

## 英国におけるコーポレート・ガバナンスと 取締役報酬開示規制について

——コーポレート・ガバナンス改革のための各報告書を中心として——

山 崎 雅 教

### はじめに—問題の所在

近年、日本においても役員報酬の問題は、よく取り上げられる問題である。特に、厚生年金基金連合会が、株主総会における議決権行使の際の指針を定めたこともあり、株主オンブズマンが役員個別報酬の開示を求める以上に、コーポレート・ガバナンスの観点からの関心を集めるようになってきている。さらに企業側の対応としては、役員報酬の業績連動報酬制度の導入により、その算定基準が在任中の職務執行の対価としての性格を有しているため、業績とは無関係に在職期間が長くなればなるほど金額も高額になる「退職慰労金」の廃止を決定する企業が、ここ数年増加傾向にある<sup>1)</sup>。

また海外に目を向けると、ドイツでは役員報酬の個別開示に向けた法的取り組みが始まっている<sup>2)</sup>。ただし、これに関しては、すべての企業が簡単に従うような姿勢を見せているわけではなく、今後の動向が注目される場所である。

しかし、英米のように取締役報酬や経営者報酬の個別開示がすでに行われている国々もある<sup>3)</sup>。本稿では、特に英国で1990年代の企業不祥事との関連で、コーポレート・ガバナンス改革を進めるために各委員会から公表されている報告書における取締役報酬の部分を取り上げ、どのような形で制度化され、利害関係者に対して取締役報酬に関する情報が開示されているのかを概観することにする。そのことを通して、コーポレート・ガバナンスにおける取締役報酬問題の重要性を認識すると同時に、取締役報酬の開示の意味を検討し、今後のコーポレート・ガバナンス改革にとって必要な点が何かを検討する材料としたい。そこで本稿では、まず最初にコーポレート・ガバナンスの観点から考える場合、取締役報酬の何が問題なのかを確認しておくことから始めることにする。

取締役報酬とコーポレート・ガバナンスの問題を関係付ける場合、ひとつの視点として、取締役報酬を開示することがコーポレート・ガバナンスに結びつくことをあげることができる。しかし、なぜ取締役報酬の開示が、コーポレート・ガバナンスに結びつくのだろうか。経営者報酬に関する情報の開示は、どのような意味があるのだろうか。世間の目からすれば、一般従業員の何

十倍もの報酬を得ているとかいうような、どうしても、その金額の大小に注目が集まる傾向は避けられない。また、その地位にいることによって受けることができる役得があるというような、ある種の興味本位ということはぬぐいきれない。さらに、他社の経営陣との金額の比較が行われることも予想される。日本人の経営者報酬総額は、欧米のそれに比べて高額ではないこと、さらには従業員との格差もそれほどついていないこと等が開示消極論の根拠となろう。欧米に比べて金額が低いから、その程度の業務しかしていないのだろうというわけではなく、これまでの慣行および従業員としての位置づけが払拭できないというのが現状ではないだろうか。

いまだ十分な開示に踏み切れないでいる日本においては、これらの点を改善する一歩として、役員報酬を個別開示するという意味の検討が必要になろう。しかし、すでに取締役報酬の開示規制を有しているアメリカやイギリスにおいては、そこで与えられている情報の意味は、単に金額が高額であるというだけではないはずである。開示する意味がどこにあるのかといえば、経営者が獲得している報酬が、当該企業の業績に見合ったものであるか、つまり、経営者の働きに対して適切な報酬が支払われているか否かをチェックするという点にある。この点は、一方的な見方しかしていないように思われる。つまり、報酬と業績が見合っていないという局面のみをチェックするためが主張されるのみであり、もうひとつの側面、つまり報酬と業績が見合っているときの適切性についての議論は、ほとんどされていないからである。

コーポレート・ガバナンスの視点からは、金額の大小ではなく、その金額が適切なものであるか否かを判断するための情報の提供がされることが必要となる。投資家は、企業業績が上昇すれば、それに見合うだけの報酬を与えることは当然と考えるかもしれない。しかし、その裏側で、業績を上げるために大幅なリストラを実施しているという事実がある場合、コーポレート・ガバナンスは適切に行われているといえるのだろうか。つまり、単に情報の開示がなされればよいというものではなく、なぜそのような結果に至ったのかが判断できる情報の開示、また報酬に関しては、その結果に見合うだけの適切な報酬額がどのように決定されたのかという情報が、同時に開示される必要がある。情報を創出するためのプロセスの問題である。情報利用者は、これらの情報を複合的に用いることにより、適切な意思決定を行うことができると考えられる。

そういう意味で、日本においても平成15年4月1日以降に適用されている企業内容等の開示に関する内閣府令において、MD&Aの中で、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及びその施策の実施状況が開示されるようになったことは意味あることである。しかし、すでに別稿で示したが<sup>4)</sup>、役員報酬については社外取締役と社内取締役を区分して表示するというだけが定められており、どれだけ意味があるのかは不明である。総額で示された場合、最終的に経営に責任を取るべき経営者個人がどれだけの報酬を受け取っているかは不明であり、後述するような、業績連動報酬の適切性等の問題については、一切不明のままといわざるをえないことになる。

また取締役会において設置された報酬委員会で取締役の報酬を決める際にも、何をもって適切とするのではなく、競合他社との比較において、この程度が妥当な金額だろうという程度のもの

ではないだろうか。そのため、その金額のみではなく、その金額がどのような考えに基づいて決定されたのか、いわゆる報酬政策といわれるものを同時に開示することにより、その金額の適切性に対するチェックを行うように制度整備がなされることが必要になる。これらにより、説明責任が果たされるとともに、透明性が確保され、より効果的なコーポレート・ガバナンスが行えるものとする。

そこで本稿では、以上のような点を検討するために、イギリスで継続的に公表されているコーポレート・ガバナンス報告書の取締役報酬に関する部分を中心に考察していくことにする。第1章では、コーポレート・ガバナンスと取締役報酬の関係を確認すると同時に、英国企業における経営機構と取締役報酬を概観する。第2章では、これまでに公表されているコーポレート・ガバナンス改革のための各報告書、いわゆるキャドベリー報告書、グリーンベリー報告書、さらにはハンペル報告書の取締役報酬部分を取り上げてその一連の経緯を概観し検討を加える。第3章では、ロンドン証券取引所上場規則と会社法との関係で設定された取締役報酬報告規則2002を取り上げ、その特徴および問題点を検討する。そして最後に、それらを踏まえたうえで、今後の検討課題を明らかにする。

## 第1章 コーポレート・ガバナンスと取締役報酬開示

### 1. 取締役報酬開示の必要性

取締役報酬の開示は、英国コーポレート・ガバナンス改革の中心的課題であると位置づけることができる。その点は、キャドベリー報告書以降の各コーポレート・ガバナンス報告書で、必ず取締役報酬問題が取り扱われていることから認識できる。特に、グリーンベリー報告書では、まさに取締役報酬問題のみを扱っており、これらは、ロンドン証券取引所上場規則、さらには会社法の改正にまで影響を及ぼしていることから、その重要性をうかがい知ることができよう。

そこには、1980年代から企業が獲得する利益の増加割合をはるかに超える勢いで、取締役報酬が増加しているという事実があり、このような根拠の明らかでない取締役報酬に対する懸念が、コーポレート・ガバナンス改革を推し進めてきた最大の理由といえる。とはいえ、単に高額報酬への批判がコーポレート・ガバナンス改革となっているのではなく、取締役報酬と企業業績の関係が不明瞭であること、さらには、取締役報酬決定プロセスの不透明性が問題となっているのである。

これらの点が問題となる背景には、第1に、取締役報酬に関する契約は、経営陣に会社所有者のために企業価値を増加させるような活動を積極的に行うためのモチベーションを与えるものであるという点、第2に、取締役会は、会社の最高意思決定機関であるという点が存在している<sup>5)</sup>。株主と取締役会の間には潜在的な利害の衝突があるため、株主は取締役に対して一定の条件下で高額報酬を約束することで、有能な経営者を採用し、とどまらせ、その能力を発揮させる場を提供することができる。同時に、取締役は、会社の業績を向上させることにより、株主の期待に応

え、それに見合うだけの報酬を得ていることを株主に報告することを通して、利害の衝突を和らげることができる。そのためには、各取締役の個人が獲得している報酬額が、各要素別に開示されることに意味がある。また、そのような報酬額が正当性を具備するためには、社外取締役で構成される報酬委員会の存在というのも、コーポレート・ガバナンス改革には必要不可欠のものとなる。

しかし、上記で指摘した説明責任の遂行および透明性の確保が、取締役報酬決定プロセスに及ぼす影響は明らかではない。特に、取締役報酬決定が、いい加減なものであると考える人々にとっては、制度的な整備は満足いくものと考えられる。しかし、一連のコーポレート・ガバナンス改革は、企業行動とその結果としての企業業績をどの程度改善したのかという別の問題を生じさせることになる<sup>6)</sup>。

英国の企業業績は、後述のように、企業の取締役または経営陣に依存している。そのため、優秀な資質を備えた取締役または経営者を引きつけ、彼らを動機付け、とどまらせるために十分な報酬パッケージが提示されることになる。このことは、報酬がその職につく、いわゆる雇用されることに対する「ほうび」であって、業績と必ずしも直接的な結びつきがあるとはいえない。その点を解消するための報酬委員会である。報酬委員会は、取締役報酬の適切性を判断する役割を担うために設置されている。特に、業績と密接に結びつくようにする報酬設計が課されているといっても過言ではない<sup>7)</sup>。

## 2. 経営機構と取締役報酬

イギリスにおける会社経営の機関は、株主によって選任された取締役で構成される取締役会であり、その中から、いわゆる代表取締役が選出される。そのため、取締役会には会社経営に関するすべての権限がゆだねられ、取締役は業務執行者、いわゆる執行役であり経営陣として位置づけられる。このような構造は、日本における監査役会設置会社と同じである。しかし、監査役会に該当する組織が見当たらないことから、取締役会と監査役会を設置してコーポレート・ガバナンス体制を形成する「二層制」に対して「一層制」と呼ばれることもある。そのため、取締役会内部にコーポレート・ガバナンスのメカニズムを内在させることが必要となる。具体的には、取締役会が二種類の取締役で構成されることで、それに応えることになる。日常的な経營業務を遂行する執行取締役 (executive director) と日常的な業務を遂行しない非執行取締役 (non-executive director, NED) である。NEDは、会社から独立した者として位置づけられ、その役割は執行取締役の監視におかれている。そして、その役割を強固なものにするために、情報開示が積極的になされるようになっていく。これにより、経営陣の経営行動の適正性を確認することができる。同時に、NED自身が、与えられた役割を十分に果たしているか否かもチェックできることになる。

では、これらの取締役に対する報酬は、どのように決定されているのだろうか。英国会社法の特徴は、定款自治にあるといわれており<sup>8)</sup>、取締役報酬も定款により、その決定方法が定められ

ることになる。具体的には、株主総会決議または取締役会決議で取締役報酬額が決定されることになる<sup>9)</sup>。前述のように、取締役は執行取締役と非執行取締役に分けることができたが、当然、その業務内容の相違により受け取る報酬も異なることになる。非執行取締役は、いわゆる非常勤であるため、支払われる報酬は取締役会への参加という労働時間に応じた実費 (fee) のみということになる。これに対して執行取締役は、取締役の業務以外に会社経営のための業務を兼任していることから、そのための報酬を別途に受け取るようになる。1985年会社法では、取締役会において執行取締役が任命された場合には、彼らの行った業務執行に対する報酬は取締役会が決めることができる旨が定められている<sup>10)</sup>。このことは、非執行取締役の報酬は株主総会で、執行取締役の報酬は取締役会で決定するということである。そのため、執行取締役の報酬は、株主総会でのチェックを受けることがないために、いかようにも操作することの余地が生じることになる。いわゆる「お手盛り」となる可能性が極めて高い状況である。

この点において、取締役会内部で取締役報酬を適正なものとするためのチェックメカニズムの導入が必要となる。そこで求められるものは、各取締役の報酬の適切性を検討する報酬委員会の設置と、その委員会の構成員が非執行取締役であることが重要となる。そして、非執行取締役が株主の代わりに執行取締役の業務を監視し、業務に見合った報酬を支給することが求められる。このようなメカニズムを導入することが出発点となる。次の段階では、株主に対する情報提供を通じてモニタリングのメカニズムを確立することであり、透明性を高めることにより、コーポレート・ガバナンスの実効性を高めることができることに結びつくと考えられる。

## 第2章 コーポレート・ガバナンス改革のための報告書

### 1. キャドベリー報告書

周知のように、英国のコーポレート・ガバナンスの高まりは、1980年代後半に生じたポリーベックやマックスウェルで発生した企業不祥事に端を発している。それに対応する形で、A. キャドベリー卿を委員長とする通称キャドベリー委員会が設置され、1992年12月に「コーポレート・ガバナンスの財務的側面 (以下: キャドベリー報告書という)」という報告書を公表した<sup>11)</sup>。当該委員会は、財務報告評議会、ロンドン証券取引所、会計職業団体によって設置された委員会であり、当該報告書に示される各規範を、英国上場企業が遵守することを勧告している。そして、その遵守状況に関しては、株主向け年次報告書等で記載すると同時に、遵守しない場合には、その理由を記載するという開示による透明度を高め、説明責任を果たすことを目指している。この考えは、その後の各報告書にも共通していくことになるが、上場規則の中に採用されることにより、自主規制といいながらも、上場会社に対して結果的には法的効力を全面に出さない強制力を有したものと言うことができる。

キャドベリー報告書の主要内容は、執行役と議長の役割の分離、取締役の適切な構成、非執行役の選抜プロセス、取締役の報酬、財務報告の透明性、適切な内部統制の必要性についての勧告

を概説している。また、当該報告書は最良実務規範（Code of Best Practice）を含んでおり、その勧告はロンドン証券取引所の上場規則に組み込まれた。キャドベリー報告書の特徴は、最良行動の遵守と開示を結びつけたことにあり、その媒介となるものが取締役会である。つまり、内部ガバナンスと外部ガバナンスを結びつける役割を果たしているところに特徴を有する。

キャドベリー委員会は、その報告書のタイトルが示す通り、「コーポレート・ガバナンスの財務的側面」に焦点を当てているが、現存する制度（arrangement）の中で、相互関係のある分野に対応している。その1つが、企業業績とほとんど無関係であるにもかかわらず、取締役報酬が急激に増加していることに対する利害関係者の不安の増大であった<sup>12)</sup>。キャドベリー報告書では、この問題、いわゆる取締役報酬の問題に関しては、取締役会の報告機能の観点から、説明責任に関連したコーポレート・ガバナンスの側面の一つとして、以下のような勧告がなされている。これらは、会社法の改正ではなく最良実務規範の遵守という形で示されたことは、すでに示した通りである。具体的には、取締役会会長とCEOは、分離するべきであること（4.9）。取締役の報酬総額および報酬決定の際の業績評価規準等の説明が記された報告書が作成されること（4.40）。また、株主承認なくして、取締役は3年以上任命されるべきではないこと（4.41）。さらには、非執行取締役のみ、または非執行取締役が主たる構成員となる報酬委員会を設定すること（4.42）を勧告し、当該委員の氏名は取締役報告書（Directors' Report）に明記されなければならないとしている（4.42）。これにより、報酬決定プロセスの透明度を高めようとしている。特に、NEDの役割と独立性を目指す一連の対策を通して、株主の声を間接的に支持した。

そして、キャドベリー委員会以降の英国ガバナンス改革は、取締役自身からの報酬決定の独立、決定プロセスの透明性を高めることという株主の声を強めることを求め続けている。これらは、取締役報酬と企業業績を合理的に連動させること、つまりは株主と経営陣の利害を一致させることに換言することができよう<sup>13)</sup>。

## 2. グリーンベリー報告書

1995年7月に公表された「取締役の報酬（以下：グリーンベリー報告書という）」と題された報告書は、英国産業連盟（CBI）の意向で設けられた委員会で、マークス・アンド・スペンサー社の会長、R. グリーンベリー卿が委員長をつとめる委員会によるものであり、アカウンタビリティ、責任、十分な開示、取締役と株主との利害調整、企業業績の改善を主要テーマとしており、8つの章と3つの付録で構成されている<sup>14)</sup>。特に第2章には、最良実務規範が含まれている。

取締役の報酬が問題視されるようになったのは、1990年代当初に民営化された公益事業会社の取締役報酬が急激に高騰したという事実に関心が集まったためであるといわれている。具体的には、職務内容が同一であるにもかかわらず民営化後に取締役の給与が大幅に上昇していること、いわゆる業績と無関係に支払われる報酬水準への疑問、取締役報酬の上昇に反して従業員は減給やリストラに会っていること、民営化直後の評価が不安定な時にシェアー・オプションの付与が

行なわれていることが掲げられている(8.1)。さらに、長期の役務提供契約を結んでいるために、解雇された後にもかかわらず高額な退職金を受け取った取締役がいたことも議論を呼ぶ原因となっている<sup>15)</sup>。これらはすべて、公益事業会社であった時代の悪い慣習である透明性の欠如によるものである。

グリーンベリー委員会の目標は、特にアカウンタビリティの強化と業績の向上である(1.13)。前者に対しては、取締役の報酬の決定・株主への報告・透明性の確保が重要であり、後者については、業績と連動していること・取締役と株主の利害の一致を考えることである。これらの金額の妥当性に対して意見を表明するのは株主であるために、彼らに納得できるような情報提供が求められるべきである。こういう視点からすると、当該報告書における勧告は取締役報酬に関する詳細な情報開示というものを含んでおり、適切なものといえる。グリーンベリー報告書の基本的な考え方は、キャドベリー報告書の延長線上にあり、以下のような具体的項目の明確化を進めている<sup>16)</sup>。

- ① 非執行取締役で構成される報酬委員会の設置
- ② 報酬委員会における取締役の報酬政策の決定と個々の取締役の報酬パッケージの株主への開示
- ③ 業績連動報酬のための規準の明確化
- ④ 地位喪失に伴う補償の短縮化と明確化

グリーンベリー報告書は、執行取締役の報酬を決定するために、3名以上の非執行取締役で構成される報酬委員会の設定を勧告している(4.3, 4.11)。また取締役会が自己の報酬を決定することによる利害の衝突を考えると、説明責任を果たすためにも取締役報酬に関する個別情報を開示することが求められる。報酬委員会が、非執行取締役のみで構成され、委員長が年次株主総会に出席することで、株主への直接的な説明責任を果たすことができるようになるため、NEDで構成される報酬委員会の設置は必要不可欠である。

開示については、報酬委員会は、取締役会に代わって株主向けの報告書を作成するべきであり、当該報告書、いわゆる報酬報告書は、年次報告書等の添付書類とするべきである(B1)。報酬報告書では、報酬の水準、比較対象企業、個々の構成要素、業績の規準と測定、年金条項、地位喪失に伴う補償等を含む、取締役の報酬に関する企業の方針が明示される(B2)。また、各取締役ごとの基本給、現物給付、年間賞与、シェアード・オプションを含む長期インセンティブ報酬等を含む報酬パッケージを構成する要素をすべて含めるべきであるとしている(B4)。

取締役の報酬水準に関しては、企業を成功に導くために必要な能力を有している人材を引きつけ、とどまらせ、動機付けるために必要な報酬パッケージの提供を示しながらも、必要以上に支払う事は避けなければならない(C1)。そして、適正な報酬水準を決定するために、他企業との比較の重要性を示している(C2)。

しかし、後述のハンベル委員会最終報告書では、他企業と比較して低い報酬を提示することは考えられにくいために、結果的に業績内容と関係のない形での取締役報酬の上昇を招くだけにな

りかねない懸念を表明している (4.4)。さらに、報酬総額の全面開示についても同様の疑問を示している (4.5)。

グリーンベリー卿自身は、当該報告書に対して、報告書は、時間的な問題もあり完璧とはいかないが、重要なものは正しく対処でき、議論を大きく前進させることができたと答えている<sup>17)</sup>。そして、最大の貢献は、報酬制度の透明性を高めた点を強調している<sup>18)</sup>。確かに、キャドベリー報告書から見ると取締役個人別の報酬の構成要素に加え、報酬政策の開示が年次報告書等で導入され、かつ非執行取締役による報酬決定が導入され、報酬内容の透明性と報酬決定プロセスの透明性が向上したといえる。しかし、高騰する金額を抑えようとするための勧告は、全くされてこなかった。逆に、英国取締役の報酬水準は、ヨーロッパの国々と比較した場合、傑出して高額ではなく、米国と比較するとかなり下回っている (1.9)。そのため、利害関係者の人々がいまだく懸念は、必ずしも正しいものではない (1.11)。つまり、高額報酬とさわぐほどのものではないと、Fat Cat 論争に釘をさしていると見ることができる<sup>19)</sup>。

つまり、グリーンベリー報告書は、業績と報酬のリンケージについて立ち入って議論していないという批判に加え<sup>20)</sup>、Fat Cat 論争を静めるような妙案の提示もなく、企業トップに手ぬるいという批判は免れない<sup>21)</sup>。これは、情報開示の充実のみにより金額の高騰を静めようとしたのであると批判されても仕方がない。

### 3. ハンベル報告書

1998年1月には、ICI 社長の R. ハンベル卿を委員長とするコーポレート・ガバナンス検討委員会が、コーポレート・ガバナンスの「最終報告書」である、いわゆるハンベル報告書を公表した<sup>22)</sup>。当該委員会は、多数の要望に応え、キャドベリー報告書、グリーンベリー報告書およびハンベル報告書を包含する健全なコーポレート・ガバナンスの実務についての1組の原則および規範を作成することを意図した委員会である。

キャドベリー委員会とグリーンベリー委員会の公表した各規範に対する各企業の対応は、相当異なっている状況が見受けられたが、規範を一組の規範的規則 (perspective rules) とみなしている企業が多いという事実が確認されている。また株主は、規範が遵守されているか否かに多くの関心を寄せていることから、“box ticking approach” が採用されている<sup>23)</sup>。しかし、この方法は、企業間および同一企業内の期間ごとの変化の多様性に対応できるものではない (1.13)。さらに、コーポレート・ガバナンスの目的を真摯に遂行するより安易な選択として利用される可能性を有している (1.14)。そのため、ハンベル委員会の最終報告書は、健全なコーポレート・ガバナンスは、特定の会社機構を規定し多くの厳格かつ不変の規則の遵守を問題とするのではなく、広範な原則が必要であることを主張し、17のコーポレート・ガバナンスの原則を設定した。

新しく設定された原則および規範の目的は、企業行動を詳細に規定することではなく、投資家およびその他の利害関係者が企業業績およびガバナンス実務を評価し、適切に対処できるように十分な開示を確保することにおいている (1.25)。ちなみに、最終報告書では、取締役報酬に関



して、報酬水準と構成、手続、開示という3つのコーポレート・ガバナンスの原則を提示している。これらの各原則は、最終報告書の第4章で詳細に説明されている。ここでは、報酬の水準と構成、業務契約と補償金、報酬委員会、開示、報酬に対する株主の関与について論じている。

報酬水準については、グリーンベリー報告書同様に、報酬を必要な能力を有する執行取締役を引きつけ、かつ彼らを擁しておくために必要なもの(4.3)ととらえ、そのための十分なものでなければならないとしている。報酬水準は、基本的には市場で決定されると考えられるが、具体的には、他の企業との比較で設定されることが多い(4.4)。重要な点は、その際の報酬委員会は、報酬政策の決定および報酬パッケージの設定を目的としており、全員が独立性を有する非執行取締役で構成されるべきである(4.11)。さらに、組織上、報酬委員会は、取締役会に対しての責任を負う取締役会内部の組織と位置づけられている点も認識しておかなければならない。執行取締役の報酬は、その大部分を企業業績に結びつけるべきである(4.6)。報酬情報に関する開示は、執行取締役に対する企業の報酬政策および報酬委員会報告書を用いて行われる。報酬委員会報告書は、年次報告書に含められるべきである(4.14)。そのため、各取締役の報酬パッケージの詳細が、取締役会の責任の下で作成されることになる。

その後、ハンベル委員会は、1998年6月に、「健全なコーポレート・ガバナンスの原則(principles of good governance)」と「最良実務規範(code of best practice)」を伴った「統合規範(Combined Code)」を公表し、前述の約束を果たした<sup>24)</sup>。統合規範の公表に伴い、ロンドン証券取引所は上場規則を修正し、その基礎に統合規範を追加した新しい上場規則を公表した。

### 第3章 取締役報酬開示規制

#### 1. 統合規範

統合規範は、これまでのキャドベリー、グリーンベリーおよびハンベルの各委員会で作されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書で示された諸勧告をまとめた「集大成」といえる。具体的前提は、多様性を備えている点、企業を取り巻く個々の状況に対して常識的かつ、しかるべき配慮を持って対応すること、および年次報告書で諸原則の適用状況を説明することであり<sup>25)</sup>、これまでの諸報告書と大幅な変更は見受けられない。具体的には、先行する2つの委員会の見解とは異なる見解にたつわずかの場合を除いて、ほとんど規定の主旨を踏襲している。取締役の報酬に関する規定については、若干の例外を除いて、グリーンベリー委員会の見解に変更を加えてはいない。

統合規範は、2部構成になっており、第1部では英国で上場しているすべての会社に適用される14のコーポレート・ガバナンスに関する原則と45の規範条項が示されている。このように統合規範は、諸原則と諸規範条項に該当するガイドラインに分けられている点に特徴を有する。

第1部第1節で示されている諸原則は、ハンベル委員会最終報告書にある「コーポレート・ガバナンスの原則」と基本的には同様の内容であるといえる。また、業績連動報酬スキームを設計

する際に適用される附則 A は、これまでの上場規則に添付されていた条項と同様のものであり、報酬報告書の作成および開示に関しては附則 B にしたがって作成する事を要求している。第 2 部第 2 節では、機関投資家に対して適用される 3 つの原則と 3 つの規範が示されている。これは、ハンベル報告書で取り上げられたもので、それ以前の報告書よりも機関投資家の重要性を認識していることの表れと考えられる。

取締役報酬については、報酬政策として、報酬水準が取締役にとって魅力的なものでなければならぬが、必要以上に支払うことは避けなければならない (B.1) として、そのために、他企業との比較を十分に行なう事が求められている (B.1.2, B.1.3)。また報酬パッケージの大部分が業績連動報酬で占められるべきであり、執行取締役と株主の利害と一致させるように設計することも求められている (B.1.4)。これらの報酬パッケージの設計は、独立した非執行取締役で構成される報酬委員会で行なわれるべきであり、合意された範囲内で、執行取締役の報酬について取締役会に対して勧告を行なうことになっている (B.2.1)。

報酬水準に関しては、グリーンベリー報告書から一貫した考えに基づいており、ハンベル委員会では、「コーポレート・ガバナンスの原則」として提案されたものである (2.11)。しかし結果としては、グリーンベリー報告書等で勧告する報酬委員会の設置が、必ずしも報酬の高騰を抑えきれずに高額化を容認してしまっているということから、執行取締役等の報酬政策の検討は取締役会で行ない、それに基づく報酬パッケージについては報酬委員会で検討を行う (2.12) という、報酬委員会の位置付けを明確にすると同時に、最終的な責任が取締役会にあることを示した。この点は、グリーンベリー報告書と異なる点である。しかし、「コーポレート・ガバナンスの原則」では、その点は明確にされていない。

また、取締役会は株主に対して年次報告書等の一部または添付書類として取締役の報酬についての政策及び報告を行なう事が勧告されている (B.3.1)。この報告書では、

- ・執行取締役の報酬に関する企業の政策を記載すること (B.3.2)
- ・新規の長期インセンティブ報酬制度を株主が承認しなければならないこと (B.3.4)

等が報告されることになる。その結果、透明性が高まり、説明責任が遂行できるということである。

統合規範も、これまでの各ガバナンス報告書と同様に、ロンドン証券取引所の上場規則に採用するように求め採用された。統合規範自体は、ロンドン証券取引所に上場する際の要求と並んで示されているが、必ずしも法的な効力を有するものではない。ただし、上場規則は、取締役報酬についてパラグラフ 12.43A で 2 つの開示要求をしている。一つは、統合規範の第 1 部で設定されている諸原則をどのように適用したかを年次報告書等で具体的内容を説明することである。これは、株主が当該企業の原則の適用を適切に評価できるように十分な説明をすることを意味している (12.43A(a))。もう一つは、統合規範の第 1 部の諸規範条項が遵守されているか否かを年次報告書等で表明することである。これは、規範が遵守されなかった場合には、どの規範条項が遵守できないのかということと遵守できない理由を詳細に明記しなければならないことになってい

る(12.43A(b))。これらの点は、ハンベル報告書でも同様のことが勧告されていた(2.1)。

さらに上場規則では、取締役報酬に関しては取締役によって年次報告書等で株主への報告を行なうことが定められている(12.43(c))。具体的には、執行取締役報酬に関する会社の政策を表明することと、当該報告書の中で取締役個人別の報酬パッケージの構成要素別内容(基本給、実費、年次ボーナス、地位喪失に伴う補償等)を開示することが求められている。それ以外にも、シェア・オプションに関する情報、長期インセンティブ報酬の詳細、年金受給資格のような報酬要素の説明と正当性、取締役役務提供契約(directors' services contract)の詳細、取締役の選任・再任のために示された役務提供契約の未満了期間、従業員持ち株制度下でのオプション付与に関する会社の報酬政策の説明等が開示される。そのため、統合規範では単なる勧告以上の性格を有するものになったといえよう。

結果的に、上場規則自体は、上場会社にとって実質的な会社法的な機能を有していると位置付けられる<sup>26)</sup>。また、2000年時点において、上場規則制定機関がロンドン証券取引所から金融サービス機構(financial service authority)に移り、金融サービス・市場法(financial service and market 2000)による上場規則違反に対する制裁を定めた事により、実質的に統合規範が上場規則と同様の効力を有するようになったといつてよい<sup>27)</sup>。

このように、取締役報酬に関する規則も含め、キャドベリー、グリーンベリー、ハンベルの各報告書をまとめた形でコーポレート・ガバナンスに関係する報告書は、「統合規範」という形で一応完結したとみることができる。これらの報告書は、立法化によって形式的な遵守に陥る危険性を避けるために、情報開示を中心に据えた自主規制を重視したものだが、逆に自主規制では、必ずしも十分にコーポレート・ガバナンス改革を行なう事は難しいことを示している。英国貿易産業省(DTI)が英国の監査法人プライスウォーターハウス(PwC)に依頼した調査結果によれば、その遵守状況は、必ずしも十分とはいえなかったことが判明した<sup>28)</sup>。

確かに会社法では、コーポレート・ガバナンスに対しては、実務に委ねる問題と認識しているが、各報告書でカバーできなかった部分や、法律の裏付けが必要なものに対しては、例外的に会社法の問題として取り上げている<sup>29)</sup>。そのため、DTIは、1985年会社法改正作業から取締役報酬問題を切り離して検討する必要性を認識し、報酬委員会の独立性強化、報酬開示の合理化・充実化、取締役報酬に対する株主総会のコントロール強化の指導を提案している<sup>30)</sup>。そしてDTIは、1999年に諮問文書(consultative document)「取締役の報酬(Directors' Remuneration)」を公表し、2001年に上場会社の取締役報酬規制の改正の草案(draft)を提案した。それを受けの形で、2002年7月に「取締役報酬報告規則2002(Directors' Remuneration Report Regulation 2002)」が定められた。このように法的枠組みが整えられたことにより、取締役報酬と企業業績の強い結びつきが求められると同時に、取締役報酬に関する透明性と説明責任が改善され、これまで以上に株主の責任が果たすことができるようになった。

これまで見たように、本来英国では、コーポレート・ガバナンス勧告の遵守状況をみながら、自己の判断基準で意思決定をするという開示中心であったといえる。しかし、統合規範も上場規

則に組み入れられ、統合規範そのものの位置付けが自主規則的なものから公的なものへ変貌をとげたことになる<sup>31)</sup>。統合規範の上場規則への採用は、情報開示の徹底であるといえる。

## 2. 取締役報酬報告規則2002

取締役報酬報告規則2002は、1985年会社法の改正に伴い規定されたもので、英国やEU経済圏で上場している企業だけではなく、NYSEやNasdaqに上場しているすべての英国企業（quoted company）に適用されるもので、これまでのものより適用範囲が拡大しており、2002年12月31日以降に始まる会計年度から適用されている。

これまで会社法は、開示規制を中心として、具体的な開示を附則で定める方式を採用してきた<sup>32)</sup>。取締役の報酬に関しては、1985年会社法附則6において、取締役報酬に関する情報を年次報告書の注記として記載することを要求していた。この規則は、附則6のPart 1に含まれている要求のほとんどから、quoted companyを除いていた。しかし、今回の改正であらたにquoted companyの取締役は、取締役報酬報告書を作成することになり、その中で取締役報酬に関する詳細な情報の公表を行なうことが定められた。取締役報酬報告書は、取締役会によって承認され、取締役会に代わって取締役か秘書役（secretary）が署名することになっている。署名された報告書は、会社登記官に提出された後に株主総会に提出される。もし署名されていない報酬報告書が株主総会に提出されたり、送付されたりした場合には、規則違反となる。取締役報酬報告書のコピーは、株主、会社債権者、株主総会招集通知を受け取る資格のある人々に送付される。そして、当該報告書は、年次株主総会の普通決議で承認（resolution）をすることになっている。

しかし、取締役報酬報告書を承認する株主決議は、法的効力を有していない。そのため、取締役報酬報告書が株主総会で承認されなかったとしても、取締役に支払われたものが違法なものであるとはいえないことになる。株主総会での投票結果を無視したとしても、問題はないということになる。会社としては、株主が報酬委員会を信頼していないという意思表示をしたと考えるかも知れない。しかし逆に、会社が十分に検討する余地のある項目であることへの、株主からの合図ととらえるべきであろう。

このような結果は、取締役報酬についての透明性と株主に対する説明責任を促進することになる。具体的に、会社法234Aとの関連で、附則7Aが定められている。そこでは、取締役報酬報告書で開示すべき取締役報酬に関する情報を、Part 2とPart 3において示している。附則7AのPart 2では、政策と業績というキーワードで開示要求を説明している<sup>33)</sup>。

第1に、報酬委員会を構成するメンバーの氏名、または報酬委員会メンバーではないけれども、報酬委員会に有益なアドバイスを行なった取締役の氏名の開示、さらには取締役報酬およびその他の役務の詳細に関して報酬委員会にアドバイスを行なった報酬コンサルタントの氏名の開示を求めている。これらに関しては、報酬委員会が完全に独立した非執行取締役で構成されていることが前提とされているが、よく用いられる「独立」の意味は明確にされていない<sup>34)</sup>。

第2に、取締役報酬に関する会社の政策の表明（statement）を求めている。具体的には、どの

程度業績連動報酬が含まれているかについて、シェア・オプションや長期インセンティブ報酬に関する業績規準の開示、業績測定に使用される競争企業集団の詳細、過去に取締役だった人への補償の正当性、執行取締役との契約及び解雇通知期間に関する政策の詳細と説明である。しかし、どのような形式で情報が提供されるべきかについての規定は見受けられない。

第3に、業績グラフの開示である。これは、どの程度、株主配当が達成されているか、そしてそれが過去5年間にわたり株式市場における適切な指標を用いて比較されている事を示すグラフである。当該グラフは、SECで用いられているものをモデルにしている。

第4は、各取締役の役務提供契約についての開示である。この情報としては、未満了期間、解雇通知期間、早期退任の場合の補償についての支払額、早期退任の場合に会社の負債を評価するために株主が知らなければならない契約に関する支給についての詳細情報である。

第5は、総報酬およびこれまで開示されたことのない過去の取締役への補償給付を含む年金パッケージの包括的な詳細、さらにはそのような支給がなされた理由を記載することが求められている。

附則7AのPart3では、各取締役が当該会計期間に受け取る額を説明するために、非常に詳細な情報をもとめている。具体的には、賃金、実費、ボーナス、費用、非現金給付、地位喪失に伴う補償、任期満了時の支払額、各取締役ごとのシェア・オプションの情報、長期インセンティブ報酬に関する情報、年金受給権、超過退職給付、取締役業務に関して第三者集団に支払われる総額等である。これらは、基本的に現行の上場規則の要求と同じといえるが、いくつかの点では詳しくなっている。

今回の取締役報酬報告規制2002は、取締役報酬に関する透明性を高めるために、これまでにいろいろな方法で開示されていた取締役報酬情報の一元化をはかり法制化することで、株主等への情報提供の充実を目指すものとして位置付けられる。具体的には、第1に報酬報告書の作成を通して、株主への取締役報酬に関する情報提供の充実による説明責任の遂行を目指している。そして第2に、報酬委員会による実質的機能に伴う報酬決定手続の透明性の確保を目指しているといえる。しかし、当該報告書を取り巻く最大の問題点は、株主決議が単に忠告を与えるだけのものにすぎないことであり、会社が法的に行った決議に基づいて行動が抑制される事はないという点にある。

## おわりに

イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの基本は、自主規制にある。取締役報酬に関しては、具体的には、非執行取締役で構成される報酬委員会を設置し、そこにおいて適切な政策に基づいて取締役報酬を決定し、そのプロセスの透明性をはかることを念頭に置いているといえる。つまり、年次報告書等での開示を通して、それらに関する十分な情報を開示することにより、後は利害関係者に判断を委ねるという姿勢である。

しかし、これに関連する規制の遵守程度の問題がある。NEDで構成される報酬委員会の設置割合は非常に高いようであるが、取締役報酬の高騰が続いているということは、どのような意味をもつのだろうか。端的に言えば、報酬委員会が機能していないと言いきれるかもしれない。しかしながら、それが自主規制の限界を示しているようにも思われる。逆にみれば、報酬委員会が決定したのだから、それは適切な金額なのだろうという、株主による理解があるのかもしれない。

取締役報酬が議論の対象となっている背景には、当然、その金額の高騰化問題がある。このような状態になった理由として考えられることは、どの企業も企業の浮沈を握る経営者に優秀な人材を確保したいという思いがあることが最大の理由だろう。そのためには、できる限り優秀と思われる人を雇い入れるために、高額報酬の提示が必要になる。また株主においても、経営者に高額報酬を支払うのであれば、当然、それに見合っただけの利益をあげてもらいたいのは必然である。その結果、業績に見合った報酬、いわゆる業績連動報酬の割合が高くなることも必然である。これは当然、報酬委員会を構成するNEDの見識も問われることになると同時に、経営陣は長期的な視点に立つよりも、短期的視点における業績向上に注意を払う事になるという問題を抱えることになる。現在問題化しているのは取締役報酬の高騰化だけではなく、その金額の適切性である。換言すれば、報酬委員会の示す報酬政策の適切性が問われるべきであり、結果として、執行取締役個人が得る金額の大きさではないということである。

このような中で機関投資家の果たす役割は、非常に大きいものと考えられる。ハンベル報告書以降、機関投資家には会社とのコミュニケーションを勧告している。議決権の行使を求めるのも、意思表示の方法の一つと考えるからである。企業の側から見ると、これまで以上に機関投資家の比重は高まっているといえる。これは、安定株主化ということになる。その結果、長期的な戦略を立てて経営に臨むことが可能になるということである。機関投資家が安定株主であるためには、機関投資家側の論理が適用される。つまり、どのようなスタンスで議決権を行使するかということである。そういう意味で、コーポレート・ガバナンス改革の一環として公表されたMyners Review<sup>35)</sup>で、機関投資家の果たすべき役割が検討されている。また、それを受ける形で、各機関投資家が公表しているコーポレート・ガバナンスに関するガイドラインは、会社が自主規制のなかで公表する情報に対して議決権を行使する際の指針となるものであり、情報の詳細性を検討するものとして位置付けることができよう。さらには、取締役報酬に関するガイドラインの公表も注目に値し、それが企業行動にどのような影響をおよぼしているかを含め、今後の検討課題である。

#### 注

- 1) 商事法務研究会「株主総会白書 2004年度版」『商事法務』, No.1715 (2004.11.30), 129頁。なお、2005年における株主総会の動向に関しては、『資料版/商事法務』, No.255, 2005年6月号を参照。
- 2) 「ドイツにおける役員報酬の個別開示に向けた動き」『商事法務』, No.1731 (2005.5.5), 72-73頁。
- 3) アメリカの経営者報酬開示規制に関しては、拙稿「コーポレート・ガバナンスにおける情報開示

- の役割—SECによる経営者報酬開示規制を中心として—」『紀要』（日本大学経済学部経済科学研究所），第28号（1999.9）を参照。
- 4) 拙稿「コーポレート・ガバナンス改革と会計—役員報酬開示の観点から—」Research Papers No. J-41（大東文化大学経営研究所），2004年1月。
  - 5) Keasey, Kevin and Mike Wright, “Issues in Corporate Accountability and Governance: An Editorial”, *Accounting and Business Research*, Vol.23, No.91A, p.291.
  - 6) Thompson, Steve, “The Impact of Corporate Governance Reforms on the Remuneration of Executives in the UK”, *CORPORATE GOVERNANCE*, Vol.13, No.1 (January 2005), p.20.
  - 7) 英国の取締役報酬の詳細に関しては, Bender, Ruth, *The determination of directors’ remuneration in UK listed companies*, ICAEW, May 2004 を参照。
  - 8) 河村賢治「英国公開会社における取締役会の機能—統合コード（The Combined Code）を中心に—」『早稲田法学』, 第76巻第2号（2000）, 232頁。
  - 9) 弥永真生「イギリスにおける取締役報酬の規制」『代行りポート』, 第121号（1998年4月）, 1頁。
  - 10) 大久保拓也「イギリスの上場会社における取締役の報酬規制と実務の対応」, 酒巻俊雄・志村治美『現代企業法の理論と課題』所収, 信山社, 2002年, 485頁。
  - 11) *The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee Publishing Limited, 1992. 12. 八田進二・橋本尚訳『英国のコーポレートガバナンス』, 白桃書房, 2000年。なお, 本論文中で表記している番号は, 各報告書の条項を示している。
  - 12) Thompson, *op. cit.*, p.20.
  - 13) *Ibid.*, p.20.
  - 14) *Report on Directors’ Remuneration*, Gee Publishing Limited, 1995.7. 八田・橋本『前掲訳書』。
  - 15) 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの展開（中）—リチャード・グリーンブリー卿に聞く—」『取締役の法務』, 第76号（2000.7.25）, 63-64頁。
  - 16) Thompson, *op. cit.*, p.21.
  - 17) 関「前掲論文」, 64頁。
  - 18) 関「前掲論文」, 65-66頁。
  - 19) 大久保「前掲論文」, 503頁。Fat Catに関しては, Solomon, Jill and Aris Solomon, *CORPORATE GOVERNANCE and ACCOUNTABILITY*, John Wiley & Sons Ltd, 2004, Chapter 3 を参照。
  - 20) 稲上毅『現代英国経営事情』, 日本労働研究機構, 1997年, 118頁。
  - 21) 内藤則邦「イギリスのコーポレート・ガバナンス」『立教経済学研究』, 第53巻第3号（2000.1）, 141-142頁。
  - 22) *Committee on Corporate Governance -Final Report-*, Gee Publishing Limited, 1998. 1. 八田・橋本『前掲訳書』。
  - 23) box ticking とは, アンケート調査等で yes または no と書かれたボックスをチェックしていくことになぞらえて, ガイドラインを満たしているか否かだけを考えることを表している。落合大輔「英国におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論—ハンベル委員会の仮報告書—」『資本市場クォーターリー』, 1997年秋号（Vol.1, No.2）, 182頁。
  - 24) *Committee on Corporate Governance -The Combined Code-*, Gee Publishing Limited, 1998. 7. 八田・橋本『前掲訳書』。ちなみに, 1998年7月に公表された「統合規範」は, 非執行取締役の役割と効率性を取り扱った *Higgs Review* および監査委員会の問題を取り扱った *Smith Review* の勧告に従い, 2003年に改正された。改正統合規範は, これまで同様に上場規則として採用されている。
  - 25) KPMG, *The Combined Code -A Practical Guide-*, Gee Publishing Limited, 1999, pp. 2-14.

- 26) 河村「前掲論文」, 233頁。
- 27) 河村賢治「英国上場規則における公開会社法—特に取締役・取締役会に関して—」『早稲田法学』, 第76巻第4号(2001), 129頁。
- 28) 大久保拓也「イギリス法における取締役の報酬規制」『日本大学大学院法学研究年報』, 第29号, 1999年12月, 205-208頁。
- 29) 伊藤靖史「イギリスにおける会社法改正の動向」『商事法務』, No.1568(2000.8.5), 50頁。
- 30) 各項目の内容に関しては, 中村信男「英国における会社法見直しの動きと今後のコーポレート・ガバナンス」, 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』所収, 商事法務研究会, 2001年, 89頁を参照。
- 31) 中村「前掲論文」, 100頁。
- 32) 松村幸四郎「英国における上場会社取締役の報酬規制の展開—英国貿易産業省(DTI)会社法改正提案と日本法への示唆—」, 石山卓磨・上村達男・川島いずみ・尾崎安央『21世紀の企業法制』所収, 商事法務, 814頁。
- 33) Smerdon, Richard, *A Practical Guide to Corporate Governance 2nd edition*, Sweet & Maxwell Limited, 2004, pp.118-119.
- 34) Conyon, Martin J., “The Disclosure of UK Boardroom Pay: the March 2001 DTI proposals”, *CORPORATE GOVERNANCE*, Vol.9, No.4 (October 2001), p.278. ちなみに, この点に関しては, *Higgs Review* で検討されている。
- 35) Paul Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 2001.