



Osaka Gakuin University Repository

Title	独立取締役と取締役会 Independent Directors and Corporate Boards
Author(s)	片山 信弘 (Nobuhiro KATAYAMA)
Citation	大阪学院大学 法学研究 (OSAKA GAKUIN LAW REVIEW), 第 44 巻 第 1 号 : 1-26
Issue Date	2017.9.30
Resource Type	Article/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

独立取締役と取締役会

片山 信弘

一 はじめに

二 会社法理論

三 独立取締役と取締役会

四 役員報酬

五 独立取締役と報酬委員会

一 はじめに

アメリカにおいては金融危機以後、取締役会に多くのなすべきことが要求されている。^(注1) 取締役会の現状での最善に
なし得ることへの誤解あるいは過大な要求は別として、理念的な取締役会は会社の活動に積極的に従事することが求
められ、そこでは会社の内部の業務についてはもちろん、消費者の動向、会社の成長の可能性などを含んだ多くの知
識を保持すべきことになる。また、経営者チームは統一的に機能し、適切なインセンティブを創造するために計算さ

れた報酬を付与することが要求される。

このような取締役会を実現するため、統治改革は三〇年に亘り取締役の独立の増加の方向に動いている。コモン・ローにおいて、利害関係を有する取締役は当該取引に利益を有することから会社の業務決定に関与することが禁じられた。そこから利害関係を有しない取締役が望ましい存在となったが、そのような取締役は「独立取締役」のモデルとして発展し、SEC（米国証券取引委員会）によって推奨され、裁判所は種々の状況下でそれを用いることで一般的理念として確定してきた。

SECは二〇〇二年のサーベンス・オクスレー法によって独立取締役の見解を具体化し、その後、ドット・フランク法によって独立取締役の採用を強制している。SECは、独立取締役はもつと厳格に定義され、取締役会を支配するべきとする。^(注2)しかし、そのような取締役の機能と合理性は何であろうか。取締役は、内部取締役、銀行役員・供給者などの関係を有する「灰色の」取締役および独立取締役に分かつことができるが、SECは灰色の取締役の問題として取り組む、あるいは技術上のレッテル貼りの問題として独立を定義づけているとの指摘がある。^(注4)

理念的な取締役会の職務はパートタイムの取締役主体の取締役に期待できないであろう。^(注5)しかし、会社法理論は現実の会社実務に触れていない。Eisenbergは独立の監視者として取締役会をみることを提唱し、近年の二つの会社統治理論、すなわち、Bainbridgeは、コントラクターアンの理論に基づいて取締役プライマシーモデルを主張し、Blairと Stout は、取締役会が仲介権力者として責務を負うチームプロダクションモデルを主張する。^(注7)これらの理論も会社の中心に取締役会を置くが、会社の基礎にこれらのモデルを置くとしても、現在の社外取締役が多数を占める取締役会では情報の不均衡、限られた時間からこれらのスタイルをとることはできないといえよう。^(注8)

3 (44-1-3) 独立取締役と取締役会 (片山)

取締役会は、以下の三つの機能を遂行することが確認されている。①経営者の監視をなすことおよび規律を遵守させること、②日々の業務上の意思決定には関与しないが、少なくともいくつかの経営上の機能を遂行（アドバイザー、ガイダンス）すること、③事業を維持し、資源を集めるために有用な契約のネットワークにアクセスできるシステムを構築することである。^{注1)}連邦法の公開会社に対する関与は監視モデルを秘めたものであり、独立の取締役に依存している。本稿においては、このような取締役会が右に挙げた機能をよく果たし得るもののかなどを考慮しながら独立取締役について検討を加えたい。

- (一) Taub, Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Right, 34 J. Corp. L. 843, 864 (2009).
- (二) Kannel, Is the Independent Director Model Broken?, 37 Seattle U. L. Rev. 775, 776 (2014).
- (三) Osi, Family Business Governance and Independent Directors: The Challenges Facing an Independent Family Business Board, 12 U. Pa. J. Bus. L. 181, 194-95 (2009).
- (四) Rodrigues, A Conflict Primacy Model of the Public Board, 2013 U. Ill. L. Rev. 1051, 1053. Rodrigues は「真の独立の定義をする方法があるか疑わしうござんた」。
- (五) Eisenberg, The Structure of the Corporation: A Legal Analysis (1976).
- (六) Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 550-51 (2003).
- (七) Blair & Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 Va. L. Rev. 247, 253 (1999).
- (八) Rodrigues, supra note 4, at 1054.
- (九) Bainbridge, Corporate Governance after the Financial Crisis 49-50 (2012).

二 会社法理論

法理論的には取締役会は会社の核心である。Banbridge は、制定法上の意思決定構造における中心的役割は取締役にあるという。^(注10) すなわち、日々の経営に関する支配のみならず、絶対的な支配をほとんど永続可能な取締役会に委譲しなければならぬ。株主は集合行為問題、情報の非対称から企業の経営問題についてよく知ることが妨げられ、株主に奉仕すべき独自の主体が必要となり、集約的に決定をなす独立の主体に情報を集中することが効率的である。その中心的な独立の主体に株主および他の会社の構成員のために彼らの権限を委譲することが効果的かつ効率的な方法であるという。^(注11)

制定法上、会社統治システムにおいて、会社の営業および業務に最終的な責任を課せられている取締役会は、重要な経営に関する事項は自らが決定しなければならないが、監督権限を留保したうえで、CEO および他の上級執行役員にその責務の多くを委譲している。この委譲の結果、会社統治において株主、取締役そして会社役員が主要な行為者であるが、役員支配が支配的な統治モデルとなっている。^(注12) それゆえ、Elsanberg の提唱する取締役会の監視モデルは、株主の利益を守るために現代の法的会社統治の主要な焦点となっている。^(注13)

近年は、独立の取締役会の推奨とならんで株主プライマシー論が有力になってきた。^(注14) そこでは、株主は唯一の残余財産請求権を有する者であることを理由とし、^(注15) 株主は企業価値の最大化に対する一番大きなインセンティブを有し、^(注16) 企業は株主の利益最大化に向けて経営されるべきである。そして、株主の利益は会社の決定権者の焦点であり、株主

の取締役の選任権限はこの目的に注目する。^(注17)しかし、残余財産分配請求権者であるということと会社自体の所有とは同じではない。そこで、株主プライマシーの擁護のために代理コスト経済を主張し、^(注18)取締役は株主の代理人とみなされることを挙げる。^(注19)この主張は、理論的に会社統治の理念的ルールは全ての会社構成員の利益のバランスをとる裁量を取締役に認めているルールであることを前提とする。^(注20)

このような株主中心の見解に対して、先に簡単に述べた取締役プライマシーモデルおよびチームプロダクションモデルが対抗している。この二つの見解は共に取締役会によって果たされる重要な役割に注目する。Banbridgeの主張する取締役プライマシー理論では、コントラクターアンの理論に基づいている。標準的なコントラクターアンの説明は契約の連鎖として企業を取り扱うが、Banbridgeは取締役会が種々の生産の要素を用いるための手段として企業を取り扱う。したがって、取締役会は単なる株主の代理人ではなく、むしろ会社と約束をした種々の契約の連鎖に奉仕する独自の主体であるという。^(注21)そして、株主は契約の連鎖によって拘束される多くのステイクホルダーの単なる一人であり、所有は重要な意味をもたないという。^(注22)全体として企業に結びついた決定をなすことを授権された中心的な代理人によって特徴付けられる権威に基づく意思決定構造は、企業の構成員が情報の非対称性に直面し、異なる利益を有するときに生ずる傾向がある。会社はこれらの条件に明らかに満足するので、中心的な意思決定者に承認の権限を付与することは、その統治の典型的特徴であるという。^(注23)このように全ての組織はその構成員の要求をまとめ、集約された決定に転じる何らかのメカニズムを有しなければならないとする。^(注24)これによれば、制定法は取締役会に承認の権限を付与することが正当化されることになる。このような立場によれば、株主に権限を付与することは望ましくないとはいえよう。Banbridgeは、株主は事実上日々の会社運営あるいは長期の政策に関して何の支配権も行使できな

い。全ての会社制定法の下で、膨大な多数の会社の決定は取締役会あるいは行為を行う下位の者に割り当てられる。株主は本質的に会社の行為の権限を有しない存在であるという。^(注26)

一方、チームプロダクションモデルは、取締役に對する株主の支配を弱め、大きな自由を承認し、取締役会は株主の利益のみを保護するのではなく、従業員、消費者、債権者などを含んで、会社の「チーム」の全てのメンバーの企業への特有の投資を保護するために取締役会は存在するという。^(注26) チームのメンバーの利益を奪う直接的なインセンティブを有さない部外の当事者に企業とチームの投資に関する支配を譲渡することが好ましく、この部外の当事者が取締役会であり、取締役は企業内の究極の意思決定主体者として株主をはじめ誰の直接的支配あるいは監督に服さず、取締役会は仲介権力者としてその責務を果たすという。^(注26) このようにして、チームプロダクションモデルは構成員間の大きな信頼を得るように誠実に構成員を取扱い、会社は法を遵守し、行為の倫理的関連を考慮することから会社に大きな利益をもたらすという。^(注26) そして、その富は全てのステイクホルダーの利益をもたらすという。^(注30) このように理解すれば、取締役は企業の最善の利益を決定するにあたり、経営者、従業員、債権者などのために株主の利益を犠牲にする強い裁量権を有することになる。^(注27)

両者はアプローチは異なるが、取締役会にあるものとして概念的会社支配による制定法の枠組みと一致する。^(注28)

会社法理論は一般的にCEOによる会社支配を無視している。チームプロダクションモデルにあつては株主のみならず、従業員、消費者、債権者などの継続的仲介をなすことを取締役に期待する。しかし、社外の独立の取締役に経営に関するこのような活動は期待できない。会社の構成員間の仲介をすることは会社に対する各当事者の権利と会社相互の義務の実質的な有用な知識を有していることが要求され、上級執行役員の方が取締役会よりも交渉すべき知

識を有しているといえよう。^(註33) 取締役プライマシーモデルは永続的な監視者および会社の専断的行為者として取締役会をみる。事業はその成功において最も大きな利害を有する者によって最も効果的に運営されるものであり、株主が全面的に取締役会に依存することが合理的な経済的行為に適用ものか疑問である。^(註34) 情報の非対称を取締役プライマシーの正当化事由にしているが、これでは情報の非対称に基づく損害を株主が蒙っても経営者の決定を評価できない状態を放置することになる。

- (10) Bainbridge, *supra* note 6, at 559.
- (11) *ibid.* at 558-59, 624.
- (12) Johnson & Reica, *Realty Check on Officer Liability*, 67 *Bus. Law* 75, 82 (2011).
- (13) Bratton & Wichter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*, 34 *J. Corp. L.* 99, 145 (2008).
- (14) Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, 149 *U. Pa. L. Rev.* 2063, 2065 (2001); Rodrigues, *supra* note 4, at 1056. 株主プライマシーと株主利益最大化の語句は、しばしば交換可能な語句として用いられているが、本来的には異なる概念を表すものである。株主プライマシーは株主に最終的な支配を付与する意思決定モデルを表すものであるが、株主利益最大化のより狭い概念は取締役に株主の利益を最大化するために会社の経営を命じるもので、特定の会社の意思決定モデルを表すものではない。Bainbridge, *supra* note 6, at 574.
- (15) Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 36-39 (1991).
- (16) Hill, *Visions and Revisions of the Shareholder*, 48 *Am. J. Comp. L.* 39, 50-51 (2000).
- (17) Bodie, *AOL Time Warner and the False God of Shareholder Primacy*, 31 *J. Corp. L.* 975, 977 (2006).
- (18) Greenfield, *The Place of Workers in Corporate Laws*, 39 *B.C. L. Rev.* 283, 295 (1998).
- (19) Baysinger & Butler, *Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law*, 10 *J. Corp. L.* 431, 436

- (1985).
- (20) Stout, Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy, 75 S. Cal. L. Rev. 1189, 1192 (2002).
- (21) Bainbridge, *supra* note 6, at 550-51.
- (22) Bainbridge, The Case for Limited Shareholder Voting Rights, 53 UCLA L. Rev. 601, 604 (2006).
- (23) Bainbridge, Director Primacy and Shareholder Disempowerment, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1747 (2006).
- (24) Bainbridge, The Board of Directors As Nexus of Contracts, 88 Iowa L. Rev. 1, 20 (2002).
- (25) Bainbridge, *supra* note 6, at 573-54.
- (26) Blair & Stout, *supra* note 7, at 253.
- (27) Stout, The Shareholder as Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors in Public Corporations Tolerate Board Governance, 152 U. Pa. L. Rev. 667, 685-86 (2003).
- (28) Blair & Stout, *supra* note 7, at 250-51.
- (29) Kostant, Team Production and the Progressive Corporate Law Agenda, 35 U. C. Davis L. Rev. 667, 671 (2002).
- (30) Blair & Stout, *supra* note 7, at 288.
- (31) *ibid.* at 291.
- (32) Rodrigues, *supra* note 4, at 1058.
- (33) Aices, Beyond the Board of Directors, 46 Wake Forest L. Rev. 783, 801 (2011).
- (34) Dent, Academics in Wonderland: The Team Production and Director Primacy Models of Corporate Governance, 44 Hous. L. Rev. 1213, 1219 (2008).

三 独立取締役と取締役会

一九六〇年代においては、多くの取締役会は助言を行うことをその役割として、当該企業に重要な経済的関係を有する銀行家、法律家そして供給者のような外部者と多くの内部者で構成されるものであった。^(注35)その後、監視する取締役会の概念の高まりから、判断を行うための取締役会の能力は経営者からの独立を要求することとなった。^(注36)

既に述べたように、取締役会による監視は〇POを監視することを意味する。会社法あるいは証券取引所法の分野において独立取締役の語句は一般的なものとなっているが、統一された定義は存しない。独立取締役を定義するには多くの方法があるが、会社の上級経営者である取締役(社内取締役)は自己および上級執行役員の業務執行を客観的に評価し得ないことから、会社によって雇用されていない取締役(社外取締役)に経営者の行為の監視を期待している。^(注37)

一方、デラウェア裁判所は、取締役は取締役の職にあることの利益あるいは追加的な非重大利益には判断を左右させないという評判の利益に関心があるとの仮定をとるが、実証的研究によれば、それが否定されている。^(注38)専門は異なるが、医療専門家の研究によれば、医師は少額の贈与であっても判断が影響されることを示している。^(注39)取締役がこれと異なると考えられる理由はない。心理学上の経験調査によれば、人は他の知らない人の意見によって影響されることを示している。^(注40)当然の事ながら、独立取締役が利害関係を有する他の取締役の影響を大きく受けることは否めない。

理論的にみれば、独立取締役は会社経営の業務に新鮮な専門家の知見をもたらす、会社あるいは経営者と経済的な結びつきのない独立取締役は最も効果的な方法で経営者の行為を審査できる。^(注4)しかし、実際的には独立取締役は上級経営者に非常に依存しているといえよう。典型的に上級経営者は取締役の選任および取締役の報酬の提案、委員会への割当ておよび会議の議題の設定、業務執行の評価において大きな役割を果たしている。^(注5)独立取締役は任務を遂行するにあたり、役員は取締役会に考えを提供し、取締役にアドバイスをなし、その役員判断に同意するならば、その決定に伴う疑問を質しており、また、取締役は監視の仕事を遂行するにあたり、用いる情報と判断のための根拠について役員に大きく依拠している。^(注6)独立取締役が監視義務を尽くすためには、経営に関する十分かつ客観的な情報入手しなければならぬ。情報不足の独立取締役は限定された価値しか有しないといわれる。^(注7)しかし、独立取締役は当該会社の日々の業務には従事しておらず、取締役会が開催された会議室で職務に専念することになる。^(注8)必然的に監視機能を果たすための情報入手のために役員、コンサルタントなどのレポートに依存することになる。^(注9)CEOは社外者に与える情報と与えない情報の区別に非常に注意を払う。CEOと独立の取締役間の情報の不均衡は、CEOに情報を操作するインセンティブを与え、監視の任務の実行は困難となる。^(注10)情報の非対称の問題への主たる会社統治の対応はゲートキーパーへの信頼であるが、ゲートキーパーであっても情報の提供者は内部者であり、^(注11)データを独占する利益との衝突の危険性も存する。^(注12)また、取締役は取締役会開催の直前に情報を受け取るが、その資料はしばしば大部であり、ほとんど整理されていないものである。取締役はCEOあるいはCEOのために働く役員によって準備された情報資料を受け取るが、取締役は情報を集めるためにCEO以外のチャンネルを有しないのが通常である。^(注13)したがって、取締役会は主要な決定が決着を付ける前に最終的チェックとしてのみ奉仕できるといえよう。^(注14)

独立の取締役が事後証明的に望ましいものであるならば、独立の効果と会社の業績あるいは株価の間の統計的相互関係が明らかに示されるであろう。^(注51)しかし、多数の独立取締役から成る取締役会を有する企業は他の企業と比べて業績的に優れていることを示すデータは存しない。^(注52)あるいは独立の取締役と会社の業績の間の消極的相互関係を示しているともいわれている。^(注53)これについて、Gordonは、独立取締役の存在の効果はシステムの効果であり、開示の質への信頼が株価に反映するという。^(注54)この点については、開示の質と量は会社の株式の価格を正確にして業績を正しく反映させるものにならう。また、情報の非対称の弊害を少なくすることにもならう。しかし、株価が下落したときは、その事実は何かが誤っていたことを取締役会に示すのみで経営戦略については何のガイダンスも提供しない。取締役会の多くは、独立の取締役がいかなすべきかを知らないような経営上の要求を含んでいる。株式の価格は企業の内部知識の替わりとしては役に立たない。^(注55)正確な株価は経営者の業績を監視することを容易にするが、企業をより良く経営するためのガイドとして有用な知識の付与をなすことはないといえよう。

現代公開会社の取締役会の責任は、執行役員らの活動の監視および会社の事業の経営の任にあたることである。Fairfaxは、経営者が自己取引、詐欺を行うことによって権限を濫用するあるいは責任を逃れることのないように監視をなすことであり、会社に利益をもたらすことを確保するために利益衝突を精査することが必要であるという。活動的な監視は経営者の不正行為に従事する可能性を減じることがゆえに、独立取締役は詐欺を発見、防止に努める。そのような取締役は会社の業務を率先して吟味することができるので、経営者の怠慢を防止し、会社の業績を高める。経営者が生産的であることを確保するのみならず、もつと効果的、効率的な決定をなすことを確保できるといふ。^(注56)取締役会にとって、監視の機能は果たすことができようが、経営者が会社のために効果的、効率的な決定をなすことを確

保することを中心とする仕事は困難といわざるをえない。取締役会に割り当てられる経営上の機能は、特に独立の取締役にとって企業の特異な経営上のノウハウに欠けることが不可避であるゆえ、経営上の決定の評価を求められたときは単なる無条件承認とならざるをえない。^(註7) 独立は良い経営者を保障するものではない。^(註8)

- (55) Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1514 (2007).
- (36) Cosenza, The Holy Grail of Corporate Governance Reform: Independence or Democracy, 2007 BYU L. Rev. 1, 19.
- (37) Lin, The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence, 90 Nw. U. L. Rev. 898, 901 (1996).
- (38) Dent, Independence of Directors in Delaware Corporate Law, 54 U. Louisville L. Rev. 75, 83 (2016).
- (39) Robertson et. al., Effect of Financial Relationships on the Behaviors of Health Care Professionals: A Review of the Evidence, 40 J.L. Med. & Ethics 452, 460 (2012).
- (40) Moore et al., Conflict Interest and the Intrusion of Bias: 5 Judgement and Decision Making 37, 46 (2010).
- (41) Elson, Erron and the Necessity of the Objective Proximate Monitor, 89 Cornell L. Rev. 496, 497-98 (2004).
- (42) Check et al., Preliminary Report on the American Bar Association Task Force on Corporate Responsibility, 54 Mercer L. Rev. 789, 799 (2003).
- (43) Aices, supra note 33, at 795.
- (44) Gordon, supra note 35, at 1541.
- (45) Cox, Managing and Monitoring Conflicts of Interests: Empowering the Outside Directors with Independent Counsel, 48 Vill. L. Rev. 1077, 1082 (2003).
- (46) Langevoort, The Human Nature of Corporate Board: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability, 89

- Geo. L. J. 797, 812-13 (2001).
- (47) Fairfax, *The Uneasy Case for the Inside Director*, 96 Iowa L. Rev. 127, 161-62 (2010).
- (48) Cunningham, *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability*, 52 UCLA L. Rev. 413, 419 (2004).
- (49) Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 Seattle U. L. Rev. 1435, 1454 (2011).
- (50) Alces, *supra* note 33, at 800.
- (51) Langevoort, *supra* note 46, at 798.
- (52) Bhagat & Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 Bus. Law. 921, 950 (1999).
- (53) Agrawal & Knoeber, *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, 31 J. Fin. & Quantitative Analysis, 377, 393-94 (1996); Fogel & Geier, *Strangers in the House: Rethinking Sarbanes-Oxley and the Independent Board of Directors*, 32 Del. J. Corp. L. 33, 52 (2007).
- (54) Gordon, *supra* note 35, at 1508-09.
- (55) Rodrigues, *supra* note 4, at 1063. この項は本論文に負つてこの項が大きう。
- (56) Fairfax, *supra* note 47, at 138.
- (57) Allen, *Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?* 45 Bus. Law. 2055, 2056 (1990); Lin, *supra* note 37, at 914.
- (58) Rodrigues, *supra* note 4, at 1066.

四 役員報酬

取締役会は前述のように理論的には会社の経営を指揮し、上級役員を監視し、そして重要な事業の決定をなす責任

があるが、典型的に取締役は多くの時間を会社統治に割くことができないうえに、事業の成功あるいは失敗は専門家のグループに存し、企業の日々の運営および資本構造に本質的な利益において役員そして投資家が真の会社の意思決定者であって、取締役会に割り当てられた機能を遂行するべきであるとの意見がある。^(注59) 取締役会は会社の経営に関して多くの仕事を上級の執行役員に委譲している。特に、会社の日々の運営の監視、経営戦略の設定、利益の確保、従業員の監督などの仕事はCEOと側近のアドバイザーに任される仕事である。^(注60) このようなことから、Alcesは、現在の無用なものとしての取締役会は捨て去るべきであるという。^(注61) しかし、現在の実務および現行法との分離は実施することが困難である。Alcesは、主要な債権者の代表者、株主の代表者および労働者の代表者などから成る投資家の取締役会を示唆する。^(注62) これに対して、企業には多くの異なる種類があり、取締役会に異なる必要性を反映する自由がある。それゆえ、現在の制度としての取締役会を保持する価値があるとの指摘がある。^(注63)

今日の取締役会は一人名ないし二人の社内取締役がメンバーにいただけである。^(注64) 先にも述べたように、独立の取締役会の出現は、CEOが取締役に流す情報を支配し、操作する地位に就き、CEOにとって最も好ましい点から取締役会に情報を提供するインセンティブをもって非常に強力な地位にCEOを置くことになる。^(注65) CEOは情報の唯一の源としての地位であるがゆえに、容易に独占され、制限された情報となる。

役員報酬の問題は取締役会がCEOに対する監視の役割の一部として役員報酬を決定することがあるべき姿であるとして役員報酬に関与することに賛成する。^(注66)

以下では、役員報酬の決定を素材として、取締役会における社会集団の相互作用、報酬委員会の独立要件などを検討する。

1 役員報酬は短期の経営結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。^(注67) そのような関心に対応して、二〇一〇年六月にドッド・フランク法を議会が制定したとき、広範囲の役員報酬改革を含むことになった。^(注68) これにつき、役員報酬支払いの過程に影響するドッド・フランク法の規定は、一つの法に含まれる新しいルールのセットの報酬支払いの過程に最も広範かつ重要な影響をおそらく有すると指摘されていた。^(注69) アメリカでは二〇年以上前から多額の役員報酬の支払いに対して問題意識を有していた。^(注70) それゆえ、役員報酬の相当性に着目することになるが、役員報酬が過度であることを経験的に証明することは困難であり、間接的証拠によって証明することになる。株主は役員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、^(注71) CEO の報酬は一九六五年には平均的労働者の二四倍、二〇〇七年には二七五倍、二〇一〇年には三四三倍となっている。^(注72) ドッド・フランク法はもつと合理的な支払いを奨励する手段を講じている。同法九五三条において、全ての被用者の年間の報酬総額の中央値と CEO の年間の報酬総額の割合を開示することを公開会社に要求しているが、二〇一二年には三五四倍となっている。^(注73) このような不釣り合いな支払いを社会的不正義とみているが、報酬の開示を要求し、役員報酬の明確な開示とその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。^(注74)

一方、多くの役員報酬は過大である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、役員報酬はストックオプションに拠るところが大きいが、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報酬額の伸びは大きいものではないと指摘する。^(注75)

過度の報酬を構成するものは何かについては、実際上ほとんど答えるのは不可能といえよう。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ないともいえよう。

報酬の額に対する批判とは別に、報酬の設計構造にも批判が向けられている。インセンティブ報酬は過度のリスクを選択することになるとの指摘である。^(注76) 一方、通常のリスクをとることで過度のリスクをとることを区別する研究は存在せず、インセンティブ報酬の割合が大きいことは会社の不健全な問題の可能性を大きくはしないとの指摘も存する。^(注77) この点、ドッド・フランク法は金融危機に役員報酬が何らかの寄与をしたとの考えを肯定し、役員報酬と会社統治を関連付けて改革を行っているといえよう。

2 組織的行為に関して、最適契約理論の下では、取締役会は株主の利益のために公正な取引を行い、十分に独立して、経営者と交渉することが期待される。^(注78) しかし、経験上の証拠は混在しており、それを支持しているとはいえない。^(注79)

これと対照的に、支配力の理論は取締役会のメンバーは株主の不完全な代理人であり、それゆえ、経営者との最適契約への到達は必ずしも現実的ではないという。^(注80) 役員報酬の発展は少なくとも一部分役員の隙間を埋める希望によって長い年月のうちに具体化されると予想する。^(注81) 経験上の研究は、支配力とその影響は、本人／代理人理論で考えるよりも役員報酬設定過程をより良く理解できるといえる。^(注82) 支配力理論を表す役員報酬過程の経験上のモデルの結果は、取締役を支配するCEOの権力が過度の報酬の結果であるとすることは正しいことを示している。^(注83)

一方、Bainbridge は、支配株主を有する企業と分散した株主を有する企業間の支払いの実際においては比較的適度の相違があるゆえに、集中した所有者を有する企業と分散した株主を有する企業において生じる問題である報酬の実

際は、経営者支配よりも現象によるものにすぎないという。^(注85)

しかし、取締役会がCEOに支配されているとの考えの浸透は取締役の独立の問題に大きく影響し、ドッド・フラック法による独立の報酬委員会がより良いリスクマネジメントを保障することを示す証拠はない。これは少なくとも一部分、独立の定義は定義しにくいものであることによるものであり、また、認知バイアスは独立の思索的認識と一致する方法で行うあるいは決定をなす取締役の能力を制限することによるものである。なお、取締役会の意思決定過程における独立の取締役の影響を吟味する経験上の研究の結果は結論が出ていないと指摘されている。^(注86)

取締役はCEOの雇用者として、取締役会の構造上の変革、取締役会の社会的・精神的環境の改善が要求されているといえよう。^(注87)

3 支配力の影響は取締役にCEOの過大な報酬の承認をするためのインセンティブを与える種々の心理的・社会的要因によって引き起こされる。

取締役はトップの執行役員に好ましい取り決めに支持するあるいは少なくとも協力する種々の経済的インセンティブを有する。証拠によれば、執行役員が強力になった場合、当該役員の報酬の支払いは高くなり、業績に気を配らなくなると指摘されている。^(注88)

社会的相互行動、結びつきは協調行為の規範を創造し、好ましい社会関係は取締役の評判を高める。したがって、取締役の職務を保持する行為を行うことに強いインセンティブを有する。^(注89) 独立の指名委員会の設置にもかかわらず、CEOは非公式の候補者の推薦を通して取締役の指名に影響を与え、取締役会はCEOと社会的に結びつきのある人の指名を続けており、CEOは恩義を感じさせる取締役の指名を支配している。^(注90) また、取締役は他の公開会社のCEOで

あることが多く、過度のものとしてCEOの報酬をみない傾向がある。また、取締役の職にあることは他の会社の取締役の職などの社会的つながりを生じる。したがって、長い間社外取締役として同一の会社の取締役に在職する者は非独立と思われるとの指摘がある。

4 集団思考とは、その時その場で適切な判断を下すのではなく、単純に集団の意見一致を優先させて不合理もしくは危険な意思決定を行うことを指すが、公開会社におけるCEOの報酬の問題は少なくとも一部分、集団思考に基づく欠点によって引き起こされるとの主張がある。集団思考は首尾一貫した慎重な意思決定過程を有しないまとまりのあるグループが高いストレスにかかる状況の下で重要な決定をなさなければならぬ場合に生じるといえる。取締役会のメンバーは一般的に資格を有する候補者の小さな集団から選ばれるがゆえに、候補者は、しばしば同様の教育、専門職業的サークルに関係し、互いに複数の集団に属している。そこで取締役会のメンバーは他の取締役会のメンバーと個人的関係を有していることが多い。しかも独立取締役もCEOと同じ社会クラブに属する、あるいは友人関係という社会的結びつきを分かち合う。独立の取締役の監視する目的にとって、これらの影響は特に重要となる。社会関係は他人の意図と行為を好ましいと解釈するようにさせるものである。

また、多様性の増加は取締役会を強くするといわれているが、取締役会の均質性は性と人種の多様性に欠けることになる。Farraxは、集団ダイナミクスに関する多くの社会学および心理学のデータは、多様性のある取締役のグループが取締役会の意思決定の機能を手助けする。なぜなら、データは異種のグループはより質の高い決定をなす傾向があることを明らかに示している。また、これに関連して、CEOと報酬委員会のメンバーの年齢が近いとき、CEOの報酬も高くなることが示されている。

5 社会的カスケードとは、周囲の多数の人の考えに影響を受けて内面化することであり、不確かな情報が広まる仕組みをいうが、個人情報がありません場合は、他者の意見や行動によって提供される情報に頼って一方的に流されることになる。報酬設定の関連において、社会的カスケードは報酬委員会が提出された報酬に関する資料を保持するCEOあるいは報酬コンサルタントの意見によって不当に動かされるときに生じる。^(注1) ドッド・フランク法の下において、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する。しかし、この改革は取締役会が重大な悪影響を生じる方法で経営者、アドバイザーおよび社外コンサルタントに不当に依存する可能性が大きくなっている。ここでは取締役は重い責任を負わされているが、取締役が特別な問題を処理するために必要な専門的知識を有しないとと思うとき、そのような専門的知識を有すると思われる経営者や他のアドバイザーに依存するようになる。また、株主の権限の強化は顧問会社のような社外のコンサルタントへの依存を増加させると指摘されている。^(注2)

- (66) Alces, *supra* note 33, at 785-86.
- (69) Sharpe, *Process Over Structure: An Organizational Behavior Approach to Improving Corporate Boards*, 85 S. Cal. L. Rev. 261, 305 (2012).
- (19) Alces, *supra* note 33, at 786.
- (62) *ibid.*, at 808.
- (39) Rodrigues, *supra* note 4, at 1068.
- (49) Kahan & Rock, *Embattled CEOs*, 88 Tex. L. Rev. 987, 1023 (2010).
- (59) Mitchell, *Structural Holes, CEOs, and Informational Monopolies: The Missing Link in Corporate Governance*, 70 Brook. L. Rev. 1313, 1349-50 (2005).

- (96) Bratton, The Academic Tournament Over Executive Compensation, 93 Cal. L. Rev. 1557, 1561 (2005).
- (97) Crane, Excessive Compensation With a Remedy, 45 Ariz. St. L. J. 281, 282 (2013); Bebhuck & Spammann, Regulating Bankers' Pay, 98 Geo. L. J. 247, 249 (2010).
- (98) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376, § 8 951-54 (2010).
- (99) Bachelder III, Dodd-Frank Provisions Affecting Executive Pay, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg. (Oct. 5, 2010), <https://corpgov.law.harvard.edu/2010/10/dodd-frank-provisions-affecting-executive-pay>
- (100) Crawford, Eliminating the Executive Overcompensation Problem: How the SEC and Congress Have Failed and Why Shareholder Can Prevail, 2 J. Bus. Entrepreneurship & L. 273, 278-79 (2009).
- (101) Morrissey, Executive Compensation and Income Inequality, 4 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 1, 13 (2013).
- (102) Damouni, Highest-Paid U.S. CEOs Are Often Fired or Fined: Study, Reuters (Aug. 28, 2013, 2:12 PM), <http://www.reuters.com/article/2013/08/28/>.
- (103) Delman, Structuring say-on-pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation, 2010 Colum. Bus. L. Rev. 583, 599.
- (104) S. Rep. No. 111-176, at 1702.
- (105) Loewenstein, The Conundrum of Executive Compensation, 35 Wake Forest L. Rev. 1, 4 (2000).
- (106) The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report 61-64 (2011).
- (107) Guo, Jalal & Khaksari, Bank Executive Compensation Structure, Risk Taking and the Financial Crisis 10 (Feb. 2014), <http://ssrn.com/abstract=1664191>.
- (108) Simmons, Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform, 62 SMU L. Rev. 299, 315 (2009).
- (109) Grant, Independent Yet Captured: Compensation Committee Independence After Dodd-Frank, 65 Hastings L.J. 761, 774 (2014). 「リ」は「S」
は本論文に負う「リ」は「S」が「大」である。
- (110) Simmons, *supra* note 78, at 316.

- (82) Bebchuk & Fried, *Pay Without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Part II: Power and Pay (2004).
- (82) Grant, *supra* note 79, at 775.
- (83) Dorf, *Does One Hand Wash the Other? Testing the Managerial Power and Optional Contracting Theories of Executive Compensation*, 30 J. Corp. L. 255, 255 (2005).
- (84) Bainbridge, *Is 'Say on Pay' Justified?*, Regulation, Spring 2009, at 44. またBainbridgeは一九八〇年と二〇〇三年とを比較し、CEOの報酬の六倍の増加は大会社の資本市場の六倍の増加に十分寄与しているとの実証的研究を紹介している。役員報酬が適切に株主の利益と連携している例証もある。
- (85) Thomas & Wells, *Executive Compensation in the Courts: Board Capture, Optimal Contracting, and Officers' Fiduciary Duties*, 95 Minn. L. Rev. 846, 848 (2011).
- (86) Johnson, *Addressing Gaps in the Dodd-Frank Act: Directors' Risk Management Oversight Obligations*, 45 U. Mich. J.L. Reform 55, 99 (2011).
- (87) 近年のCEOの交替の増加は、実質的な独立の取締役会の増加の兆候でもある。Kahn & Rock, *supra* note 64, at 1032.
- (88) Bebchuk & Fried, *Pay Without Performance* 4-5 (2004).
- (88) Fairfax, *supra* note 47, at 149.
- (90) Borowski, *Corporate Accountability: The Role of the Independent Director*, 9 J. Corp. L. 455, 462 (1984); Beecher-Monas, *The Risks of Reward: The Role of Executive Compensation in Financial Crisis*, 6 Va. L. & Bus. Rev. 101, 119 (2014).
- (95) Dorf, *Softening Pharaoh's Heart: Harnessing Altruistic Theory and Behavioral Law and Economics to Rein in Executive Salaries*, 51 Buff. L. Rev. 811, 845 n.145 (2003).
- (98) Davidoff, *Corporate Boards Should Add Diversity to the Mix*, N. Y. Times DealBook (Mar. 8, 2011, 5:41 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2011/03/08>.
- (98) Beck & Tunny, *Director Tenure, Effective Governance* (July, 2014).
- (98) Dorf, *The Group Dynamics Theory of Executive Compensation*, 28 Cardozo L. Rev. 2025, 2029 (2007).
- (98) Howard, *Groupthink and Corporate Governance Reform: Changing the Formal and Informal Decisionmaking Processes of Corporate Boards*,

- 20 S. Cal. Interdisc. L.J. 425, 427 (2011).
- (96) Jhonson, *supra* note 86, at 104.
- (97) Tung, *The Puzzle of Independent Directors*: New Learning, 91 B. U. L. Rev. 1175, 1179 (2011).
- (98) Fairfax, *The Bottom Line on Board Diversity: A Cost-Benefit Analysis of the Business Rationales for Diversity on Corporate Boards*, 2005 Wis. L. Rev. 795, 831. ただし、これを疑問視する意見⁶⁹。Carter et al., *The Gender and Ethnic Diversity of U.S. Board Committees and Firm Financial Performance*, 18 Corp. Governance 396, 396 (2010).
- (99) Tung, *supra* note 97, at 1179.
- (100) Grant, *supra* note 79, at 782.
- (101) Fairfax, *Government Governance and the Need to Reconcile Government Regulation with Board Fiduciary Duties*, 95 Minn. L. Rev. 1692, 1719-20 (2011).

五 独立取締役と報酬委員会

ドッド・フランク法の役員報酬改革は独立、責任そして報酬決定手続の透明性の強化を意図したものである。しかし、独立の判断と行動は、取締役会議室にインパクトを与え、取締役が独立に考慮し、行動することを挫く前述の社会学に取り組みないかぎり、達成されないと見えよう。^(社歴) 取締役の独立は執行役員あるいは企業自体との重要な金銭上の結びつきがなければ独立であるとされている。理念的には社会的結びつきそして社会的影響は取締役の独立の考慮に取り入れることができるが、社会的インセンティブは厳密に分析することは困難なやっかいなものである。しか

し、社会的に独立でない形式的な独立は独立の取締役の効果をみるのに不十分であるといえる。^(注16)

ドッド・フランク法九五二条は証券取引所に新しく一〇C条を付け加え、各公開会社に会社の報酬の実際と政策を評価するための責任のある報酬委員会を確立することを要求した。

それに応じてSECは二〇一二年に一九三四年証券取引所法一〇C―一条を採択した。^(注17)一〇C―一条(B)(1)において独立の基準を定めるが、ここでは、報酬委員会のメンバーの独立の要件を定めるにあたり、各証券取引所は以下のものに限られないが関連するファクターを考慮しなければならないとする。ひとつは、上場会社によって支払われるコンサルティング、アドバイザーあるいは他の報酬費用を含んだ取締役の報酬源について。他のひとつは取締役が上場会社、上場会社の従属会社あるいは上場会社の従属会社の関連会社に属する者か否かであり、ここでは追加的ファクターを具体的に提案していない。これは各証券取引所の対象となる広大な種類の上場会社の個性・特性に応じた適切な独立の要件を發展させるための柔軟性を各証券取引所は与えられるべきものであるからと説明されている。

取締役と執行役員の間個人的関係を評価・測定することは明らかに困難なことであり、独立の取締役に役員との個人的結びつきを禁ずることは実現可能とは思われない。^(注18)現在の独立の定義は取締役に公平さに影響する全ての潜在的影響をとらえていないとの疑いを生じる。^(注19)ここでは適切な公式は存していないといわざるを得ず、それを作る努力は不可避免的に過剰あるいは不足な公式にならざるを得ないといえよう。社会的なインセンティブは厳密に測定あるいは分析は困難であり、わずかな社会的結びつきによって引き起こされる相違は不当に取締役会の信頼を傷つけること^(注20)になろう。

ニューヨーク証券取引所の定める独立性の要件は以下のようになっている。^(注21)規則三〇三 A.〇二は、(a)(i)

において、取締役会は当該取締役が上場会社と重要な関係を有していないと積極的に決定しなければならないとする。そして、(ii)において、加えて、報酬委員会に奉仕する取締役の独立を積極的に考慮するにあたり、取締役が報酬委員会のメンバーの義務との関連で経営者からの独立であるべき取締役の能力に重要である上場会社との関係の有するか否かの決定に特に関連する全てのファクターを考慮しなければならぬとして、以下のものに限られないが、(A) 当該取締役に対して上場会社によって支払われるコンサルティング、アドバイザーあるいは他の報酬費用を含んで取締役の報酬源について。(B) 当該取締役が上場会社、上場会社の従属会社あるいは上場会社の従属会社の関連会社に属する者か否かについて考慮する、とする。

コメントによれば、潜在的な利益衝突を示すあるいは上場会社との取締役の関係の重要性を生じる全ての環境を予想するあるいは明示的に規定することは不可能であり、独立の決定をなす取締役会が全ての関連する事実と環境を広く考慮することがベストであるという。特に上場会社と取締役の関係の重要性の評価にあたっては、取締役会は単に取締役の視点からの問題のみならず、取締役が提携する人あるいは組織の視点からの問題を考慮すべきという。そこでの重要な関係は、商業、工業、銀行業、コンサルト業、法的関係、会計、慈善および家族関係などが含まれる。ただし、株式の大量所有関係は問題としないとする。これは株式の所有は報酬問題に関する株主の利益と取締役の利益が連携していることを前提とする。

このようなことから、潜在的な利益衝突を生じうる全ての事実と環境を広く考慮することを取締役会は命じられるけれども、個人的あるいは社会関係を考慮するための明白な要件は存しない。独立の定義に関わる環境について、取締役会が個人的関係を考慮することが十分に奨励されるようになっていくかどうか、あるいはなにかもつと明確なも

が必要であるかどうかの疑問が生ずる。家族関係は個人的関係ではなく、提示された関係の何を考慮するかは命じていない。^(注脚) ここで注意すべきことは、わずかばかりの社会的結びつきの取締役で構成された取締役会は、取締役間にあまり繋がりのない多様性が存し、会社統治の合理性からは正当化されようが、取締役間の信頼および心地よさの低下を招き、取締役会の有効性の低下を招くことになろう。^(注脚)

取締役会は会社法理論において重要な役割を果たしてゐる。しかし、実務においてはこの役割を果たしていない。現在の公開会社においては会社の内部の働きにつき十分な知識を有しない多くの社外取締役で構成されているが、期待される多くの仕事を効果的に実行できない状況にあるといえよう。

このような点を考慮するならば、現在の独立取締役は経営者が直面する会社との利益衝突の分野においてのみ有用な働きがでせんと考へるべきであらうか。^(注脚)

- (20) Grant, *supra* note 79, at 783.
- (20) Tung, *supra* note 97, at 1177-78.
- (20) Listing Standards for Compensation Committees, Release Nos. 33-9330, 34-67220, File No. S7-13-11 (July 27, 2012) (codified at 17 C.F.R. pts. 229, 240).
- (20) Grant, *supra* note 79, at 786-87.
- (20) Tung, *supra* note 97, at 1185.
- (20) Grant, *supra* note 79, at 787.
- (20) N.Y. Stock Exch., Listed Company Manual § 303A.02, 303A.05 (2013).

(109) Grant, *supra* note 79, at 784.

(110) Fairfax, *supra* note 98, at 833.

(111) Rodrigues, *supra* note 4, at 1088.