

2015年9月17日 全5頁

業績連動型報酬の行方

懸念を呼ぶ英国役員報酬の高額化

ロンドンリサーチセンター
研究員 沼知 聡子

[要約]

- 英国では上場企業における役員報酬の高額化が進み、高額化の主因とされる業績連動型報酬に対し、是非を問う声も強くなっている。抜本的な改革の必要性が指摘されるが、企業内から改善が進むか今後の動向が注目される。
- 業績連動型報酬や株式報酬の導入を促し、攻めの経営を後押ししようとする日本では、英国の例を他山の石とし、業績連動型報酬の持つ危険性を踏まえたうえで、今後の報酬設計が行われることが期待される。

「攻めの経営」に向けた業績連動型報酬の導入

日本では経済産業省が2015年8月末にとりまとめた平成28年度の税制改正要望事項に企業役員報酬への税制優遇拡大が盛り込まれた。具体的には、コーポレート・ガバナンスが強化されている上場企業等を対象に、役員給与の損金算入が認められる範囲を見直し、自己資本利益率（ROE）や連結売上高などの指標も利用した多様な業績連動型報酬や株式報酬の導入を促し、企業経営者に「攻めの経営」を勧奨するものである。日本企業の役員報酬に占める固定報酬部分の割合は相対的に高い¹といわれており、この税制改革が実現すれば業績連動型報酬の採用企業数の増加も期待される。なお、日本経済新聞が7月に発表した上場企業の役員報酬集計によれば、2015年3月期に1人当たり1億円以上の報酬を支払った企業は208社（前期比18社増）、1億円プレイヤーは408人（同52人増）を記録するなどいずれも過去最高を記録した²。

一方、英国では取締役報酬の高額化が進んでおり、格差の助長につながるなどの批判はもとより、高額化の主因とされる業績連動型報酬の是非が長く問われてきている。本稿では、英国取締役報酬の現状とその問題点について概説する。

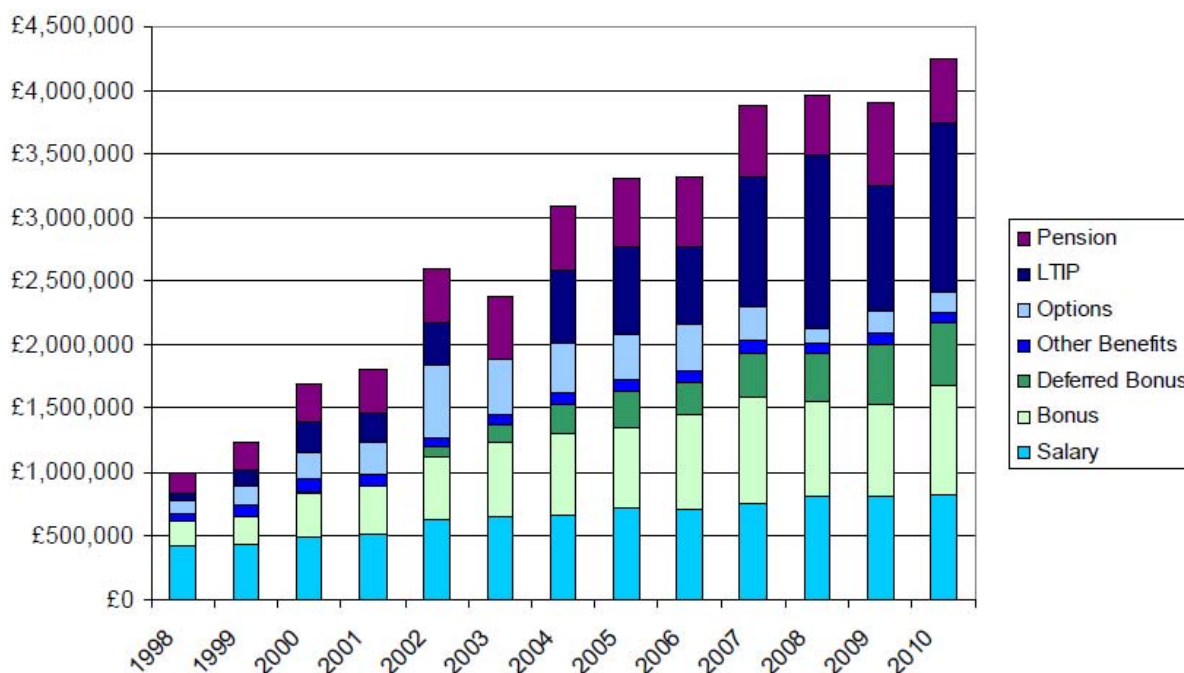
¹ 2015年3月に経済産業省が発表した「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」によれば、業績目標を100%達成した場合の固定報酬・各業績連動報酬の報酬額の割合において、固定報酬は約80%を占めている。

² 2015年7月18日付の日本経済新聞電子版記事「業種別にみる報酬1億円以上の役員一覧」

取締役の報酬を巡る経緯

英国の取締役報酬におけるインセンティブの構造は、1990年代を通じたコーポレート・ガバナンス改革により形作られたといっても過言ではない。1980年代よりボーナスやストックオプションが取締役報酬のパッケージに広く取り入れられるようになり、報酬の高額化が物議を醸すようになった。さらに企業不祥事が相次ぎ、1992年にコーポレート・ガバナンスの財務的側面に関するキャドベリー委員会報告書³が発表されるに至った。同報告書により取締役報酬に関し、社外取締役で構成される「報酬委員会」が役員報酬を規定し、取締役が株主に対し一次的な説明責任を負うという原則が確立された。続いて1995年発表の取締役報酬に関するグリーンブリー委員会報告書⁴では、取締役報酬が業績を反映することの必要性が強調されている。業績を長期的な観点で、また他社と比較して報酬に反映するために、株式総利回り（TSR：Total Shareholder Return）などが主要指標としてとして利用されるようになった。

図表 1 FTSE100 企業 CEO の報酬総額平均と FTSE100 指数および株式総利回りの推移



(出所) Department for Business Innovation & Skills “Executive Remuneration: Discussion paper”

これら報告書の提言を受け、英国の主要上場企業における取締役報酬は、基本給や年金拠出金などに業績連動型報酬⁵を加えた形が一般的となっている。1990年代後半からの取締役報酬の

³ 財務報告評議会（FRC）とロンドン証券取引所、公認会計士団体により設立されたキャドベリー委員会がまとめた報告書。一連の企業不祥事を受け見直しの必要性が指摘された企業の財務報告や説明責任についての提言を行い、上場企業が順守すべき行動規範を提示した。

⁴ 取締役報酬の高額化に対する懸念を受け、英国産業連盟（CBI）のイニシアチブにより設立された取締役報酬の研究グループ（グリーンブリー卿が座長）がまとめた報告書。取締役報酬の決定における行動規範を示した。

⁵ 本稿では基本給のように事業年度開始時点で支給額が固定されておらず、事前に設定した尺度に対する企業や個人の業績に応じ支給額が決まり、基本給とは別途支給されるものを指す。

推移をみると基本給の穏やかな伸びに比べ、業績連動型報酬の増加には目を見張るものがある。業績連動型報酬の典型例は現金や株式で給付される年次ボーナスなどの短期インセンティブや、ストックオプションやパフォーマンスシェアなど企業の長期的業績を反映させる長期インセンティブプラン（LTIP：Long Term Incentive Plan）である。報酬決定には個人的な目標を含め様々な尺度が利用されるが、なかでも主要な指標として、年次ボーナスには1株当たり利益（EPS：Earnings Per Share）、LTIPにはTSRやEPSが挙げられる。なお、ボーナスとLTIPに共通の指標を利用する企業も多く、単一の成果が異なる時間枠で2回報われる、取締役にとっては好都合な事態を呼んでいる。また、現金ではなく株式で支給される報酬の比率が高くなりつつある一方、繰り延べ対象となる報酬の割合も拡大している。実際に報酬が支給されるまで一定期間が設けられ、株式の場合には取引が可能になるまで更に一定期間が必要となるうえ、過失や業績不振に際しての減額や回収の対象にもなる⁶。このような構造変化により取締役報酬は著しく複雑なものとなっている。また、ボーナスやLTIPを利用する企業が増加する一方で、報酬総額に占めるこれらの価値も同様に増加している。

規制面をみると、上場企業は事業年度ごとに取締役報酬報告書を作成し、取締役会での承認を経て、（事業報告書や計算書類と同様に）株主や社債権者、株主総会の通知を受ける者への配布、ウェブサイトでの公開などが義務付けられている。また、取締役報酬報告書には①報酬委員長の意見、②取締役報酬に関する方針（報酬方針）、③当該事業年度における報酬方針の実施状況に関する報告書（実施報告書）を含むことが要件とされる⁷。

図表 2 取締役報酬報告書における報酬内訳の一例

	Salary £000		Role Based pay £000		Taxable benefits £000		Annual bonus £000		LTIP £000		Pension £000		Total £000	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
XXX	1,100	1,100	900	-	100	130	1,100	-	1,800	-	300	300	5,300	1,530
XXX	800	170	700	-	90	14	900	1,200	-	-	200	40	2,690	1,424

（出所）英国上場企業の年次報告書を基に大和総研作成

なお、報酬方針は取締役が受け取る資格のある報酬の全要素をはじめ、企業がどのように報酬を支払うのか、それが企業の長期的な戦略および業績にどのように資するのかを規定するものである。実施報告書には各取締役の報酬内訳とその総額を表形式で記載することまでも求められる（図表 2 参照）。報酬方針は少なくとも3年ごとに株主決議による承認を必要とし、これを変更する場合にも株主総会での決議が求められる⁸。実施報告書も報酬方針と同様に株主総会での決議を必要とするが、これはあくまで勧告ベースのものであり、拘束力は持たない。しかし、報酬方針が株主承認の対象とならない事業年度において、実施報告書が承認されなかった

⁶ 既に支給した金銭ボーナスや株式インセンティブを、内部規定や行動規範に違反した場合や、事前に設定した水準よりも業績が悪化した場合などに回収する（クローバック）や、繰り延べ支給対象となっている報酬を減額・没収する（マルス）規定などがある。

⁷ 英国会社法第15編が取締役報酬の枠組みに関する中心的な規制となり、開示内容などの詳細については企業規制改革法および大・中規模会社・グループ（計算書類と報告）（改正）規則が規定する。

⁸ それまでも株主総会での決議は必要とされていたが、あくまで勧告ベースであり、企業規制改革法によりいわゆる「Say on Pay」が強化され、役員報酬の高額化への歯止めが期待されている。

場合にはその翌事業年度に報酬方針の承認が必要となる。

また上場規則により、財務報告評議会（FRC）の英国コーポレートガバナンス・コードにおける報酬についての原則順守が要求される⁹。同原則は①業務執行取締役の報酬が企業の長期的な成功を促すよう設計され、②業績連動要素が厳格に適用されること、また③報酬方針や各取締役の報酬パッケージの決定には公式かつ透明性のある手続きを設け、④自らの報酬決定への取締役の関与が禁止されている。

規制の主眼は報酬決定のプロセスとその開示にある。これは企業の長期的な成功に貢献した取締役への対価となる報酬は、適切に構築され、企業の戦略的目標と明確に連携されていれば、企業の安定と成長を促進する重要な手段となり得るという認識が根底にあり、寛大な報酬自体を問題視するわけではないという政府の姿勢が窺える。また、MBAホルダーを多く抱える英米の上場企業の経営幹部は、いわば経営のプロとして企業や業界の枠を超え要職に就くことも稀ではない。業績回復や事業再建など著しい成果を挙げれば、さらなる厚遇を求めて転職することも、結果が伴わなければ当初の任期途中で解任されることもある、市場原理の明確な世界である。適切かつ透明性あるプロセスを経ていれば、高額な報酬も当然という論理が成り立つ。

取締役報酬に対する批判

しかしながら、2014年のFTSE100企業CEO平均報酬は約496万ポンド（約9億円）、英国のフルタイム従業員給与（中央値）の実に183倍に相当する（2010年は同160倍）¹⁰。国民の怒りのもとより、取締役報酬の抜本的な見直しの必要性が学識者や機関投資家のみならず、取締役自らからも指摘されている。不当なまでの高額化が進んだ要因としてまず挙げられるのが、必要以上に複雑化した報酬形態である。現金や株式ベースの違いに加え、短期や長期の達成目標が設定され、達成度合いを測るためにEPSやTSRなど夥しい数の指標が用いられ、取締役報酬報告書は時に30ページを超える（何をすれば目標達成になるのか、困惑する取締役もいる）。特に、株式ベースの報酬の価値を正確に評価することは難しく、株主総会での承認が持つ意味を疑う声も強いという¹¹。また、取締役報酬の開示が義務付けられたことも、取締役が同業者と同水準あるいはそれ以上の報酬を要求する傾向を強め、高額報酬をステータスシンボルとしたとの示唆もある。複雑な報酬形態や開示要件は、報酬コンサルタントへの需要を生んだが、報酬コンサルタントがさらに複雑かつ高額な取締役報酬を招いたと指摘する識者も多い。

また、独立系シンクタンクのHigh Pay Centreは2015年5月に発表した報告書¹²において、業績連動型報酬の機能不全を指摘し、相応の報酬を与えるためにもよりよいコーポレート・ガ

⁹ 大和総研 菅野泰夫著「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向」（2014年12月1日）を参照 http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141201_009145.pdf

¹⁰ <http://highpaycentre.org/pubs/new-high-pay-centre-report-executive-pay-continues-to-climb-at-expense-of-o>

¹¹ 2014年におけるFTSE100企業株主総会での報酬方針に対する否決票は平均で5.9%、2013年の株主承認要件の導入以来、報酬方針が否決された事例は生じていない。

¹² “No Routine Riches” http://highpaycentre.org/files/No_Routine_Riches_FINAL.pdf

バランスの必要性を強調している。同報告書ではまず業績連動型報酬そのものが取締役に誤ったインセンティブを与えている可能性を示唆し、EPS や TSR は企業という複雑な有機体を評価するにはあまりにも粗雑な尺度であるうえ、取締役が高額の報酬を目指し、業績目標を操作するため自社株買いや短期的なコスト削減、過少投資など当該企業にとって最善策とならない措置を誘発する危険性に触れている。さらに企業の成功において取締役個人の貢献度を特定することの難しさに加え、報酬決定プロセスにおける利益相反の可能性を指摘している。FTSE100 企業の報酬委員会の 3 分の 1 以上は他企業の取締役で構成されており、自身の報酬が相場レートに応じて設定されることに鑑みれば、当然ながら高額な報酬が許容されるという。そして、業績連動型報酬の支払いが頻繁に行われており、本来であれば目標を達成し特例的に支払われるべき報酬が半ば慣行化している事態を指摘し、実証的なデータからも企業業績と取締役報酬の相関は弱いと結論づけている。この結論を踏まえ High Pay Centre は取締役報酬として LTIP を廃止し現金のみを支給すること、企業独自の広範な達成目標を設定し、特に生産性を重視すること、報酬委員会における多様性を拡大することなどを提言している。

保守党政権下、緊縮財政が続く英国では取締役報酬に対する注目は非常に高く、株主総会シーズンになると、高額報酬を受ける企業幹部のリストが報道されるなど、取締役報酬は庶民から政治家までが一家言持つトピックである。また、近年懸念されている生産性の低下も、経営陣への過度のボーナスを優先したゆえの企業投資の低下によるものという見方も強い。LTIP を廃止して現金のみ支給という上述の High Pay Centre の提言は極端なものではあるが、不当なまでの高額報酬に対し是正を求めるといった点では多くの支持を受けている。

他山の石となるか

英国における業績連動型報酬への批判は今に始まったことではない。それでも抜本的な改革が進まないのは、既得権益者に自浄能力が期待できないためであろう。しかし、経済的格差が広がる昨今では、高額報酬に対する世論の怒りは大きく、企業に対する信頼を損ねる要因として危惧もされている。変革の必要性を突き付けられている企業がいつ行動をとるのか、注目されるどころだ。一方、経営風土の大きく異なる日本では、業績連動型報酬が広く利用されるようになったとしても、英国同様に役員報酬の高額化が進むとは考えにくい。しかしながら、英国の現状を他山の石として業績連動型報酬の持つ危険性を踏まえたうえで、今後の報酬設計が行われることが期待される。