

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

伊 藤 靖 史

目 次

序 論

一 「相当性」に関する審査

1 委員会設置会社の取締役・執行役の報酬

2 監査役設置会社の取締役の報酬

3 小 括

二 「相当性」の審査基準

1 序

2 米国の経営者の報酬実務の歴史

3 デラウェア州の判例法理

結 語

4 アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理」

5 学説における議論

6 わが国への示唆

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号

五五（一七二九）

序論

(1) 本稿は、大規模公開会社を念頭に置いて、取締役・執行役の報酬の相当性に関する裁判所による審査（単に報酬の相当性の審査という場合もある）^①について検討するものである。もちろん、裁判所が取締役・執行役の報酬を審査するための特別の手続きが法律上設けられているわけではなく、本稿では、取締役・執行役の報酬が相当であるかどうか^②が会社法上問題となる場面を指す語として、報酬の相当性の審査という語を用いている。本稿で検討の対象とする報酬の相当性の審査の具体的な内容については後で示すことにして、まずは、この問題が取締役の報酬に関する従来の議論^③でどのように扱われてきたのかを確認しよう。

会社法三六一条は、取締役の報酬等（取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益）^④について、一定の事項を定款または株主総会決議によって定めるべきことを規定する。この規定の前身は会社法の現代化に関する平成一七年改正（以下では会社法制現代化と呼ぶ）^⑤以前の商法二六九条であり、同条は、平成一四年の商法等改正（以下では平成一四年改正という）^⑥によって修正される前には、「取締役ガ受クベキ報酬ハ定款ニ其ノ額ヲ定メザリシトキハ株主総会ノ決議ヲ以テ之ヲ定ム」と規定していた^⑦。この商法二六九条をめぐる解釈論の基礎を形成したのが、一九六一年に公表された矢沢惇教授の論文、「取締役の報酬の法的規制」であった^⑧。同論文は、商法二六九条の規制の趣旨について、次のように述べた。

「…現行商法の下では、取締役と会社との関係は、委任の規定によるものとされ、したがって、特約がないかぎり、報酬を請求できないわけであるが（商二五四条三項「著者注…会社三三〇条」、民六四八条一項）、通常会社と取締役との間の任用契

約において、明示的または黙示的にその特約があると解される。そして、任用契約を締結するのは、会社の代表取締役であるが、商法は、この報酬に関する特約について、規制を及ぼし、…定款または株主総会でその額を定めなければならないとしているわけである。そして、かような定款・株主総会による決定は効力要件であって、その決定がないかぎり、取締役は報酬を請求できない…。これは、株主によって、取締役会や代表取締役の報酬決定をコントロールさせようという趣旨であって、商法の規制の根拠は、もっぱら株主保護に存するといえる。…要するに、一般原則にゆだねて取締役会や代表取締役に自分で自分またはその仲間の報酬を定めさせると、いわゆるお手盛りになるので、これを防止して株主を保護しようというのが判例および学説の一般に説明する根拠である。」

「…会社と取締役との利害対立を生じやすい領域においては、予防規定をおいている。…報酬についても、その多寡について、会社と取締役との利害が対立し、…忠実義務に違反するおそれが多いので、株主の関与を定めているものと理解できよう。」

そして、現行商法は、報酬の額の相当性については、株主の自主的な判断に委ねる立場であって、…諸外国の会社法やわが税法のように、法がその実質的相当性という基準をおき、裁判所がその相当性について審査する立場をとっていない。そういう意味で、商法は、手続的規制に止まっているわけである。」

以上の記述からは、次の二つの命題を抽出することができる。

① 商法二六九条は取締役の報酬決定におけるお手盛り（取締役と株主による利益衝突の一つ）を防止するための手続的規制である。

② 現行商法では、取締役報酬の相当性について裁判所が審査することはない。

以上に整理した①②の命題が取締役の報酬をめぐるその後の議論を支配し、解釈論においては、①の規制の目的を實現するために、株主総会決議の内容がいかなるものであるべきかという点に議論が集中した。たとえば、通常の金銭報酬について、一般に、株主総会では取締役全員の額、かつ、最高限度額が定められればよいとされたのは、それが①の目的の實現のために必要かつ十分だと考えられたからである。また、①と②は密接に結びついており、株主総会において最高限度額が決定されなければ(①の目的が實現されなければ)、裁判所が報酬額の相当性を判断せざるをえないという理解が、退職慰労金をめぐる議論の中で示されている。いずれにしても、取締役報酬の相当性について裁判所が審査することはないとされていたため、解釈論として、「取締役報酬の相当性について、裁判所は、どのような基準で審査すべきか」という問いが立てられることはなかった。

他方で、取締役の報酬に関する立法論としては、大きく、二つの方向で議論が行われてきた。一つ目は、矢沢惇教授による次の文章に典型的に示されている。¹⁰⁾

「…わが国の場合は、取締役会が業務執行の決定を行い、代表取締役が会社を代表すると定めているだけで、業務執行の決定をどう実行していくかという過程が法文上必ずしもはっきりしない。…英米法の役員制度のように、代表権ないし代理権の面からではなく、業務執行の面から制度を考え直すことが必要であろう。そして、各国法のように、取締役の報酬については、株主総会に決定権を与え、業務執行の決定以外の業務に従事する役員ないし業務担当取締役の報酬は、取締役会に決定権を与えることも考慮に値する。…公開性〔著者注…取締役報酬についての開示〕と不相当な報酬に対する救済を認める限り、弾力

的で実情にあった報酬決定方法がこれによって、でき上がると思われる。」

つまり、立法論の方向性として、業務執行権限についての商法の規定の明確化とともに、¹¹⁾ 次のことが主張されている。

③—1 立法論としては、業務執行や従業員としての職務の対価の決定権限を取締役に与え、その上で、報酬の開示の拡充と、報酬の相当性についての裁判所による審査によって、問題の解決を図るべきである。

この方向での法改正の可能性については、その後も何人かの論者によって言及されてきており、これをさらに進めて、報酬の開示の充実と報酬の相当性についての裁判所による審査を前提として、取締役の報酬全体について、その決定権限を取締役に移すという立法論も示唆されたことがある。¹³⁾ 矢沢惇教授自身は、大規模公開会社については報酬の開示の拡充が報酬額についての主なコントロール手段であり、報酬の相当性についての審査は閉鎖会社における少数株主の保護に資するものと考えていたが、¹⁴⁾ その後の論者には、大規模公開会社についても報酬の相当性についての審査を重視するものがある。¹⁵⁾

以上とは異なる方向を目指す立法論は、たとえば、龍田節教授によって次のように唱えられたことがある。¹⁶⁾

「役員報酬は職務執行の対価…である。報酬額と職務の質および量との釣合が当然考えられているはずであろう。この点は役員全体についても問題になることはありうるが、主として各役員個人の問題である。株主総会は候補者の資質・能力等を勘案して役員の選任を行うが、役員各人への報酬配分額がいくらであるか…について、無関心でなければならぬという理由は

なからう。総会が選任した有能で貢献度の高い役員に少ない配分額しか与えないことは、不当な（場合によっては違法な）業務執行とさえいえる。

商法は役員報酬について手続的規制だけを加える。これには立法論的に議論もあるうが、現行法にもそれなりの理由はある。同時に、制度の意図する目的をよりよく実現するような解釈をしなければならない。従来、株主の利益との関係では役員報酬の総額だけが注目され、各役員への配分は役員個人の利益の問題に限定されていたと思える。現行法の解釈としては、少なくとも開示の面で後者につき反省を加えるべきであろう。立法論としては、役員を選任した総会において、各役員別の報酬額を定めるようにすべきである。」

このように、前述した①②の命題を前提としながらも、株主総会によるコントロールを強化する方向で、次のような立法論が主張されたわけである。

③―② 立法論としては、株主総会において、取締役の個人別の報酬額を定めるようにすべきである。株主は、各取締役の報酬額と職務の質・量との釣合にも関心を有するからである。

以上に整理した立法論のうち、③―①では、取締役報酬の決定権限を取締役に移す前提として、報酬の開示の拡充とともに、報酬の相当性の審査が重視される。しかし、それ以上に、「その場合にはどのような基準で報酬の相当性が審査されるべきか」ということが、詳細に検討されたわけではない¹⁷。他方で、③―②では、取締役の個人別の報酬額を株主総会で決定するものとされるため、報酬の相当性の審査という問題は、生じないことになる。

(2) 以上に見てきた商法二六九条に関する従来の議論に顕著なのが、取締役の報酬の決定を取締役と会社の利益衝突の一場面と捉える発想である。商法二六九条が存在しなかったとすれば取締役の報酬は取締役自身によって決定されることになったであろうから、そのような発想は自然なものといえる¹⁸⁾。しかし、取締役の報酬の決定は、利益衝突には尽きない性質を有している。とりわけ大規模公開会社においては、取締役の報酬の決定は、経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有しているのである。このことは、ストック・オプションをはじめとする業績連動型報酬の増加や、平成一四年改正による委員会設置会社制度の導入など、取締役会による経営者の監督をめぐる立法・議論の背景に、ここ一〇年ほどの間に広く認識されるようになってきた²⁰⁾。

このように経営者の報酬をめぐる状況が変化している中で、商法二六九条に関する従来の議論を再検討し、大規模公開会社の経営者の報酬に関する法規制の今後のあり方を探ることが、取締役・執行役の報酬に関する著者の研究全体の構想である。これまで著者は、そのような構想の下で、いくつかの論考を公表してきた²¹⁾。これまでの論考は、一九九〇年代以降の米国と英国の規制の動向を参考に、主に、取締役・執行役の報酬の決定手続きと、報酬の開示について検討するものであり、(1)に整理した③―1および③―2の立法論に関係するものであった。これに対して、本稿は、これまでの論考では十分に論じることができなかった問題として、(1)に整理した②や③―1に関係する、取締役・執行役の報酬の相当性に関する裁判所による審査について、検討するものである。

ここまで、「報酬の相当性の審査」が何を指すのかについては、詳しくは述べてこなかった。実は、これについては、いくつかの捉え方がありうる。(1)に述べた矢沢惇教授の論文の記述を確認することから、検討を始めよう。同論文では、報酬の相当性の審査として、大きく、租税法上の相当性の審査と、会社法上の相当性の審査が区別され、検討されている。前者は、現在の法人税法三四条二項に定められているものであり、報酬のうち不相当に高額な部分の金額は、会社

の所得の計算上、損金の額に参入しないというルールである。²²⁾このような意味での報酬の相当性の審査は、本稿の検討対象とはしない。本稿では、後者の、会社法上の相当性の審査について検討をするものである。この会社法上の相当性の審査の具体的な内容を示すものとして、右の論文には、次の記述がある。²³⁾

「…わが国では、商法は、手続的規制を加えているにすぎないが、税法は、相当性という実質的基準を定めている。会社法においてこの実質的基準を明文で定めているのは、ドイツ株式法である。すなわち、監査役は、取締役の総収入がその職務および会社の状態に相応するよう注意する義務があり、この義務違反について責任を負い…、監査役についても同様の基準が要求され、取締役が、これに違反する株主総会決議の取消・変更を求めることができる…。²⁴⁾アメリカの場合は、…判例法上、報酬は、その職務に相当する額であることを要し、不相当なる部分は、株主が代表訴訟でその返還を請求できることになってゐる。」

この記述から、会社法上の相当性の審査は、取締役の報酬の相当性が会社法上問題となる場面を包括的に指すものとされていたことが分かる。したがってそれは、(ア)裁判所が報酬の相当性について審査をし、相当でないとは判断する場合には、相当でない部分については報酬受領者が会社に対して返還をしなければならぬ（ないしは、相当でない部分の報酬の支払いは無効である）、という意味でのものには限定されない。(イ)裁判所が報酬を相当でないと判断する場合には、取締役が義務違反・責任を問われるという意味でのものも、ここには含まれていたのである。そして、右の論文が公表された時期（一九六一年）に比べて、現在では、株主代表訴訟による取締役の責任追及は、経営者の説明責任（accountability）を実現するための現実的な手段の一つとなっており、むしろ、(イ)の意味での相当性の審査について検

討する必要性が高いといえる。

このような理由から、本稿では、報酬の相当性の審査が右に述べた(ア)の意味を有することを認識しながらも、(イ)の意味での相当性の審査に比重を置いて、検討を進める。この意味での相当性の審査については、さらに、どの取締役の義務違反・責任が問われるのかも、問題となる。もちろん、現在の会社法を前提とすれば、取締役だけではなく、委員会設置会社の執行役についても、その報酬の相当性の審査について、検討をしなければならぬ。

(3) 本稿での検討事項を、より詳しく述べよう。本稿では、大規模公開会社を念頭に置いて、次の二つの点に焦点を合わせて検討を進める。

A. 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ないのか。

B. 審査される場合があるとすれば、どのような基準で審査されるべきか。

以上のうち、Aについて検討することは、言い換えれば、取締役報酬の相当性の審査は行われないうとしていた、(1)に整理した命題②が、現在どこまで妥当するのかを検証する作業となる。他方で、Bは、右の命題②が妥当しない場合があるとして、その際に、裁判所が、どのような基準によって報酬の「相当性」を審査すべきなのかを検討しようというものである。このようにAとBを区別することは、とりわけ、相当でない報酬が支払われた場合に、取締役・執行役が義務違反・責任を問われるという場面で(2)に述べた(イ)の意味での相当性の審査)、重要な意味を持つ。裁判所が取締役・執行役の報酬の相当性を「審査する」といっても、どのような基準によって「相当性」を審査し、「不相当な」報酬の

支払いに関する取締役・執行役の義務違反・責任の有無を判断すべきか、より簡単に言えば、取締役・執行役の報酬の決定についてどこまで踏み込んだ審査をすべきか、ということは、それ自体、検討を要する課題である。また、Bについて検討することは、報酬の開示の充実と報酬の相当性についての裁判所による審査を前提として取締役の報酬の決定権限を取締役に移すという、(1)に整理した③—1の方向での立法論について、その帰結（そのような法改正が行われるとして、裁判所による報酬の相当性の審査がどのようなものになるのか）を予想するためにも、必要な作業となる。以上のようにAとBを区別することから、本稿で単に「報酬の相当性の審査」と述べる場合、そのような審査が特定の基準に照らして行われるべきことを含意するものではない。

Aの点については、まず、わが国の会社法の解釈論として、委員会設置会社における取締役・執行役の報酬の決定について、その相当性が裁判所によって審査されるのかを検討する。さらに、監査役設置会社における取締役の報酬の決定についても、⁽²⁶⁾解釈論として命題②に再検討の余地がないのかを探る。結論を先に述べれば、委員会設置会社において、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ものと考えられる。のみならず、監査役設置会社においても、解釈論として、取締役の報酬の相当性が裁判所によって審査されると考えることは、不可能ではない。

Bの点については、これまでわが国で詳細な議論が行われたことがないため、米国の判例法理および学説の状況から、どのような示唆が得られるのかを探る。経営者の報酬の相当性が審査される外国法として、(2)に引用した箇所⁽²⁷⁾で矢沢惇教授が言及したのは、米国法およびドイツ法である。ドイツ法について本稿で検討しないのは、一つには、現在米国で在外研究を行っている著者の資料的制約によるものであるが、経営者の報酬の相当性の審査をめぐる多くの判例が蓄積され、学説における議論も盛んに行われてきた米国法を参照するだけでも、有益な示唆が得られると考えるからである。⁽²⁸⁾

Bの点についての検討の結論を先に述べれば、次のようになる。米国の判例法理によれば、現在の大規模公開会社の典型的な経営者の報酬決定手続きを前提に、経営者の報酬の相当性は、浪費基準・経営判断原則の基準によって審査される。つまり、報酬の決定については取締役会に大幅な裁量が認められ、報酬の相当性はきわめて緩やかに審査される。学説には、裁判所がより厳しい基準を用いるべきだと主張するものもあつたが、判例法理を支持する学説も有力に主張されており、後者の見解にも相当の説得力がある。このような米国における判例および学説に照らしてみると、わが国においても、取締役・執行役の報酬の相当性が審査されるとすれば、米国と同様に、緩やかな審査がなされるべきだと考えられる。

右に述べたBの点についての本稿の結論は、現行法の解釈論として(1)に整理した命題②が妥当しない場合があるとしても、また、仮に③―①の方向での法改正が行われるとしても、取締役・執行役の報酬の相当性の裁判所による審査が果たすことのできる役割は、限られていると述べるものである。経営者の報酬を適正なものにすることは、主に、株主による責任追及・裁判所による審査とは異なる手段を通じて目指されるべきものである。

以下、一では右に述べたAの点についての検討を、二ではBの点についての検討を行う。結論は短いまとめである。

一 「相当性」に関する審査

1 委員会設置会社の取締役・執行役の報酬

委員会設置会社では、その過半数が社外取締役によつて構成される報酬委員会が、取締役と執行役の個人別の報酬を

決定するものとされる（会社四〇四条三項・四〇九条）。それでは、そのように決定された報酬の相当性は、裁判所によつて審査されるのだろうか。これについて、委員会設置会社制度が創設された当時の立法担当者の考えは、明確ではない。平成一四年改正の立法担当者による解説書の記述は、委員会設置会社では報酬委員会による決定が、商法二六九条で要求される株主総会による決定を完全に代替しており、委員会設置会社においても取締役・執行役の報酬の相当性について裁判所による審査はなされない、という意味にも読めそうである。²⁷しかし、商法二六九条についての従来の通説の考え方からすれば、そのように考えることは妥当とはいえない。取締役の報酬と執行役の報酬に分けて検討している。

委員会設置会社において、取締役の報酬を報酬委員会が決定することについて、制度導入の当時には、お手盛りの危険があるという批判もなされた。²⁸しかし、仮に取締役の報酬を株主総会ないし取締役会全体で決定するとすれば、委員会設置会社の取締役全体に占める社外取締役の数は必ずしも多くはないため、取締役の報酬の決定について経営者が実質的に影響を及ぼすことになりかねない。そこで、お手盛りの危険よりも、社外取締役の独立性を保ち、経営の監督の責を挙げることを重視し、報酬委員会が取締役の報酬を決定するものとされたわけである。²⁹報酬委員会が設けられ、取締役・執行役の個人別の報酬を決定するものとされた趣旨について、平成一四年改正の立法担当者による解説では、取締役の報酬と執行役の報酬を特に区別せず³⁰に取締役会メンバーの独立性の確保が強調されているが、これも、厳密には、報酬委員会が取締役の報酬を決定するものとされたことについての説明と読むべきであろう。

このように、委員会設置会社では、お手盛りの危険が存在することは認識されながらも、社外取締役の独立性の確保を優先して、報酬委員会が取締役の報酬を決定するものとされている。商法二六九条について、取締役の報酬の相当性の審査がなされないと考えられていたのは、規制の保護対象である株主自身が報酬について（取締役全員分の最高限度

額にすぎないとはいえず、決定をするからである。過半数が社外取締役から構成されるとはいえ、報酬委員会による決定は、株主総会による決定を完全に代替できるものではない。従来の通説の発想からは、委員会設置会社において、取締役の報酬の相当性が裁判所によって審査されると考えるのが、やはり素直だろう。⁽²¹⁾したがって、報酬委員会が定めた取締役の報酬が相当ではなかった場合、報酬委員会構成員は、任務懈怠の責任（会社法四二三条一項）を問われうると考えられる。

執行役の報酬については、以上とは異なる考慮を要する。報酬委員会の構成員には、半数に至らないながら、執行役を兼ねる取締役が含まれることもありうる（会社法四〇〇条三項参照）。したがって、執行役の報酬の決定についてもお手盛りの危険が全くないとはいえないが、取締役の報酬に比べてそのような危険は少ない。むしろ、次に述べる理由によつて、執行役の報酬についても、その相当性が裁判所によつて審査されると考えることができるのではないだろうか。

社外取締役を中心とする取締役会が執行役による業務の執行を監督する（それと引き換えに、取締役会は、業務執行に関する決定権限を大幅に執行役に委譲できる）というのが、委員会設置会社の基本的な機関構造であり、報酬委員会も、そのような目的を実現するための一つの機関として位置づけられる。⁽²²⁾執行役の報酬を報酬委員会が決定するものとされた趣旨については、執行役の報酬として業績連動型報酬が積極的に用いられるべきこと、それに関して株主との利害調整を行うことが強調される。⁽²³⁾平成一四年改正の際には、ストック・オプションの発行に報酬委員会が関与することはないと考えられていたが、⁽²⁴⁾現在の会社法四〇四条三項・四〇九条では、規定の文言上、取締役・執行役の個人別のストック・オプションの付与は、報酬委員会が決定すべき事項に含まれると考えられる。⁽²⁵⁾このように、経営者の報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有することは、委員会設置会社において法制度上明確に表現されている。したがって、報酬委員会は、執行役の報酬の決定がそのような性質を有することを前提に、執行役

の個人別の報酬を決定する権限すなわち職務(会社四〇四条三項・四〇九条)を行使ないし遂行しなければならぬ。そのような観点からして相当でない報酬が決定された場合、報酬委員会構成員は、任務懈怠の責任(会社四二三条一項)を問われると考えられる。

以上の検討では、報酬委員会によって決定された取締役・執行役の個人別の報酬が相当でなかった場合、報酬委員会構成員が任務懈怠の責任(会社四二三条一項)を問われうるということを述べてきた。これに対して、そのような報酬を受領した取締役ないし執行役については、それについての任務懈怠というものは考えにくい。そのような報酬を決定する権限すなわち職務を有していたのは報酬委員会であり、報酬委員会によって決定された報酬を受領したというだけで、任務懈怠になるとはいいがたいからである。

2 監査役設置会社の取締役の報酬

序論に述べたとおり、商法二六九条について、取締役の報酬の相当性を裁判所が審査することはないとするのが、通説であつた。⁽³⁶⁾ もつとも、少数説ながら、渋谷光子教授は、解釈論として、相当性の審査の可能性を示唆していた。具体的には、次のように述べられている。⁽³⁷⁾

「二六九条の定める手続を守っているかぎり報酬額が妥当かどうかを問題としないのが日本法の立場であるが、この原則を貫くことができない場合も考えられる。第一は、…報酬額が客観的に著しく過大であり、かつ、その支払いが少数株主の利益を害する場合である。少数株主を害する過大な報酬支払は、多数決の濫用として無効と解することができるだろう。」

第二に、少数株主の利益を害しないが報酬が著しく過大な場合、…会社債権者の利益を考慮してこれを修正する必要がある。…取締役は忠実義務の一内容として会社に過大な報酬を決めさせてはならないという義務を默示的に負い、過大報酬は取締役に忠実義務違反による責任を発生させると解することができないであろうか。なお、同族会社のように株主全員が取締役または監査役であるときに過大な報酬を経費として支払った場合は、実質的には配当と見てその適否を判断すべきであ「る」…」

以上の記述から明らかなように、この見解は、閉鎖会社では取締役報酬の支払いが実質的には利益配分の性質を有していることを念頭に置いて、少数株主および会社債権者の利益を保護するため、報酬の相当性を問題とする必要があることを主張するものである。しかし、閉鎖会社に限らず、解釈論として、取締役の報酬の相当性が裁判所で審査されると解すべき理由は、存在しないわけではない。

商法二六九条に関する通説が形成されたのは、わが国の経営者の報酬としてストック・オプションが普及していなかった時期であり、通説は、取締役の「報酬」としては固定給である俸給を念頭に置いていた。このような俸給について、商法二六九条の「お手盛り防止」という趣旨が強調され、株主総会では取締役全員分の最高限度額が決定されればよいとされたわけである。他方で、そのように株主総会で決定された報酬額の「配分」の適正さについてはさほど関心が向けられなかった。³⁸ 俸給以外の種類の報酬についても、俸給と同様に、「お手盛り防止」のために、特定の報酬が商法二六九条の報酬に該当するかどうか、および、株主総会で決議されるべき事項に、議論が集中した。その典型が、使用人兼務取締役の使用人分給与や、退職慰労金をめぐる議論である。³⁹ 業績連動型報酬の一種ともいえる取締役の賞与についても、学説の議論は、それが商法二六九条にいう報酬に該当するかどうか集中し、⁴⁰ どのような基準でどれだけの額の賞与を支給することが適正かといったことには注意が払われていなかった。取締役の報酬がほとんど固定給からなつ

ており、かつ、「お手盛り」の防止だけが取締役の報酬に関する規制によって実現されるべき政策目標なのであれば、以上のような議論に不都合はないのだろう。

しかし、序論に述べたように、現在では、監査役設置会社であっても、取締役の報酬の決定は経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有することが、一般に認識されるようになってきている。その背景には、第一に、ストック・オプションをはじめとする業績連動型報酬の増加がある。平成九年の商法改正によってストック・オプションがわが国でも用いられるようになり、二〇〇四年には、大規模公開会社の三分の一超がストック・オプションを経営者の報酬として用いるに至った。⁽⁴²⁾第二に、ここ一〇年ほどの間のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の中で、取締役会による経営者の監督の重要性が認識されてきた。バブル経済崩壊後の長期の不況を背景に、取締役会による経営者の監督機能をいかに強化するかに関心が注がれ、そのような考慮から、平成一四年改正では、委員会設置会社制度が導入された。１に述べたように、経営者の報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有することは、委員会設置会社において法制度上明確に表現されているが、そのことは、監査役設置会社についても同様の発想が妥当することを気づかせるものである。

以上のような発想は、監査役設置会社についても、すでに一部、法規定に反映されている。商法二六九条の文言は平成一四年改正によって修正され、不確定額の報酬・金銭でない報酬についてのルールが追加された。そこで念頭に置かれていたのは、業績連動型報酬である。⁽⁴³⁾さらに、会社法三六一一条では、ストック・オプションが規制の対象に含まれることになった。ストック・オプションは、発行時に公正価値を算定できるものであるから、上限額を定める場合には、会社法三六一一条にいう報酬等のうち額が確定しているものとなり（会社法三六一一条一項一号）、さらに、報酬等のうち金銭でないもの（同項三号）にも該当するため、両号所定の事項が決議（普通決議）されなければならない。さらに、こ

のような会社法三六一條にもとづく株主総会決議に加えて、新株予約権の交付手続きがとられなければならないとされる⁴⁴⁾。それぞれの手続きにおける決議ないし決定の具体的な内容等、検討すべき点は多いが、少なくとも、株主総会で個々の被付与者への付与数等の細目が決定されることはないといえる⁴⁵⁾。したがって、株主総会決議が行われれば、それだけで、ストック・オプションが取締役に付与される目的が達成されるというわけではない。取締役は適切なインセンティブが与えられるよう、右に述べた細目が、取締役会によって決定されなければならない。さらに、個々の取締役にどれだけのストック・オプションを付与するかは、個々の取締役にどれだけの固定給を与えるかということと、密接に関連する。業績連動型報酬を取締役に支給する場合には、固定給とのバランスが、重要な問題となるのである⁴⁷⁾。

以上のように、監査役設置会社においても、取締役の報酬の決定は、経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質をも有しており、そのような観点からは、取締役報酬として支払われる総額を株主総会において画することだけではなく、それを前提として、個々の取締役の報酬額が適切に決定されることが重要となる。監査役設置会社においても、取締役の報酬をめぐる現在の状況は、従来通説が形成された時期とは大きく異なっているのである。今後は、委員会設置会社の報酬委員会について1に述べたのと同様に、経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与のために適切な報酬を個々の取締役に決定することが、取締役会の監督権限すなわち職務（会社三六二条二項二号）に含まれると考えるべきなのではないだろうか。このような観点からすれば、商法二六九条に関する従来の解釈論について、再考すべき点が浮かび上がってくる。取締役の報酬の決定が有している経営者の監督手段としての性質を無効化するような報酬決定手続き（たとえば、個々の取締役の報酬額の決定を代表取締役に一任すること）は、許容されるべきではない⁴⁸⁾。のみならず、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相当でない報酬が決定された場合、取締役会構成員は、その任務を怠ったとして責任を問われることもありうる（会社四二三条一項）、考えられないわ

けではないのである。このように、取締役会の監督権限すなわち職務と、任務懈怠にもとづく会社に対する責任について定める規定（会社三六二条二項二号・四二三条一項）を法規定上の根拠として、⁽⁴⁹⁾個々の取締役の報酬の相当性は、裁判所によって審査されると考えることができる。また、委員会設置会社について述べたのと同様に、報酬を受領した取締役は、報酬を受領したというだけで、任務懈怠になるとは考えにくい。

以上のような解釈は、奇異に見えるかもしれない。しかし、商法二六九条に関する従来の議論の中にも、このような解釈の萌芽を見つけることができる。たとえば、右にも引用した渋谷光子教授の見解では、個々の取締役の報酬の決定に関して、報酬を決定する取締役の義務違反が問題となりうる⁽⁵¹⁾ことが示唆されている。また、序論に引用した龍田節教授の見解でも、個々の取締役の報酬額が重要な意味を持つこと、および、個々の取締役の報酬の決定に関して、報酬を決定する取締役が任務懈怠を問われうる⁽⁵²⁾ことが示唆されている。本稿で主張する解釈論は、これらの見解と同様の発想に立って、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個々の取締役の報酬額を適切に決定することが、取締役会の監督権限すなわち職務に含まれ、それについて、取締役会を構成する取締役の任務懈怠を觀念できると考えるものである。⁽⁵³⁾

なお、商法二六九条について従来強調されてきたお手盛り防止の観点からしても、従来の解釈論に全く問題がなかったわけではない。従来、株主総会では取締役全員分の額が最高限度額という形で定められれば商法二六九条との関係では問題がなく、いったん定められた最高限度額の定めは、改定されるまでは効力を持ち続けると考えられていた。⁽⁵⁴⁾しかし、ここ一〇年ほどの間に、多くの大規模公開会社が取締役会の員数を大幅に減らしている。⁽⁵⁵⁾従来の最高限度額がそれに応じて改定されなかった場合に、減少後の員数の取締役の報酬総額がそのような従来の最高限度額の範囲内に収まりさえすればよいと考えるのは、お手盛りの防止ないし株主による取締役報酬のコントロールという観点からも、問題が

大きい。このような場合には、従来の通説の考え方からしても、報酬額の相当性が審査される必要が全くないとはいえないのである。

3 小括

以上に述べたように、監査役設置会社においても、取締役の報酬の相当性が問題となると考えることは、不可能ではない。監査役設置会社においても、取締役の報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有すること、このような観点から個々の取締役の報酬額を適切に決定することが、取締役会の監督権限すなわち職務の一部であると考えられることが、その根拠である。ストック・オプションをはじめとする業績連動型報酬が増加し、取締役会による経営者の監督の重要性が認識されている現在では、このような解釈を行う必要性が高まっていると考えられる。

このような本稿の議論は、報酬委員会が執行役の個人別の報酬を決定する委員会設置会社において、執行役の報酬が裁判所による審査を受けると考える根拠が、監査役設置会社にも同様に妥当すると考えるものである。委員会設置会社においては、執行役の報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有することが、法規定上も明らかであり、執行役の個人別の報酬の決定について報酬委員会の任務懈怠・責任が問題となりうるという意味で、執行役の報酬の相当性の審査が行われる。他方で、委員会設置会社の取締役の報酬については、従来の商法二六九条に関する通説の考え方に沿っても、現行法の素直な解釈として、その相当性が審査されるという結論を導き出すことができる。

二 「相当性」の審査基準

1 序

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ことがあるとして、その場合、裁判所は、どのような基準を用いるべきなのだろうか。委員会設置会社についての実務家による解説には、委員会設置会社の取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されることを前提に、その場合の基準が経営判断原則の基準だとするものがある⁽⁵⁶⁾。たしかに、以下に述べるのとおり、米国の判例法理では、同様の基準で経営者の報酬の相当性について審査がなされるし、著者も結論としてはそのような基準を用いればよいと考えている。しかし、そのように経営判断原則の基準が用いられるということは、自明のこととはいえない。米国においても、判例の中には、より踏み込んだ審査を行ったように見えるものがある。また、裁判所がそのように踏み込んだ審査をすべきかどうかは、経営者の報酬をめぐる米国の学説において、一つの争点になってきた。報酬の相当性の審査が行われるとしても、その際の基準については考え方が分れうる⁽⁵⁷⁾のであり、それ自体が検討を要する課題だといえる。

以下では、米国の判例法理・学説を参考に、このような問題について検討する。まず、米国の経営者の報酬実務の歴史を簡単に振り返る（2）。経営者の報酬の相当性の審査に関する米国の判例法理は、ある程度の年月をかけて形成されてきたものであり、米国の経営者の報酬実務の歴史を知ること、そのような判例法理を理解する上でも有益だからである。その後で、経営者の報酬の相当性の審査に関する米国の判例法理を見る。そこでの検討の中心は、デラウェア州の判例法理と、アメリカ法律協会の『コーポレート・ガバナンスの原理』⁽⁵⁸⁾となる（3・4）。さらに、経営者の報酬

の相当性を審査する際の基準をめぐる米国の学説における議論を概観し(5)、米国の判例法理・学説からわが国の解
釈論について得られる示唆を検討する(6)。

2 米国の経営者の報酬実務の歴史

米国では、かつて、会社の取締役は無報酬で職務に従事していたようであり、判例法理上も、明示の契約や基本定款・
付属定款の規定がないかぎり、取締役(執行役員を兼ねる者を含む)は無報酬だとされていた(6)。米国では、一九世紀後
半に製造業・商業が大きく発展し、多くの億万長者が出現した。また、一九世紀末から二〇世紀初頭には、企業の集中
が進み、現代まで残る大企業が現れることになった。このような時代に大企業を指導した企業家たちは、その富を、保
有する株式を通じて手に入れたのであり、会社からの俸給を主な収入とする会社役員たちの報酬額は決して高いものでは
なかった(6)。

その後、大企業の経営者が創業者から専門的経営者に変わるにつれ、会社役員員の俸給額は増加していった。当時の大
企業は会社役員員の報酬を株主にさえ公にしなかつたため正確な金額は明らかでないが、第一次世界大戦から一九二九年
の大恐慌の直前までには、莫大な俸給を受領する経営者が現れた。それと同時に、多くの大企業が、経営者の報酬につ
いてボーナス計画ないし利益分配計画を採用した(6)。そのような報酬の額は、会社の利益額をもとに、投下資本利益率や
減価償却等による修正を加えて計算された。たとえば、ベツレヘム・ステイルのボーナス・プランは、利益の一定割
合をボーナス額とするもので、利益額をいくつかの段階に分け、利益が増加するにつれ、ボーナスとして支払われる割
合も増加するというものであった。この時期に大企業の一部の経営者に支払われた報酬の額は、当時の所得税負担が現

在よりも軽かったことや、金銭価値の変化を考慮すれば、現在の水準から見てもかなりの金額に上る。⁽⁶³⁾

一九二九年の大恐慌によっても、会社経営者の報酬が大幅に減少することはなかった。利益の低下によってボーナス・プランによる報酬は減少したが、俸給が据え置かれ、場合によってはボーナスの減少を補うために増額されたからである。経営者の高額報酬への批判が高まったのは、一九三〇年代も末になってのことであり、これは、株主代表訴訟、会社倒産手続き、議会における公聴会、連邦取引委員会 (Federal Trade Commission) による調査から、一九二〇年代の経営者の報酬額が明らかになったことによる。これによって取締役会が経営者の報酬額の増加に慎重になったこと、さらに、第二次世界大戦および朝鮮戦争中に実施された政府による俸給額規制や、当時の税率の高さから、一九五〇年代の半ばまで、俸給額は実質的には増加しなかった。⁽⁶⁴⁾

一九五〇年の内国歳入法典の改正によって、一定の要件を充たすストック・オプションについて、課税上の特典 (ストック・オプション付与時ではなく、オプション行使によって取得した株式を売却する時まで、役員 の所得課税が繰り延べられる) が与えられた (限定ストック・オプション restricted stock option)。⁽⁶⁵⁾ そのため、一九五〇年代以降、ストック・オプションは、米国の経営者の報酬として、よく用いられるようになる。その後、一九六四年に内国歳入法典が改正され、ストック・オプションに課税上の特典が与えられるための要件が厳格化されたため (適格ストック・オプション qualified stock option)、⁽⁶⁶⁾ スtock・オプションの魅力は低下することになったが、多くの大企業はストック・オプションを用い続けた。⁽⁶⁷⁾ この間、一九七〇年代前半には、米国景気の後退にもかかわらず、経営者の報酬は増加した。⁽⁶⁸⁾ 一九七六年には、内国歳入法典が再び改正され、ストック・オプションについての課税上の特典は、一旦は廃止される。このこともあって、ストック・オプションがそれほど用いられなくなる。⁽⁶⁹⁾

一九八一年の内国歳入法典の改正によって、一定の要件を充たすストック・オプションには、課税上の特典が再び与

えられるようになった(インセンティブ・ストック・オプション incentive stock option)。この要件は、適格ストック・オプションに比べて、若干緩和されたものであった。⁽¹⁶⁾一九八〇年代には、ストック・オプションの積極的な利用によって、経営者の報酬と企業価値を連動させることが、機関投資家によっても求められるようになり、一九八〇年代を通じて、経営者の報酬パッケージの中に占めるエクイティ報酬の割合が増加した。⁽¹⁷⁾一九八〇年代を通じた報酬の増加を背景に、一九八〇年代末から一九九〇年代初頭にかけての米国の景気の下降を契機として、一九九〇年代初頭には経営者の高額報酬が米国社会の関心を集めた。経営者の報酬に関する学界での議論もピークを迎えた。その結果、一九九二年から一九九三年にかけて、一連の法規制の改革が行われることになる。⁽¹⁸⁾

この後、一九九〇年代を通じて、主にストック・オプション等の業績連動型報酬の増加に伴い、経営者の報酬は増加の一途を辿る。二〇〇二年から二〇〇三年にかけてのエンロン事件・ワールドコム事件等の一連の企業不祥事を契機として、米国では、再び、経営者の高額報酬についての批判が高まった。⁽¹⁹⁾

3 デラウェア州の判例法理

(1) 以下では、経営者の報酬の相当性の審査に関するデラウェア州の判例法理を見ていく。デラウェア州の判例法理は、主に、経営者に付与されたストック・オプションの効力が争われ、または、そのようなストック・オプションの付与について経営者・取締役の信託義務 (fiduciary duty) 違反が問われた事例をめぐって、発展してきた。2で述べたように、米国では早い時期からストック・オプションが経営者の報酬として用いられており、現在では、米国の大規模公開会社の経営者の報酬のうち大きな部分をストック・オプションが占めるからである。そして、課税上の特典が与え

られるための要件として、ストック・オプション計画について株主による承認を受けることが早くから定められており、そのような株主の承認が行われることが多い。また、以下に述べるように、ストック・オプション計画について株主による承認が行われれば、裁判所による審査は緩やかな（経営者や取締役の責任が認められにくい）ものになるため、訴えが提起された後で、ストック・オプション計画について事後的に株主の承認が行われることも多い。そのため、判例では、株主の承認を受けたストック・オプションが問題となることが多い。

デラウェア州の判例法理を見る際には、比較的近年の判例において、従来の判例法理の整理が行われているのを手がかりにすることが有益である。以下では、一九九七年のルイス判決⁽⁷⁵⁾で示された、デラウェア衡平法裁判所のアレン首席裁判官 (William Allen, Chancellor) による整理を紹介する。同判決で、アレン首席裁判官は、株主による利害関係取引の承認 (ratification⁽⁷⁶⁾) が行われた場合の裁判所による審査基準としての浪費基準 (waste standard) について確認することから、判例法理の整理を始める。

「会社の取締役が重要な利害関係を有する取引について、情報を得た、強制を受けない、利害関係のない株主による承認が行われることは、その取引を、浪費を基準とする審査を除いて、裁判所による審査から保護する効果を有する。…

会社における浪費を決定するために裁判所が用いる基準は、十分に発達している。大まかにいえば、浪費とは、合理的な人間の中には取引を行う意思を有する者がいるかもしれないような範囲を超えた、不相応に小さな約因 (consideration) と、会社資産との交換を伴うものである⁽⁷⁷⁾。」

その上で、アレン首席裁判官は、ストック・オプション計画について株主による承認が行われた場合についてのデラ

ウエア州の判例法理について、以下のような分析を行った。ここでは、デラウェア州の三つの著名な判例—ケルプス判決⁽⁸⁶⁾、ベアード判決⁽⁸⁷⁾、マイケルソン判決⁽⁸⁸⁾—を素材に、次のような判例法理の発展が描かれている。

「会社の役員および取締役へのストック・オプション付与の権限を与える計画の株主による承認について扱うデラウェア法⁽⁸⁹⁾…について興味深いことは、それが前述した株主の承認についての一般的な取扱いと一致したものであるが、他方で、その比較的初期の表現では、裁判所によって用いられた浪費基準が、実際には決して浪費基準ではなく、ある種の『合理性』(reasonableness) ないし均衡性 (proportionality)⁽⁹⁰⁾の審査であったことである」

「ストック・オプションが第二次世界大戦後に大きく発展した時に、デラウェア法は、このような革新的な報酬に対して、懐疑的な立場をとったと私は考えている…。…そのような懐疑論は、取締役報酬についての判例法理⁽⁹¹⁾、および、…裁判官たちが水割株の発行や投資家の基金を発起人または経営陣が流用する仕組みに関して数十年にわたって有してきた経験の、きわめて自然な帰結である。

ストック・オプション報酬に関する初期のデラウェア州の判例は、情報を得た株主による承認が存在する場合であっても、ストック・オプションの付与が有効であるためには、二つの部分からなるテストが満たされなければならないということを確立した。第一に、その付与によって会社が『十分な約因』を受領することが意図されていると裁判所が判断することが必要だと考えられた。ケルプス判決⁽⁹²⁾…初期の判例で用いられた『十分な約因』は、浪費基準と同様のものには見えない。⁽⁹³⁾」

「第二に、これに加えて初期の判例では、意図される約因が現実⁽⁹⁴⁾に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計画に含まれなければならない、または、そのようなことを期待できるような状況が存在しなければならぬ」とされた。このような(1)互いに提供される約因の価値の間の関係の合理性の衡量と、(2)意図される便益の受領を保証する状況の充分さ

についての評価は、浪費基準による裁判所の審査の実質からはかなり隔たっているように見える。実際、このようなテストは、ある種の強化された審査であるように見え、それは現在では時には中間的審査ないし均衡性審査と呼ばれるものである⁽⁸⁶⁾。

いずれにしても、このようなテストは、運用面で非常に問題のあるものであった。（合理的な関係のテストの一部として）付与されたオプションの価値を評価することは、今日の高度に発達した財務分析技術の下でも、きわめて難しい。：役員または取締役によるオプション保有のインセンティブ効果を事前に測定する客観的な方法は存在しない。運用上の問題のほかに、このような初期のストック・オプションに関する判例は、次のような問題を提起するものとも考えることもできる。すなわち、なぜ裁判所がストック・オプションを審査し、当該状況の下でオプション付与によって意図された便益を会社が受領することが『保証』されると判断しなければならないのだろうか⁽⁸⁶⁾。

「ベアード判決で、デラウェア最高裁判所は、ケルプス判決の一般的な定式を若干緩和し、ケルプス判決を、オプションの付与が有効であるためには法的に認識できる約因を会社が有して（またはその受領を保証されて）いなければならぬ旨を述べるものと読むことを拒否した。裁判所はまた、独立した取締役会または委員会による承認が有しうる効果を強調した。裁判所は、役員または取締役に付与されたストック・オプションが有効であるために必要なのは、合理的な取締役会であれば当該状況から会社が相応の（proportionate）便益を受領することが合理的に期待することができる⁽⁸⁷⁾と結論することがありうる旨の認定であると述べた。：ベアード判決以降、役員および取締役へのストック・オプション付与についての裁判所による審査において、実際には、賢明にも、会社が現実に対応の価値を受領したかどうかを独立して評価しようとするには焦点が置かれなくなり、そのような付与を取締役会および株主が承認するために用いられた手続きに、より焦点が置かれるようになった。しかし、ベアード判決は、独立した取締役会の委員会がその問題について機能したという状況のみを扱うものである⁽⁸⁷⁾。」

「次の点を実質的な問題として残っている。利害関係のある取締役にによって採用され勧告されたオプションの付与を、情

報を得た株主が承認した場合に用いられる浪費基準は、実際には、古典的な浪費テスト（すなわち、約因がない、贈与、…等々）なのか、あるいは、ある種の中間的な審査であつて、意図された便益との関係での合理性を裁判所が審査するものなのか。

最高裁判所は、近年になつてこの問題を扱うことがほとんどなかつたが、その初期の判例における浪費についての『均衡性』アプローチとは異なる立場を明示的にとつたことはない。しかしながら、マイケルソン判決（承認が行われたストック・オプションの事案）で、裁判所は、承認が行われた場合に適用されるテストを『贈与または浪費』のテストであると繰り返し述べ、浪費という語を、単に、いかなる約因も存在しないことであるという意味で用いた。：約因の『十分さ』の問題：については、言及されなかつた。⁸⁶⁾

以上のような判例法理の分析に続いて、アレン首席裁判官は、デラウェア衡平法裁判所が採用する基準とその根拠を、次のように述べた。

「衡平法裁判所は、株主によつて承認されたストック・オプションの事案での浪費基準を、ケルプス判決風の均衡性ないし合理性のテストではなく、マイケルソン判決で言及された伝統的な浪費基準を援用するものとして解釈してきた。：

株主の承認にかなりの効果を与える上で、これらの、より最近の衡平法裁判所の判決は、公開会社において株主が直面する集合行為問題（collective action problem）を考慮しないわけではない。：しかしながら、機関投資家の力が強くなつており、より容易に意思を伝達できるこの時代には、⁸⁷⁾株主の承認による同意は、裁判所が約因の『公正さ』や十分さを決定するよりも（そのような審査は、主に、裁判所および訴訟手続きの限界に疎い者にとつては、有益な技術に見えるのかもしれないが）、報酬を監督するための手段として、より相当なものである（rational）と私は考える。いずれにせよ、古典的な浪費基準は、

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号

八一（一七五五）

法外な事例または「擬制詐欺」からある程度の保護を提供するものである。⁹⁰⁾

以上のアレン首席裁判官による整理の要点を記せば、次のようになる。①ストック・オプションに関するデラウェア最高裁判所の初期の判例は、「浪費基準」という名の下で、中間的な審査ないし均衡性の審査を行っていた。⁹¹⁾②そのような審査基準が最高裁判所によって明示的に放棄されたことはないが、その後の判例では、通常の「浪費基準」が用いられた。③衡平法裁判所は通常の「浪費基準」を用いており、それが妥当であると考えている。

(2) もっとも、アレン首席裁判官によれば中間的な審査ないし均衡性の審査を行ったとされるケルブス判決やベアード判決も、仔細に検討すれば、会社に生じる便益の価値と付与されたオプションの価値の間の「合理的な関係」について、実際にはほとんど検討していないことが分かる。以下、両判決の事案と判旨を見ていこう。

ケルブス判決⁹²⁾

〔事案〕カリフォルニア・イースタン航空株式会社は、会社役員にストック・オプションを付与するため、ストック・オプション計画を導入した。この計画によれば、オプション被付与者は、会社との雇用終了後六ヶ月が経過するまでは、オプション付与日から五年以内のいかなる時にもオプションを行使することができた。オプションの遺言による譲渡や相続は認められていた。また、ストック・オプション計画と同時に導入された利益分配計画は、連邦法人税課税前の四半期利益が三〇〇〇〇ドルを超えた部分について、その一〇%を、会社役員に分配するというものであった（受益者はオプション被付与者と同様で、分配割合もオプション付与割合と同様）。両計画は、計画による受益者である取締役が八人中五人を占める取締役会によって

承認され、その後で、ストック・オプション計画は株主総会においても承認された。ストック・オプション計画によるオプション行使価格は一株あたり一ドルであり、取締役会による計画の承認当時の市場価格と同等であったが、市場価格はその後二倍以上に急騰した。これは、朝鮮戦争に伴う有利な政府契約をカリフォルニア・イースタン航空が締結できたことによるものである。

カリフォルニア・イースタン航空の株主である原告は、両計画が利害関係を有する取締役会によって承認されたこと、オプション付与が無効な贈与であること、利益分配計画による分配が提供される役務の価値と合理的な関係がないことを理由に、オプション付与・利益分配の差止めを申し立て、訴えを提起した。デラウェア衡平法裁判所は原告の申立てを却下した。⁽⁹⁸⁾原告が上訴し、デラウェア最高裁判所は、ストック・オプション計画については次のように述べて上訴を認め、原審の判断を破棄した。⁽⁹⁹⁾

「判旨」 「株主の過半数が、前述した臨時総会において、ストック・オプション計画を承認した。この承認によって、取締役会の行為に含まれる、取り消しうる (voidable) 瑕疵は治癒される。⁽⁹⁸⁾」

「したがって、ストック・オプションに関する被告への攻撃は、それが執行役員に対する会社資産の贈与を構成するかどうかという問題に限定される。もし会社資産の贈与であれば、その瑕疵は、全員一致による承認でないかぎり、株主の承認によって治癒されることはない。」

：ストック・オプション計画の有効性は、直接には、会社に対する約因の存在に依存し、オプションの付与によって意図される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計画に含まれること、または、そのようなことを期待できるような状況が存在することに依存する。：

計画を有効にするために十分な約因がどのようなものかは、特定の事案の事実と状況に依存する。会社に対する十分な約因は、なканずく、従業員の職務の保持や、新たな従業員による職務の取得でありうる。ただし、従業員によって提供される職務の価値と、…報酬として付与されるオプションの価値の間には、合理的な関係が存在しなければならぬ。…

…我々は、本件記録の下では、本件上訴について判断するために、そのような職務とストック・オプションの価値の間に合理的な関係が存在するかどうかを判断する必要はないものと考え⁽⁹⁶⁾る。」

「被告は、オプション被付与者が会社に雇用されている間に限りオプションを行使することができるという事実を指摘する。しかしながら、これは、オプションがその付与によつて完全にただちに行使できるようになり、雇用の終了後六ヶ月内であれば行使できるという事実を忘れている。したがって、ストック・オプション計画と計画の下で付与されるオプションは、それ自体では、オプションが付与された従業員の職務の保持という便益が会社に与えられることを保証するものではないし、同様の結果を保証する四圍の状況についての証明もないのである。」⁽⁹⁷⁾

ベアード判決⁽⁹⁸⁾

〔事案〕 アメリカン航空株式会社は、限定ストック・オプション計画を導入した。この計画によれば、オプション被付与者は、オプション行使の時点で会社のために職務に従事していれば、一九五五年六月一日までのいかなる時にもオプションを行使することができた。また、在職要件の例外として、在職中に国家の非常事態となり軍や政府に雇用された場合、または、在職中に死亡した場合には、オプションの行使が認められるものとされていた（後者の場合は、死亡後六ヶ月間にかぎり、遺産の法律上の代表者が行使）。なお、オプション行使価格は、認定された事実からは明らかでない。この計画は、一六人の構成

員中二人だけが同計画によるオプション被付与者である取締役に よって承認され、その後で、株主総会においても承認された。計画の承認後、オプションの付与のために、利害関係のない取締役に よる委員会が組織され、取締役を兼務する者二人を含む、二八九人の上級従業員に対してオプションが付与されている。

アメリカン航空の株主である原告は、会社資産の無効な贈与であることを理由に、以上のストック・オプション計画および付与されたオプションの無効を申し立て、代表訴訟を提起した。これに対してオプション被付与者が訴えの却下と略式判決の申立てを行ったが、デラウェア衡平法裁判所は、この申立てを却下した。⁽⁹⁾ オプション被付与者が上訴し、デラウェア最高裁判所は、次のように述べて上訴を認め、原審の判断を破棄し、被告勝訴判決の説示とともに差し戻した。

「判旨」 「より良い用語法がなかったため、我々は、ストック・オプション計画から会社に生じる便益を約因と表現した。しかしながら、今では、約因という用語の選択はおそらく無分別なものだったように思われる。なぜなら、明らかに、約因という用語が、測定可能な対価 (measurable quid pro quo) と捉えられることがあったからである。…もちろんそれは、まさに物事の本質上、そのようなものではありえない。計画が従業員により大きな努力を用いるよう促し、そのことが長期的には会社にとって便益となるという経営判断以外の点からは、測定することはできないのである。それがいかに不明確なものであっても、意図される便益を会社が受領するようにさせることが合理的に期待できる、何らかの合理的な保証が計画の中に含まれるか、個別の事案の状況からそのように期待できるはずである。」⁽¹⁰⁾

「すべてのストック・オプション計画は、次の要件によってテストされなければならない。すなわち、計画に付された条件か、または、四囲の状況から、オプションの付与によって意図される便益を会社が受領することを合理的に期待することができるけれどもならない。さらに、会社に生じる便益の価値と付与されるオプションの価値の間には、合理的な関係がなければならない

い。

したがって、ケルプス判決では、問題となったストック・オプション計画に賛成票を投じた取締役が、計画によれば、会社との雇用関係が終了してもその後六ヶ月間はオプションを行使することを許容されていたという事実があり、その事実によって、計画は、意図される便益（つまり、オプション被付与者による役務を保持すること）を会社が受領することについての合理的な保護策が施されなければならないという要件を充たさないものとなった。⁽¹⁰⁾

「それでは、ここで問題となっている事案の結論はどうなるだろうか。問題となっているストック・オプション計画は、まず、独立した、利害関係のない取締役会によって採用された。その後その計画は、株主の承認を受けた。計画によって付与されたオプションは、被付与者が会社に雇用されている期間にのみ行使されるものであり、これには二つの重要でない例外があるだけである。

計画の採用をめぐるその他の状況も考慮されなければならない。同様の規模を有する会社に比べて、アメリカン航空の従業員の俸給は、平均を下回っていたようである。さらに、ストック・オプション計画採用の提案が、現実の採用以前に会社の従業員に知らされ、このような計画についての知識は、従業員が職に留まることを促すよう働いたようである。

最も重要なのは、取締役会による計画の採用が、計画は会社に便益をもたらし、価値ある従業員の役務の保持をもたらすという、独立した経営判断の行使であったという事実である。：一九五三年九月一六日の定例の会議において、取締役会は、計画から会社が得た便益および得るであろう便益を十分に審査し、計画についての取締役会の決定を再び確認した。：

我々は、利害関係のない取締役会がその経営判断の行使によってこのような結論に達したという事実が、その決定の結果について判決を下す上で、裁判所によって最大限の考慮を与えられるものと考える。⁽¹¹⁾

以上にまとめた事案と判旨から明らかかなように、両判決で主たる争点となったのは、オプションの付与によって意図される便益を会社が受領することを合理的に期待することができるような条件ないし状況の存在という要件（以下ではこれを第一要件と呼ぶ）である。そして、これについて両判決の結論を分けたのは、ストック・オプション計画の内容であり、ケルブス判決は、被付与者がオプションをただちに行使できるようになり、退職後六ヶ月間はオプションを行使できたことを捉えて、第一要件が欠けているとした。現在では、課税上の特典が与えられるための要件として、オプションは被付与者が会社と雇用関係にある間（または雇用関係終了後三ヶ月以内）⁽¹⁰⁾に行使されなければならず、また、被付与者はオプション行使によって取得した株式を一定期間保有しなければならぬ。このような課税上の特典を与えられるストック・オプションを前提とすれば、第一要件が問題となる余地は少ない。さらに、両判決とも、会社に生じる便益の価値と付与されるオプションの価値の間の「合理的な関係」という要件（以下ではこれを第二要件と呼ぶ）について、十分なあてはめを行っていない⁽¹¹⁾。すでにベアード判決において、利害関係のない取締役会による経営上の判断があったことが重視されていることを併せて考えれば、その後の判例において、アレン首席裁判官のいう「伝統的な浪費基準」⁽¹²⁾が用いられたことは自然なことともいえる。

2に述べたように、米国で経営者の報酬としてストック・オプションが広く用いられた最初の時期が一九五〇年代であり、ケルブス判決やベアード判決は、ストック・オプションに対する株主からの最初の反発であった。アレン首席裁判官も指摘したように⁽¹³⁾、裁判所も、ストック・オプションに対しては懐疑的な立場をとっていた。これに対して、その後、一九七〇年代の景気の後退を受けたストック・オプション行使価格の実質的な改定について（マイケルソン判決はこのような事案）⁽¹⁴⁾、裁判所は、「伝統的な浪費基準」を用いて判断をしている。一九八〇年代から九〇年代にかけて再びストック・オプションが経営者の報酬として多用されるようになった後も、このような裁判所の立場は変化しておらず、

今後、ケルプス判決のような形で浪費基準が適用される可能性は、実質的には存在しないと考えられる。株主の承認があった場合に「伝統的な浪費基準」が用いられることは、株主の承認があった場合の取締役の忠実義務違反の審査基準についてのデラウェア州の判例法理とも調和するものである。^⑩

(3) 以上のように、ストック・オプションについて株主の承認があれば、現在のデラウェア州の判例法理では、「伝統的な浪費基準」が用いられる。それでは、ストック・オプションについて、株主による承認がなかった場合にはどうなるのだろうか。このような場合に、ケルプス判決およびピアード判決で示された中間的基準ないし均衡性の基準を適用した判決が、ルイス判決とそう変わらない時期に下されている。

バーニー判決^⑪

「事案」 ペース株式会社は、完全子会社であるABC社（アリゾナ会社）を通じて保険業を営んでおり、ABCがその収益の大半を生み出していた。委任状合戦によってペースの経営陣が交替し、被告たちが取締役となった。それから一ヶ月と経たないうちに、アリゾナ保険局は、ABCの活動を直接の監督下に置く命令を発した。この命令は、ペースの取締役会がペースとABCの法人格が別であることを無視し、ABCを収奪する怖れがあるとし、これは保険契約者にとって危険なものであることから、ABCが以後独自に事業を継続することを禁じた。これに加え、ペースは、公認会計士の辞任によってフォームー○ークをSECに提出することができず、また、そのために、ペースの株式はNASDAQの上場を廃止された。ペースは多額の債務について債務不履行に陥り、さらに、ペースの役員と取締役は、責任保険を更新することができなかった。

以上のような状況から、ペースの取締役は、より多くのインセンティブ報酬を受領しない限り、会社の経営を担当すること

は負担であると感じていた。そこで、取締役会は、ストック・オプション計画を採用した。この計画は、取締役たちに、すでに発行されている普通株式の三分の二の数の株式を取得する権利を与えるものであった。取締役たちはその後オプションを行使することによって、ペースの株式の四〇%以上を支配することになった。

ペースの株主である原告は、付与されたオプションの無効と、株主総会の開催を求めて、訴えを提起した。原告・被告双方が略式判決を申し立て、デラウェア衡平法裁判所は、次のように述べて、原告による略式判決の申立てを認めた。¹⁰⁾

「判旨」 「デラウェア法は、会社が株式に関する権利とオプションを発行することを認める。…しかしながら、デラウェア州の裁判所がオプション報酬計画の有効性を支持するためには、計画は、二つのテスト (two-prong test) の要件を充たさなければならぬ。すなわち、第一に、計画は、会社に対する認識可能な便益を伴うものでなければならぬ。このためには、計画は、その便益を得ることを会社が合理的に期待できるような条件を含むか、四囲の状況がそのようなものでなければならぬ (便益テスト the “Benefit Prong”)。第二に、オプションの価値は、会社に移転する便益の価値と合理的な関係を有していなければならぬ (価値テスト the “Value Prong”)。」

「…株主による承認は、裁判所が計画を支持するための要件ではないが、計画を争う者に証明責任を移転させることによって、計画が支持される方へと傾けるものである。…本件では、取締役会は、計画について株主の承認を求めなかっただけでなく、計画について株主に何らの情報も通知も行わないことを選んだのである。」

…取締役会は計画を評価するために独立した委員会を選ばなかった。そのような委員会は、必要ではないが、求められた便益を達成するために計画が適切なものであるかを取締役会が分析することを助ける適切なものであっただろう。…取締役会は、計画について会議を開催せず、議論をしなかった。計画は、その受益者である取締役の集団による書面の同意によって承認さ

れたのである。：

：被告取締役は、オプション計画の有効性について証明責任を負う。なぜなら、彼らは利害関係のある取締役であり、独立した株主による計画の承認はなかったからである。：被告は、「前記のテストのうち」便益のテストを充たしていない。なぜなら、オプション計画も、状況も、ペースがその取引の便益を受領することを保証する合理的な保護策を与えるものではないからである。：したがって、オプション計画は法的に無効である。：オプション計画がデラウェア法上無効であるから、同計画に従って発行されたオプションもまた無効である。したがって、オプション計画の有効性の問題については、原告勝訴の略式判決が認められる。」⁽¹²⁾

この判決からは、ストック・オプション計画について利害関係のない取締役会による承認も、株主による承認もない場合に、中間的基準ないし均衡性の基準が今なお適用されることが分かる。もともとそれは、この判決のように例外的な事案に限られるだろう。

(4) 以上のように、現在のデラウェア州の判例法理において、ストック・オプション計画について株主の承認があったという事案を前提にすれば、裁判所による審査基準は、（通常の意味での）浪費基準となる。浪費基準の詳細な内容や根拠を知るために有益なのが、一九九五年のスタイナー判決⁽¹³⁾での、アレン首席裁判官による次のような整理である。

「会社の浪費は、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できないような条件で、会社が取引をさせられる場合に生じる。：当該状況の下で、合理的な者の中にその取引に意味があると結論する者が存在するかもしれないのであれば、その時点で、裁判所による審査は終了するのである。

これは明らかに極端なテストであり、原告株主によって充たされることはきわめて稀である。このテストの難しさは、裁判所による弛緩や「責任を追及された者への」同情を反映しているのではなく、どのようなルールが富を生み出す活動の促進に役立つかについての法の理解を反映しているのである。もしも会社が締結した契約の条件について（たとえば『合理性』を基準として）裁判所がより自由により「後知恵をもって判断する」ことが許されたとすれば、役員および取締役にとつては（とりわけ、一般にはインセンティブ報酬を受領しない取締役にとつては）、リスクの高い取引を承認しない大きなインセンティブが生じるだろう。しかし、有限責任と投資家にとつての分散投資の可能性を伴う株式会社という企業形態は、部分的には、これらの特徴が経済的なリスクの引受けを促進するからこそ、大きな効用を有するのである。したがって、会社の浪費の理論にもとづいて責任を課せようと試みる場合に株主が超えなければならない非常に高いハードルは、実際には、株式会社という企業形態が提供する基本的な効用の一つを保護するものである。¹¹⁶」

「詐欺または利益衝突が主張されなにかぎり、裁判所は、会社が締結した契約の実質を審査することはない。浪費の理論はこの命題についての理論的な例外を示すものであり、現実の取引世界でそのような例外に遭遇することはきわめて稀である。…事業に従事する者で利害関係を有しない者が、詐欺的でないが法的な浪費基準を充たす取引を（過失なく）行うことは、最も稀で、実際にはネッシーのようにおそらくは存在しない。」¹¹⁷

以上の整理からは、株主がこの基準を充たす証明を行うことはきわめて難しいことが分かる。完全な情報を得た、利害関係のない株主によって承認された取引が浪費を構成するとしたデラウエア州の判例は、存在しないともいわれる。¹¹⁸ そのような難しさを覚悟の上で、株主総会による承認を経たストック・オプションについて、それを浪費であるとして株主が争う場合、株主は、トライアル（*trial*）に至る前に次の二つの手続上のハードルを超える必要がある。

① 原告株主は、株主代表訴訟を提起する前に、原告株主の望む行動が取締役会によってなされるよう働きかけなければならぬ（取締役会に対するダイヤモンド demand⁽¹⁷⁾）。原告株主がダイヤモンドを実際に行い、取締役会がこれを拒絶すれば、それが不当拒絶でない限り、代表訴訟が会社に損害を与えるものであつて却下されるべきだという取締役会の判断が尊重される。ダイヤモンドを拒絶した取締役会の決定は経営判断原則による保護を受け、原告株主は、ダイヤモンドを拒絶するという取締役会の決定が、有効な経営判断によるものであつたことについて合理的な疑いを生じさせる具体的な主張を行わなければならない。これについての裁判所の判断は、取締役会による調査の合理性に焦点を合わせたものになる。原告は、ダイヤモンドをその後ダイヤモンドが無益 (title) であることを理由にその免除を主張することができないし、ダイヤモンドの不当拒絶を主張するケースではディスカバリー (discovery) も認められない。そのため、通常、原告はダイヤモンドを行わずに代表訴訟を提起し、被告は、ダイヤモンドが行われていないことを理由とする訴えの却下を申し立てることになる。その場合、ダイヤモンドが無益であることを理由に免除されるかどうかが問題となり、原告は、次のいずれかについて合理的な疑念を生じさせる具体的な事実を主張していなければならない。(ア)取締役に利害関係がなく独立していること、または、(イ)争われる取引がその他の点で有効な経営判断の行使によるものであること。報酬について争われる訴訟では、原告は通常、(イ)に関する疑念を理由としてダイヤモンドの免除を主張する。

② 原告株主による訴状 (complaint) は、救済が認められる請求 (claim) を述べなければならず、被告は、そのような請求が述べられていないことを理由に訴えの却下を申し立てることができる。このような申立てが行われた場合、裁判所は、原告による事実の主張を真実であると扱い、かつ、そのような事実から導き出されるすべての推論を原告に有利に扱って判断を行う。その上で、訴状における主張から、原告が、いかなる事実の組み合わせの下でも、請求される救済を受けられないであろうことが明白な場合に限って、申立てが認められる。他方で、具体的な事実の主張に裏付

けられない断定的な (conclusory) 陳述では十分ではないとされる。⁽¹⁹⁾

以上の②のハードルが問題となった事案から、浪費を理由としてストック・オプションを争う場合に、原告株主に要求される主張の程度を見ることができるとは。以下では、(1)で触れたルイス判決と、同様のことが問題になったズブニック判決⁽²⁰⁾とを対比する。後者から先に見ていこう。

ズブニック判決

〔事案〕 コカ・コーラ株式会社は、利害関係のない取締役が過半数を占める取締役会によって採用され、株主総会によって承認された、ストック・オプション計画を有していた。同計画によれば、ストック・オプションは付与日の市場価格を行使価格として付与されるが、付与日から一二ヶ月は行使できないものとされていた。その後で、オプションは、三年をかけて権利確定するものとされていた。しかしながら、限られた状況ではオプションはただちに行使可能となり、とりわけ、次の場合がそれに該当した。(1)オプション被付与者の会社との雇用関係が、被付与者の死亡・障害・退職によって終了する場合、または、(2)会社の支配権の移転がある場合である。一九九五年に、コカ・コーラの報酬委員会は、この計画に従い、CEOであるロベルト・ゴイズエタ (Robert Goizueta) に一〇〇万株を取得できるストック・オプションを付与した。コカ・コーラの委任状説明書には、このオプション付与がゴイズエタの過去の功績に報いるためのものであるという意味に読める記載がある。ゴイズエタはオプション付与の時点で退職資格を有しており、実際にそうしたならば、付与されたオプションはただちに行使可能になったはずである。もつとも、ゴイズエタは退職せず、コカ・コーラのCEOに留まった。

コカ・コーラの株主である原告は、ゴイズエタへのストック・オプションの付与が、彼の過去の役務に対して行われたもの

であり、浪費ないし贈与であるとして、株主代表訴訟を提起した。テラウエア衡平法裁判所は、次のように述べて、被告からの、ダイヤモンドが行われていないこと、および、救済が認められる請求を述べていないこと理由とする訴え却下の申立てを認め¹⁰⁾た。

「判旨」 「通常、…ストック・オプションは、被付与者が会社にとって有益な役務を提供し続ける動機を与えるために、付与後の将来の日において行使可能になるものとされる。…すなわち、ストック・オプションの約因は、しばしば、従業員の価値ある将来の役務の確保の合理的な見込みである。しかしそれは、ストック・オプション付与の約因の形として、唯一許容されるものというわけではない。特定の限定された状況においては、ストック・オプションはまた、従業員の過去の役務についての報酬の一形態として付与されることもできるのである。…最高裁判所は、適及的な報酬が適切かどうかという問題を扱い、次のように述べた…

「…取締役会が…役員に適及的な報酬を定めてはならない…という一般的なルール…は、二つの一般に認められた例外に服する。(1) 黙示の契約が証明された場合、および、(2) 与えられた額が、提供された役務を考慮すれば非合理ではない場合である。我々は、証拠から、役員によって提供された役務はその性質において特別なものであり、会社がその役務から大きな収益を受領したと考える。したがって、本件の役員の報酬の増加が適及的なものであっても、上に述べた第二の例外の下で、適切なものである。」¹¹⁾

「本件では、主張された事実は、合理的で利害関係のない取締役が、ゴイズエタの過去の役務が、そのような性質を有しており、会社に生じた便益がそれほどの大きさを持つものであると結論することがありえた—そして本件ではそのような結論した—ことを示している。…したがって、本件は、原則として過去の役務に対する役員報酬を禁じる判例法理の、一般に認めら

れた例外に該当する。このように見れば、ゴイズエタが退職を選んだならばオプションがただちに行使可能になったという事実は、法的な観点からは、全くとるに足らないものである。

これらの理由から、被告のストック・オプション付与が浪費を構成するという原告の請求は、法的に不十分である。本裁判所は、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、会社が受領した約因がオプション付与についての公正な交換であったと結論することができないであろうと、考えることができる。また、訴状の具体的な主張が、この関連での合理的な疑念を抱かせることもない。¹³⁾

ルイス判決

〔事案〕 マッテル株式会社株主である原告は、株主総会で承認された同社の取締役に関するストック・オプション計画について争う株主代表訴訟を提起した。同計画は、二つの種類のストック・オプションを予定していた。一つは、大量の株式について一時に付与されるオプションであり、もう一つは、少数のオプションを毎年付与するというものである。前者においては、各社外取締役が、付与日の市場価格を行使価格として普通株式を一五〇〇〇株取得するオプションを付与される資格があるものとされた(一時オプション)。この一時オプションは、付与と同時に行使可能になり、一〇年間有効だと主張されている。原告は、このようなオプションは、過大な報酬であるといった主張を行っている。¹⁴⁾ デラウェア衡平法裁判所は、次のように述べて、被告からの、救済が認められる請求を述べていないこと理由とする訴え却下の申立てを認めなかった。

〔判旨〕 「たしかに、事実の組み合わせの中には、もし真実であっても、法的に浪費を構成しないことができるもの

もある。たとえば五〇〇〇ドルの市場価格を行使価格とし、将来オプション被付与者がお会社の役員または取締役であるかぎりにおいて行使可能であるオプションを、会社の取締役に付与したことが、会社の浪費を構成するという主張は、浪費に関する判断が文脈に依存する性質を有するにもかかわらず、私の意見では、被告の申立てがあれば却下されるだろう。：場合によつては、申し立てられた事実は、もし真実であつても、浪費基準を充たすにはほど遠く、却下が適切なものとなるう。

私の意見では、本件はそのような事案ではない。本件申立てに関して受けることのできる推定を原告に与えれば、私は、とりわけ一時付与オプションに焦点を合わせれば、本件のオプション付与が、強迫を受けず誠実に行為する合理的な者の中には同意できる者がいないであろうような交換を構成すると結論することを裁判所に許すような事実の組み合わせが全く示されていないと、結論することはできない。このように結論するからといって、私は、これらのオプション付与が疑わしいものであるという考え方を示唆するつもりはなく、このような規模のオプションの取締役に対する一時付与は、現時点では、その有効性と信認義務との一致について判決を下す前に裁判所が証拠を参照しなければならない程度に通常でないものに見えるということを示唆するのみである。⁽¹⁸⁾」

以上のように、ズブニック判決は原告が十分な主張をしていないとし、ルイス判決はそうとはいえないとする。この結論の違いは大変微妙なものに見える。ズブニック判決では、オプションを付与されたCEOが辞任をすればただちに権利行使が可能になる大量のストック・オプションが付与されたにもかかわらず、これが過去の職務に対する報酬であったとしても、浪費を構成することはないとされている。このような結論を支えるのは、優秀な経営者として著名であったゴイズエタの功績であり、「大量のストック・オプション付与によつてそのような功績に報いる」という判断が尊重されるほどの、利害関係のない取締役への信頼だともいえそうである。他方で、ルイス判決では、ただちに権利行使

が可能になるストック・オプションが、大量に社外取締役が付与されたこと捉えて、浪費が証明される可能性がゼロではないとされ、被告による訴え却下の申立ては退けられている。CEOの監督を職務とする取締役に対してエクイティ報酬を与えることの意義については、学界でも定説はなく、⁽¹³⁶⁾そのような状況で大量のストック・オプションが社外取締役に付与されたことから、より慎重な審理が望まれたともいえる。問題となったのが取締役に對するストック・オプションの付与であり、そこには利益衝突の側面が存在していることも、この結論に影響している可能性がある。⁽¹³⁷⁾

(5) ここまで見てきたように、経営者の報酬の相当性の審査に関するデラウェア州の判例法理は、主にストック・オプションをめぐる発展してきた。ストック・オプション計画について株主の承認があったという事案を前提にすれば、裁判所による審査基準は、浪費基準となる。それでは、その他の形態の報酬については、裁判所による審査基準はどのようなものになるのだろうか。現在の米国の大規模公開会社の報酬実務を前提にすれば、経営者による報酬については、少なくとも取締役会ないし報酬委員会による承認が行われているはずであり、そのような報酬を株主が争う場合には、報酬を受領した経営者の責任に加えて、そのような報酬を決定した取締役の責任を追究する代表訴訟を提起することになる。以下では、このような事案を前提に、裁判所がどのような基準で経営者の報酬を審査しているのかを良く示す例として、ウォルト・ディズニー社による莫大な退職金等の支払いが契機となって提起された株主代表訴訟を取り上げる（以下ではこの訴訟全体を、ディズニー株主代表訴訟と呼ぶ）。この訴訟を見ることによって、すでに述べた株主代表訴訟の手續上のハードル（ディマンド免除要件、訴状の記載についての要件）を超えた場合にも、株主による責任追及が極めて難しいことが明らかになるだろう。

ディズニー株主代表訴訟は、複雑な経緯を辿った。問題となった退職金等は、同社が一九九五年にマイケル・オービッツ (Michael Ovitz) を社長 (president) として雇用した際に締結された雇用契約にもとづいて支払われたものであ

る。オービッツは、当時同社のCEOであったマイケル・アイズナー (Michael Eisner) の友人であり、オービッツの雇用はアイズナーの意向に沿って行われた。ところがオービッツはその一四ヶ月後に辞任し、オービッツには多額の退職金等が支払われた。これに対して同社の株主が、オービッツ、アイズナー、その他の同社の取締役（および同社）を被告として、この訴訟を提起したわけである。ドラウエア衡平法裁判所は被告からの訴え却下の申立て（ディマンドが行われていないこと等を理由とする）を認めたが、被告が上訴し、ドラウエア最高裁判所は、訴状の修正を認めた上で再び審理を行うよう、訴えを差し戻した（プレーム判決³⁸）。差し戻しの後で再び被告が訴えの却下を申し立てたが（ディマンドが行われていないこと、救済が認められる請求が訴状に述べられていないことを理由とする）、ドラウエア衡平法裁判所はこれを認めなかった（デイズニーII判決⁴⁰）。これによって訴訟はトライアルに進み、トライアルを経た後で、ドラウエア衡平法裁判所は、原告の請求を棄却する判決を下した（デイズニーIII判決⁴¹）。原告はこれを不服として上訴したが、ドラウエア最高裁判所は、原判決を維持する判決を下した（デイズニーIV判決⁴²）。

取締役らの義務違反について、トライアルを経た上での実質的な判断が行われたのはデイズニーIII判決以後であり、デイズニーIV判決はデイズニーIII判決による事実認定を前提とし、デイズニーIII判決の示した法的構成を支持するものである。そこで、以下では、デイズニーIII判決にもとづいて事案をまとめ、デイズニーIII判決の判旨を紹介する。その他の判決については、必要な範囲で触れるにとどめる。

デイズニーIII判決

「事案」一九九四年四月に、ウォルト・デイズニー株式会社（Frank Wells）が急死し、

さらにその後会長兼CEOであるアイズナーの健康状態が悪化したため、デイズニーは、アイズナーの後継者を選定する必要に駆られることになった。アイズナーは、長年の友人であったオービッツを後継者として迎え入れる意向を著しく強めた。

オービッツを社長に迎えるための実際交渉は、アイズナーの指揮下で、報酬委員会議長であったアーウィン・ラッセル (Irwin Russel) によって行われた。デイズニーはキャップ・シティーズ／ABC社との合併による規模拡大を控えており、アイズナーの経営上の負担を軽減するためにも、この交渉は重要なものであった。交渉の中でまとめられたオービッツ雇用契約案(期間は五年)は、一〇〇万ドルの年次俸給と業績運動型ボーナスのほか、二種類のストック・オプションを含むものであった。一つ目は、合計で三〇〇万株を会社から取得することができ、オービッツの社長就任後満三年経過時以降に権利確定するものであった。二つ目は、合計で二〇〇万株を会社から取得することができ、オービッツの雇用契約が更新された年に権利確定するものであった。また、重大な過失または不正行為 (gross negligence or mistfeasance) 以外の理由によってデイズニーがオービッツを解雇した場合(以下では正当理由なき終任と呼ぶ)、オービッツは次の支払いを受けるものとされた。①残りの契約期間についての基本給、②未発生ボーナスに代えて、「残りの事業年度数×七五〇万ドル」、③一つ目のストック・オプションの即時の権利確定、および、④二つ目のストック・オプションに代えて一〇〇万ドルの現金。以上のような雇用契約や正当理由なき終任に伴う支払いについての条項は、オービッツの、現在の待遇よりも悪い待遇を望まず、下方リスクを避けたいという意向から、オービッツとデイズニー側との妥協の結果として定められたものである。

ラッセルは、雇用契約案を含む莫大な報酬に懸念し、雇用契約案について分析をするため、報酬委員会構成員であったレイモンド・ワトソン (Raymond Watson) と、著名な報酬コンサルタントであるグラエフ・クリスタル (Graef Crystal) に助力を求めた。クリスタルはオービッツの報酬の価値を算定した結果等を示す報告書をラッセルに示したが、これはアイズナー以外のデイズニーの取締役には配布されなかった。その間にアイズナーはオービッツに社長就任を求める最終オファーを示し、

オービッツはこれを受諾した。なお、ここまで、これらの交渉の状態や雇用契約案の詳細を知っていたデイズニーの取締役は、アイズナー、ラッセル、ワトソンだけであった。オービッツによる受諾の翌日、アイズナーは、オービッツ、ラッセルに加え、デイズニーの顧問弁護士であり役員でもあるサンフォード・リトバック (Sanford Litvack)、CFOであるステイブ・ボレンバック (Stephen Bollenbach) を参加させ、オービッツの雇用に関する会合を持ったが、リトバックとボレンバックはオービッツの雇用に難色を示した。その翌日、アイズナーとオービッツは雇用についての書面契約を締結し、アイズナー、ラッセル、ワトソンによって、オービッツの雇用について他の取締役に電話による情報の提供が行われた。書面契約が締結された日に、オービッツ雇用のニュースは、プレス・リリースを通じて公表された。公衆の反応は良く、デイズニーの株価は一日で四・四パーセント上昇した。

一九九五年九月に、デイズニーの報酬委員会は、一時間の会議で、オービッツ雇用契約の条項のほか、様々な事項を討議した。オービッツ雇用契約の実際の草案は配布されず、雇用契約についての議論は、雇用契約の重要な条項を説明する表 (Vermin Sheet) に焦点を合わせたものであった。アイズナーやウエルズに対して過去に支払われた報酬や、ラッセル、ワトソン、クリスタルによる検討の結果の概要が説明されたが、クリスタルは出席せず (ただし電話による質問を受けることのできる状態にいた)、クリスタルの報告書も配布されなかった。議論の後、報酬委員会は全会一致でオービッツ雇用契約を承認した。報酬委員会に続けて開催された取締役会は、オービッツに関する説明と討議、ラッセルとワトソンによる報告と討議の後、全員一致でオービッツを社長に選任した。その三週間後の報酬委員会では、オービッツに付与されるストック・オプションの詳細 (行使価格等) が決定された。なお、オービッツに付与されたストック・オプションの基礎となるストック・オプション計画は、報酬委員会、取締役会および株主総会によって承認された。

オービッツの社長としての任期は一九九五年一月一日から始まったが、一九九六年に入り、オービッツの業績やデイズニ

ーへの適応について疑問が生じ、一九九六年夏までには、オービッツがデイズニーには適応しないことが明らかになった。取締役会はオービッツの解雇について検討を初め、デイズニー社内の対立は大きく報じられるようになった。オービッツの業績は良いものではなかったが、これは、重大な過失や不正行為によるものではなかった。

デイズニー社内でオービッツの解雇について議論が始まり、主な問題は、正当理由なき終任に伴う支払いを行うべきかどうかであった。アイズナーは、オービッツがそれにふさわしい仕事をしていないと考え、正当理由なき終任に伴う支払いを避けることを望んだ。しかし、アイズナーが会社の顧問弁護士であるリトバックに意見を求め、リトバックがオービッツ雇用契約について検討を加えたところ、正当理由はないという結論に至った。アイズナーは、オービッツの解雇と、正当理由なき終任に伴う支払いを行うことを決めた。取締役会（以下ではこの時点での取締役会を新たな取締役会と呼ぶ）がこれについて承認を求められることはなかったし、取締役会での議論や、独立した調査等が行われることもなかった。新たな取締役会は、オービッツの解雇に正当理由がなく、高額の支払いを行わなければならないとしても、オービッツを解雇すべきであるというアイズナーおよびリトバックの結論を信頼した。オービッツは結局、社長就任後一四月で辞任し、オービッツに支払われた退職金や権利確定したストック・オプションの価値総額は、一億四〇〇〇万ドルにも上るといわれる。正当理由なき終任に伴う支払いをオービッツが受領したことに対して、公衆は否定的な反応を示した。

デイズニーの株主である原告は、オービッツおよびアイズナー等のデイズニーの取締役の責任を追及する株主代表訴訟を提起した。その後、本判決までの経緯は、前述の通りである。

デイズニーⅢ判決の要旨を記す前に、判決で問題となった争点を整理しておこう。デイズニーの取締役や役員との義務違反が問題となったのは、大きく次の二つの場面である。(ア)莫大な退職金の支払いを含むオービッツ雇用契約の締結、

(イ)オービッツに正当理由なき終任を認めたこと。オービッツの責任は、(イ)についてのものだけが問題となっており、ここでは、オービッツが忠実義務に違反したかどうかの問題となった(判旨A)。アイズナーやその他の取締役については、(ア)および(イ)について、義務に違反したかどうかの問題となった(判旨C・D)。また、(イ)については、これが浪費にあたるかどうかの問題となった(判旨B)。原告は当初、ダイヤモンド要件との関連で、オービッツの正当理由なき終任を認めることについてアイズナーは個人的な利害関係を有すること、また、その他の取締役はアイズナーとの間の関係から利害関係があり、独立していないと主張していたが、この主張は認められず、ブレーム判決は、原告が以後この点について主張することを認めないものとした¹⁶⁾。したがって、デイズニーⅢ判決では、アイズナーやその他の取締役の義務違反については、経営判断原則が適用されるという前提で判断がなされている。

〔判旨〕 A. オービッツの忠実義務違反について

「トライアルに提出された証拠と、…事実認定からは、原告が、オービッツが忠実義務に違反したことを、証拠の優越によって示すことができなかつたことは明白である。

オービッツは、正当理由なき終任に伴う支払いを受けることによって、忠実義務に違反したわけではない。なぜなら、オービッツは、(1)終任についての決定にも、(2)オービッツ雇用契約の下で終任には正当理由がないという旨の決定にも、関与しなかつたからである。

オービッツは、たしかに、これらの決定が行われる間、取締役および役員として忠実義務を負っていた。しかし、会社の意思決定過程に不適切に介入したわけでも、意思決定過程を操作したわけでもないのだから、本件の状況において彼が負つた忠実義務に違反したことはない。…

オービッツは、(オービッツの関与や影響が全くない中で行われた決定の結果として) 正当理由なく終任したからには、何らの交渉やオービッツの側での行動を要せず、オービッツ雇用契約によって正当理由なき終任について定められた便益を受領することが、契約上認められる。オービッツは、この便益について、受認者になる前に対等に交渉をしたのである。¹⁴⁾

B. 浪費について

「原告は、浪費についての主張を補強するため、オービッツ雇用契約が、オービッツに、同契約の任期を全うするよりは、会社を去って正当理由なき終任に伴う支払いを受領する不適切なインセンティブを与えるものであるというマーフィー教授の証言¹⁵⁾に言及する。：

裁判記録は、このような主張を：支持しない。：オービッツは、彼が終任するかどうか、および、終任するのであれば正当理由なきものなにかどうかについて、決定する立場にはなかった。オービッツの業務上の業績に関して、私は、オービッツが、早急に解雇されるにちようど十分なほど劣った業績を示すが、正当理由ある終任となるほどは劣った業績を示さないことを意図していたと推定することは、明らかに不合理であると考ええる。：

オービッツの業績を前提とすれば、オービッツ雇用契約の下で、オービッツについて正当理由のある解雇を行うことはできなかった。：オービッツは、デイズニーの社長を務める間、重大な過失や不正行為を犯さなかった。

その結果として、オービッツの終任と、正当理由なき終任に伴う支払いを行うことは、浪費を構成しなかった。オービッツについて正当理由のある解雇を行うことはできなかったからであり、：オービッツのいない方がデイズニーは良い状態になったであろうからである。したがって、私は、オービッツの終任と正当理由なき終任に伴う支払いによる便益が、経営に携わる者でおおよそ通常の健全な判断能力を有する者が、会社が適切な約因を受領したとは結論することができないほど一方的な交換である。：とは、結論することができない。：言い換えれば、被告は、浪費を犯したわけではない。¹⁶⁾

C. オービッツ雇用契約の締結に関する義務違反について

1. アイズナーの義務違反について

「…オービッツを雇用しオービッツ雇用契約を締結する決定は経営判断の一つであり、これには経営判断原則の推定が適用されることになる。したがって、原告は、この推定を覆すためには、オービッツを雇用しオービッツ雇用契約を承認することに関して、アイズナーに重大な過失があったか、アイズナーが不誠実に (*in bad faith*) 行為したことを、証拠の優越によって示さなければならぬ。

すでに述べたように、アイズナーは、状況が展開するに依りて、何が起こっているのかを大変よく知っていた。…アイズナーはオービッツを知っていた。アイズナーは…オービッツのキャリアについて詳しく、特に、きたるべきキャップ・シテイズ/ABCとの合併を考慮すれば、デイズニーが上級執行役員を必要としていたことを知っていた。これらのことを考慮すれば、私は、アイズナーが合理的に入手可能なすべての重要な情報を得ていなかった、または、重大な過失をもって行為したということ、原告が、証拠の優越によって示したと認めることはできない。

以上に述べたことにもかかわらず、オービッツの雇用に関するアイズナーの行為は、他の執行役員たちや受認者たちにとつてのモデルとなるべきではない。彼は、そうすべきであったにもかかわらず、取締役会に情報を提供することを怠った。彼は、具体的な取締役会による指示や関与を経ず行為することによって、CEOとしての彼の権限の外縁を押し広げた。彼は、時期尚早にプレス・リリースを公表し、これが取締役会に、プレス・リリースに従ってオービッツを受け入れ、報酬を承認することについての重大なプレッシャーを加えた。私が思うに、これらの行為は、受認者としての地位を託された者に対して株主が期待し要求することには沿わない。アイズナーがオービッツの雇用過程に取締役会をより良く参加させず、取締役会の役割を奪ったことは、法に違反するものではないが、デラウェア州の株式会社法の受認者が、行為することを期待されることには一致

しない。

アイズナーに向けられたすべての正当な批判にもかかわらず、私は、すべての証拠を注意深く考慮・衡量した後で、アイズナーの行為は善意で行われたと結論する。すなわち、アイズナーの行為は、それらの行為が会社の最善の利益になるという主観的な信念をもつて行われた。アイズナーは、オービッツを雇用する高いコストにもかかわらず、また、二人の経験ある執行役員が完全な支持を与えなかったにもかかわらず、自らが責任をとってオービッツを雇用するために迅速かつ断固として行爲することが会社の最善の利益に資すると信じたのである。これらの行為は故意の法違反を表すものでも、義務の意識的かつ意図的な無視を証拠付けるものでもない。結論として、アイズナーは、善意で行爲し、重大な過失がなかったので注意義務にも違反しなかった。」⁽¹⁴⁾

2. その他の取締役の義務違反について

裁判所は、アイズナー以外の取締役の義務違反について、それぞれの取締役がオービッツの雇用契約締結について果たした役割ごとに（報酬委員会議長として雇用契約の交渉に関与したラッセル、報酬委員会議長を補助したワトソン、その他の報酬委員会構成員、その他の取締役会構成員）、どの程度の情報を得た上で判断をしたかを中心に、各取締役ごとに義務違反の有無を詳細に検討する。ラッセルおよびワトソンについては、雇用契約の交渉に実際に関与し、その際にオービッツに関する情報も入手していることから、比較的容易に、義務違反はない（これらの取締役について、重大な過失をもつて行爲したこと、または、不誠実に行爲したことを、原告が、証拠の優越によつて示すことができなかつた）とされている⁽¹⁵⁾。その他の報酬委員会構成員については、雇用契約の交渉に関与しておらず、報酬委員会での審議において手渡された資料がさほど詳細なものではなく、審議時間も短かつたことから、ヴァン・ゴルコム判決と同様に義務違反を問われるのではないかが問題となつた。しかしながら、裁判所は、主に次の点で本件とヴァン・ゴルコム判決は異なるとした。ヴァン・ゴルコム判決で審議の対象と

なったのは会社全体の売却をもたらず合併であり、それにもかかわらず取締役会はわずかな招集期間しか置かず審議の対象についても明らかにせずに招集された。これに対して本件では、問題となったのは会社の通常の業務ともいべき役員雇用であり、報酬委員会・取締役会は十分な招集期間を置いて招集され、審議の対象も事前に明らかにされ、事前にオービッツの雇用に関する情報も提供されていた。報酬委員会の席上では、雇用契約の重要な条件を記載した表が配布され、ラッセルによってプレゼンテーションも行われた。さらに、報酬委員会構成員が、専門家であるクリスタルや、雇用契約の交渉を担当したラッセルおよびワトソンを信頼したことは正当であった（信頼の権利^⑤）。以上のようなことから、ラッセルおよびワトソンを除く報酬委員会構成員についても、義務違反はないものとされた。その他の取締役会構成員については、そもそも取締役会の職務だったのはオービッツの雇用契約における報酬に関する条項の決定ではなく（これはデイズニーの報酬委員会規則上、報酬委員会の職務）、オービッツを社長として選任することであり、これについての取締役会構成員の義務違反を、原告は、証拠の優越によって示すことができなかつたとされた。^⑥

D. オービッツの終任に関する義務違反について

1. オービッツの終任に関して取締役会が行う義務を負っていたかどうかについて

「これらの文書〔著者注…デイズニーの基本定款・付属定款〕を検討した上で、私は、次の結論に至る。…取締役会は、会社の役員を…解任する権利を有するが義務を有するものではない。…その権利は排他的なものではなく、会長兼CEOは、…会社の役員のマネジメント、指揮、および、監視について積極的に職務を負うものであるから、会社の下位の役員および従業員を解任する権利をも有するものである。」^⑦

「新たな取締役会は、アイズナーが、会長兼CEOとして、取締役会の承認ないし介入を要せず、オービッツとの雇用関係を終了させる権限を有するものと、全員一致で信じていた。それにもかかわらず、取締役会は、アイズナーの決定について知

らされ、その決定を支持した。取締役会がオービッツとの雇用関係を終了させる権限を同時に有することは、アイズナーの権限を奪うものではないし、逆もまたしかりである。アイズナーはその権限を用いてオービッツとの雇用関係を終了した。アイズナーは単独でオービッツとの雇用関係を終了させた（そしてアイズナーはその権利を有していた）のであるから、新たな取締役会は、オービッツとの雇用関係を終了に関連して、行為する義務を負っていなかったのである。

：取締役会は行為する義務を負っていなかったたのであるから、彼らは、その注意義務に違反したわけではないし、彼らはまた個々に善意で行為したのである。これらの理由から、新たな取締役会の構成員（：アイズナーとリトバックを除く）は、オービッツとの雇用関係の終了と、オービッツが雇用契約に含まれていた正当理由なき終任に伴う便益を受領したことについて、信認義務に違反せず、不誠実に行為したわけではない。⁽⁵⁾

2. リトバックの義務違反について

裁判所は、リトバックは、アイズナーからの照会に応じて、オービッツについて正当理由のある終任ができない旨、および、オービッツとの雇用関係の終了と正当理由なき終任に伴う便益の支払いについて取締役会の決議を要しない旨を回答したが、これについて、適切な情報を経て、誠実に行為したものであり、義務違反はないと述べた。⁽⁶⁾

3. アイズナーの義務違反について

「本件の膨大な記録にもとづいて熟考した結果、私は、オービッツとの雇用関係の終了に関するアイズナーの行為は、大部分、誠実な受認者に期待されるものと一致すると結論する。アイズナーは、思いもよらず、容易な解答のない状況に直面することになった。彼はいくつかの選択肢を衡量し、顧問弁護士の助言を得て、会社にとつて最善であると考える仕方です。彼の経営判断を行使した。アイズナーはその決定を行う際に合理的に入手できるすべての重要な情報を知っていた。彼は行為すべき積極的な義務を怠った（または、取締役会に行為させるよう仕向けることを怠った）わけではなく、決定が会社にもたらすコスト

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号

一〇七（一七八一）

と潜在的な代替案を考慮に入れ、会社の最善の利益になると信じたとおりに行為したのである。アイズナーは、経営判断を行なうことができなくなるような仕方を取引に個人的に利害関係を有していたわけではなく、私は、原告が、オービッツの終任および正当理由なき終任に伴う便益の受領に関して、アイズナーが信認義務に違反したこと、または、不誠実に行為したことを、証拠の優越によって示すことができなかつたと結論する。⁽⁵⁶⁾」

以上のように、デイズニーⅢ判決は、デイズニーの取締役・役員には責任がないものとした。この判決の結論をまとめれば、次のようになる。

(a) オービッツについては、オービッツの終任が正当理由なきものと認められたことに関して忠実義務違反が問題となる。オービッツは自身の解雇に関するデイズニーの意思決定には関与しておらず、義務違反にはあたらない。オービッツ雇用契約に関する交渉の際には、オービッツは会社の役員ではなかつたことから、義務違反は問題とならない。

(b) 正当理由なき終任に伴う支払いをオービッツに行ったことは会社資産の浪費ではない。なぜなら、オービッツは雇用契約の条項にいう重大な過失や不正行為を犯したわけではないからである（あるいは、そのようにリトバックおよびアイズナーが判断したことは相当の理由があるからである）。

(c) オービッツ雇用契約の締結についても（前述ア）、オービッツに正当理由なき終任に伴う支払いを認めたことについても（前述イ）、アイズナーやその他の取締役の義務違反に関する審査においては経営判断原則が適用される。こ

のため、裁判所の審査は、(ア)および(イ)それぞれの局面において、それぞれの取締役らの負っていた職務を前提に、取締役らが合理的に入手できる重要な情報を得て判断をしたかどうか、および、不誠実に行為をしたかどうかという点についてのみ行われる。そして、認定された事実からは、原告がこれらのことを証拠の優越をもって示すことはできなかった。

以上の三つの点に関するデラウェア衡平法裁判所の判断は、すべて、デイズニーIV判決においても支持されている。⁽¹⁷⁾ デイズニーIV判決で重要な争点となったのは、第一に、(c)のうち(ア)の局面について、ラッセルおよびワトソン以外の報酬委員会構成員による情報の入手である。これについて、デラウェア最高裁判所は、正当理由なき終任に伴う支払いが認められた場合にオービッツに付与されるオプション報酬の価値が九〇〇〇万ドル余りに上ることを報酬委員会構成員が知っていたかどうかに焦点を合わせ、これを肯定した。⁽¹⁸⁾ 第二に、(c)のうち(イ)の局面について、取締役会がオービッツとの雇用関係終了について決定する職務を負っていたかどうかが重要な争点となったが、デラウェア最高裁判所は、デイズニーの基本定款・付属定款の文言はこの点について不明確であり、そのような際には外部の証拠によるとし、新たな取締役会の認識やデイズニーの過去の役員終任の例から、CEOであるアイズナーと取締役会が社長であるオービッツとの雇用関係終了を決定する権限を並行的に有していたというデイズニーIII判決の判断を支持した。⁽¹⁹⁾

(c)に述べた、不誠実に行為したかどうか、という点について、さらに説明を補おう。近年、デラウェア州では、取締役が誠実に (*in good faith*) 行為しなければならないという点が強調され、このことと特定の法的効果を結びつける判例が現れている。たとえば、デイズニーII判決は、取締役の不誠実な行為は、デラウェア一般会社法の認める取締役の責任免除の対象とならないと述べた。⁽²⁰⁾ このようなことから、注意義務 (*duty of care*)・忠実義務 (*duty of loyalty*)

と並ぶ取締役・役員⁽¹⁰⁵⁾の義務として、誠実義務 (duty of good faith) というものが観念されるものかどうか、およびその内容が議論されている。デイズニーⅢ判決にも述べられているように、デラウェア州の判例の立場は⁽¹⁰⁶⁾はまだ明らかとはいえない。デイズニーⅢ判決は、不誠実な行為の基準を、義務の意図的な放棄、責務の意識的な無視 (intentional dereliction of duty, conscious disregard for one's responsibilities) であるとし、経営判断原則による推定から、原告は、証拠の優越をもって、取締役が誠実に行為したという推定を覆さなければならぬとした。具体的には、次の三つの行為が、取締役の不誠実な行為の例として挙げられた。①受認者が会社の最善の利益の増進以外の目的をもって意図的に行為した場合、②受認者が、適用される実定法に違反する意図をもって行為した場合、③受認者が、行為すべき義務があることを知りながら行為を怠り、その義務の意識的な無視を示す場合⁽¹⁰⁷⁾。そして、アイズナーについてもその他の取締役についても、原告が、証拠の優越をもって、これらの事項を示すことができなかつたとされたわけである。デイズニーⅣ判決においても、誠実義務というものが別個に観念されているかどうかは明確ではないが、デラウェア衡平法裁判所⁽¹⁰⁸⁾が示した不誠実な行為についての基準は支持されている。

デイズニーⅢ判決・Ⅳ判決からは、デイズニーがオービッツに正当理由なき終任を認めたことに関して、浪費の主張が認められず、アイズナーに義務違反はないとされた結論に影響を与えたのが、オービッツ雇用契約の内容であることが分かる。オービッツがデイズニーに適応できなかったこと、目だつた業績を挙げられなかつたことは、雇用契約の定める「重大な過失」や「不正行為」とはいいがたく、このことが、裁判所の判断の基礎をなしている。また、アイズナーらの義務違反に関する判旨には、経営判断原則が適用される場合の裁判所の判断のあり方が良く示されている。そのような場合、裁判所による判断は、もっぱら、情報の入手という経営判断過程についての審査と、不誠実さという主に主観的な態様の審査に限定される。そして、原告が、証拠の優越によってこのようなハードルを乗り越えることは、

きわめて難しい。「被告たちの行為には、理想的なコーポレート・ガバナンスの最善の実務にははるかに及ばない側面が多々ある」としながらも、⁽¹⁶⁷⁾アイズナーらの義務違反を認めなかった裁判所の判断の根底にある考え方は、ディズニーⅢ判決冒頭部分の次の文章に集約されている。

「意思決定者が忠実な被用者として行為する場合にも、彼らの能力やその判断の賢明さは様々なものとなる。誠実な経営から生じる失敗の矯正は、市場によって行われるものであり、株主の行為や資本の自由な流れを通じて行われるものであって、裁判所によって行われるものではない。裁判所が、忠実な取締役または役員によって誠実になされた決定の最終的な結果に基づいて責任を割り当てたなら、それらの意思決定者は、必然的に、価値を最大化するのではなく、リスクを最小化する決定をなすことになるだろう。リスクを負担し、革新的で、富を作り出す駆動力たるデラウェア州の株式会社の利点はまったく失われ、株主および社会にとっても、悲惨な結果を伴うだろう。」⁽¹⁶⁸⁾

(6) 以上に見てきたように、デラウェア州の判例法理によれば、経営者の報酬の相当性に関して裁判所が審査を行う基準は、基本的には、浪費基準・経営判断原則の基準だといえることができる。これらの基準は、以下に述べるとおり、取引の実質を見る基準としては大きな違いはない。

まず、デラウェア州の判例法理における経営判断原則がどのようなものかを確認しよう。デラウェア州の判例法理において、経営判断原則とは、取締役が、情報にもとづいて、誠実に、その行為が会社の最善の利益となると正直に信じて、経営上の決定を行ったという推定であるとされ、その決定を争う側が推定を覆さなければならぬ。⁽¹⁶⁹⁾もつとも、経営判断原則による保護が与えられるためには、取締役に利害関係がなく、また、取締役が、合理的に入手可能なすべて

の重要な情報を得て、実際に行為をして（または、行為しないと意識的に決定して）いなければならぬ⁽¹⁷⁾。以上のことから、経営判断原則が適用される場合、裁判所による審査は、主に、情報の入手および誠実性の要件に集中することになり、取締役による決定の実質は審査されない。ただし、例外的に、裁判所が、取締役による決定の実質を審査することはありうる。このことが、経営判断原則の内容として、「いかなる相当な（rational）事業目的にも資さない判断である場合を除いて取締役には責任がない」と表現されることもある⁽¹⁸⁾。裁判所による審査は、より具体的には、「取締役による決定が合理的な判断の範囲をあまりにも超えているため不誠実以外の理由では本質的には説明できない（不誠実を推論させる）ように見える」かどうかという観点から行われるものである⁽¹⁹⁾。そして、このような観点からの審査は、機能的には、浪費基準と同様のものといえる⁽²⁰⁾。以上のことからすれば、経営判断原則が適用される場合に、裁判所がたとえ例外的に取締役による決定の実質を審査したとしても、そのような審査は、浪費基準と同程度の審査になるといえることができる。

いずれにせよ、経営者の報酬の「相当性」は、きわめて緩やかな基準でしか、裁判所によって審査されず、経営者の報酬が相当でないことを理由に取締役の責任が認められることは、通常は考えられない。もともと、経営判断原則が適用される場合には、右に述べたように、取締役の情報の入手および誠実性の要件についての審査は行われ、その意味では、株主が取締役の責任を追及できる余地も、わずかながらに広い⁽²¹⁾。

4 アメリカ法律協会『コーポレート・ガバナンスの原理』

(1) 以下では、アメリカ法律協会（以下ではALIと呼ぶ）の『コーポレート・ガバナンスの原理』の中から、経営

者の報酬の相当性の審査に関係のある条文を見ていく。『コーポレート・ガバナンスの原理』は、五・〇三条で、取締役および上級執行役員の公正取引義務（*duty of fair dealing*）⁽¹⁵⁾に関する条文の一つとして、報酬に関する義務を定式化する。また、同条が、報酬を受領する取締役および上級執行役員の義務を定めるものであるのに対して、報酬を承認する取締役の義務違反（注意義務違反）は、経営判断原則に関する四・〇一条(c)項によって処理される。五・〇三条および四・〇一条(c)項とも、米国の既存の判例法理をおおむね反映するものといえ、これらを見ることで、経営者の報酬の相当性の審査について、デラウェア州以外の州を含めた米国の判例法理の一般的な傾向を知ることができる。

『コーポレート・ガバナンスの原理』五・〇三条は、その他の公正取引義務に関する条文と同様に、承認の有無によって裁判所の審査基準と証明責任の所在を分ける。同条によれば、①利害関係のない株主による承認がある場合には、報酬が、株主による行為の時点で会社資産の浪費でなければ、報酬受領者は義務違反とはならない。⁽¹⁶⁾②利害関係のない取締役ないし上位者による承認がある場合には、報酬が、経営判断原則の基準を充たすよう承認されれば、報酬受領者は義務違反とはならない。⁽¹⁷⁾③以上のような承認がない場合には、報酬が承認の時点で会社にとって公正であれば、報酬受領者は義務違反とはならない。⁽¹⁸⁾同条の下での証明責任は、取締役および上級執行役員の報酬の支払いを伴う取引を争う当事者が負うが、そのような当事者が、右に述べた①②の審査基準が充たされないことを証明すれば、報酬を受領した取締役ないし上級執行役員が、③についての証明責任を負うことになる。⁽¹⁹⁾

②の場合に裁判所が判断するのも、承認を行う者が経営判断原則の基準を充たしたかどうかであり、また、承認を行う者自身の義務違反は、はじめから経営判断原則の基準によって処理される。そのため、経営判断原則の基準が充たされれば報酬受領者・承認を行う者とも、義務違反にはならないことになる。逆に、それが充たされなければ、承認を行う者に加えて報酬受領者も、義務違反と判断される。その場合、裁判所は、両者からの二重回復を避けなければならない。

右に述べた経営判断原則の基準は、『コーポレート・ガバナンスの原理』四・〇一条(c)項に定められ、次の要件が満たされる場合、承認を行う者（そして、報酬受領者も）は、義務違反の責任を問われることはない。(ア)経営判断の対象に利害関係を有しないこと。(イ)経営判断の対象について、その者が当該状況の下で適切であると合理的に信じる程度にまで情報を得ていること。(ウ)当該経営判断が会社の最善の利益となると相当に（rationally）信じたこと。

右のような要件を定めることによって、報酬を承認する（利害関係のない）取締役に広範な裁量を与えられることが強調される。報酬についての課税上の考慮、過去の功労に対する報酬の付与、会社にとって価値の高い執行役員を任用・保持するための新奇な形態の報酬やストック・オプションによる高いレベルのインセンティブの付与等は、すべて、取締役の裁量の範囲内とされる⁽⁸⁾。

(2) 五・〇三条の定める基準の具体的な適用は、説例を用いて、たとえば次のように説明されている⁽⁹⁾。

〔説例〕：

1. X社の取締役会は、ある報酬計画を採用した。これによれば、上級執行役員は、特定期間中にダウ平均株価がいくらか増加するかということだけでもとづくインセンティブ報酬を与えられることになっている。このような取締役会による承認は、五・〇三条(a)項(2)号(B)の下で有効ではない。なぜなら、X社の取締役会は、その計画が会社にとって便益を生み出す効果的なインセンティブとして機能しうると、相当に信じることはできなかったからである。…

4. X社の取締役会は、五年間のインセンティブ報酬契約を採用し、ここでは、支払われる報酬に上限を設けず、Aに対してX社の利益の一部を与えることを定めた。これは、AがX社のCEOとなることを促すためであった。X社はそれまで営業損失を計上し、倒産の瀬戸際にあった。主にAが有利な買収と様々な事業部門の処分を実行するよう努力した

ため、契約の五年目の終わりには、X社は、一億ドルの税引前利益を計上している。契約の下で、Aは、五年目には五〇〇万ドルを受領する。この契約について交渉が行われた際にAはX社の上級執行役員ではなかったため、五・〇三条ではなく四・〇一条が契約に適用される。もし契約が五年目の終わりに延長されるのであれば、当該延長は五・〇三条に従う。そして、契約が以前と同様のレベルでのインセンティブ報酬をAに毎年与え続けるものであり、その支払いを正当化するその他の状況に変化がないのであれば、裁判所は、Aに支払われる報酬が、一般的に比較可能な会社のCE Oへの支払いをはるかに上回るため、契約の継続がX社の最善の利益になると相当に信じることもはやできなかったのであれば、五・〇三条は充たされていないと結論することができるかもしれない。」

五・〇三条の説例で、同条違反となりうることが述べられているのは右に紹介した二つだけであり、これらの説例からも、(1)に述べた②の経営判断原則の基準が充たされないのは例外的な場合であることが分かる。説例1のように、会社業績を向上させるインセンティブにならないことが明らかかな指標と連動する報酬が上級執行役員に与えられることは、少なくとも、大規模公開会社においては考えにくい。また、説例4はロジャース判決⁽¹⁸⁾を下敷きにしたもので、同判決は、経営者の報酬が相当でないという株主の主張が認められた数少ない例として有名なものである。同判決は、アメリカン・タバコ社において、当初は合理的であったボーナス計画が時間の経過とともに著しく巨額のボーナスを役員に与えることになったという事案についてのものであり、ボーナス計画が「純利益の一定割合」として計算されていたこと、および、その後会社の利益が著しく増加したこと、それにも関わらず同計画の見直しが行われていなかったことという特殊な事情が判決の基礎となっている⁽¹⁹⁾。同判決は、経営者に業績連動型報酬が付与され始めた時期のボーナス計画に関するものであり、大恐慌の時期の判決であることにも注意を要する⁽²⁰⁾。現在の大規模公開会社の報酬実務を前提にす

れば、同様の事案が生じることは考えにくい。結局のところ、『コーポレート・ガバナンスの原理』が述べる経営判断原則の基準によっても、取締役の責任が認められることは通常はなく、同基準や会社資産の浪費の基準は、実質的に、すでに述べたデラウェア州の判例法理と異ならないと考えられる¹⁹⁾。

(3) 五・〇三条が(1)に述べた②の場合について経営判断原則の基準を採用していることは、自己取引の場合に比べて裁判所による審査を緩やかなものにして²⁰⁾いる。その理由は、以下の点に求められる²¹⁾。第一に、他の利害関係取引の場合には会社がそのような取引を差し控えることができる（市場での取引が可能）のに対し、取締役および上級執行役員との報酬契約は、必ず行わなければならないものである。第二に、そのような報酬契約は十分に繰り返し行われるものであり、大規模公開会社においては開示も行われる。そのため、報酬契約を比較する十分な機会があり、行き過ぎた報酬契約が締結されることが抑止される。第三に、大規模公開会社の実務においては利害関係のない者による意思決定手続き（報酬委員会など）が広く用いられているため、上級執行役員との不公正な報酬契約によって会社が不利益を被る可能性は少ない。

5 学説における議論

(1) 3・4に見てきたとおり、米国の判例法理によれば、経営者の報酬の相当性を裁判所が審査する際の基準は、浪費基準・経営判断原則の基準である。経営者の報酬を決定する際に、報酬を承認する取締役会には大幅な裁量が認められ、取締役の責任が認められることはほとんどない。つまり、経営者の報酬の相当性は、きわめて緩やかな（経営者や取締役の責任が認められにくい）基準で審査されることになる。

これに対して、米国の学説には、裁判所が経営者の報酬をより踏み込んで審査すべきだと主張するものが、これまでいくつも見られた。代表的なものが、バグツ (Dettlev Yagis) による論考である。⁽¹⁸⁾ バグツは、次のように主張した。

① 経営者の労働市場は、一般の労働市場よりも不完全なものであり、経営者の報酬に十分な制約を与えられない。また、会社の製造する製品の市場、および、会社が資金調達を行う市場も、経営者の報酬に十分な制約を与えられない。⁽¹⁹⁾ ② 経営者の報酬によって実際に問題となる金額がたとえば会社の収益全体に比べて微々たるものであったとしても、会社の正統性 (legitimacy)、完全性 (integrity)、倫理的考慮からして、法による介入は必要である。⁽²⁰⁾ ③ 市場以外の制約として、まずは、法システムにバックアップされた、会社内の制度 (取締役会、報酬委員会、株主による承認) による対処が必要である。⁽²¹⁾ ④ 最後の備えとして、裁判所による審査が重要である。最後の点について、バグツは、次のように述べた (「内は著者による補足」⁽²²⁾)。

「裁判所は、役員報酬についての判断が、容易に行えるものではないが、通常不可能なものではないということを理解する必要がある。小規模な会社についての判例法 (株主による訴訟および課税手続きに関するものを含む) は、当該規模における報酬の適切さを判断するために、比較データを用いることが通常は可能であることを示す。…大規模な会社およびトップ役員の記事では、取締役会が「執行役員報酬について」判断を行うことを困難にするのと同じ要素が、裁判所が判断を行うことを困難にする。しかしながら、「執行役員報酬が」報酬受領者である執行役員によって引き受けられる特別のリスク、または、彼らによってなされる特別の寄与によって正当化できない場合には、裁判所は、著しく度を越した報酬を注意深く審査し、異常な額の報酬を切り取ることが、可能であるし、また、そうすべきである。たとえ時々であっても、裁判所が報酬を切り取るよう行動すれば、報酬委員会が執行役員に対して、彼らが、執行役員の求めるほどの金銭とエゴを満足させることは端的にい

ってできないのだということ述べることも、より容易になるだろう。」

以上の記述から明らかなように、バグツは、裁判所が、経営者の報酬の相当性について、より積極的に審査を行うことが不可能ではないと主張する。その根拠としてバグツが挙げたのが、小規模閉鎖会社における執行役員報酬をめぐるとが判例と並んで、「合理的な」役員報酬についてのみ控除（deduction）を認める内国歳入法典一六二条に関する判例である。会社のオーナーによる隠れた利益配当を防止することを目的とする租税に関する判例の特殊性を認めながらも、バグツは、同業・同規模の他社との比較によって役員報酬の合理性を説得的かつ健全に分析することが可能であること、この作業は小規模・中規模の会社よりも大規模の会社において困難だとしても、それは程度の差にすぎないことを強調するのである。²⁰⁾

一九九〇年代初頭に経営者の高額報酬が問題となった際には、裁判所が経営者の報酬の相当性をより積極的に審査すべきである旨が、さらに何人かの論者によって主張された。それらの主張の内容・根拠は、バグツの主張を受け継ぐものである。²¹⁾ また、経営者の報酬を決定する取締役の義務ではなく、報酬を受領する経営者自身の義務（役員としての独立した義務）を手がかりに、経営者の報酬について裁判所によるコントロールを強めることを主張する論者も存在したが、このような主張が広く支持されることはなかった。報酬の決定そのものは報酬を受領する役員職務ではなく、また、雇用契約について交渉が行われ契約が締結される時点で報酬受領者が会社の役員ないし取締役ではない場合、そのような者に「役員としての独立した義務」を負わせることには無理があるからだろう。²²⁾

(2) 米国の学説には、裁判所による審査を強化すべきであるという主張に反対し、判例法理を支持するものも多く見られる。その根拠として、第一に、裁判所は経営者の報酬の相当性について審査を行う能力を有しないことが挙げられ

る。バグツは、すでに述べたとおり、裁判所は、小規模閉鎖会社をめぐる訴訟や、内国歳入法典一六二条に関する訴訟において、実際に報酬の「合理性」について判断をしており、裁判所が相当性について審査を行う能力を有しないとはいえないとした。これを批判する見解は、小規模閉鎖会社をめぐる紛争で裁判所によって判断されることは大株主による少数株主の「抑圧」の存否であり、内国歳入法典一六二条に関する訴訟において判断されることは大株主への隠れた利益配当の存否であつて、経営者や報酬を決定した取締役の義務違反について判断するのは目的が違いすぎること、かつ、内国歳入法典一六二条においては、納税者側（会社側）が報酬の「合理性」について証明責任を負うことを強調する。²⁰⁾つまり、バグツが程度の差だと述べたことが、そうではなく、質的な差だといわれているわけである。判例法理を支持する見解は、第二に、裁判所が経営者の報酬の相当性について審査を行うことは望ましくないとする。言い換えれば、裁判所が、経営者の報酬のモニターとしては適しておらず、経営者の報酬の決定は第一次的には取締役会に委ねられるべきだということである。²⁶⁾

6 わが国への示唆

(1) 以下では、米国の判例法理・学説からわが国の解釈論について得られる示唆を探る。まずは、経営者の報酬の相当性の審査に関する米国の判例法理の特徴をまとめよう。3・4で検討したところから、米国の判例法理において、経営者の報酬の相当性の審査に関する基準は、大きく、次の二つの場合で異なることが明らかになる。

(ア) 報酬について利害関係のない株主ないし取締役による承認がある場合。この場合には、裁判所による審査の基準

は、浪費基準・経営判断原則の基準となる。言い換えれば、経営者の報酬の相当性はきわめて緩やかな基準で審査される。

(イ) そのような承認がない場合。この場合には、経営者の報酬の相当性は、より厳しい基準で審査される。

現在の米国の大規模公開会社における実務では、経営者の報酬は社外取締役を中心とする報酬委員会において決定され、ストック・オプションについては、基本となる計画が株主によって承認される。したがって、経営者の報酬の相当性は、通常は、(ア)の基準に従って緩やかに審査されることになる。(ア)の場合には、デラウェア州のいくつかの判例が具体的に示すように、浪費基準にせよ経営判断原則の基準にせよ、経営者の報酬が相当でないとされることは通常は考えられない。²⁶⁾ 他方で、実際に(イ)の場合に該当するのは、例外的な場合である。²⁷⁾ このような区別の基礎にあるのは、取締役・役員義務違反についての米国の判例法理の基本的なルールである。米国の判例法理において、取締役の信託義務は、取締役が利害関係を有する場合の義務(忠実義務)とそうでない場合の義務(注意義務)に区別され、前者については裁判所によって厳格な審査が行われるのに対して、後者については経営判断原則が適用され、経営判断の内容について裁判所は原則として審査を行わない。また、取締役が利害関係を有する場合については、利害関係のない株主ないし取締役の承認によって、裁判所による審査の基準はより緩やかなものになる。米国の学説には、裁判所が経営者の報酬の相当性をより積極的に審査すべきだと主張するものがあるが、²⁸⁾ そのような主張は裁判所には受け入れられていない。

以上の(ア)と(イ)の区別にとって重要なのが、報酬を承認する取締役の「利害関係」の有無をどのように判定するかである。デラウェア州の判例の事案を見る限りでは、問題となるストック・オプション計画の受益者でない取締役は、基本

的には「利害関係」のない取締役とされている。「利害関係」の有無について、問題となる報酬についての金銭的な利害関係に加えて、報酬を受領する経営者による取締役への影響力の行使といった実質的な独立性の有無が問題となる余地もないわけではない。たとえば、『コーポレート・ガバナンスの原理』が述べる「利害関係」の定義は、取締役・役員が会社との取引の当事者であること、取引当事者との間に取締役・役員が関係を有すること、および、取締役・役員やその関係者が取引に金銭的な利害関係を有することに加えて、取締役・役員が取引当事者による支配的影響力に服することを含む²⁰⁾。しかし、少なくとも報酬の相当性に関連した文脈では、取締役が実質的な独立性を欠如していることから、報酬決定について「利害関係」があるとの株主による主張が認められる可能性は高くはないといえる。たとえば、デイズニー株主代表訴訟では、原告株主は当初そのような主張をしていたが、トライアルに至る前の段階で、そのような主張が認められないことが確定している²⁰⁾。

裁判所が以上のように緩やかな基準によつて経営者の報酬の相当性を審査するものとされる実質的な根拠は、株式会社によるリスク負担の促進にある。このことは、3に引用したスタイナー判決や、デイズニーIII判決²¹⁾に明確に表現されている。株式会社の社会的な機能はリスク負担による富の増進にあり、そのような機能を減殺しないためには、取締役による意思決定を後知恵でもって裁判所が審査することは避けられなければならないと考えられているのである。そして、取締役によるリスク負担行為についてのモニターを受け持つべきなのは、裁判所ではなく、株主（取締役の選任を通じて）や市場（会社の資金調達を通じて）だということになる。「経営判断原則」の政策的根拠としてしばしば述べられる右のような考え方が経営者の報酬の決定についても引き合いに出されるといふことは、米国では（少なくとも判例法理においては）、大規模公開会社における経営者の報酬に関する実務を前提とするかぎり、経営者の報酬の決定も、取締役と会社の利益衝突の存在しないその他の活動と同様の性質を有するものと考えられていることを

意味する。ALIの『コーポレート・ガバナンスの原理』も、報酬を承認する取締役の義務違反については経営判断原則が適用されるとし、また、報酬を受領する上級執行役員や取締役の義務違反についても、通常の自己取引よりは緩やかな基準で判断するものとしているのである。²³⁾

(2) 以上のような米国の判例法理・学説の現状から、わが国において、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際の基準について考える上で、どのような示唆が得られるだろうか。より具体的には、わが国においても、米国と同様に、取締役会ないし報酬委員会が取締役・執行役の報酬を決定する際に大幅な裁量を認め、裁判所による審査は緩やかな（取締役・執行役の責任が認められにくい）基準によって行われると考えるべきかどうかが問題となる。

まず、一で、現行法の解釈として、わが国でも取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されると述べた根拠を確認しよう。そのような結論に至った根拠は、監査役設置会社の取締役および委員会設置会社の執行役の報酬と、委員会設置会社の取締役の報酬とで、異なるものであった。前者については、取締役（監査役設置会社）ないし執行役（委員会設置会社）の報酬の決定が、経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有すること、および、このような観点から個々の取締役・執行役の報酬額を適切に決定することが、取締役会（監査役設置会社）ないし報酬委員会（委員会設置会社）の権限すなわち職務の一部であると考えられることである。以上のことは、とりわけ委員会設置会社については、法規定上明らかなだといふべきだが、監査役設置会社についても、同様に考えることができる。そして、右に述べたような職務の遂行に際して任務懈怠があれば、取締役会構成員ないし報酬委員会構成員は、責任を負うことがありうる（会社四二三条一項）。

右のように考えたとしても、たとえば、委員会設置会社において、執行役にストック・オプション等の業績連動型報

酬を一切付与せず、固定給のみを付与すると報酬委員会で決定したからといって、それがただちに任務懈怠になるとは考えにくい。執行役にどれだけのインセンティブを与えるかということだけでなく、そもそも業績連動型報酬によるインセンティブを与えるかどうかということも、報酬委員会が議論の上で決定することであつて、報酬委員会には大幅な裁量が認められてしかるべきだからである。逆に、特定の執行役に、その会社としては前例がないほどの量のストック・オプションを付与することも、それがその会社にとつて必要なことだと報酬委員会が決定したことなのであれば、「ストック・オプションがあまりにも多すぎる」というだけの理由で、任務懈怠になるとは考えにくい。このように、委員会設置会社について、どのような方法でどれだけのインセンティブを執行役に与えるかは会社によつて（また、同じ会社でもその時々）異なり、執行役の個人別の報酬の決定に関する方針（会社四〇九条一項）についても、一定の内容が強制されるべきではない。そのような方針の変更にも制約はなく、状況の変化に応じて執行役の報酬の内容を変更することに²⁴ ついても、報酬委員会には大幅な裁量が認められてよいだろう。

以上のように、執行役の個人別の報酬の決定について、報酬委員会には大幅な裁量を認めざるをえない。このことは、とりもなおさず、執行役の報酬の相当性は、米国と同様に極めて緩やかな基準でしか判断されないことを意味する。このように考えることが、報酬委員会が創意工夫をもつてそれぞれの会社の目標と実情に応じた執行役の報酬内容を形成することを促進することになるし、さもなければ、報酬委員会がそのように十分な考慮をして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。そして、以上のことは、監査役設置会社の取締役の報酬の相当性の審査についても、同様に妥当するはずである。なお、監査役設置会社においては、従来、取締役の報酬が、株主総会で定めた最高限度額の範囲内で、役職によつて、あるいは、年功によつて、徐々に多くなるという形で定められることも多かったようである。そのような報酬の決定を行ったことが、ただちに任務懈怠になるわけではないことは、いうまでもない。

(3) 一 1 に述べたように、委員会設置会社の取締役の報酬については、従来の商法二六九条に関する通説の考え方に沿つても、現行法の素直な解釈として、報酬の相当性が裁判所によつて審査されると考えられる。委員会設置会社において報酬委員会が取締役の報酬を決定することには、お手盛りという側面が存在するからである。しかしながら、委員会設置会社の取締役の報酬、さらに、監査役設置会社の社外取締役の報酬についても、どのような形態でどれだけの報酬を与えるか、特に、ストック・オプションや株式による報酬を与えるかどうかは、それぞれの会社の報酬委員会ないし取締役会が、各社の事情を考慮しつつ、大きな裁量をもつて決定すべきことであるといえる。⁽²⁵⁾ この場合にも、報酬の相当性の審査基準は、緩やかなものになると考えざるをえない。委員会設置会社の取締役の報酬について、お手盛りの危険が少ないことを述べる際に、社外取締役の報酬は多額とはならないことが強調されることがある。⁽²⁶⁾ 社外取締役の報酬は通常は多額ではないことはそのとおりなのだろうが、社外取締役の報酬として、多額でないとはいえないほどの額の報酬、とりわけ、固定額ではない報酬を支払うことが、ただちに報酬委員会構成員の任務懈怠になると考えることはできない。

委員会設置会社の取締役の個人別の報酬の決定について、お手盛りという側面（取締役と会社の利益衝突）が存在するにも関わらず、このように報酬委員会に大幅な裁量を認めることは、以下に述べるとおり不当なことではない。報酬委員会において、報酬委員会の各構成員は、自らの報酬の決定については決議に参加することができない。⁽²⁷⁾ 米国において「利害関係」の意味は、報酬の決定については、基本的には、「自らの報酬を自らで決める」ことであると捉えられており、わが国でもそれと同様に考えれば、ここでは、「利害関係のない取締役による承認」は存在すると考えることができる。利益相反取引を承認する取締役会決議に賛成した取締役については、その取引によって会社に損害が生じた場合には任務懈怠が推定されるが（会社四二三条三項三号）、そのような取締役の責任に比べて、報酬の場合には取締

役の責任はより緩やかに認められることになる。取締役と会社の利益衝突が同様に問題となる利益相反取引と報酬の決定について、このような差が生じることが不当でない理由としては、米国においてA L Iが『コーポレート・ガバナンスの原理』において説明していることが妥当する²⁹⁾。

(4) 以上に述べてきたように、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も、その際の基準は、きわめて緩やかなものと考えるべきである。裁判所は、取締役会ないし報酬委員会がその権限すなわち職務の範囲内で決定した取締役・執行役の個人別の報酬について、ごく例外的な場合にのみ、それが相当でないことを理由に、取締役会構成員ないし報酬委員会構成員の任務懈怠を認めることになる。

なお、(2)と(3)での検討は、直接には、現行法の解釈として、わが国でも取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されるということを前提としたものである。しかし、(2)と(3)での検討の結果は、序論の(1)に整理した③―1の方向での立法論（報酬の開示の充実と報酬の相当性についての裁判所による審査を前提として取締役の報酬の決定権限を取締役会に移す）について、仮にそのような法改正が行われたとした場合の裁判所による審査のあり方についても、同様に妥当する。③―1の方向での法改正は、取締役の報酬の決定が経営者の監督・経営者へのインセンティブ付与という性質を有することを明確にするものであり、その場合に、業務執行の対価としての報酬と、取締役としての監督等の職務の対価としての報酬について、いずれの相当性も緩やかな基準で審査されるべきことは、(2)と(3)で述べた委員会設置会社についての検討から明らかであろう。

ここまでの検討の結論は、次のようなものになる。現行法の解釈論として取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されることがあるとしても、また、仮に右に述べた③―1の方向での法改正が行われるとしても、取締役・執行役の報酬の相当性の裁判所による審査は、きわめて緩やかな基準にもとづいて行われるべきである。

結 語

会社法三六一一条の前身である商法二六九条について、従来の通説が形成されてから、すでに、数十年が経過している。とりわけここ一〇年ほどの間のわが国のコーポレート・ガバナンスをめぐる状況・意識の変化によって、そのような通説について、再検討を要する部分が見られる。本稿で検討した、取締役・執行役の報酬の相当性の審査も、そのようなものの一つといえる。

本稿は、一方で、従来の通説とは異なり、取締役・執行役の報酬の相当性は、委員会設置会社のみならず監査役設置会社においても、裁判所によって審査されると主張するものである（前述一）。他方で、本稿は、そのように裁判所による審査が行われるとしても、その基準はきわめて緩やかなものであり、報酬委員会ないし取締役会には、個々の取締役・執行役の報酬を定める際に、大幅な裁量が認められるとも主張する（前述二）。そうであるならば、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いっても、意味はないのではないかとさえそうである。しかし、序論に述べたとおり、報酬の相当性の審査の有無と、審査の際の基準は、論理的には別の問題といえる。

本稿では、現行法の解釈論として取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されることがあるとしても、また、監査役設置会社について、取締役の報酬の決定権限を取締役会に移し、取締役の報酬の相当性を裁判所が審査するものとする法改正を仮に行ったとしても、裁判所による報酬の相当性に関する審査は、緩やかな基準によるものと考えられるべきだと述べた。しかし、そのことは、経営者の報酬について、いかなる意味での審査ないし監視も行われなくなるということを意味しない。経営者の説明責任を実現する手段は、株主による責任追及・裁判所による審査には限られない。その他の手段として、経営者の報酬の適正化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

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 二二八（一八〇二）

(7) ただし、後述一・二参照。

(8) 矢沢・前掲注(5)二四〇―二四二頁。

(9) たとえば、鴻常夫「退職慰労金」矢沢惇ほか編『ジュリスト増刊 基本判例解説シリーズ 商法の判例(第二版)』(有斐閣、一九七二年)八三頁、八七頁、渋谷光子「取締役の報酬」鴻常夫ほか編『演習商法(会社) 中巻』(青林書院、一九八六年)四九六頁、五〇一頁。

(10) 矢沢・前掲注(5)二四八―二四九頁。

(11) 当時の商法上、取締役会が業務執行に関する決定を行う権限を有すること、および、代表取締役が代表権を有することが定められていたが、業務執行に関する実行権限の所在については、明確には定められていなかった。このことも相まって、そもそも、商法二六九条にいう「取締役が受クベキ報酬」とは何を指すのが問題となる余地があり、取締役の報酬を取締役会構成員としての職務の対価と、業務執行に関する実行への対価とに区別した上で、前者にだけ商法二六九条が適用されるという見解も存在した(定塚英一「取締役の報酬の決定について」『司法研修所 創立十五周年記念論文集(上)』(司法研修所、一九六二年)一五〇頁、一六四頁)。しかし、一般には、右のような区別が観念上可能であることは認められながらも、業務執行に関する実行も取締役としての職務であることから、これについての報酬にも商法二六九条が適用されるものと考えられていた(矢沢・前掲注(5)二三七頁)。平成一四年改正によって、商法上、取締役の業務執行に関する実行権限について規定が設けられ(会社法制現代化による改正前の商法二六〇条三項五項)、同様の定めは会社法にも引き継がれている(会社二条一五号括弧書・三六三条一項)。

(12) たとえば、鴻・前掲注(9)八七頁。

(13) 江頭憲治郎「会社役員員の報酬に対する法の規制」法学教室(第二期)六号(一九七四年)六二頁、六四頁三注(6)および四〔以下では江頭(報酬)と引用する〕。

(14) 矢沢・前掲注(5)二四七頁では、次のように述べられている。

「アメリカの場合は、…判例法上、報酬は、その職務に相当する額であることを要し、不相当なる部分は、株主が代表訴訟でその返還を請求できることになっている。そして、アメリカン・タバコやジェネラル・モーターズやニューヨーク・ファーストナショナル・バンクなどの大会社の役員が、この理由で訴えられ、裁判所がその相当性を判断している。ただ、かような基準の難点はあるし、その報酬が職務の対価として、相当であるか否かの判断が、なかなか困難で、わが国の税法の運用上も困難があるし、裁判所がこの判断をするに適當するかどうか問題がないわけではない。そこで、アメリカの判例でも、まず手続が公正であったかどうかということを重視しているよ

うである。税法でもそうであるが、商法でも、もしこの基準を採用するとすれば閉鎖会社の場合に実益がある。」

(15) 江頭「報酬・前掲注」(13) 六四頁四。

(16) 龍田節「役員報酬」続判例展望「別冊ジュリスト三九号」(有斐閣、一九七三年) 一七二頁、一七八頁。

(17) 矢沢惇教授の論文の、前述注(14)に引用した部分は、相当性の審査の基準が経営判断原則であることを示唆するようにも読める。同引用部分に挙げられたアメリカン・タバコ社の訴訟とは、後述二(2)で触れるロジャース判決を指すものと思われる。その他の二つを含め、それらの訴訟は、いずれも、一九三〇年代から四〇年代にかけて、公開会社の経営者の報酬をめぐる争われたものである。これらの訴訟の概要を紹介する英語文献として、次のものがある。2 George Thomas Washington & V. Henry Rothschild II, *Compensating the Corporate Executive* 875-903 (3d ed. 1962). いずれにせよ、矢沢惇教授の論文では、米国の判例や学説について詳細な検討は行われていない。

(18) なお、商法二六九条が取締役報酬の決定権限を株主総会に与えていたことについて、取締役の選任機関である株主総会が取締役の報酬を決定するのはむしろ当然だといった主張も見られたが、本稿では、そのような議論の詳細には立ち入らない。これについては、上柳克郎ほか編「新版」注釈会社法(六)(有斐閣、一九八七年)三八六頁「浜田道代」参照(以下では新注会「浜田」と引用する)。

(19) 平成一四年改正当時、委員会設置会社は委員会等設置会社と呼ばれていた。本稿では、委員会設置会社という現在の名称を用いる。

(20) このような認識を表す最近のものとして、たとえば、日本取締役協会制度インフラと透明性委員会「経営者報酬の指針」(二〇〇五年二月一六日)がある。同文書では、経営者報酬指針として、経営者の資質・能力・業績結果に十分報いる報酬水準とすること、業績連動型報酬によって企業業績と経営者の報酬を連動させ、経営者のアカウンタビリティを確保すべきことを主張する。同文書一〇頁。同文書は次のURLから入手できる：http://www.jacdj.jp/report/050214_01report.pdf (二〇〇六年七月三十一日最終訪問)

(21) 拙稿「業績連動型報酬と取締役報酬規制」(一)(二・完)「民商法雑誌」一六卷二号(一九九七年)二二二頁・二二六卷三号(一九九七年)四〇一頁、拙稿「大会社の取締役報酬規制の立法論的検討——業績評価機構確立のための株主総会権限縮小——」インベストメント五一巻一号(一九九八年)五一頁、拙稿「取締役・執行役の報酬に関する規制のあり方について——経営者の監督・インセンティブ付与手段という観点からの問題点——」同志社法学五五巻一号(二〇〇三年)一頁(以下では拙稿(あり方)と引用する)、拙稿「米国における役員報酬をめぐる近年の動向——一九九〇年代の役員報酬額の増加と二〇〇〇年代初頭の不祥事の後で——」同志社法学五八巻三号(二〇〇六年)一頁(以下では拙稿(米国)と引用する)。

(22) 矢沢・前掲注(5) 二二九―三三〇頁。

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 二二九 (一八〇三)

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三〇（一八〇四）

(23) 矢沢・前掲注（5）二四七頁。

(24) 著者注：省略箇所には、現在のドイツ株式会社法八七条および一三三条に相当する条文が引用されている。

(25) 現在の会社法において、取締役・執行役の報酬の決定に関する規定は、三六一条および四〇四・四〇九条である。後者が委員会設置会社に適用されるのに対して、前者は、それ以外の会社に適用される。会社法においては監査役を置かない（または、監査役が会計監査権限のみを有する）株式会社も認められるため（会社法三七七条二項・三八九条、会社法三六一条の適用対象は、会社法に定義される監査役設置会社（会社法二条九号）に限られない。しかしながら、本稿が念頭に置くのは大規模公開会社であり、これはもちろん、会社法上の公開会社（会社法二条五号）でもある（前述注（1）参照）。公開会社は必ず委員会設置会社であるか監査役設置会社でなければならないので（会社法三七七条一項一号二項・三八九条、本稿が念頭に置く株式会社については、会社法三六一条が適用される会社（委員会設置会社でない会社）は、監査役設置会社であることになる。

(26) 経営者の報酬の相当性の審査に関する米国の判例法理を紹介した先行研究として、たとえば、次のものがある。①赤堀光子「取締役の忠実義務（二）」法学協会雑誌八五巻二号（一九六八年）一四八頁、一七五―一八一頁。②四竈丈夫「役員報酬の対価性と合理性（二）（完）——米国デラウェア州判決を中心に——」早稲田大学大学院法研論集一〇八号（二〇〇三年）四一―四四頁（以下では四竈（対価性）と引用する。なお、雑誌自体は縦書きだが同論文は横書きのため、同論文の頁数は、逆に付されている）、四竈丈夫「会社役員報酬決定の視点」明海大学経済学論集一七巻一号（二〇〇五年）一頁。③は本稿よりもかなり以前に執筆されたものであって、一九六〇年代までの判例が紹介されている。また、②は、比較的最近のものであり、株主総会によって承認されたストック・オプションに関する判例を中心に紹介するが、米国の判例法理の分析とそこから導き出される示唆について、本稿とは結論を異にする。

(27) 始関正光編著『Q&A平成一四年改正商法』〔商事法務、二〇〇三年〕九五頁では、次のように述べられる。

「なお、このような取り扱い「著者注：報酬委員会が取締役・執行役の個人別の報酬を決定するという取り扱い」をすることに伴い、委員会等設置会社については商法二六九条の規定の適用を除外しています。社外取締役が過半数を占める報酬委員会で各取締役および各執行役の報酬を決定することから、報酬の総枠を株主総会で決定しなくても、お手盛りの危険はないと考えられるためです。」

(28) 近藤光男ほか「株式会社における経営監督のあり方（下）」〔商事法務一六二二号（二〇〇一年）二四頁、二七頁、北村雅史「株式会社における経営管理機構改革——各種委員会制度を中心に——」大阪市立大学法学雑誌四八巻四号（二〇〇二年）一一二―一一頁、一二八頁、浜田道代「取締役会制度の改革②（委員会等設置会社）」金融・商事判例一六〇号（二〇〇三年）一四三頁、一四八頁。

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三二(一八〇六)

条三項・四〇九条を見れば、そこでも、改正前の商法特例法二条の八第三項・二二条の一一第三項が取締役・執行役が受ける「個人別の報酬の内容」としていたものが、「個人別の報酬等の内容」とされている。したがって、右に述べた会社法三六一一条に関する考え方を素直に及ぼせば、会社法の下では、報酬委員会は執行役等に付与される個人別のストック・オプションについて決定すべき(さらに、新株予約権の交付手続きを経るべき)ことになる。また、以上の解釈は、次のことから支持されるべきものと考えられる。会社法制現代化によって、使用人兼務執行役の使用人分給与は、明文上、報酬委員会が定めるべきものとされた(会社法四〇四条三項後段)。その理由は、改正前商法でそのような使用人分給与が報酬委員会による決定の対象とはされていなかったことが、執行役のあらゆる報酬の個人別の内容を報酬委員会で定めることによって、「取締役会全体としての監督機能を強化しようとする委員会設置会社の制度趣旨に照らして疑問がある」と考えられたところにある。相澤哲編著『立法担当者による新・会社法解説』(別冊商事法務二九五号)(商事法務、二〇〇六年)一一六頁。これと同様の考慮は、ストック・オプションについても妥当するだろう。

(36) 矢沢・前掲注(5) 二二八頁、新注会「浜田」・前掲注(18) 三八六頁。

(37) 渋谷・前掲注(9) 五〇四頁。

(38) 矢沢・前掲注(5) 二四四頁の次の文章が、これを象徴している。

「株主総会で総額を承認した以上、会社と取締役との利害の対立は、解消した…。つまり、どのように配分しようと総額の範囲内である限り、いわば会社の主人たる株主にそれ以上不利になることはない。」

(39) 矢沢・前掲注(5) 二三三・二三九頁、新注会「浜田」・前掲注(18) 三九五・四〇三頁参照。

(40) 矢沢・前掲注(5) 二三一・二三三頁、新注会「浜田」・前掲注(18) 三九三・三九五頁参照。

(41) わが国では、かつて、会社による自己株式の取得が原則として禁止され、また、新株の有利発行のための株主総会の特別決議の有効期間が短かったため、ストック・オプションを用いることは困難だと考えられていた。取締役の報酬としてストック・オプションを認めるべきだとする主張は古くからなされており、平成九年の商法改正(平成九年法律第五六号)によって、ストック・オプションが認められるようになった。同改正および平成一三年一月の商法改正(平成一三年法律第二二八号)によるストック・オプションに関する会社法制の整備について、拙稿「ストック・オプションと会社法」(法律時報七五巻四号(二〇〇三年)二六頁参照)。

(42) 二〇〇四年段階でのストック・オプションの普及度や、業種別の付与状況、付与対象者等の詳細について、次の文書を参照。田中一嘉「ストック・オプションの現状——費用計上の影響は?——」(二〇〇四年)一一六頁。同文書は次のURLから入手できる: <http://www.dit.>

- (43) 江頭(株式会社)・前掲注(33)四〇六四〇七頁。
- (44) 相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標(商事法務、二〇〇六年)三二一三四頁(以下では相澤ほか編著(千問)と引用する)。新株予約権の交付手続きは、公開会社においては、次のようなものである。新株予約権の募集事項は、原則として取締役会決議によって決定される(会社二三八条一項・二四〇条一項。ただし、新株予約権について金銭の払込みを要しないこととする場合に(会社二三八条一項二号)そのことが被付与者にとって特に有利な条件となるとき、および、新株予約権の払込金額(会社二三八条一項三号)が被付与者にとって特に有利な条件となるときには、株主総会の特別決議において、そのような付与の必要性について説明された上で、新株予約権の募集事項が決定される(会社二三八条二項三項・二四〇条一項・三〇九条一項六号)。
- (45) 立法担当者による解説は、ストック・オプションについて上限額を定める場合には、会社法三六一一条一項および三号の決議、上限額を定めない場合には同項二号および三号の決議を要するものとする。相澤ほか編著(千問)・前掲注(44)三二一三四頁。このうち、三号の決議としては、新株予約権の要綱として、新株予約権行使によって発行される株式数の上限、新株予約権の譲渡の可否、行使価額またはその算定方法、行使条件、役員等の資格を失った場合に行使できなくなる場合にはその旨、といった事項を決議することが考えられているようである。相澤ほか編著(千問)・前掲注(44)三二六頁。他方で、ストック・オプションの付与方法として、取締役に対して新株予約権の払込価額相当額の金銭を報酬として支給することとし、当該報酬債権と払込価額を新株予約権行使時までに相殺(会社二四六条二項参照)する方法をとることもできるようであり、この場合には三六一一条一項一号の決議のみを行うことで足りるとされる。相澤ほか編著(千問)・前掲注(44)三二四頁。そうすると、この場合には、株主総会では金銭報酬の上限のみを定めることになり、それ以外の場合と異なり新株予約権の要綱が総会では決議されない場合がありうる。公開会社では、新株予約権の発行が有利発行にあたらぬ場合には、募集事項は取締役会で決定されるからである(前述注(44)参照)。以上のような不均衡が生じる解釈は、妥当なのだろうか。
- (46) 平成一三年一月の商法改正(平成一三年法律第一二八号)以前は、被付与者の氏名が総会決議事項とされていたが(同改正前商二八〇ノ一九第二項、そのような立場は同改正によって放棄された。
- (47) 高田剛・タワーズベリン経営者報酬コンサルティング部門「経営者報酬の法律と実務(別冊商事法務二八五号)」(商事法務、二〇〇五年)七八八〇頁(以下では別冊商事二八五号と引用する)。
- (48) 拙稿(あり方)・前掲注(21)四五頁。

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三四（一八〇八）

(49) なお、委員会設置会社について会社法四〇四条三項・四〇九条が定められており、委員会設置会社の取締役・執行役の報酬の相当性が裁判所によって審査されることから（前述1参照）、そのいわば反対解釈として、そのような規定のない監査役設置会社については、取締役の報酬の相当性は裁判所によって審査されないという反論が考えられる。しかし、会社法四〇四条三項・四〇九条の主たる意義は、委員会設置会社について会社法三六一条が適用されないこと、および、取締役会によって報酬委員会によって報酬委員会の決定を覆せないことを明らかにするとともに、報酬委員会の決定の方法を具体化するところにあると考えればよい。

(50) 拙稿（あり方）前掲注（21）四四頁で、著者は、次のように述べた。

「取締役会、および、その構成員である個々の取締役は、業務執行を担当する取締役の個人別の報酬の決定に際して、このこと〔著者注…業務執行を担当する取締役の報酬がその業績に応じて適切に決定されること〕に注意してその権限を行使しなければならないというべきである。ただしこれは、現行法が取締役の報酬額の相当性を問題にしていけないという通説的な理解とは異なる見解を、ここで主張しようとするものではない。」

本稿は、これよりも一步踏み込んで、現行法においても、監査役設置会社の取締役の報酬額の相当性となりうることを、主張しようとするものである。

(51) 渋谷・前掲注（9）五〇四頁には、次のように述べられている。

「取締役は忠実義務の二内容として会社に過大な報酬を決めさせてはならないという義務を黙示的に負い、過大報酬は取締役に忠実義務違反による責任を発生させると解することができないであろうか。」

(52) 龍田・前掲注（16）一七八頁には、次のように述べられている。

「株主総会は…役員各人への報酬配分額がいくらであるか…について、無関心でなければならぬという理由はなからう。総会が選任した有能で貢献度の高い役員に少ない配分額しか与えないことは、不当な（場合によっては違法な）業務執行とさえいえる。」

右に引用した文章は、同論文の別の箇所（一七五頁）で「著者注…株主総会で定められた最高限度額の範囲内での」配分が業務執行の問題であって、取締役会の多数決でできる」と述べられていることと考え合わせれば、本文に述べたような趣旨に読むべきものと思われる。

(53) そもそも、序論の(1)で述べた命題①②は、取締役会制度を知らなかった昭和二五年改正前の商法における株式会社の機関構成に良く適合したものであったのではないだろうか。そのような機関構成を前提にすれば、「取締役が受クベキ報酬ハ定メザリシトキハ株主総会ノ決議ヲ以テ之ヲ定ム」と規定する商法二九条（昭和一三年改正前は二七九条）は、株主に取締役の報酬をコントロールさせる趣旨

の規定であり、株主が報酬を決定すればその後のことは株主の利害にとって重要ではなく、また、裁判所は株主が決定した報酬の相当性には立ち入らないと考えることが、論理的に素直だったのだろう。個々の取締役の報酬額の決定が、取締役への報酬の「配分」と表現されることが多かったのも、右のような感覚を反映したものと思われる。しかし、昭和五年改正によって取締役会制度が導入され、取締役会が取締役の業務執行についての監督権限を有するものとなったことよって、右のような考え方をとる論理的な必然性はなくなったともいえるのではないだろうか。

(54) 矢沢・前掲注(5)二四〇―二四二頁、新注会〔浜田〕・前掲注(18)三九〇頁。

(55) たとえば、日本監査役協会が実施しているインターネット・アンケートの結果を見れば、平成一七年に実施された第六回アンケートでは、上場会社一四三五社を含む総回答会社二四四五社の取締役数の平均は、九・〇七人であった。日本監査役協会事務局「株主総会対応等に関するアンケート集計結果―第六回 インターネット・アンケート《監査役設置会社版》―」(二〇〇五年一月一日)五頁。同文書は次のURLから入手できる：http://www.kansai.or.jp/PDF/enquete6_051114.pdf (二〇〇六年七月三十一日最終訪問)

(56) 本稿では、日米の経営判断原則の異同の問題には立ち入らない。両国とも経営判断原則 (business judgment rule) と呼ばれる法理を知っており、会社の業務執行者に広い裁量を与える(責任が認められる範囲を、たとえば自己取引の場合よりも狭くしている)ことに変わりはないからである。

(57) 別冊商事二八五号・前掲注(47)五九頁。また、澤口実「改正商法下での取締役実務の検討課題」商事法務編集部編『委員会等設置会社・株式制度の理論と実務』別冊商事法務二六三三号(商事法務、二〇〇三年。初出は商事法務一六四一号、二〇〇二年)一七五頁、一七六頁、岡崎誠一「委員会等設置会社の取締役・執行役の責任」商事法務編集部編『委員会等設置会社・株式制度の理論と実務』別冊商事法務二六三三号(商事法務、二〇〇三年。初出は商事法務一六四八号、二〇〇二年)二〇九頁、二一一頁にも、経営判断原則の基準が用いられることを含意する記述がある。

(58) The American Law Institute, *Principles of Corporate Governance—Analysis and Recommendations* (1994) [hereinafter A. L. I.]

(59) Robert Charles Clark, *Corporate Law* 191 (1986).

(60) Henry Winthrop Ballantine, *Ballantine on Corporations* 187 (rev. ed. 1946).

(61) I Washington & Rentsch, *supra* note 17, at 5-6.

(62) *Id.* at 6.

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三五 (一八〇九)

- (63) Detlev Vagts, *Challenges to Executive Compensation: For the Markets or the Courts?*, 8 J. Corp. L. 231, 245-246 (1983).
- (64) I Washington & Rothschild, *supra* note 17, at 7-11; Vagts, *supra* note 63, at 246.
- (65) 限定ストック・オプションとして課税上の特典を与えられるための要件は、主に、次のものであった。①オプション行使価格が付与日における株式の公正な市場価値の八五％以上であること。②オプション行使期間が付与日から一〇年以内であること。③被付与者の死亡の場合を除いてオプションの譲渡が禁止されること。④オプションは被付与者が会社と雇用関係にある間、または、雇用関係終了後三ヶ月以内に行使されなければならない。⑤被付与者はオプション行使によって取得した株式を、付与日から二年以内またはオプション行使日から六ヶ月以内は売却することができない。⑥被付与者が会社の株式を一〇％以上保有している場合、オプション行使価額は付与日における株式の公正な市場価値の一〇％以上、オプション行使期間は付与日から五年以内でなければならない。限定ストック・オプションについての要件と、次に述べる適格ストック・オプションについての要件を比較する文献として、次のものを参照。Edwin H. Baker, *Employee Stock Option Plans Under the Revenue Act of 1964*, 20 Tax L. Rev. 77 (1964).
- (66) 適格ストック・オプションとして課税上の特典を与えられるための要件は、主に、次のものであった。①発行される株式総数と被付与者を特定した計画に従ってストック・オプションが付与されること、および、当該計画が採用の前後一二ヶ月内に株主によって承認されること。②オプション行使価格が付与日における株式の公正な市場価値以上であること。③オプション行使期間が付与日から五年以内であること。④オプションが、計画の採用または株主の承認から一〇年以内に付与されること。⑤被付与者の死亡の場合を除いてオプションの譲渡が禁止されること。⑥オプションは被付与者が会社と雇用関係にある間、または、雇用関係終了後三ヶ月以内に行使されなければならない。⑦被付与者はオプション行使によって取得した株式を三年以内は売却することができない。⑧被付与者に以前に付与された限定ストック・オプションまたは適格ストック・オプションが未行使である間は、新たに付与された適格ストック・オプションを行使することはできない。⑨被付与者は会社の株式の五％以上を保有してはならない。これらの要件の詳細について、前注に挙げた文献を参照。
- (67) Clark, *supra* note 59, at 203-204.
- (68) Vagts, *supra* note 63, at 246-247.
- (69) Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them*, ECGI Working Paper No.44/2004, at 24-26.
- (70) インセンティブ・ストック・オプションとして課税上の特典を与えられるための要件は、主に、次のものである。①発行される株式総数

と被付与者を特定した計画に従ってストック・オプションが付与されること、および、当該計画が採用の前後一二月内に株主によって承認されること。②オプション行使価格が付与日における株式の公正な市場価値以上であること。③オプション行使期間が付与日から一〇年以内であること。④オプションが、計画の採用または株主の承認から一〇年以内に付与されること。⑤被付与者の死亡の場合を除いてオプションの譲渡が禁止されること。⑥オプションは被付与者が会社と雇用関係にある間、または、雇用関係終了後三ヶ月以内に行使されなければならない。⑦被付与者はオプション行使によって取得した株式を付与日から二年以内またはオプション行使日から一年以内は売却することができない。⑧被付与者に以前に付与されたインセンティブ・ストック・オプションが未行使である間は、新たに付与されたインセンティブ・ストック・オプションを使用することはできない。⑨被付与者が会社の株式を一〇%以上保有している場合、オプション行使価格は付与日における株式の公正な市場価値の一〇%以上、オプション行使期間は付与日から五年以内でなければならない。⑩ストック・オプション計画の下で行使可能となるオプションに関する株式の(オプション付与時における)公正な市場価値が、総額一〇万ドルを超過しない。26 U. S. C. (1. R. C.) §422. これらの要件の詳細については、次の文献を参照。Everett L. Jassy, *Incentive Stock Options: The Reincarnation of Statutory Stock Options Under the Economic Recovery Tax Act of 1981*, 37 Tax L. Rev. 357 (1982).

(71) Jensen & Murphy, *supra* note 69, at 28.

(72) 拙稿(米国)・前掲注(21) 八一〇頁。

(73) 拙稿(米国)・前掲注(21) 一〇一四頁。

(74) 前述注(66) および(70) 参照。

(75) Lewis v. Vogelstein, 699 A.2d 327 (Del. Ch. 1997). 同判決の事案の概要と判決の結論に直結する判旨については、後述注(134)―(135) およびそれに対応する本文を参照。

(76) 米国には、事前の承認と事後の追認を区別し、後者のみをratificationと呼ぶ用語法も存在するが(後述注(179) 参照)、株主の承認に関するデラウェア州の判例法理上、両者は区別されていない。以下では両者を区別せず、単に「承認」と呼ぶことにする。

(77) Lewis, 699 A.2d at 336.

(78) 後述注(92)―(97) およびそれに対応する本文を参照。

(79) 後述注(98)―(102) およびそれに対応する本文を参照。

(80) 後述注(107) 参照。

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三七(一一二)

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一三八（一一二二）

- (81) 著者注：proportionalityという語は、「相当性」とも翻訳されるが、本稿では、他の語（rationality）と区別するため、「均衡性」と翻訳する。また、proportionateは、「相応の」と翻訳する。
- (82) Lewis, 699 A2d at 336.
- (83) 著者注：伝統的な判例法理によれば、基本定款または株主によって明示的に定められていないかぎり、取締役は、無報酬で職務を行うものとなっていた。前述を参照。
- (84) Lewis, 699 A2d at 336-337.
- (85) 著者注：そのような中間的審査を示す判例として、たとえば次の判例が引用される。Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)。この判決は、敵対的企業買収の対象会社の取締役の行為についての審査基準として、経営判断原則よりは厳格な、しかし、承認のない利害関係取引について用いられる完全な公正さの基準（entire fairness standard）よりは緩やかな基準を示すものとして、著名なものである。
- (86) Lewis, 699 A2d at 337.
- (87) Lewis, 699 A2d at 337-338.
- (88) Lewis, 699 A2d at 338.
- (89) 著者注：これについて、株主提案に関する一九三四年証券取引所法規則一四a-18が引用されている。
- (90) Lewis, 699 A2d at 338.
- (91) 赤堀・前掲注（26）一七九頁では、一九六〇年代までの米国の判例法理の傾向が、次のようにまとめられている。
「特別の報酬」著者注・賞与、ストック・オプション、年金等」の支払につき裁判所が内容の公正・相当の問題に介入する範囲は通常の給与等比べて広いが、この場合でも、公正妥当の判断を原則として放棄する判例の立場が存する。」
同論文一七八一七九頁では、このうち前者の傾向の判例としてケルプス判決に言及されているが、これも、本文に整理した①と同様の理解にもとづくものであろう。
- (92) Kerbs v. California Eastern Airways, Inc., 90 A2d 652 (Del. 1952) [hereinafter Kerbs].
- (93) Kerbs v. California Eastern Airways, Inc., 83 A2d 473 (Del. Ch. 1951).
- (94) 利益分配計画については、株主による承認の事実が認められれば、差止めを撤回することをデラウェア衡平法裁判所に命じた。Kerbs, 90

A.2d at 660.

- (95) Kerbs, 90 A.2d at 655.
- (96) Kerbs, 90 A.2d at 656.
- (97) Kerbs, 90 A.2d at 657.
- (98) Beard v. Elster, 160 A.2d 731 (Del. 1960) [hereinafter Beard].
- (99) Elster v. American Airlines, Inc., 148 A.2d 343 (Del. Ch. 1959).
- (100) Beard, 160 A.2d at 736.
- (101) Beard, 160 A.2d at 737-738.
- (102) Beard, 160 A.2d at 738.
- (103) 前述注 (95) (66) および (70) 参照。
- (104) この時期のストック・オプションに関する判例が、ストック・オプション価値がいくらであれば過大な報酬となるのかという点を直接的には判断していないと指摘するものとして、次の文献を参照。Vagr, supra note 63, at 262.このことは、ケルブス判決やベアード判決の後で、それらの判決が示したストック・オプションの有効性の二つの要件を踏襲したとされる判決についても妥当する。その例として、(ここでは、オルソン・ブラザーズ判決 (Olson Brothers, Inc. v. Englehart, 245 A.2d 166 (Del. 1968) [hereinafter Olson Brothers])) の事案と判旨を見よ。

〔事案〕 ベランカ株式会社は、事業を停止し、財産管理手続き (receivership) の途上であり、残存する有体資産の換価や、多額の課税上の損失を用いるための他社との合併等を探るだけの存在となっていた。これらの業務を遂行する経営陣に対してストック・オプションを付与することが取締役会で決議され、株主総会によっても承認された。オプション行使価格は一株あたり一ドル (券面額) とされたが、当時の株式の市場価格は五〇セント程度であり、上昇は見込めなかった。オプション被付与者は、五年間にわたり、オプション行使の時点でその職にとどまっているかぎりオプション行使することができるものとされた (在職要件)。その翌年、合併の相手方はオルソン・ブラザーズ株式会社と決まり、取締役会はストック・オプションの在職要件を削除することを決議した。

オルソン・ブラザーズとの合併が行われ、経営陣が交代した後、新経営陣に率いられた会社は、ストック・オプションが無効である旨の宣言的判決 (declaratory judgment) を求める本件訴訟を提起した。デラウェア衡平法裁判所は被告勝訴判決を下し (Olson

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一四〇（一一一四）

Brothers, Inc. v. Engleart, 211 A.2d 610 (Del. Ch. 1965)（これに対して会社が上訴した。デラウェア最高裁判所は、次のように述べて原判決を維持した。

〔判旨〕 デラウェア最高裁判所は、ベアード判決で述べられたストック・オプションの有効性についての基準を確認した後で、次のように判示している。

「事実は、オプション被付与者たちが、雇用の目的である業務を行い、目的が達成されるまで会社に留まったというものである。当初の取締役会決議はオプション行使の条件として在職を要求していたが、その要件はオルソン・ブラザーズとの合意が行われる直前に削除された。我々の見解では、この変更は、ストック・オプションを無効にするものではない。なぜなら、オルソン・ブラザーズとの合意は、実際には、オプション被付与者が達成しようとした目的の達成だからである。

我々はまた、会社に生じる便益の価値と付与されるオプションの価値の間の合理的な関係は、十分に情報を得た合理的な者が意見を異にするような問題であると考える。このような状況においては、裁判所は、ストック・オプション計画を承認しなければならぬ。」
(Olson Brothers, 245 A.2d at 168-169)

判旨から明らかなように、同判決においても、裁判所の主たる関心は第一要件にあり、第二要件について直接裁判所が判断をしているわけではない。

(105) 四電（対価性）前掲注（26）四〇四一四頁は、(1)に紹介したアレクサンダー首席裁判官による整理と同様に、デラウェア州の判例法理が、「プロポーショナルリティー・スタンダード」から「ウェイスト・スタンダード」に変化したと整理する。その上で、同論文四〇〇一四〇一頁は、このうち「プロポーショナルリティー・スタンダード」を参考にした理論構築の可能性を示唆する。しかし、そもそも、「中間的な審査」ないし「プロポーショナルリティー・スタンダード」を採用していたとされるかつての判例も、現実には報酬の「相当性」ないし「均衡性」を審査していたわけではなく、在職要件について審査をしていたにすぎないのではないかというのが、私がここで述べたいことである。

(106) 前述(1)参照。

(107) Michelson v. Duran, 407 A.2d 211 (Del. 1979) [hereinafter Michelson]. 同判決の事案と判旨は、次のようなものである。

〔事案〕 ハウスホールディング・ファイナンス株式会社は、取締役数人を含む上級従業員を対象とする、ストック・オプション計画を導入した。この計画は、適格ストック・オプション計画と、非適格ストック・オプション計画（課税上の特典を受けないもの）とから成っていた。後者によって付与されたオプションは、付与後二年目から段階的に権利行使が可能になるものとされ、その行使価格は付与日

の市場価格の九〇%を下回らない範囲で取締役会または委員会が定めるものとされた。これらのストック・オプション計画は、取締役会および株主総会において承認された。その後、取締役会は、非適格ストック・オプション計画について、権利行使の制限を緩和し、当初は一〇年が経過しなければすべてのオプションを行使できなかったものが、五年ですべてのオプションを行使できるようにすることを決議した。さらに、株価の急落を受けて、取締役会は、非適格ストック・オプション計画について、既存のオプションを消却し、下落後の市場価格にもとづく行使価格を定める新たなオプションが付与された。

ハウスホールド・ファイナンスの株主である原告は、会社の取締役に以上の権利行使制限の緩和とオプションの交換を行う権限はなかったとして、付与されたオプションの消却、オプション被付与者が得た利益の返還、会社の被った損害の役員による賠償を求めて、会社の役員および会社を被告として代表訴訟を提起した。本件訴えの提起後、会社の定時総会において、本件で問題となっているストック・オプション計画の変更と新たなオプションの付与を承認する決議が行われた。デラウェア衡平法裁判所は、被告による略式判決の申立てを認めた (Michelson v. Duncan, 386 A.2d 1144 (Del. Ch. 1978))。原告が上訴し、デラウェア最高裁判所は、次のように述べて原審の判断を一部認め、一部破棄した。

〔判旨〕「我々は、株主による承認が、権限を有しない取締役の行為を適切に追認することはないという原告の主張について被告による略式判決の申立てを認めた原審裁判官の判断を支持する。しかしながら、…承認は、オプション付与について約因は存在せず、会社資産の贈与ないし浪費を構成するという原告の主張についての判断をも左右するものではない。」(Michelson, 407 A.2d at 222.)

「会社資産の贈与ないし浪費の主張の当否は、めったに、略式判決によって判断されるものではない。約因の存在について事実に関する真の争点が存在する場合には、株主の承認に関わりなく、十分な弁論が要求される。」(Michelson, 407 A.2d at 223.)

「株主の承認は、オプション付与の約因を欠くこと、またはそれが相当でないことの証明責任を、被告から原告へと移転させる。」(Michelson, 407 A.2d at 224.)

アレクサンダー首席裁判官が指摘したように (前述注 (88)) およびそれに対応する本文を参照)、裁判所の示した一般的な命題は、約因の「存否」について述べるだけで、その十分さは問題とされていない。

(108) デラウェア州の判例法理では、取締役の忠実義務違反が主張された事例で、問題となった取引について株主による承認があった場合、経営判断原則が適用され、裁判所による審査は、贈与ないし浪費があったかどうかという点に限定される。これについての証明責任は、その取引を攻撃する当事者が負う。他方で、支配株主による忠実義務違反の事例では、株主による承認によって取引を攻撃する側が証明責任を

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一四二（一八二六）

負うが、審査基準は、完全な公正¹⁰ (entire fairness) の基準である。See *In re Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995).

(10) *Byrne v. Lord, Nos. Civ. A. 14040, Civ. A. 14215, 1995 WL 684868* (Del. Ch. Nov. 9, 1995).

(110) *Byrne v. Lord, Nos. Civ. A. 14040, Civ. A. 14215, 1995 WL 684868 at *4*.

(111) *Byrne, 1995 WL 684868 at *4*.

(112) *Byrne, 1995 WL 684868 at *8*.

(113) *Steiner v. Meyerson, No. Civ. A. 13139, 1995 WL 441999* (Del. Ch. Jul. 19, 1995).この判決は、テルソン社の株主が、同社がCEOと締結した退職手当について関する契約を会社資産の浪費とし、また、同社が社外取締役に与えた報酬やストック・オプションを会社資産の浪費および忠実義務違反として提起した代表訴訟についてのものである。被告からの、救済が認められる請求を述べていないこと理由とする訴え却下の申立てについて（後述②参照）、アラウエア衡平法裁判所は、会社資産の浪費という主張に関しては被告の申立てを認めしたが、忠実義務違反という主張に関して被告の申立てを認めなかった。

(114) *Steiner, 1995 WL 441999 at *1*.

(115) *Steiner, 1995 WL 441999 at *5*.

(116) *William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strime, Jr., Function over Form: a Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 *Bus. Law.* 1287, 1317-1318 (2001).

(117) *Rules of the Court of Chancery of the State of Delaware* 23.1.

(118) *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, 784 (Del. 1981).

(119) *Grimes v. Donald*, 673 A.2d 1207, 1220 (Del. 1996).

(120) *Spielgel v. Buntrock*, 571 A.2d 767, 777 (Del. 1990); *Levine v. Smith*, 591 A.2d 194, 213 (Del. 1991).

(121) *Spielgel, 571 A.2d at 775*.

(122) *Levine, 591 A.2d at 208-209*.

(123) *William A. Klein & John C. Coffee, Jr., Business Organization and Finance* 207-208 (9th ed. 2004).

(124) *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 814 (Del. 1984).

- (125) テイマンドが免除されるケースでは、取締役会またはその権限を委譲された特別訴訟委員会が、訴訟の却下を申し立てることができる。この申立てを裁判所は次のように審査する。第一に、裁判所は、委員会の独立性・誠実性と、委員会の結論を支持する根拠について審査する。その際には、限定されたディスカバリーを命じることができ、この審査をパスした後、第二に、裁判所は、それ自身の独立した経営判断を用いて、却下の申立てを認めるかどうかを判断する。Zapata, 430 A.2d at 788-789; Aronson, 473 A.2d at 813.
- (126) Rules of the Court of Chancery of the State of Delaware 12 (b) (6).
- (127) Grobow v. Perot, 539 A.2d 180, 187 (Del. 1988).
- (128) Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp., 498 A.2d 1099, 1104 (Del. 1985).
- (129) In re Tri-Star Pictures, Inc., 634 A.2d 319, 326 (Del. 1993).
- (130) Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).
- (131) 本件では、テイマンドが行われたような争点となっているが、これについては言及しない。
- (132) Zupnick, 698 A.2d at 387-388.
- (133) Zupnick, 698 A.2d at 388-389.
- (134) 本件で原告は、このほか、ストック・オプション計画を承認する株主総会に関する委任状説明書には、ブラック・ショールズ等によって算定されたオプション価値が開示されるべきであったにもかかわらず、それがなされたことをも、主張の根拠としている。このような「オプション価値の開示義務」が存在するかどうかは興味深い論点であるが、本稿ではこれには触れない。
- (135) Lewis, 699 A.2d at 339.
- (136) 取締役と株主の利益を一致させるために取締役の報酬としてエクイティ報酬を積極的に用いるべきことを主張するものとして、次の論文が有名。Charles M. Elson, Executive Overcompensation—A Board-Based Solution, 34 B. C. L. Rev. 937, 981-983 (1993)。このような見解に対して懐疑的なものとして、次の著書がある。Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Pay without Performance - The Unfulfilled Promise of Executive Compensation 205-206 (2004)。
- (137) See Lewis, 699 A.2d at 329.
- (138) In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998).
- (139) Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

- (140) In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003) [hereinafter Disney II].
- (141) In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, No. Civ. A. 15452, 2005 WL 2056651 (Del. Ch. Aug. 9, 2005) [hereinafter Disney III].
- (142) In re the Walt Disney Company Derivative Litigation, NO. 411,2005 (Del. Supr. Jun. 08, 2006) available at <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=77400> (last visited on July 31, 2006) [hereinafter Disney IV].
- (143) Brehm, 746 A.2d at 257-258 and n.42.
- (144) Disney III, 2005 WL 2056651 at *37-38.
- (145) 著者注：ライムストーン株主代表訴訟は、役員報酬に関連した業績も多いファイナンス学者、ケビン・ムーフィー (Kevin Murphy) が証言を行っている。Disney III, 2005 WL 2056651 at *29.
- (146) Disney III, 2005 WL 2056651 at *38-39.
- (147) Disney III, 2005 WL 2056651 at *41.
- (148) Disney III, 2005 WL 2056651 at *42-43.
- (149) Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985). 同判決の概要を紹介するものとして、たとえば、岸田雅雄ほか編著『アメリカ商事判例研究』(商事法務研究会、二〇〇一年) 一〇二-一〇七頁参照。
- (150) See Del. Gen. Corp. L. §141 (e).
- (151) Disney III, 2005 WL 2056651 at *43-47.
- (152) Disney III, 2005 WL 2056651 at *47.
- (153) Disney III, 2005 WL 2056651 at *49.
- (154) Disney III, 2005 WL 2056651 at *49.
- (155) Disney III, 2005 WL 2056651 at *50.
- (156) Disney III, 2005 WL 2056651 at *51.
- (157) Disney IV, No. 411, 2005, at 28-89 (Del. Supr. Jun. 8, 2006).
- (158) Disney IV, No. 411, 2005, at 49-52 (Del. Supr. Jun. 8, 2006).
- (159) Disney IV, No. 411, 2005, at 74-79 (Del. Supr. Jun. 8, 2006).

- (160) Del. Gen. Corp. L. §102 (b) (7).
- (161) *Disney II*, 825 A.2d at 286.
- (162) See E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992 – 2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. Pa. L. Rev. 1399, 1439–1454 (2005).
- (163) *Disney III*, 2005 WL 2056651 at * 35.
- (164) *Disney III*, 2005 WL 2056651 at * 36.
- (165) 判決中では「取締役の不誠実 (bad faith) が、経営判断原則の推定を破る機能を、責任免除を許さない機能を有すると述べられているだけである。Disney IV, No. 411, 2005, at 40 (Del. Supr. Jun. 8, 2006).
- (166) *Disney IV*, No. 411, 2005, at 65–73 (Del. Supr. Jun. 8, 2006).
- (167) *Disney III*, 2005 WL 2056651 at *1.
- (168) *Disney III*, 2005 WL 2056651 at *2.
- (169) *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 812 (Del. 1984).
- (170) *Aronson*, 473 A. 2d at 812–813.
- (171) *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).
- (172) *In re J. P. Stevens & Co., Inc.*, 542 A.2d 770, 780–781 and n. 5 (Del. Ch. 1988).
- (173) フレーム判決は「次のように述べた。Breim, 746 A.2d at 264.
「相当でないこと (irrationality) は、経営判断原則の外縁である。相当でないことは、浪費基準の機能的な等価物であり、その決定が誠実には行われていないことを示すものではない。」」
- (174) デイズニー III 判決が示すように、最終的に取締役の責任が認められる可能性はほとんどないが、デイズニー株主代表訴訟で原告株主がトリアルに至ることができたのは、誠実性に関連して、(4)に述べた①②のハードルをクリアする主張を展開することができたからである。
See *Disney II*, 825 A.2d at 275.
- (175) 『コーポレート・ガバナンスの原理』は、従来、忠実義務 (duty of loyalty) と呼ばれてきたものを公正取引義務 (duty of fair dealing) と呼ぶ。これは、そこで扱われることが取締役または役員と会社との金銭的な (pecuniary) 利益衝突であることを明確にするためだとされる。

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一四六（一二二〇）

1 A. L. I., *supra* note 58, at 199-200.

(176) *Id.* at 199.

(177) *Id.* at 173, 246.

(178) *Id.* §§.03 (a) (4).

(179) *Id.* §§.03 (a) (2) (3). 五・〇三条は、自己取引に関する五・〇二条と同様に、取締役・上級執行役員の報酬が、利害関係のない取締役ないし上位者によって事前に承認された場合（*authorized in advance*）と事後に追認された場合（*ratified*）を区別し、後者の場合については、利害関係のある取締役・上級執行役員が事前の承認を得なかったことについて不合理に行爲したわけではないこと、および、事前の承認が行われなかったことが会社の利益にとつて著しく不利益な効果を与えたわけではないこと、という要件を追加する。See *id.* §§.02 (a) (2) (C), 5.03 (a) (3). 以上のような区別は、事後の追認の場合に、取締役会が、事前に承認を求められなかった取引を追認するか、さもなければ、取引を取り消し利害関係のある取締役・上級執行役員を訴訟の危険にさらすという、困難な立場におかれるからである。Id. at 224. しかしながらこのようなルールは、判例法理を反映したのではなく、むしろ、『コーポレート・ガバナンスの原理』による提案といふべきものである。Id. §§.02 reporter's note 2. さらに、以下では、以上の区別を捨象し、利害関係のない取締役ないし上位者によって承認された場合としてまとめて扱っている。

(180) *Id.* §§.03 (a) (1).

(181) *Id.* §§.03 (b).

(182) *Id.* at 250-251.

(183) *Id.* at 248-249.

(184) *Id.* at 251-252.

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

(186) 1 A. L. I., *supra* note 58, §§.03 reporter's note 4.

(187) Clark, *supra* note 59, at 198. この判決によつて、多くの弁護士は、ボーナス計画について定期的に株主の承認を得ることを助言することにたづなう。1 Washington & Rothschild, *supra* note 17, at 61.

(188) 前述2参照。

- (189) Clark, *supra* note 59, at 199.
- (190) 会社資産の浪費は、「約因が受領されず、そのことに相当な (rational) 事業目的が存在しない場合、または、約因が受領される場合には、会社の受領した約因が価値においてたいへん不適切であるため、通常の健全な経営上の判断能力を有する者であればそれが会社が支払ったものに値するものとはみなさないであろうような」取引を、いうとされる。1 A. L. I. *supra* note 58, §1.42. 〃の会社資産の浪費の定義がデラウェア州の判例法理を参考に行っていることは明らかであろう。前述3(4)参照。
- (191) 自己取引に関する五〇二条は、(1)に述べた②の場合について、「取引を承認する利害関係のない取締役ないし上位者が、承認の時点において、当該取引が会社にとって公正であると合理的に結論した」かどうかという基準を定める。Id. §5.02 (2)(B)(C). ①③の場合については、五〇三条と同様の基準が定められる。Id. §5.02 (2)(A)(D).
- (192) Id. at 247.
- (193) Vagts, *supra* note 63.
- (194) Id. at 234-240, 272-273.
- (195) Id. at 273-274.
- (196) Id. at 268-271, 275.
- (197) Id. at 276.
- (198) 26 U. S. C. (I. R. C.) §162.
- (199) Vagts, *supra* note 63, at 257.
- (200) Id. at 260-261.
- (201) Linda J. Barris, The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay, 68 *Ind. L. J.* 59, 86-88 (1992); Carl T. Bogus, Excessive Executive Compensation and the Failure of Corporate Democracy, 41 *Buff. L. Rev.* 1, at 82-83 (1993).
- (202) Douglas C. Michael, The Corporate Officer's Independent Duty as a Tonic for the Anemic Law of Executive Compensation, 17 *J. Corp. L.* 785, 823-831 (1992).
- (203) 前述注(14) およびそれに対応する本文(デニスニーⅢ判決の判旨A)を参照。
- (204) Geoffrey S. Rehnert, Note, The Executive Compensation Contract: Creating Incentives to Reduce Agency Costs, 37 *Stan. L. Rev.* 1147.

取締役・執行役報酬の相当性に関する審査について

同志社法学 五八巻五号 一四八（一八二二）

1154 n.38 (1985); Mark J. Lowenstein, Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reform, 50 SMU L. Rev. 201, 210-215 (1996).

(205) Ronald J. Gilson, Executive Compensation and Corporate Governance: An Academic Perspective, 792 P.L.J./Corp 647, 672-674 (1992). 集権化された会社経営というコーポレート・ガバナンスを維持するために、経営者の報酬に関する決定についても経営判断原則を適用すべきだ、という主張も、これと同様のものといえる。See Charles C. Pak, Toward Reasonable Executive Compensation: Outcry for Reform and Regulatory Response, 1994 Ann. Surv. Am. L. 633, 656-657 (1995).

(206) 前述3(4)(5)参照。

(207) たとえば、前述3(3)のバーニー判決のような事案。

(208) 前述5(1)参照。

(209) I.A.L.I. supra note 58, §1. 23.

(210) 前述注(143) およびそれに対応する本文を参照。

(211) 前述注(114) およびそれに対応する本文を参照。

(212) 前述注(168) およびそれに対応する本文を参照。

(213) 前述4参照。

(214) 別冊商事二八五号・前掲注(47) 三〇頁参照。

(215) 米国においても取締役にエクイティ報酬を与えることの効用に関して議論があることについて、前述注(136) およびそれに対応する本文を参照。

(216) 森本・前掲注(33) 一五九頁、江頭(株式会社法)・前掲注(33) 五〇二頁注(5)。

(217) 前述注(31) 参照。

(218) 前述(1)参照。

(219) 前述4(3)参照。もっとも、そこで述べられている理由のうち、「大規模公開会社では報酬について十分な開示が行われる」という理由は、わが国にはあてはまらない。報酬の開示が十分でないことは、わが国の取締役・執行役の報酬に関する規制の大きな問題点である。これについては、拙稿(あり方)・前掲注(21) 六一―七五頁参照。

(220) これがどれだけ例外的な場合であるかについて、米国法に関する前述二3(4)および二4(2)を参照。

(221) なお、株主による直接の審査、とりわけ、報酬についての株主による承認も、そのような手段の一つに数えられる(序論の(1)に述べた③)の立法論を参照)。しかし、著者は、経営者の報酬の適正化のために、そのような手段が果たすことのできる役割は限られていると考える。拙稿(あり方)・前掲注(21)四七―四八頁。

(222) Gilson, *supra* note 205, at 633-634.

「本稿は、在外研究先の米国で執筆した。わが国の文献の入手に際しては、松尾健一同志社大学専任講師と齊藤真紀京都大学助教授の協力を得た。ここに記してお礼を申し上げる。」

