

### ストック・オプション：諸外国の実態と問題点

XU, Peng / 胥, 鹏

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

65

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

233

(終了ページ / End Page)

248

(発行年 / Year)

1997-09-30

【研究ノート】

# ストック・オプション：諸外国の 実態と問題点

胥 鵬

## 1. はじめに

1997年5月16日に、議員立法によってストック・オプション制度を導入する商法の一部改正に関する法律が参議院本会議で可決・成立した。この法律改正によって、日本の会社が自己株式と新株引受権の方式で、取締役・従業員に対して、予め定められた価格で一定の期間内に自社の株式を購入する権利を付与することができるようになった。株主総会が集中する6月27日に、33社の上場、店頭公開会社がストック・オプションの導入を決議した。

ストック・オプションは、70年代以降英米で普及し、最近日本とドイツでも導入された。日本では、ストック・オプションが導入されなかった時も取締役就任の時社内融資で自社株を購入する習慣があった。ちなみに、取締役の持株も情報開示の対象となる。ただし、実質的な強制力の有無（たとえば、内部規定の有無）及び実施会社の範囲等に関しては不明である。また、ソニーなどの会社が株式引受権付き債権の新株引受権という擬似ストック・オプションをインセンティブ・ペイとして取締役に付与したことも挙げられる。

日本のストック・オプション制度について、法律・会計学上の問題がす

でに数多く指摘されているので、この論文では経済学の理論と実証分析から、取締役の業績連動型インセンティブ報酬としての問題点、ストック・オプションの付与に伴うインサイダー取引の可能性と論争及び英米における中立的な取締役からなる給与委員会制度について、諸外国の実態を紹介し、今後のインセンティブ報酬制度を改善する立法のための参考に資したい。

## 2. 日本の商法と役員報酬規制

日本の商法では、取締役の報酬は、定款でその額を定めるか株主総会の普通決議で決定する（二六九条）。また、計算規四七条の十一項は、取締役に支払った報酬及び監査役に支払った報酬の額を付属明細表に記載しなければならない旨の情報開示を要求する。このように、日本の会社法における取締役の報酬に関する規定は、一応エージェンシー理論に則る。通常、定款で定めるのが不便なので、取締役全員に対する報酬総額の上限を株主総会決議で承認する<sup>(1)</sup>。一度承認された決議は、決定した額を変更するまで有効とされる。

法人税法においては、定期的に支払われる狭義の役員報酬<sup>(2)</sup>と役員退職金は、損金に算入することが認められている。役員賞与を削減して狭義の役員報酬に振り替えることを防ぐために、過大役員報酬の損金不算入ルールが設けられている。判断基準として、同業種類似規模法人の役員報酬が用いられる。また、株主総会の決議で定めた限度額を超えた場合も損金算入が認められない。

経済学では、役員の狭義の報酬（定期給与）は、内部労働市場におけるトーナメント競争によって決定される。具体的には、企業規模が大きければ大きいほど、トーナメント競争が激しくなるため、トーナメント競争を勝ち抜いたものに対する褒美としての役員報酬も高くなる。橋木等（1995）と胥（1996）によると、日本企業における役員報酬の決定は、トーナメント競争仮説に合致する。

役員賞与は、税法上定期的に支払われる狭義の報酬と違って、利益処分の一部であるため、損金算入が認められていない。会社法において、多数説・判例は、利益処分が株主総会の決議事項であるため、利益処分の一形態の役員賞与は会社にもたらした報奨金として、二六九条の規制対象となる報酬ではないとする<sup>(5)</sup>。一方、取締役の業務執行の対価であるかぎり、役員賞与は税法上の扱いに関係なく報酬であり、取締役の報酬に関する議決に代えて利益処分に関する議決で決定されるに過ぎないという少数説もある。

経済学においては、エージェンシー理論<sup>(4)</sup>によると、委任者と受任者はあらかじめ、立証可能な変数に依存する金銭の支払いを定める。取締役報酬契約は、事前に株主と取締役の間に交わされ（株主総会決議による承認）、事後の執行は取締役会に委任すべきである。この観点から、役員賞与は事前契約に基づいた歩合給に過ぎず、当然報酬に含まれる。でなければ、事後に株主は利益の一部を報奨金として取締役に支払うインセンティブがどこにあるのか。

日本の公開会社は、損金として認められていない<sup>(5)</sup>にもかかわらず、役員賞与が実施されてきた。胥（1996）によると、日本企業における役員賞与は、一種の配当ユニットであり、配当が5円未満のときに全額カットされ、その金額は役員現金報酬の30%を占める。また、多くの場合は、役員賞与に関する内部規定が設けられている。

退職慰労金については、法学上、通説・判例は取締役の報酬に含まれるとする。一方、退職したものに支払われるためお手盛りの弊害がないので、取締役の報酬に入らないという少数説もある<sup>(6)</sup>。実務上、ほとんどの会社は株主総会で具体的金額と支払方法は取締役会に一任する旨の決議がなされる。参考書類規則第三条第六項では、商法特例法上の大会社について、一定の基準に従い退職慰労金の額の決定を取締役に一任する場合は、その基準の内容を記載するかまたは本店に備えおいて株主の閲覧に供しなければならないと規定する。実際の開示については、山田（1997）が詳しい。

退職慰労金は、取締役としての在職期間及び取締役としての地位（会長、社長、専務、常務）に応じて算定されることが多い<sup>(7)</sup>。このことから、退職慰労金は長期インセンティブ・ペイの一種だと考えられる。

これまでの役員報酬に関する会社法上の議論の中心は、“お手盛り防止”である。個別役員に支払う金額ではなく、取締役全員に支払う総額の上限を定める総会決議でいいとする判例もこれを反映したものである。このように、商法上の取締役の報酬に関する規定も、事前に結ばれた契約、すなわち、インセンティブ報酬を含む取締役の報酬の算定基準よりも、事後に取締役に支払われる“額”を重視するのである<sup>(8)</sup>。したがって、取締役の報酬の算定基準で取締役にインセンティブを与えるというエージェンシー理論の発想は、ストック・オプション制度が導入される以前、日本の商法に少なくとも明確には盛り込まれなかったのである。従来の取締役の報酬に関する商法規定の下で、株主総会決議で、額ではなく、業績連動型インセンティブ報酬の算定基準を承認したとしても、どこまで効力を有するかは商法解釈上の大きな論争になるであろう<sup>(9)</sup>。委任契約とインセンティブの観点から、立法論上事後の個人別支給額ではなく、定期給与、役員賞とおよび退職慰労金及びストック・オプション以外の業績連動型インセンティブ報酬の算定基準は、株主総会で承認し、投資家に開示することに明確な法的根拠を与えることを検討しなければならない。

### 3. 日本のストック・オプション制度

今回の商法改正後、二百十条ノ二一項により、会社は取締役または使用人に対して株式を譲渡するために、発行済株式総数の10%を超えない範囲内において、自己株式を取得することができる。二百十条二項三号は、取締役または使用人に株式を譲渡する理由を開示し、株式の譲渡を受ける取締役または使用人の氏名、譲渡する株式の種類・数・譲渡価額・権利行使期間・条件、譲渡するために取得する株式の種類、総数、取得総額につい

て、株主総会の決議を要すると定める。二百十条四項は、権利行使期間を株主総会決議日より10年以内とする。自社株の取得価額の総額は配当可能利益の範囲内でなければならない（二百十条三項）。自己株取得は、決議後最初の決算期に関する定時株主総会終結までに、市場買い付けと公開買い付け方式で行われなければならない（二百十条二項一号、二号）。権利付与も決議後最初の決算期に関する定時株主総会終結までに行われなければならない（二百十条十一項）。行使権利がなされず取締役または使用人に譲渡されなかった自己株式は、相当の期間内に処分しなければならない（二百十一条）。

二百八十条ノ十九では、取締役または使用人に新株引受権を付与する手続きが定められている。一項により、会社は定款に定める正当な理由があれば取締役または使用人に新株引受権を付与することができる。二項は、株主総会の特別決議で新株引受権を付与する取締役・使用人の氏名、その者に与える新株引受権の目的である株式の額面無額面の別、種類、数及び発行価額、権利行使期間、権利行使条件を定款に定めることを要するとする。数量は発行済み株式数の10%範囲内（三項）、権利行使期間は特別決議より10年以内（四項）、新株引受権の付与期間は特別決議より1年以内（六項）、と定められている。なお、商法改正に伴う関係法律、省令の改正については、保岡（1997）を参照せよ。

ストック・オプションを導入した議員立法は、はじめて日本の商法に事前契約によるインセンティブという発想を盛り込んだ意味で大きく進歩し、評価されるべきである。ただし、いくつかの問題点と懸念を取り上げたい。まず、株式方式が普通決議で十分であることに対して、新株引受権方式が特別決議を要することの理由は理解に苦しむ。森本（1997）でも同じ疑問が呈されている。株式方式にせよ、新株引受権方式にせよ、いずれも取締役に対する報酬であり、取締役の報酬が株主総会の決議で承認するという従来の法規定からも、株主総会の普通決議で十分なはずである。また、前述したように、実務上でも定款で取締役の報酬を定めることが不便なので、

株主総会普通決議でその総額の上限を承認する。したがって、新株引受権方式によるストック・オプションはせっかく導入されたのに活用しにくいであろう。また、自社株の取得期間を株主総会決議後最初の決算期に関する定時株主総会終結の時までと定めることは、株式方式によるストック・オプションの機動性を奪ってしまう。権利行使に備えて、自社株と株式新規発行を取締役に授権すべきである。

#### 4. ストック・オプションはインセンティブ報酬として 妥当なものか

ストック・オプションは業績連動型インセンティブ報酬として妥当かどうかという問題は森本（1997）で提起されている。株主がリスク中立的、経営者がリスク回避的、かつ、株主のモニタリングが完全であれば、経営者に定額報酬を支払うことは効率的なリスク・シェアリングである。しかしながら、株主のモニタリングが機能しない場合は、経営者に適切なインセンティブを与えるために、報酬契約で経営者に一定のリスクを負担させなければならない。たとえば、定期給与の一部にあたる使用人の賞与と違って、上場会社では1株当たり年間配当額が5円未満の時、年間所得の約3分の1を占める役員賞与がカットされるという筆者の分析結果（胥（1996））は、上述したエージェンシー理論と整合的である。

効率的なリスク・シェアリングとインセンティブは、表裏一体になる。これは経営者から一定の経営努力を引き出すと同時に、できるだけ経営者が負担するリスクを軽減しなければならないからである。そのために、経営者の努力水準、すなわち業績を最大に反映する尺度を選ばなければならない。ストック・オプションで用いられる経営者の業績尺度は、言うまでもなく公開会社の株価である。

株価には、金利などの経営者努力以外の株価に影響を及ぼすマクロ・ノイズが含まれる。たとえば、他の条件が一定であれば、利子率が半分に下

がれば、株価は2倍に上昇する。すると、株価からマクロ・ノイズを可能な限りフィルターした尺度、経済学では相対業績と呼ばれるもので取締役の報酬を決めなければならない。しかし、ストック・オプションの行使価格があらかじめ決められるため、相対業績でインセンティブ報酬を決定するために事後に行使価格を変化させることはできない。これは、ストック・オプションの従来の問題点である。

現に、90年以降、アメリカとイギリスでは、株価の回復によって、経営者は株式相場全体が低迷していた頃に付与されたストック・オプションを行使して、自社の経営業績の改善ではなく株式相場全体の好調で多額の報酬を手にし、批判を招いていた<sup>(10)</sup>。これに答えるために、イギリスとアメリカの一部の企業は、従来の単純なストック・オプション制度を改め、他企業との業績比較で自社株を与えるといった新しい仕組みを採用しはじめた。たとえば、ブリティッシュ・エアロスペース（BAe）社は、年間の株式投資収益率がフィナンシャル・タイムズ百種総合株価指数の対象百社の上位二十五位に入ればプールした自社株を100%もらえる。それ以下の場合、比率が低下、六十未満だと全くもらえない。フィナンシャル・タイムズ百種総合株価指数の対象百社のうち、二十九社が相対業績で役員報酬を決定する制度を導入した。米国の大手証券会社ソロモン・ブラザーズは会長の報酬を同業他社の株式投資収益率とリンクして決定する制度を導入した。

相対業績連動型インセンティブ報酬を導入するためには、何らかの方法で相対業績に照らして、行使価格を後決め方式でストック・オプションを導入する立法が必要である。具体的には、日経平均、同業同規模他社の株価と連動する行使価格で権利行使期間内に自社株を購入する権利を付与するなどである。ストック・オプションを導入した際に、諸外国の法律、会計、税制などの制度だけに目を奪われすぎて、結局、中途半端にアメリカの制度の一部を取り入れたことにとどまり、諸外国の制度を改善することを忘れていた。

また、部門別制会社の各部門が子会社として公開していなければ、株価はトップ経営者の業績尺度として妥当だが、各部門の経営者の業績尺度としては妥当ではない。この場合は、部門別の経営者のインセンティブ報酬を部門別の業績とリンクさせるべきである。これについては、森本(1997)で主張されているように、従来の商法二百六十九条における取締役の報酬の“額”を“報酬契約”に改め、広くインセンティブ報酬を導入する立法が必要である。

## 5. ストック・オプションに関するインサイダー取引論争

森本(1997)で、ストック・オプションの付与と行使に伴うインサイダー取引も懸念されている。ここで、アメリカにおけるストック・オプションの付与のタイミング及びストック・オプションの付与に関連するインサイダー取引の是非をめぐる論争を紹介したい。

Fortune 500社の1992-1994の間に付与した620件のストック・オプションのタイミングを調べたYermack(1997)の研究によると、ほとんどは増益などのグッド・ニュースが発表される直前に付与されることがわかった<sup>(44)</sup>。ただし、インサイダー取引については、Givoly and Palmon(1985)によると、68社のAMEX上場会社のニュース・アナウンスにおけるインサイダー取引において、インサイダーによる自社株式取得はほとんど見られなかった。また、4000例のNYSE/AMEX企業のニュース・アナウンスをめぐるインサイダー取引を調べたところ、Elliott, Morse, and Richardson(1984)は、業務執行役員が自社株を売買したことはほとんど見当たらなかった、と報告した。

中立の社外取締役によって構成された報酬委員会の決定が、経営判断の事項であるので、グッド・タイミングでストック・オプションを付与することがインサイダー取引に当たるかどうかは、法律上の大きな論争になるだろう。しかしながら、経営者の努力無しにグッド・ニュースが次々とで

てくる可能性は薄いので、グッド・タイミングのストック・オプションの付与は、経営者のインセンティブに影響を及ぼさないないため、むしろ従業員の負担するリスクと事務費用を軽減し、株主の利益の侵害にはならない<sup>(12)</sup>。

アメリカにおいては、自由度が比較的に高い非適格ストック・オプション (nonqualified stock option) の内容を見ると、インサイダー取引を防ぐために付与日から1年経過までは行使できないとするものが多い<sup>(13)</sup>。このことから、資本市場の競争圧力で、ストック・オプションの付与と行使に関連して、グッド・ニュースを利用したインサイダー取引の弊害は少ないであろう。むしろ、不透明な役員によるインサイダー取引、とりわけ、業績悪化のニュースが開示される直前に自社株を空売りすることは厳しく規制されるべきである<sup>(14)</sup>。

## 6. 経営者は自主情報開示を

国会答弁の中で、ストック・オプションに関する情報開示については、具体的に対象者の氏名、株式数でなくても、合計人数、株式数の上下限を示せば足りるといった実務上の解釈は、確かに契約によるインセンティブを重視するというよりも、“お手盛り防止”を中心とした従来の商法上における取締役の報酬規制に関する解釈を踏襲したままである。森本(1997)でも情報開示が不十分である、と指摘されている。

しかし、ストック・オプションの付与の大枠、すなわち、計画を株主総会に示せば十分である点と事務的な負担を軽減する点から、この事務的解釈は必ずしも理解できないものではない。むしろ、問題になるのは、ストック・オプションの付与に関する適時開示である。インセンティブの観点から投資家にとって業績連動型インセンティブ報酬の算定基準に重要な情報が含まれるので、全員に関する情報を開示しなくても、社内取締役のヒエラルキー構造から業務執行上上位4位<sup>(15)</sup>(たとえば、代表取締役に限定す

るとか、または取締役会長、取締役社長、取締役副社長に限定するとか)までの役員に付与したストック・オプションの種類、行使価格及び行使条件を含む内容を適時に開示すべきではないのか。非常に残念なことに、東京証券取引所が要求しているストック・オプションの導入などに関する適時開示の要請<sup>(6)</sup>は前述した実務上の解釈とほぼ同じである。

このような混乱を招いた原因は、今度の立法ではストック・オプションの付与計画と付与の授権が区別されていないことである。ストック・オプション制度はより便利、より透明なものするためには、付与計画を株主総会で承認し、承認された大枠の中でストック・オプションを付与することを取締役に授権し、さらに付与したストック・オプションの内容の適時開示を厳格に求めるように商法を改正することが必要であると思われる。

幸いなことに、日本経済新聞1997年6月28日の記事によると、前述した国会答弁があるにもかかわらず、株主総会が集中する6月27日にストック・オプションを導入した33社のうち、付与対象者の氏名と株数をすべて開示した企業は、17社にも達した。このことから、強制開示がなくても、経営者側からの自主開示を期待することができると思われる。また、トヨタ自動車などの会社のストック・オプションの付与対象者の氏名、株数を導入する議案または参考書類に明示しなかった決議は、ストック・オプションの付与よりもストック・オプションの付与計画であると解されるべきである。

今後、これらの会社がストック・オプションを付与した時点において積極的な適時情報開示を行うかどうかは、問題の焦点である。適時開示については、法律で適時開示を強制する前に、資本市場の競争圧力が会社に付与したストック・オプションの内容を開示するインセンティブを与えるかどうかを見守るべきである。

## 7. 社外取締役を中心とする給与委員会制度を 期待するのは禁物

英米において、役員報酬は社外取締役が中心となる給与委員会によって決定されるが多い。手続きとしては、利益相反関係への対処が講じられることになるが、実態はどのようになっているだろうか。森本（1997）で既に認識されているように、英米では社外取締役が中心となる給与委員会が広く実施されているにもかかわらず、高額報酬批判に対する批判が後を絶たないことは、手続きはともかく、結果としては、このような給与委員会が従来の機能を果たしていない、と力説しているのではなかろうか。

“中立的”とはいえ、代表的なアメリカの会社の社外取締役構成は、女性1人、マイノリティ1人、CEOの友人10数人、とCrystal氏に皮肉られている。日本の株式の持合いと同様に、CEO同士が互いに相手の会社の社外取締役を兼任しあうという“座りあい（interlocking directorate）”現象も批判されている<sup>(17)</sup>。Crystal（1990）氏が批判しているように、社外取締役が恩返しを期待して、兼任先のCEOの報酬を高めに設定する。その結果、“お手盛り”を防ぐどころか、Prentice and Holland（1993）の研究によると、給与委員会がある会社の業務執行役員の役員報酬は、報酬委員会を設置していない会社の役員報酬と比べて18%も高い。

経済学の観点から、問題にされるのは報酬の絶対額ではなく、報酬契約に含まれるインセンティブである<sup>(18)</sup>。筆者の論文（Xu（1997））によると、日本の会社における役員賞与<sup>(19)</sup>のカットの基準は、アメリカの会社の基準と比べてはるかに厳しいのである。したがって、現行の制度の下で日本の会社におけるインセンティブ報酬の決定は、英米に劣らないほど合理的である。上述したことから、役員報酬決定においては、“お手盛り防止”の意味からも、インセンティブ・デザインの意味からも、社外取締役の役割を期待することは、時期尚早であると言えよう。

役員報酬決定に限らず、社外取締役制度は、本来株主が零細に分布している場合に株主総会機能を補うために考案された制度であるが、大株主の圧力がなければ、社外取締役はCEOに助言を提供する程度以上の役割を果たさないことは、既の実証済みである<sup>(20)</sup>。したがって、長い間、屋上屋を架す実験を繰り返した末、コーポレート・ガバナンスは迷いに迷って再び出発点に戻っている。

その理由は極めて単純明瞭である。まず、仮にあらゆる意味で業務執行役員から完全に中立的であっても、社外取締役の中立性は、会社または株主に対する“忠実”であることは全く別次元のものである。株主からも中立的であれば、社外取締役は、業務執行役員の報酬契約が合理的であるかどうかには無関心であるに違いない。すると、結局株主は株主総会を通じて、社外取締役のインセンティブをデザインしなければならないのである。ならば、会社の利益の為に忠実に業務執行役員に働かせることができない株主総会は、なぜ社外取締役に会社また株主の利益のために働かせることができるのか。

日本では、社外取締役の制度と理念しか紹介しない論文は数多く挙げられるが、その実態に触れた論文はあまりに少なすぎる。しかし、その驚くべき実態は、法的手続きの“中立性”と“利益相反の回避”などの建前だけに満足し、鵜呑みに英米の社外取締役が中心となる報酬委員会制度を導入するよりも、本当に株主の利益保護の観点から、社外取締役が中心となる給与委員制度が本当にグローバル・スタンダードとして導入することに値するものかどうか、導入するならばどのように中立性を再定義し、社外取締役のインセンティブを含めて日本独創的な社外取締役制度を導入すればいいかを真剣に検討しなければならないことを示唆する。でなければ、監査役が会社の利益のために権利を一度も行使したまたは行使できた例がないにもかかわらず、監査役の権限を強化するように立法するような愚挙が繰り返されることになりかねない。

## 8. 終わりに

簡単ながら、この論文は経済学の理論・実証分析から、諸外国の実態を踏まえながら、ストック・オプション制度の問題点について説明した。はじめてインセンティブ報酬を明確に日本の商法に導入したストック・オプションを導入した議員立法の意義は大きい。取締役または従業員により適切なインセンティブを与えるためには、森本（1997）で主張されているように、広範囲のインセンティブ報酬を導入する立法を考えなければならない。情報開示については、付与計画としては多くの議決内容は妥当なものであり、付与したストック・オプションの内容の適時開示については、資本市場の競争圧力が機能するかどうかを見極めてから法律による強制開示を検討すべきである。ストック・オプションの付与と行使に関するインサイダー取引の可能性については、弊害が少ないと思われる。最後に、合理的な役員報酬契約を付与するためには、英米における社外取締役が中心となる給与委員会制度の実態を見据えて、社外取締役のインセンティブのデザインを念頭に、導入の必要性を吟味すべきである。役員報酬の決定に限らず、機関投資家などの株式投資収益を追及する大株主が存在しなければ、英米の社外取締役制度は機能しないということは既に実証済みである。これを無視すれば、社外取締役制度の導入、監査役の権限の強化などの立法は、屋上屋を架すことを繰り返すことになりかねない。

### 《注》

- (1) 決定方法については、山田（1997）が詳しい。
- (2) 山田（1997）、味村・品川（1997）によると、役員報酬とは、月以下の期間を単位として定期的に支給されるものであり、損金算入として認められる。
- (3) 詳しいことについては、落合・他（1997）、河本（1994）、前田（1995）、森本（1996）、山田（1997）を参照。
- (4) 胥（1996）を参照。
- (5) 味村・品川（1997）、山田（1997）を参照。

- (6) 山田 (1997) が詳しい。
- (7) 政経研究所『役員の退職慰労金』, 逐年
- (8) 法と経済学の研究会 (世話人: 東京大学神田秀樹教授と三輪芳朗教授) で  
の三輪メモから有益な教示をいただいた。
- (9) 都立大学大杉兼一助教授, 東京大学岩原紳作教授, 神田秀樹教授と成蹊大  
学の藤田助教授からいろいろとご示唆をいただいた。なお, 文責は全部筆者  
にある。
- (10) 高額報酬批判というよりも, 業績と連動していない, すなわち, 合理的で  
はない (unreasonable) という批判である。
- (11) 日本企業については, 予定していた擬似ストック・オプションの行使価格  
が時価を大幅に下回ったため, スtock・オプションを取りやめた例がある。
- (12) Carlton and Fischel (1983)
- (13) 園田 (1995) を参照。
- (14) 大田 (1997) を参照。
- (15) アメリカの証券取引委員会 (SEC) が報酬額の多い上位 4 名の役員につい  
ては開示を要求している。事前にインセンティブ報酬の額を算定することが  
難しいことから, 業務執行上上位 4 名がより適切であろう。英米の役員報酬  
規制については, 園田 (1995), 山田 (1997) および伊藤 (1997) を参照せ  
よ。
- (16) 林 (1997) を参照。
- (17) Alkhafaji (1989) の chapter 6 “The effectiveness of the Board” の部  
分を参照。
- (18) Jensen (1990) によると, 問題は “It’s not how much you pay, but  
how”。また, 園田 (1995) によると, アメリカの機関投資家は, 何らかの  
形で役員報酬の絶対額の制限や従業員への何倍までといった制限に反対が多い  
ことに対して, 配当, 株価および利益を基準として役員報酬に制限を加える  
ことに賛成多数である。
- (19) 今まで, 日本の会社では役員賞与以外のインセンティブ報酬が実施されて  
いなかった。
- (20) 霍見芳浩 (1993), Jensen (1993), Schleifer and Vishny (1997) を参照。

#### 参考文献

- Alkhafaji, A. F. (1989). A Stakeholder Approach to Corporate Governance,  
Quorum Books.
- Carlton, D. W., and D. R. Fischel (1983), “The regulation of inside trading”,

- Stanford Law Review, 35, 857-895.
- Crystal, Graef S. (1991), In Search of Excess, W. W. Norton, New York, N. Y.
- Elliott, J., D. Morce, and G. Richardson (1984), "The association between insider trading and information announcements", RAND Journal of Economics 15, 521-536
- Givoly, D. and D. Palmon (1985), "Insider trading and the exploitation of inside informaton : some empirical evidence, Journal of Business 58, 69-87
- Jensen, M. C. (1993) "The modern industrial revolution, exits, and the failure of internal control systems", Journal of Finance, July, 831-880.
- Prentice, D. D. and Holland, P. R. (1993). Contemporary Issues in Corporate Governance, Clarendon Press.
- Sheridan, T. and Kendall, N. (1992). Corporate Governance, Pitman Publishing.
- Shleifer A. and Vishny, R. W. (1997) "A survey of corporate governance", Journal of Finance, 737-783.
- Xu, Peng (1997), "Executive salaries as prizes of tournamant, and executive bonuses as managerial incentives", forthcoming, The Journal of Japanese and International Economies.
- Yermack, D. (1995), "Do corporations award CEO stock options effectively?", Journal of Financial Economics 39, 237-269. (1997), "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements", Journal of Finance, pp. 449-476.
- 味村治・品川芳宣 (1997), 『役員報酬の法律と実務』, 商事法務研究会。
- 伊藤靖史 (1997), 「業績連動型報酬と取締役の報酬規制(一)」, 民商法雑誌 116 巻 2 号, pp. 222-254。
- 大杉謙一 (1996), 「会社従業員の報酬規制」, 法学教室, No. 194, 35-38。
- 大田亘 (1997), 「インサイダー取引規制」, TCER ディスカッション・ペーパー。
- 落合誠一・神田秀樹・近藤光男 (1997), 『商法Ⅱ——会社』, 有斐閣。
- 河本一郎 (1994), 『現代会社法』, 商事法務研究会
- 胥 鵬 (1995), 「会社法とインセンティブ」, 『商事法務』 No. 1401, pp. 20-24。  
(1996), 「経営者インセンティブ」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- 園田成晃 (1995), 「米国の長期インセンティブ報酬制度 上下」, 商事法務 No. 1385, 1386。

- 橋木俊詔・連合総合経済開発研究所編（1995），『「昇進」の経済学』，東洋経済新報社。
- 霍見芳浩（1993），「劣性遺伝方式では21世紀に生き残れない」，フォーブズ，第2巻第9号，pp. 28。
- 林健太郎（1997），「ストック・オプションの導入等に関する適時開示の要請」，商事法務，No. 1462，pp. 16-19。
- 保岡興治（1997），「ストック・オプション制度に係る商法改正の経緯と意義」，商事法務 No. 1458，pp. 2-8。
- 前田 庸（1995），『会社法入門』，有斐閣。
- 森本 滋（1996），『会社法』，有信堂。
- 森本 滋（1997），「議員立法によるストック・オプション制度」，商事法務 No. 1459，2-9。
- 山田 威（1997），「取締役の報酬規制について (1), (2), (3), (4)」，金沢経済大学論集，第26巻1・2号，第27巻第1号，第29巻第1号，第30巻第3号。