

役員報酬規制

目 次

- | | |
|------------------|--------------------|
| I. はじめに | V. わが国における規制の変遷 |
| II. わが国における規制の現状 | VI. 役員報酬規制を巡る論点 |
| III. 米国における規制 | VII. 金融機関に対する上乗せ規制 |
| IV. 英国における規制 | VIII. おわりに |

取締役 隅山 正敏

要 約

I. はじめに

金融審議会が役員報酬の個人別開示の見直しに言及した4月後にゴーン氏が開示義務違反で逮捕された。錯綜した状況を紐解くべく歴史的経緯・海外比較の観点から問題を整理し、今後の対応を検討する。

II. わが国における規制の現状

わが国では会社法、金融商品取引法、上場規則という3つの開示体系が入り混じりながらも報酬額に偏った開示を求めてきた。その中で2019年、役員報酬方針の記載事項の拡充など、規制内容を国際水準に一気に引き上げる新たな動きが生じた。

III. 米国における規制

報酬規制の主対象は取締役でなく執行役である。報酬額の個人別開示は80年超の歴史を有し、1980年代には「上位5名」とされている。役員報酬に係る不適切事案が度々発生し、規制の進化に繋がっている。近年は報酬体系の設計・運用に関する会社の考え方（報酬方針）の開示を重視している。

IV. 英国における規制

報酬規制の主対象は執行役でなく取締役である。報酬額の個人別開示は50年超の歴史を有し、1995年に取締役全員の個人別開示に踏み切った。英国でも不適切事案の発生を受けて規制を進化させており、報酬方針の開示を重視するようになっている。

V. わが国における規制の変遷

わが国では一貫して取締役報酬が論点になっている。報酬額の個人別開示は1953年に廃止され、2011年に復活された。不適切事案の発生がない中、国際的な整合性の観点で規制内容を決めてきた。報酬方針も「決定」方針に限られるものの、2019年に「運用実績」の開示が追加された。

VI. 役員報酬規制を巡る論点

海外比較に際して次の点を押さえておく必要がある。

- ① 立法事実：米英では不適切事案の発生が規制の進化に繋がり規制の理解にも貢献している。開示により得られる報酬データが実証研究を可能にし、規制の検討に深みをもたらしている。
- ② 規制の対象者：米国では取締役+執行役、日英では取締役のみが開示対象である。米英では取締役報酬と執行役報酬が明確に区分されているが、日本での取扱いは明確でない場合が多い。
- ③ 候補者の範囲：米英では外部招聘が報酬高騰を招いて開示規制が強化されている。日本では内部登用が中心で報酬高騰がない代わりに社外取締役による候補者選定を難しくしている。
- ④ 報酬設計思想：米英では外部招聘が競争力のある報酬体系への進化を招いている。日本では報酬体系の見直しが進まず、従業員の賃金体系の延長の域を脱していない。

VII. 金融機関に対する上乗せ規制

役員報酬開示について金融機関に限定した上乗せ規制が存在する。利益追求にアグレッシブな株主に寄り添い過ぎる役員報酬体系（インセンティブ）を採用すると、債権者（預金者・保険契約者）の保護に欠ける事態を招きかねないためである。金融機関は役員報酬体系を設計・運用する際に留意すべきである。

VIII. おわりに

わが国の役員報酬開示規制は、長年に亘り報酬額の開示に偏った議論がなされ、報酬額の適切性を判断する関連情報の開示を検討してこなかった。2019年開示府令改正は、初めてバランスのとれた開示制度を志向するものとなっており、今回紹介した海外事例を参考として、役員報酬体系の戦略的な検討が進むことを期待したい。

I. はじめに

役員報酬を巡る議論が最近、意外な形で盛り上がっている。金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループは2018年6月28日、「資本市場における好循環の実現に向けて」と題する報告書¹を公表したが、そこでは独立した論点として「役員報酬に係る情報」の開示のあり方を掲げて、議論を整理している。中でも、2010年に導入した高額受給者の報酬額の個人別開示について「再考の余地がある」と結論付けた。その4月後である10月19日、日産自動車のゴーン会長（当時）が逮捕された。その容疑は、有価証券報告書に自らが受け取る報酬の一部を意図的に記載しなかったというものである。役員報酬の「個人別開示」につき、有識者が規制の見直しを視野に入れる一方で、司法当局は、その同じ規制に違反したとしてゴーン氏を逮捕したことになる。これらとは別に、朝日新聞²は2018年11月3日に産業革新投資機構の役員報酬の高額さを批判的に報じ、民間出身取締役9人全員の退任に繋がった。海外において規制強化の発火点となり続けてきた高額報酬への批判が、わが国でも（観点が全く異なるものの）本格的になされるようになったことを意味する。

ゴーン氏逮捕に関しては、「有価証券報告書の虚偽記載は、粉飾決算に適用されることが多く、役員報酬の過小申告への適用は異例³」、「一般的には、投資の判断材料として役員報酬の重要度は財務諸表などより低い⁴」といった報道にみられるように、役員報酬に関する不実記載は、どの程度の重みのある犯罪なのかという論点も存在する。

このような錯綜した状況を紐解くべく、役員報酬に関する規制、中でも開示に関する規制について歴史的経緯、海外比較の観点から問題を整理し、併せて今後の対応を検討する。

II. わが国における規制の現状

役員報酬に関する開示は、会社法に基づくもの（事業報告）、金融商品取引法に基づくもの（有価証券報告書など）、上場規則に基づくもの（コーポレート・ガバナンス報告書）の3つが分立する。主な開示事項は、役員報酬の額と報酬決定方針である。そのうち報酬額に係る開示方法として、役員区分毎の報酬総額を開示する方法（区分総額開示）、役員一人ひとりの報酬額を開示する方法（個人別開示）、役員の一部を個人別開示、残りを区分総額開示とする方法（併用開示）の3つがある。

3つの開示制度は、長年に亘り報酬額に偏った開示を求めてきた。その中で2019年、役員報酬方針の記載事項の拡充など、規制内容を国際水準に一気に引き上げる新たな動きが生じた。

(1) 会社法に基づく開示

公開会社（譲渡制限株式を発行してない会社）は、事業報告に役員報酬の額及び役員報酬決定方針を記載し、株主総会に報告することになっている。このうち報酬額に係る開示は、取締役と監査役（監査役設置会

¹ 金融庁ホームページ <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf> 参照。個人別開示につき「企業価値の向上に貢献した経営陣に対して、それに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンス上の要請に合ったものとなっていない可能性があり、再考の余地がある」とする。

² 朝日新聞は「官民ファンド、外資も驚く高額報酬」と題して「公的な側面のある業務を通じて高額報酬を受け取る是非が問われそうだ」と批判的に報じる。

³ 日本経済新聞 11月20日朝刊「ゴーン日産会長逮捕」。

⁴ 日本経済新聞 11月27日朝刊「報酬不記載の違法性争点」。

社)又は取締役と執行役(指名委員会等設置会社)の2区分に分けた区分総額開示、個人別開示、併用開示の中から選ぶようになっている⁵。報酬決定方針(各会社従業員の報酬等の額又はその算定方法に係る決定に関する方針)は、指名委員会等設置会社では必須記載事項であり、それ以外の会社では任意記載事項(方針を定めていても記載を省略することができる)である⁶。報酬決定方針を記載するときは、方針の中身(方針の内容の概要)だけでなく決定方法(報酬委員会が決定するなど)についても記載する必要がある。

事業報告に必要事項を記載せず、又は虚偽記載を行うと、取締役は、行政罰(過料)⁷を受ける。

(2) 金融商品取引法に基づく開示

上記Iの金融審議会報告書を受けて「企業内容等の開示に関する内閣府令(「開示府令」)」が2019年1月に改正⁸され、開示事項が拡充された。上場会社は、有価証券報告書(2019年3月期以降)に報酬決定方針、役員報酬の額及び報酬決定に係る活動状況を記載し、公衆縦覧に供することになっている。

開示事項のうち報酬決定方針⁹には、役員報酬に業績連動部分があるときは、連動部分とそれ以外の部分の構成割合の決定に関する考え方、業績連動部分の支給額の決定にどの指標を用いるか、その指標を何故選んだのか、その指標をどのように用いて支給額を決定するのかといった事項を含める必要があり、役員報酬を役職別に定めるときは、その方式を採用した理由を含める必要がある。

報酬額¹⁰については、取締役・監査役・社外役員(監査役設置会社)、取締役・監査等委員・社外役員(監査等委員会設置会社)、取締役・執行役・社外役員(指名委員会等設置会社)という3区分に分けた区分総額開示とともに、個人別開示(報酬額1億円以上の役員に限ることができる)を求められる。また、役員報酬に業績連動部分があるときは、業績連動部分の支給額の決定に用いる指標の目標と実績を記載する必要がある。

報酬決定に係る活動状況¹¹については、先ず、報酬決定方針を決定する権限を有する主体(個人又は委員会)、その権限の内容と裁量の範囲を記載する必要がある。指名委員会等設置会社以外の会社が報酬委員会を設置しているときは、報酬決定方針の決定過程にどのように関与しているのかを記載する。更に、取締役会及び報酬委員会(会社法上の委員会と任意設置の委員会の両方)が報酬決定過程でどのような活動を行ったのかを記載する。

重要な事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した者は、刑事責任¹²を問われる。

(3) 上場規則に基づく開示

上場会社は、コーポレート・ガバナンス報告書¹³に報酬額の開示状況、報酬決定方針、コーポレート

⁵ 会社法施行規則121条4号。イが区分総額開示、ロが個人別開示、ハが併用開示に相当する。

⁶ 会社法施行規則121条5号。本文ただし書は指名委員会等設置会社でない会社が記載を省略できる旨を定める。

⁷ 100万円以下の過料(会社法976条7号)。刑事罰(罰金・科料)でなく、所属法人への罰金刑もない。

⁸ 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正案に対するパブリックコメントの結果等について」(2019年1月31日) <<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131.html>>。

⁹ 改正後の開示府令第2号様式の記載上の注意(57) a。

¹⁰ 改正後の開示府令第2号様式の記載上の注意(57) b。

¹¹ 改正後の開示府令第2号様式の記載上の注意(57) c。

¹² 10年以下の懲役又は1,000万円以下の罰金に科される(金融商品取引法197条1項1号)。実行者の所属する法人も7億円以下の罰金を科される(同207条1項)。

¹³ 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」 <<https://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/01.html>>。

ガバナンス・コードの遵守状況を記載し、公衆縦覧に供することになっている。報酬額の開示については、全員分を個人別開示、一部の者だけを個人別開示、個人別開示なしという3つの選択肢の中から該当するものを選び、文章で補足説明を行うようになっている。補足説明に係る記載要領では「ウェブサイトを開示しているときはその旨を記載する」、「有価証券報告書等で開示しているときは、その開示方法に準拠して記載する」などとしており、独自の開示を志向するというより、既存の開示を1か所に集約するという意味合いが強い。コーポレートガバナンス・コード¹⁴は、役員報酬開示について「会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、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その他の事項を開示すべきである（原則3-1）」と定めており、その遵守状況を報告書に記載することになる。

Ⅲ. 米国における規制

米国においては、報酬開示規制の主たる対象者は、取締役でなく執行役¹⁵（Executive Officer）である。報酬開示制度は1933年以来、80年超の歴史を有し、個人別開示の対象は「上位5名」である。役員報酬に係る不適切事案が度々発生し、規制の進化に繋がっている。近年は報酬体系の設計・運用に関する会社の考え方（報酬方針）の開示を重視しており、当該部分（CD&A）の不実記載につき取締役は民事責任を負う。なお、わが国の「報酬決定方針」と異なり、運用面の考え方を含んでいる点に留意する必要がある。

（1）現行規制の概要

米国では、役員報酬は、証券取引委員会（SEC）規則に基づき、主として委任状説明書¹⁶（proxy statement）を通じて開示される。委任状説明書とは、会社提案について経営者が委任状の取付けを株主に働きかける際に委任状に添付する書類であり、わが国の株主総会参考書類¹⁷に相当する。なお、年次報告書（annual report）での開示も求められるが、「委任状説明書に記載したとおりである」という記載が認められており、開示媒体としては委任状説明書がメインになる。

開示事項は、大きく報酬額（表による開示）と報酬方針（文章による開示）とに分かれる。このうち報酬額の開示では、CEO・CFO及び上位3名の執行役（執行役につき10万ドル以下の者を非開示とすることができる）の過去3年分の報酬額、取締役全員の過去1年分の報酬の記載を求められる。会社の報酬方針（Compensation Discussion and Analysis：CD&A）の記載要領（《図表1》参照）については、各社の自主的な取組みを促す観点から、開示に関する一般原則と重要事項の例示を掲げるプリンスプル・ベースのアプローチが採用されている。その一方で、CD&Aは、証券取引所法上の不実表示による損害賠償責任の対象となり、かつ、サーベンス・オクスリー法上のCEOとCFOによる証明の対象ともなるため、記載に誤謬・遺漏があった際の責任は重い¹⁸。

¹⁴ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」<<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>>。

¹⁵ 本稿では Executive Officer を会社法上の用語に合わせて「執行役」と訳す。

¹⁶ 委任状説明書については田中亘「株主総会と企業統治」財務総合政策研究所・フィナンシャル・レビュー121号97頁。

¹⁷ 参考書類は「株主の議決権の行使について参考となるべき事項を記載した書類」（会社法301条）と定義される。

¹⁸ 海外情報「米国における役員報酬開示規則の改正」商事法務1781号37頁、[参考文献]比較法28頁。

《図表 1》 CD&A の記載事項

CD&A must explain the objectives and material elements of the compensation for NEOs¹⁹ by answering the following questions:

- What are the objectives of the registrant's compensation programs?
- What is the compensation program designed to reward?
- What is each element of compensation?
- Why does the registrant choose to pay each element?
- How does the registrant determine the amount (and, if applicable, the formula) for each element?
- How does each element, and the registrant's decisions about that element, fit into the registrant's overall compensation objectives and affect decisions about other elements?
- Whether, and if so how, the registrant has considered the results of the previous shareholder say-on-pay votes in determining compensation policies?

(出典) EY “2017 proxy statements”56 頁。

(2) 規制主体の変遷

米国における役員報酬開示規制は、1933 年証券法以来、80 年超の歴史を有するが、規制主体は一貫して SEC であり、主たる開示媒体も一貫して委任状説明書である。

(3) 報酬額の開示

報酬額については、制定当初の 1933 年証券法²⁰が報酬総額開示を、1934 年証券取引所法が個人別開示をそれぞれ求めた。個人別開示の当初の内容は「総額 2 万ドル以上の報酬を受領する取締役及び執行役の報酬²¹」であった。その後、閾値（開示対象か否かの線引きの基準）については、5 万ドル（1978 年改正）、6 万ドル（1983 年改正²²）、10 万ドル（1992 年改正²³）と順次引き上げられて今日に至る。開示対象となる役員区分については、執行役のみ（1983 年改正）、執行役及び取締役（1993 年改正）に変遷し、今日に至る。1983 年改正で取締役報酬を開示対象から外した理由は「取締役報酬が重役報酬の主要部分を構成するものではない²⁴」ためであるとされている。また、1993 年改正で開示対象に戻した理由は「取締役報酬の開示には、取締役の独立性を判断する材料を株主に提供するという意味がある²⁵」とされている。こうした経緯を見ると、報酬額開示で問題視された「高額報酬」は、執行役報酬で生じていたことになる。

執行役報酬の開示対象者の員数は、1980 年代初頭には「5 名」になっている。その理由は、会社経営

¹⁹ NEO は Named Executive Officer（指定された執行役）の略称で、CEO・CFO 及び上位 3 名の執行役を指す。

²⁰ 制定当初の 1933 年証券法は報酬総額と受給者氏名の開示を求める（〔参考文献〕熊代②65 頁）が、個人別開示ではない。

²¹ [参考文献] 熊代②65 頁。

²² [参考文献] 森田②87 頁。

²³ [参考文献] 伊藤①57 頁。

²⁴ [参考文献] 森田②87 頁。

²⁵ [参考文献] 伊藤①60 頁。前提として「取締役の報酬は役員報酬に比べ低額である。取締役報酬については『過大な』報酬支払でなく、取締役の職務・責任に応じているか、独立性を害することになってないかが問題とされている」（50 頁）と説明する。

に係る決定方法が各社各様である中「経営決定は3名以上によってなされるという考え方²⁶」を採用して員数を決めたようである。また、CEO（1992年改正²⁷）とCFO（2006年改正）は、報酬額が閾値を下回る場合であっても開示対象となる。CFOは、2002年SOX法により継続開示書類についてCEOとともに証明責任を負うことになり、両者の報酬が株主にとって重要な意味を有すると考えられた²⁸ためである。

（４）報酬方針の開示

役員報酬開示について、米国では表による開示と文章による開示の間を揺れ動いてきたとされる²⁹。その背景には、高額報酬自体を批判する大衆と、報酬額と業績との連動性に関心を持つ機関投資家や学者が存在する。学者の関心は、1990年の高名な論文³⁰が副題に選んだ「問題はいくら払ったかでなくどう払ったかだ」(It's not how much you pay, but how)という言葉が核心を突いている。機関投資家や学者の関心から言えば、会社がどの業績指標を重視し、役員報酬をそれに連動させているのかという「会社の考え方」の開示を受けることが、実額開示より余程有益であることになる。

こうしたアプローチに基づき、1992年改正により報酬委員会報告書の開示が、2006年改正によりCD&A（上記（１）参照）の開示が制度化された。なお、両者とも、委任状説明書の記載事項の1つであり、独立した開示文書という訳ではない。

報酬委員会報告書の記載事項は、役員報酬に関する会社方針、直近事業年度における会社の業績と役員報酬との関係、直近事業年度におけるCEO報酬決定に用いた指標・基準等である³¹。CD&Aは、開示事項の筆頭に掲げられ、①報酬プランの目的は何か、②報酬プランは何に報いるように設計されているか、③報酬を構成する要素は何か、④各要素を選択したのは何故か、⑤各要素の支給額をどう決定するのか、⑥各要素が報酬の目的にどう合致し、他の要素の決定にどう影響するのか、⑦株主総会の勧告的決議の結果をどう考慮したかという質問（《図表1》参照）への回答を通じて自社の報酬方針を説明するものである。報酬委員会報告書とCD&Aは、記載事項だけでなく、不実記載に係る責任が大きく異なる（上記（１）参照）。なお、報酬委員会報告書は2006年改正後も記載内容を変えて存続している。

（５）その他の開示

1992年改正により報酬委員会報告書の一部として業績グラフの開示が求められるようになった。従来は、報酬と業績の関係を確認するためには、別々に開示される役員報酬と業績指標を突き合わせる作業が必要であったが、本件開示により一目で連動性を確認できるようになった。具体的には、過去5年間の自社の累積投資収益率、株式市場指標及び同業他社の指標を比較する折れ線グラフが指定されている。

2008年金融危機を受けたものとして、会社の報酬方針がリスク管理に及ぼす影響の開示と、ペイ・レ

²⁶ [参考文献] 森田②89頁。

²⁷ 別冊商事法務192号「役員報酬の現状と課題」25-26頁（北村発言）

²⁸ [参考文献] 比較法26頁。

²⁹ [参考文献] 比較法20頁。大衆（個人株主）と機関投資家との関心の差につき同書7頁、[参考文献] 伊藤①52頁。

³⁰ Jensen and Murphy, "CEO incentives – it's not how much you pay, but how", Harvard Business Review 68(3)

³¹ [参考文献] 伊藤①59頁。

シオ (pay ratio) の開示がある³²。前者は、2009年改正で導入され、従業員賃金を含めた会社の報酬方針がリスクに重大な負の影響をもたらすと見込まれるときは、開示（適時開示）を求められるというものである。後者は、2015年改正で導入され、CEOと従業員の報酬格差を算出して開示することになった。

（6）規制見直しの背景

以上の規制の変遷は、規制を必要とする問題事象（立法事実）が発生し、その再発防止のために規制が見直されるという現実的なニーズに基づいている。

① 開示規制の導入（1930年代）

米国は、従来、企業の自発的な取組みを尊重し政府介入を避ける風潮にあったが、1929年の株価暴落を契機として、株式市場に政府が介入する必要性が認識され、1933年証券法（株式発行市場を規制）と1934年証券取引所法（株式流通市場を規制）が制定された。

この時期、役員報酬を巡る訴訟がいくつか提起されるなど、その高額報酬に対する世間の批判が高まり、連邦議会がヒアリングに乗り出すなどの動きに繋がっていた。例えば、社長・副社長の賞与を純利益に連動させていたアメリカン・タバコ社において、役員賞与の急増を受けて、株主が賞与の返還を求める訴訟を提起し、連邦最高裁は1933年、賞与決定スキームを株主総会が承認していたとしても、会社資産の浪費は許されないという判断を下した³³。

② 業績連動性への疑念（1990年代）

1990年代には、企業によるエクイティ報酬の利用が進み、役員報酬の全体が急増した。一方で、1980年代末に景気後退局面に入り、特に自動車メーカーは、多数の労働者の解雇や工場閉鎖に追い込まれていた。そうした中、クライスラーのアイアコッカ会長が何万人もの労働者を解雇しながら何百万ドルもの報酬を受け取っていると批判する新聞報道（1992年）がなされるなど³⁴、役員報酬と会社業績の連動性を疑問視する意見が強まっていた。

③ 報酬隠しの発生（2000年代）

2000年代に入り、役員と従業員の報酬格差³⁵が問題になるなど、従業員との対比という視点が加わった。例えば、エンロン事件（2001年12月破綻）では、同社のレイ会長が破綻直前まで従業員に対して自社株の購入を促す一方で自らはそれを処分していたと報道された³⁶。こうした視点とは別に、ジェネラル・エレクトリックがウェルチ会長（2001年9月退任）に対して退任後の様々な「役得 (Perquisites)」を約束していたにも拘らず開示していなかったことが2002年9月に発覚し、証券取引委員会が証券取

³² [参考文献] 熊代②72頁。

³³ [参考文献] 伊藤①64頁。

³⁴ 三枝一雄「役員報酬の開示規制」早稲田法学 75巻3号 288頁は、ニューヨークタイムズ 1992年1月14日付社説でクライスラー社アイアコッカ会長が労働者を何万人も解雇しながら何百万ドルもの報酬を受け取っていると非難したことを紹介する。

³⁵ CEOと従業員の報酬格差は1990年107倍から2000年525倍に拡大した。[参考文献] 比較法9頁。

³⁶ [参考文献] 伊藤④13頁。

引所法違反を理由に排除命令を出している³⁷。

なお、報酬格差問題に関しては、2008年金融危機を受けて制定されたドッド・フランク法がペイ・レシオ（上記（5）参照）の開示を義務付けた³⁸。

（7）小括

米国における役員報酬開示規制について、日米の違いを踏まえて理解するためには、次に掲げるポイントを押さえる必要がある。

① 取締役と執行役

米国企業の経営は、CEOを始めとする執行役（Executive Officer）が担っており、高額報酬批判に晒されたのも、開示規制の主たる対象とされたのも「執行役」の受け取る報酬である。一方、米国企業の実務取締役（Director）は、CEOによる兼務を除けば、会社から独立し、かつ、業務執行に従事しない者の中から選任されており、執行役による業務執行の監視・監督を主たる任務とする。「取締役」の受け取る報酬は、執行役報酬に比べて低額であり、報酬額の高低ではなく独立性を阻害しない報酬のあり方という観点から議論されている³⁹。

取締役会は一般的に執行役の選任権限を持つ。古くから外部人材を含めた中から選考しており、有能な人材を獲得するために魅力的な報酬パッケージを提示する必要がある⁴⁰、選任の機動性を確保する上でも、報酬決定権限は株主総会でなく取締役会・報酬委員会が有するとされている。

② 先行する問題事象（立法事実）

一般的に、規制の導入・見直しに際してその必要性を裏付ける事象（立法事実）があることが求められる。上述した開示規制の導入・見直しも、高額報酬への批判（1930年代）、会社業績と逆行する報酬への批判（1990年代）、隠された報酬への批判（2000年代）という立法事実が認められ、それらの事実に基づいた形で規制が導入されている。

③ 実証研究と議論の積み重ね

90年近く開示され、蓄積してきた役員報酬に関するデータは、様々な形で実証研究が行われ、立法事実の形成に貢献している。例えば、1990年代には役員報酬と会社業績の連動性に係る実証研究が、また、脚注35で紹介するCEOと従業員の報酬格差に係る実証研究が、それぞれ社会的な議論を呼び起こし、立法事実の形成と論点の明確化に貢献している。

³⁷ [参考文献] 伊藤④14頁。

³⁸ [参考文献] 比較法36頁。

³⁹ [参考文献] 伊藤①50頁。

⁴⁰ アメリカ法律協会が1992年に公表した「コーポレートガバナンスの原理」は「能力の高い役員をリクルートし保持するためのインセンティブ報酬の導入に際して取締役会・報酬委員会に広範な裁量を与えられるべきである」とする。[参考文献] 伊藤①51頁。

IV. 英国における規制

英国において、報酬開示規制の主たる対象者は、執行役（Executive）でなく取締役である。報酬額の個人別開示は1967年以来、50年超の歴史を有するが、1995年に取締役全員の個人別開示に踏み切った。英国でも不適切事案の発生を受けて規制を進化させており、報酬方針の開示を重視するようになっている。取締役報酬報告書全体の不実記載につき取締役は民事責任を負う。

（1）現行規制の概要

英国では、役員報酬は、会社法を根拠法とし、取締役報酬報告書を通じて開示される。取締役報酬報告書⁴¹は、取締役会の承認を経て、計算書類などとともに株主総会前に株主に送付される。

当該報告書は、報酬委員長の声明（annual statement）、年次報告（annual report on remuneration）及び取締役報酬方針⁴²（directors' remuneration policy）という3項目で構成される⁴³。年次報告には、取締役一人ひとりの報酬総額、その種類別内訳という個人別開示の外に、業績グラフ（過去5年間）、CEO報酬の増減割合（対前年。従業員平均賃金との対比を含む。）、翌期に向けた報酬方針、取締役会における考察、株主総会決議への対応を記載する。取締役報酬方針には、報酬パッケージの各要素の説明、取締役任用時における会社側アプローチ、実際の任用契約に含まれる会社の義務、当年度における支給内容などを記載する（《図表2》参照）。

年次報告「株主総会決議への対応」は、年次報告と取締役報酬方針を株主総会決議の対象としている（下記（4）と（5）参照）関係で、前年度決議に対する会社の対応状況を記載する。

取締役報酬報告書の不実記載について、取締役は民事責任を負う⁴⁴。一方、報告書の取締役会承認などの手続が決定されており、これらに違反すると刑事責任を問われる⁴⁵

《図表2》取締役報酬報告書「取締役報酬方針」の記載事項

- a description of each of the components of the remuneration package for the directors in tabular form (future policy table)
- notes to the future policy table
 - an explanation of why the performance measures were chosen and how performance targets are set
 - an explanation of why there are no performance measures relating to any component other than fixed elements
 - an explanation of the reasons for any new component or any changes to existing components relative to the previous policy
- an explanation of the differences between the remuneration policy for directors and for employees generally
- an explanation of the approach to the determination of fees payable to non-executive directors

⁴¹ 報酬委員会報告書は、年次報告書・計算書類（annual report and accounts）の一部又は添付書類（Greenbury 報告書の規範B1）として作成される。

⁴² Directors' Remuneration Policy を「政策」と訳すこともあるが本稿では日本法に準拠して「取締役報酬方針」と訳す。

⁴³ [参考文献] 熊代②85頁。

⁴⁴ 責任を問われるのは、故意・重過失により不実開示を行った場合、重要な事実の不誠実な隠匿であると知りながら記載を怠った場合とされる。[参考文献] 熊代②85頁。

⁴⁵ [参考文献] 比較法 53 - 57 頁。

- a statement of the principles which the company would apply to agreeing a remuneration package for a new director
- a description of any obligation on the company that is, or is proposed to be, contained in all (or one or more) directors' service contracts, and that could give rise to remuneration of loss-of-office payments not disclosed elsewhere in the remuneration policy
 - the various components which would be considered for inclusion in that package
 - the approach to each elements
 - the maximum level of variable remuneration which may be awarded
- the illustrations of the application of the remuneration policy
 - the minimum remuneration receivable
 - the remuneration receivable if the director performs in line with the company's expectation
 - the maximum remuneration receivable
- the company's policy on payment for loss-of-office
- a statement of consideration of employment conditions elsewhere in the company
- a statement of consideration of shareholders views

(出典) GC 100 and investor group, “*Directors' Remuneration Reporting Guidance 2018*” を基に損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

(2) 規制主体の変遷

1960年代は、会社法に基づく規制（法令規制）を中心としていたが、コーポレート・ガバナンスを巡る議論が高まった1990年代には、上場規則に基づく規制（自主規制）に重点が移り、2000年代に入り、再び、会社法規制が主軸になるという変遷を見せる。

特に1990年代には、Cadbury 報告書⁴⁶（1992年）、Greenbury 報告書⁴⁷（1995年）、Hampel 報告書⁴⁸（1998年）が上場企業の遵守すべき行動規範（Code of Best Practices）を提言し、ロンドン証券取引所はその都度、上場規則を改正し、上場企業に対し、年次報告書において規範の遵守状況（不遵守の場合はその説明を行う、いわゆる *comply or explain*）を開示するよう求めた。Hampel 報告書はまた、以前の勧告事項の統合を提言し、統合規範や英国版コーポレートガバナンス・コードの制定に繋がった。

このうち Greenbury 委員会は、1980年代に民営化された旧・国有企業が1990年代に入り役員報酬を急激に膨らませ、批判を受けたこと⁴⁹を受けて、役員報酬のあり方を検討する目的で設置され、1995年7月に「取締役の報酬」と題する報告書を取りまとめた。同委員会は、報酬委員会の責務を明確にす

⁴⁶ Cadbury 報告書は「財務面から見たコーポレート・ガバナンス」と題し非業務執行取締役を中心とする報酬委員会の設置などを勧告した。なお、役員報酬の開示については会社法上の開示の充実を求めたものの個人別開示には踏み込んでいない。

⁴⁷ Greenbury 報告書は「<https://ecgi.global/code/greenbury-report-study-group-directors-remuneration>」からダウンロードできる。

⁴⁸ Hampel 報告書は「最終報告書」と題し先行する2つの委員会と自らの規範を統合することなどを提言した。この統合規範が2010年にコーポレートガバナンス・コード（発行会社向け）とスチュワードシップ・コード（機関投資家向け）に分割・再編されることになる。

⁴⁹ 1986年に民営化されたブリティッシュ・ガス社は、民間から多くの経営陣を招き入れ、役員報酬の最高額を1988年の18万ポンドから1995年の47万ポンドに急上昇させ、1995年株主総会で役員報酬制限に係る株主提案を受けるに至った（関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの国際性とハンペル中間報告書」商事法務1471号25頁）。

るとともに、取締役報酬に関する方針や個人別報酬などの開示を求め、ロンドン証券取引所は、同年10月に上場規則を改正し、ここから取締役全員を対象とする個人別開示が開始された。なお、同委員会は、上場規則に基づく開示と会社法上の開示に係る調整についても勧告し、1997年会社法の制定を導いた。

(3) 報酬額の開示

個人別開示については、社長(1967年会社法⁵⁰)又は取締役会会長(1985年会社法⁵¹)の報酬額を年次計算書類の注記に記載するところから始まっている。最高給を受給する「個人」に焦点を当てたというより、個人別報酬の中の最高額という「金額」に焦点を当てている⁵²ようである。続いてGreenbury報告書を受けた上場規則改正により、1995年に取締役全員の個人別開示を求めるようになった。その結果、会社法上の開示制度との間にギャップが生じていたが、1997年、個々の取締役の報酬を開示している場合には会社法上の開示を要しない⁵³という形で重複規制が解消され、逆に2002年に会社法上の開示に一元化された。1995年以降、全ての取締役につき個人別開示を行うという実務が継続している。

(4) 報酬方針の開示

英国通商産業省は1999年、行動規範のうち役員報酬に関するものの遵守状況を調査し、問題事例を把握した上で、報酬委員会の独立性の確保⁵⁴、報酬と業績の連動性に係る開示の強化、役員報酬に対する株主関与の拡大⁵⁵という3つの改善提案を行った。実態調査で把握された問題事例(脚注54,55参照)は「自主規制の限界」として捉えられ、法令に基づく対処が必要であるとして、この提言は2002年会社法(取締役報酬報告書規則)の制定に繋がった。

新制度は、上場企業に対して取締役報酬報告書の作成を義務付け、当該報告書を通じて株主に提供する情報を拡充するとともに、当該報告書の承認に係る意思表示を行う機会を株主に提供するというものである。情報の拡充では、業務執行取締役の報酬決定への関与に係る開示、報酬と業績の関係に係る開示の詳細化、業績グラフの掲載などがある⁵⁶。また、株主権の強化では、報酬報告書の承認を求める議案を株主総会に上程すること⁵⁷を求めた。更に、報酬報告書記載事項のうち取締役の個人別の報酬内容は会計監査人の監査の対象となる⁵⁸。

⁵⁰ 1967年会社法6条1項。法務大臣官房司法法制調査部法務資料407号「イギリス会社法」184頁。

⁵¹ [参考文献]伊藤②70頁。なお、本稿ではChairmanを会長と訳す。

⁵² 1985年会社法は「取締役会会長の報酬額(会長以外の取締役が最高給を受給するときは会長及び当該取締役の報酬額)」の開示を求める。[参考文献]伊藤②70頁。

⁵³ [参考文献]伊藤②71頁。

⁵⁴ 当時の統合規範に違反して業務執行取締役が報酬委員に就いている等の問題事例があった。[参考文献]伊藤③19頁。

⁵⁵ 当時の統合規範は、取締役会が取締役報酬方針につき株主判断を仰ぐことを毎年検討するよう求めていたが、実際に株主総会に議案を上程した会社は殆どなかった。[参考文献]伊藤③21頁。

⁵⁶ 自らの報酬の決定に関与すべきでないという観点から「業務執行取締役の関与」を開示事項とする([参考文献]伊藤③24頁)。またストックオプション等につき業績指標として何を選択し、その達成状況をどう測定し、他社対比・市場対比をどう勘案しているかといった事項の開示を求める(同25頁)。業績グラフは過去5年間の株主収益率を自社分と市場指標とで対比する折れ線グラフが指定されている(同26頁)。

⁵⁷ 「say on pay」と呼ばれ、承認が可決されなくても既に約定した役員報酬の支払に影響を及ぼさない「勧告的決議」とされている。[参考文献]伊藤③29頁。

⁵⁸ [参考文献]伊藤③28頁。

(5) 株主権の強化

英国事業・革新・技術省は2012年、上場会社の役員報酬が会社業績と無関係に増加していること⁵⁹を問題視して、株主権の強化に向けた立法的措置をとることを提言した。これに加え、報酬報告書に対する株主総会の承認を得られなかった会社に対応を怠るといった事例⁶⁰も見られたことから、2013年企業規制改革法により取締役報酬に対する株主関与を強める規制が導入された。

新制度は、取締役報酬報告書のうち「取締役報酬方針」に係る株主総会承認決議の効力を強化するとともに、報酬報告書の構成を再編して情報の拡充を図るというものである。総会決議については、決議が取締役報酬の支払いに影響を及ぼさないという従来の取扱いが、総会で承認された「取締役報酬方針」に基づかない限り報酬を支払うことができないという新たな取扱いに変更された⁶¹。この新しい決議と従来型の決議とが併存することから、報酬報告書も、新しい決議の対象となる「取締役報酬方針」と、従来型の決議の対象となる取締役報酬に係る「年次報告」とに再編された⁶²。前者は将来に向けた報酬制度の運用方針、後者は当年度における運用実績に相当する。情報の拡充については、CEO報酬と従業員賃金との比較情報などが加えられた⁶³。

(6) その他の開示

1995年Greenbury報告書は、開示事項として、報酬の水準・内訳の他に、比較対象とした企業群、業績連動させる場合の基礎指標と業績測定方法（規範B2）を掲げ、同年の上場規則改正により、comply or explain方式での開示を求められることになった。2002年会社法では、業務執行取締役の報酬決定への関与状況、業績連動性の詳細な説明、業績グラフの掲載などが追加された（上記（4）参照）。2013年企業規制改革法では、CEOと従業員の報酬格差に関する情報が追加された。

(7) 規制見直しの背景

1990年代には、民営化企業における取締役報酬の高騰に対する批判が高まり、行動規範（現在のコーポレートガバナンス・コード）の制定及びその遵守状況の開示に繋がった。このタイミングで取締役全員の個人別開示が開始された。2000年代に入り、自主規制を遵守しない企業の存在が明るみに出て、会社法による規制の強化（取締役報酬報告書制度）に切り替わった。このタイミングで取締役報酬と業績との連動性に係る開示が強化された。2010年代に入り、取締役報酬が会社業績と乖離した形で上昇していることが明らかになり、取締役報酬に対する株主関与が強化された。

⁵⁹ CEO報酬の中央値は1998年100万ポンドから2010年420万ポンドに上昇し、年平均13.6%の成長を見せたが、当該期間の株価指数は年平均1.7%の伸びに留まった。[参考文献]伊藤⑤220頁。

⁶⁰ 取締役報酬報告書への賛成率は平均して90%程度になるが、20%超の株主が賛成を控える事例も存在し、かつ、そうした投票結果を受けながら適切な対応を怠る会社が存在した。[参考文献]伊藤⑤224頁。

⁶¹ 脚注57の「勧告的決議」に対し、新たな決議は「拘束的決議」とされる（[参考文献]伊藤⑤227頁）。なお、拘束力は将来の支払いに対してのみ効力を有し、拘束的決議は3年に1度の頻度で行われる。

⁶² [参考文献]伊藤⑤232頁。

⁶³ CEO報酬の前年度からの増減の割合と従業員に支払われた報酬額の平均の増減の割合とを対比する形で記載する（[参考文献]伊藤⑤237頁）。

(8) 小括

英国における役員報酬開示規制について、日英の違いを踏まえて理解するためには、次に掲げるポイントを押さえる必要がある。

① 業務執行取締役と非業務執行取締役

英国でも、取締役でない役員 (Executive) が存在する。しかし、報酬開示の対象は、あくまで取締役である。取締役は、役員を兼ねる業務執行取締役 (Executive Director) と彼らから独立した立場にある非業務執行取締役 (Non-Executive Director) とに分かれる。高額報酬批判の対象は、業務執行取締役である。

② 取締役報酬の決定主体

取締役の報酬は、取締役会構成員としての報酬と業務執行機関としての報酬とが明確に区分され、業務執行取締役の収入の大半は後者である。自らの報酬の決定への関与 (利益相反) を回避するため、前者を取締役会が、後者を報酬委員会がそれぞれ決定するのが一般的である⁶⁴。

取締役会は、外部人材を含めた中から役員をリクルートし任用する責務を負い、機動的な任用を可能にするために報酬決定権限 (報酬委員会への委任を含む) を有する。したがって、取締役報酬報告書の承認に係る株主総会決議も、既存の報酬の支払を無効とするものでなく、将来に向けた報酬の決定 (及び任用契約の締結) を制限するものに留まる。わが国の株主総会決議が、報酬額そのものを決定するのと対照的である。

V. わが国における規制の変遷

わが国では一貫して取締役 (監査役) 報酬が規制対象になっている。報酬額の個人別開示は 1953 年に廃止され、2011 年に復活となり、現在に至る。不適切事案の発生がない中、国際的な整合性の観点で規制内容を決めてきたが、報酬額の開示ばかりが問題とされてきた。報酬方針も「決定」方針に限られ、2019 年に「運用実績」の開示が追加された。

(1) 報酬額の開示

報酬額の開示の先駆は、1948 年証券取引法 (原始証券取引法) である。有価証券の募集・売出行を行う際提出する有価証券届出書に「役員報酬の総額並びに 20 万円超の報酬を受けた者の氏名及び報酬の額⁶⁵」の記載を求められた。原始証券取引法は、母法である米国法の影響を色濃く受けたと言われている。しかし、この規定は、1953 年改正⁶⁶の際に、役員報酬は投資者の投資価値判断の資料とし

⁶⁴ 現在のモデル定款上は取締役会構成員としての報酬も取締役会が定める ([参考文献] 比較法 52 頁)。Greenbury 報告書は、このこと (規範 A6) に加えて、報酬委員会が業務執行取締役の報酬を決定すること (同 A1) を提言する。

⁶⁵ 1948 年証券取引法 5 条 1 項 13 号「役員その他の者 (使用人を除く。) に対し届出前 1 年以内に支払った報酬の総額及び同期間内において 20 万円を超える報酬を受けた者の氏名及び報酬の額」

<http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_housei.nsf/html/houritsu/00219480413025.htm>。

⁶⁶ 証券取引法の一部を改正する法律 (昭和 28 年法律第 142 号)。旧法は、記載事項を法律本体で定めていたが、改正法は大蔵省令で定めることとし、委任を受けた大蔵省令は役員報酬に記載事項としなかった。

て実益がないという理由⁶⁷で削除された。

続いて、1962年商法改正⁶⁸により、附属明細書（株主送付を行わず会社の本店で閲覧に供する書類）において「取締役（監査役）に支払った報酬の額」を記載することになった。立法理由⁶⁹は、報酬額の決定を株主総会が行うにも拘らず、実際の支払に係る報告手段が整備されていないという不整合を解消することにあつた。法文上は、個人別開示と読めなくはないが、報酬額の決定を「報酬総額の上限」という形で行った会社は、報酬額の報告に際しても、取締役・監査役に区分した区分総額開示を行っている。

その後、開示媒体を附属明細書（株主送付なし）から事業報告（当時は業務報告書、株主送付あり）に引き上げる動きが生じた。法務省は1979年、事業報告への記載を求めることを含む改正試案⁷⁰を公表したが、実業界の反対⁷¹を受けて1981年商法改正には織り込まれなかった。しかし、2001年商法改正⁷²により、取締役の対会社責任を制限する制度が導入された際、責任制限に係る定款の定めを置いた会社は、附属明細書でなく事業報告（当時は営業報告書）⁷³において役員報酬を開示することになった。立法理由⁷⁴は、責任制限の上限（役員報酬の2～6年分）に関する情報を株主に直接提供することにあつた。

続く動きは、金融商品取引法の世界で生じた。2003年開示府令改正⁷⁵により、有価証券届出書及び有価証券報告書における報酬額の開示が復活した。本件改正の起点となった金融審議会報告書⁷⁶は、情報開示制度の意義や米国の不正会計事件（エンロン事件など）の教訓に基づき「企業統治の実体を積極的に開示することにより企業統治の強化への取組みを市場に明らかにすることが重要である」という考え方を示した上で、ガバナンス関連情報の拡充を提言する。

2005年会社法制定に際して、事業報告での報酬額の開示を求める会社の範囲を「責任制限に係る定款の定めを置く会社」から「公開会社（譲渡制限株式を発行していない会社）一般」に広げた⁷⁷。

報酬額開示に係る最大の転機となったのが2010年開示府令改正⁷⁸であり、60年ぶりに高額受給者（1億円以上）の個人別開示が復活した。本件改正の起点となった金融審議会報告書⁷⁹は、「役員報酬については、経営者のインセンティブ構造等の観点から株主・投資者にとって重要な情報であると考えられ、また、非常に高額な報酬やストックオプションが経営者の積極姿勢を過度に短期的なものとするおそれなどの指摘もある」と指摘した上で、役員報酬決定方針や報酬の種類別内訳の開示を提言する。なお、

67 小田・三輪・角「改正証券取引法・証券投資信託法解説」32頁。

68 1962年改正後の商法293条の5（新旧対比表につき商事法務239号9頁）。なお、1974年改正時に根拠規定が商法本体から法務省令（計算書類規則45条2項）に移された。

69 上田明信「商法の一部を改正する法律案について」商事法務240号3頁。

70 改正試案の全文は商事法務858号7頁。

71 関西経済連合会（商事法務866号34頁）、大阪工業会（同867号27頁）、経済同友会（同867号29頁）など。

72 2001年商法改正に係る新旧対比表は商事法務1614号5頁。

73 2002年3月公布時の商法施行規則84条1項10号（商事法務1625号68頁）。

74 江原健志・太田洋「平成13年商法改正に伴う政令・法務省令の制定〔下〕」商事法務1629号24頁。

75 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令等の公表について」（2003年3月11日）。

76 金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」（2002年12月16日）5頁。

77 2006年2月公布時の会社法施行規則119条2号、121条4号（商事法務1757号54頁）。この他に、使用人兼務取締役が受ける使用人としての報酬につき、従来は取締役報酬と合算して開示していたが、合算開示を廃止し、重要性の高いもののみ別途の開示を求めることにしている。

78 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）等の公表について」（2010年2月12日）。

79 金融審議会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（2009年6月10日）13頁。

報告書には個人別開示に関する言及は見当たらない⁸⁰。

個人別開示に疑問を呈したのが2019年開示府令改正である。その起点となった金融審議会報告書は、「企業価値の向上に貢献した経営陣に対してそれに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンス上の要請にあったものとなっていない可能性があり、再考の余地がある」としている。ただし、最終的には「まずは、役員報酬プログラムの内容の開示の充実を図り」、その上で「必要に応じて個別開示のあり方について検討すべきである」とする。

(2) 報酬方針の開示

2002年商法改正により、指名委員会等設置会社（当時は委員会等設置会社）制度が導入され、報酬委員会の決議事項として「取締役及び執行役が受ける個人別の報酬の内容の決定に関する方針⁸¹」が定められた際に、事業報告（当時は営業報告書）に当該方針を記載することとされた⁸²。立法理由は、方針を開示させることにより役員報酬が適切に決定されるようになる⁸³としているが、株主総会が、役員報酬の決定権限を失う⁸⁴代わりに、報酬委員会の活動の監視という形で役員報酬への関与を続けることになったものと思われる。

2005年会社法制定に際しては、法律において役員報酬を固定報酬、業績連動報酬などに整理⁸⁵したことを受け、また、指名委員会等設置会社以外の会社が報酬決定方針を定めることを想定し、その定義を「各会社役員等の報酬等の額又はその算定方法に係る決定に関する方針⁸⁶」とした上で、公開会社に対し事業報告での開示を求めた（ただし、記載省略を選択することもできる）。

金融商品取引法（有価証券報告書）関係では、2010年開示府令改正により「報酬等の額又はその算定方法の決定方針」の有無、内容の概要及び方針の決定方法の記載を求めるようになった。また、2019年開示府令改正により、上記Ⅱ（2）のとおり、報酬方針に盛り込むべき事項が拡充された。

2019年改正の起点となった金融審議会報告書⁸⁷は、わが国における業績連動報酬導入の拡大、英国・米国における規制の現状を説明した上で「経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期的な企業価値向上との結び付きを検証できるようにする」、「実際の報酬が報酬プログラムに沿ったものになっているか、経営陣のインセンティブとして実際に機能しているのかを確認できるようにする」、「報酬決定プロセスの客観性・透明性のチェックを可能とする」といった基準を掲げて開示項目を選定している。

改正後の開示事項は、報酬決定方針、報酬額（業績連動部分に用いる指標の目標と実績を含む）、報酬決定に係る活動の状況である（上記Ⅱ（2）参照）。

⁸⁰ 金融庁は開示府令改正に際し「役員報酬は、会社あるいは個々の役員の実績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスが歪んでいないか等の観点から、投資判断及びガバナンス上重要な情報と考えられ、諸外国のように個別役員報酬の開示を求めることが適当であると考えられます」（2010年3月31日付「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」25頁）とする。

⁸¹ 2002年改正後の商法特例法21条の11第1項（商事法務1624号68頁）。

⁸² 2002年改正後の商法特例法21条の11第4項及び改正後の商法施行規則104条2号（商事法務1656号39頁）。

⁸³ 始関正光「平成14年改正商法の解説〔V〕」商事法務1641号24頁。

⁸⁴ 指名委員会等設置会社の株主総会は取締役報酬の決定権限を持たない。現行会社法で言えば、404条3項が361条1項（株主総会決議で取締役報酬を定める）の適用を排除し、報酬委員会が単独で報酬を決定できるようにしている。

⁸⁵ 会社法361条1項。固定報酬にあっては報酬額を、業績連動報酬にあっては算定方法をそれぞれ決定することとされ、方針の名称にも「報酬等の額又はその算定方法」という文言が付されている。

⁸⁶ 会社法施行規則121条6号。

⁸⁷ 脚注1参照。

(3) その他の開示

会社法（事業報告）、金融商品取引法（有価証券報告書）のいずれも、2018年以前の開示事項は、報酬額と報酬方針に限られる。2019年開示府令改正は、①業績連動報酬の支給額の決定に用いる指標について目標と実績の開示、②報酬決定に関与する個人又は組織体の活動状況の開示の2つを追加する。

(4) 規制見直しの背景

わが国の役員報酬開示制度は、先行する問題（立法事実）が発生し、その再発防止のために措置が講じられるという流れが認められず、専ら海外の開示制度との整合性が重視されてきた。また、報酬額の個人別開示が過大視されてきた。会社がどのような考え方にに基づき役員報酬制度を設計し運用しているのか、実際の支払額が設計思想に即しているのかといった「株主・投資家の関心に寄り添った情報開示」への取組みは、始まったばかりである。

VI. 役員報酬規制を巡る論点

役員報酬開示規制について、日米英の現状及び来歴を比較すると、次に掲げるポイントを押さえた上で、規制の内容・真意を理解する必要がある。

(1) 立法事実

米国では、役員報酬の高騰を巡るアメリカン・タバコ事件（1933年）、退職後処遇の不開示を巡るクライスラー事件（1992年）、自社株式の破綻前の売り逃げを巡るエンロン事件（2001年）などの不適切事案（立法事実）が発生し、それぞれの教訓に基づいて段階的に役員報酬規制を強化するという流れが認められる。また、教訓があるからこそ規制の目的・内容の理解が容易になる。こうした状況は英国でも同様である（上記IV（7）参照）。一方、わが国では、そもそもの役員報酬水準が低いこともあり、特筆すべき不適切事案の発生のないまま、主として海外規制との整合性を図る観点から、役員報酬規制が強化されてきた。そのため、規制に抵触する事象が発生しても、その重みをどのように量るべきかという判断基準が形成されていないように思われる。

役員報酬の個人別開示についても、米国は1934年から80年超の歴史を有し、英国は1967年から50年近くを経ており、長年に亘る開示データに用いた実証研究にも厚みがあり、規制のあり方を検討する際にも勘案されている。一方、わが国では2010年から10年足らずであり、データ蓄積も実証研究も十分とは言えない。

(2) 規制の対象者：取締役か執行役か

米国では、不適切事案は、専ら執行役（Executive Officer）が受け取る報酬において発生しており、開示対象者が取締役+執行役（1934年～）、執行役のみ（1983年～）、執行役+取締役（1992年～）というように変遷しているものの、規制の主眼は取締役報酬でなく執行役報酬に置かれてきた。一方、英国では、不適切事案は、専ら執行役を兼ねる取締役（Executive Director）が受け取る報酬において発

生しており、開示対象者は一貫して取締役である。わが国では、前述のとおり不適切事案の発生はなく、開示対象者は、会社法で定義される役員（取締役、監査役及び執行役）である。

わが国企業は、指名委員会等設置会社を選択しなかったとしても、監督と執行を分離することを目的として執行役員制度を採用するところが多い。執行役員は、法令上の「役員」に含まれないため、法令に基づく開示制度の中で語られることはない。しかし、株主・投資家は、自らの利益に合致するリスクテイクが行われるように「役員」が動機付けされていることを望んでおり、その意味で「執行役員の報酬方針」を重視するように思われる。実際の開示事例を見ると、執行役員に係る方針に言及しないことが多く、法令準拠を重視する余り、株主等のこうした期待に副うものとなっていない。今後の検討課題であると思われる。

（３）候補者の範囲：内部昇進か外部招聘か

米国・英国では、取締役会が執行役をリクルートし、報酬を含めた任用契約を締結し、会社経営の全般を委ねる。取締役会が選任責任を持つだけに有能な人材を会社の内外から選任しようとするし、また、機動的な選任を可能とすべく、報酬決定権限も取締役会が有する。一方、日本では、法律上、株主総会が取締役を選任し、会社経営の全般を委ね、報酬決定権限も有する。しかし、実態を見ると、選任では内部昇進を中心とした会社提案を採択するのが通常であり、報酬決定では総枠決定に留まり、個人別に割り振る権限を取締役会等に委ねている。こうした法律と実態のギャップは、有能な人材を選任する責任の所在を曖昧なものとしている。

米国・英国では、外部人材の招聘が一般的になってから、人材獲得競争を通じて役員報酬が高騰し、その後に業績の停滞と報酬の増加が同時に発生して、報酬規制の強化に繋がるという循環的な動きを観察することができる。外部招聘の一般化はまた、経営者人材に係る市場を創出する。社外取締役であっても、この市場にアクセスすることで容易に役員候補者を発掘することができ、選任責任を全うできることになる。

一方、わが国では現在でも内部登用が主流である。内部登用であると、社内取締役の方が候補者（社内人材）に関する情報を豊富に有しており、候補者選任過程における社外取締役の貢献は限定的なもの（社内取締役からの提案を審査する）に留まる。このことは社外取締役中心の報酬委員会についても同様に当てはまり、指名委員会等設置会社への移行が進まない要因にもなっている。また、稀に外部招聘が行われても、経営者人材市場の欠如から、適正な報酬で招聘できたか検証できない状況にある。

（４）役員報酬の設計思想：忠誠心かインセンティブか

外部招聘は、役員報酬の高騰を招くだけでなく、人材獲得競争を通じた報酬パッケージの進化・高度化をももたらす。ある報酬パッケージを用いた人材獲得が失敗に終われば、より魅力的な報酬パッケージを検討・提示する必要が生じ、こうした企業間の切磋琢磨が競争力のある報酬パッケージの開発に繋がっている。一方、わが国の役員報酬パッケージは、従業員の賃金体系の延長上にあるとされており、報酬額よりも昇進を重視する傾向にある。年功序列型の報酬体系は、社員の関心を「社内で昇進し続けること」に向けさせ、社員に「企業に対する忠誠心」を植え付けることに適しているものの、「他人と違

うアイデア」や「起業の意欲」を引き出すインセンティブをもたらすものではない。

この点について、「日本企業の報酬に関する意識の低さが問題である」、「(役員報酬開示が拡充されて)企業が報酬政策について余り考えていないことが明らかになった」という有識者⁸⁸の指摘を重く受け止める必要がある。

(5) 不実記載の責任

わが国では、事業報告の不実記載には行政罰が、有価証券報告書(重要な事項に限る)の不実記載には刑事罰がそれぞれ科される。これらは、役員報酬の不実記載に限った話ではない。一方、米国では、役員報酬に係る開示のうち CD&A の不実記載についてのみ、また英国では、取締役報酬報告書の不実記載全般について民事責任が問われる。海外比較の観点から見ると、役員報酬の不実記載に刑事罰を科すことは一般的とは言えない。

VII. 金融機関に対する上乗せ規制

2008年金融危機は、金融機関の役職員の報酬体系が過度なリスクテイクを促すものとなっており、そのことが危機の引き金になったと総括された。金融庁は2011年、開示府令改正と時を同じくして金融機関向け監督指針を改正し、また、主要行のディスクロージャー誌における開示基準も改正した。

上乗せ規制の必要性について、利益追求にアグレッシブな株主に寄り添い過ぎる役員報酬体系(インセンティブ)を採用すると、債権者(預金者・保険契約者)の保護に欠ける事態を招きかねないと説明する見解がある。金融機関は役員報酬体系を設計・運用する際に留意すべきである。

(1) 上乗せ規制の現状

① 監督指針

金融庁は2010年3月4日、主要行等⁸⁹、系統金融機関⁹⁰、金融商品取引業者⁹¹及び保険会社⁹²に向けた総合的な監督指針を改定し、主要行等、農林中央金庫、国際的に活動する金融商品取引業者及び海外拠点有する保険会社等を対象として、役職員報酬規制を導入した。

主な規制内容は、(a)役職員の報酬体系を監視する報酬委員会等の設置、(b)報酬設計(特に業績連動部分)がリスクに及ぼす影響への配慮、(c)報酬関係情報の積極的な開示である。開示すべき情報として、(c-1)報酬委員会等に関する情報、(c-2)報酬体系の設計に関する情報(業績の測定方法、業績の反映方法など)、(c-3)報酬体系の運用に関する情報(報酬総額、業績連動部分の占める割合など)を掲げる。

報酬規制の及ぶ対象者として、役員の外に「会社全体のリスクテイクに重大な影響を与える職員」としており、従業員賃金の一部を規制対象を加えている。

⁸⁸ 座談会「役員報酬改革の新潮流と今後の諸論点」(商事法務1987-1989号)における石田猛行氏発言(1987号26頁と1988号11頁)。

⁸⁹ 金融庁ホームページ <<https://www.fsa.go.jp/news/21/ginkou/20100304-3.html>>。

⁹⁰ 金融庁ホームページ <<https://www.fsa.go.jp/news/21/ginkou/20100304-3.html>>。

⁹¹ 金融庁ホームページ <<https://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100304-4.html>>。

⁹² 金融庁ホームページ <<https://www.fsa.go.jp/news/21/hoken/20100304-5.html>>。

② 銀行ディスクロージャー誌

銀行は、その作成して公衆縦覧に供するディスクロージャー誌に「報酬等に関する事項」の記載を求められており、具体的な記載項目は、平成 24 年金融庁告示第 21 号に定められている。

国際統一基準行に対しては、定性的事項として、(ア)報酬の監督を行う機関、(イ)報酬の適切性の評価、(ウ)リスク管理との整合性の確認、(エ)報酬と業績の連動状況を、定量的事項として、(オ)当年度に割り当てられた報酬、(カ)特別報酬など、(キ)繰延報酬を、それぞれ開示することになっている。

開示規制の対象者（報酬受給者）は、対象役員（社内取締役、執行役及び社内監査役）の他に「高額報酬を受ける役員・従業員のうち業務運営・財産状況に重要な影響を与える者」とされており、こちらも従業員賃金の一部を開示対象に加えている。

（２）上乘せ規制の必要性

経営者が、株主利益に合致する報酬体系（インセンティブ）を採用し、それにそってリスクテイクを行うと「債権者を踏み台にした利益追求⁹³」を行う可能性が生じる。株主は、事業成功時の利益を享受でき、利益配分に与えない債権者との間で期待利得にギャップが生じる。株主の期待利得が正で、債権者の期待利得が負となるリスクテイクを、経営者が好んで選ぶようになれば、そのリスクテイクのダウンサイドに債権者を巻き込むことになる。これが「債権者を踏み台にした利益追求」である。この問題は、負債（債権者持分）に比べて資本（株主持分）が著しく少ないこと、債権者（預金者・保険契約者）が預金保険制度などで守られて経営監視の意識を薄めていることなどの理由で、金融機関において発現し易い。こうした状況を、上記（１）の上乗せ規制が必要となる理由として説明する見解がある。

この見解は、金融機関における役員報酬体系を設計する際にも留意すべきである。株主利益との連動のみを勘案して設計・運用すると、債権者保護に欠ける事態を招来しかねないからである。ドッド＝フランク法 956 条の規則案についても「株主と役職員の利益を結びつけることは、金融機関の健全性の保護、過剰な報酬の抑制、金融機関に重大な損失をもたらす可能性がある行動の抑制にとって必ずしも十分ではない」という説明⁹⁴がなされている。

VIII. おわりに

わが国の役員報酬開示規制は、1948 年以来、70 年を超える歴史を持つが、議論が報酬額の開示に偏った状況が継続し、2011 年開示府令改正による個人別開示の導入でそのピークを迎えた。その間、海外規制との整合性を重視する立場をとりながら、報酬額の開示のみを議論し、その額の適正性を判断する関連情報の開示に向けた検討が進まなかった。2018 年金融審議会報告書は、経営者による積極的なリスクテイクを委縮させかねないという観点から「個人別開示を再考する余地がある」と結論付けたが、一方では、報酬関連情報の開示の進展・定着を待って「そのあり方を検討する」とも述べており、バランスのとれた検討が初めてなされたといっても過言ではない。

2011 年に報酬額の個人別開示を開始して判明した事実として「企業がその報酬政策をあまり考えてい

⁹³ [参考文献] 兒玉 122 頁。

⁹⁴ [参考文献] 兒玉 126 頁。

ない」という実態が指摘されている。年功序列型（役位連動型）の報酬体系は、企業への忠誠心を育み、組織力・団結力の向上に繋がるというメリットがある一方で、異色の発想を奨励し、イノベーションを引き起こすための枠組みになる訳ではない。この点は、従業員の賃金体系にも当てはまる問題である。わが国企業にイノベーションを求める声が高まっており、企業が何をを目指すのか（経営戦略）、その戦略に適合的な報酬体系・賃金体系になっているのかという戦略的な検討を求められる時代になっている。

役員報酬体系の検討に際して、わが国では業績連動報酬が全体に占める割合を引き上げることが重視されているが、海外では、こうした「設計」段階での配慮のみならず、実績として「役員報酬が実際に会社業績に連動しているのか」を重視するようになっており、業績グラフの記載に繋がっている。業績連動部分が占める割合を引き上げるだけでなく、実績値としてどこまで連動しているのかという点にも配慮する必要がある。

今後、わが国企業が経営戦略の一環として役員報酬体系をバランスよく検討する動きが起きることを期待したい。

[参考文献]

略称	執筆者	題名	所収	発行月
伊藤①	伊藤靖史	業績連動型報酬と取締役の報酬規制（一）	民商法雑誌 116 巻 2 号 44 頁	1997/5
伊藤②	伊藤靖史	業績連動型報酬と取締役の報酬規制（二）	民商法雑誌 116 巻 3 号 61 頁	1997/6
伊藤③	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	同志社法学 55 巻 1 号 1 頁	2003/5
伊藤④	伊藤靖史	米国における役員報酬をめぐる近年の動向	同志社法学 58 巻 3 号 1 頁	2006/7
伊藤⑤	伊藤靖史	英国における取締役報酬に関する近時の改正	同志社法学 67 巻 5 号 217 頁	2015/9
熊代①	熊代拓馬	経営者報酬規制における情報開示制度	六甲台論集 63 巻 1 号 1 頁	2016/9
熊代②	熊代拓馬	経営者報酬開示の機能とそのあり方	神戸法学雑誌 67 巻 3 号 43 頁	2017/12
兒玉	兒玉啓宗	金融機関に対する報酬規制は合理的か？	日本銀行金融研究所・金融研究	2016/1
比較法	—	役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書	比較法研究センター	2015/1
森田①	森田章	取締役関係と社会問題に関する開示	証券研究 68 号	1983/2
森田②	森田章	経営者報酬の開示	証券研究 76 号	1986/1