



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山下 晴之

—連載（第51回）—

イーロン・マスク氏の報酬を巡る訴訟から考えるコーポレートガバナンス上の論点

■ 1. はじめに

2024年6月13日（木）に米テスラの株主総会においてイーロン・マスクCEOへの560億ドル規模の報酬案が再可決された。当該議案はその報酬額の大きさから注目を集め多くの報道等で取り上げられたが、本件は、その前段としてデラウェア州裁判所が「欠陥がある」「不公正である」として無効とした判決を下した際に、通常はディールにおいて使用される「完全な公正性」に係る判断が適用されたことから当地の法学関係者を中心に大きな注目を集めていた。当該判決は、究極的にはテスラの取締役会がマスク氏からの実質的な独立性を欠いていたという、典型的なコーポレートガバナンス上の課題に起因すると考えられ、取締役会の独立性の担保という側面における法的規制や取引所規則といった形式基準での規制の限界が垣間見られる。本稿でははじめに、訴訟の対象となったマスク氏の報酬

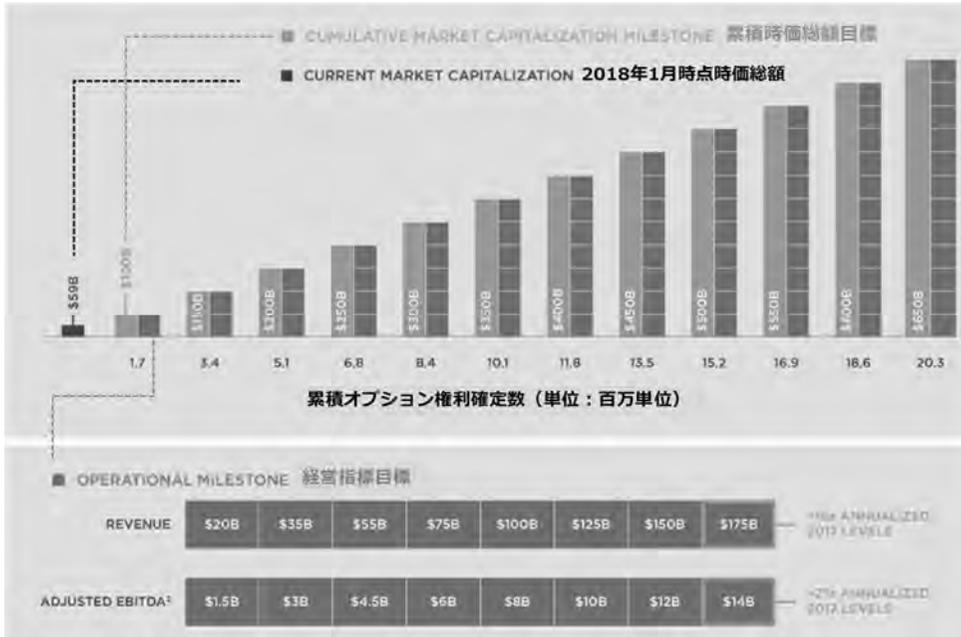
パッケージ及び訴訟に至った経緯に触れ、その上で裁判における法的論点を整理し、問題となった取締役会の独立性に係る米国の規制動向についても併せて報告する。

■ 2. マスク氏報酬に係る裁判の経緯及び概要

2024年1月30日、電気自動車大手の米テスラが拠点を置く米デラウェア州の裁判所は、同企業の最高経営責任者であるイーロン・マスクCEOに付与された500億ドルを超えるストックオプションによる報酬パッケージについて、設定プロセスに欠陥があったため無効であるとする判断を下した。本報酬パッケージは、2018年1月にテスラの取締役会がマスク氏に対して設定したものであり、マスク氏はテスラの市場価値が500億ドル上昇する度につれて段階的に一定量のストックオプションを受け取ることができるという、所謂トランシェ構造を有するものであった。Equilar



(図表1) 2018年に決議されたマスク氏の報酬パッケージ



(テスラウェブサイト (注1) より筆者作成)

社によると、本報酬パッケージは米国上場企業のCEOとしては史上最高額であるとしている。

(2018年設定の報酬パッケージ)

まずは当時設定された報酬パッケージについて詳細を見ていきたい。図表1に本報酬パッケージの概要を示す。

上図にあるとおり、本報酬パッケージの対象期間は10年間で、12回に分けてストックオプションの権利が確定する仕組みであり、12のトランシェはそれぞれ、「累積時価総額目標」及び「経営指標目標」という次の2つのマイルストーン (目標) (注2) を共に達成した場合にのみ権利が確定する仕組みとなっ

いた。

累積時価総額目標：最初の時価総額目標を達成するには、テスラの現在の時価総額が1,000億ドルに増加する必要がある。残りの11のトランシェによる権利確定を得るためには、それぞれについて、テスラの時価総額はさらに500億ドル単位で増加し続けなければならない。すなわち、マスク氏の権利が本報酬パッケージの全額分確定するには、テスラの時価総額が6,500億ドルまで増加する必要がある。

経営指標目標：経営指標目標を達成するには、テスラは収益又は調整後EBITDAのそれぞれ8段階、合計16の目標を、いずれかに



においてエスカレーター式に達成していかなければならない。つまり報酬パッケージのトランシェが12なので、本報酬パッケージの全額分確定には当該16の目標のうち12を達成すればよいことになる。本目標を累積時価総額目標とあわせて導入することにより、時価総額が増加するにつれて、同社がトップライン（収益）とボトムライン（利益）の両面で順調に業績を上げることが保証するように設計されている。

なお、トランシェが達成されるごとに、図表1の累積オプション権利確定数のとおり、マスク氏はテスラの現在の発行済み株式総数の1%（約1.7百万株）に相当するストックオプションの権利を獲得することになっていた。当時、本報酬パッケージの総額は550億ドルであるとされ、巨額すぎるという意見があれば、そもそも報酬確定には現在の時価総額の10倍、当時自動車会社の中で最大の時価総額を誇っていたトヨタの4倍までの成長が必要であるため、理にかなっているという声もあったとされている。実際に、当該報酬パッケージは2018年の株主総会においてSay on Payの勧告的決議^(注3)で承認されている。**（リチャード・トルネッタ氏による株主訴訟）**

同年6月、テスラ株主のリチャード・トルネッタ氏が「テスラの取締役会は資金を浪費し、マスク氏は不当利益を得ている」と主張し、取締役会がその信認義務に違反したとして同社に対する訴訟を米デラウェア州の衡平法裁判所に提起した。当初、当該案件を担当

するジョセフ・スライツ判事が2019年5月に口頭審問を開いたものの、実際に裁判が開始される期待は低かったとされている。実際にスライツ判事も同年9月20日の意見陳述で「デラウェア州では会社側の報酬判断が尊重される」という点について認めているとおり、デラウェア州では通常は、報酬には「経営判断基準」を適用し取締役会の裁量権が認められているからである。

その後、翻ってスライツ判事は裁判の開始を決定したが、このことは上記の見立てを確たるものとして見ていた会社法関係者を震撼させたとされている。同判事は、報酬金額の総額が莫大であったことは認めつつも、同判事が焦点を合わせていたのは利益相反であった。すなわち、マスク氏をテスラの「支配的な株主とした上で、報酬決定を含む「取引の両方の当事者」を兼ねたことにより、そこに利益相反が生じたことを指摘した。そしてこのような強力な株主が関係する取引については、裁判所は最も厳格な「完全な公正性（entire fairness）」基準を適用すべきだとした^(注4)。最終的に、2024年1月の判決で、マスク氏及びテスラの実効取締役会側が当該「完全な公正性」を立証できておらず、その立証責任はテスラ取締役会及びマスク氏に帰属するとした上で、当該報酬パッケージが「欠陥がある」「不公正である」としてオプション付与全体を取り消す判決が行われた、という流れとなっている。



3. マコーミック裁判長による判決と裁判における法的論点

以下は、裁判における当該信認義務違反の判断の内容を論点ごとに段階記述したものである（注5）。

- (1) 通常、デラウェア州法では経営者への報酬支給は取締役の経営判断原則（Business Judgment Rule）に委ねられるべき事項である。
- (2) しかしながら、本件ではマスク氏がテスラを支配しており取締役会と利益相反があるため、完全な公正性（entire fairness）基準が適用されることとなる。この場合、テスラ取締役会が当該報酬支給が完全な公正性を有していることを証明する必要があるとされる。
- (3) この点、通常であれば、株主総会の承認決議があった場合は原告側（トルネッタ氏）に証明責任が転嫁される。ただ、本件では前述のとおり Say on Payの勧告的決議にて2018年に承認されていたものの、その際株主への情報開示が十分でなく有効な株主総会の承認決議があったと言えないため証明責任は転換されないと判断された。
- (4) テスラ取締役会の独立性に関する問

題から、テスラは完全な公正性を証明できなかった。

以上において、重要な論点に下線を付したが、以下詳細に各論点を深掘していきたい。

(1) 経営判断原則と利益相反・独立性

米国において利害関係のない独立した取締役が行う行為について信認義務（fiduciary duty）の違反の有無を判断する場合、裁判所は原則として経営判断原則（business judgment rule）を採用している。経営判断原則は、取締役が会社の利益の最大化を目指してリスクのある行為を行うことを萎縮させないために、取締役会の判断を尊重する（後知恵で判断しない）ことを目的とした基準であるとされている。米国の経営判断原則の下では、利害関係のない独立した取締役が行う行為について①情報を得た状態で、②当該行為が会社の利益の最大化のために行われると合理的に信じて、③誠実に行われたものと推定され、裁判所は原則として取締役の判断を尊重するとされている。前項の経営判断原則の適用を排除するためには、取締役の信認義務違反を追及する側が上記の①～③のいずれかの条件が満たされていないことを反証しなければならず、もし反証できた場合には、取締役の行為はより厳格な、完全な公正性（entire fairness）の基準により判断されることになる（注6）。

この点、そもそもマスク氏が次の理由によりテスラを支配しており、独立性が損なわれ

ていたとされたため、完全な公正性の基準による判断が適用される運びとなったとされている（注7）。

- i. マスク氏による22%のテスラ社の株式保有
- ii. マスク氏のCEO、会長、創業者としての影響力のある地位と、取締役会の権限をしばしば無視する会社の経営権限を持つ「スーパースター」としての地位
- iii. マスク氏の取締役との「太い絆」、つまり取締役が「マスク氏の言いなり」で独立性がないこと
- iv. マスク氏が報酬プランの取締役会承認に至るプロセスを支配していること

（2）完全な公正性基準とその証明責任の転嫁

完全な公正性基準はデラウェア州で最も厳しい審査基準であるとされており、被告たるテスラ側が立証責任を負うことになる。ただし、テスラ側が、①独立取締役で構成される十分に機能する特別委員会、または②少数株主の過半数による決議（majority of the minority：MOM決議）で、かつ、十分な情報を得た上での投票のいずれかに基づく報酬の付与の決定であれば、当該完全な公正性基準の立証責任は原告側（トルネッタ氏）に転嫁される。

上記の論点において、判決では①委員会の独立性が損なわれていた、また、②テスラの

2018年の株主総会決議に際して十分な情報開示がなされていないため不十分であると判断された。そのため、立証責任は転嫁されず、テスラ側に留まることとなった。前者は前項において触れたとおりであるが、後者は当該報酬委員会メンバーの実際の利益相反及び潜在的な利益相反が適切に開示されておらず、本報酬の授与に至るプロセスに関する重要な情報が省略されていたため不十分であったとされている。

（3）完全な公正性に係る判断

裁判では、前項の完全な公正性の判断に際し、既存のガイダンスに基づき本報酬決定に係るプロセス（Fair Dealing）と価格（Fair Price、ここでは報酬額）について議論がなされた。まず前者のプロセス面において、裁判では、マスク氏との報酬協議を主導する取締役の独立性の欠如が指摘された。すなわち、報酬委員会の委員長が、マスク氏の他の会社で7,500万ドル相当の利害関係と長年の個人的・職業的関係を有しており、また、自分の財産の44%をマスクの団体から借款している委員会メンバーや、テスラ取締役としての報酬が富の大半を占める委員会メンバーも存在したとされている。

後者の報酬額の側面では、報酬プランの規模や構造に問題があったとされた。すなわち、報奨金の規模が会社の目標達成のために調整されたものであるかどうか、つまり、この報酬制度がマスク氏のリテンション（つなぎ止

め)と財務目標の達成のために必要であったかどうかについて、意味のある検討はなされなかったとしている。裁判所が注目したのは、マスクが既に22%の持ち株を有していることと、自ら会社に残ると宣言している点であったとされている(注8)。これらの理由などから、テスラは当該報酬が完全な公正性を有していることを証明できなかったと結論付けたとされている。

■ 4. 独立性の論点と規制

先に触れたとおり本事案において裁判の鍵を握ったのは「テスラの取締役会は独立性を有していたか」という点が大きいであろう。独立性に関する要件は取引所においても規定されているものの、当地の法学関係者からは、「企業は取引所規則に準拠するのみでは不十分であり、先進的なデラウェア州裁判所の判例を注視する必要がある」という声も聞かれる。

まず、取引所規則上では独立性の定義はNYSE及びNasdaq共に「定義記載」と「ネガティブ・リスト」にて定められている。後者については、当該取締役における当該会社又は関連会社等の業務的関係性、報酬などの金銭的關係性、当該会社の監査に従事した経歴、取引先等との関係性等が規定されており、両取引所共に共通しているが、前者について、取締役会が当該上場会社と重要な関係を有していないと積極的に判断(affirmatively

determines)が求められている。テスラの実務取締役会はこれらの取引所規則に適合すると判断されていると考えられるものの、一方で、デラウェア州裁判所は独立性の判断についてより厳しい見方をするようになってきており、今回もその例外ではなかったようである。具体的には、裁判所では伝統的な財務的要因等に加え「個人的な関係」やその他の「バイアスを生む性質を持つ関係」なども考慮されるようになってきている。まさに本件ではこれらの要素が裁判の過程で積極的に考慮されたといえるだろう。

■ 5. おわりに

本事例では裁判所の判決の根拠を含め、取締役会の独立性が裁判の鍵を握った面を概観した。本ケースが不正であると断言できるかはさておき、米国企業において取締役会の独立性は、経営判断に適切なブレーキ・規律を持たせる意味で非常に重要な役割を担うことが改めて確認された形となっただろう。一方、昨今日本企業においては取締役会の独立性がもたらす規律は企業価値向上へのアクセラレーターとしての側面が期待されることが多い。ただ、少なくとも独立性の確保に関する課題は日米共通しており、取引所規則等の規制面のみで対処するには限界があるといえるだろう。訴訟大国である米国では今回の事例のように次点として司法の場で判断が下されるという流れになるが、日本において状況は異なるだろ

う。この点、東証による「資本コストや株価を意識した経営の要請」への対応が進む日本市場において投資者との積極的な対話が企業に期待されている中、投資者はじめとした市場関係者からのエンゲージメントも、その役割を担うことを期待されているのではないだろうか。

EQUITY AWARD TO ELON MUSK UNPLUGGED BY DELAWARE COURT」より

<https://www.bclplaw.com/en-US/events-insights-news/teslas-super-charged-equity-award-to-elon-musk-unplugged-by-delaware-court-cautionary-tale-for-boards-and-executives.html>

(注8) 同上



(注1) テスラ プレスリリース (2018年1月23日付) より

<https://ir.tesla.com/press-release/tesla-announces-new-long-term-performance-award-elon-musk>

(注2) 筆者による意識。原文ではMarket Cap Milestones及びOperational Milestonesとされている。

(注3) Say on Pay決議とは、株主総会にて企業の経営陣の役員報酬方針・支給額に関して株主に妥当性を問う勧告的な株主投票であり、拘束力こそ有さないものの企業側ではその結果に対する考慮が義務化されている。

(注4) バロンズ記事「マスク氏の巨額報酬、法廷闘争に」より

<https://jp.wsj.com/articles/SB10695361464309183322404585637604085913106>

(注5) 以下のPIERSON FERDINANDインサイト記事及びBloomberg: Money Stuff: Elon Wants His Money Backから抜粋

<https://pierferd.com/insights/delaware-court-of-chancery-rescinds-musks-tesla-stock-option-grant-in-key-decision-on-corporate-transactions-with-controlling-stockholders>

(注6) 長島・大野・常松法律事務所「デラウェア州M&A最新判例アップデート 2023年上半期編」より

<https://www.noandt.com/publications/publication20231122-2/>

(注7) BCLP 記事「TESLA'S SUPER-CHARGED