

2016年12月1日 全6頁

# 英国ガバナンス改革のグリーン・ペーパー

## 経営者報酬に対し労働者等が監視する仕組みの強化を目指す英国

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 英国政府は、コーポレート・ガバナンス改革に関する方針（グリーン・ペーパー）を公表し、意見募集を行っている。
- 経営者報酬の決定プロセスに労働者等の意向を反映させる仕組みを設けることなどを主な内容とする。
- 機関投資家は、経営者報酬に関する議案が株主総会で付議されればその内容を精査して賛否を決めなければならないが、必ずしもこの問題を重要視しているわけではない。
- わが国では、グリーン・ペーパーに示された諸制度について、未導入または不十分であるため、今後の課題として浮上してくる可能性を否定できないだろう。

## 英国政府によるコーポレート・ガバナンス改革の試案

英国政府は、メイ首相が就任以来強調してきたコーポレート・ガバナンス改革に関する取組の方針を公表<sup>1</sup>（以下、グリーン・ペーパー）し、広く意見を募集するための手続きを開始した。今後、企業や機関投資家等から、意見を求め制度化を進めていくことになる。メイ首相は、富裕層や一握りの人々のためでなく英国国民一人一人のためになるような国を作るとの施政方針を示している。コーポレート・ガバナンスに関しては、特に経営トップの報酬の決め方や情報開示の内容に関心をもって、改革を進めようとしている。

公表されたグリーン・ペーパーでは、経営者報酬に関する決定プロセスの在り方や情報開示について、様々な選択肢を提示している。以下、そうした選択肢のうち、今後の検討の焦点になりそうなものをいくつか紹介する。

<sup>1</sup> 英国政府 (GOV.UK) “Corporate governance reform: green paper” (29 November 2016)  
<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>

- ① 各企業において CEO と平均的な労働者の報酬額・賃金額の倍率を公表する。
- ② 企業の報酬委員会の実効性を高めるとともに、CEO 等経営者の報酬の決定について労働者を含めた利害関係者が一層関与を強くできるようにする。
- ③ CEO 等経営トップの報酬に関する株主総会議案の決議に拘束力を与える。

## 報酬・賃金格差の倍率を公表

経営者報酬が、平均的な労働者の賃金の何倍であるかを示す数字は Pay Ratio（ペイレシオ）と呼ばれており、英国に先駆けて米国で法制化され、2017 年から適用開始の予定だ。米国にならって英国でも導入が検討されることになる。

英国では、経営者の報酬が企業業績や株価、一般的な物価水準、労働者の賃金額などとは無関係に高騰し、格差の拡大を助長していると批判されることがある。Pay Ratio の公表によって、経営者と労働者の間での利益の分配状況がわかるようになる。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。Pay Ratio の大小は、例えば投資判断にどう影響するべきなのであろうか。会社ごとに報酬体系が異なるのに、単純化した数値を比較できるか問題であるし、経営者に付与される業績連動型報酬や株価連動型報酬の価値を正確に算定できるかも疑問だ。グリーン・ペーパーの中でも、労働者の賃金が比較的高い金融業とそうではない小売業の Pay Ratio は、経営者の報酬が同額であったとすると金融業の方が小さくなるが、これはどのような意味なのかという疑問を率直に記している。また、Pay Ratio を小さくするために、企業は低賃金労働者を算定の基礎から取り除こうとするかもしれない。製造過程のオフショア化やアウトソーシングが進めば、労働者の地位が不安定になる恐れも生じよう。

一足先に導入した米国では、特に国際的に事業を展開する大規模企業の場合に労働者の賃金額（労働者の賃金額の中央値）をどのように算定するのか問題になった。労働者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一定の基準に従って算定し、為替換算し直して、平均的な労働者の賃金額を測定しなければならない。労働者の範囲を確定するには、雇用形態や海外現地での慣行などを勘案する必要もあるし、月額賃金で見ると、時間給換算するのかなど、実際に Pay Ratio を算定しようとする様々な考え方があり、企業間での比較が可能になるのか、疑問は尽きない。

## 経営者報酬決定プロセスへの労働者等による関与

メイ首相は、コーポレート・ガバナンスの改革として、労働者や消費者の代表を企業の取締役会メンバーに加えることを示し続けていたが、グリーン・ペーパーには、積極的な選択肢と

してこれを盛り込むことはできなかった<sup>2</sup>。

従業員等の代表を取締役に選任するという方法にかえて、ステークホルダーの意見を経営者報酬に反映させるための様々な方法をグリーン・ペーパーでは提案している。

- 経営者報酬に関するステークホルダー諮問委員会を創設する。諮問委員会の運営方法も様々な考え方が示されており、例えば取締役会や報酬委員会へ要望を提出する方法や、諮問委員会メンバーが取締役会へ参加する方法、取締役が諮問委員会に赴く方法などである。
- 社外取締役（英国では“non-executive directors”という）が、利害関係者とりわけ労働者の声を聴取する。
- ステークホルダーの代表者を取締役会のメンバーとする。この選択肢については、グリーン・ペーパーの中で問題点を数多く指摘しており、「首相が明言した通り、労働者や他の利害関係者の代表者を取締役会のメンバーに登用するよう義務化を提案するものではない」と付記されている。
- ステークホルダーによるエンゲージメントに関する報告を強く求める。

経営者報酬の決定プロセスにステークホルダー、特に労働者の意見を反映させるための手法をどのように構築するか、様々な考え方が示されている。取締役で構成される報酬委員会に労働者の代表が参加し、経営者の報酬について意見を述べる機会を与えられるという方法が現実的なようにも思えるが、今後の検討次第というところだろう。

## 経営者報酬議案の決議に拘束力を持たせる

株主総会における経営者報酬議案を巡っては、ここ数十年の間、英国で様々な改革が実施されている。

2002年以降英国では、経営者報酬報告書の承認を株主総会の議案にし、株主に賛否を問うようになり、2006年会社法改正に受け継がれた<sup>3</sup>。企業業績等と無関係に上がり続ける経営者報酬をいかに適正化するかが問われた。解決策は、株主総会で株主に判断させようということなのだが、経営者報酬に関する決議は、非拘束的（non-binding）決議とされた。これはどれほど反対票が多くとも、経営者はそれに従わなくともいいというもので、決議とはいえ経営者への勧告としての効果しか持たなかったもので、勧告的（advisory）決議ということもある。その結果、多くの株主が反対する不相当に高額な報酬が支払われ続けているケースも少なくない。2013年10月以降開催される株主総会からは、過去部分の報酬支払承認議案と将来分の報酬方針承認議

<sup>2</sup> 鈴木裕「迷走するメイ首相の企業ガバナンス改革」（2016年11月28日、大和総研レポート）

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161128\\_011443.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161128_011443.html)

<sup>3</sup> これはSay On Payと呼ばれる。鈴木裕「SAY ON PAY」（2012年7月31日、ESGキーワード）

[http://www.dir.co.jp/research/report/esg/keyword/102\\_say-on-pay.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/keyword/102_say-on-pay.html)

案の二つに分割され、毎年付議する前者は非拘束的決議のまま、少なくとも3年に一度付議される後者は拘束力を持つと改正された。

グリーン・ペーパーの提案は毎年付議される過去部分に対応した報酬支払承認議案の決議にも拘束力を持たせるというものだ。わざわざ株主総会における経営者報酬議案の位置づけを検討課題として取り上げるのは、長年にわたる政策対応によってもこの問題が未だに解決されていないということを意味しているのだろう。

## 英国コーポレート・ガバナンス改革の焦点

グリーン・ペーパーに表れたコーポレート・ガバナンス改革の内容を見る限り、メイ首相の関心は、企業経営者の報酬をいかに適正化するかというところにあるようだ。英国のコーポレート・ガバナンスの中心課題であり、特に金融危機以降関心を集めている課題だ。

経営者報酬の適正化を実現するための方策としては、株主総会で経営者報酬に関する議案を付議し、機関投資家等株主の賛否を問う制度を導入していることは、既に説明した通りだ。機関投資家であれば、議案を読み込んで、経営者が業績向上に取り組む動機となるような報酬体系になっているかを判断するだろうと期待していたのである。その意味で英国では、機関投資家の監視機能に期待するところが大きかったのだと言えるだろう。しかし、この方法によって、目的である経営者報酬の適正化が実現し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、一般物価や労働者賃金と無関係に上昇をしているだけでなく、株価不振の影響も受けていないように見える。グリーン・ペーパーの中では、FTSE100 の指数と FTSE100 構成銘柄の CEO の報酬と推移を比較し、1998 年から指数は上下を繰り返しながらほぼ横ばいであるが、CEO の報酬は4倍以上になっている様子を示している。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ように思える。

所期の目的が満たされていない原因として、株主総会の非拘束的決議という方法の限界が指摘されるようになった。非拘束的決議では、経営者の思考や行動を変えることはできないのではないかと問題視されたのである。そこで、グリーン・ペーパーに見られるように経営者報酬議案の決議をすべて拘束的決議に変えるという方策が検討されるに至ったといえよう。

## 経営者報酬に関する機関投資家と政府の温度差

以上のように、経営者報酬は、コーポレート・ガバナンス改革の中心課題として、英国においては様々な政策対応が続けられているのであるが、これが機関投資家から見て最重要な課題かという点、疑わしくもある。Say On Pay 以降、経営者報酬の株式総会議案化が進んだことによって、機関投資家は投資先企業の議案を精査して賛否を決めなければならないのは確かだが、

だからと言ってこれを重視しているわけではなさそうだ。

英国で、機関投資家が投資先企業と対話する際の最重要なテーマは企業業績（Corporate Performance）だ（下図参照）。最もよく取り上げられるのは、経営者報酬であるが、これは、上場企業が必ず株主総会議案としているのであるから、頻度が高くなるのは当然だろう。Say On Pay 導入など、制度的な対応が進んではいるが、機関投資家にとって経営者報酬問題は特に重要度が高くはないことが読み取れよう。

英国政府は、経営者報酬をコーポレート・ガバナンスの中心課題の一つとして様々な検討を加え続けているが、機関投資家が必ずしもこれを重視していないのは、おそらく報酬問題に対する視点が異なるからだろう。経営者報酬問題は、格差の問題と考える立場と、インセンティブの適正化と考える立場があるように思える。

経営者報酬の適正化を望む声は確かに多くの機関投資家が発している。しかし、それは格差を是正するためではなく、経営者を株価上昇に駆り立てる動機を与えようという発想から始まっている。そのため、業績や株価動向とのバランスがとれているのであれば、報酬が高額であってもそれを抑制すべきという要求は機関投資家からはでてこない。報酬問題に関する機関投資家の要求は、利益を株主と適正に分かち合う仕組みづくりに株主として参加するということであろう。

図表 英国における機関投資家と企業の対話

(重要度、頻度の順位)	最も重要な対話のテーマ		頻繁に扱う対話のテーマ	
	2014年	2013年	2014年	2013年
企業業績	1	—	2	—
指導力-取締役会議長/CEO	2	2	3	3
企業の文化と戦略	3	1	4	2
取締役会・委員会構成/後継計画	4	3	5	4
経営者報酬	5	4	1	1
株式発行を含む資本構成	6	9	6	10
環境/社会問題	7	8	7	7
リスク管理/選好	8	7	10	8
M&A	9	5	8	6
コーポレートアクション及び組織変更	10	6	9	5
会計報告、監査、監査入札制	11	10	11	9
健康と安全	12	—	12	—

(出所) The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”<sup>4</sup> 第20表および第21表をもとに大和総研作成

経営者の報酬が適度な業績連動型や株価連動型であることを期待する機関投資家が多いのは、適度なリスクテイクは経営者が株価上昇を実現する動機付けとなると考えているからだ。しか

<sup>4</sup> The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”

<http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20150526-fullstewardshipcode.pdf>

し、今回のグリーン・ペーパーで導入が提言されている Pay Ratio はどうか。労働運動の中で格差問題に関して経営陣と交渉する材料とはなるだろうが、企業価値の増大を望む投資家は果たしてこれを必要とするのであろうか。Pay Ratio 開示を歓迎する声はあるが、その声の主は労組などだ。機関投資家にとって、経営者報酬の金額そのものや Pay Ratio の大きさ自体は問題ではないだろう。経営者報酬に関する情報開示や株主の視点からのエンゲージメントを求めるという制度趣旨には賛同するだろうが、格差問題との関係では、必ずしも関心をともにしているわけではない。

## 日本における今後の経営者報酬問題

グリーン・ペーパーにも見られる通り、現在の欧米におけるコーポレート・ガバナンス改革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不明としか言いようがない場合が少なくない。

日本の経営者報酬は比較的低いのが、重要なのは経営者が真摯に業績向上や株価上昇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、取締役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。経営者報酬に関する情報開示と株主の関与について、英国は長らく試行錯誤を繰り返している。コーポレート・ガバナンスの手本になってきた英国との比較をするならば、同様の制度を整えていないことが、日本のコーポレート・ガバナンスの次の課題として指摘されることもあり得そうである。