

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

金融機関に対する報酬規制は合理的か？

こ だまけいそう  
兒玉啓宗

Discussion Paper No. 2015-J-8

# IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

## 金融機関に対する報酬規制は合理的か？

こだまけいそう  
兒玉啓宗\*

### 要 旨

金融機関の報酬制度が金融危機の一因になったとの認識のもと、報酬規制の導入が国際的に進められている。こうした規制は金融機関の役職員に多額の業績連動型報酬が支給され、過剰なリスクテイクが行われたことを問題視しており、一定の類型に該当する報酬の禁止や変動報酬への上限設定など、インセンティブに対する直接的な介入を想定している。本稿では、欧米の金融機関に対する報酬規制を参照しつつ、業績連動型報酬の中心となるエクイティ報酬に焦点をあて、報酬規制と(1)過剰なリスクテイクの発生原因と考えられるコーポレート・ガバナンスとの関係、(2)短期的利益追求との関係について整理、検討を行っている。過剰なリスクテイクの発生原因については、役職員が株主利益を顧みずに自己利益を追求したという説明と株主利益によく規律づけられていたという説明が提示されているが、後者が妥当な場合には金融機関、特に銀行においてエクイティ報酬を利用することや、株主利益を追求するガバナンスのあり方にも影響が及びうる。また、短期的利益追求を抑制する規制を実現するためには報酬から生じる具体的なインセンティブを考慮する必要があるが、エクイティ報酬については規制対応に限界がある局面も想定されるように思われる。わが国企業の間では欧米と比較してエクイティ報酬をはじめとする業績連動型報酬は普及していなかったが、今後は導入が進んでいく可能性が高い。こうした中、本稿で指摘している点はわが国において将来的に論点となる可能性がある。

キーワード：報酬規制、金融規制、エクイティ報酬、デット報酬、コーポレート・ガバナンス、短期的利益

JEL classification: G2、G3、K22

\* 日本銀行金融研究所企画役（現システム情報局企画役、E-mail: keisou.kodama@boj.or.jp）

本稿の作成に当たっては、金融研究所主催の法制度研究報告会「会社法と金融規制の関係」（2015年3月18日開催）において伊藤靖史教授（同志社大学）、大杉謙一教授（中央大学）、尾崎悠一准教授（首都大学東京）、加藤貴仁准教授（東京大学）、弥永真生教授（筑波大学）ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

## 目 次

1. はじめに.....	1
2. 金融機関の役職員に対する報酬規制の現状.....	2
(1) ドッド=フランク法（米国）.....	2
イ. 内容.....	2
ロ. 報酬規制の経緯.....	5
(2) 資本要求指令 IV（EU）.....	8
イ. 内容.....	8
ロ. 報酬規制の経緯.....	10
(3) 小括.....	11
3. 問題と検討.....	12
(1) 金融危機後の報酬規制における2つの特徴.....	12
(2) コーポレート・ガバナンスと報酬規制.....	14
イ. コーポレート・ガバナンスとリスクテイクの関係.....	14
ロ. 留意点.....	19
ハ. 米国とEUにおける金融規制としての報酬規制.....	20
ニ. 小括.....	22
(3) 報酬規制と短期的な利益追求.....	23
イ. 短期的な利益追求とはなにか.....	23
ロ. エクイティ報酬に関する検討.....	26
ハ. 小括.....	30
4. おわりに.....	30
補論：新しい報酬制度の提案（デット報酬）.....	33
参考文献.....	38

## 1. はじめに

2007年以降の金融危機に関しては金融機関の報酬制度がその一因になったとの見方が広く共有されている<sup>1</sup>。欧米の企業では役職員に支給される報酬の形態として業績連動型報酬が一般的に利用されており、金融機関も例外ではない。こうした見方において、業績連動型報酬は金融機関の役職員に業績達成への強いインセンティブを与え、金融機関の許容できる水準以上にリスクテイクが行われたとされている。

金融危機を経て、各国では金融規制の見直しが進められており、報酬規制もその1つとして挙げられる。こうした見直しのもとで欧米を中心に導入が進められている報酬規制は金融機関による過剰なリスクテイクの抑制を主な目的としている。わが国の金融機関に対する報酬規制<sup>2</sup>は金融危機の影響が相対的に軽微だったこともあり、欧米と較べて制約度合いは弱い。金融規制が国際的に合意された枠組みにそって実施される現状を踏まえると、欧米の規制状況や関連する議論を検討することで、わが国における金融機関の報酬制度に対しても有益な示唆を導くことができると考えられる。

本稿は、上記の観点から米国およびEUを参照し、金融機関の役職員を対象とする報酬規制にどのような特徴があるのか整理したうえで、やや大きな視点から考えられる問題点について検討を行う。以下では、まず、米国およびEUにおける金融機関に対する報酬規制の現状を整理する(2.)。次に、整理を踏まえて金融機関の役職員に対する報酬規制は、①異なる経緯の報酬規制が併存しており、金融機関によるリスクテイクの原因との関係が論点となること、②短期的な利益追求が過剰なリスクテイクに繋がったと評価されていることを指摘し、それぞれについて問題の分析を行う(3.)。最後に、こうした検討を通じて得られた視点に基づいて、金融機関の報酬規制に関する示唆をまとめとして述べる(4.)。

なお、報酬制度の検討を行うにあたっては、報酬の種類のほか、会社形態や上場の有無に基づく特性を踏まえた検討が求められる。本稿では、業績連動型

<sup>1</sup> 金融危機後の国際的な金融規制枠組みにおいてもこうした見方から報酬規制が議論されている。金融危機後の国際的な金融規制の状況については尾崎 [2010] 131~140頁を参照。

<sup>2</sup> 2010年3月、金融庁は国際的な報酬規制の動向を踏まえ、金融機関向けの総合的な監督指針の改正を行った。これによって、主要行等、農林中央金庫、国際的に活動する金融商品取引業者グループ、海外拠点を有する保険会社等については、過剰なリスクテイクに繋がらない適切な報酬制度が導入、運用されているかといった点が監督対象となった。また、同年には内閣府令が改正されたことで、有価証券報告書における役員報酬に関する情報開示が強化された。これによって、特に連結報酬等の総額が1億円以上の役員については、役員毎に報酬の開示が義務づけられることになった。

報酬の大部分を構成するエクイティ報酬<sup>3</sup>を中心に、株式が公開された金融機関（特に銀行）を検討の対象として念頭におく。

## 2. 金融機関の役職員に対する報酬規制の現状

まず、米国と EU において、金融危機後に導入された金融機関の役職員を対象とする報酬規制の内容と制定の経緯について確認をする。

### (1) ドッド＝フランク法（米国）

#### イ. 内容

金融機関の役職員を対象とする報酬規制<sup>4</sup>は、2010年7月に成立したドッド＝フランク法<sup>5</sup>の951条から957条<sup>6</sup>において定められている。これらの規制は、一定範囲の金融機関に適用される956条と、公開会社であれば金融機関、非金融機関を問わずに適用されるその他の条項<sup>7</sup>に分けられる。

金融機関を含む公開会社一般に適用される規制は、Say-on-Payの導入とゴールデン・パラシュートに関するルール<sup>8</sup>、報酬委員会の独立性強化と報酬コンサル

---

<sup>3</sup> 米国上場企業の CEO の報酬においては、1960年代からエクイティ報酬の付与が目立ち始め、1990年以降に急拡大し、報酬の大部分がエクイティ報酬（株式報酬・オプション報酬）で構成されているといわれており（熊谷・塩田 [2013a] 37～38頁）、こうした方向性は金融機関も同様だと考えられる。なお、野崎 [2010] 19頁は、米国ではマネーセンターバンクの経営者報酬に占めるストック・オプションの割合は5割程度であると指摘している。

<sup>4</sup> 米国における報酬規制には、金融安定化関連法令（後掲注30参照）に基づいた不良資産救済プログラム（TARP: Troubled Asset Relief Program）対象企業の役員報酬を対象とする規制があるが、これらは必要な限りで触れることとし、本稿では一般的な規制であるドッド＝フランク法を取り上げる。

<sup>5</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act [hereinafter Dodd-Frank Act].

<sup>6</sup> 第9編「投資者保護および証券規制の改善 (Investor Protections and Improvement to the Regulations of Securities)」中、第E章「説明責任および役員報酬 (Accountability and Executive Compensation)」において定められている。

<sup>7</sup> 956条を除く条項は、ドッド＝フランク法によって1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) が改正される形で導入されており、同法に基づく継続開示が求められる会社に対して適用される。

<sup>8</sup> Dodd-Frank Act §951. Say-on-Pay は、株主総会において行われる役員報酬に対する拘束力を有しない勧告決議である。役員報酬の決定手続に株主の意向を表明する機会を設けることで、取締役会の株主に対する説明責任を強化することを目的として導入された。少なくとも3年に1回は実施する必要があるほか、勧告決議の頻度も少なくとも6年に1回の株主総会で決めなければならない。ゴールデン・パラシュートに関するルールは、会社が買収、合併、資産譲渡等を行うために株主総会の承認が必要となる場合には、役員のゴールデン・パラシュートについて情報を開示

タントに関するルール<sup>9</sup>、情報開示の促進<sup>10</sup>、Claw-back の強化<sup>11</sup>が該当する<sup>12</sup>。

これに対して 956 条は金融機関による過剰なリスクテイクを防止するために金融規制として導入された報酬規制であり<sup>13</sup>、規制対象金融機関（covered financial institution）<sup>14</sup>におけるインセンティブ報酬（incentive-based compensation）<sup>15</sup>を規制している。同条に基づいて、金融規制を担当する 7 当局（以下「金融規制当局」という）<sup>16</sup>は、共同して規制対象金融機関における役職員のインセンティブ報酬に関して規則またはガイドラインを策定しなければならない。策定が求められるのは、規制対象金融機関が採用している役職員のインセンティブ報酬（the structures of all-incentive-based compensation arrangements）の情報開示に関するルール<sup>17</sup>と、不適切なリスクテイクを助長する危険性があるため禁止される

---

し、Say-on-Pay を経ることを求めている。

<sup>9</sup> Dodd-Frank Act §952. 報酬委員会の独立性強化は、報酬委員会のメンバーが取締役であることや報酬委員会の独立性に関する基準を定めることを求めている。報酬コンサルタントに関するルールは、報酬委員会が報酬コンサルタント等を選任する場合の詳細なルールや選任した場合の開示事項等を定めることを求めている。

<sup>10</sup> Dodd-Frank Act §953, 955. 情報開示の促進は、報酬と業績の関係、従業員の年収と CEO の年収の比較、役職員が報酬として受領する証券のヘッジ状況に関する情報を開示するためのルールを策定することを求めている。

<sup>11</sup> Dodd-Frank Act §954. Claw-back の強化については、会社が財務情報を修正する場合、誤った情報に基づいて支給された過去 3 年間の役員報酬について返還することを求めている。なお、Claw-back はサーベンス=オクスリー法において既に導入されていたが、熊谷・塩田 [2013b] 56 頁は、ドッド=フランク法における条項とは①発動事由、②対象となる報酬、③返還すべき金額、④対象となる役員といった点で違いがあると指摘している。

<sup>12</sup> このほか、役員報酬議案を含む重要議案についてブローカーによる議決権の代理行使を規制する条項がある（Dodd-Frank Act §957）。ドッド=フランク法における報酬規制の内容を解説した本邦の文献として、比較法研究センター [2015]、伊藤 [2013] 237～261 頁、熊谷・塩田 [2013b] などがある。

<sup>13</sup> 956 条の内容を解説した本邦の文献として、比較法研究センター [2015] 43～45 頁、神山 [2011] 119～121 頁がある。

<sup>14</sup> 保有資産が 10 億ドル以上である、預金取扱機関（持株会社を含む）、ブローカー・ディーラー、クレジットユニオン、投資顧問会社、ファニー・メイ、フレディ・マックおよびその他規制当局が定める金融機関が対象となる（Dodd-Frank Act §956 (e) (2),(f)）。

<sup>15</sup> ドッド=フランク法にはインセンティブ報酬の定義はないが、後述の金融規制当局が公表している規則案（後掲注 19 参照）では、インセンティブ報酬を「業績へのインセンティブとなるあらゆる変動報酬」（any variable compensation that serves as an incentive for performance）と定義している。

<sup>16</sup> 金融規制当局とは、連邦準備理事会（FRB）、通貨監督庁（OCC）、連邦預金保険機構（FDIC）、貯蓄金融機関監督庁（OTS）、全米信用組合管理庁（NCUA）、証券取引委員会（SEC）、連邦住宅金融庁（FHFA）を指す（Dodd-Frank Act §956 (e) (1)）。

<sup>17</sup> Dodd-Frank Act §956 (a) (1). 情報開示は、役員、従業員、取締役、主要株主に多額の利益を供与しているか、または金融機関に重大な損失をもたらす可能性があるか、といった点を判断するうえで十分なものであることが求められる。

インセンティブ報酬の基準<sup>18</sup>である。

金融規制当局は、956条に基づいて、各々が所管する規則の改正案を公表している<sup>19</sup>。改正案の主な内容としては、まず、インセンティブ報酬に関する情報開示ルールとして、年次の報告書を金融規制当局に対して提出することを規制対象金融機関に求めるとともに、その報告事項<sup>20</sup>を規定していることが挙げられる。また、インセンティブ報酬の額が実際の業績に照らして「過剰な報酬」(excessive compensation)に該当し、または「金融機関に重大な損失をもたらす可能性」(material financial loss)があるため、不適切なリスクテイクに繋がると判断される場合には、規制対象金融機関において当該インセンティブ報酬を用いることが禁止される。このため、それぞれに該当すると判断される場合の基準<sup>21</sup>、<sup>22</sup>を示している。さらに、規制対象金融機関が採用するインセンティブ報酬については、上記の基準に従っていることを確保するため、予め報酬に関する方針およ

<sup>18</sup> Dodd-Frank Act §956 (b). 役員、従業員、取締役、主要株主に多額の利益を供与しているか、または金融機関に重大な損失をもたらす可能性がある場合に禁止されるとする。規則案において、過剰な報酬 (excessive compensation prohibition) と金融機関に重大な損失をもたらす可能性 (material financial loss prohibition) に関して禁止の基準が定められているのは、このドッド=フランク法の規定内容を受けている。

<sup>19</sup> Federal Register/ Vol. 76, No. 72 Thursday, April 14, 2011/Proposed Rules. ドッド=フランク法 956条において、金融当局7機関は9か月以内に規則を策定することが求められているが、現時点で成立には至っていない(現在、規則案に寄せられたコメントを踏まえた検討を行っている状態)。

<sup>20</sup> 具体的な報告事項としては、①インセンティブ報酬の構成とインセンティブ報酬が支給される役職員 (covered person) の類型に関する明確な説明、②インセンティブ報酬を規律する方針と手続に関する簡潔な説明、③大規模金融機関 (larger covered financial institution. 定義は後掲注23参照) については、規模、資本およびリスク許容度を勘案して金融機関に重大な損失をもたらさうる業務執行権限を有する役職員のインセンティブ報酬を規律する方針と手続に関する簡潔な説明、④インセンティブ報酬およびそれに関する方針・手続について前回提出した報告書から重要な変更があった事項、⑤インセンティブ報酬が金融機関の重大な損失に繋がらうる不適切なリスクを刺激しないと考える具体的な理由が挙げられている。なお、こうした報告を求める目的は、金融機関で利用されている報酬が規制目的に照らして適切であるかを判断するためであり、特定の役職員の具体的な報酬額について報告を求めるものではないとされている。また、金融機関に不必要な報告負担をかけないように、金融規制当局が既存の監督枠組みに基づいて報酬に関する情報を得ているときにはそれを報酬規制のために利用するなどの配慮をうけている。

<sup>21</sup> 「過剰な報酬」の該当性を判断する具体的な基準として、①金銭報酬と非金銭報酬を総合した価値、②対象となる役職員および比較される役職員に関するこれまでの報酬支給の状況 (compensation history)、③金融機関の財務状況、④資産規模、立地、業務内容や資産の複雑性を勘案して比較される他の金融機関の報酬慣行、⑤退職給付についての見込み費用と利益、⑥役職員と詐欺行為、不作為、信託義務違反、権限濫用に関連するあらゆる事項、⑦その他当局が思慮する事項が挙げられている。

<sup>22</sup> 「金融機関に重大な損失をもたらす可能性」がある場合の該当性を判断する具体的な基準として、①リスクと報酬のバランス (例えば、報酬について支払の繰延べを行っているかどうか)、②効果的な内部統制とリスク管理の両立、③頑健なコーポレート・ガバナンスの存在が挙げられている。なお、本基準に基づいて報酬が禁止されるのは「金融機関に重大な損失をもたらす可能性」のある業務を行っている役職員であることが前提となる。

び手続を策定しておくことが求められる。その他にも、規制対象金融機関の中でも、大規模金融機関（larger covered financial institution）<sup>23</sup>の役員については、年間インセンティブ報酬の少なくとも50%について3年間繰延べること<sup>24</sup>を求められるほか<sup>25</sup>、金融機関に重大な損失をもたらす可能性がある役職員を把握しておくことやインセンティブ報酬支給時に取締役会決議を行うことなどが求められる。

## ロ. 報酬規制の経緯

上記でみたとおり、ドッド=フランク法における報酬規制は、金融機関を含む公開会社一般に適用される規制と規制対象金融機関を対象とする規制の二重構造となっている。

（ドッド=フランク法における報酬規制の適用関係）

条文	規制対象
956条以外	公開会社一般 (金融機関を含む)
956条	一定範囲の金融機関 (規制対象金融機関：資産10億ドル以上の特定業種)

こうした構造となっている背景を探るうえでは、金融危機前の報酬規制を巡る議論が手掛かりになる。2000年代入り後から金融危機前の間、米国の報酬規制に関する議論の主な内容は、エンロン事件等の企業不祥事や経営者報酬の高額化に起因して、会社一般におけるコーポレート・ガバナンスのあり方や所得格差を問題とするものであった<sup>26</sup>。米国企業では1980年代から90年代にかけて、経営者報酬における業績連動型報酬、なかでもエクイティ報酬の割合が高まり、

<sup>23</sup> 連結総資産が500億ドル以上の金融機関をいう。ただし、NCUAの監督対象については、連結総資産が100億ドル以上の金融機関をいう。なお、FHFAの監督対象については、一定範囲の役職員に対してこうした大規模金融機関を対象とした規制が適用される。

<sup>24</sup> 繰延方法には柔軟性が認められている。例えば、繰延期間が3年の場合、①3年後に繰延額を一括支給してもよいし、②3年にわたって各年毎に繰延額を分割支給してもよい。ただし、②の場合、各年毎の支給額は均等額（ここでは繰延額の1/3）を超えることはできない（支給ペースを遅くする分には問題ない）。

<sup>25</sup> 改正案の説明によると、大規模金融機関についてこうした規定が設けられた理由としては、大規模金融機関は金融システムに与える影響が大きいといった点が述べられている。

<sup>26</sup> 金融危機前の米国企業の役員報酬とその規制動向については、伊藤〔2006〕を参照。

報酬総額も急激に増加した<sup>27</sup>。業績連動型報酬の支給増加を正当化する理論的な支柱は、主としてエージェンシー理論のもと、経営者に対して株主価値を増加させるインセンティブを付与する点に求められた。その後、株価とリンクした経営者報酬については、エンロンやワールドコムによる粉飾決算事件が生じたことで、企業経営者が場合によっては不正な手段によって巨額の報酬を得ている実態が明らかとなり、そのあり方が問題視されることになった。こうした事態を受けて、報酬規制の強化を含むコーポレート・ガバナンス全体の改善を目的とするサーベンス＝オクスリー法の制定とそれに関連する改革が行われた<sup>28</sup>。もともと、こうした金融危機前の報酬規制は、報酬制度が経営判断やリスクテイクに与える影響という視点ではなく、エージェンシー問題を意識しつつ、経営者による自己利益の追求の防止、役員報酬の透明性強化といった問題への対処を基本的な目的としていたものであった<sup>29</sup>。

これに対して、金融危機後には、従来の議論に加えて報酬制度が金融機関の経営判断やリスクテイクに与える影響といった点が意識されるようになった。金融危機後の報酬規制は危機対応を目的として制定された金融安定化関連法令<sup>30</sup>に端を発する。これらの法令では、GSE（連邦住宅貸付銀行、ファニー・メイ、フレディ・マック）をはじめ、資金不足が懸念される金融機関や事業会社に対する資金注入や不良資産の買取りといった公的支援策が規定されていたほか、支援先役員の報酬規制も規定されていた。その内容には、役員報酬に関する支給上限の設定、独立した役員で構成される報酬委員会の設置、Say-on-Payの導入といった規制のほか、特徴的な点として、過剰なリスクテイクを促すようなイ

---

<sup>27</sup> 伊藤 [2006] 1023～1024 頁は、米国企業におけるエクイティ報酬の利用状況について、1970年代における CEO の報酬パッケージはほとんどが基本給と年度利益に連動したボーナスであったが、80年代に入り、敵対的買収が盛んになると、被買収企業の執行役員に企業価値向上のインセンティブを与えることが目指されたとし、こうした事情が90年代におけるエクイティ報酬の利用加速の背景にあると指摘している。

<sup>28</sup> 金融危機前の報酬規制としては、例えば、2006年にSECは公開会社における報酬開示の内容を変更したほか、2007年に米国議会は Say-on-Pay の導入等について審議を行っている。

<sup>29</sup> 伊藤 [2006] 1045～1046 頁は、こうした2000年代初頭の企業不祥事を受けた改革について、「伝統的には州会社法および判例に委ねられていた領域への、連邦政府・取引所によるアグレッシブな介入という側面を有している」としつつ、「株式会社の株主・取締役・執行役員間の権限配分を変更するものではなく、役員報酬についての規制の基本的な構造も変更されていない。…役員報酬に関しては、従来の規律の基本的発想を維持しながら、一部の規制を強化して問題の解決を図ろうとするものといえる」と評価している。

<sup>30</sup> ドッド＝フランク法成立前の金融安定化関連法案として、2008年7月30日に住宅経済再生法（Housing and Economic Recovery Act of 2008）、2008年10月3日に緊急経済安定化法（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）、2009年2月17日に米国復興再投資法（American Recovery and Reinvestment Act of 2009）が制定された。

ンセンティブ報酬を禁止する規制も導入されており<sup>31</sup>、ドッド＝フランク法における報酬規制に近い内容となっている<sup>32</sup>。

ドッド＝フランク法における 956 条以外の報酬規制は、その内容を踏まえると金融危機以前からあった事業会社一般の経営者報酬に向けられていた批判と対応しており<sup>33</sup>、公開会社一般における報酬に関するガバナンスを強化することを主な目的としている。これに対して規制対象金融機関の役職員報酬を規制する 956 条は、特に金融規制の観点から報酬とリスクテイクの関係に焦点を置いている。このように、ドッド＝フランク法の報酬規制は、2つの異なるニュアンスの規制が混在したものとして理解することができる<sup>34</sup>。

---

<sup>31</sup> 住宅経済再生法では、GSE への公的資金供給とともに役員報酬規制が導入された。緊急経済安定法では、TARP が設けられたが、プログラム適用先の役員報酬に対しては、不要かつ過剰なリスクテイクを促す報酬支給の制限、Claw-back 等の規制が定められた。米国復興再投資法では、緊急経済安定法を改正する形で報酬規制が置かれ、報酬額の上位役員 5 名に対する不要かつ過剰なリスクテイクを促す報酬支給の制限、独立した役員で構成される報酬委員会の設置、Say-on-Pay の義務づけ等が導入された。これらの法令の内容については、尾崎 [2010] 141～142 頁を参照。

<sup>32</sup> 2009 年 6 月 17 日に米国財務省が公表したドッド＝フランク法の青写真とされる Department of the Treasury [2009] p.11 では、全公開会社を対象に Say-on-Pay を導入することや報酬委員会の独立性を高める施策を導入することを言及しており、ドッド＝フランク法における報酬規制への影響が窺われる。また、FSB 原則（後掲注 44 参照）などの国際的な報酬規制の議論も影響している。なお、ドッド＝フランク法全体の成立過程については、若園 [2013] が整理をしている。

<sup>33</sup> Say-on-Pay はドッド＝フランク法において初めて導入されたが、その他 956 条以外の報酬規制は基本的に以前から米国に存在していた規制が拡充されたり、整備されたりしたものである。例えば、報酬開示規制は SEC 規則において一定のルールが設けられ、適宜改正が行われている（前掲注 28 参照）。また、Claw-back もエンロン事件やワールドコム事件を経て導入されたサーベンス＝オクスリー法において規定されていた（前掲注 11 参照）。

<sup>34</sup> ドッド＝フランク法の報酬規制の構造について、伊藤 [2013] 238 頁は、金融規制法であるドッド＝フランク法において公開会社一般を対象とする報酬規制が定められている背景として、金融危機以前の報酬規制の動向に言及している。また、尾崎 [2010] 130 頁は、金融危機後の役員報酬規制を、①金融機関の規制強化の一環としての役員報酬規制、②公的資金投入企業に対する規律としての役員報酬規制、③（金融機関のみならず事業会社も含めた）コーポレート・ガバナンス一般の問題としての役員報酬規制の 3つの観点から位置づけている。また、同 159 頁では、米国の報酬規制について、「公的資金投入企業に対する規制は、「金融の安定化」と「優れたコーポレート・ガバナンスの実現」として設けられるものであり、「金融の安定化」という目的からは金融機関一般に、「優れたコーポレート・ガバナンスの実現」という目的からは事業会社を含む会社（公開会社）一般に議論が及びうる。そして、現実には、TARP 対象企業に対して課した報酬規制は TARP 対象企業を規律することで完結するのではなく、「よきガバナンス」のモデルとして公的資金注入企業を超えて、金融機関一般・上場企業一般に適用されるべきルールとされた」と指摘する。

## (2) 資本要求指令 IV (EU)

### イ. 内容

EU では、金融危機後に制定された複数の勧告によって報酬規制を行うことが求められたほか、指令によっても各加盟国は金融機関の役職員に対して報酬規制を行うことが求められている<sup>35, 36</sup>。

金融危機後、広く金融セクターの役職員報酬については、2009 年金融機関報酬勧告<sup>37</sup>によって規制勧告が行われた。さらに金融機関のなかでも預金取扱機関と投資会社については、同勧告に加えて資本要求指令 III の中で規定されている報酬規制の対象とされた。現在、資本要求指令 III は資本要求指令 IV へと改訂されている<sup>38</sup>。資本要求指令 IV に規定されている報酬規制は、指令という形式上、その目的に法的拘束力を有しており、EU における報酬規制方針の中核に位置していると考えられる。本稿では、EU における金融機関に対する報酬規制の基本的な考え方を確認する観点から、資本要求指令 IV における報酬規制の特徴点を取り上げる。

---

<sup>35</sup> 勧告 (Recommendation) や指令 (Directive) は加盟国において直ちに法的効力をもつものではなく、各加盟国内における個別の立法を経る必要がある (なお、本稿では加盟国における個別立法の状況には立ち入らない)。ただし、指令はその目的について、加盟国への拘束力を有する。

<sup>36</sup> 金融危機前後における EU の報酬規制の動向については、菊田 [2011] を参照。

<sup>37</sup> Commission Recommendation of 30 April 2009 on Remuneration Policies in the Financial Service Sector (2009/384/EC)。同勧告は、EU 内の金融機関を対象に過剰なリスクテイクを誘発しない健全な報酬制度を確立することを目的としている。規制対象となる業種は、預金取扱機関、投資会社、保険会社、再保険会社 (reinsurance undertakings)、年金基金、集団投資スキーム (collective investment schemes) 等と幅広い。主な内容として、①ボーナス・キャップ (変動報酬と固定報酬の適切な比率設定)、②変動報酬の大部について支払繰延期間の設定 (ただし、具体的な数値までは規定していない)、③変動報酬に係る Claw-back、④報酬情報の開示強化などが挙げられる。併せて導入された 2009 年取締役報酬勧告 (後掲注 54 参照) が取締役報酬を規制対象としていたのに対して、2009 年金融機関報酬勧告は役員報酬だけでなく、金融機関のリスク・プロファイルに重要な影響力を有する従業員 (Material Risk Takers) の報酬も対象としていた。

<sup>38</sup> 資本要求指令 (2006/48/EC and 2006/49/EC) は BIS 規制に基づく欧州金融機関の自己資本比率強化等を規定している。複数回の改正を経た後、金融危機後の 2010 年に導入された資本要求指令 III において報酬規制が取り入れられた。資本要求指令 III はその後改定され、2013 年 7 月からは資本要求指令 IV (2013/36/EU [hereinafter CRD IV]) が発効している。ただし、資本要求指令 IV の報酬規制については、2014 年中の実績に基づいて支払われる報酬から適用される。資本要求指令 IV の報酬規制は資本要求指令 III の報酬規制を踏襲しているが、本文で紹介しているとおり、変動報酬の固定報酬に対する具体的な比率を原則 1 倍とすること (資本要求指令 III では適切な比率とすることのみが規定されていた) 等、より具体的な内容を有する規制となっている。また、資本要求指令 IV と併せて導入された Capital Requirements Regulation (No 575/2013 [hereinafter CRR]) では、年間 100 万ユーロ以上の報酬を受取る役職員の人数等に関する情報開示規制が導入されている (CRR §450)。

資本要求指令 IV は、92 条から 96 条<sup>39)</sup>において、EU 域内の預金取扱機関と投資会社<sup>40)</sup>を対象とする報酬規制<sup>41)</sup>を規定している。規制対象となるのは、金融機関のリスク・プロファイルに重要な影響力を有する役職員 (Material Risk Takers) である<sup>42)</sup>。

資本要求指令 IV の報酬規制の内容は、国際的な報酬規制枠組みである金融安定化フォーラム (FSF : Financial Stability Forum) <sup>43)</sup>の策定した「健全な報酬慣行に関する原則」<sup>44)</sup> (以下「FSB 原則」という) を踏まえたものとなっているが、特徴的なのは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点である<sup>45)</sup>。変動報酬に対する主な規制内容としては、①ボーナス・キャップ (変動報酬の固定報酬に対する比率を原則 1 倍以下にすること)<sup>46)</sup>、②変動報酬の半分以上はエクイティ報酬で支給すること<sup>47)</sup>、

---

<sup>39)</sup> セクション 2「アレンジメント、プロセスおよびメカニズム (Arrangement, process and mechanisms of institutions)」中、サブセクション 3「ガバナンス (Governance)」において定められている。なお、同サブセクションは 88 条から 91 条で報酬以外のガバナンスに関する事項を定めている。

<sup>40)</sup> CRD IV art 2,1. CRR art 4,1. (3). これには、EU に本社を置く金融機関の非 EU 圏の子会社、EU 外に本店がある金融機関の EU 圏内の子会社が含まれる (CRD IV art 92, 1.)。

<sup>41)</sup> 各条項の概要を述べると次のとおりである。92 条は金融機関が支給する報酬において考慮すべき一般的な原則を定める。93 条は政府による公的支援先の報酬に関する取扱い (経営者には正当な理由がなければ変動報酬を支払ってはならないなど) を定める。94 条は変動報酬の取扱いを定めており、本文で述べたような規制原則を定める。95 条は報酬委員会の構成に関する原則を定める。96 条はウェブサイトを有している場合、88 条から 95 条の順守状況を説明することを求める。

<sup>42)</sup> 金融機関のリスク・プロファイルに重要な影響力を有する役職員 (Material Risk Takers) の具体的な対象は、①シニア・マネジメント、②リスク・テイカー、③管理業務従事者、④シニア・マネジメントやリスク・テイカーと同階層の報酬を得ている者をいう (CRD IV art 92, 2)。Material Risk Takers の詳細基準は、Regulatory Technical Standards (No 604/2014) において規定されている。

<sup>43)</sup> FSF は、金融システムの安定化を目的とする FSB (Financial Stability Board : 金融安定理事会) の前身であり、2009 年 4 月に改組された。

<sup>44)</sup> Financial Stability Forum, “FSF Principles for Sound Compensation Practices,” April 2, 2009. FSB は、FSB 原則の公表後、2009 年 9 月に FSB 実施基準 (Financial Stability Boards “FSB Principles for Sound Compensation Practices Implementation Standards,” September 25, 2009) を公表し、報酬規制に関する具体的な数値基準等を示している。また、その後も継続的に各国における取組み状況に関するレビューや報告書を公表しているほか、報酬慣行に関するワークショップを開催している。

<sup>45)</sup> 2009 年金融機関報酬勧告や 2009 年取締役報酬勧告も同様に FSB 原則を踏まえているため、これらの勧告内容 (前掲注 37 および後掲注 54 参照) と資本要求指令 IV における報酬規制の内容は類似している。しかし、資本要求指令 IV の報酬規制は数値目標を掲げ、指令という形式によっている点で加盟国に対する影響力が大きい。

<sup>46)</sup> CRD IV art 94, 1. (g) (i). ただし、一定株主の同意がある場合には固定報酬の 2 倍までの変動報酬が許容される (CRD IV art 94, 1. (g) (ii).)。

<sup>47)</sup> CRD IV art 94, 1. (l).

③変動報酬の少なくとも40%は3年から5年の間支払を繰延べること<sup>48</sup>、④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 Claw-back の対象となること<sup>49</sup>が挙げられる。

## ロ. 報酬規制の経緯

EU においても報酬規制は金融危機前から議論されていた<sup>50</sup>。EU では、2000年代前半から、会社法制の現代化をテーマとして取締役会制度や報酬決定手続等に関するコーポレート・ガバナンスの強化が進められた<sup>51</sup>。こうした中、EU 域内の報酬規制として、公開会社の役員報酬を対象とした2004年取締役報酬勧告<sup>52</sup>が採択された。同勧告では、報酬を巡って会社の役職員と直接の利害対立がある株主を取締役報酬の決定に関与させることでガバナンスの向上を図ることが意識されている<sup>53</sup>。

報酬制度が経営判断やリスクテイクに与える影響は、その後に発生した金融危機を経て強調されるようになる。金融危機後、FSB 原則などの報酬規制枠組みにみられるように、国際的な議論を経て、過剰なリスクテイクを惹起しない、金融機関の長期的な利益と合致する報酬制度を導入することについてコンセンサスが形成された。2009年以降にEUで導入された報酬規制は、こうした国際的な規制枠組みに準拠した新たな潮流として、2009年金融機関報酬勧告を皮切りに、資本要求指令による報酬規制へと繋がっていったと理解される。

また、EU では、金融危機を契機として金融機関の役職員報酬だけではなく、広く公開会社の役員報酬についても、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年金融機

---

<sup>48</sup> CRD IV art 94, 1. (m).

<sup>49</sup> CRD IV art 94, 1. (n).

<sup>50</sup> 前掲注 36 参照。

<sup>51</sup> EU における会社法制の現代化への取り組みは、2002年に欧州委員会に対して提出された Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe に端を発する。これに基づいて、2003年5月に欧州委員会は、EU加盟国の会社法の現代化へ向けた具体的な行動計画を定めた Modernisation of Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward を発表した。ここでは取締役報酬に関する株主の関与を強化する原則が示されている。EUのこうした動向については、正井 [2006]を参照。

<sup>52</sup> 主な内容として、①報酬方針の策定・開示および報酬方針に対する株主の承認手続、②個々の取締役に係る報酬情報の開示、③エクティ報酬付与に対する株主の承認などが挙げられる。

<sup>53</sup> 例えば、European Commission Recommendations on director's remuneration and the role of non-executive and supervisory director's – frequently asked questions (MEMO/04/231) p.3 を参照。

関報酬勧告と同時に発表された 2009 年取締役報酬勧告<sup>54</sup>においてはこのような観点からの勧告が行われている。

### (3) 小括

米国および EU における金融機関の役職員を対象とする報酬規制をみると、個別の規制内容には違いが見受けられるものの<sup>55</sup>、背景にある大きな流れは類似している。すなわち、金融危機前にはコーポレート・ガバナンスを強化する流れの中で報酬規制も議論されていたが、金融危機後はこうした規制に加えて、金融規制の観点から特に金融機関の役職員報酬を対象に過剰なリスクテイクの抑止を目的とした報酬規制が導入されることになった。

金融危機後に導入された報酬規制は金融危機が契機となっているため、もっぱら金融規制のために行われているように思われるが、ドッド=フランク法の報酬規制には従前の議論の延長線上に位置するものも含まれている。また、資本要求指令 IV における報酬規制はリスクテイクの抑止を主な目的していると考えられるが、その一方、EU では金融危機前からコーポレート・ガバナンスの強化を目的とした報酬規制の取組みが存在していた<sup>56</sup>。

このような視点から、米国・EU における金融機関の役職員を対象とする報酬規制の内容は、大きくコーポレート・ガバナンスの強化を目的とする金融危機前の報酬規制の範疇に属するものと金融規制の観点から過剰なリスクテイクの抑制を直接の目的としたものに分類することができる。

---

<sup>54</sup> 主な内容として、①ボーナス・キャップ（変動報酬の上限設定。ただし、具体的な数値までは規定されていない）、②変動報酬について支給繰延期間の設定（ただし、具体的な数値までは規定をしていない）、③変動報酬に関する Claw-back、④退職金規制（固定報酬の 2 年分を超えないことが目安）、⑤エクイティ報酬について権利行使待機期間（vesting period）として少なくとも 3 年を設けること、⑥報酬決定プロセスに対する株主の関与の強化などが挙げられる。

<sup>55</sup> EU の規制は米国の規制案に比較して FSB 原則が比較的忠実に踏まえられている。一方、米国の規制案では FSB 原則が意識されつつも、数値目標を掲げた規制などは一部の大規模金融機関に限定されている。

<sup>56</sup> 例えば、2004 年および 2009 年取締役報酬勧告では報酬決定プロセスにおける株主の関与が従って指摘されていることが指摘できる。これらの勧告を踏まえた個別の規制状況は、加盟国における立法に依存するが、金融機関も公開会社であれば同勧告に基づく規制の影響を受けうる。

(報酬規制の分類)

金融危機前から議論されていた、コーポレート・ガバナンスの強化を通じた報酬規制（報酬ガバナンス規制）	報酬決定プロセスに関する株主の関与（Say-on-Pay を含む）、報酬委員会の独立性強化など
金融危機で問題となった金融機関による過剰なリスクテイクの抑制を目的とする報酬規制（金融規制としての報酬規制）	ボーナス・キャップ、報酬支払の繰延べ、リスクテイクを誘因する報酬の禁止など

前者はコーポレート・ガバナンス一般の問題として、金融機関だけではなく、広く公開会社も適用対象としている。これに対して、後者は公開会社ではなく、特に金融機関を適用対象としており、制約度合いが強い規制が含まれている。すなわち、欧米の金融機関の報酬は公開会社一般に適用される規律に加えて、金融規制の観点からさらに強い規制を受けるのである。

### 3. 問題と検討

#### (1) 金融危機後の報酬規制における2つの特徴

金融危機後における金融機関の役職員に対する報酬規制の特徴としては、①一部の金融機関<sup>57</sup>は2つの異なる性質の報酬規制に服すること、②新たに金融規制として従来の規制にない強い内容の報酬規制が導入されたことが指摘できる。これらの特徴についてはそれぞれ以下の点が意識される必要がある。

①の点に関して、2つの報酬規制の関係性を把握することが重要になると考えられる。一部の金融機関には一般の報酬規制に上乘せされる形で規制が課せられることになるが、このような付加的な規制が必要とされる理由はどこに求められるのであろうか。1つの説明として、金融機関において過剰なリスクテイクが行われる構造は一般の事業会社と基本的に変わらないことを前提として、破綻時のシステミック・リスクへの懸念から、強い規制の必要性を正当化していくという考え方がありうる。他方、金融機関と一般の事業会社ではリスクテイクが生じる理論的な背景が異なると理解し、これに対応するために事業会社に

<sup>57</sup> 例えば、米国では公開会社である規制対象金融機関が該当する。

対する規制とは質的に異なるアプローチが必要とする考え方がありうる。この点、後述（２）イ．で示すとおり、金融機関におけるリスクテイクの原因については、コーポレート・ガバナンスの状態に対する評価の違いに起因して異なる見解が示されている。どちらの見解に立つかによって金融規制としての報酬規制に求められる内容は影響を受けることになる。

②の点に関して、金融規制としての報酬規制には従来の報酬規制よりも強い制約が含まれている<sup>58</sup>。米国では一定の類型に該当する報酬の禁止が予定されているほか、EUでは変動報酬の額に上限が設定されるなど、金融機関の役職員のインセンティブに対する直接的な介入が想定されている。株式会社の、特に役員報酬の決定においては、株主・経営者間のエージェンシー・コストの最小化、優秀な人材の確保・繋留、会社財産の散逸防止等を考慮した戦略的な判断が求められる。このため、役職員報酬の決定は本来会社に広い裁量が認められる領域<sup>59</sup>である。例外的に金融機関の役職員報酬については金融規制の観点から広い裁量を制限するべきとの考え方があるとしても、役職員報酬の決定においては戦略的な判断が必要とされる以上、外部からの介入を行う場合、その内容が合理性を欠いていると金融規制の目的を達成できないばかりか、金融機関におけるエージェンシー・コストの増大や労働市場の歪みといった副作用を生じさせかねない<sup>60</sup>。金融規制として行われる報酬規制は報酬制度が歪んだインセンティブを与えたことによって過剰なリスクテイクが行われた可能性を問題にしているが、具体的には報酬制度によって短期的な利益追求が行われたことを問題にしている。金融機関の役職員による短期的な利益追求を抑制するためにはどのような規制手段が妥当なのか、上記の視点を勘案しつつ、慎重な検討が求められるといえよう。

---

<sup>58</sup> 金融規制としての報酬規制が強い規制であることを特徴づける点として、規制対象に経営者（役員）だけではなく、金融機関のリスクテイクに影響力を有する職員も含まれていることも挙げられる。会社法上の報酬規制は株主と経営者の関係を規律するものであると考えられる一方、金融規制としての報酬規制においてはその規制対象が拡大している。その背景には、職員であっても経営に多大な影響を与えうる取引に携わっているなどの金融機関業務の性質があるとしても、強い規制を行っていく以上、手段の妥当性については慎重な検討が求められよう。

<sup>59</sup> 伊藤 [2013] 359～360 頁は、取締役・執行役の報酬の相当性については、裁判所によって審査されるとしてもその基準はきわめて緩やかなものであるとしている。

<sup>60</sup> 特に、報酬規制の導入が進んでいる EU では、加盟国の間で報酬規制の内容に濃淡が生じており、金融機関間の競争に影響が生じているといわれる。規制の影響を回避するため、一部の金融機関では、役割ベース給と呼ばれる固定給の支給額を引き上げることで、変動報酬に上限を課す資本要求指令 IV の報酬規制を潜脱するような動きがあるともいわれている。こうした中、2013年に英国政府は、変動報酬に上限を課す報酬規制に異議を唱えて欧州裁判所に提訴している（ただし、2014年11月に訴えを取り下げた）。

## (2) コーポレート・ガバナンスと報酬規制

上記のうち、まず、一部の金融機関に 2 つの報酬規制が適用される点について検討を行う。以下では、コーポレート・ガバナンスとリスクテイクの関係を説明する 2 つの視点を紹介したうえで、金融規制としての報酬規制の目的を達成するうえで考慮が必要になるとと思われる点を指摘する。

### イ. コーポレート・ガバナンスとリスクテイクの関係

コーポレート・ガバナンスとリスクテイクの関係は、2 つの対照的な文脈で整理される可能性が示されている<sup>61</sup>。1 つは、株式会社におけるリスクテイクの原因を、株主利益最大化原則を規律づけるコーポレート・ガバナンスが機能していない状態に求める見方である。もう 1 つは、その原因を同様のコーポレート・ガバナンスが機能している状態に求める見方である。換言すると、前者は、弛緩したコーポレート・ガバナンスの中で経営者が自己利益を追求したゆえに過剰なリスクテイクが行われたとする見方であり（自己利益追求型（イ））、後者は、コーポレート・ガバナンスによって、役職員が株主利益を追求するようによく規律づけられていたがゆえに過剰なリスクテイクが行われたとする見方である（株主利益追求型（ロ））。

#### (イ) コーポレート・ガバナンスの弛緩（自己利益追求型）

コーポレート・ガバナンスが弛緩している状態では、役職員の経営判断に対する規律が弱まり、株主利益最大化原則の観点から望ましくないリスクテイクが行われる蓋然性も高まることが想像される。これを報酬の切り口からみると、金融機関の役職員が自己の報酬決定プロセスに影響力を行使できるのであれば、自己利益を増大させるのに都合のよい報酬制度が導入され易くなるといえる。報酬制度が企業価値・株主利益よりも役職員の利益を追求するために都合がよいものとなれば、そのような利益を追求する過程で過度のリスクテイクや合理的でない経営が行われることも懸念されることとなる。こうした見方を前提にすると、金融危機時においては、金融機関のコーポレート・ガバナンスが十分

---

<sup>61</sup> 加藤 [2015] 14 頁は、株主利益と金融規制の目的が抵触する可能性の条件としてこうした整理を行っている。また、中村 [2012] 11~18 頁は、米国において 80 年代以降に生じた急激な経営者報酬の高額化を説明する近年の学説として、米国の議論を参照し、レント獲得説 (rent extraction view) と市場競争説 (market competition view) の 2 つを紹介している。レント獲得説の立場からは「経営者報酬の高額化」は経営者が特権的な地位を利用して過剰な報酬を獲得している結果である」と説明される。他方、市場競争説の立場からは「経営者報酬の高額化」は経営者の努力や競争の結果である」と説明される。両説の考え方は、本稿で示す 2 つの見方と親和性があると考えられる。

に機能しておらず、金融機関における報酬制度が役職員の自己利益を増大させるのに都合がよいものであったため、金融規制上、問題となるリスクテイクが行われた可能性が導かれる。

金融危機の前から存在していた議論として、会社の役職員、特に CEO については報酬委員会の報酬決定プロセスに対して影響力を行使することで業績に見合っていない過剰な報酬を得てきたとの批判が行われてきた（ただし、批判の対象は金融機関に限られていたわけではなく、事業会社一般を対象とするものであった）<sup>62</sup>。そうした批判においては本稿の検討対象であるエクイティ報酬についても実際の業績に見合っておらず、「たなぼた」的な利益を役職員に与えていたと指摘されている。

その内容を紹介すると以下のような批判がある。エクイティ報酬を与えられた役職員にとって利益を意味する株価の上昇は、必ずしも当該役職員が達成した業績結果のみに基づいて生じるわけではなく、市場全体の動向から影響を受けるほか、そもそも株式市場は長期的には上昇傾向にあるため、エクイティ報酬が与えられると損失よりも利益が生じる可能性が高いと指摘されている<sup>63</sup>。このように、役職員の努力と無関係のところで報酬が発生する場合には、会社は役職員に対して、より少ない富で同じインセンティブを与えるか、同額の富でより強力なインセンティブを与えることができるため、株主の資本が適切に使われていないことを意味することになる<sup>64</sup>。また、ストック・オプションについては、行使価格を付与時の市場価格と等しく設定（アット・ザ・マネー）することが多いが<sup>65</sup>、画一的な方法による行使価格の設定では最適なインセンティブを付与できるとは限らないといった点<sup>66</sup>や、株価下落時には秘密裡に行使価格

---

<sup>62</sup> こうした問題点を指摘する著名な論稿として、Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, *Pay without performance – The unfulfilled Promise of Executive Compensation* がある。また、同書の訳書として溝渕 [2013] がある。

<sup>63</sup> 溝渕 [2013] 150～151 頁。米国の株価の値動きのうち、企業業績を反映しているのは 30%に過ぎず、残りの 70%が市場全体の動向によって動かされているとする米国の研究に言及している。

<sup>64</sup> 溝渕 [2013] 151 頁。

<sup>65</sup> 溝渕 [2013] 176 頁。1992 年の分析であるが、大会社 1,000 社の CEO に付与されたオプションの 95%以上がアット・ザ・マネーであったと言及している。

<sup>66</sup> 溝渕 [2013] 176～177 頁。イン・ザ・マネーのオプションについては、税制上および会計上の理由から採用しないことに合理性がある（内国歳入法上、年間の報酬総額が 100 万ドルを超えていると、イン・ザ・マネーのオプションは控除することができない）。他方、アウト・オブ・ザ・マネーのオプションは、アット・ザ・マネーのオプションよりも企業価値を高めるために役だっていることを示唆する経験的証拠がかなりあるにもかかわらず、行使価格が付与時の市場価格を下回るアウト・オブ・ザ・マネーのオプションを多くの企業が採用していないのは、不可解であるとの見解を紹介している。また、同 180～181 頁では、アット・ザ・マネーは行使価格が付与日

の再設定が行われている等の問題<sup>67</sup>が指摘されている。さらに、エクイティ報酬を自由なタイミングで処分できるのならば不利益情報の公表直前や有利情報の公表直後を狙った恣意的な処分が行われうるほか、場合によっては公表する情報の内容を操作するインセンティブが生じるとも批判されている<sup>68</sup>。

#### (ロ) 株主に対する規律（株主利益追求型）

上記とは対照的に、役職員が株主利益に規律づけられているコーポレート・ガバナンスの状態を問題とする見方がある。このような状態は株主利益最大化原則の観点からは本来望ましいと考えられるが、株主による資産代替<sup>69</sup>に着目し、株主が会社のステークホルダーの中でも高いリスクテイク・インセンティブを有するとして金融規制の観点から懸念を示す見解がある<sup>70</sup>。こうした見解からは報酬の中でも役職員に株主のインセンティブを与えるエクイティ報酬の扱いが規制上も重要な論点となる。

株主の資産代替は次のように説明される。株主は株主有限責任に基づいて会社の事業について発生した損失を出資額に限定できる一方、利得は上限なく享受できることから、リスクが大きくてもアップサイドに非対称性がある事業を選択することにメリットが生じる。これに対して債権者は事業が失敗した場合には債権の満足が受けられなくなる可能性がある一方（損失が限定されるのは株主と同様）、事業が成功しても利得は変わらないため、上記のようなメリットが生じない。したがって、株主の期待利得を勘案して事業が選択される場合には、ハイリスク・ハイリターンな事業であるほど経済的な合理性が与えられることになる。また、株主の期待利得は正となるものの、事業の期待利得は負となるような、社会的には合理性がない事業が選択されることも起こりうる。このような事業を選択することは、株主が債権者を踏み台にした利益追求を行っ

---

の市場価格以下（イン・ザ・マネー）ではないという制限のなかで最も有利な価格であり、情報開示のタイミングを操作することで、アット・ザ・マネーとしてカムフラージュされたイン・ザ・マネーのオプションが与えられているとの見解を紹介している。

<sup>67</sup> 溝渕 [2013] 182～185 頁。また、同 187～192 頁では、再補填オプションの問題点（既存のオプションを行使する役員に自動的に新しいオプションを付与する慣行）を指摘しているほか、オプションから制限付株式へ報酬形態を変える動きについても、結局は行使価額が 0 ドルのオプションに過ぎず、長期の保有が義務づけられるとしても巨額のたなぼた的利益を役員に与えると指摘している。

<sup>68</sup> 溝渕 [2013] 193～206 頁。

<sup>69</sup> 資産代替問題を扱っている本邦の論稿として、金本・藤田 [1998]、向井 [2005]、後藤 [2007] などがある。特に、松尾 [2001] は、本稿でも紹介した銀行の特性を踏まえて資産代替問題の観点から 1980 年代に米国で生じた商業銀行の大量破綻を整理・分析している。

<sup>70</sup> 多数の論者が主張しているが、代表的なものとして Bebcuk and Spamann [2010] がある。

ていることを意味する<sup>71</sup>。

この問題は一部の金融機関、特に銀行においては影響が大きくなることが指摘されている。なぜならば、銀行は負債に対する資本の比率が著しく低い<sup>72</sup>ことから、株主の踏み台となる負債が大きく、ハイリスク・ハイリターンな事業や合理的でない事業が選択されることを望む株主のインセンティブが他の業種に比べて強くなると考えられるためである<sup>73</sup>。

併せて、銀行については、問題を助長する制度や構造的な要因も指摘されている<sup>74</sup>。銀行の主要な債務は預金であるが、預金保険制度によって多数の一般預金者は、銀行経営をモニタリングするインセンティブを失っているとされる。

<sup>71</sup> ここで述べたような資産代替の問題は次のような数値例によって説明される。

<事業 A> 期待値：118			<事業 B> 期待値 96		
	確率	利得		確率	利得
成功	80%	130	成功	20%	400
失敗	20%	70	失敗	80%	20

上記の表は、事業 A または B に対して、資金 100 を投資したときに、成功または失敗する確率と得られる利得を示している。このとき、期待値を基準に選択を行うと事業 A を選択することが合理的となる。なお、事業 B は投資資金 100 に対する期待値も 96 しかないため、社会的にも非効率な投資となる。

(株式会社が行う場合)

資産 (100)	負債 (70)
	資本 (30)

(債権者と株主の期待値)

	事業 A	事業 B
債権者	70 (70×80%+70×20%)	30 (70×20%+20×80%)
株主	48 (60×80%)	66 (330×20%)

同様の投資を上記左図の負債・資本構成からなる株式会社が行う場合には債権者と株主の間で利害が異なる。上記右図は、当該株式会社が事業 A または事業 B に投資を行った場合に債権者と株主が得られる利得の期待値を表している。債権者の立場からすると、事業 A の期待値は 70、事業 B の期待値は 30 であり、事業 A を選択した方がよい。これに対して株主の立場からすると、事業 A の期待値は 48 だが、事業 B の期待は 66 であり、社会的に非効率であっても事業 B を選択した方がよいことになる。こうした問題が生じる原因は、債権者の利得には上限 (70) がある一方、株主の利得には上限がないことに起因している。

<sup>72</sup> Bolton, Mehran and Shapiro [2010] p.1 は、米国の例と思われるが、平均的な自己資本比率について、銀行は 10% 程度、事業会社は 60% 程度としている。わが国の場合、法人企業統計調査によると、平成 25 年度の自己資本比率は、銀行は 5.5%、それ以外の業種は 37.6% となっている。

<sup>73</sup> Bebchuk and Spamann [2010] p.258 は、銀行について長期劣後債務の自己資本への参入を認めるバーゼル規制について、純粹の自己資本比率がさらに低下し、資産代替問題を悪化させるとする。

<sup>74</sup> ここで述べる銀行に関する制度や構造的な要因は従来から一般的に指摘されているものである。例えば Mehran, Morrison and Shapiro [2011]。

また、預金保険制度による預金者の保護や政府による救済が行われると、預金者以外の債権者についても破綻時に顕現する損失が小さくなる可能性があるため、銀行経営をモニタリングするインセンティブに影響を与えているといわれる。さらに、預金保険制度や公的機関による救済は外部モニタリングの弛緩だけではなく、より直接的に経営者のモラル・ハザードを生み、放漫な経営に繋がる可能性があるとして指摘されている。預金保険制度のもとでは、銀行は元本の保証された安全な預金サービスを顧客に提供できるため、銀行経営者は預金金利を操作し、他行よりも高い金利を設定することで、容易に多額の資金を集めることができる。こうして集めた資金の運用益を追求する過程で通常より過大なリスクテイクが行われる可能性がある。

銀行持株会社の存在もリスクテイクに影響を与えているとの分析がある<sup>75</sup>。銀行持株会社の役職員が影響力を行使して子会社銀行の経営に介入する場合、それによって子会社銀行の事業に利得が生じれば、銀行持株会社が資産として保有する子会社銀行の株式価値の上昇に繋がる。他方、それによって子会社銀行に損失が発生したとしても、銀行持株会社に生じる損失は株主有限責任によってその出資分に限定される。したがって、銀行持株会社の役職員が銀行持株会社の株主の利益最大化を志向する場合には資産代替問題が生じることが指摘されている。こうした見解は、大規模金融機関は持株会社形態をとっていることが多いため、その影響を考慮する必要があるとする。

株主のインセンティブと実際に生じるリスクテイクの関係については、経営や事業を担う役職員に対する株主の影響力が別途論点となるが<sup>76</sup>、エクイティ報酬が役職員に付与されると、経営に対して直接の影響力をもつ者が問題とされるインセンティブを有することになる。エクイティ報酬は役職員報酬と会社のパフォーマンスを中長期的に連動させることができ、エージェンシー問題への対応手段として、金融危機後も一定程度重視されているようである。しかしその一方では、金融規制の観点からリスクテイクの原因として問題視されている。

---

<sup>75</sup> Bebchuk and Spamann [2010] p.8. 尾崎[2010]165頁も Bebchuk and Spamann [2010] の見解を紹介している。銀行持株会社とその銀行子会社の間における資産代替に関しては、銀行持株会社の非銀行事業のリスクが大きい場合や当該非銀行事業と銀行子会社の行う銀行事業の相関性によってさらに悪化することが指摘されている。

<sup>76</sup> 一般的には株主の意向がよく汲み取られるガバナンス体制であるほど経営者による過剰なリスクテイクが深刻となる可能性が増すと考えられる。もっとも、株式が高度に分散保有された公開会社の株主は、機関投資家、法人投資家、個人投資家等の様々な投資家によって構成されており、運用目的や期間も様々であることから、リスクテイクに向けたインセンティブは一様ではないと考えられる。また、株主の影響力はいわゆる集合行為問題によっても影響を受ける可能性がある。

## ロ. 留意点

自己利益追求型と株主利益追求型の差異は、役職員のリスクテイク・インセンティブが株主のそれと乖離している状態<sup>77</sup>を問題視するか、合致している状態を問題視するかにあるといえる。したがって、過剰なリスクテイクの原因としてどちらを前提とするかによって適切な規制のアプローチも異なることになる。自己利益追求型において必要とされる報酬規制の基本的なアプローチは、一般の事業会社において求められる対応と異ならず、金融規制としての報酬規制も報酬ガバナンス規制の延長線に位置づけられることになると考えられる<sup>78</sup>。これに対して、株主利益追求型において必要とされる報酬規制の内容は一般の事業会社に対して求められるアプローチと異なり、役職員が過度に株主利益を追求しないような規律の導入が求められると考えられる<sup>79</sup>。こうした相違に関しては次の点に留意される必要がある。

第 1 に、当然のことながら、過剰なリスクテイクが生じることになった原因に合致した報酬規制が導入されなければ実効的な規制は実現できないことが指摘できる。また場合によっては、規制の実効性が得られないだけでなく、却って弊害が生じることも考えられる。例えば、欧米の報酬規制で導入されているような報酬委員会の独立性向上、Say-on-Pay といった対応は、過剰なリスクテイクの原因が自己利益追求型にあるのならば、役職員報酬に対する株主規律の強化を通じ、株主・経営者間のリスクテイク・インセンティブの乖離を小さくするうえで合理的な対策となるかもしれない。しかしながら、過剰なリスクテイクの原因が株主利益追求型にあるとするならば、このような対応は根本的な対策とは成り得ない。むしろ、株主に対する規律づけを一層強固なものとする方向で作用し、問題を悪化させる可能性があるとの指摘もされている<sup>80</sup>。

第 2 に、リスクテイクの原因の捉え方は金融規制としての報酬規制の適用範囲にも影響することが考えられる<sup>81</sup>。自己利益追求型のもとでは、過剰なリスク

<sup>77</sup> 乖離している状態としては、役職員のリスクテイク・インセンティブが株主のそれより過小となっている場合と過大となっている場合が考えられるが、ここでは後者の場合が問題となる。

<sup>78</sup> 加藤 [2015] の整理に基づけば、こうした対応は金融規制による会社法の補完と位置づけられることになると考えられる。

<sup>79</sup> 加藤 [2015] の整理に基づけば、こうした対応が会社法の原則を修正する場合には、金融規制による会社法の代替と位置づけられることになると考えられる。

<sup>80</sup> Bebchuk and Spamann [2010] pp.274-279、Sepe [2011] p.230、Chason [2013] p.967 等。

<sup>81</sup> なお、リスクテイクの原因としていずれの前提を置いたとしても、システミック・リスクに代表される破綻時の影響は有力な規制根拠となりうると考えられる。そうだとするならば、「問題が生じたときに円滑な破綻処理が実現できるか」という点と「自由な利益追求を認めるか」という点は表裏の関係にあるといえるように思われる。したがって、今後、何らかの形で金融機関

テイクが生じる基本的な構造は金融機関と事業会社で異なるため、金融機関に対して特別な報酬規制を行うことを正当化する根拠は金融機関の破綻に伴って生じる影響を回避する点が重視されることになる。金融・決済システムに対する破綻の影響が最も懸念されるのは銀行だと考えられるが、市場や経済に対する影響を広く考慮に入れるならば、規制対象は銀行に限らず、金融機関一般や、場合によっては経済への影響力が大きい一部の事業会社にまで拡張していくとの議論もあり得るのではないと考えられる。これに対して、株主利益追求型のもと、銀行に関する構造的な要因と合わさって過剰なリスクテイクが生じたのだとするならば、規制対象は基本的に銀行が念頭に置かれることになる。特に株主利益最大化原則が株式会社において一定の妥当性を有しているとの前提に立つのであれば<sup>82</sup>、当該原則を修正していく方向での規制を拡張的に適用することについては相対的に慎重な検討が求められることになろう。

第3に、コーポレート・ガバナンスの状況に関する理解は、上記の点とは違った視点から規制を導入する理由づけに影響を与える可能性がある。すなわち、自己利益追求型においてはコーポレート・ガバナンスの改善を通じて本来望ましいとされる株主利益に資する規律の実現が期待される一方、株主利益追求型においては株主規律に基づく状況の是正が期待できない。したがって、会社法の原則と異なる新たな法規制や当局による監督権限の行使といった外部からの介入も正当化され易くなると考えられる<sup>83</sup>。

## ハ. 米国と EU における金融規制としての報酬規制

リスクテイクの原因という視点から米国と EU における金融規制としての報酬規制をみると、両者は「業績に見合った報酬」(pay-for-performance)の支給を求めている点で共通しているように思われる。ドッド＝フランク法 956 条に基づく規則案では、インセンティブ報酬が「過剰な報酬」<sup>84</sup>である場合に禁止されることが想定されている。また、資本要求指令 IV においても、例えば、変動報酬の支給保証は原則として禁止されており、新規スタッフの採用等、限られた

---

(あるいは会社)の破綻時に生じる影響をコントロールするための仕組みが向上すれば、金融機関の行うリスクテイクに対する評価や許容されるガバナンスの形もこれに応じて変容する可能性があると考えられる。

<sup>82</sup> 大杉 [2010] 54 頁は、「株主利益の最大化」は、金融機関においても一定の制約条件下でなお妥当すると指摘している。

<sup>83</sup> 大杉 [2013] 120 頁は「一般的にいつて、ある実務を採用することが会社の（広い意味での）利益にかなうとしても、それが経営者の金銭的・非金銭的利益に反する場合には自発的には採用されないの、会社外部からの働きかけが必要になる」とする。

<sup>84</sup> 「過剰な報酬」の基準については、前掲注 21 参照。

条件下において許容されている<sup>85</sup>。これら規制は業績に依存しない利益を役職員に与えることが金融規制の観点から問題となるリスクテイクに繋がるとの理解に基づいているように見受けられ、金融機関の役職員による自己利益追求が警戒されているように思われる。

他方、株主のインセンティブの扱いについては、両者の立ち位置は異なっているようにも思われる。FSB 原則では金融機関のリスク・エクスポージャーに重要な影響力をもつ職員や経営幹部の報酬について、変動報酬の相当部分（例えば 50%超）は株式やストック・オプション等によって付与されるべきとされており<sup>86</sup>、これは EU の資本要求指令 IV の報酬規制にも反映されている。これに対して米国 Dodd-Frank 法 956 条の規則案の説明では、株主と役職員の利益を結びつけることは、金融機関の健全性の保護、過剰な報酬の抑制、金融機関に重大な損失をもたらす可能性がある行動の抑制にとって必ずしも十分ではない、と説明されており<sup>87</sup>、EU のように、インセンティブ報酬においてエクイティ報酬の比率を設定するような規制は見受けられない<sup>88</sup>。

米国では、特に銀行の報酬制度について、エクイティ報酬に替わって、デット報酬と呼ばれる新たな報酬制度を導入することが提案されている<sup>89</sup>（デット報酬については補論参照）。こうした提案は、金融機関、特に銀行のリスクテイクにおいて、株主のインセンティブが与える影響を問題視し、報酬制度を変更することで、リスクテイク・インセンティブが相対的に低い債権者のインセンテ

---

<sup>85</sup> CRD IV art 94, 1. (d), (e).

<sup>86</sup> Financial Stability Board [2009] 8.

<sup>87</sup> こうした役職員と株主のインセンティブを合致させることに対する警戒は、2010年6月に FRB が、OCC、OTS、FDIC と合同で最終発表した健全なインセンティブ報酬政策に関するガイドライン（Guidance on Sound Incentive Compensation Policies）においても見受けられる。同ガイドラインでは、銀行には各種のセーフティネット（預金保険制度や連邦準備制度のディスカウント・ウィンドウ等）が存在しているため、銀行株主が銀行の安全性や健全性と調和しないリスクテイクを行う可能性を指摘している。

<sup>88</sup> ただし、EU では変動報酬に上限を課す対応も取り入れている。エクイティ報酬の比率設定と変動報酬の上限設定を合わせて導入することにより、株主利益に配慮しつつ、エクイティ報酬の非対称性に基づく株主のリスクテイク・インセンティブを抑制できる可能性があると考えられる。この点、Financial Stability Forum [2009] p.11 は、it is not obvious that more equity and less cash always increases the employee's incentive to align risk with firm's appetite と述べつつ、The goal should be a mix of cash, ordinary equity, and approximately structured options that generates a closer match between executive incentives and the long term stewardship of the firm than in the past. とする。

<sup>89</sup> ニューヨーク連邦準備銀行のダドリー総裁は、銀行の長期債務を上級バンカーの報酬に取入れることや報酬の支給繰延を提案しており（2014年2月26日に行われた講演（Global Financial Stability--the Road Ahead）および2014年10月20日に行われた講演（Enhancing Financial Stability by Improving Culture in the Financial Service Industry）を参照）、デット報酬が注目されている。

イブ<sup>90</sup>を役員に与えることを目的にしている。規制の差異は、既に米国では高い割合で報酬の多くがエクイティ報酬で支払われてきたことも関係していると思われるが、デット報酬のような議論からも、米国では銀行を中心とする金融機関においてエクイティ報酬を利用することに対する警戒感が比較的強いように窺われる。

## 二. 小括

金融機関におけるリスクテイクの原因が株主利益の追求に求められるときには、株主規律の強化を目的とする報酬ガバナンス規制は金融規制の目的と緊張関係に立つ可能性がある。この場合、緊張関係を解決するためには金融規制によってエクイティ報酬の利用を制限するといった対応も選択肢となりうる。もっとも、その前提として株主のインセンティブが報酬制度を通じて金融機関の実際のリスクテイクに与えた影響の程度が把握されなければならない。株式会社のステークホルダーのなかで株主のリスクテイク・インセンティブが高いことは理論的に理解できるものの、その現実における影響度合いは別の論点だと考えられる。この点、米国とEUにおいても、株主のリスクテイク・インセンティブに関する問題意識は、デット報酬をはじめとする学説上の議論では展開されているものの、金融規制としての報酬規制において必ずしも正面から取り入れられているわけではない。したがって、株主のインセンティブが金融機関のリスクテイクに与える影響については実証的な研究を行うことが重要であると考えられる<sup>91</sup>。わが国ではエクイティ報酬の利用比率が欧米と比べて低いこともあり、株主のインセンティブがリスクテイクに与える影響については金融規制の観点からあまり議論となっていない。しかしながら、エクイティ報酬を含む業績連動型報酬は急速にわが国企業においても導入が進みつつある。こうした状況のもと、仮にエクイティ報酬に起因する株主のインセンティブが金融機関、とりわけ銀行におけるリスクテイクに看過できない影響を与えるのだとするな

---

<sup>90</sup> 神吉 [2008] 435～438 頁は、株主を会社の所有者とし、株主利益最大化原則を妥当させるためには、事業資金のうち、相応の部分を株主が資本として拠出している必要があるのではないかと指摘している。こうした観点から、自己資本比率の低い企業は、株主ではなく、必要な資金を提供し、リスクを負担している債権者によって実態を支配されていると考えられるとして、過小資本体質である銀行についても、預金者が銀行を支配しているということはないが、銀行にとっての企業価値の最大化とは預金者利益の最大化であるとも考えられる、と述べている。デット報酬は株主価値の最大化に替わって債権者価値の最大化を目指すものであり、こうした見解と整合的な報酬制度であるといえる。

<sup>91</sup> 報酬制度が金融危機時の金融機関の活動に与える影響を調査する実証的な分析も散見される。例えば、Fahlenbranch & Stulz [2011] は、株主と経営者のインセンティブが合致しているほど、金融危機時における業績が悪化していることを示し、このようなインセンティブを与えられた経営者はよりリスクテイクを行う可能性があることを指摘している。

らば、わが国においてエクイティ報酬の利用は金融規制の観点から将来的に論点となる可能性がある。

### (3) 報酬規制と短期的な利益追求

続いて、金融規制としての報酬規制は報酬制度のどのようなインセンティブを問題としているのかについて検討を行う。以下では、国際的な規制においては報酬制度によって短期的な利益追求を行うインセンティブが生じることが問題とされていることを確認したうえで、エクイティ報酬と短期的な利益追求の関係について分析する。

#### イ. 短期的な利益追求とはなにか

金融危機の原因として、報酬制度に基づいて金融機関の役職員が金融機関の長期的な利益を顧みない短期的な利益追求を行ったことが指摘されている。これは米国<sup>92</sup>や EU の報酬規制が依拠している国際的な報酬規制の枠組みとなつて FSB 原則においても明確に述べられている。

FSB 原則の冒頭では報酬規制の基本的な問題意識として、「長期的なリスクに十分な配慮がされないまま、短期的利益が追求され、高額ボーナスが従業員に支払われた。こうした報酬に基づく歪んだインセンティブは国際金融システムを大きく脅かした過剰なリスクテイクを増幅させ、リスク顕在時に発生する損失の吸収余力を乏しくした<sup>93</sup>」と説明されている。金融規制として行われる報酬規制の最終目的は金融システムの安定にあると考えられるが、より具体的かつ直接の目的は短期的な利益追求に基づくリスクテイクの防止にあることが窺

---

<sup>92</sup> ドッド＝フランク法の立法資料をみても、金融機関の経営者が金融危機の主因となった証券化商品の取引について、短期的な利益を追求した弊害が強く意識されている。Committee on Financial Services [2009] p.7 は、短期的利益に紐づいた報酬制度の問題点を指摘する。Department of the Treasury [2009] p.11 は、金融機関について、金融システムの安定を脅かすようなインセンティブを防ぎ、長期的な株主の利益に合致するような報酬慣行の導入するため、当局によるガイドライン策定を求めている。2011年1月27日、連邦議会に設置された金融危機調査委員会が公表した金融危機の原因について調査したレポートである Financial Crisis Inquiry Commission [2011] pp.61-64 も短期的業績に連動した報酬体系の問題点を指摘している。さらに、2011年4月13日、上院国土安全保障・政府問題委員会の下部委員会である上院常設調査小委員会が同様に公表したレポートである Permanent Subcommittee on Investigations [2011] pp.143-155 は、貸出の質ではなく取引量に紐づいた業績評価を例に挙げて、短期的業績に連動した報酬体系の問題点を指摘する。

<sup>93</sup> 原文は次のとおり。“High short-term profits led to generous bonus payments to employees without adequate regard to the longer-term risks they imposed on their firms. These perverse incentives amplified the excessive risk-taking that severely threatened the global financial system and left firms with fewer resources to absorb losses as risk materialized.”

える<sup>94, 95</sup>。

短期的な利益追求の内容については確立した共通の理解があるわけではないようだが、一般的に短期的な利益追求とは、金融機関の長期的利益を犠牲にして短期的に利益となる行為（会社業績ひいては株価を短期的に上昇させる）を指すといわれている<sup>96</sup>。こうした理解を手掛かりにすると、金融規制との関係において短期的な利益追求は概ね次のような形で問題になると考えられる<sup>97</sup>。

(i) 収益の現在価値は大きいが実現に長期間を要する事業よりも、収益の現在価値は小さい（収益性は低い）が短期間で実現できる事業が重視される<sup>98</sup>。

(ii) 短期の収益機会が存在する場合には、そうした機会を最大限活用するためにレバレッジ等を活用した過剰な投資（リスクテイク）が行われる。

先般の金融危機の背景には金融システム全体のレバレッジの高まりがあったことが指摘されているが、こうした指摘との関係では、(ii) のように、金融機

---

<sup>94</sup> ドッド＝フランク法 956 条に基づいて策定された規則案においても、「金融機関に重大な損失をもたらす可能性がある」として支給が禁止される material loss prohibition の基準の 1 つに、リスクと報酬のバランス（前掲注 22 参照）があるが、その具体的な考慮事項として、報酬の繰延べ（deferral of payment）、評価期間の長期化（longer performance periods）、短期の業績評価からの脱却（reduced sensitivity to short-term performance）等が挙げられており、短期的な利益追求に基づくリスクテイクの防止が意識されている。

<sup>95</sup> わが国においても報酬と短期的な利益追求の関係は意識されている。例えば、2009 年 6 月に金融審議会金融分科会が公表した報告書「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」においては、ガバナンスに関する問題点として、役員報酬の開示が挙げられている。その説明として「非常に高額な報酬やストック・オプションが経営者の経営姿勢を過度に短期的なものとするおそれなどの指摘もあり、役員報酬の決定に係る説明責任の強化を図っていくことが重要な課題となる」との記述がある（13 頁）。また、2013 年 11 月に目指すべき市場経済システムに関する専門委員会が公表した報告書である「目指すべき市場経済システムに関する報告書」においては、「欧米企業においては、経営者報酬が短期的な業績連動するインセンティブ構造があり、投資家や市場からの圧力を受けて経営判断を短期化させていると指摘されている。日本では、欧米ほどではないにせよ、経営に業績連動型の報酬体系を採用する動きが出始めている。経営者による企業の総体的価値を高める行動へのインセンティブとなることが期待されるが、短期業績のみを重視したインセンティブ構造が採られれば、単なるコスト削減や自社株買いなど企業行動の「近視眼化」を助長することに留意が必要である」との記述がある（5 頁）。

<sup>96</sup> 尾崎 [2010] 156 頁。また、金融危機と短期的な利益追求（short-termism）の関係性を扱った Dallas [2012] p.268 は、short-termism を「会社経営者、資産管理者、投資家、アナリストによる四半期収益あるいはポートフォリオの短期リターンへの短期業績に対する過度の重視であり、長期的な利益の創出や企業の根源的な価値に対する関心の欠如」と表現している。

<sup>97</sup> 淵田 [2012] 57～58 頁は、短期主義の具体的な問題点を①短期的な収益追求とそれによる過小投資、②ハイリスク、ハイレバレッジの追求などの視点から整理している。

<sup>98</sup> 短期的な費用対効果の評価が困難と考えられる、R&D、従業員トレーニング、ブランドの維持・向上に関連した支出などの削減を通じて長期的な競争力に影響することが懸念されている（淵田 [2012] 57～60 頁）。

関が短期の収益機会に対して過剰なリスクテイクを行うことで金融機関の中長期的な経営が不安定となり、金融システムに影響が生じることが問題になると考えられる。

このように金融規制としての報酬規制の重要な目的は、金融機関の役職員に短期的な利益追求を行うインセンティブを生じさせないような報酬制度を構築する点にある。そして効果的な規制を実現するためには、報酬がどのような形で短期的な利益追求を行うインセンティブを与えるのかを把握したうえで、それに応じた適切な規制を導入する必要がある。この点、短期的な利益追求によって中長期的な企業価値が損なわれているということは、株主価値を毀損して役職員が自己利益を追求していることが問題となっている一場面といえるため、(2)の整理に基づく、「たなぼた」的利益の発生を防ぐために役職員を株主価値に規律づけるような仕組みを導入することは問題解決の一助となる可能性がある。

もっとも、ここで規制が直面する課題は、報酬制度から生じるインセンティブは区々であるため、報酬と短期的な利益追求との関係は個別の報酬制度毎にみていく必要があることである。例えば、短期業績に連動して現金ボーナスが支給されることで短期的な利益追求が行われやすいことは想像に難くない。これに対して、年金・退職金や繰延報酬からは異なるインセンティブが生じることが指摘されている。経営者が会社に対して保有する年金や退職金などの履行が将来に亘る長期債権はインサイド・デット（内部負債：Inside Debt）と呼ばれている。インサイド・デットには株式のようなアップサイドの非対称性がないため、役職員には長期の視点から会社のデフォルト・リスクを考慮しつつ、慎重な経営判断が行われるとの実証研究の結果が示されている<sup>99</sup>。国際的な報酬規制では短期的な利益追求を防ぐための対応手段として業績連動型報酬の支給繰延べが導入されているが、これも一種のインサイド・デットのような効果を期待できるものと考えられる。

以下では、業績連動型報酬において最も中心的に利用されているエクイティ報酬について、どのような形で短期的な利益追求を行うインセンティブが問題となるのか、またそれについてはどのような対応方法が考えられるのかみていく。

---

<sup>99</sup> Wei and Yermack [2010], Tung and Wang [2011]. 野間 [2015] は、インサイド・デットについてわが国の上場企業についても同様の結果を示唆する実証研究の結果を示している。

## ロ. エクイティ報酬に関する検討

### (イ) インセンティブの分析

エクイティ報酬の特徴は、通常の報酬は支給された時点でインセンティブの効果が消失するのに対して、支給後もインセンティブの効果が持続するところにある<sup>100</sup>。エクイティ報酬から生じるインセンティブはそれが持続的なものであることに着目すると、時系列に従って、①支給時、②保有中、③権利行使・株式売却時の3段階に整理して分析できるように思われる。

このうち、①支給時のインセンティブについては、エクイティ報酬の支給条件として短期の業績目標が設定されるようなことがあると、短期的な利益追求を行うインセンティブが役職員に生じる可能性がある。もっとも、支給条件を中長期的な目標にかからしめるなどの工夫を施すことで、この段階における短期的な利益追求の抑止は可能になると考えられる。この点、パフォーマンス・シェアと呼ばれる中長期的な業績目標の達成に応じて現物株式を無償で付与する報酬制度がある。業績目標の設定期間を3～5年程度とすることで中長期的な株主利益と役職員のインセンティブを連動させることができると注目されており、近年、米国ではストック・オプションを上回って導入が進んでいるといわれる<sup>101</sup>。

③権利行使・株式売却に向けたインセンティブについては、エクイティ報酬は権利行使時や株式売却時といった特定時点の株価に基づいて報酬額が確定するため、こうした性質がリスクテイクに影響を与える可能性がよく指摘されている。例えば、ストック・オプションでは、権利行使時に株価が権利行使価格に到達しなければ意味がないため、役職員は権利行使価格以上に株価を上げるために、短期的な株価吊り上げを目的とした経営判断を行う可能性があるといわれる<sup>102</sup>。また、普通株式の付与についても売却前の株価を高めるために同様のことが行われる可能性がある。このように、特定時点の株価に基づいて報酬額が決定される報酬制度のもとでは、権利行使や株式売却の直前に長期的には必ずしも会社の利益にならない方法によって株価が高められることが懸念される<sup>103</sup>。権利行使・株式売却の段階で生じる短期的な利益追求への対応方法とし

<sup>100</sup> 熊谷・塩田 [2013a] 39 頁。

<sup>101</sup> 内ヶ崎・梅澤・酒井 [2013] 170～172 頁。

<sup>102</sup> 熊谷・塩田 [2013a] 39 頁。

<sup>103</sup> 特定時点の株価に基づいて報酬額が決定される報酬制度のもとでは、経営上のリスクテイクだけではなく、会計を不正に操作するインセンティブやインサイダー取引を行うインセンティブも生じやすいとされる。尾崎 [2010] 88 頁。

ては、エクイティ報酬を現金化する時点において役職員が経営的な影響力を持たせないように退職後に限って現金化を可能とするような制度を導入することなどが提案されている<sup>104</sup>。

これらに対して、②保有中のインセンティブについては、保有期間によっては長期にわたって役職員の行動に影響を与えることになるため<sup>105</sup>、短期的な利益追求という観点からこの段階で生じるインセンティブを詳細に検討していきたい。

#### (ロ) 保有中のインセンティブ

エクイティ報酬を支給された役職員は株価を最大化するインセンティブを有することになる。このことに関して、株価が会社の生み出す将来利益の割引現在価値を反映して形成されていると考えるならば、短期的な利益追求行動から得られる利益以上に長期的な利益を損なう経営判断を行うと株価は下落することになる。したがって、市場が効率的であり、株価が企業価値を正確に反映しているのであれば、エクイティ報酬を与えられた役職員が企業の長期的な利益を考慮しない経営判断を行うと株価の下落を通じて自らの報酬が減少することからメリットはなく、長期の視点からも効率的な行動を行うことが期待できる<sup>106</sup>。これはエクイティ報酬に本来期待されている機能であると考えられる。しかしながら、これを逆にみれば、市場が効率的ではなく、役職員のリスクテイクの結果が株価に反映されなければ、エクイティ報酬は期待された機能を発揮することができない可能性があることを意味している。長期的な企業価値の増加に繋がらない短期的な利益追求が行われた結果に反応して株価が上昇するの

<sup>104</sup> Romano and Bhagat [2009] p.363 は、退職後 2~4 年の間は処分することができないリストラクティッド・ストックの利用を提案する。そのほかにも、権利行使・株式売却時における問題の対処方法として、Bebchuk and Fried [2010] p.1942 はエクイティ報酬の段階的な現金化が提案している。尾崎 [2010] 185~192 頁はこうした見解を紹介している。

<sup>105</sup> エクイティ報酬の経営に対する影響力という観点からは、経営者がどのくらいの期間、エクイティ報酬を保有しているのかという点は重要である。この点、Jackson [2012] は、投資銀行のパートナーに付与されたエクイティ報酬を調査した結果から、①金融機関の役職員は与えられたエクイティ報酬を早い時期に売却 (unloading) すること、②経営者がエクイティ報酬を現金化するために株式の売却等を行うと、それ自体が市場へのネガティブなシグナルとなるため、エクイティ報酬に関する開示ルールの内容によってはエクイティ報酬の売却が抑制されることを示している。なお、①については、国際的な報酬規制によって業績連動型報酬の支給繰延べが求められていることから、エクイティ報酬もより長期間保有されるようになる可能性があるように思われる。

<sup>106</sup> 田中 [2013] は、上場会社における機関投資家の増加を受けた株主アクティビズムを念頭においたものであるが、Bebchuk, Lucian, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 *Columbia Law Review* 1637, 2013 等における議論を紹介しつつ、同様の視点から、株主の短期志向については冷静な議論が必要であると主張している。

であれば、エクイティ報酬は長期的な企業価値を向上させるインセンティブを役職員に与えることができない<sup>107</sup>。こうした観点からは、情報開示制度の拡充などを通じて金融機関と投資家の間における情報の非対称性を少なくし、企業価値が株価に正確に反映されるような環境を整備することは、過剰なリスクテイクの抑制のためにも望ましいアプローチの 1 つとなりうるかもしれない<sup>108</sup>。しかしながら、エクイティ報酬は市場の効率性に依存しているがゆえに、なお金融規制の観点から検討が必要となる課題がある。

第 1 に、市場が効率的である場合に期待することができる短期的なリスクテイクの抑制や効率的な経営の促進は、あくまで株主の立場からみて望ましい性格のものであるということである。既にみたように、金融規制の観点から、特に銀行において株主のインセンティブ自体を問題とする見解がある。その当否や実際の影響については検討が求められるが、こうした見解を前提にすると、効率的な市場において最適化された経営判断は株主にとって望ましくとも他のステークホルダー（特に債権者）にとっては必ずしも望ましいとはいえず、短期的なリスクテイクに映り、金融規制の観点からも適切なリスクテイクでないという評価が下される可能性が残る。

第 2 に、エクイティ報酬が機能を発揮するうえで基礎となる市場の株価形成機能には限界があるという問題がある。事業期間が長期に及ぶと価値評価の前提となる条件の不確実性は大きくなる。また、事業内容が複雑になれば価値評価を行うことは本質的に困難となる。こうした場合には事業に伴うリスクを適切に評価できず、短期的な利益追求や高いリスクを伴う経営判断を行ったとしても株価に反映されない可能性が高まる。これに関して、米国においては、1999 年にグラム＝リーチ＝ブライリー法<sup>109</sup>が成立し、銀行業務、証券業務、保険業務の統合などが進んだ結果、金融機関の業務が複雑化し、経営者に求められる管理業務の質・量共に増大したと指摘する見解がある<sup>110</sup>。先般の金融危機においても金融機関の証券化商品への投資実態の解明や損失額の確定が困難だったことはよく指摘されている<sup>111</sup>。さらに市場や経済が過熱している状態、いわゆ

---

<sup>107</sup> コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会 [2012] 21 頁は、株主について、短期的な業績に反応して株価が動く場合には株価上昇時の売り抜けを目的として、テール・リスクを伴う取引の実施に繋がらう報酬制度であっても株主はそれを承認するインセンティブがあると指摘している。

<sup>108</sup> 大杉 [2014] 20 頁は、情報の非対称性から株価が短期的には企業の長期的価値を反映しない可能性を指摘している。

<sup>109</sup> Financial Service Modernization Act of 1999.

<sup>110</sup> Mehran, Morrison, and Shapiro [2011] pp.1-2.

<sup>111</sup> 尾崎 [2010] 156～157 頁は、「短期的に利益があるように見えても割り引かれて評価される

るバブルにおいても同様にリスクの評価が困難になると指摘されている<sup>112</sup>。バブルにおいては株価をはじめとする資産価格が上昇しているため、短期的な取引を繰り返すことで利益を得られる可能性が高くなっている<sup>113</sup>。利益が生じている限りは、経営者のリスクテイクを抑制する他のステークホルダーのインセンティブも生じないため、長期的な視野に立った経営は行われ難いと考えられる。バブルにおいては多数の金融機関が同種のリスクテイクを行いがちであり、ひとたび危機が発生した場合に生じる結果の相関性は高くなる。こうした局面でのリスクテイクはマクロ的な影響が懸念されるため、エクイティ報酬がバブル期のリスクテイクに与える影響を検証することは重要である。金融機関については、その取り巻く環境から事業価値やリスクを測定することが通常の事業会社と比べて困難であり、本来エクイティ報酬に期待されている機能も発揮し難いとの評価が妥当するのであれば、第1の点とは別の根拠から、金融規制上、金融機関の役職員報酬に対してエクイティ報酬を支給することは通常の事業会社よりも慎重になるべきとの考え方に合理性が与えられることになる。

#### (ハ) 短期的な利益追求への対応

エクイティ報酬については、効率的な市場の存在を前提に、中長期的な企業価値を最大化するインセンティブを役職員に与える効果が期待されていると考えられる。しかしながら、エクイティ報酬がその効果を発揮したとしても、金融機関（銀行）における株主のリスクテイク・インセンティブ自体を問題とするのであれば、それを利用することは金融規制の観点から論点となるほか、市場の株価形成機能の限界からエクイティ報酬がその効果を十分に発揮できない可能性も想定される。こうした問題は、付与条件の設定や権利行使時の株価吊上げの問題とは異なって、エクイティ報酬を利用する限り、法規制によって根本的に対処することが困難な問題のように思われる。もし、こうした見方が妥当するのであるならば、短期的な利益追求を抑止するためには、金融機関においてエクイティ報酬を利用することについては検討が求められることになろう。

---

ため、短期的な利益追求という語で表現される行為が株価を上昇させるかは必ずしも明らかではないが、実際には、長期的な利益が犠牲になる可能性については十分に市場が評価できていない場合もありえよう」と指摘している。そして長期的な利益が過小評価されるような行為の例として、サブプライムローンの証券化商品やその派生金融商品等に対する投資を挙げている。

<sup>112</sup> 加藤 [2015] 12～13 頁。

<sup>113</sup> 淵田 [2009] 230 頁は、金融業務にもみられるように利鞘をとるビジネスでは、投資規模を拡大させるほど、利益も拡大させることができることから、業績連動型報酬は過大な投資を生じさせるという問題があると指摘する。

## ハ. 小括

短期的な利益追求を抑止するための規制は、報酬制度が役職員に与える具体的なインセンティブを踏まえて実施される必要があるが、報酬制度の多様性を踏まえると容易な作業ではない。エクイティ報酬ひとつをみてもその種類は様々であり、段階や状況に応じて生じるインセンティブも異なると考えられる。また、業績連動型報酬はエクイティ報酬以外にも様々なタイプがあり、役職員の報酬はこのような異なる種類の報酬がミックスされて支給されるのが通常である。したがって、ワン・サイズ・フィッツ・オール（one-size-fits-all）な報酬規制によって短期的な利益追求に対応することには自ずと限界があると考えられる。国際的な報酬規制をみても各報酬が役職員に与える個別のインセンティブを狙い打つような内容とはなっておらず、指針を示すことで、総合的な見地からリスクテイクに対して適切な報酬を支給することを求めている<sup>114</sup>。ただしその一方で、個別の報酬制度から生じる具体的なインセンティブが考慮されないままに報酬への介入が行われると、効果的な金融規制とならないことには留意する必要がある。

## 4. おわりに

わが国では報酬に占める業績連動部分の割合は欧米に比べて小さく、金融危機の影響も相対的に小さかったため、米国・EUのようにリスクテイクの抑止を目的とした報酬規制が議論になることは少ない。むしろ足許では、株主や市場による規律を重視し、企業の競争力向上を目的として経営者に対してインセンティブ報酬の付与を求める動きが強まっており<sup>115</sup>、今後は日本企業の間でもエクイティ報酬を中心とする業績連動報酬の導入が加速していくことが予想される<sup>116</sup>。このような動きの中、金融機関の役職員についても同様に業績連動型報

<sup>114</sup> これには（労働法等の）各国法制上の制約や導入コストにより、直接的な規制が困難という側面もあると考えられる。

<sup>115</sup> 東京証券取引所が定める「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」の原則4-2の中では、「経営者の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在リスクを反映させ、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」とされており、これを受けて、補充原則4-2①では、「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」とされている。

<sup>116</sup> タワーズ・ワトソンが行っている日本企業のストック・オプションの導入状況に関する調査（ストック・オプション付与概況）によると、2007年～2013年における時価総額上位100社ではストック・オプションの利用企業数は横ばいとなっているが（2007年：32件、2008年：38件、2009年：38件、2010年：37件、2011年：39件、2012年：36件、2013年：38件）、全上場企業における利用企業数は漸増している（2007年：333件、2008年：367件、2009年：381

酬の導入がさらに進み、わが国金融機関の報酬のあり方が将来において金融規制上の課題となることも考えられる。ただし、当局による報酬規制はリスクテイクのコントロール手段としてはある程度の有効性が認められるとしても、それ自体は間接的な対応に過ぎず、適切な内容を欠く合理的でない介入が行われると却って副作用が生じかねないという性質がある。したがって、こうした課題に向き合う際には規制の限界と合理性を常に問い続ける必要があるが、その際、本稿の検討からは、特に次の点に留意が必要となると考えられる。

第 1 に、リスクテイクの原因となるコーポレート・ガバナンスの状態については異なる見解が提示されており、その見解に応じて報酬規制の適切なアプローチも異なる点である。特に株式会社である金融機関<sup>117</sup>に対しては一般の事業会社を想定した会社法上の規律と金融規制の双方が適用される。仮に株主のインセンティブが過剰なリスクテイクの原因になっているとするならば、会社法の原則に基づく株主規律を強化する規制を通じて、金融機関のリスクテイクが促される可能性もある。

第 2 に、株主のインセンティブはエクイティ報酬や銀行特有の制度と相まって銀行のリスクテイクに影響を及ぼす可能性が指摘されているが、現在の金融規制では基本的に考慮に入れられていない。この問題は報酬に留まらず、銀行のコーポレート・ガバナンス全般に影響を及ぼす可能性があり、その当否や程度を分析する意義は大きい。これに関して、銀行が株式会社という形態で営まれている理由は、そこに一定のメリットがあると考えられていることを踏まえると、仮に株主のインセンティブが金融規制の観点から問題だとしても、規制方法によってはこうしたメリットを減じる可能性が生じるため、その方法については慎重な検討が必要とされよう。

第 3 に、現在の報酬規制は報酬制度に基づいて短期的な利益追求が行われることを問題としているが、どのようにして報酬制度から短期的な利益追求を行うインセンティブが生じて過剰なリスクテイクに繋がるのか、把握することが重要である。報酬制度の複雑性が増すほど、その影響を見極めるのは困難となるが、規制の実効性を確保し、過剰な規制による弊害を回避するためには、報酬制度と短期的な利益追求の関係に即した規制が求められる。

第 4 に、報酬とリスクテイクの関係は必ずしも金融機関に特有の問題ではないことから金融規制としての報酬規制の根拠や方法を検討することは金融機関と一般の事業会社の違いを整理することに繋がる。破綻時の社会的な影響が大

---

件、2010年：383件、2011年：405件、2012年：448件、2013年：476件）。

<sup>117</sup> わが国の銀行は銀行法上、株式会社であることが求められている（銀行法4条の2）。

きい企業は金融機関に限られず、一般の事業会社についても想定されるが、上記で提示したような視点から検討を行うことは、金融規制の必要性や限界の明確化に資すると思われる。

以 上

## 補論：新しい報酬制度の提案（デット報酬）

### 1. 株主のリスクテイク・インセンティブへの対処

近年、金融機関（特に銀行。以下同じ）における業績連動型報酬に関して、エクイティ報酬に基づいて役職員に生じる株主のリスクテイク・インセンティブを問題とし<sup>118</sup>、リスクテイクを抑制するために株主以外のステークホルダーのインセンティブ（特に債権者）を役職員に与えることを目的とした報酬制度が提案されている。

株主は会社のステークホルダーの中でも高いリスクテイク・インセンティブをもつといわれる。株式は会社の事業について発生した損失が出資額に限定される一方、リスクテイクの結果から生じる利得は上限なく享受できることから、リスクが大きくてもリターンが大きければ、そうした事業を選択することにメリットが生じる。これに対して債権者は株主と較べてリスクテイクに慎重だといわれる。債権は会社が倒産すると価値が失われる点では株式と同じだが<sup>119</sup>、リスクテイクに成功しても得られる利得は固定されていることから、債権者には必要以上にリスクテイクを行うメリットがない。

このように金融機関の役職員が株式（エクイティ）を保有する場合と債権（デット）を保有する場合とではリスクテイクに対して異なるインセンティブをもつと考えられる。こうした観点から金融機関の役職員に債権者のインセンティブを与えることを目的として工夫された報酬制度は、株主のインセンティブを与えるエクイティ報酬（equity-based compensation）に対して、デット報酬（debt-based compensation）と呼ばれている。

### 2. 提案の内容

#### （各証券の合計額に連動した報酬構成）

代表的な見解は、金融機関の役職員の報酬が普通株式という特定の証券の価格に連動している状態を解消するために、役職員の報酬構成を普通株、優先株、社債といった証券の合計額に連動させることで多様なステークホルダーの利害

<sup>118</sup> 金融機関の役職員報酬に多くのエクイティ報酬を付与することを問題とする指摘は、金融危機前にもあった。例えば、Adams and Mehran [2003]。

<sup>119</sup> 倒産手続における扱いは異なる。

を経営判断に反映させることを主張している<sup>120</sup>。これは必ずしも債権者のインセンティブのみを役職員に与える報酬制度ではないが、役職員の行動が株主利益に対してのみ規律づけられることを牽制することが期待される。

### (劣後債や CDS の利用)

会社のステークホルダーの中でも、特に債権者のインセンティブを金融機関の役職員に付与するために、金融機関自身の劣後債 (subordinated-debt) を (年俸ではなく) 資産として、役職員に保有させることが提案されている<sup>121, 122</sup>。劣後債には株式のようにアップサイドの非対称性がないほか、役職員が過剰なリスクテイクを行ってデフォルト・リスクが高まると、債券価格は下落し、資産価値の劣化に繋がるため、リスクテイクの抑制が期待できると説明する。特に市場で流通する劣後債は専門の調査能力を持つ格付会社の評価対象となるほか、モニタリング能力に長けた機関投資家によって保有されることになるため、ダウンサイド・リスクに対する価格変化の感応度も高い利点があるという。また、役職員は自分が保有する劣後債の価格を維持するために自社が資金を借入れる際の金利を小さくしようとするインセンティブをもつことになる点も経営上好ましく作用すると主張する。

さらに役職員のインセンティブとデフォルト・リスクを直接紐づけるために、CDS スプレッドと連動した報酬を支給することも提案されている<sup>123</sup>。こうした提案は CDS スプレッドを利用することによって、劣後債を利用するよりも低コストで簡便な報酬制度を実現することを目的としている。

### (劣後債に転換されるエクイティ報酬)

以下で紹介する提案は厳密な意味でデット報酬に該当しないかもしれないが、既存の報酬制度の改善案として提示されているため、本稿においても取り上げてみたい。

システム上重要な金融機関におけるエクイティ報酬の利用を禁止し、一定の

---

<sup>120</sup> Bebchuk and Spamann [2010]. ただし、こうした議論は金融危機以前にも存在しなかったわけではない。なお、Bebchuk and Spamann [2010]はこうした提案のほかにも、役職員の報酬を、特定時点における普通株、優先株、社債の合計額から将来の政府による公的支援額 (①CDS の価格から推定されるデフォルト率と②銀行の預金額によって代用) を差し引いた額に連動させることを提案している。

<sup>121</sup> Tung [2011].

<sup>122</sup> 本邦においても、野崎[2010]が劣後債を銀行 CEO の報酬に組込む報酬制度を提案している。

<sup>123</sup> Bolton, Mehran and Shapiro [2011].

トリガー事由<sup>124</sup>が発生した場合に劣後債（subordinated-debt）へ転換される「社債転換条項付株式」を報酬に導入することを提案する見解がある<sup>125</sup>。多額のエクイティ報酬を保有し、かつ会社に対して多くの労力を投入している役職員は、システミック・リスクを内部化せずに過剰なリスクテイクを行い<sup>126</sup>、経営が悪化した場合でも株式の希釈化を嫌って必要な増資を避ける傾向があるとされる。社債転換条項付株式は、株式から社債に転換されると価格が小さくなるため、役職員にはトリガー事由の発生を回避するインセンティブが生じ、慎重な経営が行われることを期待できるとする。またトリガー事由が発生して増資を行う必要が生じた場合には、役職員は債権者として増資にむしろ積極的な立場となることから円滑な対応が可能になると主張する。そのほかにも倒産可能性が低減するため負債コストの低下が見込まれる点や、システミック・リスクの回避に役立つために株主にも受入れられやすい点をメリットとして挙げている<sup>127</sup>。

#### （固定報酬とエクイティ報酬の適切な比率による組合せ）

既存の報酬制度を前提としつつ、支給方法を工夫することで株主のインセンティブを牽制する報酬制度も提案されている。（金融機関に限らず、）会社の役職員には過大でも過小でもない適切なリスクテイク・インセンティブを与えることが重要であるとして、そのためには定期支給される固定報酬とエクイティ報酬を適切な比率で組み合わせることが効果的なアプローチになると主張する見解がある<sup>128</sup>。各報酬の比率は企業毎の資本構成に従って設定することを提案している。例えば、医薬品業や建設業などの資本レバレッジが小さい企業の役職員に対しては、高い比率でエクイティ報酬を与えることでリスクテイク・インセンティブを付与する一方、銀行業などの資本レバレッジが大きい企業の役職

---

<sup>124</sup> 例えば、当局に“high risk category”と分類されること、book-to-equity-ration（資産と株価の比率）が一定の数値悪化すること、一定期間に株価が一定額下落すること、などが挙げられている。

<sup>125</sup> Gordon [2010].

<sup>126</sup> これに対して、多様な資産を保有する金融機関の株主は、システム上重要な金融機関の破綻によってシステミック・リスクが発生すると、当該金融機関の株価が毀損するだけでなく、保有する資産全体に影響が生じるため、システミック・リスクのコストを内部化しようとする、と述べる（Gordon [2010].）。

<sup>127</sup> このほかにも、報酬に上限を設定する規制と較べて、規制当局にとっても採用しやすいアプローチであるといった点や、社債転換条項付株式によって、会社の倒産状態における取締役の義務の変容の問題（この問題を扱った本邦の文献として後藤 [2010] 参照）にも対応できるとする。

<sup>128</sup> Sepe [2011]. なお、エクイティ報酬はリスクテイクを刺激する可能性がある一方、（インサイド・デットなどの）長期のデット報酬についても、短期的なリスクテイクによって得られるリターンは債務を保有しつづけて得られるリターンを上回る傾向があるため、短期的にはリスクテイクを抑止する効果はないほか、長期的にはリスクテイクが過小になり過ぎるという問題があると批判する。

員に対しては、低い比率でエクイティ報酬を付与することでリスクテイク・インセンティブを抑制することを主張する（銀行については、自己資本比率に対応した数値で固定報酬とエクイティ報酬の比率を設定することを提案している）。

### 3. 課題と期待

現在、こうした新しい報酬制度は議論の途上であり、個別の提案に対しては技術的な難点も指摘されている。例えば、報酬構成を複数の証券の合計額に連動する提案に対しては当局に金融機関の資本構成を定義する負担が生じる点や経営者による会計操作の可能性が問題点として指摘されている<sup>129</sup>。また、劣後債を報酬とする提案に対しても社債市場の流動性は必ずしも高いとは限らないため正確な価格評価が困難になる場合が想定されるとの指摘や、会社の事業と関係しない外部要因に対して価格が敏感に反応し過ぎるため、却って経営判断に対するノイズになるとの指摘もある<sup>130</sup>。さらにデット報酬によって債権者のインセンティブを金融機関の役職員に付与しても経営を行う過程でテール・リスクが伴うのならば問題は解決されないといった批判がある。例えば、倒産時に価値が大きく失われることになる点ではデット報酬もエクイティ報酬と変わらないため、自社の倒産可能性を認識した経営者は挽回を期して大きなリスクテイクを行う可能性が残存しているとの批判がある<sup>131</sup>。

その他にも一般的に生じると考えられる問題点としては、報酬制度が複雑になるほど規制や監督にかかるコストの増加が見込まれるほか、金融機関内部においても報酬の設計や支給について同様の影響が見込まれよう。また、金融機関の役職員が既に当該金融機関の株式を自己資産として保有している場合には、デット報酬を導入したとしても株主のインセンティブを払拭することはできないと考えられる。さらに、デット報酬は債権者のインセンティブを付与することを目的としているため、株主利益最大化原則との関係や取締役の株主に対する責任といった観点からの検討も必要になる可能性がある。

もっとも、デット報酬をはじめとするこうした報酬制度は、従来の業務規制と性質が異なり、役職員のインセンティブに働きかけるものである。株主のインセンティブが金融機関のリスクテイクに大きな影響を与えるとの前提に立つ

---

<sup>129</sup> Gordon [2010].

<sup>130</sup> Sepe [2011].

<sup>131</sup> Chason [2013].

ならば、新たな金融規制手段として有効に機能する可能性もあり、さらなる検討が期待される。

以 上

## 参考文献

- 伊藤靖史、「米国における役員報酬をめぐる近年の動向——一九九〇年代の役員報酬額の増加と二〇〇〇年代初頭の不祥事の後で——」、『同志社法学』58巻3号、2006年、1019～1080頁
- 『経営者の報酬の法的規律』、有斐閣、2013年
- 内ヶ崎茂・梅澤典男・酒井雷太、「長期インセンティブ役員報酬プランの実態と新潮流」、神田秀樹・武井一浩・内ヶ崎茂編『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』、商事法務、2013年、163頁～255頁
- 大杉謙一、「会社法と金融規制その他の業規制との関係——取締役の行動規範の内容」、『法律時報』82巻12号、日本評論社、2010年、51頁～56頁
- 「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」、『金融研究』第32巻第4号、日本銀行金融研究所、2013年、105～202頁
- 「会社は誰のものか——株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」、『落合誠一先生古稀記念 商事法の新しい礎石』、有斐閣、2014年、1～36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』、財経詳報社、2010年、129～208頁
- 加藤貴仁、「金融機関のコーポレート・ガバナンス —会社法と金融規制の関係に関する一考察—」、日本銀行ディスカッションペーパーシリーズ、日本銀行金融研究所、2015年
- 金本良嗣・藤田友敬、「株主の有限責任と債権者保護」、三輪芳朗・柳川範之・神田秀樹編『会社法の経済学』、東京大学出版、1998年、191～228頁
- 神山哲也、「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」、『野村資本市場クォーターリー』2011年春号、2011年、118～125頁
- 神吉正三、「銀行取締役の注意義務再論（1）」、『龍谷法学』41巻3号、2008年、421～451頁
- 菊田秀雄、「EUにおける取締役報酬規制の新たな展開と日本法への示唆」、奥島孝康先生古稀記念論文集編集委員会編『現代企業法学の理論と動態 奥島孝康先生古稀記念論文集 第一巻 「上篇」』、成文堂、2011年、269～299頁
- 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年 a、6～47頁
- ・——、「米国における経営陣報酬の実務動向 [下]」『商事法務』1997号、2013年 b、50～60頁
- コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会、「株主利益の観点からの法

- 規整の枠組みの今日的意義」、『金融研究』第 31 卷第 1 号、日本銀行金融研究所、2012 年、1～66 頁
- 後藤 元、『株主有限責任制度の弊害と過少資本による株主の責任 自己資本の水準から株主のインセンティブへ』、商事法務、2007 年
- 、「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」、『金融研究』第 29 卷第 3 号、日本銀行金融研究所、2010 年、123～174 頁
- 田中 亘、「株式保有構造と会社法——「分散保有の上場会社のジレンマを越えて」」、『商事法務』2007 号、2013 年、30～39 頁
- 中村友哉、「経営者報酬に関する研究動向」、金融庁ディスカッションペーパーシリーズ、金融庁金融研究センター、2012 年
- 野崎浩成、「金融安定化のための銀行経営者報酬のあり方 劣後債の組入れがインセンティブの健全化を促す」、『金融財政事情』2881 号、2010 年、18～22 頁
- 野間幹晴、「退職給付金に係る負債が業績に与える影響——退職給付引当金と未認識債務の相違——」、『会計』第 187 卷第 2 号、2015 年、251～264 頁
- 比較法研究センター、「役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」、2015 年
- 淵田康之、『グローバル金融新秩序』、日本経済新聞出版社、2009 年
- 、「短期主義問題と資本市場」、『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号、2012 年、52～87 頁
- 正井章彦、「EU のコーポレート・ガバナンス——最近の動向——」、『早稲田法学』81 卷 4 号、2006 年、131～197 頁
- 松尾健一、「米国銀行の健全性確保と持株会社の責任」、『同志社法学』53 卷 3 号、2001 年、1016～1070 頁
- 溝渕 彰 訳、Lucian Bebchuk and Jesse Fried 著、『業績連動型報酬の虚実 アメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス』、大学教育出版、2013 年  
(Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, *Pay without performance – The unfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004.)
- 向井貴子、「株主有限責任のモラル・ハザード問題と非任意債権者の保護」、『九州法学』91 号、2005 年、267～411 頁
- 若園智明、「米国における規制改革議論と包括的金融改革法の成立」、『証券経済研究』第 84 号、2013 年、1～17 頁
- Adams, Renée, and Hamid Mehran, “Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?,” *FRBNY Economic Policy Review*, 2003.
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, “Paying for Long-Term Performance,” *University of*

- Pennsylvania Law Review*, 158, 2010, pp.1915-1959.
- , and Holger Spamann, “Regulation Banker’s Pay,” *Georgetown Law Journal*, 98, 2010, pp.247-287.
- Bolton, Patrick, Hamid Mehran, and Joel Shapiro, “Executive Compensation and Risk Taking,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 456, 2010.
- Chason, Eric D., “The Uneasy Case for Deferring Banker pay,” *Louisiana Law Review*, 73, 2013, pp.924-977.
- Committee on Financial Services, *Addressing the Need for Comprehensive Regulatory Reform*, One Hundred Eleventh Congress, 2009.
- Dallas, Lynne L., “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance,” *Journal of Corporate Law*, 37, 2012, pp.264-363.
- Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform a New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 2009.
- Fahlenbrach, Rüdiger and René M. Stulz, “Bank CEO Incentives and the Credit Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 99, 2011, pp.11-26.
- Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Public Affairs, 2011.
- Financial Stability Forum, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Forum, 2009.
- Financial Stability Board, *FSB Principles for Sound Compensation Practices Implementation Standards*, Financial Stability Board, 2009.
- Gordon, N. Jeffrey, “Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay,” *Columbia Law and Economics Working Paper*, 373, 2010.
- Jackson, Robert J. Jr., “Stock Unloading and Banker Incentives,” *Columbia Law Review*, 112, 2012, pp.951-990.
- Mehran, Hamid, Alan Morrison, and Joel Shapiro, “Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 502, 2011.
- Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, 2011.
- Romano, Roberta and Sanjai Bhagat, “Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term,” *Yale Journal on Regulation*, 26, 2009, pp.359-372.

- Sepe, Simone M., "Making Sense of Executive Compensation," *Delaware Journal of Corporate Law*, 36, 2011, pp.189-235.
- Tung, Frederick, "Pay for Banker Performance: Structuring Executive Compensation for Risk Regulation," *Northwestern University Law Review*, 105, 2011.
- , and Xue Wang, "Bank CEOs, Inside Debt Compensation, and the Global Financial Crisis," *Boston University School of Law Working Paper*, 11-49, 2011.
- Wei, Chenyang and David Yermack, "Deferred Compensation, Risk and Company Value: Investor Reactions to CEO Incentives," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 445, 2010.