

監査役および社外取締役への ストックオプション付与について

2011年4月入学

吉川 慶

- I. はじめに
- II. 日本の現状
 - 1 監査役および社外取締役
 - 2 インセンティブおよび報酬
- III. スtockオプションの機能
 - 1 エージェンシー問題への対処としてのストックオプション
 - 2 通常型ストックオプションと株式報酬型ストックオプションとの比較
- IV. 監査役および社外取締役へのストックオプション付与の評価
 - 1 業務執行取締役の場合
 - (1) 業務執行取締役の任務
 - (2) 業務執行取締役の任務に照らした、ストックオプション付与の評価
 - (3) 業務執行取締役にストックオプションを付与する場合の問題点
 - (4) 小括
 - 2 監査役および社外取締役の場合
 - (1) 監査役および社外取締役の任務
 - (2) 監査役および社外取締役の任務に照らした、ストックオプション付与の評価
 - (3) スtockオプション付与の問題点の考慮の必要性
 - (4) インセンティブの内容に影響を与える他の条件
 - (5) 小括
- V. 監査役および社外取締役へのストックオプション付与をめぐる規律
 - 1 現行法の規律
 - (1) 報酬決定権限
 - (2) 開示
 - (3) 最低責任限度額
 - 2 望ましい規律
 - (1) 報酬決定権限
 - (2) 開示
 - (3) 最低責任限度額
 - (4) 社外取締役の導入および裁判所の審査との関係
- VI. 結び

I. はじめに

本稿は、報酬を役員インセンティブを設計する手法と捉えた場合に、監査役および社外取締役にストックオプションを付与することがどう評価されるか、ならびに監査役および社外取締役へのストックオプション付与に関連してどのような規律を置くべきかを検討することを目的とする。

各章の内容は以下のとおりである。まずIIで、日本における監査役や社外取締役の実態および役員報酬の実態について概観する。IIIでは、ストックオプションにどのような機能があるのかを検討する。あわせて、通常型ストックオプション（以下、権利行使価格が付与時の株価を基準とした価格に設定されるストックオプションを「通常型」という）と株式報酬型ストックオプション（以下、権利行使価格が1円と設定されるストックオプションを「株式報酬型」という）とで、機能に違いがあるのかも検討する。IVにおいて、監査役や社外取締役にストックオプションを付与することがどのように評価できるかを、業務執行取締役へのストックオプション付与と対比する形で検討する。Vでは、IVの評価を踏まえ、監査役や社外取締役へのストックオプション付与に関して、どのような規律が必要となるかを検討する。

本稿の結論を簡略に示すと、以下のようになる。監査役および社外取締役に對してストックオプションを付与する場合には、業務執行取締役の場合に比べ、いっそう株主の慎重な判断を担保する必要がある。この観点から見ると、現行法の規律には不十分な部分があり、Vで述べるような規律が必要である。

なお、本稿では、上場会社かつ監査役会設置会社であることを前提に検討することとする。

II. 日本の現状

1 監査役および社外取締役

以下では、東京証券取引所の公表した資料に依拠して、日本の監査役や社外取締役の実態がどのようなものかを概観する。

まず、組織形態に関しては、東証上場会社2294社のうち、監査役設置会社が2243社、委員会設置会社が51社と、監査役設置会社が大多数を占めている¹⁾。

監査役設置会社の全社が監査役会を設置している²⁾。1社当たりの監査役の平均人数は3.82名であり、うち2.53名が社外監査役である³⁾。

監査役設置会社のうち、47.6%の会社が社外取締役を選任している。社外取締役の1社当たりの平均人数は、監査役設置会社のうち社外取締役を選任している会社だけで見れば1.74名である。監査役設置会社のうち、取締役会の3分の1以上を社外取締役が占めている会社は8.8%、過半数を社外取締役が占めている会社は1.0%にとどまっている⁴⁾。

2 インセンティブおよび報酬

次に、インセンティブおよび報酬関係の状況を概観する⁵⁾。東証上場会社のうち、ストックオプション制度を実施している会社が31.4%、業績連動型報酬制度を導入している会社が19.7%となっている⁶⁾。

ストックオプション制度を導入している監査役設置会社のうち、社内監査役を付与対象者とする会社は25.5%、社外監査役を付与対象者としている会社も25.5%、社外取締役に付与対象者とする会社は20.5%存在している。また、社外取締役にストックオプションを付与している会社は、社外取締役を選任し

1) 株式会社東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2011」16頁（2011年3月22日）。同白書における分析は、2010年9月10日現在の東証上場会社の報告書データに基づくものである。

2) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)29頁。

3) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)30頁。

4) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)18-19頁。

5) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)53-56頁。

6) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)54頁。

ている会社のうち21.9%（東証上場会社全体では6.9%）を占める⁷⁾。

以上から、監査役または社外取締役にストックオプションを付与している会社は、多数とは言えないまでも、相当程度存在することがわかる。

Ⅲ. ストックオプションの機能

Ⅲでは、役員報酬としてストックオプションの利用が説かれる理由について整理したうえで、ストックオプションが与えるインセンティブの内容につき、通常型と株式報酬型とどのような違いがあるかを検討する。

1 エージェンシー問題への対処としてのストックオプション

公開会社では、所有と経営が分離するため、役員が株主価値を図るよう行動することをいかに確保するかが問題となる。このような株主と役員とのエージェンシー問題を解決するための方法の一つとして、インセンティブ報酬の付与が考えられる。インセンティブ報酬を役員に付与することで、役員自身の利益と株主価値とが連動するようにすれば、役員が役員自身の利益を図ることが、同時に株主価値を図ることにもなるためである⁸⁾。

ストックオプションは、インセンティブ報酬の代表例ということができる。ストックオプションを付与された役員は、株価が上昇すればするほど大きな利益を得ることができる。そのため、ストックオプション付与により、役員に、株価上昇のインセンティブを与えることができる⁹⁾。多くの場合、株価上昇は株主価値の増大につながるため、エージェンシー問題の解決の手段たりえることにな

る¹⁰⁾。

役員が任務を懈怠した場合に損害賠償責任を認めることで、企業価値を毀損する行為を慎むインセンティブを与えることは可能であるが、企業価値や株主価値を積極的に増大させるインセンティブを与えることはできない。ストックオプション付与は、株価上昇のインセンティブを与えることで、株主価値増大のインセンティブを与えることができる点に特色があるといえる。

通常型ストックオプションと株式報酬型ストックオプションとの比較

では、権利行使価格が付与時の株価を基準とした価格である通常型と、権利行使価格が1円である株式報酬型とで、付与対象者に与えるインセンティブにどのような違いがあるのだろうか。大きく異なるのは、当該ストックオプションが与える株価上昇のインセンティブの強度および株価下落の際のダウンサイドリスクの有無である¹¹⁾。

まず、株価上昇のインセンティブの強度は、通常型の方がより強いものとなる。権利行使価格が高く設定されている分だけ、通常型の方が株式報酬型より一単位当たりのストックオプションの値段が割安となる。そのため、付与総額が同じであれば、通常型の方が株式報酬型よりもストックオプションの付与数が多くなるので、株価上昇に対する権利行使利益の増加分が大きいことになるためである。

次に、通常型では役員がダウンサイドリスクを一切負わないのに対して、株式報酬型ではダウンサイドリスクも負うという点が異なる。通常型の場合、株価が権利行使価格を下回った場合には権利行使をしなければ済むた

7) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)56頁。

8) 伊藤靖史「インセンティブ報酬（ストック・オプション）および市場による規律」法セ648号26頁、26-27頁（2008）。

9) 伊藤・前掲注8)27-28頁および伊藤靖史「役員へのストック・オプションの付与と報酬規制の関係」浜田道代=岩原伸作編『会社法の争点』ジュリ増刊88頁、88頁（2009）。

10) もっとも、ストックオプションを付与することによって生ずる問題点も指摘されている。それらの問題点については、IV1(3)を参照。

11) タワーズベリン編『「経営者報酬」の実務詳解』48-49頁（中央経済社、2008）。

め、株価が権利行使価格を下回っている場合には、いくら株価が落ちようと（ストックオプションに関する限りでは）役員の実害に影響がない。他方、株式報酬型の場合、権利行使価格が1円であるため、会社が破綻しない限りは、株価下落も常に役員の実害となる。

監査役および社外取締役への IV. スtockオプション付与の評価

IIIで検討したストックオプションの機能を踏まえたうえで、IVでは、役員に任務実行のインセンティブを与えるか否かという観点から、監査役および社外取締役にストックオプションを付与することの評価を行う。まず、業務執行取締役に対するストックオプションについてどのような議論がなされているかを概観し、その次に、業務執行取締役と対比する形で、監査役および社外取締役にストックオプション付与について検討する。

なお、以下では、通常型ストックオプションを念頭において検討する。株式報酬型ストックオプションについては、IVの注43)で簡単に検討する。

1 業務執行取締役の場合

(1) 業務執行取締役の任務

業務執行取締役の任務は、業務執行の決定およびその遂行行為である業務の執行である。取締役会設置会社では、業務執行の決定は、取締役会において行うのが原則であり（会社法362条2項1号。以下、条文数のみで会社法の条文を引用する）、また重要事項

以外については個々の取締役に決定を委任することもできる（同条4項）。そして、業務執行は権限を有する個々の取締役が行う。

(2) 業務執行取締役の任務に照らした、ストックオプション付与の評価

業務執行決定においては、事業の失敗の恐れなども勘案しつつ、適切にリスクテイクがなされることが望ましい。そのため、適切な経営判断が行われれば、企業価値が増大し、ひいては株価が上昇する可能性が高くなるといえる。また、業務執行を適切に行うことは、企業価値を増大させ、ひいては株価を上昇させることにつながると思われる。

したがって、業務執行取締役にストックオプションを付与することは、業務執行取締役に対して任務実行のインセンティブを与えるということができる。

(3) 業務執行取締役にストックオプションを付与する場合の問題点

しかし、その一方で、業務執行取締役・経営者へのストックオプションの付与については、いくつかの問題点も指摘されている。大きく分けて、以下の三点が挙げられる。

第一は、取締役の努力によらない株価上昇によっても役員報酬額が増大してしまう点である。たとえば①経営者個人の努力と無関係な株価の上昇によっても、役員報酬が増大してしまう場合がある¹²⁾、②オプション付与ないし行使のタイミングに合わせて、経営者が自分に都合の良い情報をリリースする恐れがあり、その結果報酬が過大となってしまう場合がある¹³⁾、③経営者が会計情報等の情報を操作する恐れがある¹⁴⁾などの指摘がされている。

第二は、株価上昇のインセンティブを与え

12) LUCIAN BEBCHUK & JESSE FRIED, PAY WITHOUT PERFORMANCE 138-140 (2004), 伊藤靖史「米国における役員報酬をめぐる近年の動向——1990年代の役員報酬額の増加と2000年代初頭の不幸の後で——」同志社法学 58巻3号1頁, 33頁 (2006), 伊藤靖史「役員報酬の守られなかった約束」アメリカ法 2006-1号80頁, 84頁 (2007), 久保克行『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』173-174頁 (日本経済新聞出版社, 2010), 宮島英昭「役員報酬制度とコーポレート・ガバナンス——適切な報酬制度の設計に向けて」監査役 572号94頁, 95頁 (2010)。胥鵬「経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」フィナンシャル・レビュー 68号79頁, 88頁 (2003), BEBCHUK & FRIED, *op. cit.*, at 161が指摘している、オプションの行使価格が付与時の株価と等しく設定されているという問題も、この問題に含まれる（理由を問わず、付与時から行使期間までの間に株価が上昇すれば、取締役の報酬額が増大することになるため）。

13) 胥・前掲注12)88頁, BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 163-64, 伊藤・前掲注12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」33頁, 宮島・前掲注12)95頁。

14) 伊藤・前掲注8)29頁, 伊藤・前掲注9)88頁。

ることが、必ずしも長期的な株主価値の増大へのインセンティブを与えることとはなっていないという点である。たとえば、①経営者が短期的な株価上昇につながる近視眼的戦略を選択する恐れがある¹⁵⁾といった指摘がされている。また、②通常型ストックオプションの場合、経営者がダウンサイドリスクを負わないため、過度のリスクテイクの恐れが強くなる¹⁶⁾と指摘されている。

第三は、そもそもエクイティ報酬の付与が必ずしも株価上昇へのインセンティブを与えているわけではないという点である。たとえば、①経営者が既に株式や未行使ストックオプションを保有している場合、オプションの新規付与を受けた後に持株を売却する可能性があるため、必ずしも経営者の株式保有比率が高まるとは限らない¹⁷⁾、②経営者がヘッジを行うことによって、期待された効果が生じなくなっている場合がある¹⁸⁾、③ストックオプションの行使価格の引き下げなどの報酬体系の変更や、株価下落後におけるエクイティ報酬の新規付与が行われてしまうと、株価上昇のインセンティブが減殺されてしまう¹⁹⁾といった指摘がされている。

(4) 小括

以上まとめると、業務執行取締役がストックオプションを付与することは基本的には任務実行のインセンティブを与えるものということができるが、他方、適切な任務実行によらずに株価を上昇させるインセンティブも与えてしまうという弊害がある、株価上昇への

インセンティブの強度を調整する必要がある、報酬によって設計されたインセンティブ構造を取締役が変更してしまわないようにする必要はあるといった問題点もあるということができる。

2 監査役および社外取締役の場合

では、監査役および社外取締役に對するストックオプション付与はどうであろうか。

監査役および社外取締役の場合、業務執行取締役と異なり、「ストックオプションを付与することが、任務実行のインセンティブを与えるか」ということ自体問題になりうると考えられる。ストックオプションは株価上昇へのインセンティブを与えるものである。そのため、ストックオプションが任務実行のインセンティブを与えるというためには、当該役員の任務が、適切な任務実行をすれば株価上昇につながるという性質のものでなければならない。そうすると、監査役および社外取締役の適切な任務実行が、株価上昇につながるといえるかどうか問題となる。

(1) 監査役および社外取締役の任務

まず、監査役または社外取締役に期待されている任務の内容がどのようなものであるかを検討する。監査役または社外取締役に期待されている任務の内容としては、①適法性のモニタリング、②妥当性のモニタリング、③助言機能、④透明性の向上といったものが挙げられる²⁰⁾。

15) 伊藤・前掲注 9)88 頁、宮島・前掲注 12)95 頁、尾崎悠一「金融危機と役員報酬規制」資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』129 頁、156-157 頁（財経詳報社、2010）。報酬が単年度主義で支払われると、就任期間中一年でも好業績の年があれば、退任時に大きく業績を悪化させたとしても、巨額の報酬を手にするようになってしまうという批判につき、久保・前掲注 12)172-173 頁。

16) 胥・前掲注 12)86-87 頁、宮島・前掲注 12)95 頁、尾崎・前掲注 15)156 頁。

17) 胥・前掲注 12)87 頁、BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 177.

18) BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 176-177、伊藤・前掲注 12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」33 頁、伊藤・前掲注 12)「役員報酬の守られなかった約束」84 頁。

19) 胥・前掲注 12)87-88 頁、BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 164-67、伊藤・前掲注 12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」33 頁、伊藤・前掲注 12)「役員報酬の守られなかった約束」84 頁、久保・前掲注 12)174 頁。

20) 本稿では、取締役会の機能および社外取締役の機能としていずれを重視すべきか、アドバイザリーモデルとモニタリングモデルのどちらが望ましいかという問題や、取締役会の決議事項の範囲をどのように法定すべきかという問題については、取り扱わない。なぜなら、本稿の主題である「役員に期待されている任務内容に照らして、ストックオプション付与が適切か」という問題は、「期待されている任務を果たすためには、どのような機関構成をとる必要があるか」「どのような権限分配が適切か」という問題とは独立に扱うことが可能であると考えられるためである。前者の問題については落合誠一「独立取締役の意義」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』219 頁（商事法務、2008）を、後者の問題については齊藤真紀「監査役設置会社における取締役会」森本滋

①適法性のモニタリングは、監査役と社外取締役の双方に期待される役割である。

具体的な内容としては、監査役の場合、業務監査および会計監査²¹⁾が中心となる。業務監査の中でも、内部統制システムの監査が重要な意味を持つ²²⁾。社外取締役の場合は、取締役会における内部統制システムの構築および運用が中心となる²³⁾。

②妥当性のモニタリングは、社外取締役に期待される役割といえる²⁴⁾。監査役にも妥当性のモニタリングを期待する見解もある。しかし、監査役には代表取締役の選定および解職や、報酬額の決定といった権限がないため、監査役が妥当性のモニタリングを行うことには、限界があると思われる²⁵⁾。

妥当性モニタリングの具体的な内容は、一定の業績目標の達成度に関する事後的な評価である²⁶⁾。全くの職務怠慢など極端な例や、

後述する利益相反事項のチェックを除けば、個別の業務執行行為に照準を合わせたモニタリングまで予定されているわけではない²⁷⁾。妥当性モニタリングは、業務執行取締役の報酬額の決定や、代表取締役の人事を通じて、実現されることになる²⁸⁾。

なお、利益相反性の監視と呼ばれる事項については、適法性モニタリングか妥当性モニタリングのいずれかに分類することができると思われる²⁹⁾³⁰⁾。たとえば、横領や特別背任、粉飾決算を防止することは適法性モニタリングに含まれ、他方、冒険的な経営を防止することや、経営陣が過度にリスク回避的になっている場合に適切なリスクテイクを促すこと³¹⁾は、妥当性モニタリングに含まれると考えられる。利益相反事項の個別的チェック、たとえば利益相反取引の承認決議や、敵対的買収への対応、配当額の決定、赤字事業

選歴『企業法の課題と展望』161頁（商事法務，2009），大杉謙一「取締役会の監督機能の強化（上）——社外取締役・監査役制度など——」商事1941号17頁，19-20頁（2011），大杉謙一「取締役会の監督機能の強化（下）——社外取締役・監査役制度など——」商事1942号18頁，18-20頁（2011）を参照。

21) 公益社団法人日本監査役協会「監査役監査基準」（2011年3月10日）参照。具体的な権限である調査権限，是正権限および報告権限については，江頭憲治郎『株式会社法（第4版）』490-495頁（有斐閣，2011）参照。

22) 公益社団法人日本監査役協会「内部統制システムに係る監査の実施基準」（2011年3月10日）参照。

23) 中村直人『社外取締役』39頁（商事法務，2004），齊藤「企業統治」商事1940号18頁，20頁（2011）。

24) 本稿では、「妥当性モニタリングの機能を発揮させるためには，社外取締役につきどのような要件を要求すべきか」という問題，具体的には社外性の要件の内容をどのように定めるべきかという問題および独立性を要求すべきか否かという問題については扱わない。「役員に期待されている任務内容に照らして，ストックオプション付与が適切か」という本稿の主題と，「期待されている任務を果たすためには，どのような人物である必要があるか」という問題とは独立に扱うことが可能であると考えられるためである。これらの問題については，たとえば，落合・前掲注20)および大杉・前掲注20)「取締役会の監督機能の強化（下）」24頁参照。

また，注20)で述べたのと同様の理由から，本稿では，「社外取締役の設置強制が望ましいか」という問題についても取り扱わない。この問題については，たとえば，齊藤真紀・前掲注23)22-23頁，大杉・前掲注20)「取締役会の監督機能の強化（上）」20-22頁参照。

25) 中村・前掲注23)14-15頁，大杉謙一「監査役制度改造論」商事1796号4頁，6-7頁（2007），大杉謙一「株主による経営者の直接的な監視および取締役会・監査役会による監視」法セ648号19頁，24頁（2008）。

26) 齊藤真紀・前掲注23)22頁。川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』3頁，28頁（有斐閣，1997），中村・前掲注23)26-28頁も同旨。

27) 川濱・前掲注26)28頁，齊藤真紀・前掲注23)22頁。

28) 川濱・前掲注26)29頁，齊藤真紀・前掲注23)22頁，大杉・前掲注20)「取締役会の監督機能の強化（上）」19頁。

29) 齊藤真紀・前掲注23)20頁参照。

30) 株式保有構造の分散の程度によって，問題となる利益相反の内容は変わると考えられる。株式保有が分散している場合には，取締役と株主間の利益相反が主に問題になる。これに対し，株式保有が集中している場合には，大株主と少数株主との間の利益相反が問題になってくる。神作裕之「取締役会の実態とコーポレート・ガバナンスのあり方」商事1873号17頁，25頁（2009）。

しかし，どちらの場合も，任務内容としては妥当性モニタリングという限りで同一であり，任務実行と株価上昇との関係に特に違いがあるとは思われないので，以下では，一括して扱うこととする。

31) 武井一浩「『監査委員会設置会社』の解禁」商事1900号13頁，17頁（2010）。後者につき，奈須野太「独立役員制度と今後の企業統治の在り方」金法1909号41頁，49頁（2010）。

の清算の決定³²⁾といった内容も、妥当性モニタリングに含まれると考えられる。

③助言機能は、社外取締役の一部に期待されている役割といえる。経験や知識を生かし、経営戦略に対して助言を行う機能である³³⁾。

④透明性の確保機能は、社外取締役に期待されている役割といえる。たとえば、外部の人間である社外取締役が納得できるような説明がなされることで、業務執行が企業価値増大のために行われていることが外からも見えやすくなる³⁴⁾、外部の目を入れることで会社経営に緊張感を与え、公正な社風をもたらす³⁵⁾などの効用が期待されている。

(2) 監査役および社外取締役の任務に照らした、ストックオプション付与の評価

では、①～④の各任務を適切に果たすことが、株価上昇につながるといえるだろうか。

まず、①適法性モニタリングを行うことは、積極的な株価上昇とはつながりにくいものと思われる。その理由は、以下の二点である。第一に、内部統制システムの構築運用などに尽力しても、その尽力が株主に観察されとは限らない³⁶⁾。適切に内部統制システムを構築することで、問題を未然に防ぐことができた場合には、株主の視点からは何も起こらなかったことになるためである。第二

に、尽力が株主に観察可能な形になったところで、株価が上昇するとは限らない。結果として問題の発生を防ぐことができたとしても、会社内部に問題の火種が存在していたことが発覚すれば、株価の上昇にはつながりがないと思われる。

②妥当性モニタリングについては、基本的には株価上昇とはつながりにくいものの、会社の状況次第では、株価上昇につながる場合もあると考えられる。

妥当性モニタリングは、適切な業務執行の決定を担保するための機能であり、株価上昇との関係は、「妥当性モニタリング→適切な業務執行決定→株価上昇」という間接的な関係にとどまる。そのため、基本的には株価上昇とのつながりはそれほど密接ではない。

しかし、以下の二つの場合には、妥当性モニタリングと株価上昇とがより密接につながるとされる。第一に、今後の成長が見込まれる会社や、新たに取り組んだ業務分野に関して、妥当性モニタリングを行う場合である。なぜならば、適切な業務執行を担保することが、収益性の増加につながるため、モニタリングが株価上昇とよりつながりやすいからである。第二に、現状において非効率な会社経営が行われている場合である。たとえば、経営者がリスクを恐れ過度に保守的な経

32) 中村・前掲注 23)30-33 頁。また、東京証券取引所上場制度整備懇談会「独立役員に期待される役割」商事 1898 号 35 頁、35-37 頁 (2010) は、独立役員の役割は一般株主の利益保護であると述べ、また一般株主の利益に配慮することが必要な場面の例として、MBO、買収防衛策、第三者割当増資を挙げている。その趣旨は、独立役員に妥当性モニタリングを期待するというのとはほぼ同様と考えられる。

33) 中村・前掲注 23)2-4 頁、神作・前掲注 30)23 頁。

株式会社東京証券取引所・前掲注 1)27 頁によれば、社外取締役を選任する理由として、71.2%の社外取締役に付き「専門性」と記載されており、専門性の一つの例として、当該業種に関する知識が豊富であることが挙げられている。また、齋藤卓爾「日本企業による社外取締役導入の決定要因とその効果」宮島英昭編著『日本の企業統治』181 頁、188-189 頁 (東洋経済新報社、2011) によれば、2008 年において社外取締役となっていた者 463 名のうち、銀行関係者、弁護士、学者、会計士、元官僚などを抑えて、現役の経営者・退任後の経営者が多数 (合計 206 名) を占めている。これらは、社外取締役に期待される役割の一つに、助言機能がありうることを示すものといえるだろう。

「そもそも社外取締役に助言機能を期待すべきか」という問題については、本稿では取り扱わないことにつき、注 24) を参照。

34) 中村・前掲注 23)36-37 頁が「アカウントビリティのチェック」、武井一浩「独立取締役の地位と職責」富山和彦・落合誠一監修『独立取締役ハンドブック』11 頁、21-22 頁 (中央経済社、2010) が「対外的説明責任」と指摘する機能に対応する。

35) 中村・前掲注 23)41 頁が「企業風土の改善」、武井・前掲注 34)23 頁が「社内特有の論理にとらわれない客観的基準を導入する機能」と指摘する機能に対応する。

36) 監査役の権限行使につき、外から見えない権限行使こそ重要であることを指摘するものとして、山口利昭「監査役の特権」岩原紳作＝小松岳志編『会社法施行 5 年 理論と実務の現状と課題』ジュリ増刊 37 頁、40-41 頁 (2011)。

営判断を行っている場合、経営者が冒険的な経営を行っている場合、業績の低下に際して大規模な改革が必要であるにもかかわらず、改革の実行をためらっている場合、過度に事業の多角化が進められている場合などが挙げられる。この場合は、妥当性モニタリングによって、問題ある経営が改められることで、収益の増加につながり、ひいては株価上昇につながると思われるためである³⁷⁾。

③助言機能についても、最終的に判断を下すのは業務執行取締役であるため、基本的には株価上昇との関係は間接的なものにとどまると思われる。ただし、以下の条件のいずれかを満たす場合には、株価上昇につながりやすいと考えられる。第一は、助言が、大局的判断に対してではなく、個別の業務執行決定に対するものであることである。第二は、会社に成長性が見込めること、または、会社の規模がある程度大きくても、助言対象となる事業が新たに取り組む事業であって収益の拡大につながりうることである。両方の条件を満たす場合には、助言機能と株価上昇とのつながりがより認められやすくなるであろう。

④透明性向上については、透明性向上が株主から好意的に評価され、株価の上昇につながるというシナリオも十分ありうると思われ

る³⁸⁾。もっとも、④の機能を果たすことで株価が上昇するためには、現状において透明性が低いと株主に評価されていることおよび当該社外取締役の独立性が認められることなどの条件が必要となると考えられる。また、上場会社の大半が社外取締役を導入した場合には、透明性向上が株価の上昇につながるのか定かではなくなるだろう。その意味において、透明性向上が株価の上昇につながるか否かは、②と同様、当該会社の状況次第と思われる。

要約すると、以下のようにいえよう。①適法性モニタリングは株価上昇とつながりにくい。②妥当性モニタリング・③助言・④透明性は、基本的には株価上昇と直結はしないが、当該会社の状況(②、③)の第二の条件、④)や当該役員に期待される役割(③)の第一の条件)によっては株価上昇とつながりやすい。

以上を踏まえ、①から④の各任務の適切な実行のインセンティブを与えるために、ストックオプションの付与が適切といえるかを検討すると、以下のようになると思われる。

②から④の役割が期待される役員のうち、その任務の実行が株価上昇とつながりやすいといえる条件を満たしている場合には、ス

37) 久保・前掲注12)94-102頁は、日本企業では業績の悪化が社長交代に結びつかないことを指摘する。同98-99頁は、日経225採用企業につき1992年から2006年までのデータを分析した結果、ROA1%の上昇で交代確率が0.59%しか変化しないとしている。

この分析結果を前提とするならば、業績悪化時における代表取締役の交代が、妥当性モニタリングの重要な内容をなすといえる場合は、十分に考えられる。

38) 現に海外からは独立取締役ないし社外取締役の導入により企業の透明性を高めるべき旨が主張されている。たとえば、最低3人の独立社外取締役を指名すべきである旨、長期的には社外取締役を取締役会の2分の1まで増員する旨などを提案するものとして、Asian Corporate Governance Association (ACGA)「ACGA 日本のコーポレート・ガバナンス白書」7頁、21-26頁(2008年5月15日)。独立取締役制度の導入が必要である旨および独立取締役の要件を主張するものとしてAsian Corporate Governance Association (ACGA)「ACGA 日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」7-11頁(2009年12月15日)。

また、議決権行使助言会社のInstitutional Shareholder Services Inc. (ISS)は2012 Japan Proxy Voting Summary Guidelines, 6-8 (Dec, 19, 2011)の中で、2013年から施行予定という留保をつけながら、監査役設置会社につき、取締役会に社外取締役(ただし、独立性は問わないとされている)が一人もいない場合には、経営トップに反対することを推奨するとしている。

したがって、独立取締役ないし社外取締役を導入し、外国人投資家の声に答えることは、株価上昇につながりうると思われる。

また、内田交謙「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」商事1874号15頁、20-21頁(2009)は、2003年度または2004年度に社外取締役数を増加させた244社につき、会計ベースのパフォーマンス指標(ROA)には明確な改善効果が観察されない一方、株式市場ベースでのパフォーマンス指標(Tobin's Q)に優位な改善が観察されるとしている。この結果は、社外取締役導入により会社の透明性が高まることから、投資家に好意的に評価され、株価が上昇するというシナリオが現実的でありうることを示すものと解釈しうるのではなかろうか。

ストックオプションの付与が任務実行のインセンティブを与えるものと評価できる。他方、①の役割が期待される役員の場合や、②から④の役割が期待される役員のうち、株価上昇とつながりやすいといえる条件を特に満たしていない場合には、ストックオプションの付与が任務実行のインセンティブを与えるものとはいえないと考えられる。

(3) ストックオプション付与の問題点の考慮の必要性

ストックオプションを付与するかどうかを考える際には、ストックオプションの問題点も考慮する必要がある。とりわけ、ある時点の株価がストックオプションの行使価格を上回っている場合には、アップサイドの利益は大きいダウンサイドのリスクを負わないという通常型ストックオプションの特徴のために、IV 1 (3)で掲げた第二の問題点が前面に出てきやすい。そうすると、適法性モニタリングおよび妥当性モニタリングの任務を懈怠するインセンティブを与えることになってしまう。

そのため、ストックオプションの付与が任務実行のインセンティブを与えない場合には、かえって任務懈怠のインセンティブだけを与えるという恐れがあることに留意する必要がある。

(4) インセンティブの内容に影響を与える他の条件

IV 2 (2)では、任務実行のインセンティブとストックオプションとの結びつきを検討したが、その他にもストックオプションの付与が役員に与えるインセンティブの内容に対して影響を与える要素はいくつか考えられる。本款では、三点につき検討する。

a 監査役および社外取締役が負う責任の限定

社外監査役および社外取締役については、責任限定契約を締結することが可能である(427条)が、責任限定契約が締結されている場合³⁹⁾には、現行法上ストックオプション

を付与することによる弊害が顕在化しやすくなっているといえる。

理由は以下の通りである。責任免除額は、役員等が負う賠償責任額から最低責任限度額を減じた額(425条1項)に制限される。社外監査役および社外取締役の最低責任限度額は①会社から職務執行の対価として一事業年度中に受ける財産上の利益の合計額の二倍(425条1項1号ハ)、②有利発行として引き受けた新株予約権を就任後に行使または譲渡した場合の利益の全額(425条1項2号、会社法施行規則(以下「会社則」と略す)114条)の合計である。職務執行の対価として付与された新株予約権については、付与時における当該新株予約権の公正価値が①に含まれるものの、その行使または譲渡による利益は②に含まれない⁴⁰⁾。よって、職務執行の対価として新株予約権が付与された場合、最低責任限度額はストックオプション付与時のオプションの公正価値を基礎に計算されることになる。すると、オプション行使時に役員の仕事懈怠に基づく株価上昇が生じており、その際にオプションを行使し株式を売却して転売益を得たという場合であっても、当該転売益は最低責任限度額に含まれない。つまり、転売益を吐き出さずに済むことになる。したがって、責任限定契約が締結されている場合に報酬規制に従ってストックオプションを付与してしまうと、転売益の獲得を目的に、役員が仕事を懈怠するインセンティブを与えてしまうからである。

また、社内監査役も含め、株主総会の特別決議または定款の定めに基づく取締役会の決定により、責任の一部免除も可能である(425条および426条)。総会の特別決議による場合は、責任の一部免除にあたって事後的な決定が要件とされているため、先に述べた弊害が生じる恐れは小さくなっているといえよう。しかし、定款により取締役会の決定で責任の一部免除が可能とされている場合には、なお弊害は残るかもしれない。

39) 株式会社東京証券取引所・前掲注1)27頁、35頁によれば、監査役設置会社において、会社との間に責任限定契約を締結する社外取締役は71.0%を、社外監査役は55.1%を占める。

40) 江頭・前掲注21)449-450頁注20、山田泰弘「取締役等の責任の一部免除と和解」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』ジュリ増刊164頁、164頁(2009)。

b 監査役および社外取締役の保有株式数・新株予約権数

監査役および社外取締役の保有株式数・新株予約権数が多いほど、株価上昇によって得られる利益が大きくなる。そのため、ストックオプションの付与が任務実行と結びつかない場合には、任務を懈怠して株価を上昇させるインセンティブだけが高まってしまう。ストックオプションの付与が任務実行のインセンティブにつながる場合であっても、過剰な株価上昇のインセンティブを与えることになる恐れがある。したがって、監査役等がすでに株式または新株予約権を一定数保有している場合は、ストックオプションを付与するか否かにつき、より慎重な判断が必要になるといえよう。

c 業務執行取締役の保有株式数・新株予約権数

業務執行取締役が株式や新株予約権を大量に保有していれば、業務執行取締役は株価上昇によって多額の利益を得られるため、過度のリスクテイクをする恐れが高まる。そのため、過度のリスクテイクを防止するためのモニタリング⁴¹⁾の実効性を確保することが重要になってくる。しかし、この場合に監査役および社外取締役にストックオプションを付与してしまうと、株価上昇を優先する結果、任務を懈怠するインセンティブを与えかねない。したがって、業務執行取締役が多数株式や新株予約権を保有している場合は、監査役および社外取締役へのストックオプション付与は否定される方向に傾くと思われる⁴²⁾。

(5) 小括

監査役および社外取締役に対してストック

オプションを付与する際には、ストックオプションを与える任務実行のインセンティブと、任務懈怠のインセンティブとのどちらが大きいかを総合判断したうえで、付与するか否かの決定がなされる必要があると思われる。その際、基本的な考慮要素となるのは、任務実行と株価上昇の結びつき (IV 2(2)で検討した点)と、ストックオプションを与えることによる弊害 (IV 2(3)で検討した点)である。IV 2(4)で挙げた三点も付随的な考慮要素となるといえる⁴³⁾。

a 監査役

監査役の場合、監査役に期待される任務である適法性モニタリングの適切な実行と、株価上昇との間にそもそもつながりが希薄である。任務実行のインセンティブとは異なる観点からストックオプションの付与が必要となる場合もありうる⁴⁴⁾が、その場合には、任務実行のインセンティブの観点からは問題がありうることを踏まえてなお付与が望ましいといえる必要があると思われる。

そのため、ストックオプションを付与する際には、株主価値に資するといえるかどうかについて、株主の慎重な判断を担保する必要があると思われる。

b 社外取締役

ストックオプションが、社外取締役に對して任務実行のインセンティブを与えるか否かには、「当該社外取締役にどのような機能を期待するか」および「当該会社の現状をどのように評価するか」が大きく影響することになる。そのため、社外取締役にストックオプションを付与するかどうかは、その会社のガバナンス構造において社外取締役にどのよう

41) 適法性モニタリング、妥当性モニタリングの両方が問題になりうると思われる。

42) もっとも、久保・前掲注12)153-165頁は、日本の経営者報酬は、株式投資収益率や株式時価総額とほとんど連動していないため、日本の経営者には株価を増大させるインセンティブが乏しいことを指摘している。そのため、ここで述べた問題を、そこまで重視すべき必要はないということではできる。

43) 株式報酬型ストックオプションの場合、付与対象者がダウンサイドリスクを負うため、IV 1(3)で掲げた第二の問題点はある程度緩和される。しかし、株価が下がることを恐れ粉飾決算の露見を防ごうとするなどの、任務懈怠のインセンティブを与える懸念はなお存在する。そのため、通常型ストックオプションより程度は弱いものの、やはり弊害もあるといえる。他方、任務実行のインセンティブを与えるか否かについては、IV 2(2)で検討したところと同様のことがいえると思われる。

したがって、株式報酬型の場合も、通常型と同じように、任務実行のインセンティブと任務懈怠のインセンティブを総合判断して、付与するか否かの決定がなされるべきであると考えられる。

44) たとえば、江頭・前掲注21)501頁が指摘するように、ベンチャー企業等において人材を得るために必要である場合が考えられる。

に位置づけるかという基本的な判断と直結することになる。

そのため、社外取締役に対するストックオプション付与にあたっては、株主の判断を介在させるようにする仕組みが必要になると思われる。

監査役および社外取締役への V. スtockオプション付与をめぐる規律

Vでは、監査役および社外取締役へのストックオプション付与をめぐる、どのような規律がなされることが望ましいかを検討する。まず、現行法の規律がどのようなものを概観する。次に、IVの最後で述べた観点、すなわち監査役および社外取締役に対しストックオプションを付与する際には株主の判断を担保する仕組みが必要であるという観点から、現行法の規律が妥当といえるかどうか検討を行う。

1 現行法の規律

(1) 報酬決定権限

a 監査役

監査役の報酬等は、定款または株主総会決議でその額を定める必要がある(387条1項)が、監査役が二人以上ある場合で定款または株主総会が各自の報酬額を定めていないときは、定款または総会決議の範囲内で、監査役の協議によって個々の監査役の報酬額が定められる(同条2項)。

ストックオプションの付与については、新株予約権の有利発行規制の適用と、報酬規制との両方が問題になる⁴⁵⁾。

まず、有利発行規制について述べる。会社法の下では、監査役による役務の提供の対価と認められる範囲内で新株予約権を発行すれば、有利発行にあたらなると考えられている。役務の提供の対価と認められるかどうかは、新株予約権の公正価値が、株主総会決議によって決議された報酬額の範囲内かどうかで決まることになる⁴⁶⁾。有利発行にあたらな場合には、取締役会設置会社では、取締役会が募集新株予約権の募集事項を決定することが可能となる(240条1項, 238条2項)。有利発行にあたる場合または有利発行にあたらなくとも念のために特別決議を得ることとした場合には、238条1項の事項の定める募集事項および発行会社が任意に定めた新株予約権の内容⁴⁷⁾につき、株主総会の特別決議で定めることになる(238条2項)。

次に、報酬規制に関して述べる。監査役に対するストックオプションの付与方法については、説が分かれている。立案担当者は、ストックオプションについて額が定まるものであれば支給が可能であるとし、その場合、定款または株主総会では387条1項および2項に基づき監査役に対する報酬額を定めれば足り、ストックオプションの付与方法や具体的内容等を定めることは不要であると説明している⁴⁸⁾。他方、監査役の報酬についても361条1項各号および2項を類推適用すべきという立場⁴⁹⁾からは、取締役に對しストックオプションを付与する場合と同様、新株予約権

45) 伊藤・前掲注9)88頁。

46) 伊藤・前掲注9)88-89頁, 江頭憲治郎「子会社の役員等へのストック・オプションの付与」商事1863号4頁, 4-5頁(2009), 江頭・前掲注21)426-427頁, 神田秀樹『会社法(第14版)』153-154頁(弘文堂, 2012)。

ただし、子会社役員に対して親会社のストックオプションを付与する場合、有利発行規制を受けるかどうかについては争いがある。原則として有利発行規制を受けるとする見解として、江頭・「子会社の役員等へのストック・オプションの付与」5-7頁, 江頭・前掲注21)427頁, 神田・同154頁。少なくとも完全親子会社を前提にすれば、有利発行規制を受けないとする見解として、澤口実=石井裕介「ストック・オプションとしての新株予約権の発行に係る問題点」商事1777号35頁, 36頁(2006)。断定を避ける落合誠一編『会社法コンメンタール8——機関(2)』183-184頁〔田中亘〕(商事法務, 2009)も参照。もっとも、本稿では、これ以上この問題には立ち入らない。

47) 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール6——新株予約権』46頁〔吉本健一〕(商事法務, 2009)。911条3項12号ハを参照。たとえば、行使条件などが該当する。

48) 相澤哲ほか編著『論点解説新・会社法』408頁(商事法務, 2006)。

49) 江頭・前掲注21)501頁, 落合編・前掲注46)435頁〔田中亘〕。なお、太田洋ほか編集代表『新株予約権ハ

自体を報酬として支給する方法または相殺構成による方法がとられることになる⁵⁰⁾。

b 社外取締役

社外取締役の報酬については、取締役の報酬と同様に定められることになる。取締役の報酬等は、361条1項1号ないし3号の区分に応じて、所定の事項を定款または株主総会決議で定める必要がある(361条1項)。

確定額報酬については、その額を定める必要がある(361条1項1号)。ここにいう「額」とは、最高限度額でよいとされている。判例上、株主総会では取締役全員の報酬総額の最高限度のみを定め、その枠内で各取締役に對する配分を取締役の決定に委ねるという総額枠方式も是認されている⁵¹⁾。また、裁判例においては、株主総会で限度額を決定すれば、その限度額を変更するまでは、新たに株主総会決議を経る必要はないと解されている⁵²⁾。そして、株主総会の委任を受けた取締役会は、多数決によって報酬等の具体的な配分を決めることができる⁵³⁾、当該決定において各取締役は特別利害関係人にあたらない⁵⁴⁾とするのが、判例・裁判例である。また、報酬額の具体的な配分を、取締役会が代表取締役に再一任することも、判例・裁判例は認めている⁵⁵⁾。

不確定額報酬については、その具体的算定方法を定める必要がある(361条1項2号)。確定額報酬につき総額枠方式を認める判例の立場を前提にすれば、不確定額報酬についても、取締役全員の総額が最も高額になる算定

式のみを決議し、その枠内での運用を取締役に委ねることも許容されると考えられる⁵⁶⁾。

非金銭報酬については、その具体的内容を定める必要がある(361条1項3号)。

ストックオプションの付与は、新株予約権の有利発行規制と報酬規制との両方の適用を受けることは前述したとおりである。以下では、報酬規制についてのみ概観する。

ストックオプションの付与方法については、新株予約権自体を報酬として支給する方法と、相殺構成による方法がある。前者については、①報酬等のうち額が確定しているもの(以下「確定額報酬」という)かつ報酬等のうち金銭でないもの(以下「非金銭報酬」という)として総会決議を取る方法⁵⁷⁾と、②ストックオプションを付与時まで額の確定しない報酬とみて不確定額報酬(以下報酬等のうち額が確定していないものを「不確定額報酬」という)かつ非金銭報酬として総会決議を取る方法⁵⁸⁾、行使時にはじめて額が確定する報酬とみて不確定額報酬かつ非金銭報酬として総会決議を取る方法⁵⁹⁾とがある。後者の場合は、定款または総会決議においては、付与を予定する新株予約権の公正評価額に相当する金額を金銭報酬として支給する旨を定め、その後の取締役会決議において、新株予約権を取締役に対して公正評価額で発行し、報酬請求権と払込請求権を相殺するという方法がとられる。この場合、確定額報酬の決議を行えば足り、非金銭報酬としての決議

『ハンドブック』403頁(商事法務、2009)によれば、監査役の報酬についても、361条1項3号の「具体的な内容」に相当する事項を株主総会の決議内容に含める事例も多いようである。

50) 詳細については、V 1(1)b の記述を参照。

51) 取締役会設置会社につき、最判昭和60年3月26日判時1159号150頁。非取締役会設置会社につき、大判昭和7年6月10日民集11巻1365頁。

52) 大阪地判昭和2年9月26日新聞2762号6頁。

53) 大判昭和7年6月10日前掲注51)。

54) 名古屋高金沢支判昭和29年11月22日下民集5巻11号1902頁。

55) 最判昭和31年10月5日民集23号409頁、名古屋高金沢支判昭和29年11月22日前掲注54)、東京地判昭和44年6月16日金判175号16頁。

56) 落合編・前掲注46)163頁〔田中亘〕。

57) 落合編・前掲注46)180頁〔田中亘〕。

58) 相澤ほか編著・前掲注48)314頁、澤口=石井・前掲注46)38頁、落合編・前掲注46)180頁〔田中亘〕。

59) 神田・前掲注46)216-217頁注9。落合編・前掲注46)181-182頁〔田中亘〕によれば、株式が市場で流通していない企業など、付与時にオプションの公正価値が評価できない場合が、この方法が用いられる場面として想定されている。

は不要とされる⁶⁰⁾。

(2) 開示

a 役員選任時における株主総会参考書類による開示

監査役については会社則 76 条 2 項 1 号により、社外取締役については取締役一般に適用のある会社則 74 条 2 項 1 号により、候補者の有する当該株式会社の株式の数が、株主総会参考書類に記載される。

b 報酬決議時における株主総会参考書類による開示

監査役については会社則 84 条 1 項各号の定める事項が、社外取締役については会社則 82 条 1 項各号の定める事項が、株主総会参考書類に記載される。社外取締役に関する事項は、それ以外の取締役とは区別して記載される(会社則 82 条 3 項)。

c 株主への募集事項の公告

取締役会が募集新株予約権の募集事項を決定した場合には、株主に対し、募集事項を通知または公告しなければならない(240 条 2 項・3 項)。また、240 条 4 項の定めるように、金融商品取引法上の開示規制により公示されている場合(具体的内容は会社則 53 条を参照)には、240 条 2 項の規定は適用されない。

d 事業報告による開示・金融商品取引法上の開示

公開会社については、会社則 121 条 3 号・4 号によって、会社役員の報酬の開示が要求されている。もっとも、個別開示については各会社が任意に採用できるとされているにとどまり(同条 3 号ロおよびハ)、取締役、監査役、会計参与または執行役ごとに報酬等の

総額を員数と共に開示すれば足りる(同条 3 号イ)とされている。ただし、社外役員については、社外役員の報酬等の総額について別途開示する必要がある(会社則 124 条 6 号)。社外役員についても個別開示は要求されておらず、総額および員数の開示で足りる。

また、職務執行の対価として当該株式会社が交付した新株予約権等を、当該株式会社の役員が有している場合には、会社則 123 条による開示の対象となる。取締役(同条 1 号イ)、社外取締役(同条 1 号ロ)、それ以外の役員(同条 1 号ハ)といった区分ごとに、新株予約権の内容の概要⁶¹⁾および新株予約権を有する者の人数を記載する。各役員が保有する新株予約権の個数の記載は要求されていない。

さらに、上場会社については、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57) a (d) によって、役員報酬についての開示が要求されている⁶²⁾。具体的開示内容は、役員報酬等の総額、個別の役員報酬等、役員報酬等の額またはその算定方法の決定に関する方針である。役員報酬等の総額については、社外取締役を除く取締役、社外監査役を除く監査役、執行役、社外役員の中の四つの区分ごとに開示がなされる。報酬等の総額、報酬等の種類別の総額および対象となる役員の員数が開示される。個別役員報酬の開示は、報酬等の総額が一億円以上の者に限ることができる⁶³⁾とされている。算定方針については、方針がない場合にはその旨を記載すれば足りるとされている⁶³⁾。

60) 相澤ほか編著・前掲注 48)314 頁。

もっとも、相殺構成による場合でも、実質を考慮して新株予約権の内容等を明らかにすることが望ましいとする見解もある。澤口=石井・前掲注 46)38 頁、落合編・前掲注 46)181 頁〔田中亘〕、太田ほか編代・前掲注 49)374-375 頁。なお、太田ほか編代・同 376 頁によれば、実務上は、相殺構成の場合であっても、非金銭報酬としての決議をとることが多いようである。

61) 新株予約権等の内容の概要としては、会社法 236 条 1 項に掲げられた事項を記載すべきであることにつき、弥永真生『コンメンタル会社法施行規則・電子公告規則』690 頁(商事法務、2007)。

62) 以下の内容につき、谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事 1898 号 21 頁、23 頁(2010)。

63) 住友信託銀行証券代行部編『有価証券報告書における役員報酬開示の事例分析』別冊商事 349 号 132 頁(2010)によれば、方針がないと明記する会社および方針と考えられるものの記載がない会社を合計すると、対象会社の 26.2%に達する。

また、方針の内容として、報酬制度の目的や狙いのある会社は 6.6%、種類ごとの構成比などの考え方に関する記載のある会社は 0.8%にとどまっている。

(3) 最低責任限度額

IV 2(4) a で概観したとおりである。そこの記述を参照されたい。

2 望ましい規律

以下では、IVで述べた観点から、現行法の規制が適切といえるかを検討する⁶⁴⁾。

(1) 報酬決定権限

a ストックオプションを付与するか否かの判断

まず、監査役に対しストックオプションを付与する際に、387条1項により監査役に対する報酬総額を定めれば足りるという立場をとると、ストックオプションを付与するかどうかおよびストックオプションの具体的内容をどのように定めるかという点につき、株主の判断を経ないままストックオプションを付与することが可能になってしまう。したがって、報酬総額を定めれば足りるとすることは妥当でなく、ストックオプションを付与する旨の決議を要求するべきだと思われる。

次に、監査役および社外取締役に共通して、相殺構成をとる場合には、確定額報酬の決議を行えば足り、非金銭報酬としての決議は不要という立場をとると、株主の判断を経ずにストックオプションを付与することが可能になってしまう。前段落で述べたところと同様に、非金銭報酬としての決議を要求するべきだと考える。

b ストックオプションを何個付与するか の判断

現行法上は、監査役および社外取締役という区分ごとに総額枠を決定すれば、その中でどのように配分するか、ストックオプションと金銭報酬とをどのように組み合わせるかは、監査役間の協議または取締役会に委ねられることになる。

個々の役員の報酬内容まで株主総会で判断させるのが困難である⁶⁵⁾ことは確かである。しかし、監査役および社外取締役へのストックオプション付与について株主の判断を担保すべきという本稿の観点からは、前段落で述べたような広汎な裁量を監査役間または取締役会に認めることには問題があるのではないかと思われる。

まず、総会決議では、ストックオプションと金銭報酬とを合わせた総額枠を定めれば足りるとすることには、問題があると思われる。ストックオプションと、金銭報酬とで、別個に総額枠を定める決議をとる⁶⁶⁾ことを要求すべきである⁶⁷⁾と考える。

次に、ストックオプションについて総額枠を定めた中で、個々の役員への配分について一切制約がかからないということにも、問題があると思われる。第一に、社外取締役については、複数の社外取締役が存在する場合に問題が生じうる。社外取締役ごとに期待される役割が違う場合、とりわけ任務の実行が株価上昇とつながるかどうかが異なる場合に、

64) なお、V 2(1) a の前半を除けば、業務執行取締役へのストックオプション付与をめぐる規律としても、本節で述べたところとほぼ同様の議論が妥当しうものと思われる。

もっとも、業務執行取締役についてはV 2で述べる規律を及ぼすべきでないといえる要因として、以下の二点が存在することを考慮する必要がある。第一に、IVで述べたように、業務執行取締役と、監査役および社外取締役では、任務実行と株価上昇とのつながりの有無について違いがある。第二に、久保・前掲注12)153-165頁が指摘するように、日本では業務執行取締役の報酬の業績連動性が極めて低いことに鑑みると、業務執行取締役に対してはストックオプションの付与が行われることが望ましいといえる場合が多いと考えられる。しかし、V 2で述べるような形で規制を強化してしまうと、そもそもストックオプションが付与されなくなる恐れがある。そのため、ストックオプションがさしあたり付与されることによるメリットと、ストックオプションが付与されることで生じうるデメリットとでどちらが大きいかを吟味する必要がある。

関連して、後掲注72)も参照。

65) 伊藤靖史「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55巻1号1頁、47頁(2003)。

66) 太田ほか編代・前掲注49)368頁が、総額方式と対比する形で、別枠方式と呼んでいるものに対応する。

67) なお、太田ほか編代・前掲注49)365頁注132、403頁は、総額枠を定める総会決議時に、その内訳としてストックオプションが含まれる可能性が想定されていなかった場合には、総額を変更しない場合であっても、総額枠の趣旨を明確にするために、再度1号決議を取ることが望ましいとの考え方がありうるとしている。この考えの方向性は、妥当である⁶⁸⁾と考える。

株主が期待したとおりのストックオプションの付与・不付与がなされない恐れがあるためである。第二に、監査役および社外取締役に共通して、期待されている役割が同じであるにもかかわらず、一部のものには多くのストックオプションが付与され、一部のものには全く付与されないというアンバランスな付与がされる恐れもないとはいえない。以上のような問題を解消するために、ストックオプションの総額枠の設定は、少なくとも監査役および社外取締役については、個々の役員ごとになされる必要があるのではないかと思われる。

第三に、ストックオプションの総額枠の中で、個々の監査役および社外取締役に、適切な付与もしくは不付与の決定がなされるかおよびストックオプションの行使条件がどのように定められるかという問題がある。前述したように、株主が個々の報酬内容の詳細についてまで判断することが適当とはいえないため、この問題の解決は開示に委ねることになるとと思われる⁶⁸⁾⁶⁹⁾。

(2) 開示

以下で述べるうち、acdはIV 1(3)で述べた第三の問題点に対応するための規律である。bとあわせて、株主が監査役および社外取締役の有する株式および新株予約権数を知るこ

とで、ストックオプション付与の適否を判断する手がかりを得るためのものである。他方、eは、会社が報酬の算定方針について開示することで、株主に、会社側提案の妥当性を判断するための情報を与えることを目的とする。

a 選任時における新株予約権の開示

会社則 76条2項1号や会社則 74条2項1号では、会社への関与の程度を明らかにする情報を開示すべきという観点⁷⁰⁾から、候補者が有する株式についてのみ開示が要求されている。しかし、株式および新株予約権の値上がりや値下がりや役員に与えるインセンティブを問題にするという観点からは、株式だけでなく、候補者が保有する新株予約権についても開示する必要がある。会社則 121条3号・4号や会社則 123条では、報酬または職務執行の対価として付与された新株予約権しか開示の対象になっていないため、選任前から有していた新株予約権については、選任時に開示がなされる必要があると思われる。

b スtockオプションに関する事業報告による開示・金融商品取引法上の開示

上場会社の監査役および社外取締役のストックオプションについての主要な開示をまとめると、以下のような開示がなされることになる。まず報酬開示としては、企業内容等

68) 株主によるコントロールによる以外に、取締役会や監査役間の監督機能の向上や、裁判所の審査により問題を解決する可能性もありえないではない。

取締役会の監督機能向上を目的とした社外取締役の導入による問題解決の可能性、裁判所の審査による問題解決の可能性については、V 2(4)で検討する。

取締役の個別報酬額の決定に関し、取締役会から代表取締役への再一任を禁止すべきとする見解（上柳克郎ほか編集代表『新版 注釈会社法（6） 株式会社の機関（2）』391頁〔浜田道代〕（有斐閣、1987）、伊藤・前掲注65)45頁など）や、取締役全員の同意が必要とする見解（大隅健一郎＝今井宏『会社法論 中巻（第3版）』171頁注(5)（有斐閣、1992））がある。しかし、取締役会に個別報酬の決定を委任することを認めるのであれば、取締役会決議は原則として出席取締役の過半数の賛成があれば可能であり（369条1項）、かつ報酬決議に関してのみ決議要件を変えることの妥当性も定かでない以上、代表取締役が出した案を取締役の過半数で議決することが可能である。そのため、代表取締役への再一任を禁止するだけでは、さほどその意義は大きくないのではないかとと思われる。

実際には役職別の支給基準に従って報酬額が決定されていることを踏まえ、再一任を受けた代表取締役が恣意的な決定をした場合には任務懈怠責任が生じるという解釈を前提として再一任は可能とする落合編・前掲注46)167頁〔田中亘〕も参照。

69) IV 1(3)で指摘した問題に対処するためには、行使条件として、インデックスオプションとすること（経営者の努力と無関係な株価上昇により、報酬額が増大することを防止する）やクローバック条項の利用（違法な決算等により過大な報酬の支払がなされた場合に備える）が考えられる。前者につき BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 141-142 および伊藤・前掲注 12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」34頁を、後者につき尾崎・前掲注 15)192-201頁や松尾直彦＝太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンス」商事 1903号20頁、25-26頁（2010）を参照。

70) 弥永・前掲注 61)433頁、408-409頁。

の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57) a (d)により、社外監査役を除く監査役、社外役員といった区分ごとに、ストックオプションの総額および員数が開示される。また会社則123条により、社外取締役、取締役以外の役員といった区分ごとに、ストックオプションの内容の概要および人数が開示される。個別開示は、報酬等の総額が一億円以上でない限りは強制されない。

しかし、個々の監査役および社外取締役に、ストックオプションの適切な付与もしくは不付与の決定がなされているかを判断するための情報を株主に与え、是正の機会を与えるという観点からは、少なくともストックオプションに関しては個別開示が必要ではないかと思われる⁷¹⁾⁷²⁾。

SARおよびファントムストックに関

c する事業報告による開示・金融商品取引法上の開示

SAR (stock appreciation right) はスト

ックオプションと同様の経済的効果を金銭により達成しようとするもの、ファントムストックは譲渡制限株式と同様の経済的効果を金銭により達成しようとするものである⁷³⁾。たとえば、SARとしては、付与時の株価と、行使時の株価との、差額に相当する金額の支給を受ける請求権が与えられることになる。

現行法上、SARやファントムストックについては、報酬決議時に株主総会参考書類における開示はなされる(会社則82条1項)ものの、事業報告における開示は要求されていない。また、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57) a (d)の要求する開示においては、報酬の種類別の開示が要求されているが、基本報酬と区別して、SARやファントムストックを取り出した開示が求められているのかは定かではない。

しかし、SARは通常型ストックオプションと、ファントムストックは株式報酬型ス

71) 伊藤・前掲注65)72頁。同69頁に、その根拠が述べられている。

72) 本文で述べたようにストックオプションについて個別開示を要求すると、個別開示がなされることを避けるため、そもそも監査役および社外取締役にストックオプションが付与されなくなってしまうのではないかと懸念が生じる。それでもなお個別開示を要求することが望ましいといえるのであろうか。

まず、ストックオプションがさしあたり付与されることのメリットと、ストックオプションが付与されることによるデメリットとのどちらが大きいか問題になると思われる。以下場合を分けて考える。

第一に、ストックオプション付与が業務執行のインセンティブを与えない場合には、メリットに乏しいため、ストックオプション付与がなされなくなることはむしろ望ましいといえる。

では、第二に、ストックオプションが業務執行のインセンティブをある程度与えるといえる場合、具体的には一定の条件を満たす社外取締役の場合は、どうか。

この問題を考えるにあたっては、日本の社外取締役のうち、ストックオプション付与が業務執行のインセンティブを与えるような社外取締役がどの程度の割合で存在するかが一つのポイントとなる。筆者は実証的な根拠をもってこの点の判断をすることができないが、IV 2(2)で検討したように、インセンティブを与えるといえるための条件は相当程度限定されていることから、インセンティブを与えない社外取締役の方が高い可能性が高いのではないかと想像される。

また、ストックオプション付与のメリットが生じるのはストックオプションが付与されかつ一定の条件を満たす社外取締役のみであるのに対し、デメリットはストックオプションが付与された社外取締役全体に生じる。だとすれば、インセンティブを与えるような社外取締役の方が多数であっても、なおデメリットの方が大きい可能性もあると思われる。

もし前二段落で述べたことが妥当するのであれば、個別開示によって社外取締役に對してストックオプションが付与されなくなってしまうとしても、個別開示規制を要求するべきであると考えられる。

さらに、業務執行取締役と比べ、監査役および社外取締役の報酬中でストックオプションが占めるべき割合は、低いものと思われる。すると、ストックオプションについてのみ開示を要求しても、開示額および開示額の報酬全体に占める割合は小さいものとなる。だとすれば、本稿の考えるような開示を要求しても、監査役および社外取締役の抵抗感はいさほど大きくならず、一定程度ストックオプションが付与されるということも期待しうるのでないだろうか。

73) 高田剛=タワーズペ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285号54-57頁(2005)。なお、譲渡制限株式とは、譲渡制限が付された現物株式を報酬として付与するという方法である。譲渡制限株式と株式報酬型ストックオプションとは、役員に与える株価上昇へのインセンティブの強度および株価下落の際のダウンサイドリスクの存在の点で共通するため、ほぼ同様の経済的効果を有する。

ストックオプション⁷⁴⁾と、それぞれ機能的には等価である以上、未行使のSARやファントムストックについても事業報告等で開示を要求するのが適切であると考えられる⁷⁵⁾。

d 役員が取引を行った場合の開示

株主が予定したインセンティブ構造を、役員側の側で操作することを防ぐために、役員が株式や新株予約権を購入または売却した場合には、一定の規律が必要になると思われる。

金融商品取引法上の不公正取引規制が既に存在しているが、その規制の趣旨は市場運営の公正さを害し、資本市場の機能を損なうことを防止することにある⁷⁶⁾ため、不公正取引規制だけでは本稿における問題に十分に対応しきれないと思われる。ガバナンスの観点から、監査役および社外取締役が、自らの属する会社の株式または新株予約権を市場で取引した場合には開示を行うなどの規律を行うことも必要なのではないだろうか。

e 報酬の算定方針についての金融商品取引法上の開示

企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57) a (d)においては、算定方針がない場合にはその旨を記載すれば足りるとされている。しかし、監査役および社外取締役にストックオプションを付与する際には、株主が当該付与の適切性を判断する材料を与えるために、なぜ当該監査役および社外取締役にストックオプションを付与することが望ましいのか、ストックオプションを付与する必要があるのかについて会社が理由を明らかにすることが必要であると思われる。そのため、方針についての開示を必要なものにすることが適切であると考え⁷⁷⁾。

(3) 最低責任限度額

IV 2(4) a で述べたように、責任限定契約が結ばれている場合には、転売益の獲得を目的に、役員が任務を懈怠するインセンティブを与えてしまうという問題がある。この問題に

対処するために、最低責任限度額の算出にあたり、職務執行の対価として付与された新株予約権の行使または譲渡により得られた利益も含めるべきではないかと思われる。

(4) 社外取締役の導入および裁判所の審査との関係

V 2(1)および(2)では、株主総会の報酬決定のあり方や開示のあり方など、監査役および社外取締役の報酬決定について、株主が適切なコントロールを及ぼすことを可能にするための規律を検討した。しかし、監査役および社外取締役の報酬決定の適切さを担保するための方法は、株主によるコントロールに限られない。そのため、株主によるコントロールによらずとも、他の方法で適切な報酬決定の実現が担保されるのであれば、V 2(1)および(2)で述べたような規律は不要なのではないかという疑問の余地がある。そこで、以下では、株主によるコントロール以外の方法として、社外取締役の導入および裁判所による審査を取り上げ、それらが機能すれば、株主によるコントロールは不要になるといえるか否かを検討する。

結論からいえば、社外取締役の導入や裁判所による審査は、個別報酬額の決定の適正化に一定程度資する可能性はあるものの、なおV 2(1)および(2)で述べたような株主総会による総額枠の設定や、開示の必要性を減殺するものではないと思われる。

a 社外取締役

社外取締役が妥当性モニタリングの一環として、報酬決定を適切に行えば、個別報酬額の決定が適正化される可能性は存在する。しかし、社外取締役の妥当性モニタリングが機能するためには、二点の障害があると思われる。

第一に、現在、大部分の会社において、社外取締役の人数は少ないため、モニタリングに限界がある⁷⁸⁾。判例上、株主総会決議の

74) 譲渡制限株式と株式報酬型ストックオプションとで経済的効果がほぼ同様であるため、ファントムストックと株式報酬型ストックオプションとでも経済的効果はほぼ同様ということができる。

75) 高田 = タワーズペリン 経営者報酬コンサルティング部門・前掲注 73)55 頁参照。

76) 山下友信 = 神田秀樹編『金融商品取引法概説』281 頁〔松井秀征〕(有斐閣, 2010)。

77) 伊藤・前掲注 65)72-73 頁。

78) II 1 の記述を参照。

定めた最高限度額の枠内で、個別報酬の額を取締役会の決定で決めることが認められ、そして取締役会決議は原則として出席取締役の過半数の賛成により成立する(369条1項)ため、社外取締役が少数に過ぎない場合には、社外取締役がモニタリングを行うといっても限界があると考えられる。

第二に、社外取締役が報酬決定の議決権の過半数を占めたとしても、なお社外取締役によるモニタリングには一定の限界があるのではないかと思われる。この問題に関しては、Bebchuk & Friedの議論が参考になる。

Bebchuk & FriedはCEOの報酬契約に関して、取締役会や報酬委員会に独立した取締役を加えるだけでは、取締役とCEOとの対等の交渉は保障されないと結論づけている⁷⁹⁾。その理由は、以下の三点である。第一に、CEOが取締役選任議案の作成に影響力を有するため、取締役はCEOに有利な報酬契約を決定するインセンティブを有する。その他にも、CEOは取締役に経済的・非経済的インセンティブを与えていること。第二に、以上のようなインセンティブを相殺するような費用が取締役に発生することがないこと。第三に、取締役が報酬契約を決定するにあたっては、会社の人事部門・報酬コンサルタントの情報に依存せざるを得ないが、人事部門・報酬コンサルタントはCEOの影響下にあることである。

日本でも、委員会設置会社以外の取締役会設置会社においては、株主総会に提出される取締役選任議案は取締役会決議で決定される(298条1項5号、会社則63条7号イ、298条4項)ため、Bebchuk & Friedが指摘する問題が発生する恐れはあると思われる。そのため、社外取締役を取締役会に参加させれば、直ちに適切な報酬契約が締結されるようになるとは期待できないと思われる。

社外取締役にエクイティ報酬を付与すれば、社外取締役が適切な報酬契約を締結するインセンティブを与えることができるとも考えられる。しかし、Bebchuk & Friedは、取締役にエクイティ報酬を付与することについても否定的である⁸⁰⁾。エクイティ報酬を付与しても問題が解消しない理由は以下の三点である。第一に、確かに取締役にエクイティ報酬の付与は株主ひいては取締役の利益を減らすような決定を避けるインセンティブを与える。しかし、CEOと対立してまで当該決定に反対するよりも、取締役に居続けることによって得られる利益の方が大きい。第二に、報酬額が大きくなるほど再任へのインセンティブが大きくなる。取締役の指名は株主でなく指名委員会によってなされるので、再任へのインセンティブは株主価値増大のインセンティブとは直結しない。第三に、取締役の役員報酬が高くなれば、一株当たりの価値の増大より、保有株数および新株予約権数の増大に関心を持つようになる。

また、Bebchuk&Friedは、取締役への適切なエクイティ報酬の設計を取締役会自身が行うことは、株主・取締役間のエージェンシー問題が存在するため、そもそも期待できないとも指摘している⁸¹⁾。

これらの指摘が日本においてどこまで妥当するかは定かでない⁸²⁾。しかし、先に述べたように、取締役選任議案の提出が取締役会によってなされることも鑑みると、「社外取締役を導入すれば、それだけで個別報酬決定が適切になされるようになる」と断言することはできないように思われる。

b 裁判所の審査

裁判所による報酬の相当性審査については、そもそも裁判所が報酬の相当性を審査すべきか、裁判所による審査を認めるとしてどのような審査基準で審査すべきかが問題にな

79) BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 23-44, 伊藤・前掲注12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」29-30頁。

80) BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 205. 伊藤・前掲注12)「米国における役員報酬をめぐる近年の動向」37頁, 60頁。

81) BEBCHUK & FRIED, *supra* note 12, at 206.

82) 日本では、委員会設置会社でない場合、社外取締役の指名は株主総会で行われるため、第二の指摘は直ちに妥当しないと思われる。また、それ以外の指摘についても、日本において指摘通りといえるかは、実証によらなければ定かではない。

る。仮に審査を認めるとしても、取締役会に大幅な裁量を認めるべきという前提をとる以上、審査基準は緩やかなものにならざるを得ず⁸³⁾、裁判所による相当性審査に多くを期待することはできないと考える。

VI. 結び

本稿では、監査役および社外取締役へのストックオプション付与に際しては、ストックオプションが任務実行のインセンティブおよび任務懈怠のインセンティブをどの程度与えるかを考慮したうえで、付与の決定がなされる必要があるという立場をとった。そして、そのような判断を株主が行えるようにするために必要な規律をすべきであるという観点から、望ましい規律を検討した。

本稿の提案した規律が意味を持つためには、株主が、望ましい報酬のあり方について積極的に考え、ときには行動に移る必要がある⁸⁴⁾。株主側の行動と、それに呼応する役員側の行動とが影響を及ぼしあう中で、より良い報酬設計がなされるようになることを望みたい。

※本稿は、2011年度に提出したリサーチペーパーに最低限の加筆修正を施したものです。リサーチペーパーのご指導をいただいた加藤貴仁先生および田中亘先生に、この場をお借りして厚くお礼を申し上げます。

なお、本稿では、リサーチペーパー提出後の文献を踏まえた加筆はできておりません。本稿の主題と密接に関連すると思われる文献として、飯田秀総「取締役の監視義務の損害賠償責任による動機付けの問題点」民商 146 巻 1 号 33 頁 (2012) を挙げさせていただきます。

(よしかわ・けい)

83) 伊藤靖史「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 58 巻 5 号 55 頁, 119-125 頁 (2006)、伊藤靖史「取締役報酬規制の問題点」商事 1829 号 4 頁, 12-13 頁 (2008)。

84) その前提として、株主が、株主の保有する当該株式自体から得られるキャッシュフローを最大化するために、議決権行使をするインセンティブを有している必要がある。そのため、議決権に関する種類株式の設計、デリバティブや貸株によるリスクヘッジ、株式持合いなどにより不当にその前提が崩れることがないようにする必要がある。どのようにしてその前提を担保するかは重要な問題であるが、本稿ではその問題の検討を行うことはできない。