲あるいはその立証の問題と代表訴訟によるエンフォースの困難）について日本法の現状を検討した。

(3) 今後の展望

今後は、以上のような研究成果を踏まえて、研究期間中になお十分明らかにしえなかった問題について研究を進めたい。具体的には、金融危機後の役員報酬規制についての検討・分析を十分に日本法の解釈・立法の検討に取り込むことができなかつたので、この点について考察を深めたい。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 3 件)

1. 尾崎悠一、「取締役の法令遵守義務と第

三者に対する責任—過払金返還請求権者に対する貸金業者代表取締役の責任」、ジュリスト、1422 号、2011 年、140-144 頁、査読無

2. 尾崎悠一、「会社分割における会社の協議義務と労働関係の承継」、ジュリスト、1394 号、2010 年、105-108 頁、査読無

3. 尾崎悠一、「代表取締役による従業員の引抜き・顧客奪取と不法行為責任」ジュリスト、1377 号、2009 年、152-155 頁、査読無

[図書] (計 1 件)

1. 尾崎悠一、「金融危機と役員報酬規制」、神作裕之責任編集・財団法人資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』（財經詳報社、2010 年）129-208 頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

尾崎 悠一 (OZAKI YUICHI)

首都大学東京・社会科学研究所・准教授

研究者番号：90376393