

企業ガバナンス改革 の国際動向

～引き続き経営者報酬問題へ高い関心～

鈴木 裕

要 約

現在進行中の欧米における企業ガバナンス改革は、2007年の金融危機の反省が一つの契機となっている。経営者の報酬体系が、リスクテイクを促す仕組みとして作用したことから、企業ガバナンスの見直しもこの点に重点が置かれた。企業の経営成果に強い利害関係を持つ株主を経営者報酬の決定プロセスに関与させることによって、経営者の行動を適正化することが目指された。米国・欧州で相次いで導入されている「SAY ON PAY」は、その具体化である。

米国では、多くの企業ガバナンス改革が法定されているが、関連規則制定などその具体化作業には、大きな遅れがみられる。金融危機の混乱の中で十分に検討されないまま決定されたガバナンス改革の副作用を懸念する声は強い。

欧州では、取締役会の構成メンバーを多様化するなどの方法で、経営判断の適正を確保する方向が示されたが、ガバナンス改革の処方箋には、異論も多い。英国などでは、既に導入された「SAY ON PAY」の実効性に疑いも呈されている。

わが国では、経営者報酬の不適切さが問題視されることは少なかったが、欧米の動向から影響を受けることは避けようがない。報酬の適正化を求める投資家の声は日本企業にも及んでおり、報酬と業績の連動を確保すること、それを簡明に説明することが必要とされるようになりつつある。

目 次

1. はじめに
2. 米国における企業ガバナンス改革の停滞
3. 欧州等における企業ガバナンスの見直し
4. 日本の企業ガバナンスへの影響

1. はじめに

周知の通り米国では、2010年7月に金融改革法（ドッド＝フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、D F法）が制定され、法文上は企業ガバナンスの大きな改善があったかのように見える。サブプライム・ショック、リーマン・ショックの再発を防ぐことを目的として、企業ガバナンスに関係する様々な新制度が欧米で導入された。特に金融機関経営者の報酬体系が、高リスク経営を志向させる一因となったとも考えられることから、経営者報酬の適正化をどのように達成するかは、企業ガバナンス改革の最も大きな注目の的になっている。欧州でも、株主権の強化などに関する一連の会社法指令によって各国で法的対応が進んだことは確かだ。

しかし、その実施段階では具体的な細則の制定が大幅に遅延し、新制度が画餅に帰しているものも少なからずあるようだ。また個々の会社の対応によって規制が骨抜きになる恐れもあり、欧州では実効性の確保を求めて新たな見直しが始まっている。

本稿では、欧米のガバナンス改革の現在をまず確認する。その後、それを踏まえて機関投資家の

行動がどのように変わり、日本企業にいかなる影響を及ぼすかを検討する。

2. 米国における企業ガバナンス改革の停滞

D F法は、広範な金融規制改革を目指すものであり、重要で影響力の大きな内容も多数含まれている。金融機関経営のリスク量を制限しようとするO T Cデリバティブ規制や企業の不正経営通報制度などに関心が集まりがちであるが、企業ガバナンスに関する大幅な改正も数多く含まれている。

しかし、D F法に基づく規則制定は遅延が目立っている（図表1）。D F法では新たに398項目に及ぶ規則の制定を予定しているが、2012年6月1日までに完了したものは全体の4分の1強の110項目にとどまっている。規則制定に期限が設定されているものは280項目で、そのうち221項目が期限を経過した。うち、148項目が期限内の規則化を終了できず、21項目は規則案の公表さえされていない。規則制定権限は、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission：以下、S E C）をはじめとして、多くの規制官庁に分散しているが、いずれも遅延に陥っている。

D F法に含まれる企業ガバナンス関連の規則も

図表1 ドッド＝フランク（D F）法の規則制定状況

規則に制定期限があるもの	280
制定期限を経過したもの	221
制定手続きを終了したもの	73
期限内に制定作業を完了しなかったもの	148
うち 規則案が未公表のもの	21

（出所）“Dodd-Frank Progress Report” 2012年6月、Davis Polkから大和総研作成

図表2 ドッド=フランク（D F）法における企業ガバナンス関連事項

951条	「SAY ON PAY」：経営者報酬およびゴールデン・パラシュートに関する議案の株主総会決議に関する規則 報酬関連議案にかかる投資顧問会社による議決権行使の開示規則
952条	報酬委員会の独立性ならびに報酬コンサルタントの独立性に関わる諸要因の開示に関する規則 役員報酬コンサルタントの利益相反の開示規則
953条	「PAY RATIO」：経営者報酬の業績連動、C E Oと従業員の賃金格差に関する報酬報告書規則
954条	役員報酬の返戻に関する規則
957条	行使指図がない場合の証券保管ブローカーによる議決権行使に関する取引所規則における「その他の重要事項」を定義する規則の草案
971条	「PROXY ACCESS」：株主が提案した取締役候補者を会社が作成する株主総会議案説明書に記載することに関する規則
972条	C E Oと取締役会長の兼務に関わる情報開示に関する規則
989条	内部統制制度の小規模企業適用除外に関する規則
1502条	「CONFLICT MINERALS」：紛争鉱物に関する情報開示規則
1503条	鉱山安全に関する情報開示規則
1504条	資源採掘会社に関する情報開示規則

(出所) “The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank” Stephen M. Bainbridge および、S E Cのウェブサイト

“Implementing Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Upcoming Activity”から大和総研作成

作業の遅れが目立つ。企業ガバナンス関連の事項として、図表2に主要なものを掲げた。このうち、機関投資家の一部からの強い要望に応える形でD F法に包含された規定としては、「PROXY ACCESS」と「SAY ON PAY」がある。これらは、取締役選任や経営者報酬の決定プロセスにおいて株主の参加を強化するものであり、経営者の独断的経営判断を牽制する機能を果たすものと期待されている。「CONFLICT MINERALS」すなわち紛争鉱物に関する開示規制は、人権問題を投資判断に組み入れる一部の機関投資家や国際的人権団体が要望していたものである。

これらの規定に盛り込まれた様々な制度は、あるものは既に施行され、あるものは規則案の公表のめどさえ立っていないものがある。ここでは、関連規則の制定が遅れているものとして、「PAY RATIO」「PROXY ACCESS」「CONFLICT MINERALS」について概要と規則策定の現状を見てみる。

1) 経営者報酬に関する開示情報の充実

経営者報酬の株主総会議案化は、SAY ON PAYと呼ばれ、関連規則も既に制定されており、2011年1月21日以降に開催される上場企業の株主総会から適用されている。従来米国では個別報酬の詳細な開示はあるものの、株主に賛否を問うことはなく、報酬委員会の判断は受けたとしても経営者報酬の決定に際して株主の関与はなかった。SAY ON PAYは、このような状況を変えるものとなる。

報酬について株主が賛否を判断するには、関連する情報が必要になるので、詳細な報酬報告書が作られ株主総会の招集通知とともに株主に送付される。この報酬報告書に関する規則を改正し、新たに開示すべきとされた情報がPAY RATIOだ。これは、経営者と従業員の報酬格差を意味する。C E Oの報酬額と従業員の報酬の中央値(Median)、そしてその比率を開示事項に加えることがD F法953条に規定された。PAY RATIO

によって、経営者と従業員の間での利益の分配状況が分かるようになる。労務政策と報酬政策を簡潔に表示する数値ということであろう。とはいえ、これが果たしてどのような意味で有益な情報であるか、疑問も大きい。組立工場など製造部門を持たないファブレス企業では、PAY RATIO は小さくなると考えられるが、大規模な工場を新興国に持つ企業の場合は、PAY RATIO が大きくなるだろう。会社ごとに組織の大小や報酬体系が異なるのに、こうした単純化した数値の比較にどのような意味があるかという批判が出されている。また、CEOの株式報酬の価値を正確に算定できるのかも疑問とされる。このように算出されたPAY RATIO が実際に活用されるか、例えば投資判断にどう組み入れられるべきかも不明なままである。実務上は、特に国際的に事業を展開する大規模会社の場合に従業員の報酬の中央値をどのように算定するのか問題になる。従業員の定義に全世界で雇用する者を含めるとすると、各国の各人別報酬をSECが定める基準に従って算定し、為替換算しなおして、その中央値を得るための作業を行わなければならない、それにはある程度のコストが発生するだろう。利用価値のある情報かどうか不明なものをわざわざコストをかけて算出することに対して企業側からの反発は強い。

これに対して、PAY RATIO は、投資家や政策当局に有益な情報であり、規則の制定を急ぐべきであるとする意見も強い。ウォール街占拠運動にみられるように、一部の資本家・企業家層が富を独占しているという批判が世界的な高まりを見せている。PAY RATIO の公表は、経営者報酬の高騰

を抑える効果が期待できるとも指摘されている。SAY ON PAY によって経営者報酬の適正化を図るためにもPAY RATIO の開示は必要であるとの指摘¹⁾もあり、早期の実施を求める声も強い。

現在のところSECは、2012年6月までにPAY RATIO に関する規則案を公表し、年内に最終規則を採択する予定だが、これは当初予定よりもほぼ1年の遅延である。企業側からは、規則施行の猶予や、PAY RATIO 算定対象を国内の被用者に限定すること、またMedianの算出における簡便手法の利用などの要望が出されている。本稿執筆時点（6月20日）で、DF法952条関連の規則はようやく採択されたが、同法953条のPAY RATIO に関する規則案は公表されていない。

2) 株主による取締役候補者提案の容易化

株主主導での取締役選任を可能にするPROXY ACCESS に関する規則制定は、大きな混乱の中にある。SECが作成したPROXY ACCESS の最終案では、株式の3%以上を3年間以上継続して保有する株主（または株主グループ）は、取締役数の25%以下（または1名）の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する株主総会議案説明書（Proxy statement）に記載できるとされた。これによって、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになる。わが国の株主提案権に比べれば、持株数・期間の制限が厳しいし、提案取締役数の上限があるなど、株主にとってはかなり使いにくい制度であるように思える。しかし、従来は、取締役選任を株主が経営陣と争おうとするならば、委任状争奪を伴うかなりコスト高の方

1) "Dodd-Frank, Compensation Ratios, and the Expanding Role of Shareholders in the Governance Process" Robert Brown, Jr.
<http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/Brown-Executive-Compensation-and-Shareholders.pdf>

法しかなかったのに比べれば、株主主導の取締役選任を劇的に容易化するものといえるだろう。

PROXY ACCESS に対する経営者団体の警戒感
は強く、これが許されれば特殊な意図を持った者が取締役になり、むしろ企業価値を減少させるような経営判断を下す恐れもあるとして反発していた。経済的利益を目的とせず、特定の政治的・社会的な主張を実現することを目指す株主が取締役を送り込めば、一般株主の利益とは一致しない経営が実現する恐れがある。また、オプションなどデリバティブ商品を用いて、株価下落が自身の利益になる状況（これをエクイティ・デカップリングということがある）を作り出した株主が、取締役選任を求めるかもしれない。そうした恐れが払拭できないために、米国の経営者団体である米商工会議所（the U.S. Chamber of Commerce）とビジネス円卓（the Business Roundtable）は、共同で PROXY ACCESS の内容や実施時期の再考を求めて提訴し、規則案の無効が決定された。

S E C は、性急な実施により不測のコストを要したり、不明確な規制が無用の混乱を生じる恐れがあるとの見方に配慮し、これを避けるために再検討を行うことを決めた。PROXY ACCESS によって生じる利益と損失をあらためて推計した上で、新たな規則案を提案することになる。当初は2010年11月中に規則を施行し、2011年の株主総会からは PROXY ACCESS を利用した株主提案による取締役候補者が現れるものと期待された。しかし、規則制定作業は遅延しており、S E C のシャピロ委員長自身、現在のところ新たな規則案の提案は予定に上がっていないと述べている²⁾。

2012年の株主総会シーズンには、S E C の規

則と同旨の制度を企業に導入するよう求める株主提案が多数出されている。こうした株主提案のうちには、株主総会議案として不適切であるため総会議案からの削除をS E C が認めるものもあれば、そのまま総会に諮られるものもあった。株主提案の取り下げと引き換えに、会社側がこれを導入することを承諾する場合もある。S E C 規則制定までの過渡期であり、各社の対応はまちまちである。

3) 紛争鉱物開示規則の制定

D F 法には、図表2の1502条以下に見られるように金融改革とは関係のなさそうな規定が幾つか設けられている。これらは、D F 法が議会で検討されている中、決議の最終段階が近づいたところで新たに組み入れられた条項である。企業の情報開示に関するものなので、広い意味では企業がバナンス規制とも言えるが、かなり特殊な内容の開示を求めるものとなっている。この中で、CONFLICT MINERALS、すなわち紛争鉱物に関する情報開示は、S E C 登録企業に課される規制だが、サプライチェーン全体のチェックが必要になることから、日本国企業からの関心も強い。

紛争鉱物開示規則は、コンゴ民主共和国（Democratic Republic of the Congo= D R C）またはその隣接国に源泉を有するコルタン（タンタル鉱石）、錫（すず）石、金、鉄マンガン重石（タングステン鉱石）、またはそれらの派生物を「紛争鉱物（Conflict Minerals）」と定義し、紛争鉱物を使用する企業に対して年次報告書等における報告・開示義務を課す内容となっている。この開示義務は、S E C に報告書を提出している企業であれば、日本企業を含む外国企業にも適用される。

2) http://www.sifma.org/uploadedfiles/newsletters/retirement_and_savings_review/2012/summary_hfsc_secoversight4_45_12.pdf

既にSEC登録している日本企業については、影響を直接受けることになるが、紛争鉱物開示規則が企業に対して「(鉱物の) 原産国に関する合理的な調査」の実施を求めていることから、SEC登録していない日本企業についても、これらSEC登録企業のサプライチェーンに含まれている場合には、SEC登録企業から照会を受けるなど何らかの影響が及ぶ可能性を排除できない点には注意が必要だろう。

このような開示が義務付けられたのは、DRCを起源とする紛争鉱物の開発・取引が、当該地域における紛争に用いられる兵器等購入の資金源となっており、この資金の流れに影響を及ぼそうとするためである。国際紛争によって深刻化する人権侵害の抑制と併せ、投資家が紛争鉱物を使用する企業への投資リスクを適切に評価できるようにしたものと考えられる。製品に紛争鉱物を使用した部品が組み込まれていれば、国際的な不買運動の標的にもなりかねず、企業業績にも影響が生じるという考え方を持つ投資家は、紛争鉱物開示情報の速やかな開示を求めている。

しかし、紛争鉱物の使用の有無を調査するには、部品納入業者を遡る必要があり、鉱物産出の源泉がどこであるかを確認しなければならない。これには相当なコストがかかるものと考えられることから、企業側の反発は根強く、ロビー活動やキャンペーンを中心に政治過程へ影響力を及ぼしている。企業側からは、紛争鉱物開示規則の条文が不明確であり、企業の義務の範囲を明確に確定できないだけでなく、開示コストが過重になるとの声も聞かれる。規則制定に先立ってSECが行った開示コストの予想額は約7,100万ドルであったが³⁾、

実際はその100倍以上の負担を企業に強いるとの推計もあり、現時点で90億ドルから160億ドルという推計と、79.3億ドルという推計が公表されている⁴⁾。この負担を回避し、または軽減させるため、規則の施行延期、段階的施行、少量利用の適用除外(紛争鉱物の含有量が基準以下である場合には開示義務を課さない)など、規則案に関する意見が産業界の団体から相次いで提出されている。

2010年12月に一度は規則案が出されたが、その後意見募集期間の延長などがあり、最終案には至っていない。2012年6月までの規則採択を予定しているが、現在のところいまだ採択されていない。

3. 欧州等における企業ガバナンスの見直し

企業ガバナンスの見直しは、米国以外の各国でも進んでいる。欧州では、欧州委員会の指令に基づいて各国が制度の改正に取り組んでいる。株主提案の容易化や総会開催請求権、投票結果の公表など株主権の拡大が進んだ。また、経営者報酬の決定プロセスに株主を関与させるSAY ON PAYは、英国をはじめ欧州諸国でも広く実施されるようになった。

しかし、改革の効果については疑問も多い。欧州の国々で採用されることの多い企業・経営者の自主的対応を期待する「COMPLY OR EXPLAIN」型の規制の実効性は必ずしも所期のとおりではない。ベスト・プラクティス事例を見れば機能しているように見えるが、そうではない場合も多いようだ。欧州は企業ガバナンス改革の実効を上げるため、さらなる改革に取り組んでいる。

3) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63547.pdf>

4) 前者の推計は The National Association of Manufacturers、後者は Tulane University による。

1) 欧州の企業ガバナンス改革

欧州委員会は、企業ガバナンス改革に関するグリーンペーパーを2011年4月に公表し⁵⁾、これに対する意見の募集を行った。11月にはその結果が取りまとめられたが、全ての論点で意見は錯綜している⁶⁾。グリーンペーパーは、特定の政策決定のプロセスにおいて「議論のたたき台」として当局が提出する提案書であり、今回の意見募集の結果を反映させた次の段階に進むこととなる。

これまでも欧州委員会では、株主ガバナンスの実効性を向上させるために、株主提案の容易化やSAY ON PAYなどを進めてきた。今回のグリーンペーパーでは、株主ガバナンスの強化だけでなく、役員構成の強制的な多様化やガバナンス規定のあり方にまで踏み込むものとなっている。

グリーンペーパーが提起している主な論点は次の3つだ。

- ①取締役会について、女性の参画推進や、構成メンバーの専門知識の多様化などのダイバーシティ推進が問われている。また、取締役の機能の強化を図るための制度改革もテーマとなっている。
- ②株主エンゲージメントの強化も指摘されている。持続可能で長期的な企業の成長を図りつつ、少数派株主の利益を守りながら実効的なエンゲージメントを行うための制度づくりをいかに進めるかということだ。エンゲージメントの前提として、株主の判明調査を容易にすることも検討される。株主名簿上の名義と実質株主が食い違うことが珍しくない現状では、エンゲージ

メントにおける対話相手の特定も困難であるため、実質株主を会社側が把握しやすくすることの是非も問われている。

- ③企業ガバナンス規定 (corporate governance code) の実効性をいかにして確保し、株主や社会公共に有用な情報を提供するかも課題となっている。欧州のガバナンス規定は、「COMPLY OR EXPLAIN」型の規制で、標準的な規定を遵守するか (COMPLY)、そうしない場合はその理由を説明する (EXPLAIN) ことになっている。しかし、EXPLAIN を選択した事例の60%以上で、会社が十分な説明を提供していない。何ら説明もないか、あるいは一般的または限定的な説明だけを提供したかであったという。そこで、EXPLAIN について詳細な規則を設け、監督機関による監査の対象とすべきかどうかは課題となっている。

グリーンペーパーに対する意見は次のようなものであった。

- ①の取締役会の構成メンバーの多様化については、何らかの規制が必要と考える意見と、不要と考える意見は、ほぼ半々に分かれたという。また、規制が必要としても、欧州全体で規制するか、各国レベルで行うべきかも意見が分かれている。取締役へ女性を選任すること自体は、望ましいという意見が多数であったが、取締役に女性定員を設けるなどの案には、抵抗感が強い。また、取締役選任は、株主の権利であって、女性定員制はこの権利を侵害することになりはしないかという意見

5) < 翻訳 > 欧州委員会 緑書 (GREEN PAPER) 「EU のコーポレートガバナンスの枠組み」 谷口友一 関西学院大学『法と政治』62 巻3号 (2011 年10 月)

6) "FEEDBACK STATEMENT SUMMARY OF RESPONSES TO THE COMMISSION GREEN PAPER ON THE EU CORPORATE GOVERNANCE FRAMEWORK"
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

もあった。

②の少数派株主の権利保護について、特別な仕組みを導入する必要性については、反対する意見が多かった。このような仕組みには、濫用の恐れがあるからだ。株主の把握を容易にする制度の充実については、多くの支持があった。株主が誰であるかが分かりづらい状況は改められるべきであるという見解は広く共有されているようである。しかし、ここでも欧州全体として制度を構築すべきか、あるいは各国別に対応すべきであって、各国の制度間で調和を取るようになるべきかは意見が分かれる。また、このような仕組みを新たに導入する必要はないという意見もあれば、株主の情報は時に秘匿されるべき必要もあるので、株主の判明の容易化自体に異を唱える意見もあったという。

③でも意見は多様であり、標準的な規定を遵守していない場合はその理由を説明することの必要性は多くの意見で指摘されているが、これを法的に規定すべきかどうかは、意見が分かれているようである。基本的には、欧州委員会加盟各国で検討すべきであって、欧州全体の統一的規制は好ましくないという意見も多い。

2) 英国のコーポレート・ガバナンス改革

サブプライム問題を引き金とした金融危機は、多くの投資銀行が本拠を構える英国の金融規制当局にも様々な改革を促す圧力となっている。欧州委員会指令に基づく制度改革に取り組むだけでなく、投資家側からの働きかけによるガバナンスの改善に可能性を見いだしているようにみえる。企業ガバナンスを企業側の問題としてのみ捉えるのではなく、機関投資家による経営監視機能の強化という方向が英国では特徴的である。株主の立場

から企業に影響を及ぼし得る機関投資家に対しては、従来以上に積極的な経営監視機能の発揮が期待されるようになった。

もともと、英国におけるコーポレート・ガバナンスに関する基準としては、1998年に財務報告委員会が制定した統合規範（Combined Code）があり、企業と機関株主（Institutional Shareholders）が遵守すべきガバナンスの原則を規定していた。この中では、機関株主に対し、企業との相互理解を深化させるため、企業への働きかけ（エンゲージメント）を求めており、議決権行使を含む様々な取り組みが推奨された。その後、金融危機における金融機関のガバナンス不全に対する反省に基づき、2009年2月から国内金融機関（銀行）のコーポレート・ガバナンスの見直しを開始された。その結果、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の責任原則を定める受託者責任規範（Stewardship Code）が2010年7月に設けられた。これによって、統合規範は、機関投資家向けの受託者責任規範と企業向けのコーポレート・ガバナンス・コードにそれぞれ純化することとなった。受託者責任規範では、投資家などの短期収益志向が金融機関のガバナンスに悪影響を与えるとの懸念から、機関投資家に対し「企業の長期リターン改善に寄与すること」が強調されており、具体的にはエンゲージメント活動が重要視されている。また、企業と機関投資家の相互理解を促進する観点から、機関投資家自身の投資方針や活動内容の開示を求めている。

こうした規制動向から明らかなように、英国では、機関投資家の監視機能に期待するところが大なのだが、その実効が上がったかというところでもないようである。英国は、欧州で最も早く SAY ON PAY を実施したが、それが経営者報酬の適正

化に結びついているかといえば、疑わしい。経営者報酬は、一般物価や従業員賃金と無関係に上昇をしているだけでなく、株価下落の影響も受けていないように見える⁷⁾。これは、経営者報酬の適正化を実現するために、投資家と経営者の利害を一致させるという手段が機能していないことを意味している。

こうした状況を受けて、英国では、民間企業・技術革新・技能省（以下、企業省）が、経営者報酬に関する新たな規制等企業ガバナンスの変革を検討中だ⁸⁾。現在検討中のガバナンス改革の骨子は次に掲げるとおりだ。

- ①経営者報酬についての株主総会決議に拘束力を持たせる。英国のSAY ON PAYは、株主総会の決議に拘束力がなく、Non-Binding votingとかAdvisory votingと呼ばれる。これは、英国に遅れてSAY ON PAYを導入した欧州諸国の多くや米国でも同様だ。しかし、拘束力のない決議が経営の判断に与える影響は観察された限りでは小さく、報酬が企業業績と関連性なしに高額化し、物価上昇率や労働者の賃金増加率をはるかに上回るペースで上昇が続いていた。企業省が検討するガバナンス改革案では、SAY ON PAYの決議に拘束力を持たせるという。また、SAY ON PAYの決議の可決要件を厳格にし、75%の賛成を必要とする方針だ。
- ②取締役会のダイバーシティを進める。経営者報酬の決定に多様な意見を反映させるには、決定機関である取締役会の構成に多様性を持たせる必要がある。そこで、企業省では、多様な経

歴・属性を持つ取締役の選任を義務付けることを検討している。

- ③報酬報告書を簡潔化する。報酬報告書には、多様で複雑なデータが開示されており、注意深く読めば、経営者報酬がどのようなものであるか理解できる。しかし、多くの株主にとっては、膨大な資料を読み解くにはあまりにも専門的過ぎるという問題がある。理解を助けるための簡潔な記述が必要とされるようになっていた。経営者報酬を決定するための指標はどのようなものであるか、他の支出項目（人件費や開発投資など）と比較して、報酬の大きさはどうであったかなどを簡潔明瞭に記すための経営者報酬報告書の開示項目が改められる見通しである。
- ④経営者報酬プロセスに従業員を関与させる。経営者報酬を決定するにあたり、従業員の賃金を勘案し、従業員の意見を求めることとされる。

英国では、株主総会の非拘束的決議という方法の限界が見えていることから、以上のような方策が検討されるに至ったといえよう。多くの国々は、英国を倣ってSAY ON PAYを導入したが、決議の拘束力がないところも同じくしている例が多い。英国の今回の検討は、欧州や米国など非拘束的決議によって、経営者が自主的に報酬体系の適正化に取り組むと期待している国々にも影響を及ぼすのではないだろうか。

3) オーストラリアのSAY ON PAY

オーストラリアでも2005年からSAY ON PAY

7) "SAY ON PAY: SIX YEARS ON - LESSONS FROM THE UK EXPERIENCE" Railpen Investments and PIRC Limited 2009年9月

8) "Government action on executive pay"

<http://www.bis.gov.uk/news/topstories/2012/Jan/government-action-on-executive-pay>

が実施されているが、2011年にはそれが一層強化された。オーストラリアでも、SAY ON PAY 議案の決議に企業側を拘束する強制力はなく、株主の意向を問うにとどまるアンケート調査のようなものだ。オーストラリアの新制度は、この点を変更するものではないが、2年続けて SAY ON PAY 議案に 25%以上の反対票が出ている場合、取締役選任の株主総会が再度開催され、経営者報酬を決める取締役の適否を株主があらためて判断する仕組みが導入された。これを俗に「ツーストライク・ルール」という。

ツーストライク・ルールの概略は次のとおりだ。

- ①ある年の経営者報酬報告書 (remuneration report) の承認議案について議決権の 25%以上が反対した場合 (ワンストライク)、次年度の経営者報酬報告書には、株主の意見を考慮したかどうか、考慮したのであればその内容、考慮していないのであればその理由を記す。
- ②次年度の経営者報酬報告書承認議案とともに、取締役について再度信任を問う新たな株主総会 (spill meeting) を開催するべきであるかどうか、株主の意向を問う議案 (spill resolution) を同じ株主総会で諮らなければならない。
- ③次年度の経営者報酬報告書承認議案でも 25%以上の反対票があり (ツーストライク)、かつ spill resolution が可決された場合には、90日以内に取締役の再任を問う spill meeting を実施しなければならない。

ツーストライクの後で取締役を入れ替えるための株主総会 (spill meeting) を開くべきであるかは、spill resolution に対する株主の投票で決める。経営者報酬に問題があるとしても、取締役を刷新するまでの深刻な状況ではないと考える株主が多数

であれば、spill resolution は可決されないだろう。また、可決して spill meeting が行われたとしても、取締役の入れ替えが行われるかどうかは、株主がその時点で再考することになる。ツーストライクで即アウトになるのではなく、株主の意思を確認するいくつものプロセスがあるということである。

4. 日本の企業ガバナンスへの影響

米国、欧州等でのガバナンス改革の現状を概観してきた。経営者報酬の適正化や情報開示の充実といった対策が検討されてきたが、効果の不明確さや過剰規制などの問題も認識されるようになったことが分かる。極端な事件に対応した応急的処置を平常時に適用することになっては、様々な不都合が生じるであろう。一步退いて規制のコストと便益を比較するアプローチに回帰しなければならない。

新たな熟慮のステージに入ったように見える世界の企業ガバナンス改革の流れであるが、これはわが国にどのような影響をもたらすだろうか。従来欧米では、経営者報酬が株主の関与なしに決定されてきたが、これがここ数年で様変わりし SAY ON PAY が普及したことは、海外機関投資家が経営者報酬問題に関心を強める契機となっている。わが国の上場企業に投資をする海外の機関投資家であれば、日本の経営者報酬にも関心を持つと考えなければならず、外国人株主が多い企業の場合には、報酬に関連する議案に対して多くの反対票が出る恐れがあろう。米国における SAY ON PAY の開始によって、海外投資家は経営者への報酬のあり方に対して従来以上に関心を抱くようになっていく。経営者報酬の詳細が開示される欧米の状況に比較して、日本の退職慰労金の詳細は全

く不明という現状を見れば、その決定プロセスや透明性について一層厳しい判断が下されるのは当然の成り行きであろう。こうした海外投資家が経営者報酬議案をどのように評価するかを、機関投資家向けに議決権行使の助言を行うコンサルティング会社の日本株に関する助言方針の変更点を通して見てみる。議決権行使助言の大手は、ISS (Institutional Shareholder Services) とグラスルイス (Glass Lewis) の2社であるが、それぞれ助言方針を設けて、日本企業の株主総会議案に賛否推奨を行っている。

グラスルイス⁹⁾では、報酬委員会の委員長をCEOが兼務している場合には、CEOの取締役選任議案に反対を推奨する。これは、自分の報酬を自分で決めるようなものだからだ。また、CEOが報酬委員会のメンバーである場合には、委員会の委員長は社外取締役であるべきともしている。CEOが報酬決定へ強い影響力を持つべきではないという判断に基づくものと思われる。また、退職慰労金贈呈議案で贈呈対象者が社外役員のものや、金額が明示されていないものには、引き続き反対するということである。金額が明示された場合には、ケース・バイ・ケースで判断するという。退職慰労金は、勤続年数を乗じて算出する例が多いが、これは業績連動型を好む海外の投資家からの評判は極めて悪い。従って、金額が明示されたとしても、算定方法によっては反対投票が推奨されることもあり得よう。

業界最大手のISSは、2011年11月17日に新たな判断基準¹⁰⁾を公表しており、ここでも報酬関連での見直しがあった。役員報酬の上限改

定議案について賛成できる場合の要件に、その理由が合理的に十分に説明されていること、というものが付加された。すなわち、上限引き上げの説明が不十分であれば反対投票を推奨することとなる。また、ストックオプションについて賛成するための要件を一部緩和する。役員報酬の上限改定については、その必要性が具体的に説明されるか、または業績連動型報酬の導入や増額を理由とするのであれば、賛成と判断する。行使価格が1円のいわゆる「報酬型ストックオプション」については、従来、具体的な行使条件が明示されないものには反対を推奨してきたが、付与から3年間未満は行使が禁止されている場合、あるいは退職前の行使が禁止されている場合は、業績条件がなくとも例外的に反対を推奨しないと改められた。これは、たとえ行使価格が1円であっても、株主と利害を一致させる効果はあるのだから、業績連動型報酬と考えられるとの判断によるものと思われる。

現在の欧米で進められている制度改正の方向は、企業ガバナンスを实のあるものとするため株主による経営監視機能を高めるところにある。これまで記してきたように、ここ数年で大きな進展を見たのは、経営者報酬の透明化とその決定プロセスへの株主の参加だが、日本は、役員報酬の総枠を株主総会が決定するという点で欧米よりもはるかに先んじている。しかし、報酬に関する情報の透明性は著しく劣っており、個別開示は限定的であるし、報酬の基本方針でさえ多くの場合不明としか言いようがない。

議決権行使助言会社の助言基準改定を見ると、

9) "Proxy Season Preview 2012" Glass, Lewis & Co., LLC

10) "International Corporate Governance Policy 2012 Updates"

http://www.issgovernance.com/files/ISS_2012InternationalUpdates20111117.pdf

経営者報酬の透明性確保と業績連動という世界的な潮流がわが国の株主総会議案の賛否推奨にも影響を及ぼしていることが明白だ。海外の株主が多い企業にあっては、経営者報酬について不十分な情報開示にとどまる場合には、厳しい投票を受けることになるだろう。既に、2010年3月から、有価証券報告書に会社法上の役員（執行役を含む）の報酬が1億円以上の場合は、個別に開示することとされた。また2012年3月から銀行や証券会社などは、報酬委員会など報酬等のガバナンス・監督体制、報酬等の設計・運用の適切性、リスク管理・業績連動との関係、報酬等の種類・総額・支払い方法などについて開示することとされた。しかし、これは、一般の事業会社には適用されない。

日本の報酬は比較的低いが、重要なのは経営者が真摯に経営に取り組む動機付けとなっているかどうかだ。報酬に関する情報開示は厚みを増しつつあるものの、いまだ欧米の水準には届いていない。また、報酬の総枠は株主が決めるとはいえ、実際に支払われる報酬の適切性を株主が審査する仕組みも日本ではいまだ作られていない。報酬に関する情報開示と株主の関与を定める欧米流のSAY ON PAYは、広く普及しつつあり、同様の制度を整えていないことが、日本の企業ガバナンスの次の課題として指摘されかねないといえよう。

[著者]

鈴木 裕（すずき ゆたか）



環境調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンスと投資家
行動、投資家の議決権行使