

金融商品取引法研究会
研究記録第 93 号

役員報酬規制についての近時の動向

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

役員報酬規制についての近時の動向

(令和7年9月24日開催)

報告者 尾 崎 悠 一

(東京都立大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. はじめに.....	1
II. 米国における動向.....	4
III. 我が国におけるクローバック.....	14
討 議.....	23
報告者レジュメ.....	44

金融商品取引法研究会出席者(令和7年9月24日)

報告者	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委員	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	小出篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	京都大学法学研究科教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科準教授
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	大門健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪久子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	坪倉明生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚崎由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃(幹事)	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長
〃(幹事)	高逸薫	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

役員報酬規制についての近時の動向

○**神作会長** それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会第14回会合を始めさせていただきます。

本日は、事前にご案内しておりますとおり、尾崎悠一先生から「役員報酬規制についての近時の動向」というテーマでご報告をいただきます。その後、ご報告をめぐって討議を行っていただきたいと思いますと考えております。

それでは、早速でございますけれども、尾崎先生、ご報告をお願いいたします。

〔東京都立大学大学院法学政治学研究科 尾崎悠一教授の報告〕

I. はじめに

○**尾崎報告者** 本日は「役員報酬規制についての近時の動向」ということで、以前に調べたことの延長線なのですが、クローバックについて最近のことを幾つか拾って報告させていただければと思っております。

役員報酬に関するクローバックについては前から話題にもなっているところであり、関心も高まっているのかなと思います。新聞等でも報道される機会は以前よりは増えているかと思えますし、役員報酬についての変遷・展望について書いている最近の記事とかを見ても、報酬ガバナンスの進展の中で、関連事象の一つとして、クローバックあるいはマルス条項の定着が挙げられているところです。クローバックあるいはマルスと言われるものについて定義すること自体は必ずしも必要ではないと思いますが、基本的には報酬の没収あるいは返還に関する条項です。役員に支給する前に取りやめるものをマルス条項、支給後に返還させる条項をクローバック条項と呼び分けるのが一般的ということですが、以下では特に区別せず、基本的には全部クローバックということで報告させていただければと思っております。

現在の会社法あるいは金商法においては、クローバックに関して直接関連する事項は定められていません。強いて言えば、会社法 361 条 7 項が、一定の会社について、「取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針として法務省令で定める事項」の決定を求めていることになっておりますが、施行規則 98 条の 5 第 8 号は、同条 1 号から 7 号に掲げる事項のほか、「取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する重要な事項」を決定しなければいけないとしております。立案担当者は 8 号の事項として、例えばということで取締役の個人別の報酬等の内容の決定の背景となる基本的な考え方や理念等を定める場合におけるそれらの内容や、「一定の事由が生じた場合に取締役の報酬等を返還させることとする場合におけるその事由の決定に関する方針等が考えられる」と説明しております。クローバックを仮に定めるとして、その事項がどこまで報酬の決定方針という形で定められるべきものかは必ずしも明らかではないように思われますが、会社法上はここに位置づけられる可能性があることになっているかと思えます。

また、エクイティ報酬について、会社法 361 条 1 項 3 号・5 号イ、あるいは施行規則 98 条の 2 第 2 号で「一定の事由が生じたことを条件として当該募集株式を当該株式会社は無償で譲り渡すことを取締役 に 約 さ せ る こ と と す る と き は 、 そ の 旨 及 び 当 該 一 定 の 事 由 の 概 要 」、同 3 号で「前二号に掲げる事項のほか、取締役に対して当該募集株式を割り当てる条件を定めるときは、その条件の概要」、施行規則 98 条の 4 第 1 項 2 号で「一定の事由が生じたことを条件として当該募集株式を当該株式会社は無償で譲り渡すことを取締役 に 約 さ せ る こ と と す る と き は 、 そ の 旨 及 び 当 該 一 定 の 事 由 の 概 要 」、同 3 号で「前二号に掲げる事項のほか、取締役に対して当該募集株式と引換えにする払込みに充てるための金銭を交付する条件又は取締役に対して当該募集株式を割り当てる条件を定めるときは、その条件の概要」という形で定めているところです。これらは会社法 361 条 1 項 3 号・5 号という形で株主総会の決議事項とされています。

エクイティ報酬について無償取得条項あるいは行使条件等を付すことをク

クローバックと呼ぶかということ自体は、呼び方の問題としては考え方が分かれるのかもしれませんが、これらの条項もクローバックに関する会社法上の位置づけという形で説明されることがございます。クローバックという概念自体が何を指しているのかは、広くも狭くもいかようにでもという形でありまして、事前交付型の株式報酬等について、事前に設定された条件をクリアできずに、譲渡制限が解除されずに会社は無償取得されるような場合もクローバックと呼ぶという文献もありますので、ここはあまり定義を考えても仕方がありません。ただ、会社法上の位置づけが必ずしもクリアではなかったとしても、実態としてクローバック条項は広がりつつあるというのが現状かと思えます。

クローバックに関する条項は、金商法上は開示事項としては先ほどの会社法上のものに当てはまるとしても、開示府令上は報酬関係の開示事項として明示的には要求されていないのが現状ではありますが、実態としては開示される例が多く、そういう有価証券報告書等々での記載例がクローバックの導入事例という形で紹介されているというのが現状です。

わが国において、クローバック条項の導入自体は進展しているとされておりますが、その条項の構成あるいは効力については検討されるべき課題がまだ少なくないとの指摘があり、学説の蓄積が待たれるといった形のコメントもされるところがあります。

クローバック条項をめぐっては、それ自体についても何をトリガーとして没収なり返還なりを求めるのかということ、クローバックを発動するに当たって会社側の裁量の有無をどうするかということ、クローバックによりどのような責任を負わせるかということなど、具体的に返還あるいは没収する内容そのものについては、主に実務上の観点だと思いますが、さまざま検討する必要があります。また、その契約の効力等について、理論上もあるいは会社法のその他のルールとの関係でも考えないといけないことは多々残されています。

直接的にクローバックについて争われた裁判例などがほとんどなく、これ

はわが国だけではなくて、たぶんアメリカでもないのではないかと考えているのですが、そういう観点で、検討の課題があると言いつつも、何を検討していいかわからないという現状もあります。以下では、アメリカにおける動向を紹介した上で、可能な範囲で少しだけ検討を試みたいと考えております。

クローバック自体は必ずしも米国固有のものではなく、ヨーロッパでも広がっているとされております。2017 年改正後の EU の株主権利指令でもクローバックに関する言及がされており、各国において一定の進展があるということですが、そこは全く調査ができていないので、とりあえずはアメリカのことを、以前調査したことを踏まえてご説明申し上げたいと思っております。

Ⅱ．米国における動向

アメリカにおいて連邦法でクローバックに関する規制がなされておりますが、基本的には財務報告の誤りが判明した場合に報酬の返還を求めるというルールとして定められているとします。

アメリカで最初にそのような規定が設けられたのは 2002 年のサーベンス・オクスリー法です。同法 304 条はかなり限定的なもので、クローバックの対象となる役員は CEO と CFO に限定した上で、不正行為（misconduct）の結果、財務報告の重大な違反を行い、財務報告の修正を行う場合には、修正が必要とされた会計報告が公表されたときから 12 カ月間において受け取ったボーナスや他のインセンティブ報酬、エクイティ報酬、全てを返還の対象とするというものです。仮に当初から正確な財務報告をしていたとしたら得られたであろう報酬であったとしても、全てクローバックの対象になるというのがもともとのサーベンス・オクスリー法が予定していたルールになります。この点を捉えて、サーベンス・オクスリー法 304 条によるクローバックは一種の制裁的な側面があるという指摘がなされているところです。

304 条によるエンフォースメントは、SEC が行うものという形になってい

て、例えば株主代表訴訟等あるいは当事者訴訟等でクローバックを実現することは予定されていないということで、かなり限定的な形で、ただ、幾つかは実際に裁判例がある、そういう条項としてサーベンス・オクスリー法におけるクローバックはもともと存在していました。それとは全く別のルールとしてドッド・フランク法においてクローバックが定められており、最近のアメリカでのクローバックに関する直接的な規制の話はドッド・フランク法 954 条に関する話となっております。

ドッド・フランク法 954 条は、「SEC 規則により、財務情報に基づくインセンティブ報酬に関する発行者の（クローバックに関する）ポリシーを証券法に基づいて開示すること、財務報告の要件の重大な違反により会計の修正をしなければならない場合、インセンティブ報酬を受領した役員（元役員を含む）から修正を必要とする日に先立つ 3 年間に与えられた役員報酬について、修正された（正しい）財務報告に基づいて当該役員に支払われるはずであった額を超える額を回収すること」を求めています。これを満たさない会社、発行者の上場を証券取引所が禁止することを SEC 規則によって実現することを求めるものです。

先ほどのサーベンス・オクスリー法とはだいぶ事情が違うところがございます。細かい話で言うと、期間のとり方が違うとか、対象となる役員も異なっております。ドッド・フランク法はクローバックの対象を超過額の部分という形にしているため、先ほどのサーベンス・オクスリー法に比べると制裁的な色彩が弱まっていると思われ、クローバックの性質は、その分、主体が広がっているところもありますし、その人の特性を問わずクローバックすることになっているので、大分性質が違うところがございます。不当利得の返還あるいは利得の吐き出しとしての色彩という位置づけになっております。

規制の具体的な内容については、ドッド・フランク法の中ではなくて、これは SEC 規則に委ねられることになっていたため、ドッド・フランク法制定時には、規則制定に向けての論点が議論されることになっておりました。すなわち、法令上クローバックの対象とされるべきインセンティブ報酬につ

いて、これは incentive-based compensation (including stock options awarded as compensation) とされていたのですが、これが具体的に何を指すのか、あるいは指さないのか、クローバックが発動されるべき財務修正の範囲について、これは an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement という形になっているのですが、これが具体的にどの範囲の修正を指すのか、または超過額分についてクローバックさせるというのですが、これをどうやって計算するのか、また、これはサーベンス・オクスリー法と違って、SEC ではなく会社がエンフォースすることを予定しておりますので、会社の裁量でクローバックのエンフォースを見送ることが認められるのかどうかというような点が主要な論点とされていました。

ドッド・フランク法における報酬規制は幾つかあったわけですが、その中でクローバックに関するものは最も規則制定が遅れ、案自体はもう少し前に出ているのですが、決定は 2022 年 11 月となっております。

これも先ほどの点を中心に規則の内容を簡単にご紹介すると、クローバックの対象となるインセンティブ・ベースの報酬というのは、全面的または部分的に財務報告指標の達成を条件として与えられる報酬という形で定められます。ここでの財務報告指標というのは、発行者が財務諸表を作成する際に使用される会計原則に従って決定され、表示される指標及びそのような指標に全面的にまたは部分的に由来する指標とされております。株価あるいは株主利回り (Total Shareholder Return) というのがこれに直接該当するかどうかはやや疑わしいところがあるのですが、これは定義文の中で明確にこれらが財務報告指標に含まれることを明示しております。

このような定義について必ずしもクリアではない部分があるわけですが、SEC は今後新たな報酬形態や新たな業績指標あるいは財務指標が進展することに備えたプリンシプル・ベースの定義であると説明しております。そういう意味では、必ずしもクリアではない部分はあるのですが、この定義からは例えば俸給 (salaries) は外れるとか、財務報告指標以外の業績要件を満

たすことのみにより決定される、財務報告指標を一部でも取り込むと部分的にということになってしまうのですが、財務報告指標とは一切関係ない要件を満たすことによってのみ決定されるボーナスあるいはエクイティ報酬については対象から除外されることになっております。例えば据置期間のみを定めるタイプのエクイティ報酬であれば、これは財務報告指標とは関係がないということで対象から外れることになっております。このあたりにつきましては、特に据置期間のみを定めるエクイティ報酬が規制から外れることについては強い批判がされているところです。

やや細かいところで申し上げますと、ドッド・フランク法制定時には、報酬として得た株式を売却した場合の利益は、これは会社が支払った報酬なのかということについてやや疑問の余地もあって、このあたりはSECの規則の書き方次第とされていたところですが、SEC規則は現在これらについても報酬として考慮しているとされています。

クローバックのトリガーとなる修正については、SECの最終規則では、過去の財務指標にとって重要な誤りの修正に加えて、最後に引用している「or that」以下の部分ですが、修正されない場合に重大な虚偽表示をもたらすものの修正についてもクローバックのトリガーになるとされています。引用箇所の「or that would result in a material misstatement if the error were corrected in the current period or left uncorrected in the current period.」という部分については、当初の提案ではなかったものが最終提案でつけ加えられたということで、トリガーとなる修正については、修正対象となる財務報告にとって、これはかつての財務報告ということになりますが、それにとって重要な誤りに限られない。過去の財務報告との関係では重要な誤りではないけれども、現在それが重大な misstatement につながるものについてもトリガーとなるという説明がされています。

回収あるいは回復の対象となるインセンティブ報酬の金額については、修正された財務報告に基づいて計算された場合に受領されていたであろう額を超える報酬額ですが、ここでは支払われた税金の額を考慮しないことが明示

されています。実際の役員の手取りとしては税引き後のものになるかもしれませんが、ここで回収の対象となるのは、税引き後ではなくて税引き前の総額となっています。これも実務上可能なのかという問題はあるのですが、ルールとしてはこのような形で定められていることになっています。

このような修正された財務報告に基づいて計算されていた場合に受領していたであろうというのは、財務報告指標がストレートに報酬額に反映される仕組みになっている場合には比較的計算がしやすいものではあります。株価あるいは株主の total shareholder return が財務報告指標に含まれる場合は、財務報告の修正が直ちに株価や利回りの変更をもたらすとは限らないため、財務報告の修正における情報から直接的に金額を算出することができないという問題があり、計算上困難があるとされていたところでもあります。この点については、修正の影響を合理的に推計して返還額を計算するという形で、これでも計算の負担はかなり重いという批判はあるところではありますが、一応そういう形で決着をすることになっています。

クローバックの実行について会社の裁量があるかどうかという問題につきましては、すなわち、会社の判断でクローバックを実行しないことが許されるのかという点については、独立性のある報酬委員会、あるいはそれがいない場合には独立取締役の過半数が、クローバックの実行が不可能あるいは非現実的だと判断した場合には、クローバックを実行しないことができるという形で、必ずクローバックを実行しないといけないという形にはなっていません。ただ、この点については、取締役会ないし報酬委員会が自由に定められることではなくて、クローバックのエンフォースのために第三者に支払う費用が回収される金額を超えとか、あるいはこれは主に外国の会社を念頭にですが、本国法に違反してしまうとか、税制適格退職年金の法令上の要件との関係でコンフリクトがあるという場合に限られています。そういう意味では、裁量はかなり狭まっていますし、これらはいずれもこの例外に当たる場合には一定の手続をとらなければならないという形でルールが定められているところです。

クローバックの実行につきましては、SEC は 10D 条を、修正について役員に過失があるかどうかにかかわらず、クローバックを実行することを要求するものと理解しております。これはサーベンス・オクスリー法では、CEO や CFO が、会社のミスコンダクトではありますけれども、一定の不正があったことを言わないといけないのに対して、これはただ単に修正があったことだけ言えばいいということで、ある意味で実行するハードルを下げているわけです。したがって、基本的には一定の修正があればクローバックは実行されることになっているわけですが、具体的にどういう形でクローバックを実行するか、あるいはどういう形で報酬の返還あるいは回収を求めるかということについては、取締役会に裁量があると考えられております。

クローバックの方法としては、直接金銭を支払わせるのが一番わかりやすい返還ではありますが、将来支払われる報酬と相殺をすとか、繰り延べの報酬を返還させるなどという方法もほかにはあり得るところです。SEC の規則制定前の段階では、どの方法が許容され、どの方法が禁止され、あるいはどのような条件で許容されるのかというのは議論されていたところではありますが、SEC の規則におきましては具体的な手法について特に定めはなく、ただただ速やかに実行することのみを要求しております。役員が受領し、あるいは修正された財務報告の結果のもとでは、権利を有しない報酬を保持することを阻止するためには、とにかく早く実行することが要求されておりますし、速やかな実行を求めるということしか言っておらず、具体的な手法については定めがないということです。

回収・返還の方法について具体的な定めが置かれていないというのは、適切なリカバリーの方法が発行者によって、あるいは報酬アレンジメントのタイプによって異なるためと説明されております。SEC もリカバリーを容易にする報酬設計はあり得るということで、例えば支払いを繰り延べることによって、繰り延べられた報酬を回収する方法があるみたいなことを言っております。そういう方法でも構わないというか、そういう方法もよいとしているわけです。

ドッド・フランク法やSEC規則については、批判があるところでございます。割とテクニカルな話から、そもそもこういう規則を置くことがどうかというところまで、いろいろなレベルの批判がございます。1つは、こういうクローバックを求めることについて、割と賛成する立場だとしても、ここでの対象となる報酬の切り取りが不当に限定的ではないか、制限的ではないかという批判がされております。

特に強い批判としてあるのは、財務報告指標の業績目標の達成に条件づけられていないタイプのエクイティ報酬、例えば据置期間のみが定められていて、その期間が過ぎればエクイティ報酬は処分できるというものについても、虚偽の財務報告があれば、そしてそれが株価に影響を及ぼして、株価が不当に高い状態をキープしている中で付与され、売却された場合には、その売却によって経営者や役員が得た金額の中には、条文の言い方と言うと excess（超過分）というものが、観念でき、そういうものがクローバックの対象とならないのはおかしい、あるいはそれがおかしいのだとすると、むしろこういうルールがあることによって、財務報告指標を目標として設定しないタイプのエクイティ報酬をある意味では推奨してしまうのではないかという形の批判がされています。

また、先ほど少し申し上げたところではありますが、クローバックのトリガーに関連することといたしまして、SECの当初提案では、過去の財務報告にとって重要な誤りの修正という形で限定していたところ、最終提案ではトリガーを拡大しています。この点については、臨時報告書の提出が求められていない場面でさえクローバックを求めることについては、コンプライアンスのコストを引き上げるという点で強い批判もあり、財務報告の修正のあり方と整合的ではないのではないかという指摘がされていますが、SECがそういう形で最終規則においてトリガーを拡大する、トリガーとなる範囲を広げると言っているのは、経営者が財務報告の正確性を監視するより強いインセンティブを与えることができるという説明の仕方になっており、これは後ほども申し上げるクローバックの目的をどう捉えるかということともかか

りますが、財務報告の正確性をより意識するような仕組みをつくるということを説明としています。また、過去の財務報告にとって必ずしも重要ではない誤りを修正した場合は、通常は株価への影響はあまり大きくないと想定されるため、株価あるいは株主総利回りに結びつけられたインセンティブ報酬のクローバックが現実の問題となることはまれであろうということで、そういう意味でコンプライアンスのコストはそれほど小さくなく、経営者の財務報告の正確性の監視のインセンティブを高めるということでこのような案になっております。

ドッド・フランク法及びSEC規則によるクローバック規制については、そもそもこのような規制が必要なのかというのが一番大きな批判として考えられるところであります。このような規制を設けるという報酬の内容への法的な介入が妥当かどうか、そういう問題として捉えられているところがあります。

ドッド・フランク法ではクローバック条項の導入をある意味では義務づけているわけですが、米国ではドッド・フランク法制定以前から、あるいはSEC規則の制定以前から、会社が任意的にクローバック条項を導入している例が少なくないということで、いろいろ紹介があるところです。今、法令としてご紹介しているサーベンス・オクスリー法あるいはドッド・フランク法は、専ら財務報告の修正をトリガーとしているのに対して、クローバック条項それ自体は一般的にそのようなものとは限らず、競業規制違反とか秘密保持契約違反、あるいはもう少し広く不正行為をトリガーとするものもあり、SEC規則あるいはドッド・フランク法がクローバックの目的を財務諸表の正確性の担保あるいは財務諸表の誤りに基づく過大な報酬の回収に限定するというのはクローバック条項の実際の使用例に即して適切ではないという可能性があるのではないか、そういう適切ではない規制を強制することによって、クローバックの対象となる報酬をゆがめるのではないか、一般的なクローバック条項では、対象となる報酬はincentive-based compensationに限定されていないのですが、狭く定義されたインセンティブ報酬をクローバックの

対象とするということは、そのような今までの運用をゆがめるのではないかというような形で指摘がなされているところです。

さらに一般的に用いられているクローバックの発動については、取締役会がその発動について裁量を有するというのが多数であるとされております。ドッド・フランク法は、クローバックを発動しないということが不可能なわけではないのですが、裁量を極めて限定するということであり、こういう意味でも、やはりクローバックの今までの運用との関係でゆがめかねない部分があるのではないかということです。

実際、SEC 規則が発効される前に、既にクローバック・ポリシーを有している企業においては、この規則対応をどうするかという点は重要な問題であったようですが、機関投資家や議決権行使助言会社への対応として、既存のより広範なクローバックを維持する傾向にあるとされております。そうすると、既存のものとは別個のものとして SEC 規則に適合する、裁量を認めないタイプのクローバックを新たに別建てで入れるとか、あるいは既存のものと SEC 規則に適合するものを統合する形でクローバック条項を再整備する、そして SEC 規則の対象とならない範囲のクローバックについては、その発動可否について取締役会の裁量を維持するという形で運用しています。そういう意味では、あまりゆがんでいないのかもしれないが、批判が当たっているかどうかかわからないのですが、ただ、既存のクローバックと SEC のルールに基づくクローバックはかなり別のものとして位置づけられているのが現状のようであります。

先ほどから何回かいろいろ申し上げているところですが、クローバックの目的をどう捉えるのか、それとの関係で、果たして SEC の権限の範囲内なのかという問題は、かなり深刻な問題として議論されているようであります。

サーベンス・オクスリー法におけるクローバックの目的というのは、財務報告の正確性の確保を補強する、不正を抑止することが主要な目的であったと考えられ、そのために制裁的な形で不正を抑止しようということをやっていたと考えられます。

ドッド・フランク法でのクローバックの目的については、必ずしもクリアではなく、またそれぞれがそれぞれの立場でいろいろ評価している部分がありますが、議会審議では、事後の不当な利得の調整と吐き出しという形で理解されており、もし財務報告が正確になされていれば得られなかったような額を役員が持っているというのは不当な利得だという発想になっています。

他方で、ドッド・フランク法のクローバックに関する評価については、当時の金融危機を受けて制定された経緯もありまして、役員が短期的利益に資するが、長期的には会社を害するようリスクの高い意思決定をすることを抑止するためにクローバックがあるのだという説明のされ方もされるのですが、直接そこは必ずしもつながっていないのかなと思われまます。

今の話と直接関係するものではないのですが、今年の6月にSECが、Executive Compensation Roundtable という形で役員報酬についての検討のラウンドテーブルを開催したわけですが、ここでは開示の見直しが主要な検討課題とされておりました。SECの委員の発言の中では、SECの権限は開示に関するもののみであり、十分な情報に基づく投資判断・議決権行使判断に重要な情報の提供が規制目的であるということが強調されております。クローバックと直接関係ないところで言うと、ペイレシオみたいなものが投資判断とどう関係があるのかというようなことが問題提起されております。また、それとは別に、ある意味ではクローバックがある報酬を押しつけるような側面があるのではないかということ、あとクローバックに関する開示や運用のコストが本当に見合っているのかという点が問題提起されていたところでした。

こういう状況が米国の状況です。裁判例などあればいいなと思ったのですが、私は見つけることができておらず、この規則に基づいて運用されているということで、それほど目立って大きな何かがあるわけではないというのが現状なのかなと認識しております。

Ⅲ. わが国におけるクローバック

わが国の話について少しだけ検討したいと思います。最初に少し申し上げましたが、クローバックについて、有価証券報告書や臨時報告書、適時開示等々で開示をするという企業が拡大しているところでもあります。必ずしも開示しなければいけないのかというと、先ほど申し上げましたとおり、そうではないのかなとは思いますが、投資家サイドでクローバックの導入や開示を求める意見がかなり強くあるという側面と、あとは税制との関係で、有価証券報告書等で業績連動報酬を損金算入する関係で算定方法を開示しておくことが必要と考えられているものと思われます。

わが国のクローバックについては、不正行為とか、非違行為とか、そういうものをトリガーとするものが非常に多いというのが特徴であり、アメリカは業績の修正みたいなものは全てトリガーになるわけですが、日本ではそういうものは多くないとされています。日興リサーチセンターの調査によると、TOPIX500を構成する497社のうち、249社で導入されているけれども、そのうち187社が非違行為、不正行為をトリガーとしていて、業績修正及び不正行為をトリガーとしているのは56社で、業績修正のみをトリガーとする会社はかなり限られているという状況であります。

有価証券報告書における記載例等も会社によってももちろん違うわけですが、例えば金融庁の「開示の好事例集」で紹介されているもので言えば、「取締役又は執行役等に重大な不正・違反行為等が発生した場合、報酬委員会の審議を経て、当該取締役、執行役等に対し、報酬受益権の没収又は報酬の返還を請求する場合があります」みたいな形で開示をされています。あるいは、「退任する役員に長期の企業価値向上に反する行為があった場合は、確定した交付ポイントの一部又は全部を返還」という中で、(1)「不祥事等により取締役会が付与済ポイントを失効させることが適当と判断した者」、(2)「会社法に定める取締役の欠格事由に該当することとなったことにより取締役会が付与済ポイントを失効させることが適当と判断した者」、(3)「その

他上記（１）又は（２）に準ずると取締役会が判断した者」という形で開示している例があります。また、東証の「コーポレート・ガバナンス白書」で紹介されているものとしては、「当社は、取締役に対して付与される譲渡制限付株式ユニット及びパフォーマンス・シェア・ユニットを対象に、報酬の返還条項（マルス・クロールバック条項）を設けております。当社の取締役（退任した者を含む）について不正な行為等が生じ、またはその事実が明らかになった場合には、株式交付前のポイント、交付済みの譲渡制限付株式及び譲渡制限解除後の株式の一部または全部について、返還請求等を行うことができます。返還請求等の決定及びその内容は、報酬諮問委員会での審議を経て取締役会決議により決定されるものとします」とあり、かなり抽象的な形で不正行為に対して一定の対応をするということでクロールバックあるいはマルスが定められている旨が開示されております。

わが国におけるクロールバックの手法について、財務報告の修正という主にアメリカで規則上問題となっているような場面については、任務懈怠責任の追及という形でクロールバックのような帰結を実現する、あるいは不当利得の返還請求によってそういう帰結を実現することが可能ではないかということが従来から指摘されてきたところではありますが、はたして業績連動型報酬を算定する前提に誤りがあったとする場合に、不当利得等で対応できるかという点については、あまり具体例がないのでなかなか判断が難しく、本当にできるのかについては疑問の余地も示されています。

また、任務懈怠責任の場合には、損害額の主張立証が必要になりますので、いくら回収できるのかについてよくわからない部分、事案によって異なってくる部分もありますし、財務報告の修正ですので、修正前の虚偽記載の部分が任務懈怠に当たるとというのが任務懈怠責任を追及する前提になります。アメリカ法のようなイメージで、役員に広く過大な報酬を吐き出させることはなかなかできず、返還の対象となる役員の範囲も、これは任務懈怠があるということなので、財務報告の修正について故意過失があることが要件になるかと思います。そういう意味でも、任務懈怠責任の追及や不当利得の返還請

求ができるというのは指摘されていたところですし、私も昔申し上げたことがあるのですが、アメリカのようなクローバックを実現するためには、そういう形ではうまくいかない部分もあると思われます。

これに対し、わが国の主流のクローバック条項といえる、不正行為あるいは企業価値向上に反する行為があった場合に、支給額の減額あるいは支給の取りやめを定めるような条項については、その条項の設計はかなり多様なものが想定されます。そういう形で不正行為とか企業価値向上に反する行為についてクローバックを求めるということであれば、そのトリガーあるいはクローバックの内容、額、方法について、取締役会ないし報酬委員会にかなり広い裁量を認めざるを得ないところであります。また、不正行為等を抑止することがそういう条項の目的になりますから、設計としても不正の抑止という観点から、場合によっては報酬額を超えての回収も認めるという形になってくるのかなと思われます。

この手の不正行為があったときに報酬を返還するというのは、おそらく従来は役員報酬の一部自主返上等で対応していたのかなと思われます。自主返納ではなくて、クローバックとして制度化するというのであれば、少なくとも返還の場合に限って言えば、本人の同意をとらずに実行するという可能性もあるわけですから、相応の検討が必要になってくるのかなと思われます。

特に不正行為の抑止に関連して制裁的な側面をかなり強化するのであれば、一定期間の報酬額や一定の形態の報酬を全てゼロにすることも考えられるわけです。そういう重大な帰結をもたらすためにはどういう設計をすればいいのかというのは、実務上の課題ではありますが、実際に運用されたときにどうなるかというのは検討すべき課題があるのかなと思われます。

クローバックというのは、アメリカ法の特にドッド・フランク法で見ているような財務報告の誤りがあったときに、超過額を回収するという思想だとすると、一種の報酬額の事後調整のようなものかなと思われます。それについては、報酬政策の問題として取締役会で報酬決定すべきだということになるのかもしれませんが、クローバックを実際に実行するためには、このクロー

バックを報酬契約の内容として取り込むことが必要になるのかなと思われ
ます。

金銭報酬を念頭にしたものではありますが、わが国の判例におきましては、
会社が一方的に報酬額を変更することは許されないとしているわけでありま
す。後から返せというのをコンフリクトなく実現するためには、契約内容に
なっているということをおそらく言わなければならないはずだということ
です。また、アメリカでも 2023 年の事件において、財務報告の修正を理由と
するクローバックの請求がなされた裁判例があります。これは取締役会にお
いてクローバックのポリシーを定めていたものの、CEO との間の契約内容
にはなっていないという理由で、会社の請求が棄却されたというものです。

クローバックについては契約として取り込む—もちろんこれは論理的には
というか、ただの可能性の話としては、報酬契約の一部ではなく、報酬契約
とは別の契約でクローバックを実行することもできるのかもしれませんが、
普通に考えれば—報酬契約の一部として考えることになるのかなと思われ
ます。

ここから先はあまり検討できておりませんが、クローバックの実行にかか
わる（少なくとも先行評釈等において、クローバックの文脈も含めた言及が
されている）裁判例が幾つかございますので、それについて少しだけ検討し
てみたいと思います。

1 つは、最高裁の令和 6 年 7 月 8 日判決（民集 78 卷 3 号 839 頁）です。
この事件は、退職慰労金について内規に従って決定することを取締役会に一
任する旨の株主総会決議がなされていたところ、取締役会において内規の定
める基準額 3 億 7,720 万円から大幅に減額した 5,700 万円の退職慰労金を支
給する旨の決定がされたことについて、代表取締役の善管注意義務違反が問
題となった事案です。

この事件では、内規の定めとしては、基準額に関する定めのほか、「在任
中特に重大な損害を与えたもの」に対して基準額を減額することができる
という減額規定が定められており、減額の範囲あるいは限度については特に定

めが置かれていないというものでした。5,700 万円の支給決定は減額規定に基づくものと理解されております。退職慰労金支給規程において減額条項は古くからあり、一般的に存在しているようなものだと思います。これは今話題となっているクローバックとかマルスといったものとしては意識されていないものかもしれませんが、クローバックという捉え方が適切か疑問があるとしても、実質的にはやはり事後的に問題行為を踏まえて退職金の額を削るということをやっているのです、ここでのクローバックに関する検討の素材ということができそうですし、この判決についてはそういう文脈で言及もされているところです。

この場合、「在任中特に重大な損害を与えたもの」に該当するかどうかの問題になるわけです。この事件におきましては、退任取締役には複数の問題行為があったとされています。社内規定の上限を超える宿泊費を受け取っていたこと、それは後に税務調査で報酬に当たるといって源泉徴収を取られることになったのですが、その分を会社に転嫁し、また今後の宿泊費の支給を高額にするために、代表取締役としてみずからも報酬額を高く設定したことがありました。また、交際費についても、従来を超えて大幅に支給していた。そういう問題行為があった事案です。

この事案では、調査委員会を立てて調査委員会報告書を受けて、取締役会が基準額から減額する、損害相当額の全部または相当部分を控除するという形で退職金額を決定しております。

最高裁はこの事案において、「特に重大な損害を与えたもの」に当たるか否か、これに当たる場合に、減額した結果として、退職慰労金の額をいくらにするかという点についても、取締役会が判断する必要があるということについて、本件減額規定の趣旨に鑑みれば、行為の内容や性質、当該行為によって会社が受けた影響と、当該退任取締役の会社における地位等の事情を総合考慮して判断すべきだと言っております。これらの事情は、会社の業務執行の決定や取締役の職務執行の監督を行う取締役が判断するに適した事項である、減額の範囲等について何ら定めを置いていないということで広い裁量権

がある、取締役会の決議に裁量権の範囲の逸脱やその濫用があるということはいえないのだと言っております。

この事案との関係では、最初の行為によって社会的信用が毀損されているということや、特別背任に当たるような疑いがある行為だと調査委員会の報告書はいつており、会社に多大な損害を及ぼすものと評価することは相応の合理的根拠に基づくということで、裁量の範囲内であるとして、裁量を尊重しています。

この事件では、退職慰労金の文脈ではあるのですが、「在任中特に重大な損害を与えたもの」というかなり抽象的な基準で減額の対象を定めております。また、いくら減額できるかという減額幅について全く定めがないという意味で、クローバックとして先ほど申し上げたような有価証券報告書等で示されているものと、退職金とほかの性質の報酬との報酬の差はともかくとして、発動の条件とか発動の仕方について、かなり抽象度の高い取締役会の裁量が働くことが容易に想定されるものと同じようなつくりの規定になっているのかなと思います。

この事案では、判旨は取締役会の裁量をかなり尊重しているように見えております。それは、減額規定について取締役を監督する機関である取締役会が、在任中の行為について適切な制裁を課すことによって、職務執行の適正を図るという趣旨のもので、減額幅について制限はないと言っています。さらに、退職慰労金の減額の可否や程度は高度の経営判断を要するものだと位置づけているのであれば、クローバック条項についても不正を抑止するとか、あるいは不正について適切な制裁を課すというのが一般的には目的とされることが多いので、その具体的な判断プロセスをどのように評価するかはともかくとして、裁量が尊重されるというこの判決の論理は、おそらくクローバック条項にも同じように当てはまるのかなと思われるます。

他方で、この判決は、取締役会の判断が総会の委任の趣旨に照らして不合理であるということとはできないという言い方をしています。この事案では、総会で退職取締役本人が、取締役会において中立かつ公正な調査委員会を設

置し、その調査結果を踏まえて決定する、それに従うことを説明していたという事実もありまして、その事実関係を措いて、一般的に取締役会の判断が広く尊重されるのかということとはよくわからないところがあります。ただ、クローバックの話に戻りますと、取締役会または報酬委員会等に条項の発動に関する裁量があるという設計になっているのが通常だと思います。

そうだとすると、おそらくこの判決のトーンから言えば、その裁量は尊重されることになると思いますが、最高裁の事件の事実関係に即して言うと、裁量が尊重されるためには、取締役会においてどのようなプロセスを経るべきかということについて慎重に検討される必要があるのかなと思います。また、この事件は最高裁まで行っている事件でありまして、地裁・高裁と最高裁で判断が分かれているということで、派生紛争の可能性も否定できません。そういうものに対処するためにどういう条項が必要なのかというのは検討されるべき課題かなと思います。本当はこういうのは実務の状況を教えていただければとか、アメリカの状況をもう少し調査できればなど思ったのですが、現状では材料がなく、具体的な検討ができていないところです。

もう一つ、クローバックあるいはマルスとの関係で話題になっているのが、東京地裁令和5年12月7日判決であります。この事件は、取引推奨行為により刑事処分を受けた取締役が、取締役会等に対して当該違法行為について報告しないまま取締役を退任し、翌日ストックオプションとして付与された新株予約権を行使して16万円あまりを払い込み、2億9,000万円相当の株式を取得したという事件であります。これは事件としては、会社が当該元代表取締役に対して任務懈怠責任を追及したという事案です。

この事件がクローバックあるいはマルスとの関係で位置づけられるのは、当該ストックオプションの新株予約権発行要項において、「新株予約権者が、会社法331条1項3号又は4号に該当した場合、重大な法令違反を犯した場合、故意又は重大な過失によりXの方針に反する行為をした場合、Xの重要な機密を漏らした場合、Xの信用を毀損した場合、もしくはXに多大な損害を与える行為をした場合は、Xは当該新株予約権者が有する新株予約権全部

を無償で取得する」ことができるという無償取得条項が付されていたからです。

本件では任務懈怠責任が追及されているわけですが、違法行為が終了した日以降、取締役を退任した日までの間に、取締役としての善管注意義務ないし忠実義務に基づき、取締役会に対し、みずからが違法行為をした事実を報告すべき義務を負っていたにもかかわらず、報告をしなかったことが任務懈怠であるとした上で、当該違法行為が8条1号の「重大な法令違反」に該当し、任務懈怠がなければ、会社は同号に基づき、ストックオプション全部を無償で取得することができたのだから、退任日におけるストックオプションの評価額相当の損害が会社に発生したと言っており、ストックオプション権利行使時に、会社が費用計上した分の節税効果分を損益相殺しており、任務懈怠を認めたという事案です。

この事件は、いわゆるマルスが直接発動したという事件ではなくて、それを発動する機会を逸した会社が取締役の任務懈怠責任を追及するという事案です。したがって、直接クローバックあるいはマルスを扱ったわけではないのですが、報告義務違反という形で構成して任務懈怠責任を追及しているというのがこの事件です。この構成は、少なくとも私には少し迂遠なように見えてところでありまして、当該元代表取締役の明らかな不正行為は、情報伝達行為になるわけです。ストックオプションに関する利益を元代表取締役が保持すべきではないという観点でおそらく責任追及をしているものであります。そのストックオプションに関する利益という部分について、損害という形で接続しやすいのはどこかというので、報告の場面を切り取って主張しているのではないかと思います。

そういう構成自体がいいのかというのはよくわからないところがございますが、それはおくとしても、やはり本件との関係では、任務懈怠責任を追及している結果の損害額の認定がすごく難しくなっております。実際に本判決についての損害論は、そもそもストックオプションの価値相当額なのか、あるいは実際に手にした利益なのか、どちらを損害と見るのかという点です。

あと、ややテクニカルというか、細かいことにはなるかもしれませんが、約6000万円ある会社の節税効果分を損益相殺するかどうかという点については批判のあるところです。

もともとの無償取得条項自体は、不正行為を行った役員にストックオプションに関する利得を得させないことが仮に目的だとすると、これは利得させないことが目的だという考え方からいくのであれば、会社の損害という枠組みで論じることがそもそもあまり状況にマッチしていないのではないかと思います。

この事件との関係で言うと、不正行為をした者がストックオプションを行使して利益を得ることを防ぐために無償取得条項が置かれていて、それを実現しようとしているのですが、不正が事後的に発覚するということが自体はあり得ることなので、そうであればストックオプションを取り上げる無償取得条項によって解決ができない部分は、得た利益を吐き出させるという形で、これはクローバックで引き受けるべき領域ではないか、無償取得とトリガーは重複することになるわけですが、クローバックで調整するほうが適切なのかなと思います。

損害のところで批判がありますが、この判決の先行評釈の中では、何らかの理由で取締役がストックオプションの行使・株式処分で得た利益の全額の賠償を認めるのは酷だという考慮が働いた、取引推奨で立件されるかどうかよくわからない、先例がない状況で多少は大目に見てよい、見られるだろうと考えたとしても、仕方がなかったと、そういうことを指摘して、そういう推測をした上で、前の賠償額を少なく算出するために損益相殺したのではないか、もし賠償額を全部認めるのが酷だというのであれば、損益相殺ではなくて過失相殺のような形でやればよかったのではないかと、評釈の中では指摘がされております。

もしこのような指摘が当たるのだとすると、これは先ほど申し上げたとおり、このシチュエーションはおそらく損害賠償という形でやるよりは、クローバックでやるほうがいいようなタイプの事件ではないかと思われるわけで

す。クローバックにおいて金額の調整が必要になってくるということですが、そういうのをきちんと条項としてセットできるのかというのが少し疑問かなと思います。

抽象的に考えるのであれば、無償取得条項で新株予約権を取得することと、新株予約権を行使して得た利益を返還させ、吐き出させることには、大きな差はないように思われます。そうだとすると、別に全額払わせるのが酷だというのは必ずしも当たらないのかもしれませんが、例えばアメリカにおいて、先ほども少しだけ申し上げましたが、クローバックを認める場合に、支払った税金の調整をせずに回復を求めるというのが実務的に困難だという話もあるわけであります。このような場面でも、本当に手にした額を全部吐き出させるのがよいのかということについては検討の余地がありそうです。

また、これは退職慰労金等の事件で、裁判例で言うと、一旦払ったものを返すことについては、いろいろな信義則、権利濫用等で制限がつくような場面もあり得ます。そうだとすると、これはクローバックで解決すればいいのではないかと思うところではありますが、一旦支払ったものについて返してくださいというときの金額の調整のあり方をどうするのかという問題はやはり残されていそうです。

そういう意味で、いろいろ問題がありそうで、クローバックを実務上どうやって設計するのかという点についてはすごく興味がありますし、実際にそれが争われたときに裁判所がどのように判断するのかについては、いろいろ疑問が湧くところではあるのですが、具体的な検討ができておらず、何も結論もなく恐縮です。クローバックについて少し考えてみたいということで、今用意できるものが以上だということです。

雑駁で申しわけありませんが、ご指導等いただければ幸いです。

[討議]

○**神作会長** 尾崎先生、貴重なご報告をどうもありがとうございました。それでは、ただいまの尾崎先生のご報告に関しまして、ご自由にご質問あるい

はご意見をお出しいただければと思います。どなたからでも、どの点についてからでも結構でございますので、ご発言いただけますでしょうか。

○小出委員 大変勉強になりました。ありがとうございました。

尾崎先生のご報告の全体の流れについて、まず教えていただければと思います。本日はアメリカに関して非常に詳細にご紹介いただきまして、大変勉強になりました。アメリカでの最近の、ある意味で強行法的なクローバックというものは、SOX 法にせよドッド・フランク法にせよ、要は財務報告に関する虚偽があった場合のクローバックだったと承りました。

一方で、尾崎先生のアメリカについてのご報告の中で、これまで任意に入っていたものもあり、それは財務報告の虚偽に限らないものをトリガーとするようなクローバックもあるということで、それは具体的にはどういうものがトリガーになっているのか、それも聞きたいと思っているのですが、後半の日本のお話では、財務報告の虚偽をトリガーとするようなクローバックというよりは、より一般的な事情をトリガーとするクローバックのお話をされていたのかなと承りました。

そう考えると、前半のほうでお話いただいた、米国の財務諸表にトリガーを絞ったようなクローバックをどのように位置づけておられるのでしょうか。つまり、財務報告にトリガーを絞っているクローバックというのはあまりよくない例というか、あまり実効的ではない例として取り上げられているという趣旨なのか、教えていただければと思います。

それから、先ほどちょっと伺いましたが、米国において、財務報告にトリガーに限らない任意に導入されているクローバックがあるとすると、そこでは、尾崎先生がきょう問題提起されたような、例えば任務懈怠責任との関係とか、任務懈怠はそもそも米国と日本とでは前提が違うのかもしれませんが、さまざまな論点について、そちらの例のほうがむしろ示唆的なところもあるのかなと思いました。そのあたり、何かアメリカのクローバックの実務において、示唆となるようなことがあるのかどうかというのが2点目の質問です。

○尾崎報告者 ご質問をちゃんと把握できているか、よくわからないところ

もありますが、アメリカの法令上のクローバックの話は、私の理解では強行法的なもので、それが任意的なものとの関係で、あるいは日本の今やろうとしている、あるいはやられているものとの関係でどういう意味を持つのかと言われると、直接は意味はないと思われます。ただ、強行法で定める中で、いろいろな論点と言えるのかどうか分かりませんが、いろいろな議論が発生してきている中で、取締役会の裁量をどうするかとか、そういう議論は、結果的には、同じ問題は任意のほうでも出てくるところがあります。

結局、強行法的なものと任意的なものをすみ分ける中で、アメリカでは任意的なものの特徴がより強調されているのかなと思います。強行法的な部分でトリガーを限定し、裁量を制限することの中で、こういう問題がある、ああいう問題があると言われているのは、逆に任意的なものがその部分をクリアした形で機能しているということで、一応、最低限の考慮要素を拾うということでは意味があるけれども、直接はリンクしないという話なのかなと思います。したがって、両者を並べている割には全然つながりやまとまりがないのは、話がつながっていないからだと思っています。

アメリカのほうで任意的なクローバックの話は、十分な調査ができておらず、事例を見つけられていないので、任意的な形でいろいろなものがあるというのは、そういうものが実行されたというよりは、一定の範囲で調べたらこういうことがありましたというのを紹介している論文を見ているという状況なので、具体的にどういう形で運用されているのか、どういう形で発動されているのかということについては、よくわかりません。ただ、競業したら全部没収するみたいなのがあったりしていて、日本のような非違行為、不正行為よりは、秘密保持に違反したら報酬を没収するとか、もうちょっと具体的に書かれているものが多いのかなと思います。日本のほうも、不正に並べていろいろ書いてあったりすると、そこはあまり実質的には差はないのかもしれないという印象を持っていますが、ちゃんとした調査は別途やりたいと思います。

あまりお答えになっていませんが、以上です。

○小出委員 米国のドッド・フランク法のクローバックは2023年施行と非常に新しいものだと思いますが、それ以前から、アメリカの会計学においては、クローバックが過剰投資を抑止する効果を持っているというような実証研究があると聞いたことがあります。

何が言いたいかというと、要はクローバックは手段にすぎないので、米国ではそれで何をとめようとしているのか、強行法的に入った財務報告の虚偽によるクローバックは、もちろん直接的には財務報告の虚偽をとめようとしているのだと思いますが、それで間接的に何をとめようとしているかというところ、最近、財務報告においては、例えば経営者の見積もりとか、経営者による評価とか、減損の認識とか、そういったものを財務の数字に反映させることが多くなっていますが、経営者というものはどうしても自信過剰になる、あるいはみずからの失敗を隠したくなってしまうと、過剰な投資をしてもその減損が遅れたり過少になったり（too little too late）楽観的な見積もりをしたりするような傾向があります。ただ、それを事後的に虚偽の開示であるとして、必ずしもその責任を適切に追及できるような場面ばかりではないと考えたとき、それに対する事前の抑止という観点でこういったものを入れていくという流れがあるのかなと、伺っていて何となく思いました。

そうだとすると、日本においても今後、日本の会計においてもさまざまな経営者の評価とか見積もりとかが問題となるようなときに、財務報告の虚偽開示に絞ったクローバックは、強行法的に入れるかどうかは別にして、事後の任務懈怠責任とかにおいては十分にその虚偽の開示を抑止できない、つまりエンフォースメントが難しい状況があるときには、抑止の手段としてはあり得るのかなと思いました。

これは感想です。その辺も含めて大変勉強になりました。

○尾崎報告者 会計への影響とかについては、そういう研究があるということとはちらっと見ましたが、中身を全然把握できていません。今のお話を伺うと、クローバックの意義とか効果をはかる上で、そういう議論を見たほうがいいのかと思います。見てから報告すればよかったのですが、今改めておっ

しゃっていただいたことを踏まえてもうちょっと考えたいと思います。

○後藤委員 きょうはご報告どうもありがとうございました。

クローバックを裁量的にやってよいかということについてお伺いしたいと思います。伺っていて1つ思ったのが、日本のテレビ宮崎の最高裁の事件で出てきたのは、確かにクローバック的なところがあり、ただそれを退職慰労金の基準額全額としてよいかどうか、やり過ぎだと退職した人が訴えてきたのに対して、これは裁量の範囲内と言ったというものかと思います。アメリカで問題となっているのは、やらなければいけないと法律で言われているものを、やらなくてもいい場合があるかという問題であるのに対して、日本ではそういう争われ方はまだ起きていない、そもそも強行的にやれと言われているルールもないということかと思います。

この退職慰労金ですが、そもそも退職慰労金という制度自体に裁量権がすごく大きいものとしてつくられており、ふわっとした中でやっているの、できるとしか書きようがないところなのかなと思います。最初から、日米の同じ裁量が問題になった事例というか、話が出てきているとしても、そこは違うのかなと思います。

お伺いしたいのは、今後、日本において、サーベンス・オクスリー法とかドッド・フランク法みたいなものがいきなり法律で入るということはあまりないのかなと思いつつ、大分普及してきているという話だったかと思います。もう一件ご紹介いただいたストックオプションのほうも、こちらは無償で取得すると裁量がない形で書いてあります。

そうすると、今後はどちらかという解釈として義務的な方向に進み、その上でアメリカみたいに、義務的に書いてあるけどこれは例外的にやらなくてもしょうがないよねという議論になっていくのではないかということを見据えておられるのか、それとも、日本は強行法的な規制は入っていないので、そこも含めて、そもそもクローバックを入れるかどうか自体も裁量だし、その中身の裁量の判断も緩いのか、アメリカはすごく厳格な場合にしか例外を認めていないようなご報告だったと思いますが、尾崎先生はどうお考えかと

いうことと、日米を比較して何かお考えのことがありましたら、聞かせていただければと思います。

○尾崎報告者 アメリカのクローバックについて、取締役会あるいは報酬委員会の裁量が極めて限定されているというのは、むしろ規制がかかっている財務報告の修正の場面に関してのみすごく裁量が限定されています。逆に言うと、そこで裁量を認めていいのか悪いのかという議論が出るというのは、一般的にはクローバックに裁量があるということをアメリカ法はたぶん前提にしていると思っています。そうだとすると、日本法も裁量があることを前提に、ただ、それこそ財務諸表とかの修正の場面で、財務諸表の適正を確保するためには必ず回収してもらわないと困るという強いものがあれば、裁量を認めないこともあり得ると思いますが、一般論としては、ある程度、裁量がある形でしか設定ができないのかなと思っています。

ストックオプションの裁判例も、あの事件との関係では金商法違反で情報を出しておいて取り上げないということは、会社が知っていたらそうならなかったよねという話ではあります。ただ、一般論として言うと、不正とか重大な不正は必ず評価を伴います。そういう意味では、こういうクローバックは、ものすごくミクロに、この場合には取り上げるみたいなすごくピンポイントに定めているものがない限りは必ず裁量を伴うものだと思います。そういうときに裁量があるのは構造上仕方ないと思うので、しかしそれをどうやって運用するのかということと、運用したものをどうやって事後的に評価するのかというのは、たぶん法的な問題としてあるのかなと考えています。そういうところを少しでも何か言えればいいなと思って言えていないというのが現状です。

退職金の話は、退職金のルール自体が、今、クローバックとかで言っているような業績連動報酬とは大分ニュアンスの違うものなので、そこで議論されていることが、主に今、業績連動が広がっていくならクローバックみたいなものを整備しないといけないのではないかという文脈なのだとすると、退職金の話をつなげるというのはもともとかなり無理がある話かな、単

純な金銭報酬で、ただ後で払っているというのと、エクイティ報酬とかを適切に調整するために入れているというのは大分違う状況だと思うので、直接は引っ張れないと思います。したがって、そもそも報酬に関して、従来の金銭報酬をどこまで前提とするのかという議論は一般的に問題である気がします。

それはさておき、ただ一応、最高裁でも、あれが削り過ぎなのか適切だったのかは別として、裁量を尊重する枠組み自体が用意されているのであれば、クローバックもそういう枠に乘せることはできると思います。その中でどういうあり方、どういうあり方というのは直接的には多分に実務的な問題なのだと思いますが、そういう契約の内容の性質や位置づけは、少し整理できる部分があればうれしいなと思って検討しているという状態で、でも何も出せていないというのが現状です。

○**後藤委員** 確かに、退職慰労金はちょっと異質だというのはご指摘のとおりかなと思いました。

○**森本理事長** 今、退職慰労金は、アメリカとの比較において日本的で特殊なのでちょっと別だというご議論のようでしたが、6ページの下の『「非違行為」をトリガーとするものが多い』という条項を日本人的に虚心坦懐に読むと、まさに退職金などを、報酬受益権に当てはめているように見えます。

例えば、公務員ですと、現職中に悪いことが発覚すると懲戒免職になって退職金はもらえません。やめてから、現職中に悪いことをしたことが判明すると、最近はクローバック的に後から返還しろという仕組みが拡充されています。何を言っているかという、現職中に非違行為がわかったら、当然もらえないよね、やめて、もらってから非違行為がわかったら返還させる、すごくシンプルに考えるとそういう風に見えます。

非違行為も、アメリカだと業績連動型の報酬がすごく多いので、短期的に業績をよくして、実はよくなかったというのが主たる対象なのでしょうけれども、日本の非違行為は、果たしてそれが主たる対象なのでしょうか。

例えば、川崎重工で裏金をつくって潜水艦のために贈賄しており、その後、

潜水艦の受注ができない、そういう、企業に損害を与えるような非違行為とか、あるいは談合とかが後から判明した場合、それが現職中にわかれば、当然いろいろなものが剥奪されていたけれども、もらってから露見したら取り戻す、日本的に読むとそのように見えるのですが、やはりアメリカに似たものと理解すべきなのではないでしょうかというのが私の質問です。

○尾崎報告者 クローバックは、ちらちらと見ているだけでも、人によってイメージしているものやイメージしている状況が大分違っています。したがって、クローバックという言葉で何か現象を捉えるというのは、そもそもあまり適切ではないかなと考えています。

○森本理事長 クローバックというのは返還と言っているだけですものね。

○尾崎報告者 ただ、1つは、アメリカのサーベンス・オクスリー法とかドッド・フランク法で言われているものが1つのクローバックの典型で、それ以外にもいろいろな場面があって、例えば業績連動報酬で業績要件を満たしていないから取り上げますとか返してもらいますとかも全部クローバックで、何でもかんでもクローバックになっていて、「クローバック」という言葉でくくるのはあまりいい状況ではないなと少し思っているところではあります。

現職中に発覚すれば、退職金だろうとほかの報酬だろうと払っていないけれども、後から発覚したから事後的に調整するということが自体は、別にあっていいと思います。今、業績連動とセットで言われているようなことを念頭に置いて話すことは、報告の中でも、さっき言われた中でも、あまりつながってはいません。そういうのは別にあっていいとは思いますが、それをどういう枠組みでやるかという問題です。退職金を払う、払わないというもの、裁量があるとはいえ、この場合は払うけれども、この場合は払わないと、そんなにきれいに事前に決まっているわけではないとすると、事後的に回収してもらおう場面でも、このときは返してもらおうけれども、このときは返してもらわないみたいに、そんなにきれいに書けるわけではないところがあると思うので、やはり同じように裁量の問題は出てきて、それをどれくらい尊重す

るのかしないのか、役員ではなく従業員の退職金を払う、払わないとかでも、どこまで裁量が認められるのかというのは争われるケースがあるので、経営者の報酬についても、そこは何らかの争いはあり得る、そこは少しでも検討する素材ができればなと思っていて、できていないというのが、繰り返しますが現状です。

そういう意味では、退職金は違うと言ったのは、アメリカでよく議論されているのとは違うということです。今おっしゃっていただいた意味では、私も最初に考えていたときに、不正があったから返してもらうというのは、退職金でもやっているのだから、ほかのタイプの報酬でも同じような話じゃないかと思いつつも、退職金のほうの会社法の議論が少し気になります。伝統的には金銭のような形で払うことを念頭に置いて、しかもかなり特殊な運用をしている、それを所与として論じると、とても不思議なことになるのではないかという雑駁な印象があります。

他方で、退職金は違うとは思っていますが、それを強調しても仕方がないというのは、今、ご指摘いただいて改めて考えると、そうなのかなと思っています。クローバック自体は、何でもかんでもいろいろなものを取り込めてしまうので、いろいろな場面を整理する中で考えなければいけないと思っています。財務報告の修正の場面とそうでない場面で、アメリカとの違いみたいな話もあるわけですが、クローバックと言われる現象をもうちょっとうまく切り分けないと、たぶん、議論としてはうまくできないものだなと改めて思いました。あまりお答えになっていませんが。

○宮下委員 尾崎先生、ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

きょうのご報告の主旨と必ずしも関連性が強くはないかもしれませんが、金融商品取引法の開示の観点からのご質問です。

レジュメの冒頭で触れられている点ですが、クローバックについての定めを設けた場合は会社法 361 条 7 項及び同施行規則 98 条の 5 第 8 号に必ず該当するのか、あるいは、あえて整理するとすればそれらの条項に該当するも

の、必ず該当するというわけではないのか、前提としてその点を確認させて頂ければと存じます。

その上で、金融商品取引法上の開示の取り扱いとしては、有価証券報告書の中で、企業内容等開示府令第2号様式記載上の注意(57)の規定で会社法361条7項の方針を定めている場合には記載することになっています。そこに当てはめて考えた場合、先ほどのお話で、クローバックに関して定めた場合、会社法361条7項に必ず該当しているということである場合は、有価証券報告書上もそれを必ず記載するという解釈になると思われます。逆に、会社法361条7項に該当しているかどうかは明確ではない、ものによるという話になる場合には、有価証券報告書上、記載するかどうかに関しては、金商法上の解釈問題であるということになると思われます。そして、有価証券報告書なので、投資家の投資判断にとって重要性があるかどうかという基準により、記載すべきものなのかどうかを判断するという話になるのかと思いました。

そこで、仮に、有価証券報告書に記載するかどうかは金商法の解釈問題であるとした場合に、投資家の投資判断的にクローバックの条項に重要性があるかないかはこういった判断になるのかということを少し考えていました。

きょうのご報告にもありましたが、クローバックの条項に関しても、実際にそれを行使するかどうかは会社で裁量があるパターンが多いとすると、その裁量の幅によるところもあるかもしれませんが、「何らかのトリガーに該当した場合には、クローバックすることがある」ということが、投資家の投資判断にとってどれほどの重要性があるのかということがちょっとわからないところがありました。そこで、クローバックの条項が、投資家の投資判断にとってこのような観点で重要性があるという解釈になるのか、あるいは必ずしもそうでもないのか、そのあたりの尾崎先生のお考えをお伺いできればと思いました。

もし、すべからく投資判断にとって重要性がある、有価証券報告書の記載

事項になるということだとすると、今度はその外縁というか、先ほど来、出てきているような退職慰労金に関する減額規定なども同じような趣旨の規定であるから、投資判断にとって重要性があるので有価証券報告書に記載すべき事項だという話になるのか、そのあたりも含めて、有価証券報告書の記載事項になるかどうかという観点で見た場合、投資判断にとっての重要性をどう考えたらよいか、お考えを伺えればと思いました。

○尾崎報告者 今、ご質問いただいた箇所については、よくわかりません。ただ、報酬パッケージ全体から考えると、クローバックで返してもらう場合があるとか、どういう場合に返してもらうというのは、一般的にはおそらく比較的細目的なことなのではないかという印象を持っています。返してもらうという場面の設定の仕方が、その報酬の特性をすごく強く決定づけるような具体的な何かがある場面というのはわからないし、そういう場面があれば別ですが、一般論としては、方針として、361条7項あるいは98条の5第8号で必ず拾われるべき事柄なのか、1号から7号まで列挙した後のその他ですから、そこに必ず入れないといけないのか、あまり具体的な何かを考えているわけではありませんが、そこに入る場面があるとか、入れたいというのは別に構わないけれども、必ず入るというのは、私はちょっと変ではないかという印象を持っています。

そうだとすると、それは常に有価証券報告書その他で開示されるべきものではないのではないか。実態として開示しているケースも多いのではないかと思います。必ずつつも、それでも、そんなに詳細な開示をしているようには見えません。必ず入れなければいけないものには当たらないと思いますが、投資家のほうでクローバックとかマルス等を入れるよう要求する声があるとか、あるいはそういう株主提案があるとかを見ると、投資判断にとって一定の意味があるように見えなくもありません。

クローバックが発動する場面は極めて限定的なのであれば、やはりこれは報酬パッケージ全体の中では細目的な、技術的なことではないかと思っています。そうだとすると、有価証券報告書で、サービスとして開示するのは別

にいいかと思いますが、今のクローバックに関しては、法令上、開示しなければいけないものだと私は思っておりません。あまり自信はないですし、会社法上のこれらの項目に当たるかどうか、あまり確たるものがないように見受けられるので、常に入れるというのはおかしいのではないかと今は思っています。

○宮下委員 あくまでも個々の内容に応じてその重要性を判断すべきではないかというお考えであると理解いたしました。

○齊藤委員 尾崎先生におかれましては、最新の状況と日本法を照らし合わせてご解説いただきましてありがとうございました。非常に雑駁な質問で恐縮ですが、2つご報告内容にかかる質問と、1つ意見と申しますか、このような考え方は成り立ち得るかという3つの点についてお伺いしたいと思います。

1点目ですが、アメリカにおいて財務諸表に関する場合とそうでない場合について、規律のあり方が異なり、前者についてはSEC等の規律があるという点に関して、です。たまたま、アメリカにおいて、連邦と州の権限分配上、SEC等が踏み込めるのはそこに限られるのであって、財務諸表にかかわるものか、そうでないかという線引きは、他の諸外国にも当然に妥当するようなものではないのかなと思ったのですが、そのような理解でよいでしょうか。

2点目は、これらの進展を受けて、日本法の現在の課題は何かということです。ガバナンス的な関心に関して、すなわち、どのようなクローバックのあり方、運用が望ましいかという問題の多くは実務に任せることができ、法制面で既に開示について一定の手当てがあるので、最低限のことはしているのではないかと思われました。むしろ、本日ご紹介いただいた裁判例などを拝見していて、日本における課題は、どちらかというと自主返納に頼らないエンフォースメントのあり方で、それについて、法律構成や契約条項のあり方をもっと議論していく必要があるのかなと感じた次第です。

金銭で渡したものを金銭で取り返すという部分については、現行法上も何

かしら方法はあるように思いますが、ストックオプションの場合に行使されてしまった後に取り戻すことは、いろいろ難しい問題があるように思います。新株予約権のままにとどまっていれば、きちんと条件として定めていれば、会社を取得する手続を進めればいいのですが、そのタイミングが間に合わずに行使されてしまった場合は、新株を無効にすることができるタイミングや条件は非常に限定的ですので、契約条項に沿った自己株式取得ができるような体制を整備しなければいけませんし、それが売却されて金銭になった場合には、その売却益を会社を取得するような仕組みが必要になるとと思いますが、それを支える法的な理屈がなかなか難しいのではないかと思います。それは契約の問題なのか、不当利得の問題なのか、あるいは自己株式の取得は特定のものが自己株式の取得になってしまうので、実際に現行法で事後的にできるのか。そういう問題があるように思いましたが、そういう課題の捉え方でよろしいでしょうか。つまり、現在の日本においては、どちらかというところエンフォースメントの部分が議論していくべきなのではないかと思いましたが、それでよいですかという質問です。

3点目は、新株予約権を既に行使されてしまった場合に多少なりとも取り戻す法理として、例えば全ての場合をカバーするわけではないのが、多くの場合、そのような株式なりストックオプションなりは、就任の条件に違反したものと、結果として無償で、または有利な条件で取締役等に付与されていることになるという理解をして、不公正な払込金額で株式等を引き受けた者の責任を類推適用するという可能性も考えられるのかなと思いました。そのような考え方がなりたち得るかについて、現時点で尾崎先生はどのようにお考えでしょうか。

○尾崎報告者 アメリカ法で、財務諸表について証券法や関係法で強行的な規定があって、そうでない場合は特にそういうものが入っていないというのは、連邦法と州法の関係で、連邦が手を出せるのはどこまでかという問題もちろんだらうとは思いますが。

ただ、サーベンス・オクスリー法については、おそらく財務報告、情報開

示の正確性の確保の手段の1つとして、ミスコンダクトがあったら CEO や CFO にお金を払わせるということをやっていると思います。それは開示規制の実効性確保という文脈に位置づけることができるのに対して、ドッド・フランク法のほうは、あまりよくわからない部分があります。株主との関係で、実は報酬をもらい過ぎていた、それを是正するという文脈なのだとすると、証券法的な側面がないわけではないが、むしろ会社法的な文脈なのかなと思います。そうだとすると、財務諸表とそうでない場合で違うのはそうなのですが、アメリカの議論が、州と連邦の関係とか、証券法と会社法の関係みたいな形で、そんなにきれいにすみ分けられているわけでもないのかなと思っています。

日本法の課題については、課題が何なのかもよくわからないまま何かを検討しなければいけないと思っているという状況なので、具体的にここが課題で、これをこうすればいいというのを何か持ち合わせているわけではありません。ただ、おっしゃるとおり、エンフォースメントのあり方はとても重要な問題です。契約条項をどうしていくかはもちろん重要なのですが、後でそういうクローバックを実際に実行したとか、あるいは実行しなかったときに、取締役の判断をどれくらい尊重してもらえるのかとか、場合によってはクローバックすべきではなかったとか、あるいはすべきだったという形で責任を追及されるのかとか、そういう問題もあります。契約条項をどうしていくかというのと同じように、その決定プロセスをどういうロジックで支えるのかという点の検討が必要なかなと思っています。

金銭の取り戻しも結構大変だと思いますが、おっしゃるように、エクイティ系のものの取り戻しはもっと難しい問題があるのではないかなというのはそのとおりだと思っています。金銭のほうは、場合によっては任務懈怠でもいいのかなと思いますが、株を取り戻すとかは、割り切るのが難しいからこそ、契約的な手当てが必要なかなと思っています。株を取り戻すことは、事前に合意できるのであれば、無償で取り戻してしまえばいい、無償取得だったら、自己株式に関する規制は、ある程度は抜けられる部分もあるのかもしれ

ません。もっと難しいものとしては、売却益とかも、いつの時点の金額でカウントするかというの也有ります。こういうのを全部処理するためには、やはり契約的な手当てしかないのかなと思っています。

株式の発行や新株予約権の発行段階の無償を捉えて、後で返してくれるべき場面で返してくれないから、あれは実は有利発行だったのだというのは、そういう議論をしていいのか、個人的にはかなり抵抗があります。そういう場面の処理が難しいからこそ、本当に処理したいなら契約でやるしかないのではないのでしょうか。どういう契約がいいのか、アイデアもないですけども、そういうのが、とりあえず今、思っているところです。

あまり考えがまとまっていないので、本当に契約に投げてしまっているのかという問題也有ります。ただ、報酬パッケージ全体で、どういう設計をするかという枠組の中で、こういう問題もあるならばケアしなければいけないという話なのかなと理解しています。

○齊藤委員 ありがとうございます。ドイツでは契約法理、すなわち違約罰という構成によるのか、不当利得法理でいくかについて、議論の蓄積があるようです。全面的に契約法理に依拠できないのは、ドイツでは、契約の内容規制が非常に厳しいので、違約罰として構成できないかもしれないという悩みもあるからで、仮に日本にこのような悩みはなく、契約で合意すればそれでよい、という考え方で解決できるのであれば、法律構成などについてあまり議論する必要はないのだろうと私も思っております。

○松井（智）委員 ご報告どうもありがとうございました。私が伺っておこうと思ったのは、とても雑駁な質問で申し訳ありませんが、5ページの一番下にあるクローバックの放棄を取締役会がどのような手続によって決定するかが、少し気になっております。

不正行為がないならば放棄する、すなわち取締役会決定のような手続きがあると思うのですが、この不正行為が、いつの時点のこういったものを、どうやって認定するのかが気になります。取締役の守秘義務および取締役が whistle-blower になるケースについて調べたことがあるのですが、取締役が

退任するときには、取締役会中に知った秘密を守秘義務で漏らさないと約定し、違反すると報酬が没収される、ただし特定の事由の場合には告発を認めると約定した例があったりします。そういった意味も込めて、取締役会はいつまでのどんな行為をどうやって認定して、不正行為のありなしを最終的に認定するのかということに少し興味があります。もしご存じのことがあれば教えていただければと思います。

○尾崎報告者 具体的な発動例を全然キャッチできていないので、どういう形で判断するのかは謎としかお答えできません。

今のご質問とは全然違う文脈で、先ほど報告の中でもちらっと触れた話ですが、1件、クローバックについて争いがあって、契約になっていないからクローバックできないと、すぐに切られてしまった事件がありました。その事件の場合は、クローバックを求められている役員が、ちょうど退職をするタイミングでした。そのときに、今までの分も含めて財務報告の修正が必要になったのだからクローバックしてくださいということがありました。そういう、責任追及をすることがある程度固まっているときであれば、これも一緒に含めてみたいなことは割とやりやすいのかなという気はしています。

ただ、一般論として、取締役会が、どういうタイミングで、どういう基準で不正を認定するのか、不正だと言うのか、それに基づいてクローバックを発動する、しないを判断するのか、実際に責任追及された事例をととても知りたいというのが現実です。どういう状況か全然把握できていないです。

○神作会長 ほかにいかがでしょうか。私からよろしいでしょうか。

もしかしたら実態の話になるので不明なのかもしれませんが、6ページの上のほうに、伝統的なクローバック条項と法律で強制されているクローバック条項をどうするか、別建てにするのか、統合するのかという話があります。実務では、統合する形が主流になっているのか、それとも通常クローバックは法律上のものと任意のものは別建てになっているのでしょうか。特にエンフォースメントとの関係で、強行的なものはエンフォースメントにもかなり気を使う、例えば株を付与する場合でしたら、少なくとも任務終了後〇年間

は譲渡させないことにした上で、さらに信託構成などを用いてどこかに預けさせておくとかすると、かなりエンフォースができると思います。このあたりは実態の話なので、なかなか情報がないかもしれませんが、もしご存じだったら教えていただければというのが1点目です。

2点目は、先の話かもしれませんが、非財務情報、とりわけ ESG 関連の数値や評価を報酬に反映するというものが出てきたときに、非財務情報について、虚偽記載とまで言えるのかどうか分かりませんが、明らかにミスリーディングな情報開示があったときも、財務情報についての虚偽記載と同じような話になるのでしょうか。非財務情報を報酬体系に取り込む会社もすでに存在していると思われますが、そのような会社は、ESG 関連情報などの非財務情報に基づく報酬について、クローバック条項はおかれているのか、どのような取り扱いになっているのでしょうか。

3点目は、私も中身をよく存じ上げずに、単に表面的なことしか知りませんが、2024年の英国のコーポレート・ガバナンス・コードの改定で、マルス情報、クローバック情報は、少なくとも上場会社は入れることが望ましいという規範を入れたのではないかと理解しています。これは財務情報という観点から、日本的に言えば金商法的な観点から入れられているのか、それとも会社法上の観点から、適正な報酬の確保という観点から入れられたのか。自分で調べれば良いことかもしれませんが、もしこの点について尾崎先生がご存知であれば教えてください。

○尾崎報告者 答えられないものばかりになりますけれども、既存のものと SEC 規則で要求されているものを統合するか、別々か、これはどちらもあるという説明のされ方をしているので、どちらがマジョリティかではなく、どちらもあるのかなと思います。ただ、統合しても別々にしてもたぶん同じで、統合してしまうと、この部分は裁量がない形で発動されるけれども、この部分は裁量がある形で発動する、しないを判断する、単純な書きぶりの問題だと思うので、内容として、実質としては同じようなことになっているのかなと思います。見たところ、とにかく SEC がこれをやれと言うから、今

までのものを捨てるのかということ、それはしません、それでは投資家や助言会社との関係で説明が付きませんという文脈だったので、おそらくこれはどちらかを選ぶというよりは書きやすいほうで書くということかなと思います。

クローバックについては、こういうのを入れなさいということももちろん規則で決めています、同時に開示もしなさいということで、会社のクローバック・ポリシーについて、いくつかの会社をちらちらと見たのですが、見ている限り、どれくらい詳細にするかは会社によってかなり違うところがあるので、開示を見てもどういう形で組んであるのかはよくわからない部分があります。そういう意味では、各会社はどういう形で対応していますかというの、開示のレベルでどうなっているか、まだ確認できておりません。

非財務情報のところは、そもそも困る話ですが、これは日本を想定していますか、アメリカを想定していますか。

○**神作会長** もしご存じであれば日米双方について教えていただけますでしょうか。

○**尾崎報告者** アメリカの場合は、少なくとも財務報告に関するものと定めているので、多分、強行法的な形では非財務は入らないのではないかという気がしていますが、ちゃんと確認していないのでよくわからないところがあります。

ただ、非財務情報をどういう形でカウントするかという問題はあるのですが、報酬計算の前提を誤っているという話だと考えるならば、財務情報の誤りの場合とある程度連続的に処理することはできるかなと思います。というのは、便宜上分けている財務とそうでないものの違いは、そうでないものは、不正や、何かの違反があったら報酬を減額するとか没収するという話です。非財務情報が誤っているというのは、非財務情報として何をとるかとか、どうカウントするかにもよりますが、それは報酬計算の前提が間違っているという話なのだと考えれば、財務情報と連続的に考えることができ、報酬計算の前提が違ったから、正しい前提で計算し直しましょうというストーリーなのか、

ある不正なことをやめさせる、やらせないために、後で報酬を没収する形で抑止をかけるというのは、ちょっと違う話だと思います。

非財務情報は財務情報ではないという処理をすると、財務情報の話と相入れない方向へ行きそうですが、報酬計算の前提だと考えれば、財務情報と同じように考えてよいし、むしろ考えるべきなのではないでしょうか。非財務情報を特に意図的にゆがめておいて、それで報酬が上がったからそのまま維持させる理由はないと思っています。

イギリスのガバナンス・コードは、ヨーロッパのことは調べないといけな
いと思いつつ、何ひとつ調べていないのでわかりませんが、ヨーロッパのほ
うでこういうものが出てきている背景の1つは、株主権利指令とかの文脈も
あるのだとすると、会社法的な文脈で入っているのではないかという推測は
しますが、全く自信はありません。

○萬澤委員 尾崎先生、本日は大変勉強になりました。誠にありがとうございます
でした。

先生のレジュメの2ページで、SOX 法のクローバックとドッド・フラン
ク法のクローバックについてご説明いただいて、その2つが随分異なるよう
に思ったのですが、ドッド・フランク法のクローバックは、SOX 法ではう
まくいかないから規定されたという理解でよろしいでしょうか。

すなわち、SOX 法のクローバックのほうは、SOX 法の制定前の会計スキャ
ンダルで会社のエグゼクティブが粉飾決算をしながら会社の株式を売却して
いたという、エグゼクティブが違法行為をしたことによってみずから不当な
利益を得ていたということがSOX 法制定時の調査で明らかになって、その
対策としてSOX 法のクローバックができた、ということで、レジュメの2
ページに書かれていたように制裁的な側面が強いと。すなわち、CEO や
CFO に限るけれども、その返還対象は修正が必要とされた会計報告がされ
たときから12カ月間に受け取ったボーナスや、ほかのインセンティブ報酬、
エクイティ報酬すべてで、仮に不実開示がなかったとしても、取得できたで
あろう報酬も含むという制裁的な意味合いが強いものになった。これに対し、

ドッド・フランク法は対象を広げて、CEO や CFO のみならず、元役員も含む全ての役員で、算定方法を変えて長くして3年にし、さらにクローバック条項を会社が採用しなければ上場廃止になるようにしたという点で、SOX 法のときよりも規制が厳しくなったように思いますが、他方で返還対象は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として、規制が弱まったようにも思います。このようなドッド・フランク法の規定は、SOX 法でうまくいかなかった点の修正という性質のものなののでしょうか。それとも、全く異なるポリシーに基づく規定になるのでしょうか。ドッド・フランク法のクローバック条項制定に至った議論や先生ご自身のお考えをお聞かせいただけたらと思います。

○尾崎報告者 ドッド・フランク法とサーベンス・オクスリー法、2つの関係は、ドッド・フランク法が制定される前後ぐらいに調べたときは、よくわからないところがありました。違うポリシーでつくられている部分はあるだろうと思いますが、サーベンス・オクスリー法がワークしているならこんなものはつくらないはずなので、ワークしていないというか、少なくとも十分にはワークしていないという前提でつくられていたのだらうと思います。

なぜ十分にワークしていないかという、いくつか理由があるようでして、1つは、サーベンス・オクスリー法は、結局 SEC がエンフォースするという形になっているので、それだと十分な訴訟なりアクションなりが起こらないのではないかと言われていました。また、ドッド・フランク法ができるちょっと前、サーベンス・オクスリー法の事件で裁判になって判決が出ているものがいくつかありますが、そのときに争われたのは、サーベンス・オクスリー法がどういう場面で使えるかという点であり、少なくともその時点で2007年～2010年ぐらにはクリアではなかった部分があります。

特に、会社がミスコンダクトしたことは要求しているけれども、CEO とか CFO の主観的要件が何か課せられているのか、課せられていないのかといった点はあまり明らかではありませんでした。一応、会社がミスコンダクトをやっている以上は追及していいのだという前提で、その後は割り切って

考えられていますが、少なくともドッド・フランク法ができるころは、裁判例も出ているのでそうなのだろうということはあるつつも、そこは必ずしもクリアではなかったという意味では、SOX 法自体の建て付けの問題と、解釈論上、運用上クリアではなかった問題と、SEC のリソース的に十分に摘発できていなかったかもしれない、そのあたりのことがあってドッド・フランク法はできているのかなと思います。もっとも、SOX 法を廃止してドッド・フランク法をつくったわけではなくて、一応、制度として両方併存する形なので、別に SOX 法がダメだと言っているわけではなく、違う観点で、違うアプローチで制度設計したという経緯かなと思います。ドッド・フランク法ができたときに、SOX 法と比較した論考はいくつかありましたが、そのときも SOX 法についてあまり活発に論じられていたわけではなかったのではないかという印象を持っているので、よくわからない部分は残ります。

○神作会長　ほかにご質問、ご意見等はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

では、予定の時間よりちょっと早いのですが、ご議論も尽きたということで、本日の研究会はこれにて終了したいと思います。尾崎先生には大変貴重なご報告をいただき、誠にありがとうございました。

次回の研究会は、議事次第に記載がございますように、12 月 29 日（月）、9 時から 11 時に開催させていただきます。ご報告は加藤貴仁先生でいらっしゃいます。加藤先生、大変お忙しいところ恐縮ですが、ご準備をよろしくお願いいたします。

それでは、以上をもちまして本日の研究会を終了いたします。お忙しいところご参加いただき、誠にありがとうございました。

役員報酬規制の近時の動向～クローバックについて

尾崎 悠一（東京都立大学）

1. はじめに

役員報酬のクローバックに対する関心

報酬の没収・返還に関する事項（マルス・クローバック）

現在の会社法・金商法

会社法 361 条 7 項「取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針として法務省令で定める事項」

施行規則 98 条の 5 第 8 号「前各号に掲げる事項のほか、取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する重要な事項」として、一定の事由が生じた場合に取締役の報酬等を返還させることとする場合におけるその事由の決定に関する方針等が考えられる（立案担当者）

エクイティ報酬に関して 361 条 1 項 3 号・5 号イ、施行規則 98 条の 2 第 2 号「一定の事由が生じたことを条件として当該募集株式を当該株式会社に無償で譲り渡すことを取締役에게 約させることとするときは、その旨及び当該一定の事由の概要」・3 号「前二号に掲げる事項のほか、取締役に対して当該募集株式を割り当てる条件を定めるときは、その条件の概要」、98 条の 4 第 1 項 2 号「一定の事由が生じたことを条件として当該募集株式を当該株式会社に無償で譲り渡すことを取締役에게 約させることとするときは、その旨及び当該一定の事由の概要」・3 号「前二号に掲げる事項のほか、取締役に対して当該募集株式と引換えにする払込みに充てるための金銭を交付する条件又は取締役에게 対して当該募集株式を割り当てる条件を定めるときは、その条件の概要」

開示府令（第 2 号様式記載上の注意（57）、第 3 号様式記載条の注意（38））において、報酬関係の開示事項としては明示的には要求されていないが、開示される例が多い

クローバック条項

トリガーを何とするか

クローバックの発動について会社側の裁量の有無

クローバックによりどのような責任を負わせるか

2. 米国における動向

基本的な問題意識は、財務諸表の誤りが判明した場合に、報酬の返還等を求めるもの

業績連動性の確保／財務報告についての不正を抑止／株主に対しての公正性の確保

- SOX 法（2002 年）におけるクローバック

サーベンス・オクスリー法 304 条

CEO・CFO について、SEC のエンフォースメントにより報酬を取り戻し

修正が必要とされた会計報告がされた時から 12 ヶ月間に受け取ったボーナス
や他のインセンティブ報酬、エクイティ報酬全て

不正行為（misconduct）の結果、財務報告の重大な違反を行い、財務報告の修正
を行う場合

制裁的な側面

- ドッドフランク法におけるクローバック

➤ ドッドフランク法 954 条

SEC 規則により、財務情報に基づくインセンティブ報酬（incentive-based compensation）に関する発行者のポリシーを証券法に基づいて開示すること、
財務報告の要件の重大な違反により会計の修正をしなければならない場合、
インセンティブ報酬を受領した役員（元役員を含む）から修正を必要とする日
に先立つ 3 年間に与えられた役員報酬について、修正された（正しい）財務
報告に基づいて当該役員に支払われるはずであった額を超える額（excess）
を回収することを要求

→これらを満たさない発行者の上場を証券取引所が禁止

SOX 法と比較すると（不当な）利益の掃き出しの性質

規則制定に向けての論点

クローバックの対象とされるべきインセンティブ報酬の範囲

incentive-based compensation (including stock options awarded as compensation)

クローバックが発動されるべき財務修正の範囲

an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws

「当該役員に支払われるはずであった額を超える額」

in excess of what would have been paid to the executive officer under the accounting restatement

会社（取締役会）の裁量でクローバックのエンフォースを見送ることを認めてよいか

➤ Rule 10D-1¹

クローバックの対象

・ インセンティブ・ベースの報酬

any compensation that is granted, earned, or vested based wholly or in part upon the attainment of a financial reporting measure
全面的、または、部分的に財務報告指標の達成を条件として与えられる報酬

財務報告指標（financial reporting measures）とは、発行者が財務諸表を作成する際に用いられる使用される会計原則に従って決定され表示される指標、及びそのような指標に全面的にまたは部分的に由来する指標（株価や株主総利回り〔Total Shareholder Return〕が財務報告指標に含まれることを明示）

プリンシプル・ベースの定義

含まれないもの

俸給（salaries）

財務報告指標の業績要件を満たすことにより決定されるボーナス
プール以外から支払われるボーナス

財務報告指標の業績目標の達成に条件づけられることなく与えられるエクイティ報酬（据置期間のみを定めるタイプのエクイティ報酬等）

会社が「支払った」といえるか？

ドッド・フランク法制定時には、報酬として得た株式を売却して得た額を「会社」が「支払った」と評価できるか疑問の余地が示されていた

→SEC 規則はこれらについても報酬として考慮

¹ SEC 規則制定を受けた証券取引所の規則改正について柴田寛子「米国におけるクローバック新規制の施行」(https://www.nishimura.com/sites/default/files/newsletters/file/corporate_231002_ja.pdf)

- ・トリガーとなる修正

in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, including any required accounting restatement to correct an error in previously issued financial statements that is material to the previously issued financial statements, or that would result in a material misstatement if the error were corrected in the current period or left uncorrected in the current period.

過去の財務報告にとって重要な誤りの修正に限定されない（当期に修正され、あるいは修正されない場合に重大な虚偽表示をもたらすものを含む）

- ・回復の対象となるインセンティブ報酬の額

修正された数字に基づいて決定されていた場合に受領したであろう額を超える報酬額

支払った税金を考慮しないものとすることが明示

株価または株主総利回りが財務報告指標に含まれる場合

財務報告の修正における情報から直接的に金額を算出することができないので、修正の影響を合理的に推定 (reasonable estimate) して返還額を計算

- ・クローバックについての裁量

クローバックを実行しないことが許される場合

=独立性のある報酬委員会（それがいない場合は、独立取締役の過半数）がクローバックの実行が不可能 (impracticable) であると判断した場合

①クローバック・ポリシーのエンフォースのために第三者に支払う直接の費用が、回収される金額を超える

②クローバックの実行が2022年11月28日以前の本国法に違反すること

③クローバックの実行により発行者の従業員に広く利用可能な税制適格退職年金の法令上の要件を満たさなくなる可能性が高いこと

- ・クローバックについての実行

SEC は、10D 条を、修正についての過失 (fault) や責任にかかわらず

クローバックを実行することを要求するものと理解

クローバックの実行方法（回収方法）については、取締役会に裁量
具体的な手法については定めがなく、速やかに実行することのみを
要求

～適切なリカバリーの方法は、発行者によって、報酬アレンジメン
トのタイプによって異なるため

リカバリーを容易にする報酬設計として支払いの繰延

➤ ドッドフランク法・SEC 規則に対する批判

対象となる報酬の限定性

財務報告指標の業績目標の達成に条件づけられることなく与えられるエ
クイティ報酬についても、虚偽の財務報告により株価が上昇している状態
で付与され売却した場合には、その売却額が excess としてクローバック
の対象となるべきではないか？

トリガー

SEC の当初提案では、過去の財務報告にとって重要な誤りの修正に限定
していたところ、最終提案ではトリガーを拡大

報酬内容への法的介入

ドッドフランク法制定以前から会社が任意的にクローバック条項を導入
している例

もっぱら財務報告の修正をトリガーとするサーベンス・オクスリー法
やドッドフランク法と異なり、クローバック条項は一般的にそのような
ものであるとは限らない

クローバックの対象となる報酬も incentive-based compensation に限
定されない

クローバックの発動について、取締役会の裁量を認めるものが多数²

² S&P500 社における任意的なクローバック条項の実態調査を行った Jesse Fried and Nitzan Shilon, *Excess-Pay Clawbacks*, 36 J. CORP. L. 721(2011)によると、クローバック条項を設けているのが、225 社あり、そのうち、取締役会がその裁量によりクローバックを放棄することを認めるのが 81% (225 社中 182 社)、役員に不正行為がないと取締役会が認定した場合にはクローバックはできないとするのが 68% (225 社中 154 社) であり、取締役会が不正行為を認定した場合にはクローバックを義務づけるのはわずか 9% 弱 (485 社中 43 社) にすぎない。不正行為の有無にかかわらず excess pay をクローバックすることを義務づけるのは 2% (485 社中 6 社) にも満たない。

→ドッドフランク法はクローバックの内容に介入するものであり、報酬契約を歪めかねない

すでにクローバックポリシーを有する企業における対応

機関投資家や議決権行使助言会社への対応として、既存のより広範なクローバックを維持する傾向

→既存のものとは別個のものとして SEC 規則に適合するものを導入するか、既存のものと SEC 規則に適合するものを統合

SEC 規則を超える既存のクローバックについては取締役会の裁量も維持

➤ クローバックの目的と SEC の権限

SOX 法は、財務報告の正確性確保の補強（不正の抑止）が目的？

ドッドフランク法の議会審議では、事後の不当な利欲(ex post unjust enrichment)

他の議論としては、役員が短期的利益に資するが長期的には会社を害するようリスクの高い意思決定をすることを抑止

SEC により開催された Executive Compensation Roundtable（2025.6.26）では、開示の見直しが主要な検討事項

Uyeda 委員の発言では、SEC の権限は開示に関するもののみであり、十分な情報に基づく投資判断・議決権行使判断に重要な情報の提供が規制目的であることが強調

3. わが国におけるクローバック

- クローバックの拡大

クローバックについて開示（有価証券報告書／臨時報告書）する企業が拡大

トリガーとしては、「非違行為」をトリガーとするものが多いよう

「取締役又は執行役等に重大な不正・違反行為等が発生した場合、報酬委員会の審議を経て、当該取締役、執行役等に対し、報酬受益権の没収（マルス）又は報酬の返還（クローバック）を請求する場合があります」

「退任する役員に長期の企業価値向上に反する行為（次のいずれかに該当）があった場合は、確定した交付ポイントの一部又は全部を返還

(1) 不祥事等により取締役会が付与済ポイントを失効させることが適当と判断した者

(2) 会社法に定める取締役の欠格事由に該当することとなったことにより取締役会が付与済ポイントを失効させることが適当と判断した者

(3) その他上記(1) 又は(2) に準ずると取締役会が判断した者」

「当社は、取締役に対して付与される譲渡制限付株式ユニット及びパフォーマンス・シェア・ユニットを対象に、報酬の返還条項（マルス・クロールバック条項）を設けております。当社の取締役（退任した者を含む）について不正な行為等が生じ、またはその事実が明らかになった場合には、株式交付前のポイント、交付済みの譲渡制限付株式及び譲渡制限解除後の株式の一部または全部について、返還請求等を行うことができます。返還請求等の決定及びその内容は、報酬諮問委員会での審議を経て取締役会決議により決定されるものとします。」

- クロールバックの手法

財務報告の修正の場合

任務懈怠責任や不当利得返還請求等による対応の可能性

より広げて、業績連動型報酬を算定する前提に誤りがあったとする場合には、不当利得等での対応可能性に問題がありうる

返還の対象の定め方には課題

不正行為等の際に、役員に企業価値向上に反する行為があった場合、支給額の減額等を定める条項

従来は、役員報酬の一部自主返上等で対応？

トリガーやクロールバックの内容（額・方法）について、取締役会（報酬委員会）に裁量

→不正の抑止の観点から設計

報酬額の“事後的調整”に関する会社法上の問題

金銭報酬を念頭に、会社が一方的に報酬額を変更することは許されないとするのが判例（最判平成4年12月18日民集46巻9号3006頁）

→クロールバックについて、報酬契約の内容とする必要³⁴

³ 米国において、Hertz Corp. et al. v. Frissora et al., No. 19-cv-8927, 2023 WL 4173031 (D. N. J. June 26, 2023)では、取締役会がクロールバックポリシーを決定していたが、CEO との契約内容となっていなかったとして、会社によるCEO に対するクロールバックの請求を棄却。

⁴ 取締役の退職慰労金の支給決定後に、支給決定後の事由を理由に退職慰労金の減額または不支給を可能にするためには、事後的な減額又は不支給の決定が、いつまで、どのような手続により可能となるのかといった点も含めて内規等で明確に規定しておくべきであると判示するものとして、東京地判令和6年10月10日金商1713号10頁。

報酬契約の一部と見る見方が必然的なのかは検討の余地？

- クローバックの実行における会社法上の問題

- 最判令和6年7月8日民集78巻3号839頁

退職慰労金について、内規に従って決定することを取締役会に一任する旨の株主総会決議→内規の定める基準額（3億7720万円）から減額した退職慰労金（5700万円）を支給する旨の取締役会による支給決定について、取締役の善管注意義務違反が問題となった事例

「在任中特に重大な損害を与えたもの」に対し、基準額を減額できることができる旨の内規の定め（「本件減額規定」。減額の範囲ないし限度についての定めはない）

退任取締役について、複数の問題行為（①社内規程所定の上限額を超過する額の宿泊費等の受領、報酬額の増額等、②交際費の過剰支出、海外旅費規程を超過する出張支度金の支出、③文化芸術活動の支援事業等費用の支出）

調査委員会報告書を受けて取締役会が基準額から損害額の全部または相当部分を控除して退職金額を決定

最高裁は、取締役会の裁量を尊重

本件減額規定の理解

決定の性質

株主総会における説明

退職慰労金支給内規における減額条項は古くから存在

～クローバック・マリスという捉え方が適切かは疑問の余地があるが、実質的にはそのように捉えることが可能

クローバック条項

取締役会（または報酬委員会等）に条項の発動に関する裁量がある設計

裁量の尊重がなされるのか？裁量をめぐって派生紛争の可能性

- 東京地判令和5年12月7日資料版商事法務483号155頁

取引推奨行為により刑事処分を受けた取締役が、取締役会等に対して当該違法行為について報告をしないまま、取締役を退任し、翌日、ストックオプションを行使して、16万5200円を払込み、2億9719万4800円相当の株式を取得。

新株予約権発行要項第 8 項第 1 号では、「新株予約権者が、会社法 331 条 1 項 3 号又は 4 号に該当した場合、重大な法令違反を犯した場合、故意又は重大な過失により X の方針に反する行為をした場合、X の重要な機密を漏らした場合、X の信用を毀損した場合、もしくは X に多大な損害を与える行為をした場合は、X は当該新株予約権者が有する新株予約権全部を無償で取得する。」との条項

会社による任務懈怠責任の追及

違法行為が終了した日以降、取締役を退任した日までの間、取締役としての善管注意義務ないし忠実義務に基づき、取締役会に対し、自らは違法行為をした事実を報告すべき義務を負っていたところ、報告しなかったことが任務懈怠

当該違法行為が 8 条 1 号の「重大な法令違反」に該当し、会社は、同号に基づき各ストックオプション全部を無償で取得することができるものであったとした上で、退任日におけるストックオプションの評価額相当の損害が会社に発生したものと認定し、ストックオプション権利行使時に株式報酬費用を会社が計上したことに伴う法人税の節税効果分を損益相殺

任務懈怠構成の問題点

「報告義務」違反という構成は迂遠

「損害額」の認定の難しさ

→無償取得は、役員にストックオプションに関する利得を得させないことが目的だとすると、会社の「損害」の枠組みで論ずることは難しいのではないか？

東京地判令和 5 年判決では何らかの理由で取締役がストックオプションの行使・株式処分で得た利益の全額の賠償を認めるのは酷であるという考慮が働いたのではないかと指摘

ストックオプションを“取り上げる”ことができないのであれば、クローバックで調整する方が適切では？

クローバックのトリガー自体は無償取得と重なってよいが、クローバックの手法をどう設計するか

金銭的に解決するのであれば、金額をどのように設計するのか

(資料)

サーベンス・オクスリー法 304 条

SEC. 304. FORFEITURE OF CERTAIN BONUSES AND PROFITS.

(a) **ADDITIONAL COMPENSATION PRIOR TO NONCOMPLIANCE WITH COMMISSION FINANCIAL REPORTING REQUIREMENTS**—If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for—

- (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and
- (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period.

(b) **COMMISSION EXEMPTION AUTHORITY**

The Commission may exempt any person from the application of subsection (a), as it deems necessary and appropriate.

ドッド・フランク法 954 条

SEC. 10D RECOVERY OF ERRONEOUSLY AWARDED COMPENSATION POLICY.

(a) **LISTING STANDARDS**.—The Commission shall, by rule, direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that does not comply with the requirements of this section.

(b) **RECOVERY OF FUNDS**.—The rules of the Commission under subsection (a) shall require each issuer to develop and implement a policy providing—

- (1) for disclosure of the policy of the issuer on incentive-based compensation that is based on financial information re-quired to be reported under the securities laws; and
- (2) that, in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive-based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data, in excess of what would have been paid

to the executive officer under the accounting restatement.

SEC 規則

§ 240.10D-1 Listing standards relating to recovery of erroneously awarded compensation.

(a) Each national securities exchange registered pursuant to section 6 of the Act (15 U.S.C. 78f) and each national securities association registered pursuant to section 15A of the Act (15 U.S.C. 78o-3), to the extent such national securities exchange or association lists securities, must:

(1) In accordance with the provisions of this section, prohibit the initial or continued listing of any security of an issuer that is not in compliance with the requirements of any portion of this section;

(2) No later than February 27, 2023, propose rules or rule amendments that comply with this section. Such rules or rule amendments that comply with this section must be effective no later than one year after November 28, 2022;

(3) Require that each listed issuer:

(i) Adopt the recovery policy required by this section no later than 60 days following the effective date of the listing standard referenced in paragraph (a)(2) of this section to which the issuer is subject;

(ii) Comply with that recovery policy for all incentive-based compensation received (as defined in paragraph (d) of this section) by executive officers on or after the effective date of the applicable listing standard;

(iii) Provide the disclosures required by this section and in the applicable Commission filings required on or after the effective date of the listing standard referenced in paragraph (a)(2) of this section to which the issuer is subject.

(b) **Recovery of Erroneously Awarded Compensation.** The issuer must:

(1) Adopt and comply with a written policy providing that the issuer will recover reasonably promptly the amount of erroneously awarded incentive-based compensation in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, including any required accounting restatement to correct an error in previously issued financial statements that is material to the previously issued financial statements, or that would result in a material misstatement if the error were corrected in the current period or left uncorrected in the current period.

(i) The issuer's recovery policy must apply to all incentive-based compensation received by a person:

(A) After beginning service as an executive officer;

(B) Who served as an executive officer at any time during the performance period for that incentive-based compensation;

(C) While the issuer has a class of securities listed on a national securities exchange or a national securities association; and

(D) During the three completed fiscal years immediately preceding the date that the issuer is required to prepare an accounting restatement as described in paragraph (b)(1) of this section. In addition to these last three completed fiscal years, the recovery policy must apply to any transition period (that results from a change in the issuer's fiscal year) within or immediately following those three completed fiscal years. However, a transition period between the last day of the issuer's previous fiscal year end and the first day of its new fiscal year that comprises a period of nine to 12 months would be deemed a completed fiscal year. An issuer's obligation to recover erroneously awarded compensation is not dependent on if or when the restated financial statements are filed.

(ii) For purposes of determining the relevant recovery period, the date that an issuer is required to prepare an accounting restatement as described in paragraph (b)(1) of this section is the earlier to occur of:

(A) The date the issuer's board of directors, a committee of the board of directors, or the officer or officers of the issuer authorized to take such action if board action is not required, concludes, or reasonably should have concluded, that the issuer is required to prepare an accounting restatement as described in paragraph (b)(1) of this section; or

(B) The date a court, regulator, or other legally authorized body directs the issuer to prepare an accounting restatement as described in paragraph (b)(1) of this section.

(iii) The amount of incentive-based compensation that must be subject to the issuer's recovery policy ("erroneously awarded compensation") is the amount of incentive-based compensation received that exceeds the amount of incentive-based compensation that otherwise would have been received had it been determined based on the restated amounts, and must be computed without regard to any taxes paid. For incentive-based compensation based on stock price or total shareholder return, where the amount of erroneously awarded compensation is not subject to mathematical recalculation directly from the information in an accounting restatement:

(A) The amount must be based on a reasonable estimate of the effect of the accounting restatement on the stock price or total shareholder return upon which the incentive-based compensation was received; and

(B) The issuer must maintain documentation of the determination of that reasonable

estimate and provide such documentation to the exchange or association.

(iv) The issuer must recover erroneously awarded compensation in compliance with its recovery policy except to the extent that the conditions of paragraphs (b)(1)(iv)(A), (B), or (C) of this section are met, and the issuer's committee of independent directors responsible for executive compensation decisions, or in the absence of such a committee, a majority of the independent directors serving on the board, has made a determination that recovery would be impracticable.

(A) The direct expense paid to a third party to assist in enforcing the policy would exceed the amount to be recovered. Before concluding that it would be impracticable to recover any amount of erroneously awarded compensation based on expense of enforcement, the issuer must make a reasonable attempt to recover such erroneously awarded compensation, document such reasonable attempt(s) to recover, and provide that documentation to the exchange or association.

(B) Recovery would violate home country law where that law was adopted prior to November 28, 2022. Before concluding that it would be impracticable to recover any amount of erroneously awarded compensation based on violation of home country law, the issuer must obtain an opinion of home country counsel, acceptable to the applicable national securities exchange or association, that recovery would result in such a violation, and must provide such opinion to the exchange or association.

(C) Recovery would likely cause an otherwise tax-qualified retirement plan, under which benefits are broadly available to employees of the registrant, to fail to meet the requirements of 26 U.S.C. 401(a)(13) or 26 U.S.C. 411(a) and regulations thereunder.

(v) The issuer is prohibited from indemnifying any executive officer or former executive officer against the loss of erroneously awarded compensation.

(2) File all disclosures with respect to such recovery policy in accordance with the requirements of the Federal securities laws, including the disclosure required by the applicable Commission filings.

(c) **General Exemptions.** The requirements of this section do not apply to the listing of:

(1) A security futures product cleared by a clearing agency that is registered pursuant to section 17A of the Act (15 U.S.C. 78q-1) or that is exempt from the registration requirements of section 17A(b)(7)(A) (15 U.S.C. 78q-1(b)(7)(A));

(2) A standardized option, as defined in 17 CFR 240.9b-1(a)(4), issued by a clearing agency that is registered pursuant to section 17A of the Act (15 U.S.C. 78q-1)

(3) Any security issued by a unit investment trust, as defined in 15 U.S.C. 80a-4(2);

(4) Any security issued by a management company, as defined in 15 U.S.C. 80a-4(3), that

is registered under section 8 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8), if such management company has not awarded incentive-based compensation to any executive officer of the company in any of the last three fiscal years, or in the case of a company that has been listed for less than three fiscal years, since the listing of the company.

(d) **Definitions.** Unless the context otherwise requires, the following definitions apply for purposes of this section:

Executive Officer. An executive officer is the issuer's president, principal financial officer, principal accounting officer (or if there is no such accounting officer, the controller), any vice-president of the issuer in charge of a principal business unit, division, or function (such as sales, administration, or finance), any other officer who performs a policy-making function, or any other person who performs similar policy-making functions for the issuer. Executive officers of the issuer's parent(s) or subsidiaries are deemed executive officers of the issuer if they perform such policy making functions for the issuer. In addition, when the issuer is a limited partnership, officers or employees of the general partner(s) who perform policy-making functions for the limited partnership are deemed officers of the limited partnership. When the issuer is a trust, officers, or employees of the trustee(s) who perform policy-making functions for the trust are deemed officers of the trust. Policy-making function is not intended to include policy-making functions that are not significant. Identification of an executive officer for purposes of this section would include at a minimum executive officers identified pursuant to 17 CFR 229.401(b).

Financial reporting measures. Financial reporting measures are measures that are determined and presented in accordance with the accounting principles used in preparing the issuer's financial statements, and any measures that are derived wholly or in part from such measures. Stock price and total shareholder return are also financial reporting measures. A financial reporting measure need not be presented within the financial statements or included in a filing with the Commission.

Incentive-based compensation. Incentive-based compensation is any compensation that is granted, earned, or vested based wholly or in part upon the attainment of a financial reporting measure.

Received. Incentive-based compensation is deemed received in the issuer's fiscal period during which the financial reporting measure specified in the incentive-based compensation award is attained, even if the payment or grant of the incentive-based compensation occurs after the end of that period.

金融商品取引法研究会名簿

(令和7年9月24日現在)

会	長	神	作	裕	之	学習院大学法学部教授
委	員	飯	田	秀	総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		大	崎	貞	和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃		尾	崎	悠	一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃		加	藤	貴	仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		河	村	賢	治	立教大学法学部教授
〃		小	出		篤	早稲田大学法学部教授
〃		後	藤		元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		齊	藤	真	紀	京都大学法学研究科教授
〃		武	井	一	浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃		中	東	正	文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃		松	井	智	予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		松	井	秀	征	立教大学法学部教授
〃		松	尾	健	一	京都大学法学研究科教授
〃		松	元	暢	子	慶應義塾大学法学部教授
〃		萬	澤	陽	子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃		宮	下		央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃		行	岡	睦	彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
オブザーバー		三	井	秀	範	預金保険機構理事長
〃		齊	藤	将	彦	金融庁企画市場局市場課長
〃		坂	本	岳	士	野村証券法務部長
〃		大	門		健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃		横	田	明	彦	SMB C日興証券法務部長
〃		安	藤	崇	明	みずほ証券法務部長
〃		窪		久	子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃		松	本	昌	男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃		森	本	健	一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃		坪	倉	明	生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃		塚	崎	由	寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所		森	本		学	日本証券経済研究所理事長
〃		高	木		隆	日本証券経済研究所常務理事
〃 (幹事)		高		逸	薫	日本証券経済研究所研究員
〃 (幹事)		永	田	裕	貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
—「新規な説明義務」を中心として—」
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015 年 3 月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015 年 5 月
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015 年 7 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015 年 8 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015 年 10 月
—流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016 年 3 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016 年 5 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016 年 9 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017 年 1 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017 年 3 月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser） 2017 年 5 月
の負う信託義務」
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018 年 2 月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018 年 3 月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018 年 6 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018 年 8 月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019 年 3 月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019 年 5 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019 年 7 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用 2020 年 2 月
—デラウェア州会社法改正などを参考として—
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020 年 5 月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言業に係る規制 ―ドイツ法との比較を中心として―」 2021 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性
―近時の裁判例の提起する問題―」 2021 年 12 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024 年 3 月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第 84 号「資産運用業規制―業務委託に係る規制の見直し―」 2024 年 5 月
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授
- 第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年 6 月
報告者 齊藤真紀 京都大学法学研究科教授
- 第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」 2024 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」 2024 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」 2024 年 12 月
報告者 松井智予 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について 2025 年 2 月
ーリサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」
報告者 行岡睦彦 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 90 号「株式分割と資本市場 2025 年 2 月
ーなぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのかー」
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 91 号「財務報告に係る内部統制基準・実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月
報告者 小出 篤 早稲田大学法学部教授
- 第 92 号「米国における開示情報の信頼性確保のための制度 2025 年 12 月
ー内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメントー」
報告者 萬澤陽子 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 93 号

役員報酬規制についての近時の動向

令和 7 年 12 月 12 日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027

電話 03（6225）2326 代表

URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-712-6 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）