

2017年8月31日 全6頁

英国企業統治改革-メイ首相の構想は頓挫

経営者報酬に関する情報開示の充実を図るガバナンス改革

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 英国のコーポレートガバナンス改革の方針が示された。
- 就任当初にメイ首相が公約していた、従業員や消費者の代表を取締役会のメンバーにするなど急進的な改革案は、選択肢として残っているものの、実現性はほぼ無いようである。
- 機関投資家の議決権行使に関して、個別議案ごとの投票結果の開示を義務化する案は、見送りとなった。
- コーポレートガバナンスに関して英国が直面している問題は、急騰する経営者報酬の適正化だ。今回の改革方針では、報酬に関する情報開示の充実や、報酬決定プロセスに従業員等の意見を反映させる仕組み作りが目指されている。

英国政府のガバナンス改革方針

英国のビジネス・エネルギー・産業戦略省は、2017年8月29日にコーポレートガバナンス改革に関する今後の方針をまとめた報告書（“Corporate governance reform: government response”、以下「英国CG改革方針」）¹を公表した。これは、16年11月に公表した“Corporate governance reform: green paper”（以下、「グリーン・ペーパー」）²へのパブリック・コメントを踏まえて、今後の政府の取り組み方針を明らかにするものである。8月30日に初訪日した英国メイ首相は、コーポレートガバナンス改革を重視する姿勢を示し続けており、来日を機に英国のコーポレートガバナンス改革に対する関心が高まるかもしれない。

¹ GOV.UK “Consultation outcome Corporate governance reform” (29 August 2017)

<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>

² グリーン・ペーパーの概要については、大和総研レポート「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」（2016年12月1日）をご覧ください。

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161201_011458.html

17年6月の下院選挙で、メイ首相の保守党は議席を大きく失い、他党との閣外協力で政権をようやく維持した。メイ首相が16年7月の就任時に公約していた労働者代表を取締役会メンバーにするとの案は、不安定な政権基盤の中で与党内部からも反対論が強く、選択肢としては残されたものの、義務化を規定することはできず、実施されるとは考えにくいものとなった。今後具体的な進展がありそうなのは、Pay Ratio（ペイレシオ）の開示であろう。これは、経営者の報酬と平均的な労働者の賃金の倍率を示す数値であり、企業内の格差を定量的に把握することを可能にすることを目的としているようである。

コーポレートガバナンス改革に関する英国の状況は日本に大きな影響を与えている。日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、英国にならったものであり、名称だけでなく内容の類似も多い。コンプライ・オア・エクスプレイン（順守していない場合にはその理由を説明する）という、日本では馴染みの薄い規制手法さえコピーしたほどだ。英国企業に関するコーポレートガバナンス改革への取り組みが今後規制当局による咀嚼を経て、日本企業に影響を及ぼす可能性は軽視できない。しかし、この英国における改革案の背景は、日本の状況と相当異なるように見える。対処しようとする課題が日英で異なる以上、英国での事例を日本に適用するには慎重な考慮が必要になるだろう。

メイ首相の関心と取り組み方針

メイ首相は、富裕層や特権階級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、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。最近でも、ヒース元首相が1970年代の企業スキャンダルを批判して語った「資本主義に関する受け入れがたい一面 (unacceptable face of capitalism)」という表現を用いて、経営者報酬の適正化を進める決意を示した³。グリーン・ペーパーの目的は、経営者報酬を適正化するためにどのような手法が有効かを検討することであったが、英国CG改革方針でもこの関心は一層強められており、提案されている改革の多くは、経営者報酬に関わるものだ。

以下、英国CG改革方針の概要を紹介する。

経営者報酬に関する改革案

経営者報酬に関する改革案は、3つの手法が示されている

- ①コーポレートガバナンス・コードの改訂

³ Mail Online “PRIME MINISTER THERESA MAY: For Britain’s sake, it’s time to tackle the unacceptable face of capitalism” (27 August 2017)

<http://www.dailymail.co.uk/news/article-4826658/PM-Time-tackle-unacceptable-face-capitalism.html>

- プレミアム・リスティングの企業が株主総会で経営者報酬に関する議案に対して相当多くの (significant) 反対票が投じられた場合に、企業がとるべき対応について明確にする
- 経営者報酬に関する方針と全社的な賃金政策とを調和あるものとすることや、これに関する説明について、報酬委員会がより大きな責任を持つとする
- 経営者のための株式報酬は、権利の付与までに3年から5年の期間を要するものとして、報酬政策を企業の長期的成果と関連付ける

②法令の改正

- 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 (Pay Ratio、ペイレシオ) を毎年開示するとともに、報酬・賃金政策を説明する
- 複雑な株式報酬に期待される効果について、報酬政策の中で一層明確に説明する

③機関投資家の役割

- 株主総会に付議した経営者報酬議案に対して 20%以上の反対投票があった企業は、株主の懸念にどう対応するか公示するなどの対応について投資協会 (Investment Association) を交えた検討を行う

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。ペイレシオの公表によって、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。英国 CG 改革方針では法令を改正して、上場企業に開示を求める方向が示されている。

経営者報酬決定プロセスへの労働者等による関与

英国会社法 172 条では、会社の成功を促進するための取締役の義務 (Duty to promote the success of the company) について規定を置いており、その際の考慮要素として、(b) 項で従業員の利益、(c) 項で供給業者、顧客、その他の者との関係、(d) 項で地域社会及び環境に対する影響を挙げている。しかし、グリーン・ペーパーへのパブリック・コメントでは、この条項について十分に機能しているか疑わしいとの意見があったことから、英国 CG 改革方針では、こうした懸念にも応えるため、以下の対応方針が提案されている。

①法令の改正

- ある程度の規模以上の企業には、会社法 172 条の義務を取締役がどのように遂行しているかについて説明することを義務付ける

②コーポレートガバナンス・コードの改訂

- 従業員等ステークホルダーの利益に一層配慮すべきことをコーポレートガバナンス・コ

ードに盛り込むよう FRC (Financial Reporting Council、財務報告評議会)⁴に検討を求める。特にプレミアム・リスティングの企業については、ステークホルダーの意見を反映する責務を負う取締役、正式な従業員諮問委員会、従業員代表取締役の 3 つのいずれかを設置するよう、コンプライ・オア・エクスプレインの規定を設ける

③産業界及び投資業界による取り組み

- 従業員等ステークホルダーとの対話を進めるためのガイダンスを産業界及び投資業界が共同で作成する。また、会社法 172 条の取締役の義務の遂行に関する実践的なガイダンスを大企業の協力によって作成する

経営者報酬問題に関する日英の差異

グリーン・ペーパーでは、FTSE100 の指数と FTSE100 構成銘柄の CEO の報酬の推移を比較し、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。株価や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英国におけるコーポレートガバナンスの課題なのである。経営者報酬に対する関心の高さは、英国 CG 改革方針でも示されている通りだ。

経営者報酬問題の解決の一つの方策は、株主総会で株主に判断させようという Say on Pay なのだが、経営者報酬に関する決議は、今のところ非拘束的 (non-binding) 決議とされている。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いので、勧告的 (advisory) 決議と言われることもある。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、過去分の報酬支払承認議案と将来分の報酬方針承認議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で、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ったものだった。経営者報酬を株主総会の議案とした改革から、さほど間を置かずに、この議案に拘束力を与えるという提案があったのは、非拘束的決議では不十分だとの判断があったのだろう。しかし、英国 CG 改革方針では、拘束的決議にするとの案は見送られた。これは、現状では、経営者報酬議案にさほど多くの反対票が出ていないことや、近年、経営者報酬の水準が下がる傾向が見られたことも影響しているようだ。

英国におけるコーポレートガバナンス改革の中心課題は、経営者報酬の透明化とその決定プロセスへの株主をはじめとするステークホルダーの参加をいかに確保するかということだ。この点で、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

⁴ 投資促進に向けたコーポレートガバナンスや企業情報開示の改善のための取り組みを行う英国の独立機関。

ている。経営者報酬の上限を引き上げる場合には、株主総会の決議が必要であるし、上限を引き下げるべきと考える株主がいるなら、株主提案で引き下げ議案を付議することもできる。わが国では経営者報酬に対する株主のコントロールは英国よりもはるかに強力だ。

しかし、経営者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ようが、経営者報酬の総枠が株主のコントロール下であり、その枠内での配分であれば、細部にまで株主が口をはさむ必要は無いとも言える。経営者報酬の決定プロセスで日英のどちらが優れているかは、比較の視点をどこに置くかで変わってくるだろう。

英国のコーポレートガバナンス改革の重点課題に経営者報酬問題を取り上げ、解決の方法として株主などによる報酬決定プロセスへの関与を強化するなどの選択肢を挙げている。これまでもこの問題に対して様々な取り組みがあり、それが必ずしもうまくいっているわけではないことはメイ首相が、「過大な経営者報酬や貧弱な企業ガバナンスに厳正に対処し、企業の無責任に立ち向かう」（2016年9月5日のG20杭州サミットでの演説）と述べている通りだ。英国のガバナンス改革は、成功しているのではなく、失敗の積み重ねだ。ここから学ぶべきは、課題を特定して、その課題を解決するために合理的と思える策を打ち出していく姿勢であろう。

わが国では、17年5月に日本版スチュワードシップ・コードを改訂し、機関投資家の議決権行使結果を投資先個別企業の個別議案ごとに賛否を開示すべきとされた。グリーン・ペーパーでは、機関投資家に同様の義務付けを行うべきか意見募集が行われたが、英国CG改革方針では、義務化を見送った。グリーン・ペーパーが、個別企業の個別議案ごとの開示を検討したのは、Say on Pay が期待通りの機能を発揮していないように見えることと関係している。どうやら Say on Pay の議案に対して、反対票がさほど出ていないと考えられているようだ。経営者報酬を適正化するチャンスでありながら、機関投資家が生ぬるい判断をしているので、報酬が高止まりしている。個別企業の Say on Pay 議案に賛成したか、反対したか、その理由は何かを公表させることで、そうした状況を正せるとの期待があって、開示の強化が検討されたということのようだ。しかし、英国CG改革方針では、英国の機関投資家はスチュワードシップ・コードに沿って適切に開示していることを踏まえ、法的な義務化は今後の更なる検討課題であるとして先送りとされた。現在の取り組みが一応の成果を挙げているのであれば、一度は提案した規制強化案を取り下げる柔軟性が英国にはあるようだ。

Say on Pay の導入や、従業員等ステークホルダーの関与強化、ペイレシオなどの情報開示と

いう政策をパッケージとして経営者報酬の適正化を図ろうとしているのが英国だ。一方わが国では、経営者報酬が過大であるということが問題視されているわけではないだろう。日本の経営者報酬の特徴としては、金額が米英に比して低いことや業績連動部分や株価連動部分が小さいことは指摘されている。経営者報酬に改善すべき課題が無いわけではないとしても、対処すべき課題が英国と同質であるわけではあるまい。格差の是正を含めた問題を抱えている英国とは事情が異なると言えるのではないだろうか。「稼ぐ力」を高めるために、経営者報酬をどのように変えるべきかについて十分な検討が行われているか、また企業の自律よりもコード等の他律の方が好ましい結果を得られるとのエビデンスはあるのか、疑問は多い。そうした中で、直面する課題が異なる英国の対応策を日本の問題の解決策として流用できるかは、慎重な検討が必要だろう。