



Osaka Gakuin University Repository

Title	Say on Pay と取締役の信託義務 Say on Pay and Directors' Fiduciary Duties
Author(s)	片山 信弘 (Nobuhiro KATAYAMA)
Citation	大阪学院大学 法学研究 (OSAKA GAKUIN LAW REVIEW), 第 40 巻 第 1・2 号 : 1-31
Issue Date	2014.3.31
Resource Type	Article/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

Say on Payと取締役の信認義務

片 山 信 弘

- 一 はじめに
- 二 役員報酬の相当性
- 三 say on payと責任
- 四 say on payと信認義務
- 五 say on payによる投票
- 六 say on payと取締役の信認義務

一 はじめに

アメリカにおいて役員報酬は最も論争のある会社統治問題のひとつである。⁽¹⁾ アメリカでは二〇年以上前から多額の役員報酬に対する問題意識を有していたが、⁽²⁾ 役員の支払と企業の業績の不十分ながりのみならず、⁽³⁾ 役員報酬と平均的労働者の賃金の間の大きなギャップへの関心から生じるものである。そして、今日、役員報酬は短期の経営成果で報酬が与えられる制度であったゆえに経営者は過度のリスクを選んだことによって金融危機に大きな役割を演じた

との考えが浸透している。⁽⁴⁾ それゆえ、大衆の怒りは役員が多額のボーナスに向けられることとなった。⁽⁵⁾

二〇一〇年に成立したドッド・フランク法九五一条は全ての公開会社に *say on pay* (役員報酬の非拘束株主決議) を要求している。⁽⁶⁾ これは不当な役員報酬を抑制するための手段として有用であるとの指摘がある。⁽⁷⁾ 取締役会は役員報酬を決定し、承認する責任を負う。役員報酬が過度であれば義務の不適切な履行といえよう。結果として、取締役はもっと密接な監視と報酬の実際の改善を促進すべきことが求められる。⁽⁸⁾ しかし、デラウェア裁判所および会社法にあっては、緩やかな行為基準と経営判断の原則が結合し、代表訴訟における特別訴訟委員会の支持、独立取締役への敬意もあって監視のあり方は大きく外れているといわれる。⁽⁹⁾ したがって、役員報酬の問題については、信認義務は取締役会の監視の義務の遂行に役割を十分に果たしていないといえよう。それゆえ、信認義務法は取締役が役員に適切なレベルで報酬を支払う義務に従うことを確保するためにほとんど何もしていないとの批判をよぶことになる。

ドッド・フランク法九五一条(c)項に基づく *say on pay* は取締役会による決定を覆すものではなく、取締役会の信認義務の変更・創設を伴うものではないと規定する。しかし、*say on pay* による株主の投票結果を株主が取締役の信認義務違反を示すために用いた場合に、デラウェア法を適用する裁判所は株主の否定的投票結果それだけでは経営判断の原則の推定に打ち勝つためには十分ではないとするが、⁽¹⁰⁾ 株主の投票結果は裁判所によって証拠として用いられ得ることを示している。⁽¹¹⁾

本稿では、そのような裁判例も参照しながら、*say on pay* によって取締役の信認義務がいかなる影響を受けるかを考察する。

- (1) Simmons, Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform, 62 SMU L. Rev. 299, 302 (2009). Jensen et al., Remuneration Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them 29 (Harvard Bus. Sch. NOM Research Paper No. 04-28, 2004) 24-25. 一九九〇年代初期から大々な政治的問題となつてゐる。
- (2) Crawford, Eliminating the Executive Overcompensation Problem: How the SEC and Congress Have Failed and Why Shareholders Can Prevail, 2 J. Bus. Entrepreneurship & L. 273, 278-79 (2009).
- (3) Bethune, An Efficient "Say" on Executive Pay: Shareholder Opt-In as a Solution to the Managerial Power Problem, 48 Hous L. Rev. 585, 592 (2011).
- (4) Crane, Excessive Compensation Without a Remedy, 45 Ariz. St. L. J. 281, 282 (2013); Bebchuk & Spannann, Regulating Bankers' Pay, 98 Geo. L.J. 247, 249 (2010).
- (5) Davis, Taking Stock - Salary and Options Too: The Looting of Corporate America, 69 Md. L. Rev. 419, 420-21 (2010).
- (6) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111-203, sec. 951, §14, 124 Stat. 1376, 1899-1900 (2010) (codified at 15 U.S.C. § 78n-1 (2012)).
- (7) Kahan & Rock, Embattled CEOs, 88 Tex. L. Rev. 987, 1034-36 (2010). もろもろ、say on pay の採用は、会社統治における基礎的な取締役会モデルと矛盾する (Bainbridge, Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II, 95 Minn. L. Rev. 1779, 1815 (2011)). あるいは機関投資家に株主の考慮以外の動機を与えるものになり、支払の実際を過剰に同質化するものになるの懸念を示される (Gordon, "Say on Pay": Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholders Opt-In, 46 Harv. J. on Legis. 323, 325, 351 (2009)).
- (8) Fairfax, Government Governance and the Need to Reconcile Government Regulation with Board Fiduciary Duties, 95 Minn. L. Rev. 1692, 1702 (2011).
- (9) Cunningham, A New Legal Theory to Test Executive Pay: Contractual Unconscionability, 96 Iowa L. Rev. 1177, 1198 (2011).
- (10) Laborer's Locall v. Intersil, 868 F.Supp. 2d 838, 849 (N.D. Cal. 2012). それと異なる立場の裁判例も存する。
- (11) Laborer's Locall 事件では、裁判所は加えて有効な経営判断の行使に合理的な疑いを生じる追加的事実が要求されるといふ。ibid.

Good et al., Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP, Plaintiffs' Firms Gaining Steam in New Wave of Say-On-Pay Shareholder Suits? 3 (2012), available at <http://www.jpsupra.com/legalnews/plaintiffs-firms-gaining-steam-in-new-w-03932>. デラウェア裁判所は役員報酬に対しても敵対的態度をとっているのではない。非常に狭い範囲であるが株主が勝訴するケースもあり得ることを認めている。Thomas & Wells, Executive Compensation in the Courts: Board Capture, Optional Contracting, and Officers' Fiduciary Duties, 95 Minn. L. Rev. 846, 879-80 (2011).

二 役員報酬の相当性

なぜ一般公衆や株主が不相当なものとして役員報酬をとらえるかの大きな理由は、先に述べたようにそのような報酬は会社の業績を十分に反映していないとするものである。say on pay の関係において、報酬コンサルタントあるいはアドバイザーは支払と業績が無関係と判断するならば、会社の支払の実際を拒絶することを株主に勧告している⁽¹²⁾。また、株主は役員の報酬は平均的労働者の報酬と連携すべきとの感情を有している。実際においてはCEOの報酬は平均的労働者の三三六倍であり、それを一〇〇倍以下に押さえるべきとする意見が最も多い⁽¹³⁾。このような不釣り合いな支払を社会的不正義とみている⁽¹⁴⁾。

このような見解に対して、多くの役員の報酬は過大と性格付けられるべきではないとの意見がある。報酬の性格をみれば、それは役員の報酬はストックオプションに拠るところが大きい⁽¹⁵⁾が、労働者はそうではなく、また他の専門的職業に従事する者に比して役員の報酬額の伸びは大きいものではないと指摘する。役員報酬と会社の業績は連携していないとよくいわれるが、いくつかの実証的研究によれば、会社の利益が減れば、CEOの報酬も下がっており、こ

れはいくつかのケースにおいては役員を支払は会社の業績と同調していることを示しているといえよう。⁽¹⁶⁾

過度の報酬を構成するものは何かについては、實際上ほとんど答えるのは不可能と言えよう。たとえば効率的市場が存在するならば、報酬額は市場によって決定され、過度として報酬をとらえるのは不適切といえよう。役員のサービスの効率的市場がないとするならば、過度としての適確な報酬レベルは何かを示すものが存しないとの意見がある。⁽¹⁷⁾ 取締役会の責任はCEOおよび上級執行役員の目標を設定し、彼らの業績を評価し、報酬を評価・確立することを含んで、CEOを選任することである。⁽¹⁸⁾ 通常、CEOは社外から人材を確保し、短期の雇用契約のため役員の支払を増加することが要求される。⁽¹⁹⁾ また、役員は会社の成功に大きく寄与することを考えれば、浪費として特徴付けるために労働者との報酬の割合で比較することは適切ではないともいえよう。

役員の報酬を決定するために複雑な公式的アプローチが存在するが、CEOが組織に与える正確な価値を見つけることは事実上不可能である。⁽²⁰⁾ それゆえ、役員報酬への公衆の怒りは役員報酬の政策と実際の無理解を反映するともいえよう。⁽²¹⁾ 単なる会社業績との比較というひとつの判断基準のみで役員報酬を批判するのは公平とはいえない。株式に基づいた支払の主たる目的は経営者のインセンティブと株主の利益を連携させることにほとんど疑いがないものとされている。しかし、そのような報酬構造は役員の支払と業績とのつながりにかけることになる。なぜなら、時間的に見て役員の退職までの期間を超えた話であり、株主の長期的視点の利益と連携しない。⁽²²⁾

取締役は役員の報酬が会社の最善の利益において適切なレベルで決定されることを確保する信認義務を有することに異論はない。役員報酬は会社の成功に対する重要な経営者の才能を引きつけ、保持し、動機付けるために中心的役割を果たす。公開会社の取締役会は究極的には決定の責任が存するが、報酬委員会にその機能を委譲する。報酬委員

会は経営者の報酬が個人的そして会社の業績に合理的に関連するか、そして株主の価値を増やすことを適切に経営者に動機付けているかを考慮しなければならない。⁽²³⁾

現在の役員報酬システムは、CEOが取締役会を支配していることから報酬の取り決めに歪める影響を及ぼすおそれがあり、取締役会は株主の犠牲で役員利益を図る決定を行う可能性がある。⁽²⁴⁾ このような考え方に従うと、公開会社の取締役会は取締役指名過程における経営者の支配のためにCEOおよび他の上級執行役員に拘束を受けることになる。ゆえに、報酬委員会は役員との報酬取り決めの交渉において企業をほとんど保護しない。すなわち、報酬パッケージの重要なチェックを果たさないことになる。⁽²⁵⁾ しかも、独立取締役は会社の日々の業務に従事しておらず、報酬に関する十分かつ客観的な情報を有していないことから、必然的に上級執行役員、コンサルタントなどの助言に依存することになる。⁽²⁶⁾

このような取締役会支配への防禦のために、取締役の責任を高めることで、取締役会が報酬政策を作るときに株主利益に適切に焦点を当てるようになる。⁽²⁷⁾ ドッド・フランク法九五二条において、執行役員報酬に焦点を当てた改革はもっと密接な監視と報酬の実際の改善を促進すべき取締役の義務を高めている。⁽²⁸⁾ また、同法九五三条では、報酬の開示を要求し、役員報酬の明確な開示と説明をしなければならぬ会社の責任を重くするもので、役員報酬の監視の役割を最も効果的に発揮するものである。⁽²⁹⁾

(21) Frederic W. Cook & Co., Inc., Say-On-Pay: 2011 Proxy Season De-Briff 6 (Aug. 9, 2011), available at <http://www.fwcook.com/research-report.html>.

- (13) Hicks, Does CEO-to-Worker Pay Ratio Matter?, SmartBlogs (June 1, 2011), available at <http://smartblogs.com/leadership/2011/06/01/does-ceo-to-worker-pay-ratio-matter>.
- (14) Delnan, Structuring say-on-pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 583, 599.
- (15) Loewenstein, The Conundrum of Executive Compensation, 35 Wake Forest L. Rev. 1, 4 (2000).
- (16) Fairfax, Sue on Pay's Impact on Directors' Fiduciary Duties, 55 Ariz. L. Rev. 1, 14 (2013). 本稿の考察に於いては、この論文に負へるものがある。
- (17) Dorf, Does One Hand Wash the Other? Testing the Managerial Power and Optimal Contracting Theories of Executive Compensation, 30 J. Corp. L. 255, 267-68 (2005); Loewenstein, supra note 15, at 2. この点で結果を達成する手段が明確でない。
- (18) Am. Bar Ass'n Comm. on Corporate Laws, Corporate Director's Guidebook § 3 (6th ed. 2011).
- (19) Bebchuk & Grinstein, The Growth of Executive Pay, 21 Oxford Rev. Econ. Policy 283, 298 (2005).
- (20) Simmons, supra note 1, at 312.
- (21) Fairfax, supra note 16, at 15.
- (22) Cunningham, supra note 9, at 1195.
- (23) Am. Bar Ass'n Comm. on Corporate Laws, supra note 18 at § 8.
- (24) Dorf, supra note 17, at 269. この点の企業における金融危機が生じても役員報酬は減額されなかった。McClendon, The Perfect Storm: How Mortgage-Backed Securities, Federal Deregulation, and Corporate Greed Provide a Wake-up Call for Reforming Executive Compensation, 12 U. Pa. J. Bus. L. 131, 138-39 (2009).
- (25) Thomas & Wells, supra note 11, at 852.
- (26) Cox, Managing and Monitoring Conflicts of Interests: Empowering the Outside Directors with Independent Counsel, 48 Vill. L. Rev. 1077, 1085 (2003).
- (27) Bebchuk & Fried, Pay Without Performance: Overview of the Issues, 30 J. Corp. L. 647, 672-73 (2005).

(28) Fairfax, supra note 8, at 1702.

(29) S. Rep. No. 111-176, at 147.

三 say on pay と責任

改革において say on pay はかなりの注目と支持を集め、役員報酬の議論の隅々この新規な考えから報酬決定過程において株主が発言権を有することを確保するための主要な期待として中央ステージに出てきた。⁽³⁰⁾ まず、一部とはいえ、say on pay の支持を表明する株主が現れ、いくつかの会社が自主的にこれを採用し、二〇〇九年に連邦政府は「不良資産救済プログラム (TARP)」のもとで資金提供を受けた SEC 登録会社に基金が返済されるまで毎年 say on pay を行うことを要求した。⁽³³⁾ そして、二〇一〇年に成立したドッド・フランク法によって全ての公開会社に say on pay を導入することになった。

say on pay についてはかなり議論されているが、支持者は say on pay によって否定的投票の結果を受けるならば積極的対応をすることが取締役会にとって重要であり、したがって取締役の責任を高めることに役立つという。⁽³⁴⁾ イギリスでは二〇〇二年以降、年次毎の say on pay を命じており、少なくとも乏しい業績に対する経営者への支払いには敏感になってきていると指摘されている。⁽³⁵⁾ しかし、イギリスでの結果は個々の状況の相違からアメリカに重ねられないと批判がある。⁽³⁶⁾ また、業績の良い会社に関する限り、say on pay は企業の支払の実際に規律的效果を有しないことも指摘されている。⁽³⁷⁾ また、say on pay は役員報酬の実際にマイナスの効果を与えることが心配されると指摘されてい

る。これは株主は報酬計画を評価し得るのかという疑問である。株主は十分に用意された会社の業績データあるいは望ましいインセンティブ報酬についての意見を考慮するよりも投票にあたり最近の株価についての満足度を反映する⁽³⁸⁾。支払の実際について知識を有しない株主はアドバイザー企業のアドバイスに依存し、say on pay は役員報酬について取締役会から株主に権限が転換するのではなく、アドバイザー企業に転換することになる⁽³⁹⁾。しかし、過剰にアドバイザー企業に信頼することは極度に保守的な支払の実際を支持することを株主に勧めることになり報酬の実際における改革を傷つけると指摘されている⁽⁴⁰⁾。すなわち、支払の実際を過剰に同質化することになる⁽⁴¹⁾。レポートによれば、利益衝突する報酬コンサルタントと会社の CEO の給料は非衝突するコンサルタントが従事する会社での給料よりも高いことが示されている⁽⁴²⁾。ドッド・フランク法九五二条は報酬委員会が報酬コンサルタントその他の報酬委員会アドバイザーを雇う権限を認め、選任に当たりアドバイザーらの独立の基準の指針を示し、利益衝突に伴う問題に取り組んでいる。しかし、このような方法が報酬アドバイザーに伴う利益衝突を減じることには効果がないとすれば、say on pay は支払の実際が改良されることにはならない⁽⁴³⁾。

株主は say on pay を用い、信認義務を通して取締役の責任を追求している。二〇一一年の最初の say on pay に基づき、いくつかの代表訴訟が提起されている⁽⁴⁴⁾。詳しくは後述するが、一般的に言えば、株主は、say on pay の投票における否決は報酬決定の妥当性に欠けることを示しており、取締役が会社の最善の利益において行爲したとの経営判断の原則の推定に反駁しようとするものである。株主は開示された会社の報酬政策と実際の支払が一致しておらず、そのような報酬パッケージは会社資産の浪費であるという⁽⁴⁵⁾。ただ、結果としては、say on pay 訴訟の多くは申立の段階で却下される結果となっている⁽⁴⁶⁾。

- (26) Compensia, Inc., Thoughtful Pay Alert: Shareholder Advisory Votes on Executive Compensation - A "Say on Pay" Primer 6 (June 22, 2009), available at http://www.compensia.com/wp_alerts/ThoughtfulPay_SayOnPay_0609.pdf.
- (27) Thomas, Palmieri & Cotter, Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?, 97 Cornell L. Rev. 1213, 1242 (2012).
- (28) アフラック社 2008 年に最初の say on pay の投票を行った。Press Releases, Aflac, First 'Say-on-Pay' Vote Goes to Aflac Shareholders, available at <http://www.aflac.com/aboutaflac/pressroom/pressreleasesstory.aspx?rid=1121450>.
- (29) 12 U.S.C. § 5221 (2012).
- (30) Nelson, Ending the Silence: Shareholder Derivative Suits and Amending the Dodd-Frank Act so "Say on Pay" Votes May be Heard in the Boardroom, 20 U. Miami Bus. L. Rev. 149, 195 (2012).
- (31) Ferri & Maber, Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK (Oct. 15, 2010), 1, 4, available at <http://ssrn.com/abstract=1420394>.
- (32) Gordon, "Say on Pay": Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, 46 Harv. J. on Legis., 323, 339-40 (2009).
- (33) Lund, Say on Pay's Bundling Problems, 99 Ky. L.J. 119, 128 (2010).
- (34) Bratton & Wachter, The Case against Shareholder Empowerment, 158 U. Pa. L. Rev. 653, 695 (2010).
- (35) Bainbridge, supra note 7, at 1810.
- (36) Fairfax, supra note 16, at 1810.
- (37) Gordon, supra note 36, at 325.
- (38) Majority Staff of H.R. Committee on Oversight and Government Reform, Executive Pay: Conflicts of Interest Among Compensation Consultants, 6-7 (2007), available at <http://www.erierr.com/PDF/Executive-Consultant-Conflicts.pdf>.
- (39) Fairfax, supra note 16, at 23.
- (40) Fairfax によれば、say on pay における否決の投票結果の会社の約三五パーセントにあたる少なくとも一五件の提訴がなされた。

56° at 24.

(45) Fairfax, supra note 16, at 25.

(46) Good et al., supra note 11, at 2.

四 say on pay と信認義務

取締役の報酬問題について、裁判所は信認義務に関する訴訟において種々の障壁を設けていることから、信認義務が積極的な役割を果たすことを歓迎していないと思われる。現行法の下で、取締役の義務に対する裁判所の解釈は say on pay が取締役の信認義務にインパクトを与える可能性は低いものと思われる。⁽⁴⁷⁾

会社訴訟の提起は取締役会の権限に属するもので、株主に代表訴訟の提起を自由に認めるならば会社の利益が害される虞がある。そこで株主は代表訴訟を提起する前に取締役会に提訴請求を行わなければならない。デラウェア州衡平法裁判所規則二三・一条によれば、株主による取締役会への提訴請求が不当に拒絶された場合、あるいは代表訴訟について取締役らの適正な権限の行使が期待し得ないことを証明する場合には事前請求が免除され、代表訴訟が提起できるとする。株主による事前請求がなされた場合、取締役会が訴訟の維持が会社の最善の利益にしないと判断する場合は株主の請求を拒絶できる。⁽⁴⁸⁾ また、事前請求がなされずに代表訴訟が提起された場合、取締役会は独立の取締役から成る特別訴訟委員会を構成し、当該委員会が訴訟は会社の最善の利益に合致しないとして訴訟を終結させるべきと判断した場合は、会社は却下の動議を提出することによって訴訟を終結させることを求めることができる。裁判所

は当該委員会の誠実性、独立性および調査の過程の妥当性、十分性のみを審査し、実体的な決定に関する事項は経営判断の原則によって裁判所の審査の対象とはならない。⁽⁴⁹⁾ このような基準によれば、株主にとって会社の却下の動議に勝るための請求をなすことはほとんど不可能である。⁽⁵⁰⁾ 株主が事前請求が無益なことを証明することができるならば、また、違法に拒絶された場合には、裁判所はもつと厳格な基準を適用する。すなわち、このような場合には特別訴訟委員会の訴訟を終結するという決定に対して経営判断の原則の適用を認めない。⁽⁵¹⁾

Say on pay に基づく訴えをなす株主は一般的に事前請求は無益であるとして訴訟を提起している。⁽⁵²⁾ 事前請求が免除されることを示すためのプリーディング基準として、Aronson 事件で最高裁判所が確立された基準を示している。⁽⁵³⁾ ここでは、第一に、提訴請求を検討する取締役が利害関係を有しておらず、独立していること、第二に、代表訴訟において申し立てられている行為は取締役の適切な経営判断の行使の結果であること、のいずれかに合理的な疑いを生じさせる具体的な事実を原告は申し立てなければならない。

第一の要件について、一般的に取締役が利害関係を有することを示すためには、取締役が問題の取引から個人的な金銭的利益を受け取ることを示さなければならない。⁽⁵⁴⁾ あるいは、取締役は株主の訴えの実体を客観的に評価するために必要な独立性に欠けること、すなわち、取締役の側での判断を危うくするような結び付き、代表訴訟によって追及される責任のリスクが客観的に判断をすることを困難とするような高いものであることを示さなければならない。⁽⁵⁵⁾

say on pay に基づく代表訴訟にあつては、株主は客観的であるべき能力を傷つける金銭上の結び付きを示すことによって取締役が独立性に欠けるとは申し立てていない。⁽⁵⁶⁾ 取締役が独立に欠けるかどうかを決定するとき、裁判所は金銭上あるいは他の重要な経済的関係の範囲に焦点を当てているが、会社外の間係を中心とした友人関係、社会関係、

専門職業的關係などは考慮の対象としていない。⁽⁵⁸⁾したがって、金銭的な結び付きのないときには請求の無益を示すために取締役が独立性に欠けることを申し立てることは不可能に近い。⁽⁵⁹⁾ say on Pay 訴訟において株主は事前請求は無益である。取締役は訴訟に利害關係を有する。なぜなら、行為の責任を負う実質的可能性に直面するから独立に欠けると主張する。⁽⁶⁰⁾しかし、裁判所は単に自身が告訴されることが決定されるということだけの理由では請求は無益ではないとする。⁽⁶¹⁾

第二の要件について、経営判断の行使の関連で、取締役は経営上の意思決定をなす前に合理的に利用しうる全ての重要な情報⁽⁶²⁾を入手し、誠実に会社の最善の利益にあると合理的に信じる方法で行わなければならない。⁽⁶³⁾裁判所は取締役が経営判断の原則の下で注意義務に違反したかどうかを判断する。その原則の下では取締役は最善の利益において行為すると推定される。⁽⁶⁴⁾これはあと知恵の判断のバイアスの心配からくるものである。⁽⁶⁵⁾したがって、経営判断の原則の下では、裁判所は取締役会での決定の内容自体の適切性よりもその決定に達した過程の妥当性に審理を制限する。現在の取締役の信認義務に基づく責任のレジームは、責任を課するメカニズムとしての効果をほとんど有しておらず、取締役は自己の行為の正当化をめつたに要求されることがないことを意味するもので、⁽⁶⁶⁾株主が注意義務違反を示すことによって請求の無益を証明する可能性はほとんどないといえよう。なお、say on Pay で否決された場合に会社の最善の利益に反する報酬パッケージを取締役会は承認したことによる信認義務違反を株主は申し立てているが、⁽⁶⁷⁾裁判所は役員報酬を決定する取締役会の裁量の限界は浪費を構成するものとして不釣り合いに大きい場合であり、⁽⁶⁸⁾これはまず満足されない極端な基準であるということから、⁽⁶⁹⁾そのような主張は経営判断の原則への反駁とは認められないであろう。⁽⁷⁰⁾次に、株主が請求の無益を申し立て得る他の取引は会社資産の浪費の可能性であるが、⁽⁷¹⁾裁判例をみれ

ば、少なくとも極端な経営上の決定の内容を審理する権限を裁判所は保持している⁽⁷²⁾。Disney V 事件において、裁判所は原告の退職金の額は浪費を構成するとの主張に対して非常に消極的立場に立つと解されるが、「通常の経済人の健全な判断によれば会社は適切な対価を受け取ったと結論づけられないほど一方的である交換」であり、「浪費の訴えは取締役が非理性的に消費する、あるいは会社財産を与える場合のめったにない意識されないケースにのみ認定する」として、拒否はしていない⁽⁷³⁾。多くの場合、会社の目的に適わないあるいは何ら対価の存しない会社財産の譲渡を伴うものであり、事実上贈与に当たるものである⁽⁷⁴⁾。このような浪費を証明する困難性は、利益衝突あるいは詐欺などが存しなければ、取締役会の決定の実質的内容をあと知恵で判断しないとする経営判断の原則のあらわれである⁽⁷⁵⁾。したがって、浪費に基づく請求の無益の証明は困難であろう⁽⁷⁶⁾。say on pay 訴訟にあっても同様であり、支払と業績のつながりのない場合であってもそのような報酬を浪費と性格付けることを裁判所は好まないであろう⁽⁷⁷⁾。

一方、ドッド・フランク法九五一条(c)項は、say on pay は取締役会あるいは会社の決定を覆すものとして、あるいは信認義務の創設・変更を伴うものとして解釈されないとする。そして、九五二条(a)項は会社の報酬の実際と政策を評価するため責任のある報酬委員会を確立することを要求し、報酬委員会は独立の取締役から成ることを要求する。また、(b)項は報酬委員会は報酬コンサルタントその他報酬委員会アドバイザーを雇う権限を認めている。ただし、報酬コンサルタント等へ支払われる給料の額、潜在的利益衝突を防止することを意図した政策と手続、メンバーとの事業あるいは個人的関係などを考慮した後に採用することを要求する。このようにみれば、裁判所は取締役が報酬を決定する際に用いる過程を好ましくみる可能性を増大し、決定の実体を審理しない立場を増強することになる⁽⁷⁸⁾。また、裁判所はCEOが取締役会の唯一の非独立取締役になるように導き手続的に重要な者としてそのような

取締役を裁判所は信頼する。⁽¹⁹⁾

- (47) Fairfax, supra note 16, at 26.
 - (48) Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A.2d 779, 784 n.10 (Del. Supr. 1981).
 - (49) Auerbach v. Bennett, 393 N.E. 2d 994, 1001-02 (N.Y. App. 1979).
 - (50) Swanson, Corporate Governance: Sliding Seamlessly into the Twenty-First Century, 21 J. Corp. L. 417, 437 (1996).
 - (51) Zapata Corp. v. Bennett, 393 N.E. 2d at 788.
 - (52) Nelson, supra note 34, at 170.
 - (53) Arosen v. Lewis, 473 A.2d 805, 814 (Del. Supr. 1984), overruled on other grounds by Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 253-54 (Del. Supr. 2000).
 - (54) Litt v. Wycoff, C.A. No. 19083-NC, 2003 Del. Ch. LEXIS 23, at 12 (Del. Ch. Mar. 2003).
 - (55) Fairfax, supra note 16, at 28.
 - (56) Nelson, supra note 34, at 158-169.
 - (57) Fairfax, The Uneasy Case for the Inside Director, 96 Iowa L. Rev. 127, 146-47 (2010).
 - (58) Hem, Delaware Courts' Delicate Response to the Corporate Governance Scandals of 2001 and 2002: Heightening Judicial Scrutiny on Directors of Corporations, 41 Williamette L. Rev. 207, 223 (2005).
- Veasy は、友人関係、ゴルフ仲間、そして社会関係は必然的に独立を否定する要素ではない。取締役が友情のために自己の魂を売るといふ疑わしい仮定を作り出したと主張する。Veasey, The Defining Tension in Corporate Governance in America, 52 Bus. Law. 393, 405-06 (1997).
- (59) Fairfax, supra note 57, at 147.
 - (60) Nelson, supra note 34, at 170.
 - (61) In re Citigroup Shareholder Derivative Litig., 964 A.2d 106, 120 (Del. Ch. 2009).

- (62) Veasey, *supra* note 58, at 397-98.
- (63) Model Bus. Corp. Act § 8.30 (2013).
- (64) *In re Citigroup*, 964 A.2d at 124.
- (65) Bainbridge, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, 57 Vand. L. Rev. 83, 114 (2004).
- (66) 社外取締役が裁判で個人的責任を追及されたことはほとんどない。Black, *Cheffins & Klausner, Outside Director Liability*, 58 Stan. L. Rev. 1055, 1062 (2006).
- (67) Nelson, *supra* note 34, at 158-69.
- (68) *In re Citigroup*, 964 A.2d at 138.
- (69) Zupnick v. Goizueta, 698 A.2d 384, 387 (Del. Ch. 1997).
- (70) 報酬委員会の意思決定過程は会社統治の最善の実務慣行にはほとんど違ふものではない。いつも注意義務に違反してゐないとする。In re The Walt Disney Company Derivative Litig. 906 A.2d 27, 56-57 (Del. Supr. 2006).
- (71) say on pay に基づく訴訟にせよ、浪費を主張した裁判例も存在せぬ。Nelson, *supra* note 34, at 158-160.
- (72) Veasey, *Duty of Loyalty: The Criticality of the Counselor's Role*, 45 Bus. Law. 2065, 2071-72 (1990).
- (73) *In re the Walt Disney*, 906 A.2d at 74.
- (74) Lewis v. Vogelstein, 669 A.2d 327, 336 (Del. Ch. 1997); *Ash v. McCall*, No. 17132, 2000 Del. Ch. LEXIS 144, at 23 (Del. Ch. Mar. 15, 2000).
- (75) Rosenberg, *Galactic Stupidity and the Business Judgement Rule*, 32 J. Corp. L. 301, 304 (2007).
- (76) *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 263 (Del. Supr. 2000); *Leung v. Schuler*, No. 17132, 2000 Del. Ch. LEXIS 144, at 23 (Del. Ch. Sept. 29, 2000).
- (77) *Fairfax*, *supra* note 16, at 33.
- (78) *ibid.*
- (79) Rodrigues, *The Fetishization of Independence*, 33 J. Corp. L. 447, 455-58 (2008).

五 say on pay による投票

(一) say on pay 投票は二〇一一年一月二日より実行することになった。最初の株主の投票結果によれば、株主は従前と異ならない態度で臨み、機関投資家コンサルタントの助言をそのまま受け入れなかったと指摘されている。⁽⁸⁰⁾ ISS (Institutional Shareholder Service) の資料に基づくレポートによれば、株主は現行の支払の実際を支持し、平均九一・二パーセントであった。支払と業績のつながりがないとみられるものは一・六パーセントであったが、ISSの否定的 say on pay の勧告によって多くの会社が支持を得るために支払の実際の変更・開示の修正を行った。⁽⁸¹⁾

多くの会社の役員支払パッケージに株主は強い支持を与えているが、株主が十分に支払レベルと計画に注意を払ったかどうか疑問であるとの意見もある。⁽⁸²⁾

否定的投票の結果となった会社においては支払と業績に関心があったものである。⁽⁸³⁾ しかし、ISSは二八五社に反対を勧告したが、三七社のみが多数の賛成を得られない投票の結果となった。⁽⁸⁴⁾

また、二〇一二年九月の資料においても同様で、七二パーセントの会社が九〇パーセント以上の株主の支持を得ており、多数を得られなかった会社はわずかに二・六パーセントにすぎない結果となっている。⁽⁸⁵⁾ また、ISSの反対の勧告を受けた会社の株主の会社提案賛成の平均的支持は六四パーセントである。⁽⁸⁶⁾

say on pay の効果としては、①役員報酬政策と実際により大きな注意をもたらした。②多くの株主が手の届かないと信じていた役員の支払決定過程とつながりを感じるようになった。③取締役と経営者は役員支払が株主の意見と一致しているかどうかにより注意を払うようになったといわれる。⁽⁸⁷⁾ しかし、役員の支払の増加したレベルに対する株主

の反発は起きていない。業績の政策については株主の気にかかったことではなかったと思われるとの指摘がある⁽⁸⁸⁾。いくつかの例であるが、業績との関連を高めるために報酬計画を変更しており、また、業績に基づかない支払の減額を行う会社もあったことが報告されている⁽⁸⁹⁾。

比較的低い拒否投票のパーセンテージは株主が責任を持って投票を行ったことを示す積極的シグナルであるとの見方がある。一方、株主は支払と業績の無関係あるいはCEOの給料の支払の増加に反射的に行動したものとの見方もある⁽⁹⁰⁾。しかし、支払と業績につながりが無いと思われる時でさえ、多くの会社で株主は支払の実際を承認している⁽⁹¹⁾。say on payを採用している国においては、機関投資家は事実上、報酬問題に精通するべく努めている⁽⁹²⁾。会社は支払の実際に問題がある時、株主とのコミュニケーションによって報酬プログラムを変更したり、追加的開示によって株主の賛成を得るべく努力している⁽⁹³⁾。そのようなことから拒否投票のパーセンテージが低いと考えられる。

このようにみれば、say on payにおいて株主の賛成を得られた場合であっても、say on payの影響を反映するもの⁽⁹⁴⁾とこえる。

(1) つつろび、二〇一一年のsay on payにおいて株主に否定された三七会社のうち、八会社の株主が取締役の信託義務違反および会社資産の浪費を理由として訴訟を提起した⁽⁹⁵⁾。これらの会社において賛成は四五パーセントに満たないものであった⁽⁹⁶⁾。

申立の主張は、一般的に株主の利益を役員⁽⁹⁷⁾の利益を図る方法で会社財産を転じた不合理と思われる役員報酬の承認による信託義務違反、業績対応支払報酬政策を採用した会社が報酬付与の政策に違反し委任状説明書に開示の懈怠、過度の役員報酬付与に基づいた会社資産の浪費を理由として取締役、役員、報酬コンサルタントに対して訴えたもの

である。⁽⁹⁷⁾

ドッド・フランク法の下での say on pay は、報酬コンサルタントの助言に基づき報酬パッケージが決定され、また、信認義務を修正・変更を加えるものではなく、たとい否定的投票結果であっても報酬構造の変更を求めるものではないが、株主は代表訴訟を提起している。代表訴訟はよく知られた業績に基づく支払の役員報酬構造を前提としている。株主は、取締役は訴訟に利害関係を有すると主張する。なぜなら、行為の責任を負う実質的可能性があるからとして、請求の無益を主張する。また、否定されるような報酬パッケージは会社の最善の利益においてではなく、経営判断の原則の適用はないという。報酬コンサルタントは、信認義務違反になる報酬構造を支持して、その気にさせたと理由で被告に含まれている。⁽⁹⁸⁾

以下にあつては、会社の却下の動議を否定した裁判例と承認した裁判例を取り上げて検討する。

① NECA-IBEW Pension Fund v. Cox ⁽⁹⁹⁾

裁判所は被告の却下の動議を否定した。裁判所は以下のように述べた。

役員報酬を決定するとき、取締役会は「経営判断の原則」によって保護される。しかし、取締役会のメンバーが不忠実に、すなわち、会社あるいは会社の最善の利益においてではなく行為した事実上の証拠をもって原告は反駁する推定である。ドッド・フランク法の say on pay にしたがって、取締役会は二〇一〇年役員報酬の株主の承認を求めたが、それに対して六六パーセントの反対票であった。ドッド・フランク法は say on pay は非拘束であり取締役の信認義務を変更しないけれども、コメンテーターが言うように否定的 say-on-pay 投票の結果は裁判所に忠実義務違反の

証拠を与える。義務違反があることを意味しないが、違反の認定を支持することができる。原告は、取締役会は会社の業績の失敗にもかかわらず、三人の役員に支払を大きく増やした報酬の承認を決定し、忠実義務違反であると申し立てる。その結果、取締役と役員は訴訟の却下の動議を提出した。経営判断の原則は拳証責任を課すものでプリードイングの責任を課すものではない。原告が信認義務違反を申し立てたとき、経営判断の原則は審理でルールが課する推定に反駁するため証拠を提出する責任を原告に課する。しかし、原告は推定に反駁する申立において直接関連する (operative) 事実を申し立てる義務はない。原告は経営判断の原則に対する例外を申し立てなければならぬが、詳細に例外を申し立てることは要求されない。ゆえに、原告は取締役会が二〇一〇年の役員支払構造のために経営判断の原則の保護を受ける資格がないことを十分に申し立てた。原告は事実上の申立をなし、単に結論的申立をなしたのではない。取締役会によって承認された役員報酬は会社の財政業績が低下しているときに業績との関連ある報酬政策に違反し、株主の最善の利益においてではなく、それゆえ、裁量の濫用そして／または不誠実を構成する説得力のある事実上の申立をなした。

被告はまた、原告は最初に取締役に訴えの請求をしていないからとして訴訟の却下を裁判所に求めた。オハイオ法は株主は請求の無益を証明することができると、最初に請求をすることなく代表訴訟を提起することを株主に認めている。無益を示すために、原告は、訴訟を提起すべきかどうかの決定において取締役の心は主張に対して閉ざされ、取締役が適切に経営判断を行使用することが出来ないことを示す責任を負う。オハイオ裁判所は取締役は株主が会社に提起を望む訴訟の犯罪者として対象とされるとき、請求はいつも無益であるとの理念を一致して拒絶する。しかし、請求は、取締役が攻撃される取引に相反する利益を有するあるいは含まれる場合、推定的無益である。さらに、

デラウェア法の下で、事前の請求は原告の主張が申し立てた取引が有効な経営判断結果であることに合理的な疑いを生じさせるとき、免除される。

ここで、取締役が訴訟を提起するかどうかについてバイアスのない独立の経営判断をなすことができるかについて疑う理由を与える具体的事実を申し立てた。裁判所は、取締役は大幅に引き上げる支払とボーナスを承認し、取締役は単に取引を承認するにとどまらず、株主が報酬を承認することを勧告した。そして報酬における否定的株主の議決を蒙った。裁判所は、原告の主張は申し立てられた取引は有効な経営判断の結果であることに合理的な疑いを生じさせた。したがって、取締役は事前の請求の無益を与えるのに対する十分な利益を有する資格に欠ける、と結論づけた。

また、裁判所は原告は信認義務違反の事実を十分に申し立てたゆえに、原告は不当に自己の利益を図った(enrichment)との訴えを十分に申し立てたことは「自明」であるとした。

② *Teamsters Local 237 v. McCarthy* ⁽¹⁰⁰⁾

裁判所は被告の却下の動議を承認した。

被告は三つの根拠に基づいて原告の申立を却下する動議を提出した。第一に、原告は申し立てる行為の当時そして引き続き被告会社の株式を有していないことにより、代表訴訟を提起する資格に欠ける。第二に、原告は訴えを遂行すべきか否かをその調査および決定をする取締役会に事前の請求をなしていないため適切に法的免除を申し立てていない。第三に、救済が承認されることに基づいて訴えが述べられていない。裁判所は被告によって主張された各々の根拠を正当なものとして申立の却下を承認した。

裁判所は以下のように述べた。

被告会社はデラウェア法の下で設立されているがゆえに、会社の内部的業務に関連する問題を裁判するにおいてデラウェア法を適用しなければならない。代表訴訟を提起する資格についてデラウェア法は原告に訴える違法行為の時に株式を所有していること、その時からそして訴訟係争中株式を引き続き所有することが要求される。

原告は二〇一〇年五月以来継続して株式を所有していると主張する。裁判所は、原告は報酬委員会が役員の一〇一〇年の基本的報酬構造を確立した後に株式を購入したと認定した。原告は申し立てた支払の少なくとも一部が現実について提訴条件を満足するのに十分であるとはしない。少なくとも、原告は株式に投資することを決定したときに現在の報酬ガイドラインを知っていた、あるいは知られるべきものであった。それゆえ、原告は代表訴訟を提起する地位にない。

また、裁判所は、原告は取締役会に事前の請求をなさないことを認められるための免除を適切に述べることができなかったと判示した。裁判所はデラウェア法の請求の無益の要件を述べた後に (Aronson v. Lewis を引用)、原告は、取締役会が二〇一〇年における役員のための過大な報酬を承認し、say on pay 投票において株主が報酬を承認することを勧告したことによって忠実および誠実義務に違反したとの主張はAronson テストに関係する。原告はAronson テストの第一の要件を満足させることを試みなかった。取締役会の七人の構成メンバーの一人のみが役員であり、彼に対して原告が申し立てる二〇一〇年報酬を受け取ったと主張する。それゆえ、原告は申し立てた報酬決定に関して取締役会の多数が利害関係を有しないことを疑う基礎を申し立てていない。原告は取締役会の多数が報酬の内容の独立

の評価なす能力に欠けるように役員支配・コントロールに服することも申し立てていない。このように、原告は取締役の多数が独立に欠けるゆえに請求は無益であると主張していない。

代わりに、原告は申し立てた報酬に関して取締役会の決定は有効な経営判断を反映することに合理的な疑いを生じること并要求する Aronson テストの第二の要件に焦点を当てる。原告は二〇一〇年役員支払に関する決定が十分な情報に基づいてなされたことに関して具体的事実を申し立てられなかった。また、決定が誠実に会社の最善の利益にあったとの取締役の正直な信念においてなされたことに疑いを生じる具体的事実の申立に欠けた。原告は業績と支払が一致するか否かに触れずに、代わりとして、say on pay 投票における反対投票は取締役のそれより先の報酬の承認と株主への勧告が有効な経営判断を反映するとの推定に反駁する証拠を構成すると争う。裁判所は、主張は法的にも事実的にも全体的に説得力に乏しいものとして拒絶する。第一に、say on pay の投票は取締役が問題の支払を承認するとして株主に承認することを勧告することがなされたときに say on pay の投票は開始されていないゆえに、取締役会はこれらの決定をなすにあたり投票の結果を考慮することができない。決定がなされたとき投票の結果を知らないことはこれらの決定をなすにあたり、取締役が十分に情報に基づき、誠実に取締役が会社の最善の利益にあるとの正直な信念において行為することを怠ったことを意味しない。原告が主張する種類のものはあと知恵と結果論であり、経営判断の分析と基本的に相容れない。第二に、原告は、株主の「独立の経営判断」によって取締役会の経営判断の保護の推定がデラウェア法あるいはドッド・フランク法の say on pay の規定においてどちらも支持を見出せないことで反駁するのに十分であると主張する。裁判所はドッド・フランク法九五一条を引用し、ドッド・フランク法は取締役の役員報酬の決定に関して以前から存する信認義務の枠組みを明白に保持していると述べた。デラウェア法は役員

報酬の設定に対する「広い裁量」を含んで会社事業および業務を管理する取締役の権限を長い間認めている。原告は否定的 *say on pay* 議決は裁判所が経営判断の原則に反駁するかどうかの評価において考慮すべき「証拠」であると主張する。しかし、原告はこの新奇な主張を支持する権威を引用していない。裁判所は反対の *say on pay* の投票のみで取締役の報酬の決定に適用される経営判断の推定に反駁するのに十分であると結論づけられない。原告は申し立てた報酬を承認する取締役の決定そして株主の投票の勧告に関して経営判断の原則の保護の推定に反駁しなかった。したがって、原告はこれらの行為が取締役の忠実、正直、誠実義務違反を構成するとの主張に関して事前請求の免除を申し立てていない。

原告は、取締役会は「現実の責任の可能性」に直面しているので請求は免除されると主張する。請求の要件から免除を十分に申し立てるためには、原告は取締役会の多くのメンバーが個人的責任の「現実的可能性」に直面していることを証明する詳細な事実を申し立てなければならない。原告の申立は余りに短い。原告は *say on pay* 投票前の株主に対する取締役会の勧告は二〇一〇年役員報酬に関して株主に重要な事実を省略していると主張する。これに関する原告の主張は全く結論的であり、それゆえ、請求が免除に要求される「現実的責任の可能性」を適切に述べることに十分ではない。

裁判所は役員報酬コンサルタントに対する支援と教唆の訴えは認められない。なぜなら、支援と教唆の訴えが認められるかも知れないことに基づく取締役による基本の信認義務違反を申し立てていない。

申し立てられた報酬に関する取締役会の決定は本裁判所が尊重すべき適切な経営判断の行使を反映することに関し合理的な疑いを生じなかった。二〇一〇年役員報酬は業績の達成目標と一致しないもので過大であるとの主張は不

当利得の訴えを述べるのに全く十分でない。

二つの裁判例を比較すれば、まず②の判例は、株主は代表訴訟を提起する資格がないと判示している。原告によって申し立てられた行為は原告が株主になる前に生じた出来事であったとされた。①の判例ではこのような問題はなかった。次に、報酬と業績の関係であるが、①の判例は会社業績が低下しているときに増加した役員報酬は支払い政策に違反し、株主の最善の利益においてではないという。②の判例では業績と支払が一致していないと原告は主張していないと判示した。また、フリーディング基準であるが、①の判例では経営判断の原則はフリーディングの責任ではなく、証明の責任を課するという。しかし、詳細に例外を述べることは要求されないとする。②の判例では、請求の無益に関して、決定的な報告あるいは単なるフリーディングの通知によっては満足されず、事実上の詳細の厳格な要件に従わなければならないとする。経営判断の原則に関して、①の判例は会社の財政状態に照らして、また say on pay において株主の反対を受けるような報酬の承認は有効な経営判断の結果であることに疑いを生じるとする。②の判例は say on pay での反対のみでは経営判断の原則の保護の推定を反駁しえないとする。ここでの「のみ」は追加的証拠を提出すれば結果が異なる余地を認めているといえよう。⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾

なお、②の裁判例は会社はデラウェア州で設立されながら、その州での提訴を選んでいない。その理由として考えられることは、請求の無益を申し立てるのに有利に、あるいはデラウェア法を適用しないという願望をもって他の州であればこの問題をより良く扱ってくれるのではないかとの戦略と考えられる。⁽¹⁰⁾

会社は乏しい業績に直面して役員報酬を増加させることによって業績に対応した支払の理念に違反し、取締役会は

増加した役員報酬を減額しないことによって否定的アドバイスである株主投票を無視することによって一般的に訴えられている。⁽¹⁰⁴⁾このようにみれば、取締役会と報酬委員会は役員報酬計画と政策および報酬決定の理由に関する公式報告書を厳密に吟味するべきであろう。業績と支払の関係の開示は開示が十分にそして正確に現実の報酬決定を反映するように注意深く起案するべきである。もし、株主が say on pay で提案を拒絶するならば、取締役会および報酬委員会は役員報酬計画を変更すべきかどうか考慮するべきであり、取るべき対応行動を即時に開示すべきであろう。⁽¹⁰⁵⁾

- (98) Feeacome, Say on Pay in 2011, and What to Expect for 2012, Harv. Bus. Rev. Blog Network (Oct. 3, 2011, 9:30 AM), available at http://blogs.hbr.org/cs/2011/10/what_was_be_hind_those_say_on_pay.html.
- (10) Allen et al., Institutional Shareholder Service, Preliminary 2011 U.S. Postseason Report 1-2 (2011), 株主の支持に関する Conference Board にある同様の文。Littenberg, Damania & Neidig, A Closer Look at Negative Say-on-Pay Votes during the 2011 Proxy Season, Director Notes (The Conference Board), 2-3, July 2011, available at <http://www.srz.com/A-Closer-Look-at-Negative-Say-on-Pay-Votes-During-the-2011-Proxy-Season-07-26-2011/>.
- (82) Thomas, Palminter & Cotter, supra note 31, at 1250.
- (83) ISS Preliminary Report, supra note 81, at 3.
- (84) ibid.
- (58) Semler Brossy, 2012 Say on Pay Results: Russell 3000 Shareholder Voting 2 (2012), available at <http://www.semlebrossy.com/wp-content/uploads/2012/09/SBCG-SOP-2012-09-05.pdf>. このような数字から say on pay ルールは支払の実効にするための費用のかかるエンササイズ以外の何物でもないとの意見がある。Zara, The Impact of Say-on-Pay, 31 Rev. Banking & Fin. L. 580, 582 (2012).
- (86) Russell 3000 Shareholder Voting, supra note 85, at 7, 勧告が株主の行動に影響を与えるか否かに基づいた議論がある。Choi, Fisch & Kahan, Director Elections and the Role of Proxy Advisors, 82 S. Cal. L. Rev. 649, 696 (2009).

- (57) Bachelier, Say-on-Pay Under Dood-Frank, Harv. L. Sch. Forum on Corporate Governance and Financial Regulation 1 (Sept. 17, 2011), 8:19 AM, available at <http://blogs.law.harvard.edu/corgov/2011/09/17/say-on-pay-under-dodd-frank>.
- (58) Thomas et al., supra note 31, at 1257. 444 ISS の勧告に全面的には依拠していない。Ferracone, Say on Pay in 2011, and What to Expect for 2012, Harv. Bus. Rev. blog Network (Oct. 3, 2011, 9:30 AM), http://blogs.hbr.org/cs/2011/10/what_was_be_hind_those_say_on_pay.html.
- (59) Miller & Assayag, SOP Drives Compensation Program Changes to Enhance Pay/Performance Link, Director Notes (The Conference Board), 6, Sept. 2011, available at <http://clearbridgecomp.com/wp-content/uploads/TCB-DN-V3N18-11.pdf>. 株主の承認を得ることに失敗した会社も翌年には役員報酬政策を変更し、株主の支持を得ている。しかし、これと異なる道を選び、いくつかの企業は報酬政策を公的に弁護し、失敗の結果についてアドバイザー企業を非難する。Littenberg et al., supra note 81, at 7. これに関して、ISS は会社が say on pay の評価の前に ISS 側に生じた関心に取り組まないならば、報酬委員会のメンバーの再任に対して反対をすることを勧告している。ibid., at 5.
- (60) Fairfax, supra note 16, at 36.
- (61) Allen et al., Institutional Shareholder Services, 2011 U.S. Post Season Report 10 (Sept. 29, 2011), available at http://www.issgovernance.com/files/private/2011_US_PostSeason_Report_0929.pdf. 1101 年の say on pay にある株主の投票の結果から特別な支払の規制は支払の実際について株主の関心に必要に与えられた経営者の応答にみられるとの指摘もある。Cotter, Palminter & Thomas, The First Year of Say-on-Pay Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward, 82 Geo. Wash. L. Rev. 967, 1011 (2013).
- (62) Delman, supra note 14, at 609.
- (63) ISS Post Season Report, supra note 91, at 12; Cogent Compensation Partners, Say-on-Pay Update: Voting Results and Trends So Far 2-3 (June 1, 2011), available at http://www.cogentcompensation.com/images/resources/SayOnPayUpdate_June2011.pdf.
- (64) Gerber et al., Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, 2013 Insights : Governance 2 (2013), available at <http://www.skadden.com/insights/governance-1>.
- (65) Thomas, Palminter & Cotter, supra note 31, at 1261. ただし、一つの企業に二つの代表訴訟が提起されていることから、少なくとも九件と推定される。Bachelier, supra note 87, at 17. また、和解に達しなければもっと増えるとの指摘もある。Allen, Schultz & Vazquez,

- The Impact of the 'Say-on-Pay' Vote on the CEO Evaluation Process, 14 Corp. Governance Rep. (BNA) 120 (Oct. 3, 2011). なお、他のレポートでは、株主に否定された会社は四五件と報告されている。Nelson, *supra* note 34, at 155.
- (96) Greene et al., Lessons Learned from Initial "Say-on-Pay" Litigation: Plaintiffs' Attorneys Start Utilizing "No" Votes as a Basis for Claims Against Directors, Martindale.com, 1 (July 25, 2011), available at http://www.martindale.com/litigation-law/article__Mintz-Levin-Cohn-Ferris-Glovsky-Popeo-PC_1316956.htm.
- (97) 裁判例については、Nelson が詳しく紹介している。Nelson, *supra* note 14, at 158-170.
- (98) *ibid.*, at 170-71.
- (99) 11-cv-451, 2011 U.S. Dist. LEXIS 106161 (S.D. Ohio, Sept. 20, 2011).
- (100) 2011-cv-197841 (Ga. Super. Ct., Sept. 15, 2011).
- (101) Nelson, *supra* note 34, at 191.
- (102) 二つの対照的裁判例は近い将来、他の say on pay 訴訟との混同を生じると見られる。Bessette et al., 2012 Outlook for Say-on-Pay Lawsuits 3 (Feb. 28, 2012), available at <http://apps.americanbar.org/buslaw/bl/content/2012/02/keepingcurrent-01.stm>. ただし、①の裁判例はアメリカで大きな関心をよんでおり、訴訟を提起する可能性があると指摘されている。Davie, Does a Negative "Say on Pay" Vote Trigger a Breach of Fiduciary Duty Claim? 2 (Mar. 15, 2012), available at <http://www.strictlybusinesslawblog.com/2012/03/15/does-a-negative-say-on-pay-vote-trigger-a-breach-of-fiduciary-duty-claim/>
- (103) Saparoff et al., Plaintiffs' Attorneys Start Utilizing "No" Votes as a Basis for Claims Against Directors 5 (July 18, 2011), available at <http://www.mintz.com/newsletter/2011/Advisories/1251-0711-NAT-LIT/web.htm>.
- (104) ISS Post Season Report, *supra* note 91, at 2.
- (105) Shepherd, Say-On-Pay and the Cincinnati Bell and Beazer Homes Decisions 2 (Dec. 10, 2011), available at <http://www.bakerlaw.com/alerts/say-on-pay-and-the-cincinnati-bell-and-beazer-homes-decisions>.

六 say on pay と取締役の信認義務

ドッド・フランク法九一条(c)項は取締役会の信認義務の変更・創設を伴うものではないと規定している。これは会社統治の問題は一般的に州会社法に委されるべきであるとの批判に⁽¹⁰⁶⁾応えるものと解されるが、州裁判所が信認義務法を変更することを禁じたものでもない。したがって、役員報酬問題に関する信認義務違反を審理するときに判断基準を変更することの障壁としてドッド・フランク法を用いるべきではないであろう。⁽¹⁰⁷⁾

デラウェア州において公開会社での報酬問題を株主が訴えた場合、勝訴する可能性は低いといえよう。⁽¹⁰⁸⁾しかし、裁判所は役員報酬への挑戦に対していつも敵対的ではない。時々、裁判所は役員報酬の決定の過程あるいは内容に高められた審査を適用している。⁽¹⁰⁹⁾また、株主に対して課せられた重い負荷を弱めるあるいは株主のために門戸を開いたとみられる裁判例も存する。⁽¹¹⁰⁾

say on pay 訴訟において、原告は支払政策に関する開示に言及し、増加された役員報酬と弱体化した業績をみることで、支払と業績のつながりのないことを問題として取締役会の決定を追及する。⁽¹¹¹⁾それゆえ、会社は報酬決定の合理性に特に注意を払う必要がある。⁽¹¹²⁾特定の報酬パッケージが開示された政策に合致するかどうかに焦点を当てることによって、開示が裁判所に取締役の適切な支払政策に関する決定を尊重させるのに役立つ。報酬の適切性が問題となるのではなく報酬のレベルが問題とされ、そのレベルに対する考え方は多様であることから、裁判所の能力を超える可能性もある。したがって、一般的に取締役によってより良く決定されるとの認識が存するといえる。⁽¹¹³⁾

say on pay 投票は役員報酬の決定に大きな影響を与えることになろうが、デラウェア裁判所の say on pay に基づく

訴えにどのように対処するにせよ、役員に対する過大な支払という部分的問題の解決である。しかし、訴訟の脅威は訴訟を避けるために株主の利益に配慮することを取締役させることになる。

州裁判所はさらなる連邦の浸食を避けるために信認義務法の活用を考慮すべきであろう。これ以上の浸食がなされない保証はない。統一的に命令で行う連邦法に対して州会社法の特に授權法的性質は改革のルールを競争するに当たり、競合的利益が存する。⁽¹⁴⁾ 連邦法は統一的形式の命令の形でなされ、全てが十分に満足出来ないが、ゴールを達成する。そこで、連邦の命令で私的自治から生じる改革との望ましくない置き換えになるとの意見がある。すなわち、会社統治の第一の規制者として伝統的な役割から州を排除することは、会社法に生じた多くの困難な規制問題に対する選択的な解決の実験のための価値ある機会を減じることになり、連邦法によって課せられる画一性は異なる規制の形ある実験を排除することになる。⁽¹⁵⁾ 金融危機に際して、経験的に特に金融機関の政策を中心として連鎖的に過度のリスクをとっていたといわれる。⁽¹⁶⁾ これに対して、連邦の命令はそのような実際の次善のレベルでの同調性を奨励することになる。⁽¹⁷⁾ しかし、連邦主義に欠点がある場合であっても大切な利益があるとの指摘がある。⁽¹⁸⁾ 会社の改革を監視するために信認義務法に依存できないならば連邦主義は望ましいことになる。⁽¹⁹⁾ それゆえ、信認義務法は改革に伴う欠陥についてそれを是正する役割を果たすことが必要となってくる。

(16) Ribstein, Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act, 28 J. Corp. L. 1, 59 (2002).

(17) Fairfax, supra note 16, at 39.

(18) Thomas & Martin, Litigating Challenges to Executive Pay: An Exercise in Futility?, 79 Wash. U. L.Q. 569, 601 (2001).

- (109) Thomas & Wells, *supra* note 11, at 880.
- (110) Caywood, Note, *Wasting the Corporate Waste Doctrine: How the Doctrine Can Provide a Viable Solution in Controlling Excessive Compensation*, 109 Mich. L. Rev. 111, 119 (2010).
- (111) Nelson, *supra* note 34, at 173.
- (112) Leaders' Statement リーダーズの声明 "Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit Sep. 24-25, 2009, G-20, available at http://www.treasury.gov/resource-center/international/g7-g20/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf.
- (113) Fairfax, *supra* note 34, at 41.
- (114) McDonnell, Two Cheers for Corporate Law Federalism, 30 J. Corp. L. 99, 100 (2004).
- (115) Bainbridge, *supra* note 7, at 1795.
- (116) Okamoto, *After the Bailout: Regulating Systemic Moral Hazard*, 57 UCLA L. Rev. 183, 185-86 (2009).
- (117) Gordon, *supra* note 7, at 325.
- (118) McDonell, *supra* note 114, at 101.
- (119) Fairfax, *supra* note 34, at 46.