

米国における役員報酬をめぐる議論について

福 井 久 史

要旨

本稿では、まず、米国では役員報酬について、どのような議論と改革が行われてきたのかを、K.J.Murphyの先行研究をもとに整理する。

これにより明らかとなった、①ストックオプションの会計上の取り扱いに関わる半世紀を超える論争、また、②SECの情報開示の拡充への取り組みについて、章を改めて概説する。

そして、本稿の最後では、米国との比較から、わが国の役員報酬開示の現状に対する若干の示唆として、課題は、開示の「量」ではなく、開示の「質」にあることを示す。

ABSTRACT

This paper first clarifies what the previous research of K.J.Murphy indicates on controversies and reforms over executive compensation in the United States.

It reveals that there have been two concerns, the first is over half a century controversy on the accounting rules for stock-option grants and the second is the improvement and strengthening of SEC's disclosure rules, and will review them in the following chapters.

Lastly, this paper would provide a small suggestion for the current disclosing level and structure over executive pay in Japan alongside of these of the United States and an assignment to be achieved further should be 'a qualitative improvement', not quantitative.

目次

はじめに

I. 役員報酬に関わる議論と改革の歴史

II. ストックオプションの会計上の取り扱い

III. SECの情報開示充実への取り組み

おわりに代えて わが国の役員報酬開示に対する若干の示唆

はじめに

「役員報酬の問題は、コーポレートガバナンスの根本的な問題から生じる」¹⁾とされ、その問題を解決するには、役員報酬制度の公正性と透明性を担保する仕組みを、いかに設計するかが要となる。

米国では役員報酬への関心が高く、かつ高額化しているとの社会的批判が議論の背景にあるという指摘がよく見られる。

しかし、エージェンシー理論で知られる M.C.Jensen が K.J.Murphy と共同で1990年に発表した論文は、CEOの報酬について、いくら支払われているか (how much CEO are paid) ではなく、どのように支払われているか (how CEO are paid) が真の問題であり、大半の公開会社では、トップ役員の報酬は業績との連動性が低いことを指摘した²⁾。確かに投資家の関心からすれば、役員報酬の多寡より、投資先企業の業績と役員の業務執行の関係性に関する情報の方が、より有用であるはずである。

そして、当時の報道とは違い、1982～1988年のトップ役員の報酬レベルは、1934～1938年のそれを1988年のドル価値に換算したレベルを下回っている³⁾、また、CEOの報酬レベルは、有能な人材にとって十分に魅力あるものではないとも指摘した⁴⁾。

さらには、報酬と業績を連動させるシステム (pay-for-performance system) は、能力が劣る経営者を、より能力が高く、より強く動機づけされた経営者に

交代させるものであり、事業の業績向上による報酬の増加は、株主から経営者への富の移転を示すものではないと述べる⁵⁾。

ところが、彼ら2人が2004年に公表した論文においては、米国のS&P500社のCEOの平均報酬の総額は、1970年に約85万ドルであったが（2002年のドル価値に換算後）、2000年には1,400万ドルを超え、その後下落したが2002年は940万ドルに達していることを示したうえで⁶⁾、1990年から2004年にいたる14年間に劇的な変化が生じ、その結果、多くの論争が行われたと述べている⁷⁾。

本稿では、まず、米国では役員報酬について、どのような議論と改革が行われてきたのかを、主にK.J.Murphy⁸⁾が2012年に公表した論文『Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There』⁹⁾をもとに整理する。これにより、①M.C.JensenとK.J.Murphyが指摘した1990年から2004年までの14年間の変化の一つは、1990年代のストックオプションの幅広い普及であるが、これは会計上の取り扱いなど6つの要因が重なったものであったことや、②2010年のドット・フランク法にいたるまでの改革は、2000年代初めの企業不祥事、また、2008年9月に始まった金融危機が大きく影響していたことを読み取ることができる。さらに、米国では、役員報酬ガバナンスの要として、早くから役員報酬開示が重視され、上場会社のすべての役員について報酬の開示を求める厳しいルールがあることが明らかとなる。

そして最後に、米国との比較から、わが国の役員報酬開示の現状に対する若干の示唆を得ようとするものである。

I. 役員報酬に関わる議論と改革の歴史

1. K.J.Murphyの論文には、1983年から2000年代初頭にかけての経緯について、下記のように要約した記述があるので、まず紹介しておきたい¹⁰⁾。

（1）S&P500社のCEOの報酬（中央値）は、1983～1991年は平均して年間4.3%の増加（インフレ調整後）であったが、1991～2001年には15.7%の増加とな

った。1991年から2001年の報酬の増加の大部分は、ストックオプションの増加を反映している。

（2）ストックオプションの爆発的な増加は、CEO に対してだけではない。ストックオプションの95%は下位の役員および従業員に付与されたものであり、CEO に対するストックオプションの増加と下位の者へのそれは、よく似た傾向を示していた。

（3）CEO の報酬（中央値）は2001年以降には横ばいとなった。同じ時期に、企業はストックオプションへの依存を減少させ、リストラクテッド・ストックとパフォーマンス・シェアの利用が大きく増加した。

（4）CEO の報酬は単に支払いレベルの増加だけで語られるべきではなく、1990年代半ばから2001年にかけてのストックオプションの増加、また、2001年以降の報酬の平準化とリストラクテッド・ストックの優勢、これら2つの特徴が見られる。

2. 1932～1935年 役員報酬開示の始まり¹¹⁾

米国では、1930年代の大恐慌の最中の1932年4月に、当時の州際通商委員会（the Interstate Commerce Commission、1955年廃止）が、政府の救済融資を申請しようとする全ての鉄道会社に対し、1万ドル以上の年間報酬を受け取る役員の名前を開示するように求めたことが、役員報酬開示の起源とされる。また、1934年証券取引所法（the Securities Act of 1934）にもとづき、証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、以下、SEC）は1934年12月、上場会社に対し、支払額上位3名の役員の名前と全ての報酬（給与、賞与、株式、ストックオプションを含む）の開示を求めるルールを定め、1935年6月までにこの新規則に従わない場合には、証券市場からの退出を求めた。

その後もSECは開示ルールの強化を図ってきたが、主な見直しは1977年、1993年、2006年、そして、2011年に行われている。

3. 1950～1969年 リストリクテッド・ストックの増加（と減少）¹²⁾

1950年の the Revenue Act of 1950により、新しいタイプの株式型報酬であるリストリクテッド・ストックが創設された。これは、1920年代から続いていた、ストックオプションに対する課税に関わる議論（権利行使時に個人所得として課税するか、あるいは、株式売却時のキャピタル・ゲインに課税するか）に終止符を打つものとされた。1951年当時、個人所得に対する最高実効税率は91%であり、一方キャピタル・ゲインに対する税率は25%であったため、リストリクテッド・ストックの利用が一時期急増した。

その後、the Revenue Act of 1954は、価格が変動するオプション（variable-price options）を正式に認可した。これは、株式の市場価格がオプション付与時より下落している場合、権利行使価格の引き下げを認めるもので、1953年の朝鮮戦争後の不況時に、1950年代初頭に付与されたオプションの価値が水面下にあったことが背景にあった。

しかし、1960年代を通じての不況、株式市場の低迷により、新規のオプション付与は減少し、また、企業が the 1954 Act を恣意的に利用したため（権利行使価格の再設定、もしくは、既存のオプションを一旦キャンセルし低い権利行使価格のものへの置き換え）、初期のケネディ政権下で議論が再燃した。結果、the Revenue Act of 1964で、一定の条件を満たすことで、税制上の優遇措置（権利行使時の非課税）が受けられる税制適格ストックオプションが認められることになった（同時に、権利行使価格の再設定、低い権利行使価格のオプションへの置き換えは停止された）。

そして、the 1964 Act、また、それに続く the Tax Reform Act 1969による給与所得に対する数次の最高実効税率の引下げにより（キャピタル・ゲインに対する税率は、逆に引上げられた）、現金報酬、あるいは非適格ストックオプションに対する現金報酬、あるいは適格ストックオプションの税制上の優位性はなくなり、これは2000年代初頭まで存続することになる。また、1970年代初めには、適格ストックオプションから非適格ストックオプションへのシフトが進

んだ。

4. 1970～1982年 景気停滞の時代¹³⁾

1971年8月、インフレ克服に失敗したニクソン政権は、役員報酬を含む賃金と物価を90日間凍結する政策を導入、12月には第2弾として、戦時体制下を除き、初めて役員報酬引上げに5.5%の制限を設けた。このニクソン政権の賃金政策は、役員のインセンティブを大きく減退させることになり、一連の妥協、抜け穴へとつながっていく。

（1）新たなインセンティブ・プランの採用

賞与には5.5%の制限があったが、インセンティブにもとづく部分にはこの制限がなかったため、多くの企業が新たに業績連動の賞与プランの導入を図った。

（2）役得の提供

企業が提供する給与以外の給付（benefits）には制限がなく、企業はより広く副次的な役得（例えば、低金利ローン、ヨット、リムジン、自家用機、クラブ・メンバーシップなど）を提供するようになった。

ニクソン政権の賃金政策は1974年5月に終了した。その後、役員の現金報酬（名目）は上昇に転じ、Forbers800のCEOのそれは1974年に11.1%（中央値）の増加、1973～1979年でみれば、平均インフレ率8.5%を超える各年12.2%の増加であった。

役得の濫用は、1970年代半ばには、株主アクティビスト、SEC、そして国内歳入委員会（Internal Revenue Service、以下、IRS）の怒りを呼ぶことになる。1977年8月、SECは株主総会招集通知（proxy statement）の報酬に関する項目に役得の経済的価値を含めるように求めた。これは、1930年代以降、SECの開示ルールで主要な改訂であり、1978年以降は役得に関する情報開示が顕著に拡大した。また、IRSは、1979年に役員役得への課税を目的とした新しいガイドラインを公表した。

1970～1982年は景気停滞の時代であった。しかし、2度の石油ショックが半ば拍車をかけ、この時代には、著しい技術的進歩（特に、コンピューター産業）が、生産性向上、規制緩和、国際貿易の増加をもたらした（「現代の産業革命」とも称される）。そして、1980年代初頭まで、米国の大半のセクターは、生産レベルの維持に必要とされる以上の資本と労働力を抱え、過剰な生産能力を背負い込んでいた。

当然のことながら、過剰な生産能力を抱える産業への投資は利益を生み出すものではなかったが、当時のCEOへの金銭的、また非金銭的な報酬は、企業の規模と強い相関性があり、これは、1970年代のコングロマリットや大企業のCEOに対し、規模の拡大、具体的には売上げの拡大への大きなインセンティブとなった。さらに、1970年代末までに、これらの大半の企業は、将来の利益を生み出すプロジェクトに必要な額を大きく上回る巨額のキャッシュを生み出したが、CEOは株主への余剰資金の還元を嫌がり、無分別な事業多角化や投資に巨額のフリーキャッシュを費やした¹⁴⁾。

5. 1983～1992年 会社支配権市場の新興¹⁵⁾

1970年代の役員報酬は、ストックオプション等のエクイティ報酬の割合は小さく、ほとんどが基本給と賞与であり、役員に対し、過剰な生産能力を削減し企業価値を高める、あるいは、余剰資金を還元するというインセンティブが働かない仕組みであった。インセンティブ報酬の主なものは賞与であり、長期の企業価値の創造よりも年次予算の目標達成に焦点を合わせていた。

また、CEOの大半は社外ではなく内部昇格者であり、かつ、取締役会もその企業のインサイダーによって支配されており、企業が名目上の利益を出している限り、企業の浪費を減らそうとする理由は少なかった¹⁶⁾。

しかし、業績向上や余剰資金還元への圧力は、敵対的買収を含む資本市場からもたらされた。その当時、敵対的買収に関わる者は軽蔑して「乗っ取り屋」と称されていたが、買収後に無能な内部昇格者を解任したり、非生産的な資産

を売却することで、標的となった企業の株主価値を生み出すことに積極的であったことは歴史が示している。そして時には、買収の脅威が自社株買いや競合先の買収を通じて、企業に価値をもたらすこともあった。

敵対的買収、あるいはLBOの標的となった企業において、支配権の変動(change in control)に相対して、最も失職を迫られるおそれがあったのは内部昇格の経営者であったが、対抗策としてポイズン・ピルやゴールデンパラシュートなどの買収防衛策が新たに考案されたが、なかでもゴールデンパラシュートは最も悪名高いものとされる。

支配権の変動にともなって、元の経営者に過大な支払いが行われるゴールデンパラシュートを抑制するために、議会は1984年に財政赤字削減法(the Deficit Reduction Act)の改訂を行った。

(1) Section 280Gの追加

支払額が、基準額(直近5年間の課税対象となる報酬の平均)の3倍を超える全ての超過額は、損金に算入することができない。

(2) Section 4999の追加

基準額を超える金額の受領に対する20%の課税。

しかし、新たに追加されたSection 280Gは、結果として役員報酬に次のようなインパクトを与えることになったが、これらは、CEOや他の経営者に対するインセンティブ報酬に対する動機づけを弱め、企業のコストを増加させることにつながった。

(1) ゴールデンパラシュート契約の増加

それまでは非常に少なかったが、逆に1984年以降に普及が進んだ。大手1,000社においては、1987年までは41%であったが、1995年には57%、1999年には70%に達した。また、1999年時点では、契約の71%が基準額の3倍と規定しており、明らかに報酬委員会と経営者は、Section 280Gは基準額の3倍の支払いを是認するものとして、ゴールデンパラシュート契約の普及と標準化が進んだ。

（２）「Tax gross up」

20%の課税負担を帳消しにする追加の支払い。この gross-up の条項を持つ契約は1991年には38%であったが、1999年には82%まで増加した。さらに、この gross-up の手法は、課税対象となるさまざまな特典（社有車、クラブ・メンバーシップ、自家用機の個人使用など）にも使われるようになる。

（３）条件付きストックオプションの付与

権利確定までの期間を短縮する、あるいは権利行使を通常より早く行うことができるストックオプションの付与を促した。

（４）Section 280G の拡大適用

Section 280G は、元々は、支配権の変動に関わる退職金の支払いに適用されるものであったが、企業は基準額の３倍という制限を退職するすべての経営者にも適用した¹⁷⁾。

会社支配権市場の新興は、米国の株式市場に顕著な影響を及ぼし、ダウ平均株価は20年近い停滞の後、1982年半ばから1987年半ばまでの５年間で、年率30%近く上昇した。そこでの最大の受益者は標的となった被買収企業の株主であったが、株価の回復は幅広い企業や産業にも及んだ。

その間にも経営者は、買収防衛策の採用、あるいはロビー活動により、企業買収に対抗していた。そして、株主には利益をもたらしたが、企業買収や過度な借り入れを抑制する100を超える法案が議会に提出され、また、1987年10月の株式市場暴落もともなう、米国における敵対的買収市場は事実上休止するに至る。

しかし、企業買収の高まりは、次のような影響をもたらした。

（１）1985年、議決権行使助言会社であるISS (Institutional Shareholder Services) の創立。

（２）アカデミックスは、企業規模、安定性、会計上の利益に焦点を当てた伝統的な経営インセンティブは、価値を創造するよりむしろ毀損するものであり、

役員報酬はストックオプションや他のエクイティ報酬を増やすことを通じて企業価値と密接に結びついた制度が推奨されると論じた。

そして、1980年代半ば以降、CEO 報酬に占めるストックオプションの割合が高まり、これは1950年代以降における最初のインセンティブ報酬の「再興（re-emerge）」と称された¹⁸⁾。

6. 1992～2001年 ストックオプションの爆発的な増加¹⁹⁾

S&P500社のCEOの報酬は、ストックオプションの爆発的な増加により、1992年から2001年の間に3倍以上となった。1996年には、ストックオプションの報酬に占める割合が最も大きくなり、2000年には、S&P500社の典型的なCEOの報酬総額の半分以上を占めるようになった²⁰⁾。

ストックオプションの爆発的な増加は、一つの要因だけで説明できるものではなく、次の6つの主要な要因があると考えられる。

（1）エクイティ報酬への株主の圧力

1980年代終わりの企業買収活動の減退は、株主アクティビズムの高まりへとつながった。大規模州の年金基金を加えた、この新しいアクティビスト集団は、CEOの報酬と株主還元との関係性を強めるように求めた。そして、彼らは、業績に連動したインセンティブが働く仕組みとして、株式報酬や、ストックオプションを広く用いることを後押しした。

（2）SECのオプション保持期間に関するルール変更

1991年5月SECは、オプションを権利行使した時ではなく、オプションが付与された時から、6ヵ月の保持期間が始まるとのルール変更を行った。結果、オプション付与から6ヵ月を超えて権利行使される限り、役員は権利行使後であれば直ぐに自由に株式を売却できることになり、このルールはオプションの価値を大きく高めた²¹⁾。

（3）クリントン政権による損金算入額の上限設定

CEOの報酬に関する議論は、1992年大統領選挙における主要な論点となった。ビル・クリントンは選挙キャンペーン中、行き過ぎた役員報酬を企業が何の制限もなく損金算入できる仕組みを廃止すると公約した。ビル・クリントンは当選後も、CEOに限らず全ての被雇用者に対する100万ドルを超える報酬は法外なものであり、損金算入は許されないと繰り返した。その結果、1992年末までにオプションの権利行使が、かつてないほど殺到することになり、また、大手投資銀行は1992年度ボーナスの支給を前倒しし、さらには、Merrill LynchやMorgan Stanleyなどのウォール街の上場会社は、クリントン・プランが実行されるなら、非上場とすることを検討すると表明した。

1993年のIRCによる規則Section 162 (m)により、企業のCEOおよび報酬額上位4名の役員について、役員報酬の100万ドルを超える金額については、損金算入が認められなくなった。但し、162 (m)は対象となる役員の業績連動報酬には適用されない、非常に穏やかなものであった。

皮肉なことに、162 (m)の目的は、法外とされたCEOの報酬レベルを、損金算入を制限することで減少させることにあったが、最終的な結果は、CEO報酬の著しい増加であった。

- ①ストックオプションのほとんどの場合は業績連動であり（したがって損金算入が可能）、162 (m)は企業にさらに多くのストックオプションの付与を促した²²⁾。
- ②多くの企業が、100万ドル以下の給与を100万ドルちょうどに引き上げた。
- ③162 (m)の対象となる企業は、賞与プランを妥当な裁量によるものから、非常に寛大なやり方に変更した。

（4）会計上の取り扱い

1972年10月、会計原則委員会（the Accounting Principles Board、以下、APB）は、APB意見書25号「従業員（被雇用者）に発行された株式の会計処理」（APB Opinion No.25, 'Accounting for Stocks Issued to Employees'、以下、APB25）を公表した。APB25では、ストックオプションの価値は「本源的価値（intrinsic

value)」で認識され、権利行使価格が付与日の市場価格を上回っているなら、オプション付与にともなって費用計上の必要はなかった。なぜなら、付与日における「本源的価値」はゼロだからである。そして、企業のオプション付与の多くは ‘at the money’、すなわちオプションを行使したときに利益がゼロとなる状況で付与されたため²³⁾、企業は費用計上する必要がなかった²⁴⁾。

APBの後継機関である財務会計基準審議会 (the Financial Accounting Standard Board、以下、FASB) は、1986年にストックオプションの価値は「公正価値 (the fair market value)」にもとづいて費用計上されるべきであるとの重要な提案を行った²⁵⁾。しかし、この提案は、当時の8大会計事務所などの猛烈な反発を受けることになったが、多くは公正価値の算定方法の複雑さに対する批判であった。そして、以降も会計上の取り扱いを変更することは、経営者、シリコンバレーを中心としたハイテク企業、会計士、さらには財務省などからの批判が続いた。

1995年になりFASBは妥協した基準としてStatement of Financial Accounting Standard NO. 123、‘Accounting for Stock-Based Compensation’ (以下、FAS123) を公表した。これは、付与されたストックオプションの現在価値を「公正価値法」により費用計上することを推奨するが強制はしない、また、財務諸表の脚注に付与したストックオプションの額を開示することを条件に、APB25を引き続き採用することを企業に認めている。

(5) SECのストックオプションに関わる開示ルールの見直し

1993年の開示ルールの見直しで、もっとも広く議論された争点は、要約報酬表 (the Summary Compensation Table) とオプション付与テーブル (the Option Grant Table) において、ストックオプションがどのように金銭的に評価されるべきかということであった。SECは、報酬総額に対するオプションの価値が判るように、付与されたオプションの総額の開示を求め、ブラック・シェールズ法、あるいは同様の手法による算定を促した。しかし、SECによる提案は、産業界から猛烈な反対を受け、結局、要約報酬表には付与されたオプシ

ヨンの総数（価額ではない）を含めることで妥協にいたった。

（6）ニューヨーク証券取引所（NYSE）の上場基準

役員、そして下位の従業員へのストックオプションの爆発的な増加のもう一つ要因は、1998年のNYSEの上場基準の変更と明確化である。当時の上場基準では、企業は役員に対するエクイティ報酬については株主の承認が必要だが、「幅広いプラン（broad-based plans）」には承認は必要ないとされていたが、SECは、この「幅広い」という概念を明確に定義していなかった。

1998年4月、NYSEは、「幅広いプラン」について、企業の従業員の少なくとも20%には資格がある、そして、資格のある従業員の少なくとも半数は役員、あるいは取締役であってはならないと定義し、新しいルールが実施された。しかし、この新ルールに対し最も懸念されたことは、企業が役員報酬プランを「幅広いプラン」であるとひとまとめにして、株主の決議を免れたとすれば、役員へのストックオプションに対し「水門を開く（open the floodgates）」というもので、株主の批判は専ら株式の希釈化という点にあった。

新ルールに対する強い批判を受け、NYSEは1999年6月にルールを改訂し、役員ではない従業員の大多数には資格があり、そして、オプション付与の大多数は役員でない者に向けなければならないとした。

この改訂ルールの策定は、管理職、あるいは下位の従業員への支給を後押しする政治的な圧力の拡大に企業が直面していたからである。この頃、一般労働者に対して、インセンティブにもとづくストックオプション付与の制限を緩和する法案がいくつか議会に提出されている。同時に、従業員は「幅広い」支給を繰り返し要求し、これらの圧力の結果、オプション付与が大幅に拡大した。

1992年から2005年のS&P500社によるオプション付与日における価額（インフレ調整済み）は、1社平均で1992年の2,800万ドルから、2000年には3億ドルに達し、その後は減少したが2005年は8,800万ドルとなっている。CEOやその次の報酬額上位4名の役員へのストックオプション報酬に関する報道や論争とは違い、実際には従業員、そしてトップ5以下の役員がオプション報酬総額の

85%から90%を受領していたのである。

2000年のインターネット・バブルの崩壊で、ストックオプションの爆発的な増加は逆回転を始める。株式の希釈化を懸念する株主アクティビストは、このSEC ルールの改訂に圧力をかけた。結果、2002年にNYSE と NASDAQ に共通するルールが採択され、すべてのエクイティ報酬プランは株主の承認が必要となり、「幅広いプラン」は適用されなくなった。

7. 2001～2007年 会計不祥事と Backdating スキャンダル²⁶⁾

2000年代初頭に噴出した米国企業の会計不祥事の最中、議会は2002年7月にサーベンス・オクスリー法（以下、SOX-Act）を制定した。SOX-Act は、主に会計上の不法行為に焦点を当てていたが、議会は役員報酬をさらに規制するために、この新法に次の条項を導入した。

（1）Section 402 役員および取締役への全ての個人的貸付けの禁止

Section 402は、ストックオプションの権利行使しようとする役員が、権利行使、また権利行使にともなう所得税の資金を調達するために、企業からの短期融資を利用することにより、資金の支出を要しない権利行使のプログラムを禁じたものと考えられる²⁷⁾。

（2）Section 304 CEO と CFO に対するクローバック（clawback）条項の導入

しかし、このCEO と CFO に限定したクローバック条項は、物足りない内容であり、後のTARP規制、そしてドット・フランク法によって拡充されることになる。

（3）Section 403 スtockオプション付与の開示強化

役員は、新たなストックオプション付与を受けてから2日以内に、その旨の開示が求められるようになった（Sox-Act 以前は、付与された月の月末から10日間は開示されることはなかった）。この条項は、もともと意図されていなかったが、次の役員の option backdating を抑制することに非常に有効でもあった。

2005年のアカデミックによる調査、そして、それに続く Wall Street Journal の調査は、option backdating として知られるようになる行為を摘発した。これは、企業がストックオプションの契約を故意に偽造し、オプションが付与された日付けを、あたかも株価が通常より低いそれより前の日に付与されたように報告し（多くは、その年の最も低い株価）、‘at the money’ で付与されたと報告されたストックオプションが、実際には ‘in the money’ で付与されていたということである。この不当な行為は、連邦公開規則、会計法、税法に違反しており²⁸⁾、また、企業の自らのストックオプションの方針にも反するものである。

Sox-Act による開示要件の変更は、役員への option backdating に終止符を打つものであった。しかし、Sox-Act は役員および取締役だけに適用されるものであり、SEC の調査ではいくつかの企業は Sox-Act 以降も下位の従業員への option backdating を継続しており、そもそも下位の従業員へのオプション付与は公開されていないことから、包括的な調査を行うことはできなかったのである²⁹⁾。

2000年代に入り、CEO の報酬に占めるストックオプションの割合は低下し、それに代わって譲渡制限期間付きのリストリクテッド・ストックや、業績基準のパフォーマンス・シェアを含む株式報酬が拡大している³⁰⁾。その背景には2つの要因があった。

（１）株式市場の暴落

2000年のインターネット・バブルの崩壊、そして2001年の同時多発テロ事件により株式市場は暴落した。2000年代初頭の株価低迷で、多数のアンダーウォーター・オプション（underwater options）³¹⁾が残され、多くの場合、企業はそれらの未行使のオプションをキャンセルし、リストリクテッド・ストックに代替させた。

（２）会計上の取り扱いの変更

2006年になり、ダウ平均株価は前年比で16%上昇したが、リストリクテッド・

ストックは拡大しており、これは株式市場の動向ではなく、会計上の取り扱いの変更が関係している。

2000年代初頭に噴出した不祥事では、企業会計に関わる開示の質に注目が集まり、そして、企業に対しストックオプションに関係する費用を会計諸表に報告を求める圧力が高まった。2002年以前には、ほんの一握りの企業がFAS123にもとづきストックオプションを費用計上していただけであったが、その後、自主的に費用計上を行う企業が増加し、また株主（特に、組合年金基金）の費用計上を求める声も大きくなり、2004年末には約700社が費用計上を行うようになった。

2004年12月、FASBはFAS123を改訂したStatement of Financial Accounting Standard NO.123 Revised 2004 'Stock-Based Payment'、（以下、FAS123R）を公表し、2005年6月15日以降の会計年度から、全てのオプション付与時に、「公正価値法（the fair market value）」にもとづいた費用を計上するよう義務づけた。

結果、FAS123Rのもとでは、会計上の費用の認識は、株式報酬とストックオプションとの取り扱いの違いはなくなり、トップ役員に対するリストラクテッド・ストックの利用が大きく拡大したのである。

8. 2008～2009年 救済企業に対する報酬の制限³²⁾

2008年9月、リーマン・ブラザーズの経営破綻に端を発する金融危機に対処するため、10月に緊急経済安定法（the Emergency Economic Stabilization Act of 2008、以下、EESA）が制定された。その当時、役員報酬の制限は、連邦議会の民主党議員や一部の共和党議員にとって、長年の最優先事項であり、彼らはウォール・ストリートのボーナス文化が金融危機の根源とみなしていた。EESA Section 111にはTARP（Troubled Asset Relief Program、不良資産救済プログラム）³³⁾による支援を受ける企業の、上位5名の役員報酬の制限が設け

られた。

（１）クローバック（clawback）条項の導入

2002年のSox-ActのSection 304の対象は、CEOとCFOのみであった。

（２）役員報酬について、損金算入の上限の引き下げ

1993年４月の162（m）では、100万ドルを超える金額の損金算入が認められなくなったが、これを50万ドルに引き下げ、かつ、162（m）は業績連動部分には適用されなかったが、50万ドルの上限は全ての報酬に適用されることになった。

（３）新しいゴールデンパラシュート契約の禁止

（４）既存のプランの支払額に対する上限の設定（過去５年間の課税所得の300%）

2009年２月、議会は景気刺激策としてアメリカ復興・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act of 2009、以下、ARRA）を制定した³⁴⁾。このARRAには、EESA Section 111を見直す規定（Section 7001）が盛り込まれた。

（１）クローバック（clawback）の対象の拡大

EESAの対象は上位５名の役員であったが、上位25名に拡大し、かつ、遡って適用される。

（２）役員報酬の形態

基本給与とリストラクテッド・ストックの２種類のみに制限。リストラクテッド・ストック以外の全てのインセンティブ報酬は認められなくなり、また、リストラクテッド・ストックは、付与日の価値が基本給与の1/2を超えないこととされた（損金算入の上限は、EESAと同じである）。

（３）‘Say-on-Pay’の強制的な適用

2009年３月、1,700億ドルを超える米当局の支援を受けていた保険最大手AIGが、金融危機前の契約で支払い義務がある総額４億5000万ドルの退職慰留ボー

ナスのうち、2回目の支払いとして1億6800万ドルの支払いを報告した。この支払い相手は、CDS (credit default-swap) 取引³⁵⁾で400億ドルの損失を出した子会社の従業員であった。

報酬に関するSECの開示ルールは、支払い額上位5名の役員にのみ適用されるが、金融機関には上位5名への支払額をはるかにこえる報酬を得ていたトレーダーなどの「役員ではない従業員 (non-officer employees)」が多数在籍していた。AIGやMerrill Lynch (2001年1月に、総額36億ドルの賞与を36,000名の従業員に支払っていたことが明らかになっていた) の件が暴露されたことで、ニューヨーク州のアンドリュウ・クオモ司法長官は、TARPの支援を受けていた9つの銀行の賞与に関する報告書を2009年7月に公表した。それによれば、Citigroupでは、300億ドル近い損失を出していた2008年に、738名の従業員が100万ドル以上の賞与を受け取っていた。また、9行合わせ収益は810億ドルの赤字に対し、賞与の支払額は321億ドルに達し、うち6行の賞与の支払額は利益を上回る額であった。

9. 2010～2011年 ドッド・フランク法と役員報酬³⁶⁾

2010年7月、ドッド・フランク法 (the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、DF法) が成立した。

DF法は、表面上は金融機関（金融ブローカー、商業銀行、投資銀行、外国銀行の在米支店、投資顧問などのすべての金融機関）の規制改革に焦点が当てられているが、全産業におけるすべての大規模な企業の役員報酬、そして企業がバナンスに関わる広範な改革をも含んでいる。

(1) Section 951 SAY-ON-PAY

役員報酬、および合併や株式公開買付けに関わるゴールデンパラシュートに対する株主承認に関する規則。

(2) Section 954 CLAWBACKS

現、あるいは元のいずれの役員報酬、かつ3年間のいずれの支払いが対象と

なる。

（３）Section 953,972 ADDITIONAL DISCLOSURES

以下の開示が求められることになった。

- ・CEO の報酬とすべての従業員の報酬額の中央値との比率（いわゆる「Pay Ratio」）、および、役員報酬と企業業績との連動性。
- ・取締役会議長と CEO 職の分離、あるいは兼務に関する方針。

（４）Section 952 COMPENSATION COMMITTEE INDEPENDENCE

独立社外取締役のみで構成される報酬委員会の設置（Sox-Act で、監査委員会の設置が求められていたのに続くもの）と、報酬委員会に選任される報酬コンサルタント、弁護士、会計士、他のアドバイザーの独立性評価を求めた。

（５）Section 971 PROXY ACCESS

DF 法は SEC に対して、一定の株主が独自の取締役候補者を指名し、企業の年次株主総会議案書（annual proxy statement）に記載することを認めるルールの作成を認可した。

10. 小括

米国においてストックオプションが幅広い企業で利用されてきた背景には、①当面の現金などの会社資産の流出を抑制できる制度であること、②株価が上昇するほど、オプションを付与された経営者や被雇用者が得られる差益も大きくなるため、業績向上等へのインセンティブ効果があると考えられたことなど、報酬制度としての利点に加えて、K.J.Murphy (2012) が詳述したように、米国で1990年代にストックオプションが幅広く普及したのは、それを後押しした主に6つの要因が重なっていた。

しかし、その後、負の側面ともいえる問題点が明らかになり、規制強化が図られてきた。これが、M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) が指摘した、1990年から2004年までの14年間の劇的な変化ということであろう。

また、2000年代に入り、フルバリュー型のリストラクテッド・ストックが拡

大したのは、①ストックオプションの費用計上が義務づけられたこと、②権利行使が見込めない、多数のアンダーウォーター・オプション (underwater options) が残されていたこと、また、③ストックオプションの増加により、持分の希釈化を懸念する投資家の存在が背景として挙げられる。

II. ストックオプションの会計上の取り扱い

1. 本章では、ストックオプションの会計上の取り扱い、具体的には費用計上の方法について、前章と重複するところもあるが、米国で現行の基準 (FAS 123R) が採用されるにいたる背景等も合わせ、今一度整理することにする。

2. APB25 (1972年)³⁷⁾

1972年10月、会計原則委員会は APB25 を公表した。APB25 では、ストックオプションの価値を「本源的価値 (intrinsic value) : 市場価格 - 権利行使価格」で評価 (算定) し、その評価額を費用計上するように求めた (Paragraph 10)。しかし、企業のオプション付与が 'at the money'、すなわち権利行使価格がストックオプション付与日の市場価格に設定されたため、ストックオプションの本源的価値はゼロとなり、費用として認識しなくてもよくなるため、企業は費用計上することはなかった。それにしても、1972年は最初の公正価値算定モデルであるブラック・シュールズ法が公表された1973年の前年である (前掲注 24) ことは、非常に興味深いところである。

3. FAS123 (1995年)³⁸⁾

1995年10月、FASB は FAS123 を公表した。FASB は、1986年に、ストックオプションの価値をブラック・シュールズ法などで算定される「公正価値 (fair value)」で評価することを提唱していた。しかし、この提言は、当時の産業界などから猛烈な反発を受けていた。その結果、FAS123では、付与されたスト

ックオプションの現在価値を「公正価値法」により費用計上することを推奨するが強制はしない、また、APB25を引き続き選択することを企業に認めるという、譲歩した内容となった（Paragraph 5）。そしてFAS123は、本源的価値法を採る APB25の選択を認める条件として、もし「公正価値法」を適用した場合の「見積り利益（pro-forma net income）」、および「一株当たり利益（earnings per share、EPS）」を財務諸表の脚注に開示することを義務づけた（Paragraph 11、および45）。なお、FAS123は、オプション価値の算定モデルとして、ブラック・シュールズ法（Black-Scholes）と二項価格評価モデル（a binominal model）の2つを具体的に例示している（Paragraph 19）。

4. FAS123R（2004年）

1990年代におけるストックオプションの規模の拡大、また2000年代初頭に噴出した米国企業の会計不祥事などを受けて、ストックオプションの負の側面に関わる議論が再燃した。

財務諸表にストックオプションを費用計上していないということは、企業の利益を過大に見せる可能性があり、そのような会計報告は適切な情報の提供とはいえず、市場の信頼を損なうことになる。岩谷（2004）は、マイクロソフト社が、2004年度より、新規のストックオプションの付与を取り止め、加えて公正価値で付与済みのストックオプションを評価して財務諸表に計上することにしたが、過去に遡って財務情報を修正した結果、2003年度（2002年7月～2003年6月）にストックオプションを費用計上していたとしたら、2003年度の当期利益はおよそ25%減少していた、と報告している³⁹⁾。

一方、その当時、財務諸表にストックオプションの公正価値を費用計上することに反対を表明していたのは、プッシュ（子）大統領、SEC、NASDAQ、そして産業界（特にIT関連企業）および業界団体などであった⁴⁰⁾。

しかし、ストックオプションの公正価値の費用計上を求める圧力が高まったこと、また、自主的に費用計上を行う企業が増加したことから、FASBは2004

年12月にFAS123を改訂し、FAS123Rを公表した。これにより、2005年6月15日以降に開始する会計年度から(Paragraph 69)、全てのストックオプションの付与時に、「公正価値法」にもとづいてその費用を認識し、費用に計上することが義務づけられた(Paragraph 1、および10)。FAS123Rは、FAS123を差し替えるものであり、また、一部の非公開会社には本源的価値法の選択も認めているがAPB25に優先する(Paragraph 1、および2)。

そして、財務諸表の利用者に理解を促す情報として、①当該会計年度におけるストックオプションの種類と条件、また株主への潜在的な影響、②財務諸表上の影響、③採用した公正価値の算定モデル、および、④キャッシュフローに与える影響、を公開するよう義務づけている(Paragraph 64、およびAppendix AのParagraph A240とA241)。

このFAS123Rの基準により、‘at the money’で付与されていたストックオプションの費用計上に関わる利点がなくなり、それ以降、ストックオプションに代わる株式型報酬として、リストラクテッド・ストックとパフォーマンス・シェアの導入・利用が拡大することになる。

5. 小括

クリントン政権で大統領経済諮問委員会(CEA: Council of Economic Advisers)の委員長を務め、2001年のノーベル経済学賞の受賞者である、ジョセフ・E・スティグリッツは、2003年の著書で以下のように述べている。

「1990年代で大いに悔やまれることの一つは、企業の重役にストックオプション——会社の株式を市場価格より安く買う権利——を与えておきながら、会計上はまったく価値が動いていないように見せかけるという奇妙な企業慣行であった」。⁴¹⁾

ストックオプションの費用計上に関わる最初の問題提起は、1950年代初めで

あったが、現行の制度（FAS123R）による費用計上が義務づけられたのは、2005年6月15日以降に始まる会計年度以降であり、決着には実に半世紀以上を要したのであった。

Ⅲ. SEC の情報開示充実への取り組み

1. 第1章（2）どおり、SECは1934年の創設当時から、役員報酬開示の重要性を認識していた。米国では、役員報酬についてこれまで何度も議論がなされ、その都度、一連の法規制が行われ、SECは、法規制に対処して規則を改訂してきた。SECの公式サイトによれば、SECは、そのミッションの最初に投資家保護（protect investors）を掲げており（2番目に、公正で、規律のとれた、効率的な市場の維持）、この観点に立てば、SECが目指したところは、①公正な報酬決定プロセスの策定、および、②株主に対するアカウンタビリティの強化、この2点であったということであろう。本章では、大幅な役員報酬開示の拡充が図られた2006年の改正と、2010年DF法に関連する新たな規則を中心に、その概要について説明する。

2. 1992～1993年

米国の上場会社は、連邦政府機関であるSECの監督・監視下にあり、SEC1934年証券取引所法にもとづき、日本の有価証券報告書に相当する年次報告書をForm10-Kの様式でSECに提出しなければならない。年次報告書にはSECの定めにより、SECレギュレーションS-X（財務情報）およびレギュレーションS-K（非財務情報）に規定される項目の開示が求められ、役員報酬については、レギュレーションS-KのItem 402「役員の報酬（Executive Compensation）」⁴²⁾に詳細な規定がある。

株主向けの年次報告は、株主総会招集通知において開示されるケースがほとんどであり、SECのレギュレーションに準拠して作成され、SECにファイルさ

れる。

1992年にSECは、レギュレーションS-KのItem 402を改正し、年次報告書等で、役員報酬のより詳細な開示（開示方法のフォーマット化）を求め、また、翌1993年には新たな規則により、開示対象となる役員の範囲をCEOに加えて役員のうち報酬額上位4名までに拡大した⁴³⁾。

1992～1993年の改正では、役員報酬の開示について、要約報酬表（The Summary Compensation Table）などの表を用いた役員報酬額の明瞭な開示、および、報酬委員会報告書による株主への説明が主な内容であった。

この時、SECは、第1章（6-5）どおり、要約報酬表等に「公正価値法」を用いて算定した付与日におけるストックオプションの価値（総額）の開示を提案したが、これはシリコンバレー企業などの強い反対で、受け入れられなかった。

3. 2006年

2006年の改正は、役員報酬開示の大幅な拡充である。2000年代初頭に米国企業に噴出した会計不祥事の影響、また、2002年7月に成立したSox-Actによるガバナンス強化の流れを受けたものである⁴⁴⁾。

2006年1月のSECの新たな開示規則の提案では、ストックオプションの価値に関する開示について、表の形で分かりやすいものにしなければならないとし、①ストックオプション付与日におけるFAS123Rにもとづく公正価値、②付与日、③権利行使価格よりも株価が高い場合にはストックオプション付与日の終値、等々を開示することが目指され⁴⁵⁾、2006年7月に新規則は採択された。

しかし、同年12月に、FAS123Rによる公正価値での開示ではなく、権利行使期間到来分だけの段階的開示を求める内容に修正され、報酬を低く見せる改悪だとして批判が強まった⁴⁶⁾。結果、FAS123Rによる公正価値で開示が制度化されたのは、以下の4. どおり2009年のこととなる。

2006年の新規則では、経営者の報酬制度に関する考え方や目的についても、

株主に開示することが求められた。

（１）開示対象となる役員の範囲

1993年の規則では、CEOに加えて役員のうち報酬額上位４名であったが、新規則では、CEOとCFO、および役員のうち報酬額上位３名となった。

（２）報酬方針の文書による開示

新たに Compensation Discussion and Analysis (CD&A) と呼ばれる詳細な開示が制度化された。この CD&A は、1982年から SEC により開示が義務づけられていた経営者の財務・経営成績の分析を示す定性情報である Management Discussion & Analysis (MD&A) の役員報酬版といえる。株主総会招集通知の記載事項は、役員報酬に関する会社方針、直近の会社業績と役員報酬の連動性、直近の CEO の報酬決定に用いた指標等であるが、CD&A は、開示事項の筆頭に記載され、以下の６つの質問への回答を通じて、自社の報酬方針を説明するものである。

- ①報酬プログラムの目的は何か。
- ②報酬プログラムは何に報いるように設計されているか。
- ③報酬を構成する要素は何か。
- ④各要素について、支払うことを選択したのは何故か。
- ⑤各要素の支給額をどう決定したのか（適用する算定方法）。
- ⑥各要素と要素の決定が、全体的な報酬の目的にどう合致し、他の要素の決定にどう影響したか。

株主総会招集通知（Proxy Statement）は、SEC の所定の書式で SEC にファイルされる。したがって、CD&A に不実記載があれば、1934年証券取引所法にもとづき損害賠償責任が生じることになる。

4. 2009年

第１章の（８）どおり、2009年２月にアメリカ復興・再生法（ARRA）が制定された。ARRA は役員報酬の開示内容等は SEC の開示規則に従うとしてお

り、SECは2009年7月、2つの新規則を採択した⁴⁷⁾。

- (1) TARPによる支援を受ける上場会社の役員報酬に対し、Say on Payを義務づけた。
- (2) すべての上場会社に対して、役員報酬に関する情報開示の改善を要請し、ストックオプションの付与日におけるFAS123Rによる公正価値での開示が制度化された。

他にSECは、すべての上場会社の報酬・企業統治に関して、①報酬政策と、そのリスクテイクに与える影響、②取締役および候補者の適格性、③リーダーシップの構造、④リスク管理プロセスにおける取締役の役割、および、⑤報酬コンサルタントの利益相反の可能性について開示強化を求めた。

5. 2010年以降 DF法関連

2010年DF法は、SECに対して新たな規則の作成を命じている。

(1) 役員報酬に対する株主承認 (DF法 Section 951)

SECは2011年1月、役員報酬やゴールデンパラシュートに対する株主承認 (Say on Pay) に関する規則 (14A, Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation) を採択した。この新たな株主の投票による決議は、株主の意見表明である勧告的決議と位置づけられ、法的な拘束力はない。

しかしSECは、レギュレーションS-KのItem 402のCD&Aに関する項目 (上記4-2) を改正し、7つ目の質問を追加した。これにより、決議は拘束力を有しないが、株主総会招集通知におけるCD&Aにて、直近の株主総会でSay on Pay決議を受けた上場会社は、それが役員報酬に関する会社方針を決定にどう考慮したか、そして、その影響を開示しなければならないことになった。

⑦直近の株主総会の勧告的決議 (say on pay) の結果を、報酬方針の決定に

際しどう考慮したか。そして、その考慮はどう影響したか。

（２）報酬委員会の独立性（DF 法 Section 952）

Say on Pay が法的拘束力を有しないのに比べ、報酬委員会の独立性確保を求める Section 952は、より強い強制力を持つ⁴⁸⁾。Section 952は、報酬委員会の独立性とともに、同委員会が採用した外部の報酬コンサルタント等の独立性、同委員会の権限等についての法的整理を行った。SEC は、2012年 6 月に Section 952の求めに応じ新規則10C を1934年証券取引所法に追加した。10C は報酬委員会と報酬アドバイザー関わる新たな上場審査基準を採択し、SEC はこの新基準の求めるところに従わない上場会社のいかなる株式の上場を禁止することを、国法証券取引所（the national securities exchanges、具体的には、NYSE や NASDAQ など）、および、国法証券業協会（the national securities associations）に直接命じることができる。

①報酬委員会の独立性

- ・取締役会における報酬委員会の各メンバーは独立した取締役であること。
- ・独立性の要件として、取締役会メンバーへの報酬の出所、また、取締役会メンバーとその企業、子会社、あるいは関連会社との関係が考慮されなければならない。

②報酬コンサルタントや法律顧問の独立性

- ・SEC が挙げる独立性に影響を及ぼすおそれのある要件を考慮した場合のみ、コンサルタントや法律顧問を選任できる。
- ・その要件は、コンサルタント等の所属先と上場会社との関係（他のサービスの提供の有無、受取り手数料が所属先の総収入に占める割合、利益相反防止の方針・手続き）、報酬コンサルタントや法律顧問と報酬委員会メンバーとの業務上、あるいは個人的な関係、および報酬コンサルタントや法律顧問の株式保有の有無。

③報酬委員会の権限

- ・報酬委員会は、自らの裁量で報酬コンサルタントや法律顧問の助言を得ることができる。
- ・報酬コンサルタントや法律顧問の指名、報酬、また業務の監督に直接責任を負う。
- ・報酬コンサルタントや法律顧問の助言や推奨に従うことは要求されず、その責務を果たすため独自の判断を下すことができる。
- ・上場会社は、株主総会招集通知で、報酬コンサルタントの助言の内容、利益相反の有無について開示しなければならない。

④報酬の支払い

- ・上場会社は、報酬委員会が決めた適切な報酬を、報酬コンサルタントや法律顧問に支払わねばならない。

（3）役員報酬に関わる追加的开示（DF 法 Section 953）

第1章（9-3）どおり、Section 953はいわゆる「Pay Ratio」、および役員報酬と企業業績との連動性に関する追加的开示を求めている。CEOの報酬、あるいは役員報酬と関連づけた開示が求められているということは、上場会社の財務諸表上の利益が、CEOや役員だけに過剰に配分されていないことの検証を上場会社側が行うということである。

①「Pay Ratio」

これには批判的な見解も多い⁴⁹⁾。SECは、2015年8月にファイナル・ルールを公表し、2018年から上場企業に対し開示が義務化された。その内容は、CEOの年間報酬額と、CEOを除く全従業員の年間報酬額（中央値）との比率の開示を課すものである。ここでの従業員には、本体および連結対象会社（海外を含む）における、フルタイムおよびパートタイム従業員、一時雇いや季節従業員、CEO以外の役員まで含まれる。

SECは、2015年8月のSECのプレス・リリースで、Pay Ratioは「Say on Payの株主投票に対して有用な情報を提供するもの」と述べる。また、同じブ

レス・リリースで、「全従業員の年間報酬額（中央値）を算出する方法については、それぞれの上場会社の事情に応じて算出方法を選定できる」としている⁵⁰⁾。結果、対象となる従業員が非常に幅広いこと、また、算出方法が上場会社側に任されていることから、批判が多かったのだが、2018年より Pay Ratio の開示がスタートしている。

②役員報酬と企業業績との連動性

「Pay versus Performance」と呼ばれるもので、対象となる役員報酬を株主総利回り（Cumulative TSR）や、直近5年間の同業他社（Peer Group）の TSR と比較したものを、新たに開示するよう求めた。これに対する SEC のファイナル・ルールは、現在まで未公表であるが⁵¹⁾、米国の多くの有力上場会社は、株主総会招集通知に株主総利回り等を記載しており、実務においてはすでに定着していると言えよう。

6. 小括

近年の米国における役員報酬規制は、2000年代初頭の会計不祥事の噴出、また、2008年のサブプライム金融危機が大きな契機となっている。SEC は、役員報酬に関わる法規制の命じるところに対処して、新たな規則を制定し、なかでも情報開示の拡充に取り組んできたのである。

実際に、株主総会招集通知で、米国の上場会社の役員報酬に関わる情報開示の状況を確認してみると、各社とも SEC 規則に則り、CD&A による報酬プログラムの内容や要素ごとの算定方式、要約報酬表による CEO・CFO、および報酬額上位3名の過去3年間の報酬、独立社外取締役の要件、等々を実に詳細に記述している。ちなみに、2019年度の株主総会招集通知では、Johnson & Johnson 社は52頁、The Procter & Gamble 社は34頁が役員報酬に関わる情報で占められている。

おわりに代えて わが国の役員報酬開示に対する若干の示唆

1. 規制・規則の拡充

2018年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードは、取締役会の役割・責務として、客観性・透明性ある手続きによる、報酬制度の設計、報酬額の決定をより強く求めている（原則4-2、および補充原則4-2①）。

また、2019年1月には、内閣府による「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正により、有価証券報告書に記載すべき役員報酬に関する開示事項が大幅に拡充され、①固定報酬と業績連動報酬の割合、②業績連動報酬の算定に使う指標や、それを選択した理由、③指標の目標と実績などの説明を義務化した。

さらには、2019年12月に成立した、会社法改正では、取締役の個別報酬額の開示は見送られたが、個別報酬額の決め方を取締役会で決定したうえで開示することが盛り込まれた。

2. 海外の投資家はどうか

米国では、企業ガバナンスの要として、役員報酬の問題が早くから取り上げられ、また、情報開示の充実が図られてきたことは、これまで見てきたとおりである。グローバルに投資を行う海外の投資家のわが国の企業ガバナンスに対する視線が厳しくなっているが、比較対象となる欧米の上場会社は、報酬関連（報酬水準だけでなく、制度設計も含む）の詳細な開示で、明らかに先を行っており、開示の「質」を広げ、海外の投資家が十分に理解しやすくする必要があると言える⁵²⁾。

3. 内閣府令改正以降の上場会社の対応

日本の1部上場会社の直近の有価証券報告書を見ると、内閣府令改正後も、形式的に記載内容を整えただけの会社も少なくない。確かに、内閣府令改正では、開示事項が示されただけかもしれないが、例えば、業績連動報酬の算

定について、「評価を反映した係数を乗じて支給額を決定している」、「業績連動報酬の決定方法は、業績評価によって算出した指標を、役職別の基準額に乗ずることで算出しています」といった、不明確で横並びのような記載も多い。これでは、米国とわが国の役員報酬の開示には、「比較のしようがないほどの違いがある」と言わざるを得ないであろう。先に述べたように、米国の役員報酬に関わる情報開示は、きわめて詳細で数十ページにもおよぶが、日本の現状に対する課題は、開示の「量」ではなく、「質」に関わるものであり、上場会社の情報開示の充実が求められるところである。

しかし、日本の上場会社のなかでも、最近、アステラス製薬や資生堂のように、役員報酬の制度設計を改訂し、開示の「質」という点でも、より詳しい開示をはじめている会社が現われていることを、最後に報告しておきたい。

注

- 1) L.Bedchuk and J.Fried (2004) 208頁。
- 2) M.C.Jensen and K.J.Murphy (1990) 1～2頁。
- 3) 同上 2頁。
- 4) 同上 17頁。
- 5) 同上 3～4頁。
- 6) M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) 24～26頁。CEOの報酬は、現金（基本給与と賞与）とオプション以外に、退職給付、および各種長期インセンティブ・プランを合わせて構成されている。現金（基本給与と賞与）は、1970年の約85万ドルから2002年までに220万ドル超に増加した。この間オプションは、1970年はほぼゼロであったが、2000年には700万ドルを超え、その後は下落したが2002年には440万ドルへと増加した。
- 7) 同上 1頁。
- 8) 南カリフォルニア大学の教授であり、役員報酬制度について、実証的な研究を長年行っていることで知られる経済学者である。
- 9) この論文については、筆者の管見の限りでは、日本では引用・参考にした文献は見られないが、海外においては、例えばM.J.Conyon (2013) 6頁では、「役員報酬に関する包括的なレビュー（the comprehensive reviews）である」として取り上げられている。
- 10) K.J.Murphy (2012) 138頁。
- 11) 同上 46頁。

- 12) 同上 47～54頁。
- 13) 同上 54～63頁。
- 14) M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) 3頁、および26～27頁も参照。
- 15) K.J.Murphy (2012) 63～72頁。
- 16) 同上 64頁。当時、業績に連動して解任されることはほとんど無く、また、業績不振で退任を促すような経営者市場も未発達であった。
- 17) M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) 29頁も参照。この頃から、支配権の変動以外の理由により経営者を退職させないとする契約が広まった。不道德な行為、怠慢、あるいは重い有罪判決以外の理由であれば、退職する経営者には報酬が支払われ、特に、無能力による退職であっても報酬の支払いを拒否できない内容であった。ここでは、最も行き過ぎた事例として、1995年にウォルト・ディズニースタudiosが、無能力と噂されていたMichael Ovitzがわずか14ヶ月で退任した際に、ストックオプションと現金を合わせ1億ドルを上回る報酬を支払った例があげられている。
- 18) K.J.Murphy (2012) 69～70頁。米国の代表的な大企業のCEO報酬(中央値、インフレ調整後)は1980年の94.6万ドルから1992年には190万ドルに倍増したが、増加分はストックオプションの付与であり、1992年にはCEO報酬総額のほぼ半分を占めるようになった。
- 19) 同上 72～88頁。
- 20) M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) 31頁も参照。
- 21) 従来のルールでは、行使してから6ヶ月のうちに株価が下落しても、権利行使日を基準に算出される給与所得として課税されるためリスクがあり、また、権利行使して取得した株式の売却により権利行使に必要な資金をファイナンスできなかった。
- 22) K.J.Murphy (2012) 76頁。162 (m) は、損金算入の対象となる業績連動報酬は、2人以上の社外取締役で構成される独立性のある報酬委員会によって、業績目標が決定される場合に限るとの条件が付いてはいた。
- 23) L.Bedchuk and J.Fried (2004) 176頁も参照。1992年の分析であるが、大会社1000社のCEOに付与されたオプションの95%以上が‘at the money’で付与されていたと指摘している。
- 24) K.J.Murphy (2012) 59～60頁。
- 25) 同上 79頁。これは1973年に公表された最初の公正価値算定モデルであるブラック・ショールズ法にもとづく。
- 26) 同上 88～103頁。
- 27) 同上 89頁の脚注110、111、および112も参照。
- 28) 同上 91頁。SECの調査は140社以上におよび、2009年8月までに、24の企業と66名の個

人を告訴した。なお、小立敬（2006）が backdating を不正操作問題として詳しく論じている。

29) 同上 92頁の脚注124も参照。

30) 同上 97頁。S&P500社のCEOの報酬に占めるストックオプションの割合は、2001年は53%であったが、2011年には21%に低下、株式報酬は2001年の8%から2011年には36%に拡大している。M.J.Conyon (2013) 15～16頁も参照。S&P500社だけでなく、S&P Mid-Cap と S&P Small-Cap を合わせた1500社において、CEO 報酬のリストリクテッド・ストックが占める割合が、2007年にストックオプションを上回り、以降、拡大していることを示している。

31) 現在の株価が過去に交付されたストックオプションの権利行使価格を下回り（out of the money）、ストックオプションが本来のインセンティブ機能を失っている状態にあるものをいう。

32) K.J.Murphy (2012) 103～111頁。

33) みずは総合研究所（2010）4～5頁も参照。TARP は、金融危機の震源である不動産市場の安定化のために、不良資産化した住宅・商業用不動産関連の証券化商品を買取することを主な目的とし、金融安定化のために7000億ドルの支出権限（公的支援枠）を財務省に付与するプログラムであり、①金融機関支援、②自動車産業支援、③資産流動化支援、④住宅市場支援の4つの要素に大別できる。

34) ARRA の主な目的は、2008年の金融危機後の不況に対応して、雇用を維持・創出することで、影響を受けた米国民に一時的な救済策を提供し、次に社会基盤・教育・保険・再生可能エネルギーへ投資することであった。

35) AIG は CDS (credit default-swap) と呼ばれるデリバティブを使い、住宅ローンの証券化商品の元利払いを保証する取引を大規模に手掛けていた。AIG が資金繰り破綻に陥れば、保証に頼る金融機関などの「破綻の連鎖」が止まらなくなる恐れがあった。

36) K.J.Murphy (2012) 111～118頁。

37) APB25は、Wikipediaの 'List of Accounting Principles Board Opinions' より入手した（最終検索日：2020年12月20日）。

38) FAS123、および、次の FAS123R は FASB の公式サイト (<https://www.fasb.org/> 最終検索日：2020年12月20日) より入手した。

39) 岩谷（2004）7頁。

40) 岩谷（2002）9頁。

41) Joseph E.Stiglitz (2003) [鈴木訳（2003）] 152頁。

42) レギュレーション S-K の Item 402、また、以下で引用する14A と10C は、SEC の公式サ

イトで閲覧・入手することができる (<https://www.sec.gov/> 最終検索日: 2020年12月12日)。

- 43) 若園 (2015) 96頁。
- 44) 若園 (2015) 96頁。
- 45) 小立 (2006) 165頁。
- 46) みずほ総合研究所 (2009) 2 頁の注 3 を参照。
- 47) みずほ総合研究所 (2009) 10頁。
- 48) 若園 (2015) 98頁。
- 49) 鈴木 (2012) 78～79頁、および若園 (2015) 100～102頁も参照。
- 50) SEC Press Release 2015-160 (Aug.5.2015)。
- 51) SEC の公式サイトを調べた (<https://www.sec.gov/> 最終検索日: 2020年12月12日)。
- 52) 同様の指摘をするものとして、磯野 (2019) 82頁、鈴木 (2012) 86頁も参照。

【参考文献】

- ・磯野 真字 (2019) 『役員報酬議案をめぐる2019年総会動向 ― 株式報酬を中心として』 商事法務 2211号 (2019年) 72～84頁
- ・岩谷 賢伸 (2002) 『在り方が問い直される米国ストックオプション』 資本市場クオータリー 2002年夏号、野村資本市場研究所
- ・岩谷 賢伸 (2004) 『米国における株式型報酬制度の行方 ― ストック・オプションは衰退するのか』 資本市場クオータリー2004年冬号、野村資本市場研究所
- ・小立 敬 (2006) 『米国のストック・オプションに関する不正操作問題』 資本市場クオータリー 2006年秋号、野村資本市場研究所 158～168頁
- ・鈴木 裕 (2012) 『企業ガバナンス改革の国際動向～引き続き経営者報酬へ高い関心』 大和総研調査季報2012年夏季号 Vol.7、大和総研 76～87頁
- ・みずほ総合研究所 (2009) 『米国における役員報酬規制強化～政府による金融支援対象企業から全上場企業に適用拡大』 みずほ米州インサイト (2009.8)
- ・みずほ総合研究所 (2010) 『米国の金融危機対応の成果と課題～オバマ政権 1 年間の総決算』 みずほ米州インサイト (2010.2)
- ・若園 智明 (2015) 『米国の新たな役員報酬関連規制を巡る一考察』 証券経済研究 第92号 (2015.12)、日本証券経済研究所 2～21頁
- ・L.Bedchuk and J.Fried (2004) 『*Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*』 溝渕彰記 (2013) 『業績連動型報酬の虚実 ― アメリカの役員報酬とコーポレートガバナンス』 大学教育出版)

- ・ M.J.Conyon (2013) 『Executive Compensation and Board Governance in US Firms』*The Economics Journal/Volume 124, Issue 574*, 11 December 2013. pp. 1 -40
- ・ M.C.Jensen and K.J.Murphy (1990) 『CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How』*Harvard Business Review*, May-June 1990 No.3, pp. 1-35
- ・ M.C.Jensen and K.J.Murphy (2004) 『Remuneration:Where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them』*Harvard Business School NOM Research Paper* No.04-28, pp. 1-105
- ・ K.J.Murphy (2012) 『Executive Compensation: Where We Are,and How We Got There』*Forthcoming Chapter 4 in Handbook of the Economic of Finance*, 2013, vol. 2, pp. 1 -175
- ・ Joseph E.Stiglitz (2003) 『*The Roaring Nineties*』〔鈴木主税訳（2003）『人間が幸福になる経済とは何か——世界が90年代の失敗から学んだこと』徳間書店〕