

# 役員報酬とコーポレート・ガバナンス — clawback 条項を手掛かりとして —

大塚 章 男

1. 日本の役員報酬制度の概要
  - (1) 概観
  - (2) コーポレート・ガバナンス・コードの内容
2. アメリカ
  - (1) 概観
  - (2) 役員報酬改革
  - (3) クローバック条項
3. イギリス
4. EU
5. 日本への示唆
6. まとめに代えて

## 1. 日本の役員報酬制度の概要

### (1) 概観

日本の企業の役員報酬は、基本的には、固定報酬、変動報酬（年次賞与、ストック・オプション等）で構成されており、それぞれの比率は各社によって異なる<sup>1)</sup>。会社法361条は、取締役等の報酬につき規定を置いており、確定型、非確定型、非金銭型に分類している（同条1項）。非確定型つまり変動報酬と非金銭型についてはその算定方法を相当とする理由を株主総会で説明しなければならない（同条4項）。さらに、ストック・オプションを付与するについては、報酬規制との関係では、確定額（新株予約権の公正な評価額）の報酬（同

---

1) 実務的な観点からは大石篤史＝奥山健志＝小山浩「インセンティブ報酬の設計をめぐる法務・税務の留意点（上）（下）」商事法務2077号37頁、2078号31頁（2015）が詳しい。

条1項1号)で、かつ金銭でない報酬(同条1項3号)に該当する<sup>2)</sup>ほか、新株予約権の発行規制(236、238、240条等)にも服する。役員報酬としてはこれらの規制に従う必要がある。

開示規制について、公開会社は、当該事業年度にかかる会社役員の報酬等を事業報告に記載しなければならない(会社法施行規則119条2号、121条3号)。有価証券報告書では、コーポレート・ガバナンスの状況の一部として役員報酬の内容の記載が求められる。さらに、ストック・オプションは、事業報告及び有価証券報告書のほか、財務諸表規則・連結財務諸表規則による開示が求められている。

東証上場会社全社に対する2015年調査によれば、何らかのインセンティブ付与に関する施策を実施している会社は53.7%を占める。インセンティブ付与に関する施策の内訳を見ると、ストック・オプション制度を実施している会社は東証上場会社の31.8%、業績連動型報酬制度を導入している会社が19.8%、その他の施策が10.6%であった<sup>3)</sup>。

近時の傾向として変動報酬の割合を増やす方向で検討している企業が多く、中長期の業績目標等に連動した報酬の導入を検討しているようである。また、社外取締役は固定報酬のみとしている会社が多いが、社外取締役にストック・オプションを付与している会社もある。変動報酬を取り入れる場合、連動指標は、中期経営計画との連動も意識しつつ、各社において様々な経営指標を用いているが、現在のところは「当期利益」を指標とする企業が多いとされる。株式型報酬<sup>4)</sup>を利用する企業では、ストック・オプションについて、業績や株価等に連動する条件を付けることにより、さらに業績や株価との連動性を高める

---

2) 江頭憲治郎『株式会社法(6版)』452頁(有斐閣、2016)など。なお、役員報酬に関する比較的手法による分析として、伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』(有斐閣、2013)が詳しい。

3) 東証ガバナンス白書2015年版参照。

4) 内ヶ崎茂=武田智行「役員報酬ガバナンスの実践(上)(下)役員報酬ポリシーと業績連動型株式報酬の意義」商事法務2083号27頁、2084号42頁(2015)など参照。

会社もある。近年、信託を用いた株式報酬制度を導入する会社もある。

## (2) コーポレート・ガバナンス・コードの内容

コーポレート・ガバナンス・コードは、役員報酬につき、開示（原則3-1）、内容（補充原則4-2）及び決定手続（補充原則4-10）において下記の規定を置いた<sup>5)</sup>。

### \* 原則3-1. 情報開示の充実

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コードの各原則において開示を求めている事項のほか）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

(iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続

### \* 原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)

取締役会は……。また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

### \* 補充原則

4-2① 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

### \* 補充原則

4-10① 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説

---

5) 伊藤靖史ほか「座談会 役員報酬の再検証：コーポレートガバナンス・コードを踏まえて」商事法務2075号（2015）6頁など参照。

明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

補助原則4-2①は、中長期的な成長を促すための適正な報酬ミックスを求めるものであり、役員報酬ポリシーの構築が必要である。また、同4-10①は、役員報酬の決定プロセスの独立性を確保する趣旨であるが、これは社外取締役を含んだ報酬委員会が担うことになろう。

## 2. アメリカ

### (1) 概観

2012年の時点で、S&P500社の基本報酬（Base Salary）が金額ベースで全体の11%、年次ボーナス（Annual Bonus）（各事業年度の業績に連動する金銭報酬）が19%、長期インセンティブ・プラン（Long-Term Incentive Plan、以下「LTI」という）に基づく報酬が70%となっている<sup>6)</sup>。LTIとしては、株式報酬（ストック・オプション付与）と株価連動報酬（Stock Appreciation Rightといわれる株式でなく金銭を受領する権利）があげられる<sup>7)</sup>。S&P500の報酬MIXにおけるLTIの割合は、2010年55.8%から2014年57.2%と増加傾向にある<sup>8)</sup>。

アメリカの報酬改革では、報酬の決定過程に関する規制と情報開示に関する規制が用いられてきた。報酬の決定過程に関する規制では、株主の利益の観点

---

6) Towers Watson, Executive Compensation Bulletin, at [http://search.yahoo.co.jp/search?p=compensation+mix+%25+Base+Salary+Annual+Bonus+Long-Term+Incentive+S%26P500&aq=-1&oq=&ei=UTF-8&fr=top\\_ga1\\_sa&x=wrt](http://search.yahoo.co.jp/search?p=compensation+mix+%25+Base+Salary+Annual+Bonus+Long-Term+Incentive+S%26P500&aq=-1&oq=&ei=UTF-8&fr=top_ga1_sa&x=wrt)（2016年6月1日確認）

7) 熊谷真和=塩田尚也「米国における経営陣報酬の実務動向〔上〕」商事法務1996号（2013）38頁など参照。

8) Matteo Tonello, CEO and Executive Compensation Practices : 2015 Edition at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/09/15/ceo-and-executive-compensation-practices-2015-edition/>（2016年6月1日確認）

から報酬体系が設計、運用されることを確保するため、独立取締役によって構成される報酬委員会<sup>9)</sup>の関与を強化し、さらには株主自身が関与する機会も設けている。情報開示に関する規制は、株主に対して報酬の内容にかかる情報を提供するとともに、報酬委員会の構成員の独立性や、報酬決定過程において報酬委員会がどのように関与したかを開示させることによって、報酬委員会が期待通りの役割を果たすことを担保している。

## (2) 役員報酬改革

1990年代にアメリカの経営者報酬は増加の一途をたどった<sup>10)</sup>。エクイティ報酬の割合が増加したことがその主たる要因とされている。そのような中で2000年代初頭にエンロン事件、ワールドコム事件等の企業不祥事が発生した。粉飾決算の原因は、エクイティ報酬が増加したため、粉飾決算をしてまでも株価を吊り上げようとする経営者のモラルの低下、会計監査とは別に多額のコンサルティング報酬を得て、不正会計に加担する監査法人の職業倫理の欠如にあると言われている。これを受けて2002年に成立したサーベンス＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002、以下「SOX法」という）は、監査の独立性強化、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の改革、財務情報開示の強化に及ぶが、すべてが企業会計・財務諸表の信頼性確保のための規定といえる。

SOX法は、SEC規則10A-3を制定し、証券取引所等に対して、独立取締役のみによって構成される監査委員会を設置しない会社の上場を禁止することを命じた。これを受けてNY証券取引所及びナスダックは上場規則を改正した。なお、NY証券取引所は、上記に加えて、独立取締役のみによって構成される報酬委員会の設置をも義務づけることとした。

金融危機発生前の2006年にはストック・オプションの付与をめぐる不正が

---

9) 州法上は、役員報酬決定やストック・オプションの決定は取締役会の権限である。

10) S&P500を構成する株式の発行会社を対象にした調査では、1990年にはCEOの平均報酬額は従業員の平均報酬額の107倍であった（いわゆる Pay Ratio）が、2000年には525倍に達し、その後やや差が縮小したものの、2005年には411倍であったとされている。

明らかとなり、SOX 法による報酬規制も十分に機能していないと指摘され、高額な経営者報酬に対する批判が高まった。これを受けてドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下「DF 法」という）が制定され、証券取引所規則の改正（SEC 規則 10C-1）により、証券取引所等に対して、上場規則において独立取締役のみによって構成される報酬委員会を設置することを上場の要件とするよう命じた<sup>11)</sup>。

DF 法の役員報酬関連規定で本稿と関連する条項は以下のとおりである。

1. 役員報酬に対する株主承認（951 条）<sup>12)</sup>
2. 報酬委員会の独立性強化（952 条）<sup>13)</sup>
3. 役員報酬の追加開示（953 条）<sup>14)</sup>

米国上場企業では、経営者の報酬に関する情報は登録届出書（registration statement）、年次報告書（annual report）、総会招集通知書（proxy statement）及び情報説明書（information statement）を通じて開示される。これらの書類に記載すべき経営者報酬に関する情報は規則 S-K 項目 402 によって統一的に規律されている。1992 年に SEC は規則を改正し、経営者報酬の重要な方針の開示を要求した<sup>15)</sup>。これにより「報酬に関する議論と分析（Compensation Discussion and Analysis: 以下「CD&A」という）」の項目は文章で（narrative）詳細に説明することとなった<sup>16)</sup>。このように CD&A は、開示対象となる役員の報酬に関する会社の方針及び決定を理解するために必要となる重要な情報を

---

11) 不正会計問題に端を発する監査委員会の独立性の確保、高額報酬問題に端を発する報酬委員会の独立性の確保、いずれも基本的には同様の考え方に基づいている。

12) 役員報酬とゴールデン・パラシュートに対するセイ・オン・ペイ（Say on Pay）の導入を規定している。

13) 報酬委員会の独立性とともに、同委員会が雇う外部コンサルタント等の要件や同委員会の権限等についての法的整理を行なった。

14) これは、支払われた役員報酬と企業の財務業績との関連性の開示、及びペイ・レシオ（Pay Ratio）の開示である。前者については、本文記載の規則 S-K 項目 402 に基づいて関連性を年次株主総会等の委任状勧誘書類で開示することを求めている。後者は、① CEO を除いた総ての従業員の年次総報酬の中央値と② CEO の年次総報酬との比率の開示を求めている。

投資家に提供することを目的としている。

CD&Aにおいて開示すべき重要な情報の具体例として、次のものが示されている<sup>17)</sup>。

「(viii) 報酬額算定の基礎とされた関連の業績指標が報酬額が減額される方法で修正又は調整される場合の、報酬の調整又は返還に関する方針及び決定<sup>18)</sup>」

これはクローバック (clawback) と呼ばれる仕組みである。

### (3) クローバック条項

#### ① 意義

クローバックとは、一般に、業績連動型報酬において報酬額算定の基礎となる業績指標等の数値が誤っていた場合、又は、エクイティ報酬において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていたために報酬額もそれに比例して高くなったという場合等に、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、差額の報酬を会社に返還させる仕組みである<sup>19)</sup>。このような報酬返還義務を定める報酬契約の条項は“クローバック条項”と呼ばれる<sup>20)</sup>。以下でみるように、一

15) なお、SECが2015年4月に公表したプロボーズド・ルール (Pay versus Performance) では、項目402に新たな(v)項を追加する案が示されている。この項目402(v)には、対象となる役員報酬を株主総利回り(TSR)やピア・グループ(同業他社)のTSRと比較することなどが含まれている。このような新たな開示は、役員報酬決定の透明性を高めることを目的としている。

16) これに関する最近の紹介として、内ヶ崎=武田・前掲注4) 2083号31頁以下。

17) Regulation S-K, Items 402 (b) (2).

18) 原文では“Registrant policies and decisions regarding the adjustment or recovery of awards or payments if the relevant registrant performance measures upon which they are based are restated or otherwise adjusted in a manner that would reduce the size of an award or payment.”

19) 役員の不正の場合、不正は違反を構成し、支払い済みの賞与を回収するためクローバック条項の執行が必要となる。契約法理からは、約定の損害賠償額がこの賞与の額にあると説明されてきた。See Miriam A. Cherry&Jarrod Wong, Clawbacks: Prospective Contract Measures in an Era of Excessive Executive Compensation and Ponzi Schemes, 94 Minn. L. Rev. 368, 417-18 (2009).

定の内容を定めたクローバック条項を報酬契約に定めることが、上場会社に対して強制されているが、強制される以前から自発的にクローバック条項を定めていた会社も既に存在した<sup>21,22)</sup>。

## ② SOX 法におけるクローバック制度

2000年代初頭の会社不祥事では、粉飾決算を行って株価を吊り上げ、経営者がストック・オプション等を通じて取得した自社株を高値で売却して利益を得ていたことが問題視された。このような不実開示によって水増しされた報酬を会社に返還させることを目的として SOX 法の 304 条<sup>23)</sup>が設けられた。

同条(a)項は、不正行為の結果、財務報告に関する規制の重大な違反を行ったことにより、会計上の修正 (accounting restatement) を行わなければならない場合、その会社の CEO・CFO は、(1)財務諸表を会社が最初に公表した時、又は SEC に提出した時のいずれか早い方から 12 ヶ月間に会社から受領したボーナス、その他のインセンティブ報酬又はエクイティ報酬、及び(2)その 12 ヶ月間にその会社の株式等の売却によって実現した利益を返還しなければならないとしている。

本条の対象者は CEO・CFO に限られる。返還すべき報酬額と不実開示との間の因果関係は不要とされており、不実開示がなかったとしても取得できていたであろうインセンティブ報酬等も返還の対象となる。本条に基づき役員に対して報酬の返還請求ができるのは SEC に限られ、会社及び会社を代表する株

---

20) クローバックは法律上他では正当化され許可される不当な利得の返還の権利であると定義されることもある。Id. at 412.

21) 米国では、過去 4 年間に Fortune500 社の約 85% がすでにクローバック制度を導入しているとのことである (Pay Governance ニュースレター 2015/8)。

22) 例えばモルガンスタンレーは、賞与対象の従業員全員につき、現金賞与はクローバック条項に服し、これは従業員が会社に有害な活動に従事する場合発動するとする。See Cherry & Wong, *supra* note 19 at 412 (quoting Morgan Stanley Executives Forgo Bonuses, as Program Is Changed, N. Y. Times : DealBook (Dec. 8, 2008, 3 : 31 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2008/12/08/morgan-stanley-executives-forego-bonuses-as-program-is-changed>).

23) 15 U.S.C. § 7243, 116 Stat. 745 (2002).

主は返還請求の主体となりえないとされている<sup>24)</sup>。また SEC が必要かつ適切と認める場合には、返還請求の対象としないことができる。

### ③ DF 法におけるクローバック制度

DF 法 954 条は、証券取引所法 10D 条を追加した。証券取引所法 10D 条は、SEC は規則を制定して、証券取引所等に対して、経営者報酬についてクローバック条項を規定しない場合上場を禁止するよう命じなければならないとした。クローバック条項の制定根拠は、(a)報酬と業績との連動性を高める、(b)財務報告の不正を抑止する、(c)経営者への不当な財産の移転を是正・防止して株主との関係で公正性を確保する、などに求められている<sup>25)</sup>。

証券取引所法 10D 条が命じるクローバック条項は、証券取引所法に基づき要求される財務報告についての重大な違反によって会社が会計上の修正を行うことが必要となった場合に、その修正が必要となった日の直近3年間に、修正後の会計データのもとで支払われたであろう報酬額を超えて、不正な情報に基づいてインセンティブ報酬（ストック・オプションを含む）を受領した現在又は過去の役員に対して、会社が返還請求をするというものである。

クローバック制度について、DF 法 954 条と SOX 法 304 条とは次のような違いが認められる<sup>26)</sup>。第1に、クローバックの対象となる役員の範囲について、SOX 法 304 条は CEO・CFO に限定していたが、証券取引所法 10D 条が要求するクローバック条項は、現職及び退職した役員すべてを対象としている。

第2に、SOX 法 304 条に基づいて報酬の返還請求をすることができる主体は SEC に限られるとされているのに対し、証券取引所法 10D 条において、会社

---

24) 多くの連邦地裁は SOX 法 304 条は私訴を予定していないと述べている。See, e.g., *Kogan v. Robinson*, 432 F. Supp. 2d 1075, 1076 (S.D. Cal. 2006); *Neer v. Pelino*, 389 F. Supp. 2d 648, 657 (E.D. Pa. 2005) (stating “Congress did not intend to create an implied [private] right of action in Section 304”).

25) S. Rep. No. 111-176, at 136 (2010).

26) 比較的まとまったものとして、Joseph E. Bachtelder III, *Clawbacks Under Dodd-Frank and Other Federal Statutes* at <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/06/09/clawbacks-under-dodd-frank-and-other-federal-statutes/> (2016年6月1日確認)

がクローバック条項に基づいて返還請求をなしうるか（更には代表訴訟で株主が返還請求できるか）は議論がある<sup>27)</sup>。

第3に、SOX法304条の返還請求の対象は、修正の対象とされた財務報告の公表後12ヵ月に受領したボーナス、インセンティブ報酬のすべてとされており、財務報告の虚偽記載がなくとも受領できたであろう報酬も返還対象とされていた。しかし証券取引所法10D条で返還請求の対象となるのは、会社が役員に支払った報酬のうち、修正後の財務報告の数値に基づいて算出された報酬額を上回る部分である。また、証券取引所法10D条は、詐欺や不正行為による会計上の修正である必要はないとしている。さらに、SOX法は過去12ヵ月間であるのに対し証券取引所法10D条は3年間と、より長期を対象としている。

#### ④ クローバック条項の実際<sup>28)</sup>

大手100社の公開会社を対象に調査したところでは、上場企業92%で財務報告の修正がある場合に報酬を返還請求するためのポリシーを定めている。しかし、その92%のうち73%は従業員が虚偽または不正な財務報告の原因となったことの証拠を求めており、他方27%は個人の説明責任のない修正が発生した場合にも返還を求めている。多くの場合、クローバックは重大な修正のみを原因としており、またはクローバックの金額は財務報告の修正後の支払いを超える支払額のみとなっている<sup>29)</sup>。

不正行為への従業員の関与を考慮したクローバックは以下のようになるう：

---

27) DF法954条は明示には私人の訴訟を規定していないが、会社はクローバックを”implement”することが求められているので、裁判所はこのことから条文上私訴を黙示に認めていると読み込むかもしれないとの見解がみられる。See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 954, *124 Stat. at 1904*. これが認められれば代表訴訟も可能となろう。Terrance Gallogly, *Enforcing the Clawback Provision : Preventing the Evasion of Liability Under Section 954 of the Dodd-Frank Act*, *42 Seton Hall L. Rev.* 1229, 1245-46 (2012).

28) 2012年における株主提案では clawback は既に余り論点となっていないようである。LUCIAN A. BEBCHUK&ROBERT J. JACKSON, JR., *Shining Light on Corporate Political Spending*, *101 Geo. L. J.* 923, 938 (2013).

「この方針に従い、当社取締役会またはその適切な委員会が、役員による詐欺、過失又は意図的な不正行為がその財務諸表の全部または一部を修正しなければならない重要な要因だったと判断した場合、取締役会または委員会はその裁量でその不正行為の救済および再発防止に必要と判断する行為を行う。この行為は、この役員に払われた賞与又はインセンティブ報酬の返還を含む。」この条項は取締役会に返還させるか否かの裁量を認めるものである。

インセンティブの返還のための別のトリガー事由として「不正行為」があげられ（84%）、これは会社の行動規範や倫理基準のコードの違反、犯罪行為または他の罪で有罪となった場合も含まれる。またこの不正行為は修正の前提となった不正行為と重なることが多い。以下は、不正行為を原因とするトリガー条項の例である。

「特定の執行役員のRSU（restricted stock unit 制限付き株式）報奨はRSU契約の当社の標準的なフォームに従い付与される。従業員が重罪を犯し、信頼の違反を行い、窃盗、横領や詐欺の行為を行い、または当社との合意を重大に違反する場合、この契約により、従業員は当社にRSU報奨に関して払われる株式その他の金額を引渡すか返還する義務がある。」財務報告の修正と不正行為とを別の原因として規定する場合には、このような条項になるであろう。

#### ⑤ SECによる新たな規則の提案

2015年7月、SECは、過去の報酬の付与の基礎となった財務報告が、後に財務報告基準の重要な違反のために修正された場合、経営者が「超過報酬（excess compensation）」を受け取らないようにするための新たな規則案を公表した。具体的には、同規則はDF法954条の規定を施行するものである<sup>30)</sup>。同規則案は、上場企業が一定の条件下でインセンティブ報酬を回収することを

---

29) See PWC, Executive Compensation : Clawbacks 2014 Proxy Disclosure Study at <http://www.pwc.com/us/en/hr-management/publications/assets/pwc-executive-compensation-clawbacks-2014.pdf>; PWC, Executive Compensation: Clawbacks 2013 Proxy Disclosure Study at <https://www.pwc.com/us/en/hr-management/publications/assets/pwc-clawbacks-2013-proxy-disclosure-study.pdf> (2016年6月1日確認) 本文④は本稿を参照。

定めた方針を採用していない場合、その企業の有価証券の上場の禁止を証券取引所に命じる規則の採用をSECに要求している。また、同規則に基づき、規則S-K項目402(b)が改訂され、上場企業は年次報告書の別紙において回収方針を開示することを要求されるようになる<sup>31)</sup>。誤って給付された(“erroneously awarded”) インセンティブ報酬を対象とするが、それは財務報告への修正が生じる場合とされている。なおこの規則案につきその後の進展は聞こえてこない。

### 3. イギリス

「コーポレートガバナンス・コード」(The UK Corporate Governance Code 2010)の2012年9月の改訂版(The UK Corporate Governance Code 2012)に続いて、第2次改訂版が2014年9月17日に公表された。ここではクローバックに関連する部分のみを指摘する。

第2次改訂版の第D章「報酬」、D.1「報酬の水準および構成」は以下のように変更された。

“D.1.1. 業務執行取締役の業績連動型報酬スキームの設計にあたっては、報酬委員会は、本コードの付属文書Aの条項に従うべきである。スキームは会社が支払済み報酬(sums paid)を回収しまたは支払を留保できる条項を含めるべきである。また回収または支払が適切に行われる状況を特定する条項も含むべきである。”

これはクローバック制度をガバナンス・コードとして規定すべきとの結論に達したことを受けての変更である。したがってこのクローバックの採用につ

---

30) DF法954条に基づき、SECによって採択される規則によって、各発行体(上場企業)は、証券諸法に基づき報告が義務付けられている財務情報に基づいた発行体のインセンティブ報酬に関する方針の開示を規定する方針を策定し、実施することを義務付けられる。

31) この提案に対しては、対象役員が広汎であること、一旦財務報告の修正ということで適用されると(不正をしたか否かにかかわらず)全ての役員に且つ全ての報酬が対象となるなど、批判がなされている。Steven A. Bank & George S. Georgie v, Paying High for Low Performance, 100 Minn. L. Rev. Headnotes 14, 24 (2016).

き“comply or explain”の原則が適用され、採用しないのであれば説明が求められる。ただしFRCは、クローバック制度の自発的な発展を阻害するべきではないとの判断から、クローバックの詳細については記述を避けることとした。

#### 4. EU

EU域内の報酬規制改革として、公開会社の役員報酬を対象とした2004年取締役報酬勧告（2004/913/EC）が採択された。その後、金融危機を契機として広く公開会社の役員報酬について、従来は必ずしも明示的に求められていなかった会社の長期的な利益との調和が求められることになった。2009年取締役報酬勧告（2009/385/EC）においてこのような観点からの勧告が行われている。ここで変動報酬に関するクローバックも規定された。

またEUでは、金融危機後に制定された金融機関報酬勧告（2009/384/EC）などの勧告や指令によっても、各加盟国は金融機関の役員に対して報酬規制を行うことが求められている。なお、預金取扱機関と投資会社については、勧告に加えて資本要求指令Ⅲ（2006/48/EU、2006/49/EU）の中で報酬規制の対象とされた<sup>32)</sup>。

#### 5. 日本への示唆

コーポレート・ガバナンスの観点から、経営者報酬について業績連動型報酬・インセンティブ報酬による経営者の動機づけの重要性が説かれる機会が多くなってきた<sup>33)</sup>。日本においても経営者報酬の全体に占める業績連動型報酬の割合が高まれば、業績連動型報酬額の算定の基礎となる業績の数値が誤っていた

---

32) 現在、資本要求指令Ⅲは資本要求指令Ⅳ（2013/36/EU）へと改訂されている。CRD IV art 94, 1. (n). 変動報酬に関する規制内容として具体的な数値基準を明示したうえで加盟国に対応を要求している。その中で、金融機関の財務状況が悪化した場合には既支給分も含めてクローバックの対象となるとされている。

33) 業績連動型の場合、株主総会でその上限を定めて取締役会で配分する方式（確定額方式、会社法361条1項1号による）と総会で算定方式自体を定める方式（非確定額方式、361条1項2号による）とがある。大石ほか・前掲注1）2077号30、31頁。

場合やエクイティ報酬において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていったために報酬額もそれに比例して高くなったという場合に、水増しされた報酬をクローバックすることが必要となるかもしれない。なお、野村ホールディングスは既に下記のような条項を置いているようである。「繰延べられた報酬は、重大な収益の変更やその他野村のビジネスに大きな損害を及ぼす事態が起きた場合には、没収または『クローバック』に服するものとすべきである。」<sup>34)</sup>

クローバック条項の有効性や効率性等につき日本法ではどのように考えるべきか<sup>35)</sup>。まず言えることは、これは報酬契約の問題であるから、会社と役員との間の報酬契約でクローバックの事前合意があればそれとして有効であろう。問題となる判例としては最判平成4年12月18日（民集46巻9号3006頁）があげられるが、これは“報酬額が決まると事後では株主総会でもこれを変更できない”というに過ぎず、役員との合意の実行によって返還させることを禁じるものではない<sup>36)</sup>。なお、クローバック条項を業績連動型報酬に採用する場合（報酬支給条件の改訂案の提出もありえる）に、会社法361条4項によりこれを総会で説明しなければならぬかも知れない一応問題となろう。この説明義務を規定した理由は、業績連動型の場合不適切な運用がなされる危険等があるからだとされる。クローバックを規定すること自体が会社に有利とは言えそうであるが、後述のようにクローバック条項の内容によっては役員の不作為を容易に放任し是認するような条項を策定できることも確かなので、この条項が361条4項の説明対象から一般的にはずされることについては疑義をとどめておきたい。

また、日本の会社の多くは株主総会で全取締役の報酬総額の最高限度額を定め、この限度額内で取締役会決議により各人の報酬を決められる方式をとって

---

34) <http://www.nomuraholdings.com/jp/company/cg/compensation.html>（2016年6月1日確認）

35) アメリカでは、clawbackはcost-benefit standpointから顕著な利益をもたらすとの意見がある。Steven L. Schwarcz, EXCESSIVE CORPORATE RISK-TAKING AND THE DECLINE OF PERSONAL BLAME, 65 Emory L. J. 533, 570-71（2015）。

36) ほぼ同旨、伊藤靖史ほか「座談会 役員報酬の再検証」商事法務2075号（2015）27頁〔伊藤発言〕。

いる。クローバックにより返還させる対象の多くは変動報酬であり、総額方式とはいっても、いずれにしても取締役各個人が具体的にいくら当該変動報酬を得ていたかを確定できれば、返還させることは不可能ではない（加えて取締役不正行為があったことをトリガー事由とする場合、それは各取締役毎に判断するしかない）。

なおクローバック条項がない場合に、業績指標を算定ベースとして一義的に報酬額が算定されるようになっていた場合に、過年度財務報告の修正等によってその指標が過大であったことが判明したときは、その超過分については決定の一部が無効であり、法律上の原因がないとして、会社は役員に対して、超過分の業績連動型報酬について不当利得返還請求を行うことができるかが問題となりえる<sup>37)</sup>。困難な問題であるが、指標や算定式等が画一的に明確に定められており、それを事前に当該役員が認識していたといえるなら、所問を肯定してよいように思える。

以下では、報酬契約において規定すべきクローバック条項の内容について、アメリカでの実務をもとに若干の検討を加えていきたい。

(a) 何をトリガー事由とするかであるが、財務諸表や業績指標における重要な誤りが発覚したこと自体をトリガー事由とするか、それに加えて役員側の不正行為や帰責事由の存在を要件とするかがまず問題となる。アメリカの大手100社では、トリガー事由として、不正行為（財務上）76%、財務報告の修正（従業員関与あり）66%、詐欺46%、不正行為（財務以外）40%、高額のインセンティブを意図的に得るための業績の不当表示25%、財務報告の修正（従業員関与なし）25%、競争又は非競争の合意違反24%、その他23%となっている<sup>38)</sup>。このように何らかの不正行為や帰責性を付加的に求めているようである。

(b) 返還対象となる報酬の範囲をどうするかであるが、すなわち何年分遡るか、支払済みの報酬のうち不正行為や数値の誤りに起因する部分をどのように

---

37) なお中村直人編『取締役・執行役ハンドブック（第2版）』371頁〔高田〕（商事法務、2015）参照。

38) See PWC, *supra* note 29. 本文の(a)-(d)はこれに依拠する。

計算するか等である。全体の84%が返還の対象を株式と金銭賞与の両方としている。42%だけが遡及期間を開示しており、これを開示している会社では殆どが遡及期間を1年から3年間としている<sup>39)</sup>。

(c) どの役職員を対象とするか。全体の62%は、executive, senior managerのみ対象としている。28%は取締役会ベースの従業員（board-based employee）にも適用している。

(d) クローバック条項の発動に関する判断に裁量の余地がある場合、誰が最終的な判断者となるか。裁量の対象としては2種類ありえ、トリガー事由の発動とクローバックの実行である。トリガー事由は一般に裁量の対象とされていない。トリガー事由が発生したか否かを判断するため取締役会又は報酬委員会に包括的な裁量を付与する条項はないようである。他方で、トリガー事由が発生したことを確認した後に、報酬の取戻しの範囲を判断する裁量を与える例は多くある。76%はケースバイケースでクローバックを実行するか否かを決定する裁量を与えている。この点の裁量を与える例として以下がある。「報酬委員会は、業績の結果が、その後、下方修正又は財務・非財務の業績の修正に服する場合、インセンティブ報酬の返還を求めることができる。報酬委員会は、インセンティブ報酬が裁量ベースで付与されている場合、返還すべき金額を決定する際に裁量を用いることができる。」

## 6. まとめに代えて

日本企業の場合、不祥事が判明した場合、将来発生分につき報酬を自主的に全部または一部放棄することはあっても、支払った取締役報酬を返金するという事例はあまりない。しかし、日本企業が報酬ミックスにおいて業績連動型報酬の割合を増やしていけば、クローバックの問題に必ず直面する。東芝のように2008年度から過去6年にわたって訂正している（東芝プレスリリース

---

39) Jesse Fried&Nitzan Shilon, Excess-Pay Clawbacks, 36 J. Corp. L. 721, 735, 744 (2011). インセンティブ報酬のうち短期的の株価連動型に作用することが多いとされる。

015/9/7) 事例を見れば、投資家も必要性を感じるはずである。

ただし、クローバックはアメリカ等から得られる報酬改革の示唆のほんの一部であり<sup>40)</sup>(但し公正性の観点からすればかなり重要な論点ではある)、報酬の決定過程に関する規律、報酬開示規制および報酬内容の規律を含んだメカニズム全体から検討すべきことは言うまでもない。役員報酬改革が叫ばれているが、日本企業にあった報酬ポリシーを探求するとともに、任意機関である報酬委員会の役割を定着化させ、外部の報酬コンサルタントの要件をとりきめる<sup>41)</sup>ことなどが当面の課題になると思われる。その他の実務的な問題点としては、クローバックにより取締役が過去に支払った所得税が還付されるのか、定額固定報酬を前提とする役員報酬税制上、過去の役員報酬の減額が税法上どのように扱われるのか<sup>42)</sup>についても検討課題となろう。

なお本稿は科研費基盤研究 C (研究課題 / 領域番号 16K03383) の成果の一部である。

(おおつか・あきお 筑波大学法科大学院教授)

---

40) なおアメリカでも clawback 条項への疑問がないわけではない。例えば、エンロン後に自主的に同条項を採用した企業は、これにより日和見主義的になり、また R&D 支出につき短期的指向になった、かつメリットも 3 年以内に消失したとの調査結果がある。Lilian H. Chan et al., Substitution Between Real and Accruals-Based Earnings Management After Voluntary Adoption of Compensation Clawback Provisions, 90 ACCT. REV. 147, 169-70 (2015).

41) DF 法では、報酬委員会が雇うコンサルタントや法律顧問に関する規定がおかれ、コンサルタント等にも企業との間で独立性が求められ、報酬委員会はこれらコンサルタント等を雇用する場合には SEC が規則で指定する要件を考慮しなければならないとされている (DF 法 952 条が規定する証券取引所法 Sec.10C (b) から (e))。

42) 会社側では益金に算入され (法人税基本通達 2-1-43 等)、役員側では控除できないという扱いなるとの指摘がある。大石ほか・前掲注 1) 2077 号 37 頁注 (26)。