

英国における役員報酬改革

坂 東 洋 行

はじめに

第1章 役員報酬規制の構造

第2章 コーポレートガバナンス・コードの沿革

第3章 会社法による役員報酬規制

第4章 メイ首相によるコーポレートガバナンス改革

第5章 わが国の取締役報酬規制への示唆

おわりに

はじめに

法務大臣の諮問機関である法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会（以下、「法制審」とする）は、2018年2月14日、「会社法制（企業統治等）の見直しに関する中間試案」（以下、「中間試案」とする）を公表した。中間試案は、①株主総会資料の電子提供、②株主提案権、③取締役等への適切なインセンティブの付与、④社外取締役の活用、⑤社債の管理、⑥株式交付、⑥その他の事項、と企業統治に関連する広範な見直し案を提示した。法制審は、同年4月13日まで中間試案をパブリックコメントに付し、同年5月9日から6回にわたり、審議会でパブリックコメントに寄せられた各意見に関する個別論点を審議した結果10月24日に「会社法制（企業統治等）の見直しに関する要綱案（仮案）」（以下、「要綱仮案」とする）を提示、

今回の会社法改正の方向性が明らかとなった。今後、法制審で要綱案が確定し、法務省内での立案作業を経て内閣を通じて国会に法改正提案がなされ、立法化されることになる。

企業統治関連で中間試案および要綱仮案が提案する会社法見直し案のうち、上記③の取締役等への適切なインセンティブの付与については、金融庁の審議会を経て2015年6月に上場規程として適用が開始されたコーポレートガバナンス・コード（以下、「コード」とする）の原則4-2に「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」、および補充4-2①に「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである⁽¹⁾」と規定されたことに呼応する。わが国において、経産省が『攻めの経営』を促す役員報酬⁽²⁾というガイダンスを公表するように、中長期的な企業価値を向上させるための、いわゆる「攻めのガバナンス」を特徴づけているのが役員インセンティブ報酬である。

一方、英国では、メイ首相の主導の下、コーポレートガバナンス改革が実施された。メイ首相は、高額化する取締役報酬に対し「資本主義の受け入れがたい一面」と厳しい口調で批判し、2006年会社法172条に規定された株主以外のステークホルダーの利益を促進する取締役の義務の履行に向けたコーポレートガバナンス改革を訴え、当初は従業員および消費者代表の取締役選任、役員報酬の株主総会の承認への拘束決議、CEOと従業員

(1) 同補充原則は、2018年6月に改訂され、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」となった。

(2) 経産省『攻めの経営』を促す役員報酬——企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引——

の報酬格差比率の開示等を提案した。会社法を所管するビジネス・エネルギー・産業戦略省（Department for Business, Energy, Industrial Strategy: 以下、「BEIS」とする）が、立法提案のグリーンペーパー⁽³⁾を公表し、パブリックコメント等の所定の手続を経て、2018年6月、2006年会社法に委任された第二次立法⁽⁴⁾となる2018年会社（関連報告）規則⁽⁵⁾および同年8月、財務報告評議会（Financial Reporting Council: 以下、「FRC」とする）が所管するコーポレートガバナンス・コード（以下、「英国コード」または単に「コード」とする）改訂が公表され、会社の属性に応じたCEOと従業員の報酬格差比率および会社法172条の履行状況の年次報告書での開示義務、従業員の経営への関与や役員報酬規制の強化等を実現し、2019年1月から適用される。

わが国では、インセンティブ報酬が攻めの経営を促す重要なツールと受け止められている反面、英国ではインセンティブ報酬に対し抑制的な傾向を強めているという真逆の動きを見せている。そこで、本稿は、これまでの英国の会社法および英国コードにおける役員報酬規制の考え方を概観し、そこからわが国の取締役報酬規制への示唆を探ることを目的とする。

(3) BEIS, “Green Paper, Corporate Governance Reform”, November 2016.

(4) 第二次立法（secondary legislation）は、わが国の政省令に相当するもので、元の法律（第一次立法 :primary legislation）を所管する省で立案し、国務大臣経由で議会に提出され、施行には議会の承認が必要となる。両院委任立法委員会（Joint Committee on Statutory Instruments）にて、提出された第二次立法が法律に委任された範囲で適切であるかを審査し、問題があれば勧告を付して両院に回付する。議会では、承認または却下のみ決議し、修正は行わない。両院委任立法委員会から採択可で回付された第二次立法が、両院で承認を得ると施行される（過去の統計では採択可とされた第二次立法は20%のみ）。（Parliament, ‘What is Secondary Legislation?’, <https://www.parliament.uk/about/how/laws/secondary-legislation/>）

(5) The Companies (Miscellaneous Reporting) 2018. 同規則は、2018年6月に議会で提出済で、議会承認により2019年1月施行予定となっている。

第 1 章 役員報酬規制の構造

1 会社法と自主規制の関係

英国におけるコーポレートガバナンスは、会社法による規制と上場規則による開示規制、同じく上場規則となる英国コードによる機関設計、開示ルール等によって規律されている。ジェントルメンズ・ルールを中心として発展を遂げた自主規制やコモンローにより法体系を構成してきた英国では、制定法となる会社法に、機関設計や取締役の義務等、業務執行機関の構成や株主総会と取締役との間の権限分配等についての詳細な規定が存在しなかつた。⁽⁶⁾たとえば、取締役は、「会社法において、取締役に、どのような名称を有するかにかかわらず、取締役の地位を占めるものを含む」とし⁽⁷⁾ (2006年会社法250条)、いわゆる「影の取締役」も明文化され⁽⁸⁾ (同251条)、広範な取締役の定義を規定する一方、取締役の会議体となる取締役会の構成や機能については、会社法には規定されていない。取締役会は、モデル定款に記載されているのみであり、⁽⁹⁾自主規制を重んじる英国らし

(6) 川島いづみ「コーポレートガバナンス・コードとイギリス会社法」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編『現代商事法の諸問題』(成文堂、2016) 252頁。

(7) 2006年会社法の訳については、イギリス会社法制研究会『イギリス会社法——解説と条文——』(成文堂、2017) を特に断りがない限りは参照する。本書は、2013年改正 (2013年企業規制改革法、2013年大・中規模会社・グループ (会計と報告) (修正) 規則) までの法改正をすべて網羅している。

(8) 英国会社法における影の取締役についての先行研究は、中村信男「イギリス会社法における影の取締役規制の進展・変容と日本法への示唆」私法71号 (2009) 253頁。

(9) 2006年会社法の第二次立法となる The Companies (Model Articles) Regulations 2008はモデル定款を規定するが、‘Board’ という文言は使われず、‘directors’ meetings’ という表現になっている (なお、1985年会社法以前を遡ると、モデル定款には、株主総会の議長を ‘a chairman of the “board” of directors’ が務めるとの規定が存在した (1985年会社 (附表 A-F) 規則附表 A42条他) 川島 前掲注 6

く、ここでは定款自治の原則が存在する⁽¹⁰⁾。英国コードは、取締役会設置を前提とし、取締役会の構成、責務等を規定している。

また、取締役の義務も、それまではコモンローの解釈に委ねられていた⁽¹¹⁾が、2006年会社法で初めて、取締役の義務が規定された。同法では、取締役は会社に対して一般的義務を負うと規定し（170条）、定款の遵守義務（171条）、会社の成功を促進する義務（172条）、独立判断義務（173条）、注意義務（174条）、利益相反回避義務（175条）、第三者からの利益禁止義務（176条）、会社との取引の開示義務（177条）の7つの義務を類型化した上で、174条（注意義務）を除いた6つの義務が、取締役が会社に負うその他一切の受託者的義務（fiduciary duty）と同様の方法でこれを強制できると規定した（178条）。つまり、フィデューシャリー・デューティーには注意義務が含まれず、かつ、2006年会社法は、取締役が会社に対して負うフィデューシャリー・デューティーすべてを成文化化したわけではなく、コモンロー上の責任を免れないと規定している⁽¹²⁾。

会社法と上場規則、英国コードの関係は、会社法に「国務大臣は、a号に定める目的のために、b号に関する規則を定めることができる」旨が規定され（1273条1項）、a号およびb号の規定は以下のとおりである。

- a 規制市場における証券の取引の許可を申請またはこれを得た発行者の、コーポレート・ガバナンスに関するEUにおける義務を履行し、その履行を可能とし、または、その義務から生ずる事項もし

255頁）。反面、計算書類（2006年会社法414条）、戦略報告書（414D条）、取締役報告書（419条）、取締役報酬報告書（422条）等の法定開示書類の承認機関として、特に会社法上に定義づけがないまま‘board’が使われるが、これは英国コードにその解釈を委ねていると思われる。

(10) 弥永真生「コーポレートガバナンスコードの捉え方」企会67巻7号（2015）33頁。

(11) 川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学41巻1号（2007）92頁。

(12) 坂東洋行「コーポレートガバナンス・コードのフォローアップと日英の異同」証券経済学会年報別冊51号（2017）13-7頁。

くは義務に関する事項を処理する目的

- b EUにおける義務を履行し、または、その義務から生ずる事項もしくは義務に関する事項を処理することに関連して、前号の発行者に関するコーポレート・ガバナンス

さらに、同条 3 項では、「本条に基づく規則は、次の各号に掲げる規定を設けることができる。『特定の』とは当該規則において特定されることを意味する」とし、a 号で「特定の団体が発する特定のコーポレート・ガバナンス・コードに言及する規定」と規定されている。2006年会社法を所管した当時の DTI (Department of Trade and Industry: 貿易産業省) の解説では、特定の団体が発するコードの例として、FRC が所管する統合コードを規則に含めることが言及されていた⁽¹³⁾。この規定により、FRC が策定するコードに会社法上の根拠を与えることが可能となるが、本条に基づく規則は、今日に至るまで制定されていない。自主規制を重んじる英国では、コードに法的根拠を与えることまでは不要と考え、かつ、遵守されているものと考えられる⁽¹⁴⁾。英国では、コーポレートガバナンスの規律において、会社法と英国コードを含めた自主規制との間には、明確な役割分担が存在するとも言える⁽¹⁵⁾。

2 役員報酬の規制

英国では、役員報酬の決定過程は会社法に規定されず、その決定は定款規定により取締役会に委ねられてきた。一般に通常定款 (articles of association) では、役員報酬 (remuneration) は、取締役会または取締役会に委ねられた委員会 (通常は報酬委員会) が、業務執行取締役の報酬を決定するとされてきた⁽¹⁶⁾。しかし、会社法は、取締役会の機能や権限を規定せ

(13) DTI, 'Explanatory Notes to the Companies Act 2006, 2006, at para 1669.

(14) 川島 前掲注 6 251頁。

(15) 坂東 前掲注12 5 頁。

(16) 伊藤靖史「取締役・執行役の報酬に関する規制のあり方について」同法55巻1号 (2003) 7 頁。

ず、また、取締役会が委任する報酬委員会の構成や権限の規定もなく、役員報酬の規律は、その開示が中心であった。1985年会社法の第二次立法となる2002年取締役報酬報告規則が制定され、⁽¹⁷⁾ 上場会社等の取締役報酬報告書の作成・開示が法定されるまでは、⁽¹⁸⁾ 損益計算書に取締役報酬の総額等⁽¹⁹⁾ が記載される程度にとどまっていた⁽²⁰⁾（1948年会社法196条）。

上場規則による取締役報酬の決定過程および開示は、英国コードが成立する1990年代の各委員会での議論の過程において、‘comply or explain’の形態をとるプリンシプルによる規範が形成され、会社法による規制を先行する形で修正が図られてきた。以下、英国コード成り立ちの経緯と会社法による役員報酬の規制について⁽²¹⁾みていく。⁽²²⁾

(17) Directors' Remuneration Report Regulations 2002

(18) 2002年取締役報酬報告規則により、1985年会社法に取締役報酬報告書の作成を取締役に義務づける規定が追加された（1985年会社法234B条）。

(19) 上場会社等（quoted company）。会社法上の区分は、株式の内容による公開会社（public company）・私会社（private company）、規模による小会社（small company）・中規模会社（medium sized company）・大会社（large company）がある。上場会社等とは、①2000年金融サービス市場法第6編の規定に従い公認上場株式リスト（the official list）に登録されている株式、②欧州経済領域参加国において正式に上場されている株式、③ニューヨーク証券取引所もしくはナスダックとして知られている市場のいずれかで取引を認められている株式を発行する会社を指す（2006年会社法385条）。本稿において役員報酬の検討対象は特に断りがない限り、上場会社等を指す。

(20) 従来、①取締役会への出席に対する報酬（手当：fee）、②業務執行取締役等に対する付加的報酬、③年金、④地位喪失に対する補償が取締役報酬の規制対象とされ（山田威「取締役の報酬規制について（1）」金沢経済大学論集26巻1・2合併号（1992）222頁）、業績連動等の定額でないインセンティブ報酬は想定されていなかった。

(21) 山浦久司「1948年英国会社法の会計ならびに監査制度」千葉大学経済研究2巻1号（1987）133頁。

(22) 英国コードと会社法の全体像に関する先行研究について川島 前掲注6、役員報酬を主眼においた英国コードと会社法の関係性に関する先行研究について伊藤前掲注16、および伊藤靖史「英国における取締役報酬に関する近時の改正」同法67巻5号（2015）218頁。

第 2 章 コーポレートガバナンス・コードの沿革

1 キャドベリー委員会報告書

英国では、1980年代後半から、不正会計事件となるマックスウェル事件や BCCI 事件、巨額の役員報酬により役員のリッチモンド・デューター違反が問われたギネス事件⁽²³⁾など企業不祥事が頻発したことから、英国企業の年次報告書や計算書類等の開示書類への不信感を払拭させるため、1991年、ロンドン証券取引所（以下「LSE」とする）、FRC、公認会計士団体がキャドベリー委員会⁽²⁴⁾を設置した。キャドベリー委員会では、3つの側面によりコーポレートガバナンス改革を検討したと言われる⁽²⁵⁾。第一に構造的・機能的改革、第二に責任分配構造、第三に開示書類の質向上であった⁽²⁶⁾。

キャドベリー委員会⁽²⁷⁾が答申した報告書は、キャドベリー報告書と呼ばれ、上記の3つのアプローチの結果として、まず取締役会の権限と責任を見直し、非業務執行取締役（NED: non-executive director）を常勤の業務執行取締役から外れた取締役とし、取締役会の構成員のうち最低3人が非業務執行取締役であることとした。さらに、取締役会の中に監査委員会、報酬委員

(23) Guinness v Saunders and another [1990] BCC 205. Hopkins, John, 'Fiduciary Duty. Receipt of Company's Property by Director. Equitable Allowance to Fiduciary', The Cambridge Law Journal Vol. 49, No. 2 (1990), pp. 220

(24) The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

(25) キャドベリー委員会以降、各委員会は、通常大規模公開会社のコーポレートガバナンスを対象に検討・審議されているが、LSEが採用する上場規則は、上場会社等を対象にしている。

(26) Reisberg, Arad and Donovan, Anna, "Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law," Fifth Edition, Pearson, 2018, pp.222.

(27) "Cadbury Report", "The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance", December 1992.

会、指名委員会を設置し、非業務執行取締役が独立性を有する重要な機能を担うべきと勧告した⁽²⁸⁾。また、取締役の責任として会計監査人による報告および計算書に対して意見表明（statement）を出すことも勧告した。開示書類の質の向上に関しては、所有と経営の分離から、取締役には株主に対し、年次報告書および財務報告書によって正確に伝えるスチュワードシップがあり、これを確保するための監査の効果性・客観性が必要と勧告した⁽²⁹⁾。

報酬規制については、上記のとおり、報酬委員会を設置することを勧奨し、委員長を非業務執行取締役、その構成員のすべてまたは過半数を非業務執行取締役とし、業務執行取締役による自己の報酬決定への関与を排除したが⁽³⁰⁾、取締役報酬を株主総会決議要件とする提案に対しては、取締役報酬の増減を株主総会で票決する事案としては現実的でないとした⁽³¹⁾。取締役報酬決定には、株主が求める公正性と競争力の平衡をとる報酬委員会がその役割を担い、株主総会において報酬委員会の議長が報酬に関する株主の懸念に応える用意があり⁽³²⁾、株主が報酬に対して意見表明できる機会を提供することを勧告した⁽³³⁾。

キャドベリー報告書の勧告は、取締役会、非業務執行取締役、業務執行取締役、報告と統制の4つの部分から構成される最良実務コード（the Code of Best Practice）としてまとめられた⁽³⁴⁾。ロンドン証券取引所は、これを上場規則（Listing Rule）⁽³⁵⁾として採用し、1993年7月以降、上場会社等に

(28) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.223.

(29) Cadbury Report, *supra* note 27, para 5.1. なお、わが国では‘stewardship’を「受託者責任」と紹介する場合があるが、それは誤りである。自主規制で求められる取締役の責務と制定法およびコモンローで求められる取締役の義務は、その意義が異なる。

(30) *Ibid*, para 4.42.

(31) *Ibid*, para 4.43.

(32) *Ibid*, para 4.44.

(33) *Ibid*, para 4.45.

(34) 川島 前掲注 6 241頁。

対して最良実務コードの遵守状況の開示をプリンシプルとして義務づけ (comply or explain)、これが英国コードの端緒となった。⁽³⁶⁾

2 グリーンベリー委員会報告書

1995年、民営化されたナショナルパワー等の公益事業会社での過剰な役員報酬がメディアで批判される中、経済団体である Confederation of British Industry⁽³⁷⁾ (以下、「CBI」とする)は、グリーンベリー委員会⁽³⁸⁾を設置し、主として取締役報酬について審議した。答申されたグリーンベリー報告書⁽³⁹⁾は、キャドベリー報告書に勧告された報酬委員会の設置、会社の報酬に関する考え方を株主に説明する詳細な報告書の年次提出を監査委員会に求めるとともに、法令では規定されていない取締役ごとの報酬パッケージの詳細報告⁽⁴⁰⁾を求めた。

グリーンベリー報告書で示された最良実務コードでは、報酬の方針について規定され、報酬委員会は「資質を備えた取締役をひきつけ、保持し、動機づけるのに必要な報酬パッケージを提供しなければならないが、その目的に必要とされる以上の支払を避けなければならない」とし、さらに報酬⁽⁴¹⁾の業績連動は、取締役と株主の利益を一致させ、取締役が最高の業績をあげるようなインセンティブを与えるよう設計されなければならないとされた。⁽⁴²⁾ 経済団体となる CBI が設置したグリーンベリー委員会では、取締

(35) 上場規則を所管していた UK Listing Authority は2009年以降の金融危機を経た英国内の監督機構の組織再編により廃止され、Financial Conduct Authority (以下、「FCA」とする)に統合されている。

(36) 坂東 前掲注12 6 頁。

(37) 英国産業連盟。日本の経団連に相当。

(38) The Study Group on Director's Remuneration chaired by Sir Richard Greenbury.

(39) "Greenbury Report", 'Director's Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury', July 1995.

(40) Reisberg and Donovan, supra note 26, pp.224.

(41) Greenbury Report, supra note 39, C1.

役員報酬に関し強い批判をメディアから受けていたことから、一見、報酬抑制傾向の検討がなされたかに見えるが、実際はインセンティブ報酬を促進する表現を用い、これがその後の英国コード等に維持され、わが国でも役員インセンティブ報酬がコードに導入された影響を与えている点、注意が必要である。

3 ハンペル委員会報告書

キャドベリー報告書は、FRC に対して、最良実務コードの遵守状況やコードのアップデートの必要性を検討する後継委員会を1995年6月までに設置することを勧告していたことから、1995年11月、FRC 会長のイニシアティブによりハンペル委員会⁽⁴³⁾が設置された⁽⁴⁴⁾。1998年1月、ハンペル委員会⁽⁴⁵⁾が答申したハンペル委員会最終報告書（以下、「ハンペル報告書」とする）は、先のキャドベリー報告書とグリーンベリー報告書による最良実務コードを包含する形でハンペル委員会の勧告を原則（principles）としてコードにまとめた⁽⁴⁶⁾。

ハンペル報告書の構成は、第1章で「コーポレートガバナンス」について、キャドベリー委員会以降、議論されてきたことを要約、第2章では、A. 取締役、B. 取締役の報酬、C. 株主、D. 説明責任・監査の4項目のコーポレートガバナンスの原則を提示し、第3章以下は、第3章取締役の役割、第4章取締役報酬、第5章株主の役割、第6章説明責任・監査と各原則の詳細な指針を示し、第7章は原則と指針に関する勧告をまとめる形態となっていた⁽⁴⁷⁾。

(42) Ibid, C4.

(43) ‘Committee on Corporate Governance’ chaired by Sir Ronald Hampel.

(44) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.224.

(45) “Hampel Report,” ‘Final Report, Committee on Corporate Governance’, January 1995.

(46) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.225.

(47) Hampel Report, *supra* note 45, Contents.

ハンペル報告書はLSEに提出され、LSEは1998年6月、キャドベリー報告書、グリーンベリー報告書による最良実務コードとハンペル報告書によるコーポレートガバナンス原則を統合した統合コード(the Combined Code)を公表した。統合コードは、LSEの上場規則に採用され、ハンペル報告書が勧告したコーポレートガバナンス原則は、「よきガバナンスの原則(Principles of Good Governance)」(以下、「ガバナンス原則」とする)に、最良実務コードはそのまま最良実務コードとして規定された。⁽⁴⁸⁾それまでの最良実務コードと同様に上場会社等に統合コードの遵守状況の開示をプリンシプルとして義務づけた。⁽⁴⁹⁾

取締役報酬規制に関しては、ガバナンス原則では、

(B1) 報酬の水準は、取締役をひきつけ、確保するために必要かつ十分なものであるべきである。業務執行取締役の報酬の構成は、その一部を業績連動型報酬とすべきである。

(B2) 業務執行取締役の報酬の決定のための正式な透明性ある手続を確立すべきである。取締役は、自分の報酬の決定に関与すべきでない。

(B3) 会社の年次報告書において、報酬方針について説明し、取締役の個人別の報酬の詳細を開示すべきである。

とし、最良実務コードでは、報酬委員会の構成と機能については、a) 報酬委員会は、業務執行取締役の報酬に関する会社の方針について取締役に勧告を行う、b) 報酬委員会は、業務執行取締役の個別の報酬内容を決定する、c) 報酬委員会は、独立した非業務執行取締役のみで構成されるべきである、と規定している。また、開示については、取締役会は、年次報告書において報酬について株主に報告するものとし、その報告には業務執行取締役の報酬についての会社の方針を示す、と規定された。⁽⁵⁰⁾グリーンベ

(48) 伊藤 前掲注16 9頁。

(49) 川島 前掲注6 242頁。

(50) 伊藤 前掲注16 12頁。報告事項は統合コードの附則(schedule) Bに規定され、

リー報告書では、取締役報酬の会社方針を報酬委員会が決定するものとしていたが、統合コードでは、報酬委員会の権限は勧告に留まり、取締役会が方針を決定すると変更された⁽⁵¹⁾。

4 ヒッグス委員会報告書

米国のエンロン＝ワールドコム事件を契機にコーポレートガバナンスおよび企業会計に関する不信が強まる中、英国において類似の事件を発生させない防衛策の強化を図るため、貿易産業省と財務省は、ヒッグス委員会を設置し、同委員会は、2003年1月、ヒッグス報告書を公表した。ヒッグス報告書の勧告により、統合コードは、2003年に改訂されたが、取締役会議長とCEOの分離、取締役会の監督機能強化のために取締役会構成員の半数以上を独立非業務執行取締役とすることが規定された⁽⁵²⁾。あわせて、報酬委員会の全構成員が独立非業務執行取締役であることを維持し、指名委員会は過半数を独立非業務執行取締役、監査委員会はその構成員のうち3名以上が独立非業務執行取締役とすることも規定された⁽⁵³⁾。報酬委員会は、インセンティブ報酬が適切に構成されるよう指名委員会と密接に協働することが求められた⁽⁵⁴⁾。

5 ウォーカー・レビュー

米国のサブプライム危機により、ノーザンロックが英国では130年ぶりとなる取付になるなど、英国も金融危機に直面したことから、2009年11月、財務省の要請でウォーカー報告書がまとめられた⁽⁵⁵⁾。金融機関の破綻原

かつ上場規則によっても詳細な報告事項が要求されている。

(51) 伊藤 前掲注16 12頁。

(52) “Higgs Review”, ‘A Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Director’, January 2003.

(53) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.226.

(54) Higgs Review, *supra* note 52, para13.8.

(55) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.227.

(56) Higgs Review, *supra* note 52, para 13.10.

因が過剰な役員報酬を実現するための過度なリスクテイクにあるなど、金融機関のコーポレートガバナンスの脆弱性が指摘され、取締役会の規模や構成、取締役会による業務執行取締役の業績の適正な評価、機関投資家の役割、取締役の報酬等、39項目を⁽⁵⁸⁾勧告した。ウォーカー報告書は、主として金融機関のコーポレートガバナンスに対する勧告であったが、FRCは、統合コードの改訂作業において、金融機関以外の上場会社等にも同報告による勧告を採用することを決め、2010年5月統合コードを改訂・名称変更し、コーポレートガバナンス・コードとした。⁽⁵⁹⁾FRCは、コードの文言(letter)同様、精神(spirit)にも注意を払うべきこと、コードによる株主の影響は、上場会社等の取締役会と株主の間のよりよい相乗的な作用によって高められることの2点を強調し、株主のための良き実務指針として、2010年7月にスチュワードシップ・コードを公表した。⁽⁶⁰⁾

6 コーポレートガバナンス・コードによる規制 (2010年以降)

(1) 2010年コード、2012年改訂コード

2010年に統合コードから改訂された英国コードの取締役報酬に関する原則は、グリーンベリー報告書により策定された最良実務コードにおける役員インセンティブ報酬の考え方から変わらず、2012年改訂コードまで維持されていた。その主要原則(Main Principle)には、

(D1) 報酬の水準は、会社を成功裏に運営するために必要なクオリティを備えた取締役を引きつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度のものであるべきだが、会社は、この目的を達成するために必要な額以上に支払いを行うことは回避すべきである。業務執行取締役の報酬のかなりの割合は、会社および個人のパフォーマンスにリンクす

(57) “Walker Review”, ‘Final Recommendation, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities’, November 2009.

(58) 河村賢治「金融業者の規制——日本とイギリス」法時81巻11号(2010)30頁。

(59) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.228.

(60) *Ibid.*

るように構成されるべきである。

(D2) 業務執行役員⁽⁶¹⁾の報酬方針を策定し、また、個々の取締役の報酬パッケージを確定するに当たっては、正式かつ透明性ある手続が定められているべきである。いかなる取締役も、自らの報酬決定には関与すべきではない。

と規定されている⁽⁶¹⁾。

D1の主要原則では、インセンティブ報酬について促進する規定となっているが、補助原則 (Supporting Principles) では、「業務執行取締役の報酬の業績連動部分は、会社の長期的な成功を促進するよう、長期の時間軸で設計されるべきである。」と規定されている。これは、2006会社法172条に取締役の義務として、会社の成功を促進する義務が規定されたことに呼応したとされている⁽⁶²⁾。

報酬委員会は、統合コードで求められていた独立非業務執行取締役のみによる構成が維持され、2010年以降の英国コードにおいては、大規模会社では最低3名以上で構成されることが規定され、取締役会議長は、就任時に独立性が認められると、議長以外の委員として報酬委員会に参加でき⁽⁶³⁾る。

(2) 2014年改訂コード

2014年の英国コード改訂は、取締役報酬に関連して大きな修正が加えられた。この背景には、2006年会社法が2013年に改正され、取締役報酬報告書の承認手続に株主総会による拘束決議が導入され、報酬規制が強化されたことがあると思料される（第3章にて後述）。2014年のコード改訂では、主要原則D1が、

(61) 原則の日本語訳は金融庁資料参照（金融庁「英国・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）」<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140904/08.pdf>（2014.9.4））。

(62) Reisberg and Donovan, *supra* note 26, pp.236.

(63) 各則 (Code Provisions) D.2.1.

(D1) 業務執行取締役の報酬は、会社の長期的成功を促進するように設計されるべきである。業績連動部分は、透明性があり、長期の時間軸に即し、厳格に適用されるべきである。

と大幅に下方修正された。⁽⁶⁴⁾「報酬の水準は、会社を成功裏に運営するために必要なクオリティを備えた取締役を引きつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度のものであるべき」といったそれまでの業績連動、インセンティブ報酬を促進する文言を削除したことになる。⁽⁶⁵⁾FRCは、インセンティブ報酬促進の文言が削除された理由を、会社の長期的な成長と役員報酬といった短期的な利益が相反し、とりわけ「取締役をひきつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度」という文言が誤解を招きやすいため削除したと説明している。⁽⁶⁶⁾

なお、高額化傾向が続く取締役の報酬に関し、2014年のコード改訂以降も報酬委員会の構成や位置づけに対して風当たりが強くなっていた。報酬委員会は、独立非業務執行取締役のみで構成されるが、他社の業務執行取締役が非業務執行取締役を兼務し、報酬委員会の委員を務める場合、他社の高い報酬水準に慣れていることから、高額報酬の抑制機能がないという批判であった。⁽⁶⁷⁾FRCは、他の会社で業務執行取締役を務める候補者を非業務執行取締役に選任すべきでないといった提案を受けていたが、他社の業務執行取締役が非業務執行取締役として報酬委員会の委員を務める会社の報酬が高額になるといったデータが存在しないため、他社の業務執行取締役の選任を禁じるまではないと結論づけ、株主や従業員の代表者が報酬委員会の構成員となる提案も市場のサポートは得られていないとした。⁽⁶⁸⁾

(64) 金融庁「英国・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）（2014年9月改訂）」
(<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20140930/05.pdf> (2014.9.30))。

(65) 坂東洋行「コーポレートガバナンス・コード導入後の論点と課題」金融67巻42号 (2016) 34頁。

(66) FRC, 'Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code', pp.5.

(67) Hannigan, Brenda, "Company Law", Fourth Edition, Oxford University Press, 2016, pp.140.

かし、英国コードの各則 D.2.1は、報酬委員会が報酬コンサルタントを利用した場合、その事実と利益相反の有無を年次報告書に記載しなければならないが、これ自体、報酬委員会の専門性の欠如を示しているとの批判も受けていた。⁽⁶⁹⁾

第3章 会社法による役員報酬規制

1 1985年会社法以前

英国において、準則主義による会社設立を認めた初の立法は、1844年ジョイントストック会社登記規制法（Joint Stock Companies Registration and Regulation Act 1844）（以下、「登記法」とする）⁽⁷⁰⁾である。登記法により、勅許や特別法によらず登記によって会社法人格が取得できるようになり、1855年有限責任法（Limited Liability Act 1855）によって株主有限責任が認められた。⁽⁷¹⁾同法と登記法が統合され、1856年ジョイントストック会社法（Joint Stock Companies Act 1856）になり、基本定款と附属定款（memorandum and articles of association）⁽⁷²⁾を登記する方式が採用された。同法の附表Bはモデル定款に会社の管理・運営組織に関する事項を規定し、会社はモデル定款を採用しても、独自の附属定款を定めても、いずれの場合も登記することができる⁽⁷³⁾とされた。

1907年会社法（Companies Act 1907）は、私会社（private company）を定義し、私会社を除く会社に対して、⁽⁷⁴⁾会計監査役の監査を受けた貸借対照表

(68) Ibid.

(69) Ibid, pp.141.

(70) 英国会社法制の変遷について、酒巻俊雄「我が国における会社法制の現状と課題」ひろば69巻8号（2016）4頁。

(71) Reisberg and Donovan, supra note 26, pp.9

(72) 川島 前掲注6 253頁。

(73) 山田 前掲注20 220頁。

の開示を義務づけ、1929年会社法 (Companies Act 1929) は、貸借対照表の開示事項の詳細化が図られる中、取締役報酬の開示および報酬明細に対する監査証明が要求され、取締役報酬の法定開示の嚆矢となった。⁽⁷⁵⁾ 1948年会社法 (Companies Act 1948) は、損益計算書開示規定の充実を目的とし、取締役報酬 (salaries) の総額、現在もしくは過去の取締役への年金支出額、取締役の退職等による一時金の総額を損益計算書で開示することが法定された⁽⁷⁶⁾ (196条)。

2 1985年会社法

(1) 1985年会社法

1985年会社法は、従来の取締役報酬の開示 (232条) に加え、取締役報酬の決定方法を規定した。会社法上での取締役報酬の決定に株主総会の承認を求めるのは、取締役の地位喪失への補償だけであるが⁽⁷⁷⁾ (312条)、会社法の規則に規定されたモデル定款 A に取締役報酬の決定方法が規定された。⁽⁷⁸⁾ モデル定款82条は、「取締役は、会社が普通決議で決定する報酬 (remuneration) を与えられる。そして、他の定める決議がない限り、報酬は日々生ずるものとみなす」と規定し、取締役報酬の支払に株主総会の承認を求めている。⁽⁷⁹⁾

取締役は、取締役会等への出席に関する経費を会社に支払わせる権利があり (モデル定款83条)、業務執行取締役にはその業務執行等の特別な役務に対する付加的報酬を支払うことができ (同84条)、取締役会は、取締役またはその扶養家族に対し、年金または退職慰労金を支払う権限があり

(74) 私会社の適用除外は、1967年会社法 (Companies Act 1967) で廃止された (山田 前掲注20 221頁)。

(75) 山浦久司「1929年英国会社法の会計ならびに監査制度」千葉商大論叢21巻4号 (1984) 69頁。

(76) 山浦 前掲注21 133頁。

(77) 川島 前掲注6 245頁。

(78) Companies (Table A-F) Regulations 1985.

(79) 山田 前掲注20 224頁。

(同87条)、株主総会の承認を要する取締役報酬の態様が定款に示されている。

取締役報酬の開示については、上記の各報酬の取締役総額開示に加え、所得が6万ポンドを超える会長の所得細目の開示（会社法第6附則（6th schedule）5条）、取締役の所得額を5000ポンドごとの金額帯に分け、各金額帯の所得を有する取締役の数、会長を超える所得額を有する取締役の最高金額の開示（同4条）、と金額要件はあるが、会長の個別開示が導入された⁽⁸⁰⁾。

（2）1997年改正法

グリーンベリー報告により、上場会社等が詳細な年次報告による開示を行うことになったことを受け、1997年会社計算書類（取締役報酬開示）規則⁽⁸¹⁾により開示要件が追加され、⁽⁸²⁾それらの事項が年次計算書類に注記することが求められた。具体的には、1985年会社法規則で規定された取締役報酬の総額開示に、ストックオプション行使によって取締役が得た利益の総額、長期インセンティブ報酬計画の下で取締役が得た金銭・資産の総額、年金拠出金の総額を区分して開示すること、年金受給資格を有する取締役の数、報酬、ストックオプション、長期インセンティブの合計額が20万ポンド以上となる取締役の最高額と年金に相当する金額等を開示することが規定された。1985年会社法の開示規制までは、定額・固定払の費用や給与といった「報酬」が想定されていたが、1997年改正により、業績連動による報酬の開示が導入されたことになる。

(80) 山田 前掲注20 233頁。

(81) Company Accounts (Disclosure of Directors' Remuneration) Regulations 1997.

(82) Ibid, art. 3.

(3) 2002年改正法

米国のエンロン＝ワールドコム事件の影響を受け、DTI が予定していた会社法全面改正が見送られ、取締役報酬と会計監査に関わる改正を先行させる形で、1985年会社法を一部改正する2002年取締役報酬報告規則が制定され、⁽⁸³⁾ 損益計算書から独立させた「取締役報酬報告書」の作成・開示が法定された。⁽⁸⁴⁾ まず、同法附則 7 A に規定された開示事項に従った取締役報酬報告書の作成を上場会社等の取締役に義務づけ⁽⁸⁵⁾ (1985年会社法234B 条 1 項)、取締役報酬報告書には、取締役会の承認および取締役会を代表する取締役または秘書役 (secretary of the company) の署名を必要とした (234C 条)。

取締役報酬の具体的な開示内容については、同法附則 7 A に詳細な規定を置き、非監査事項として、⁽⁸⁶⁾ 次事業年度の取締役報酬方針 (policy) があげられ (同附則 3 条 2 項)、⁽⁸⁷⁾ 取締役にストックオプション、長期インセンティブを与える場合、詳細な業績条件、その条件の選択理由、業績の評価方法、業績条件に他社比較がある場合、その比較方法等を個人別に開示しなければならないとされた。さらに、報告書には、業績グラフとして、発行会社の株式の累積株主収益率と株式指数と同じ動きを示す仮説的な株式の累積株主収益率を比較した 5 年間の折れ線グラフを示さなければならない⁽⁸⁸⁾ (同 4 条)。

監査対象となる開示事項には、⁽⁸⁹⁾ 取締役の個人別の報酬内容の開示を法定

(83) 川島 前掲注 6 244頁。

(84) 1985年会社法の条文修正または新規条文の挿入。参照条文番号は、前掲注81の規則による会社法改正後のもの。

(85) 1985年法第 6 附則には、既に取締役報酬の開示について規定されていたが、2002年取締役報酬報告規則により新たに規定された附則 7 A は、上場企業等を対象とし、上場会社等には第 6 附則の適用はなくなった。

(86) 同附則の第 2 部 (Part 2) は、監査非対象の開示事項を規定する。

(87) 附則においては、paragraph としているが、日本語訳は便宜的に「条」とする。以下同じ。

(88) 伊藤 前掲注16 26頁。

(90) 開示内容は、当該事業年度の個人別の給与・手当、賞与の総額、経費等の手当、取締役地位喪失への補償、現金以外の給付等であり、これらの報酬は表にて報告書に開示されなければならない（6条）。

個人別の付与されたストックオプション内容（当該事業年度に付与されたもの、行使されたもの、未行使のまま権利行使期間が過ぎたもの等）については、権利行使価格、権利行使期間等の条件が表で開示されなければならない（7条、開示の詳細については8条および9条）。長期インセンティブ計画についても、付与された権利の内容、その権利によって取締役が受領する株式・金銭・その他の資産の価値が表によって開示されなければならない（10条、開示の詳細については11条）。そのほか、確定給付および確定拠出で支払われる年金の詳細（12条）、取締役および過去に取締役であった者に対する過大な年金給付（13条）、過去に取締役であった者に対する報酬（14条）、取締役の業務執行に関して第三者へ支払った費用の総額（15条）の開示が求められ、直接に取締役に支払われた報酬のみならず、退任後の年金や報酬での支払、第三者を通じた受領など脱法を回避する規定となっている。

取締役報酬の株主総会の関与については、1985年法では、法的義務がないモデル定款により、株主総会による総額の支払承認が規定されていたのみだったが、2002年改正法は、取締役報酬報告書への株主総会決議による承認を必要とする規定を1985年会社法に追加した（241A条）。上場会社等は、定時株主総会（年次計算書類を承認する株主総会）開催の前に、株主に対し、取締役報酬報告書の承認決議を提案する旨の通知を送り（同3項）、

(89) 同附則の第3部（Part 3）には、監査対象となる開示事項を規定する。

(90) 取締役報酬の個人別開示については、既に上場規則（LR: Listing Rule）に詳細に規定されていた（河村賢治「英国上場規則における公開会社法」早法76巻4号（2001）144頁）。英国コードの規定に対する遵守状況（comply or explain）の開示（LR 9.8.6R（6））、業務執行取締役の報酬に関する会社方針、各取締役の報酬総額・長期インセンティブの詳細等を包含する取締役報酬の内容の開示（LR 9.8.6R（7））、長期インセンティブ計画の株主総会普通決議による承認（LR 9.4.1R（2））などが存在し、現状も上場会社等に遵守が求められている。

取締役は取締役報酬報告書の議題が確実に決議されるようにしなければならず(同6項)、株主への通知、承認決議を怠った場合は、取締役は罰金の対象となる(同条9条および10条)。

取締役報酬報告書の承認決議については、「本条に定める条項のみに基づく決議によっては、報酬に関する何らの資格も条件づけられることはない(同条8項)⁽⁹¹⁾」と規定されていることから、譬い取締役報酬報告書の議案が否決されても、既に支払われた取締役の報酬や次年度にわたる会社の報酬方針に影響がないため、否決されると報酬支払の中止や返還、報酬方針に修正を求めることになる拘束決議(binding resolution)と区別し、勧告決議(advisory resolution)や‘Say on pay’⁽⁹²⁾と呼ばれる。実務的には、拘束決議で取締役報酬報告書に記載された支払済の取締役報酬を否決した場合、その支払の契約等の効力をどう扱うのかといった問題が生じた⁽⁹³⁾ため、現実的ではない。むしろ、勧告決議であっても、取締役報酬の会社方針および取締役ごとの報酬実績などの開示が法定されることによって、取締役報酬の決定プロセスに株主が関与できることがまず望まれたと思われる。

もっとも、2002年取締役報酬報告規則による1985年会社法改正の内容は、取締役報酬の株主総会承認決議や取締役報酬報告書による詳細な開示など、その大半が既に上場規則に導入されていたものである。自主規制を重んじる英国において、企業不祥事などへの対応は、前述したとおり、自主的なパネル(委員会)の設置、自主規制(コード)の導入とその遵守のプロセスを経て自浄作用が働いてきた⁽⁹⁴⁾。その自主規制が立法化されること

(91) 2006年会社法439条5項と同じ規定であるため、イギリス会社法制研究会 前掲注7を参照。

(92) 菊田秀雄「EUにおける取締役報酬規制をめぐる近時の動向」駿河台22巻1号(2008)199頁。会社法上の規定には、binding、advisory、Say on payといった文言は使われず、あくまで解釈上の用法である(Say on payに関し、原弘明「イギリスにおける経営者の報酬規制」徳本穰＝徐治文＝佐藤誠＝田中慎一＝笠原武朗編『会社法の到達点と展望』(法律文化社、2018)412頁)。

(93) 伊藤 前掲注22 224頁。

は、企業の経済活動に対する国家の介入にほかならず、その意味はとて⁽⁹⁵⁾も重い。

3 2006年会社法

(1) 2006年会社法

1985年会社法以来の大型改正となった2006年会社法における取締役報酬に関する規制は、取締役報酬報告書への株主総会決議を要件とする枠組みを維持したが、その委任を受けた2008年会社（モデル定款）規則により、それまでの株主総会普通決議による報酬承認を取締役（the directors）が決定することとされ（公開会社モデル定款23条2項）、モデル定款を遵守する公開会社の株主総会は報酬決定への関与ができなくなった。⁽⁹⁶⁾取締役報酬の規制は、前述のとおり、主として上場会社等を対象とした自主規制により、最良実務コード、統合コード、コーポレートガバナンス・コードと数次の改訂を経ながら、会社法改正に先行して修正が図られ、取締役による報酬決定は非業務執行取締役で構成される報酬委員会に委ねられていることに呼応したものと考えられる。

しかし、これらの規律にもかかわらず、取締役の報酬は一貫して増加し⁽⁹⁷⁾た。会社法を所管する当時のビジネス・イノベーション・技能省⁽⁹⁸⁾（以下、「BIS」とする）のディスカッション・ペーパーによれば、⁽⁹⁹⁾英国の代表的な株式指数のFTSE100を構成する100社のCEOの報酬総額中央値は、1999年から2010年までの間に、年平均13.6%増加したことにに対し、同期間にFTSE100はわずか1.7%しか上昇せず、会社業績と報酬が連動していない

(94) 坂東 前掲注65 34頁。

(95) 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早法92巻1号（2016）101頁、坂東 前掲注12 5頁。

(96) 大久保拓也「イギリス2006年会社法における取締役の報酬規制」尾崎安央＝川島いづみ編『比較企業法の現在』（成文堂、2011）39頁。

(97) 伊藤 前掲注22 220頁。

(98) Department for Business, Innovation and Skills（現 BEIS）。

(99) BIS, 'Executive Remuneration: Discussion Paper', September 2011, para 21.

ことを示した。また、同期間の平均的な従業員の賃金の上昇は、4.7%にとどまり、かつ CEO と従業員の賃金格差比率は120倍を超えた。これらのことから、報酬の構造は、取締役が会社の長期的な利益のために行動することを必ずしも促進せず、また、会社内の収益の分配が経営トップに偏ることが、従業員を動機づけ、長期的な（会社）業績を維持することに本⁽¹⁰⁰⁾当に最も効果的な方法であるかについて疑問を投げかけることになった。

(2) 2013年改正法

BIS は、高額化する取締役報酬の問題点を、上記のディスカッション・ペーパーで提起した上で、取締役報酬に関する法改正を主なものとして3⁽¹⁰¹⁾つ提案した。将来の報酬方針への株主総会による拘束決議、方針の実施状況への⁽¹⁰²⁾勧告決議、退任取締役への報酬支払への拘束決議であった。報酬高額化の修正のため、取締役報酬報告書の承認自体を拘束決議にすることも検討されたが（支払済の個別の報酬、報酬方針も含め）、支払済の報酬の取扱いが問題となるため、将来の取締役報酬方針について拘束決議による承認を求め、その承認の範囲内での報酬支払実行を会社に要求し、⁽¹⁰³⁾勧告決議の欠点を補おうとした。これらのプロセスを経て、役員報酬報告書の承認⁽¹⁰⁴⁾手続については、2013年企業規制改革法、開示内容については、2013年大・中規模会社・グループ（会計と報告）⁽¹⁰⁵⁾（修正）規則が制定され、2006年会社法が改正された。

(100) Ibid, para 22'

(101) BIS, 'Executive Pay: Shareholder Voting Rights Consultation', March 2012.

(102) Ibid, para 4-24.

(103) Ibid, para 53-54. BIS の提案について、伊藤 前掲注22 223-231頁。

(104) Enterprise and Regulatory Act 2013.

(105) The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013. 2006年会社法421条は、取締役報酬報告書に記載すべき情報、当該報告書における情報の記載方法および当該報告書のうちの監査対象部分を国務大臣が規則を規定できるとし、本規則はその規定に従った第二次立法となる。

2013年企業規制改革法は、その79条により2006年会社法の修正および追加条項を規定したが、まず、取締役報酬報告書の中で、報酬支払および地位喪失に対する支払に関する会社の方針（取締役報酬方針）を独立させて記載させ（改正後会社法421条2A項）、取締役報酬方針の承認への拘束決議を新設した（同439A条）。さらに、取締役報酬方針は少なくとも3年ごとに株主総会の普通決議による承認を義務づけることとした（同条1項b号）。取締役報酬報告書の承認への勧告決議は変更なしとしたため、取締役報酬報告書に記載された支払済の報酬については引き続き勧告決議とし、報酬方針を拘束決議による承認を要件とした。つまり、取締役報酬実施前の報酬方針は拘束決議とし、実施後の取締役報酬の個別開示は勧告決議とする二段階の承認プロセスとした。上場会社等は、取締役の報酬を支払う際は、株主総会で承認された報酬方針に従って実行しなければならず、この意味において、拘束決議といわれ、株主総会が取締役報酬方針を否決した場合、既に承認された最終の方針に従って支払うか、方針に従わない方針または改訂した方針を個別の株主総会で承認を受ける必要がある⁽¹⁰⁶⁾。

2013年大・中規模会社・グループ（会計と報告）（修正）規則は、新たに附則8を規定し、上場会社等を取締役報酬報告書の詳細な開示内容を求めた。取締役報酬報告書は、「（報酬委員会議長の）年次報告（Annual Statement）」（附則8第3条）、「報酬年次報告（Annual Report on Remuneration）」（同4条）、「取締役報酬方針（Directors' Remuneration Policy）」（同4条-7条）の三部構成となり、上記のとおり、報酬年次報告の承認は勧告決議、取締役報酬方針の承認は拘束決議が必要となる。

報酬年次報告には、取締役の個別の報酬を定型の表として記載することが求められる。その表中には、個人別および報酬の種類ごとに金額が記載

(106) 伊藤 前掲注21 227頁。なお、2013年企業規制改革法80条により226B条が追加され、取締役への報酬支払要件として、株主総会承認済の方針と一致すること、支払が株主総会の承認を得ていることを法定した。

され、それらの総合計が提示される。報酬の種類は、a) 給料・手当の合計、b) 課税上の利益、c) 当該事業年度内の業績連動による受取または受取可能となる現金その他資産、d) 1年を超える期間に受取または受取可能となる現金その他の資産⁽¹⁰⁷⁾、e) 年金関連の利益の5項目である(同7条)。これまでの法定報酬開示でも、グラフや表で記載されていたが、報酬、ストックオプション、その他長期インセンティブ計画が項目ごとに記載されていたため、株主は全体像を理解しにくかった。本附則により、取締役報酬の実施状況の開示が改善され、株主は一覧すると取締役の個人別・種類別・総合計を金額で把握できるようになった。

取締役報酬方針は、2013年改正により、取締役報酬報告書の中で、独立した部分として記載され(同24条)、a) 将来の方針表(同25条-28条)、b) 取締役任用の際の報酬(同29条)、c) 任用契約(30条-32条)、d) 報酬方針の図表(33条-35条)、e) 退任取締役への報酬方針(36条-37条)、f) 従業員の雇用条件への考慮(38条-39条)、g) 株主意見への考慮(40条)と7項目が要求されている。ここでも、株主の理解促進が意識され、各取締役の報酬パッケージが、報酬の種類ごとに棒グラフで提示されるよう規定されている(34条)。

第4章 メイ首相によるコーポレートガバナンス改革

1 改革実現までの流れ

(1) メイ首相による決意表明

2016年6月、Brexitへの国民投票でEU離脱が決まると、キャメロン首相が辞任し、同年7月にテリーザ・メイ氏が首相に就任した。メイ首相

(107) 受取る資産が株式やストックオプションの場合、その価値を記載しなければならない(附則8第10条1項d号)。

(108) 伊藤 前掲注22 235頁。

は、首相就任前の最後のスピーチを保守党党首としてバーミンガムで行⁽¹⁰⁹⁾い、コーポレートガバナンス改革の必要性に言及した。メイ党首は、英国の代表的な株式指数である FTSE が18年間、同じ水準で推移し、高値から10%の位置にあるのに対し、企業経営者の報酬は同期間に3倍を超えて増加したことは根拠がなく不健全であり、さらに従業員と経営者の賃金格差が拡大していることを指摘し、首相に就任したならば、従業員・消費者代表の取締役会参加、経営者の報酬の承認への拘束決議、CEO と従業員平均の報酬格差比率の開示を実行すると述べた。

（2）BEIS コーポレートガバナンス改革案（グリーンペーパー）

①概要

メイ首相の発言を受け、会社法を所管する BEIS は、2016年11月、コーポレートガバナンス改革案⁽¹¹⁰⁾（以下、「グリーンペーパー」とする）を公表し、パブリックコメントに付した⁽¹¹¹⁾。グリーンペーパーは、コーポレートガバナンス改革が必要な領域として、a) 役員報酬規制強化、b) 取締役会における広範なステークホルダーの意見の反映強化、c) 大規模私企業のコーポレートガバナンス強化の3つであった。ステークホルダーの意見については、2006年会社法172条に規定された取締役の義務の実効性確保を図るものであり、取締役報酬規制と並んでコーポレートガバナンス改革の目玉⁽¹¹²⁾である。

(109) The Financial Times, ‘Theresa May calls for responsible capitalism in pitch for Number 10,’ July 11, 2016, (<https://www.ft.com/content/d7d17eb6-4760-11e6-8d68-72e9211e86ab>).

(110) BEIS, ‘Green Paper: Corporate Governance Reform,’ November 29, 2016.

(111) グリーンペーパーおよびその後の会社法改正、英国コード改訂の動向について、川島いづみ「英国のコーポレートガバナンス改革案」ディスクロージャー&IR 4号（2018）110頁、中村信男「イギリスにおける会社法改正構想」比較法学 51巻2号（2017）75頁に詳しい。

(112) 英国会社法上のステークホルダー理論の観点からの改正案の検証は、中村信男「英国会社法におけるステークホルダー利益の取扱いと会社法制改正構想の行方」

取締役報酬規制について、グリーンペーパーは、FTSE100の採用企業の CEO の報酬総額が1998年平均値である約100万ポンドから2015年の約430万ポンドと大きく増加し、その要因が賞与の支給と長期インセンティブ報酬にあること、1998年には FTSE100採用企業の CEO の報酬平均額と英国の正規雇用の労働者との報酬格差比率（CEO 報酬 / 労働者平均賃金、以下、「ペイレシオ」とする）が47倍であったが、2015年には128倍まで開いたことなど、問題点を提起した。⁽¹¹³⁾ グリーンペーパーが提案した取締役報酬規制強化策は以下のとおり。

②議決権行使と株主権利の強化

議決権行使等に関する提案は、i) 現状、勧告決議となっている報酬年次報告書の承認を拘束決議にする⁽¹¹⁴⁾、ii) 報酬年次報告書への勧告決議否決時の決議要件加重⁽¹¹⁵⁾、iii) 年次報酬総額の上限設定および上限超過時の拘束決議による承認、iv) 取締役報酬方針の株主総会決議の頻度の増加⁽¹¹⁶⁾、v) 英国コードによる規律強化⁽¹¹⁷⁾の5つの選択肢が提示されている。英国コードによる規律強化を含め、取締役報酬報告書の承認プロセスに株主の関与をより強化することを企図している。

徳本穰＝徐治文＝佐藤誠＝田中慎一＝笠原武朗編『会社法の到達点と展望』（法律文化社、2018）373頁。

(113) 中村 前掲注111 86頁、BEIS, supra note 110, para1.2。

(114) 報酬すべてを対象とするか、報酬のうち業績連動のものだけを対象にするかが考えられるとされた（BEIS, supra note 110, pp.22）。

(115) 当該事業年度の報酬年次報告が否決された場合は、次年度の報酬を拘束決議に変更するなどの提案をしている（BEIS, supra note 110, para 1.21）。

(116) 現状、最長で3年に一度となっている取締役報酬方針の承認への拘束決議の頻度を毎年にするなどを提案している（BEIS, supra note110, para 1.26）。

(117) i から iv の選択肢は、会社法による規律強化を提案しているが、v はプリンシプルによる規律強化をFRCに委ねている（中村 前掲注111 91頁）。FRCが英国コードを改訂し、たとえば取締役報酬報告書を株主総会への提出する前に年金運用機関等の投資家、従業員に確認してもらうプロセスが提案されている（BEIS, supra note110, para 1.28）。

③報酬に関する株主のエンゲージメント⁽¹¹⁸⁾

取締役報酬への株主のエンゲージメントに関する提案は、i) ファンドマネージャーの議決権行使内容および議決権行使助言会社利用内容の強制開示⁽¹¹⁹⁾、ii) 取締役報酬に関する特別株主委員会の設置⁽¹²⁰⁾、iii) 個人株主の議決権行使促進⁽¹²¹⁾の3つの選択肢が提案されている。投資家、個人株主のエンゲージメントを強化し、会社から取締役報酬に関する規律を引き出すことが企図されている。

④報酬委員会の役割の向上

報酬委員会に関する提案は、i) 報酬委員会の方針策定時における株主・労働者との協議⁽¹²²⁾、ii) 報酬委員会議長就任者の報酬委員としての12ヶ

(118) 「エンゲージメント (engagement)」という言葉の解釈は、会社法上、重要である。わが国では、金融庁主導の各種プリンシプルにおいて、「機関投資家と投資先企業との間で建設的な目的を持った対話」等と訳されているが、これでは伝わりにくい。英国の代表的な会社法のテキストでは、エンゲージメントを「(株主が)投資先企業の長期的な価値創造の利益に資するガバナンス改善のために、活発に企業をモニターし、取締役会との対話に取り組み、議決権行使や他株主との協働といった株主の権利を用いること」と定義している (Hannigan, *supra* note 67, pp.142)。また、2018年9月、筆者が中村信男早稲田大学教授と実施した英国の会社法学者であるリーズ大学の Andrew Keay 教授とのワークショップでは、Keay 教授は、「株主との対話ではなく、株主からの要請・要望に対し、必ず会社が応えること」とエンゲージメントを解釈していた。つまり、エンゲージメントとは、双方向の対話ではなく、コーポレートガバナンス向上のための、投資家・株主からの一方向の要望・要請である。もっとも、株主からの要望・要請に対し、会社が対応できること、またはできなければその理由を説明することになる。

(119) 英国スチュワードシップ・コードには、投資家の議決権行使内容や議決権助言会社の利用状況の開示が既に規定されているが、これらを法定するもの (BEIS, *supra* note 110, para.1.35)。

(120) 取締役報酬や、会社の長期経営戦略、取締役指名などを精査する取締役会の上部組織として株主委員会を設置することを提案している (BEIS, *supra* note 110, para 1.36)。

(121) 英国では、個人株主はブローカー名義で株式を保有することが多く、それが議決権行使の妨げとなっているため (BEIS, *supra* note 110, para 1.38)、株主に対して電子投票を用意するなどブローカーに対し個人株主へ議決権行使の選択肢を拡大することを義務づけることなどが提案されている (Ibid, para 1.40)。

月以上の職務経験の 2 項目が選択肢として提案されている。

⑤報酬の透明性

報酬の透明性向上に関する提案は、i) ⁽¹²³⁾ペイレシオの開示、ii) 賞与支給目標の開示⁽¹²⁴⁾の 2 つの選択肢を提案している。

⑥長期インセンティブ報酬の改善

長期インセンティブ報酬プラン (LTIPs: Long-term Incentive Plan) に関しては、特に選択肢という提案をしていない。LTIPs は既にほとんどの企業で採用されているが、行使期間が 1 年から 3 年というストックオプションが一般的となり、これでは短すぎ、取締役による短期的な行動を促すことになっているため、LTIPs の選択肢として譲渡制限株式による株式報酬を利用すること、ストックオプションの行使期間を 3 年未満とする英国コードを 5 年超に改訂することを提案している。⁽¹²⁵⁾

(3) 英国議会下院委員会報告書

英国議会下院の BEIS 委員会は、メイ首相のコーポレートガバナンス改革へのコミットメントと BEIS によるグリーンペーパーを検証し、議会としての立法提案を目的とするコーポレートガバナンス改革への報告書を公表した (以下、「委員会報告書」⁽¹²⁶⁾とする)。委員会報告書は、a) コーポレー

(122) 英国コードに具体的な規定を設けるほか、労働者等のステークホルダーの利益を代表する非業務執行取締役が報酬委員会の委員となり、ステークホルダーの利益が適切に反映されているかを確保できると提案している (BEIS, supra note 110, 1.44)。

(123) ペイレシオ開示の目的は、他社比較ではなく、会社が自社のペイレシオが適正であることを株主やその他ステークホルダーに説明することにある (BEIS, supra note 110, para 1.51)。

(124) 会社法の法定開示および英国コードにより、取締役の賞与の総額は個別開示されているが、事業上センシティブと判断されれば開示を免れる適用除外があり、2016年は上場会社等の36%がこの適用除外規定を利用しているため、英国コードの改訂による賞与支給目標の全面開示を求めるなどの要否を提案している (BEIS, supra note 110, para 1.58-1.59)。

(125) BEIS, supra note 110, para 1.63-1.65.

トガバナンスの向上、b) 私企業の開示強化、c) 取締役報酬規制強化、d) 取締役会構成の多様化と4つの領域について提案している。

コーポレートガバナンスの向上に関しては、2006年会社法172条に規定された取締役の義務を履行させるため、英国コードの改訂と法改正によるFRCへのエンフォースメント権限の付与を提案しているなど、グリーンペーパーによる提案からさらに取締役の義務の履行について厳格となっている。

取締役報酬規制については、LTIPsは複雑になりすぎ、誤ったインセンティブと短期的な判断に責任があるとし、廃止を提案していることが特徴的である。⁽¹²⁸⁾ LTIPsを廃止し、代わりに長期間処分ができない株式⁽¹²⁹⁾ (deferred share)の付与などより単純な報酬構造となるよう提案している。そのほか、報酬年次報告書の承認への勧告決議に25%以上の反対があった場合は、次年度の報酬年次報告書は拘束決議にすること、報酬委員会議長は、報酬委員の職務経験が1年以上あること、議長の報酬委員会での取組のインセンティブを向上させるため、報酬関連の議案が75%以上の賛成を得られなかった場合、議長を辞任すること、FRCと政府に対しペイシオ開示の規制導入を要請することを提案している。⁽¹³⁰⁾⁽¹³¹⁾⁽¹³²⁾

(4) BEIS 最終提案

①概要

メイ首相は、2017年8月27日、政府（BEIS）としてのコーポレートガバナンス改革最終案を提示する直前、英国の有力紙デーリー・メール紙にコ

(126) House of Commons, 'Corporate Governance,' March 30, 2017.

(127) Ibid, para 42.

(128) Ibid, para 90.

(129) 業績目標が達成できないと売却できない、または配当がないといった条件を付する株式等。

(130) House of Commons, supra note 126, para 106.

(131) Ibid, para 109.

(132) Ibid, para 115.

コーポレートガバナンス改革について投稿した。⁽¹³³⁾ メイ首相は、高額化する経営者の報酬に対し、「受け入れがたい資本主義の一面 ‘Unacceptable face of capitalism’」という厳しい言葉を選んで批判した。そのうえで、数日後に公表するコーポレートガバナンス改革に対する政府の最終案によって経営者による行き過ぎた行為 (abuses and excess) が是正されると述べた。

同年 8 月 29 日、政府 (BEIS) が公表した最終提案⁽¹³⁴⁾ (以下、「BEIS 最終案」とする) は、会社法改正案だけではなく、英国コードの改訂により実現する提案も含まれている。BEIS 最終案は、グリーンペーパーの提案と同じく、a) 役員報酬規制強化、b) 従業員他ステークホルダーの意見の反映強化、c) 大規模私会社のコーポレートガバナンス強化の 3 つの領域を中心に改革案を提示している。取締役報酬に関連する改革案は以下のとおり⁽¹³⁵⁾ である。

②取締役報酬への株主による反対票が重大な場合

a) FRC に対して英国コードを改訂し、業務執行取締役の報酬についての反対票がかなりの数に達した場合、その会社がとるべき措置を設定するよう促すこと、b) 英国投資協会に対し、グリーンペーパーへの意見表明⁽¹³⁶⁾ を実行するよう促すことの 2 項目を提案している。

③報酬委員会の役割拡大

FRC に対して英国コードを改訂し、a) 取締役報酬の決定が広範な報酬方針に影響しているかを労働者に毎年説明すること、⁽¹³⁷⁾ b) 報酬委員会議長

(133) May, Theresa, ‘For Britain’s sake, it’s time to tackle the unacceptable face of capitalism’, August 27, 2017, (<https://www.dailymail.co.uk/news/article-4826346/Theresa-savages-abhorrent-greed-fat-cat-bosses.html>).

(134) BEIS, ‘Corporate Governance Reform: The Government Response to the Green Paper Consultation,’ August 29, 2017.

(135) 川島 前掲注 111 111 頁。

(136) 投資協会は、役員報酬その他の議案への反対票が 20% 以上となった場合、反対株主の懸念に対してその上場会社等がどう言及しているかの記録を公簿に登録する (public register) ことを提案していた (Ibid, Action 1)。

(137) Ibid, Action 2.

が報酬委員の職務経験が12ヶ月以上あることを規定することを促した。⁽¹³⁸⁾

④ペイレシオ開示

政府は、第二次立法により、上場会社等にペイレシオを報酬年次報告により開示することを求める規則を制定するとした。⁽¹³⁹⁾

⑤長期インセンティブ

政府は、第二次立法により、上場会社等に複雑な株式インセンティブ計画から生ずる潜在的な結果についてより明確な説明を求める規則を制定するとした。⁽¹⁴⁰⁾

⑥株式報酬の保有期間

FRC に対して、株式報酬の保有期間が現状英国コードで定められている最短3年から5年に延長する提案を考慮するよう促した。⁽¹⁴¹⁾

2 コーポレートガバナンス改革（役員報酬規制）の内容

（1）会社法改正

①概要

2018年7月、BEIS はこれまでのグリーンペーパー等を踏まえ、第二次立法として2006年会社法を改正する「2018年会社（関連報告）規則」を公表し、議会に回付した。同規則は主としてペイレシオと2006年会社法172条の取締役の義務の履行状況を開示させるもので、会社の規模・形態に応じて開示要件が異なる。⁽¹⁴²⁾

②長期インセンティブの詳細開示

取締役報酬規制に関しては、2013年改正で新設された上場会社等の取締役報酬報告書の開示要件を規定する附則8を2018年会社（関連報告）規則

(138) Ibid, para 1.49.

(139) Ibid, Action 3.

(140) Ibid, Action 4.

(141) Ibid, Action 5.

(142) たとえば、ペイレシオの開示が求められるのは、従業員250人以上の上場会社等である。

で改正した。まず、長期インセンティブの詳細開示については、年次報告書に「取締役報酬の支払に行使されるいかなる権利」を追加し（改正後附則 8（以下同じ）第 3 条 aa 号）、取締役報酬報告書に「支給金額、またはそれが不明な場合は、株式の評価額による支給額の見積」（同 12 条 3 項 ca 号）および「株式の評価増減の結果、行使される権利」（同 3 項 d 号末尾）をそれぞれ追加し、取締役報酬を個人ごとに開示する一覧表内のストックオプションや長期インセンティブの欄に、株式の評価額に基づいて金額で記載することを規定した。

②ペイレシオの開示

上場会社等で従業員 250 人以上の会社は、ペイレシオの開示が義務づけられ（同 19B 条 2 項）、ペイレシオは、CEO の報酬を上位 25 番目、中間、⁽¹⁴³⁾ 75 番目の正規従業員の賃金で除したもの（同 19D 条 1 項）を表にして開示しなければならない（19C 条 1 項）。

(2) 英国コード改訂

①概要

グリーンペーパーおよび BEIS 最終案を受け、FRC は政府と協調して英国コードを改訂した。2017 年 2 月、FRC は英国コードの全面改訂作業を開始、同年 12 月に英国コード改訂案を公表し、⁽¹⁴⁴⁾ パブリックコメントに付した（2018 年 2 月まで）。2018 年 7 月 16 日、FRC は英国コードの改訂を終え、2018 年改訂英国コード（以下、「改訂コード」とする）を公表した。⁽¹⁴⁵⁾ 上記の 2018 年会社（関連報告）規則も改訂コードも、2019 年 1 月に施行・適用開始となる予定となっている。⁽¹⁴⁶⁾

(143) パーセンタイル方式。全従業員の賃金を上位から 100 等分して、上位から 25 番目、50 番目、75 番目に相当する賃金額をピックアップする。

(144) FRC, 'Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code,' December 2017.

(145) FRC, 'The UK Corporate Governance Code,' July 2018.

(146) 2018 年 9 月、中村信男早稲田大学教授と実施した FRC とのインタビューで

改訂コードは、コーポレートガバナンス改革に関する政府からの改訂要請を単に追加・修正しただけでなく、その構造を含め全面改訂した。従来は、Main Principle（主要原則：大項目）、Supporting Principles（補助原則：中項目）、Code Provisions（各則：小項目）と三部構成であったが、補助原則をすべて削除し、Principles（原則）とProvisions（各則）の二本立てとした。FRCは今回の改訂を‘shorter and sharper’「より短く、より明確に」と評価しているとおり、2016年英国コードの100項目（主要原則18、補助原則27、各則55）から、改訂コードの59項目（原則18、各則41）へと大幅に減少している。

改訂コードのポイントは、ガバナンスの定義を広げ、a) 会社、株主、ステークホルダー間の積極的な関係、b) 健全な企業文化と同調する明確な目的と戦略、c) 質の高い取締役会構成とダイバーシティ、d) 長期的な成長に見合いそれを支える報酬、の4つの重要性を強調するとしている。とりわけ、企業文化の促進といった目標は英国コードを特徴づけている（原則B⁽¹⁴⁷⁾）。そのほか、今回のコーポレートガバナンス改革では、2006年会社法172条の取締役の義務の履行の確保が目玉となっていたが、開示以外の規制として、従業員の会社経営への関与が具体化されている。原則5で、会社と従業員のエンゲージメントのために、

- 従業員から指名された取締役の選任
- 正式な従業員諮問機関の設置
- 特定の非業務執行取締役の選任

の3つのうちから一つまたは組合せを採用し、一つも採用できない場合

は、政府およびFRCにおける一連のコーポレートガバナンス改革の改正・改訂作業は、英国コード改訂公表で終了しているとのこと。今後、FRCは、今回の英国コード改訂により、適用対象が全上場会社等に拡大したため、これまで適用対象とならなかった中小規模の上場会社等向けの英国コードのガイダンスを策定する予定。

(147) 上田亮子「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」資本市場395号（2018）24頁。

は、代替として採用した手段が実効的と考える理由を説明すべきであるとして⁽¹⁴⁸⁾している。メイ首相就任当時は、株主、従業員、消費者等、様々なステークホルダーによる会社経営への関与が検討されていたが、結局、法改正・英国コード改訂で具体化されたのは、従業員のみであった。1980年会社法46条1項は、会社利益を株主利益と従業員利益とする二元アプローチを採用⁽¹⁴⁹⁾し、2006年会社法172条1項はそれを取引先、顧客、地域社会にまで拡大、会社の成功を促進する際にそれらの利益に配慮する義務を取締役に課したが、今回の改訂は1980年会社法および1985年会社法が規律した時代の従業員偏重に戻りつつあると評価できる⁽¹⁵⁰⁾。取締役報酬規制に関連する改訂コードによる変更点は以下のとおりである。

②取締役会提案の議案に20%以上の反対票があった場合（各則4）

会社は20%以上の反対票があった取締役会提案の議案の決議結果を公表する際に、結果の要因を理解するため、株主の意見を聴き取る方法を説明し、株主の意見、それに対する対応策を6ヶ月以内に公表しなければならない。この各則は、元々、取締役報酬の株主総会での承認手続きにつき、一定の反対票があった場合、勧告決議から拘束決議に変更するなどの提案がなされていたが、前述のとおり、英国投資協会の提案により、報酬に関する議案からすべての議案に対象が拡大された。

③業績連動の文言削除

原則Pは、「報酬方針および支払決定は、戦略を支え、長期的かつ持続的な成功を促進するよう設計されるべきである。業務執行取締役の報酬は、会社の目的および企業価値と合致し、かつ会社の長期戦略の達成と明

(148) 2018年改訂英国コードの日本語訳は、須磨美月「英国コーポレートガバナンス・コードと改訂の概要」資料商事414号（2018）44-53頁に掲載。

(149) 中村 前掲注111 373頁。同条は1985年会社法309条に引き継がれた。

(150) 2006年会社法172条に修正はなく、今回の会社法改正・コード改訂により開示義務が厳格化されるため、広範なステークホルダーへの配慮義務がこれまで以上に取締役に期待されることになる。従業員偏重ともいえるのは、英国社会における経済的な格差が修正不能なまでに拡大していることの裏返しといえる。

確に結びつくものであるべきである」と規定され、長らく報酬の原則に用いられてきたインセンティブ報酬の文言が削除された。⁽¹⁵¹⁾ 2012年の英国コードまでは、「取締役を引きつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度」と規定され、インセンティブ報酬を促進する文言となっていたが、2014年改訂ではその促進文言が削除され、「業績連動部分は、透明性があり、長期の時間軸に即し、厳格に適用されるべきである」と抑制に転じた。今回のインセンティブ文言削除の要因は、下院の BEIS 報告書が、インセンティブ報酬の廃止を強力に提案していたことが影響したとも考えられる。

④報酬委員会の責任拡大（各則33）

報酬委員会は、従業員の報酬およびその方針、インセンティブが企業文化と整合しているかを検討し、業務執行取締役の報酬方針を設定する際、これらを考慮に入れて実施しなければならない。この趣旨は、従業員の報酬が拡大することを懸念するものでなく、従業員全体の賃金水準を考慮しながら、取締役報酬の方針を決定させるねらいがあるといえる。

⑤報酬委員会議長の職務経験要件（各則32）

報酬委員会議長の候補者は、12ヶ月以上の報酬委員の職務経験が必要とされる。この職務経験要件は、グリーンペーパー、BEIS 委員会報告書にも提案されていた。報酬委員会の責務が拡大したことと整合的である。

⑥株式報酬の譲渡制限（各則36）

報酬制度は、長期の株式保有を前提とするため、この目的で受ける株式割当は段階的に譲渡制限が解除されるべきであり、付与・保持の期間がいずれも5年以上となるべきである。

⑦（長期インセンティブ導入の際の）報酬委員会の注意事項（各則40）

主に長期インセンティブを念頭に置いたものと思われるが、報酬委員会が取締役報酬方針および支払を決定する際に取り組むべきこととして、a)

(151) 各則40には、報酬委員会が対策を講じるべきものとして、「インセンティブから生ずる行動リスクの軽減」、「インセンティブ報酬制度が会社の目的、企業価値および戦略と一致したものとなること」が規定されている。

明確性（報酬の取決めは透明性があり、株主と従業員の効果的な関与を促進すること）、b) 単純化（報酬構成は複雑さを避け、その理由と運用が理解しやすいこと）、c) リスク（報酬の取決めが、過度な報酬による風評、目標に基づいたインセンティブから生ずる行動リスクを割り出し、軽減することを確実にすること）、d) 予測可能性（取締役個別の報酬のレンジが方針承認の際に確認され説明されること）、e) 比例（個人報酬、戦略実行、会社の長期的業績の関係が明確であり、低業績を報いる結果とならないこと）、f) 企業文化との整合（インセンティブ報酬は会社の目的、企業価値および戦略と一致した行動を促すこと）、の6項目をあげている。

⑧報酬委員会の業務の開示（各則41）

報酬委員会の業務を年次報告書に記載することを規定するが、実際は取締役報酬に関する開示要件を定めている。a) 取締役報酬の方針、構成および業績基準の戦略的理由の説明、b) ペイレシオ、報酬格差を含めた内外の基準を用いた報酬が正当であることの理由、c) 各則40の対応策の例示、d) 報酬方針が意図されたとおり会社業績や定量基準で運用されているか、されていない場合は変更の理由、e) 株主へのエンゲージメント実行の内容と報酬方針および結果への影響、f) 取締役報酬が会社のより広い報酬方針と一致しているかを説明するために実施された従業員へのエンゲージメント実行の内容、g) 報酬結果に対し適用された裁量の程度とその理由、の7項目である。ペイレシオについては、その内容と方法は、改訂コードに明らかにされていないが、2018年会社（関連報告）規則に法定された実施要領・算定基準を参照することになる。

⑨取締役による報酬決定への裁量権

原則 R は、「取締役 (directors) は、報酬の算定結果を承認するときは、会社および個人の業績、その他の状況を幅広く考慮して、独立した判断と裁量権を行使すべきである」と規定している。会社法上は、取締役が算定した報酬は、取締役報酬報告書に記載され（2006年会社法420条）、取締役会 (Board) の承認を経て（422条）、株主に開示される。これらの取締役お

よび取締役会の権限は各則33により報酬委員会に委譲される。今回新設された原則 R および各則37には Board の記載はないが、その趣旨は、定款上報酬の決定権がある取締役会に報酬委員会の決定した個人別の報酬の適正性を判断し、修正する最終的な裁量を与えたものと考えられる。

3 英国の取締役報酬規制の枠組み

ここまで見てきたように、英国では、会社法（モデル定款含む）と英国コードによるパズルのような組み合わせで取締役報酬規制の枠組みが成り立っている。今回のコーポレートガバナンス改革は、メイ首相がイニシアティブを取ったことにより政府の会社法改正案に英国コードが追随したように見えるがそれは正しくない。英国コードを含めた自主規制がはたすべきものと、会社法が強行法規としてはたすべきものが重複することなく密接に関連することでコーポレートガバナンスを規律している。

たとえば、取締役報酬規制に重要な役割を担う報酬委員会は、会社法には規定されず、取締役報酬報告書の作成者は単に directors となっている（2006年会社法236B条）。報酬委員会の構成要件や役割を規定するのは改訂コードで（各則33等）、会社法を補っているといえる。しかし、英国コードが会社法を補うばかりではなく、たとえばペイレシオの開示に必要な算定基準は、会社法には規定されているが、英国コードには規定されず、会社法への参照規定も存在しない。会社法、英国コードの二者の間には、明確な役割分担があり、かつ両者は相互に補完する関係にあるといえる。

さらに、自主規制と強行法規の関係だが、たとえば会社法と英国コードが上場会社等に求めるペイレシオの開示は2020年以降公表されることになり、その水準は、業種や個社の置かれた環境や条件で大きく異なることが想定される。しかし、政府も FRC も業種平均値や望ましい水準は持ち合わせず、数値の高低を捉えたエンフォースメントがあるわけではない。ペイレシオの水準のみをもってメディアが巨大企業を責め立てることは想像に難くないが、今回のコーポレートガバナンス改革の目的を考慮する

と、ペイレシオ開示の名あては先ず従業員、次に株主であり、これらステークホルダーが経営とのエンゲージメントの中で、ペイレシオの結果が取締役報酬の方針、ひいては企業文化といかに整合的であるかを会社内部で解決していく自浄作用が期待されていることになる。

第 5 章 わが国の取締役報酬規制への示唆

1 現行法の実取締役報酬の解釈

(1) 概要

現行法における取締役報酬の規律を概観すると、会社法⁽¹⁵²⁾361条は、取締役の報酬について、

取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益（以下この章において「報酬等」という。）についての次に掲げる事項は、定款に当該事項を定めていないときは、株主総会の決議によって定める。

- 一 報酬等のうち額が確定しているものについては、その額
 - 二 報酬等のうち額が確定していないものについては、その具体的な算定方法
 - 三 報酬等のうち金銭でないものについては、その具体的な内容
- 第一項第二号又は第三号に掲げる事項を定め、又はこれを改定する議案を株主総会に提出した取締役は、当該株主総会において、当該事項を相当と

(152) 取締役報酬の規制についての先行研究として、伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』（有斐閣、2013）、同「役員の報酬」『株式会社法大系』277-305頁（有斐閣、2013）[江頭憲治郎編]、また詳細な逐条解説として、田中亘『会社法コンメンタール 8 機関（2）』145-209頁 [落合誠一編]（商事法務、2009）。現行法の解釈については、これらの先行研究に負うところが多く、本稿では紙幅の制約もあり簡潔にとどめたい。

する理由を説明しなければならない。

と規定している。取締役報酬は会社と取締役との間の任用契約によって決まるところ、報酬等の決定を任用契約に委ねると、取締役同士のなれあいによって報酬額をつりあげる弊害（いわゆる「お手盛り」）が生ずる。そこで、法は定款または株主総会決議により報酬等について定めることを要求したと捉えるのがこの規定の立法趣旨である。⁽¹⁵³⁾

（２）特定の取締役への再一任

また、「報酬等のうち額が確定しているもの」についても、それが取締役個人ごとの額なのか、取締役全員の報酬総額なのかについても規定されていないが、報酬総額の上限が決まっていれば、お手盛りの危険は避けられるため適法とされ⁽¹⁵⁴⁾（最判昭和60・3・26判時1159号150頁）、株主総会で個人別の報酬額の決定を一任された取締役会が特定の取締役（ほとんどの場合代表取締役）に再一任することも適法とされている（最判昭和31・10・5民集23号409頁）。この再一任については、学説では各取締役への配分は会社の利害に関わらない、限度額が決まっている以上会社を害するおそれはないと多数説は支持するが、取締役会に選任され監督される代表取締役に配分を無条件に一任することは、会社法の取締役会制度の立法趣旨に合致せず、再一任は許容されないとの少数説も存在する。⁽¹⁵⁵⁾代表取締役の報酬額決定に他の取締役が関与しないばかりか、自らの報酬額まで代表取締役に

(153) 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第7版、2017）451頁、田中 前掲注152 148頁、判例も同旨（最判昭和60・3・26判時1159号150頁）。

(154) 「額が確定していないもの」についても、「取締役全員の報酬総額が営業利益の3%を上限とする」とするなど上限を定め、取締役がそれを相当とする理由を説明すれば足りる（田中亘『会社法』（東京大学出版会、第2版、2018）252頁）。また、実務上、いったん株主総会で報酬総額の上限が決定されると、その限度額を変更しない限り新たな株主総会決議は不要とされる（田中 前掲注152 162頁）。

(155) 伊藤 前掲注152 報酬 287頁。多数説につき龍田節「役員報酬」別冊ジュリ39号（1973）175頁、少数説につき伊藤 前掲注16 45頁など。

決められるような状況で、取締役会が監督責任を尽くせるはずがないとの少数説に相当の説得力があるとの見解もある⁽¹⁵⁶⁾。近時、再一任の問題点が争われた事例もあり、再一任は取締役報酬規制の立法的課題と考えられる⁽¹⁵⁷⁾。

(3) 報酬等

「報酬等」については、「取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益」とされているが、俸給、賞与、ストックオプション⁽¹⁵⁸⁾等の報酬の形態、現金、株式、新株予約権等の報酬支払の種類についての詳細は規定されず、定款に定めるか、定款に定めがない場合は株主総会決議によって定めるとされている⁽¹⁵⁹⁾。平成14年商法改正前までの商法269条は、「取締役ガ受クベキ報酬ハ定款ニ其ノ額ヲ定メザリシトキハ株主総会ノ決議ヲ以テ之ヲ定ム」と規定するのみで、報酬付与の形態・種類について、広範な解釈および判例法理による運用がなされてきたが、平成14年改正により、会社法362条1項にも規定されている2号、3号が挿入された。これらの規定は、不確定な金額での付与や金銭以外の給付による報酬が増加することが予想されるため、株主総会で決議する内容を明確にすることが目的とされた⁽¹⁶⁰⁾。

(156) 田中 前掲注152 167頁。

(157) 約4億円の当期損失を計上した上場会社が、定時株主総会で報酬総額を年10億円から30億円以内に上限を引き上げ、取締役個人別の報酬額の決定を取締役会から再一任された代表取締役が自らの報酬額を14億5千万円とし、当該取締役の善管注意義務違反が争われた事例においても、下級審であるが、その再一任は適法とされた(東京高判平成30・9・26資料商事416号(2018)120頁)。株主総会で承認された報酬総額の大半が特定の取締役へ配分された結果を鑑みると、株主総会決議時にその配分内容が開示されていると決議結果は異なる可能性があったと考えるべきであろう。

(158) そのほか、使用人兼務取締役の使用人分給与(前掲 最判昭和60・3・26)、退職慰勞金(最判昭和39・12・11民集18卷10号2143頁)、弔慰金(最判昭和43・9・3金法528号23頁)等の支払につき、株主総会決議を経ない場合の相当性が争われた事例がある。

(159) 伊藤 前掲注152 法的規律 13頁。

2号の「額が確定しないもの」には、会社業績と連動する報酬を指すが、業績指標を算定基準とする報酬の議案を提出した取締役が、株主総会でその算定方法を相当とする説明をしなければならぬ⁽¹⁶¹⁾。また、3号の「金銭でないもの」については、社宅の提供などの現物給付に加え、退職年金の受給権や生命保険契約、株主代表訴訟による損害賠償を填補するD&O保険と呼ばれる損害保険等があり、これらもその内容を相当とする説明をしなければならぬ⁽¹⁶²⁾。

（４）株式報酬（ストックオプション等）

近年、退職慰労金を廃止し、代わりにストックオプション等の業績連動型（法362条1項2号）で新株予約権等（同3号）を付与する企業が増加している⁽¹⁶³⁾。こういった複合型の報酬（業績連動による非金銭報酬）は、法が特に規定するわけではなく、その算定基準と報酬内容の相当性を取締役が株主総会で説明し承認を得ればよい⁽¹⁶⁴⁾ため、新株予約権や譲渡制限株式等を活用した多様な商品設計となっている。

これらの株式報酬については、税改正により、税制適格ストックオプションの場合は権利行使時の課税が繰り延べられ売却時に売却価額と権利行使価額の差額⁽¹⁶⁵⁾に対して譲渡所得として課税される措置があること、特定譲

(160) 伊藤 前掲注152 法的規律 12頁。

(161) 江頭 前掲注153 452頁。

(162) 田中 前掲注152 158頁。

(163) 田中 前掲注152 248頁。

(164) 経産省が促進する特定譲渡制限付株式（経産省 前掲注2 および黒田嘉彰＝土屋光邦＝松村謙太郎『『攻めの経営』を促すインセンティブ報酬』商事2100号（2016）33頁）、信託スキームを利用した役員BIP 信託受益権（内ヶ崎茂「株式報酬インセンティブ・プランの制度設計と法的考察」商事1985号（2012）40頁）の付与等がある。

(165) 法人税上の損益算入は認められない。非税制適格ストックオプションの場合は、損益算入は認められるが、権利行使時に行使価額が時価を上回っている部分、譲渡時に譲渡価格と行使時の時価との差額について課税されるため（田中 前掲注152 185頁）、権利行使時に実所得が発生しないにもかかわらず納税が必要になるた

渡制限付株式の場合は所得税の課税日が株式交付日ではなく譲渡制限解除日となり法人税上は損益算入が認められること等から採用されやすくなっている。しかし、会社法学者からは、将来の職務執行の対価となる株式報酬は、報酬債権を前払費用等の科目で資産計上すると、労務出資に該当するのではないかとの批判がある⁽¹⁶⁷⁾。

(5) 取締役報酬の開示

①会社法による開示

公開会社においては、各事業年度に取締役報酬の総額は事業報告による開示が必要となる（会則119条2号、121条4号～6号）。取締役、監査役といった役職ごとにその総額を開示すればよく⁽¹⁶⁸⁾（同条4号イ）、個人別の開示義務はない（同号ロ、ハ）。社外取締役の報酬総額については別途開示しなければならない（会則124条5号、6号）。

②金融商品取引法による開示

有価証券報告書の提出義務を負う会社（金商法24条1項）は、第三号様式の有価証券報告書を用いなければならず（企業内容等の開示に関する内閣府令15条1号イ）、第三号様式は「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示要件を第二号様式に準ずるとするため（第三号様式・記載上の注意(37)）、1億円以上の報酬がある役員の報酬内容を個人別かつ報酬の種類別（基本報酬、ストックオプション、賞与および退職慰労金等の区分）に記載しなければならない（第二号様式・記載上の注意(56) a (d)⁽¹⁶⁹⁾）。したがって、

め、使われにくかった。

(166) 黒田嘉彰「経営陣への適切なインセンティブ付与に向けた取組みについて」企業68巻5号(2016)20頁。

(167) 弥永真生「リストラクテッド・ストックの法的陥穽」ビジネス法務17巻4号(2017)51頁、同趣旨として上村達男ほか座談会「役員報酬に関するガバナンス設計の考え方」資料商事395号(2017)20頁[上村発言]、上村達男ほか座談会「新しい株式報酬の法的問題、設計の考え方」資料商事398号(2017)42頁[弥永発言]。

(168) 報酬総額のみで報酬の種類の内訳の開示は必要とされない（伊藤 前掲注152 報酬293頁）。

取締役報酬の開示は、1億円以上の報酬を得る取締役がいなければ、取締役全員の報酬総額および報酬の種類別の額を記載すればよい。⁽¹⁷⁰⁾

2 コーポレートガバナンス・コードによる規律

わが国のコーポレートガバナンス・コードについては、経産省・金融庁といった経済官庁が主体となって策定していること、「攻めのガバナンス」で象徴されるとおり政府の経済戦略上のツールと位置づけられていること等から会社法学者からの批判が多い。⁽¹⁷¹⁾ 取締役報酬については、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」（補充原則4-2①）と規定され、（会社の）持続的な成長および中長期的な業績を実現させるため、積極的にインセンティブ報酬を促進している。

取締役報酬規制には、その決定手続および開示が重要になるが、現行コードでは、「取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続」について開示し、主体的な情報発信を行うべきとし（原則3-1）、「上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置

(169) 「提出会社の役員ごとに、氏名、役員区分、提出会社の役員としての報酬等の総額及び連結報酬等の種類別の額について、提出会社と各主要な連結子会社に区分して記載すること（ただし、連結報酬等の総額が1億円以上である者に限ることができる。）」

(170) 会社法開示と金商法開示の相違点は報酬総額による種類別開示の有無となる。

(171) 江頭 前掲注95 99頁、上村達男「ガバナンス・コードの問題点」Aoyama Accounting Review, Vol.3 (2016) 89頁、森本滋「取締役のあり方とコーポレートガバナンス・コード」商事2087号 (2015) 14頁、坂東 前掲注12 3頁。

することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである」(補充原則 4-10①)としているが、手続および開示の規制という点では脆弱である。

2018年6月の改訂で、上記の下線のとおり補充原則 4-2①には「客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計」、同 4-10①には「任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した」と追加・修正がなされている。法制審で審議されている規律面の改正を考慮したものであるが、4-2①に従いインセンティブ報酬を導入した東証一部上場企業は70.9%であるに対し、4-10①に従い報酬委員会(法定・任意)を設置した企業はわずか⁽¹⁷²⁾34.9%に留まる。報酬委員会を導入し、報酬決定プロセスの明確化・透明性を向上させるよりは、取締役へのインセンティブ報酬を導入させることが優先されているのが現状である。

3 会社法改正による規律面の強化

(1) 概要

法務大臣は取締役報酬規制に関し「役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備」を諮問したが、現状、法制審の要綱仮案は、①報酬等の決定方針、②金銭でない報酬等に係る株主総会の決議による定め、③取締役の個人別の報酬等の内容に係る決定の再一任、④取締役の報酬等である株式及び新株予約権に関する特則、⑤情報開示の充実、の5項目を提示している。

(2) 報酬等の決定方針

監査役会設置会社であって有価証券報告書提出会社(金商法24条1項)および監査等委員会設置会社の取締役会は、報酬等の内容に関する方針として法務省令の定める事項を決定し、その議案を提出した株主総会においてその内容を説明しなければならない。法務省令には、例示列举の形で、

(172) 阿部直彦「報酬委員会運営の実質化・活性化」商事2170号(2018)29頁。

各取締役の報酬等についての種類ごとの比率に係る決定の方針、業績連動報酬等の有無およびその内容に係る決定の方針、各取締役の報酬等の内容に係る決定方法の方針等が規定されるとされている。

（３）金銭でない報酬等に係る株主総会の決議による定め

361条1項3号を改め、①報酬のうち株式または株式取得に要する資金に充てるための金銭については、株式の上限その他法務省令で定める事項、②報酬のうち新株予約権または新株予約権取得に要する資金に充てるための金銭については新株予約権の数その他法務省令で定める事項、③報酬のうち金銭でないもの（株式・新株予約権を除く）、は、定款に当該事項を定めていないときは総会決議によって定めるとされている。その他法務省令で定める事項については、譲渡制限付株式やストック・オプションを交付している場合その旨と譲渡や行使の事由の概要等があげられている。

（４）取締役の個人別の報酬等の内容に係る決定の再一任（削除）

公開会社であって取締役会設置会社においては、各取締役（監査等委員を除く）の報酬について定款の定めまたは株主総会決議がないとき、法361条1項の報酬の範囲内において取締役会の決議によって定めなければならない。また、公開会社は株主総会決議によって、各取締役の報酬の決定の全部または一部を取締役会決議により取締役⁽¹⁷³⁾に委任（再一任）できる旨を定めることができるとされている。

（５）取締役の報酬等である株式及び新株予約権に関する特則

上場会社においては、上記（３）①の定めに従い株式を引き受ける者の

(173) 本案については、法制審における財界の実務委員の反対（「法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第16回会議事録」（平成30年 8月29日）23頁〔古本委員発言〕）、およびそれを支援する学者の意見もあり（同議事録27頁〔加藤幹事発言〕）、立法化は困難と想定される（同年12月12日に提示された「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案（仮案（2）」）では、本案は削除された。

募集をするときは、募集株式の払込金額またはその算定方法、募集株式と引換えにする金銭の払込みまたは金銭以外の財産の給付の期日又はその期間を定めることを必要としないが、募集株式と引換にする出資の履行を要しない旨、募集株式の割当日を定めなければならない。

上記(3)②の定めに従い、新株予約権を発行するときは、新株予約権の行使に際して出資される財産の価額またはその算定方法を定めることを要しないが、新株予約権の行使に際して出資を必要としない旨、361条1項の定めに係る取締役以外の者は新株予約権を行使できない旨を新株予約権の内容としなければならない。

361条1項の規定に基づく株式発行により資本金または準備金として計上すべき額については、法務省令で定めるとされている。

(6) 報酬情報開示の充実

役員報酬に関して、①報酬等の決定方針に関する事項、②報酬等についての株主総会の決議に関する事項、③取締役会の決議による報酬等の決定の委任に関する事項、④業績連動報酬等に関する事項、⑤職務執行の対価として会社が交付した新株または新株予約権等に関する事項、⑥報酬等の種類ごとの総額、の6項目について公開会社の事業報告における情報開示の規定の充実を図るとされる。

4 英国法からの示唆

(1) 報酬決定プロセスの透明性

英国の取締役報酬規制は、報酬決定プロセスにおいて、会社法上は、取締役が取締役報酬報告書を作成し、取締役会がそれを承認し、報酬方針は株主総会拘束決議、個人別の支払実績は勧告決議を経て承認される。英国コードでは、取締役報酬報告書の作成、取締役個人ごとの報酬金額・内容の決定権限は、会社法上の機関ではない報酬委員会に委譲することと規定され、さらに報酬委員会の構成員はすべて独立非業務執行取締役とされ

る。また、開示は、各取締役の個人別報酬が報酬の種類ごと、かつ金銭以外の報酬も金額評価され、一覧表に付され、詳細にわかりやすく開示される。つまり、英国では取締役会から独立した報酬委員会が取締役報酬の方針、個人ごとの報酬額を決定し、その実績が開示されている。インセンティブ報酬により、取締役の報酬額が把握しにくいとの議会の批判を受け、ストックオプションの現在価値評価、ペイレシオの開示が今回の法改正で導入されている。

わが国の会社法改正が、要綱仮案が提示する内容で施行されると、報酬方針の株主総会決議による承認、株主総会決議による報酬決定の取締役への再一任、株式報酬の相当程度の部分が開示されることになり、規律が改善されるといえるであろう。一方で、決定プロセスと開示について、いくつか課題も残る。まず、報酬委員会の必要性和その役割について法制審でも金融庁の審議会でも踏み込んだ議論がなされず、インセンティブ報酬は導入・促進するが、その手続の客観性・透明性を確保する報酬委員会の設置が進まない現状は改善の余地がある。もっとも、指名委員会等設置会社への転換を勧奨するのではなく、取締役会の裁量で設置ができる社外取締役を過半数とした任意の報酬委員会の機能・役割を各社がいかに設計するかであろう。指名委員会等設置会社とは異なり、任意の報酬委員会には決定権限がないため、業務執行取締役と社外取締役が一緒に報酬方針を策定し、取締役会による方針決定に反映させるなど工夫が必要となる。⁽¹⁷⁴⁾

（２）取締役報酬の開示

今回の会社法改正は相当程度の開示が進められ、残存課題は各取締役の個別報酬額、報酬の種類ごとの額となる。今後、経産省・財界の思惑とおり取締役報酬の株式報酬割合が増加していくと、新株予約権等の行使時期、行使価格、行使時の株価により個々の取締役が受け取った最終的な報

(174) 上村達男「任意の指名・報酬委員会設計の視点とは何か」資料版商事395号(2017) 27頁。

酬実額の把握は困難となる。法制審でも初期段階で取締役の個人別の報酬等の内容開示が提案され、「会社から説明されている報酬体系が実際に機能しているのかどうかを確認する上で、一定の取締役に對して支払われた報酬額の実績をチェックすることができれば、投資家として、よりの確に報酬体系の評価が可能⁽¹⁷⁵⁾」といった意見もあったが、財界の実務委員の反対により見送られている⁽¹⁷⁶⁾。個別開示への反対は、取締役等のプライバシーが理由とされるが、あまり説得力があるものではない。株式会社は一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先、消費者等との経済的な活動を通じて利益を獲得している存在である⁽¹⁷⁷⁾。その委任を受けた取締役に業務執行に関し株主のみならず、従業員等ステークホルダーへ説明責任をはたすスチュワードシップがある。要綱仮案には代替として、取締役全員の報酬の種類ごとの金額開示が提示されているが、これは既に金商法上の開示要件となっている。開示については、会社法や金商法による法定開示である必要はなく、上場規程やコーポレートガバナンス・コードでも対応が可能であり、上記の法制審の委員コメントとおおり株主の積極的な会社へのエンゲージメントを促すのであれば検討の俎上にあってもよいだろう。

また、報酬方針の株主総会決議および開示の要件には、報酬コンサルタントや株式報酬スキームへの委任・委託内容およびその費用についても含まれるべきである。株式報酬導入の際は、スキームによって相応に費用が発生するため、報酬方針全体との整合性、コンサルタントやスキーム提供者との利益相反等が開示される必要がある。たとえば、一般にストックオプションの採用は、他の株式報酬と比べ費用が割安になるが⁽¹⁷⁸⁾、他の割高と

(175) 「法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第12回会議議事録」（平成29年5月23日）15頁〔柳澤委員発言〕。

(176) 「法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第3回会議議事録」（平成29年6月21日）44-46頁〔古川委員・小林委員発言〕。

(177) 東京高決平成19・7・9金判1271号17頁。

(178) 田崎伸治＝梶嘉春＝梶飼晃司＝岩淵恵理「株式報酬制度の再検討——費用負担

なる株式報酬スキームを採用する場合、その相当性を報酬方針に開示し、株主総会で説明すべきであろう。⁽¹⁷⁹⁾英国ではコーポレートガバナンス・コードに規定されているが、わが国では報酬方針の要件は法務省令に委任されることになる。⁽¹⁸⁰⁾一方、わが国のコードは、取締役報酬についてインセンティブ報酬の導入に積極的となっているため、上記の報酬決定プロセスの透明性と合わせ、規律面の改善を促す役割も担わなければならない。

おわりに

英国の役員報酬改革とは、行き過ぎた取締役報酬への修正を意味する。わが国において役員報酬改革とは、CEOの報酬総額水準や報酬額における現金やストックオプションの割合の主要国間の数値比較により、⁽¹⁸¹⁾わが国の取締役の報酬水準が低く、かつインセンティブ報酬の割合が低い⁽¹⁸²⁾ため、経営者が攻めの経営ができないとの帰結となりがちであるが、上記のとおり、英国では役員報酬にインセンティブを導入し高額化を図ったが、業績は伸び悩み、企業価値の中長期的な成長には貢献していないことが実証されている。英国の役員報酬改革は、メイ首相主導による経済格差に着目したステークホルダー間の利益調整が目的となっている。報酬水準やインセンティブ構成割合ではなく、普通の従業員とCEOの個社内の報酬格差比率、ペイレシオの開示を強力に進め、今回の改革で開示させるが、その結

の観点から——」商事2180号（2018）20頁。

(179) 役員報酬BIP信託導入の公表をプレスリリースを利用した実務対応の例として、内ヶ崎茂「攻めのコーポレートガバナンスのための役員報酬改革」商事2102号（2016）46頁。たとえば、高額な報酬スキームのみを斡旋するだけでなく、適切な報酬委員会の設計など規律面の整備を含め提案できることが顧客本位の報酬コンサルタントといえよう。

(180) コンサルタントに関する英国コードは各則35に規定。

(181) 阿部 前掲172 30頁。

(182) 神田秀樹＝武井一浩＝内ヶ崎茂『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』（商事法務、増補改訂第2版、2018）。

果への評価と判断は市場と株主を含めたステークホルダーに委ねることになる。

わが国においても、役員インセンティブ報酬の導入が、企業価値の中長期的成長を促すのであれば、各企業は積極的に採用すべきであるが、その前に物価水準等のマクロ経済指標、労働者の賃金水準、非正規雇用率等の経済格差⁽¹⁸³⁾の実証分析が英国並みに必要であろう。また、取締役報酬規制は、報酬決定プロセスが透明かつ明確であり、そのプロセス（取締役報酬方針）に従って実行された報酬が確実に開示されることが必要となるが、この視点において会社法、金商法による規律に過不足はないか、またコーポレートガバナンス・コードにおいてもインセンティブ報酬導入促進と報酬委員会設置等の規律補完の平衡を絶えず確認していくことが必要と思われる。この点、わが国においても英国のような会社法と自主規制となるコーポレートガバナンス・コード、上場規程が積極的に相互補完される体制が望まれる。

(本稿は科研費17K03480の助成を受けたものである)

※本稿を入稿後、日産のカルロス・ゴーン元会長が自らの報酬に関する有価証券報告書虚偽記載の疑いで東京地検特捜部に逮捕されたとの報に接した。虚偽記載の有無については、司法判断に委ねられるが、本件は、①取締役報酬の個別配分を特定取締役へ再一任することの相当性、②取締役報酬開示の脆弱性、の2点を改めて認識させる事案である。

(183) わが国の総労働者数5,920万人のうち非正規雇用者数は36%の2,132万人で（「平成29年就業構造基本調査（総務省）」）、平均年収は正規雇用者の493万円に対し、非正規雇用者は175万円であった（「平成29年分民間給与実態統計調査（国税庁）」）。一方、東証一部上場企業の社長の報酬の中央値は5,552万円で、売上高1兆円以上の企業では、同9,855万円であった（「役員報酬サーベイ（2018年度版）（デロイト トーマツ）」）。