

# CGコードをふまえた 役員報酬の説明責任対応



ウイリス・タワーズワトソン株式会社 経営者報酬部門  
ディレクター 櫛筒隆亮

足下の役員報酬改革は、株式報酬を含む中長期インセンティブの導入が焦点となることが多い。確かに従来と同じく報酬改革を「株主対策」として捉えるならば、まず制度の形をコードの記載どおりに整えることが合理的となる。しかしコードの精神からすると、企業が制度のあり方を経営戦略に照らして真剣に検討しているかどうか、つまり役員報酬を「経営判断」の論点として捉えているかどうかこそが、説明責任対応となる。したがってまずは独立性や客観性を高めた「経営判断」のための審議の場を整える観点から、独立社外取締役を主たる構成員とした報酬（諮問）委員会を設置することを優先的に検討すべきである。独立社外取締役が改革の背中を正しく押すことにより、真に企業価値創造に寄与し、経営陣の意欲を効果的に引き出すに足るインセンティブの仕組み、報酬構成、報酬水準のあり方がストレートな形で定まり、役員報酬の説明責任はおのずと強化される。

## I はじめに

コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という）の適用開始が、役員報酬改革の潮目を大きく変えている。

従来の改革は、いわゆる「株主対策」の論点として、報酬制度としての客観性と透明性の向上のみをメインテーマに据えていた。株価や業績に連動する報酬を導入する傍ら、総報酬をあまり増やさないう、もともと退職慰労金であった部分を別の形で保全することに検討の労力を費やしてきたのがこれまでの実状であった。

しかし足下の世間の関心は、役員報酬を単なる金額の高い／低いではなく、ある種の情

報伝達の媒体として捉えることに向きつつある。経営陣が経営戦略の達成に向けどのように取り組み、どれほどの強い決意を持って企業価値の向上を果たそうとしているのか、経営陣のコミットメントを量る物差しとしての位置づけである。役員報酬はもはや単なる報酬制度としての役割を超え、経営戦略の説得力を支えるものとして、投資家の判断材料の1つにもなっている。その意味では、役員報酬の形式面を整えて株主総会を穏便に済ませればよいという従来の対応では明らかに不足する。企業は、株主との信頼関係を積極的に築くべく、「経営判断」の論点として、役員報酬のあり方を独自に模索していかねばならなくなっている。

役員報酬改革の論点は広範であり、緻密な

検討を要するものも多い。企業の現行制度の成熟度によっては、2016年株主総会シーズンに間に合わせた万全の対応は難しい可能性がある。したがって本稿では、企業が中長期的なスパンで少しずつ改革に取り組んでいくことも想定しながら、取るべきステップの大体を足下の実務に照らし整理することに留めた。

なお、本稿の内容はすべて筆者の私見であり、あくまで改革アプローチの一例に過ぎないことをあらかじめ断っておく。

## Ⅱ コードが役員報酬に求めるもの

役員報酬に関するコード上の記載は、以下のような事項に整理される。

- ・報酬の方針と手続の主体的な開示（原則3-1）
- ・中長期的な会社の業績と連動する報酬や自社株報酬の導入（原則4-2，補充原則4-2①）
- ・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インセンティブ付け（原則4-2，補充原則4-2①）
- ・報酬諮問委員会の設置（原則4-10，補充原則4-10①）

コードが企業に本質的に求めるものは、上記の事項にどうコンプライするかではない。求められているのは報酬制度に対する真摯な説明である。逆に言えば、コンプライだからといって一切の説明を要しないというものではないし、エクスプレインであっても持続的な企業価値向上との関連において株主等の理解が得られるのであれば、投資家がそれを好意的に捉える余地は大いにある。極端な話、固定報酬だけの制度であっても、それが価値創造の源泉たる重要な差別化であるというのなら、そのまま何ら問題はない。

つまり、企業の経営理念、文化、置かれている環境、足下の経営戦略などに照らし、現行制度の真摯な説明が困難な部分があるかどうかという視点から、制度改革の必要性自体を高度の客観性をもって判断することがまず重要である。これを抜きにして、外形のみを整えコンプライに走ろうとすると、対外的説明の持続力は乏しくなり、経営陣の行動を変えるインパクトも期待するほど得られないかもしれない。

したがって、真摯な説明の手段である報酬の方針と手続を作り上げる、客観的な検討の場の確保こそが、改革において最優先で取り組まれるべき事項である。報酬（諮問）委員会の設置がこれに該当する。正しいチェックアンドバランスを備えた報酬（諮問）委員会とは、「攻め」に向けた転換点にある報酬改革の背中を押し、果敢な判断を促す効果もある。

## Ⅲ 報酬（諮問）委員会の設置と審議の充実化

### 1 設置のポイント

報酬（諮問）委員会としての意義を適切に果たすためには、設置にあたり以下のような事項に留意する必要がある。

#### (1) 組織的位置づけの定義

指名委員会等設置会社における法定の委員会の場合は、執行役等の個人別の報酬に関する決定権限がある。任意の諮問委員会の場合は、法的な権限がないため、委員会の組織的位置づけを定める必要がある。

従来の実務では、取締役会の諮問機関とするか、代表取締役の諮問機関とするかの選択肢があった。ただし、コードが「取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任の強化」を諮問委員会の機能として求め、「取締役会の下に」設置することを例示していることから、今後は取締役会の諮問機関とするほ

うがコードの趣旨に適うものと考えられる。

## (2) 委員の選定

法定の委員会の場合、構成員の過半数を社外取締役とする必要がある。任意の諮問委員会における構成員の設定には自由度がある。

この点、コードが「独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会」において、「独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべき」と明記していることからすると、今後は独立社外取締役を抜きにした委員構成は考えにくい。また、主要な構成員という意味からは、少なくとも複数の独立社外取締役の参画を検討すべきだろう。委員長として選定する独立社外取締役のバックグラウンドも審議の進行に影響がある。

## (3) 事務局の選定

法定であれ任意であれ、委員会審議を円滑に進めるためには、事務局の存在が欠かせない。判断に必要な最新情報を収集し、委員会に諮る審議事項や報告事項に関する資料を作成する。年間のアジェンダやスケジュールを固め、委員会審議に先立つ事前の社内調整も担う。また、委員となる独立社外取締役が変わった際の引継ぎや、報酬制度が変更された場合に、経営幹部に対して新制度を説明する役割も負うこともある。

## (4) 審議事項の定義

任意の諮問委員会の場合、報酬にかかる説明責任を強化する目的と整合するよう審議の範囲を定めなければならない。無難な事項のみを諮問する運用となれば、報酬にかかる判断の独立性、客観性を高めようとする諮問委員会の目的は骨抜きになる。

具体的には、まず審議の対象は少なくともコード上定義した経営陣の範囲と整合させる必要がある。非取締役の執行役員を含むか、傘下の子会社幹部を含むかはよく論点になる。また、審議すべき報酬の範囲として、在任時の報酬だけでなく、顧問・相談役、子会社役員

としての処遇なども在任幹部の生涯報酬の一環として審議するのか、さらに総会議案を含む報酬開示のあり方も対象とするのか、などもあらかじめ定めておく。審議すべき事項は、経営体制や現行制度の複雑性により大きく異なる。

## (5) 委員会内規の策定

委員会審議の実効性を高め、また説明責任の強化を対外的にアピールするため、委員会規則や内規を明文化も必要となる。海外では開示されるものであるため、ある程度の開示可能性を想定した内容としておくことが望ましい。

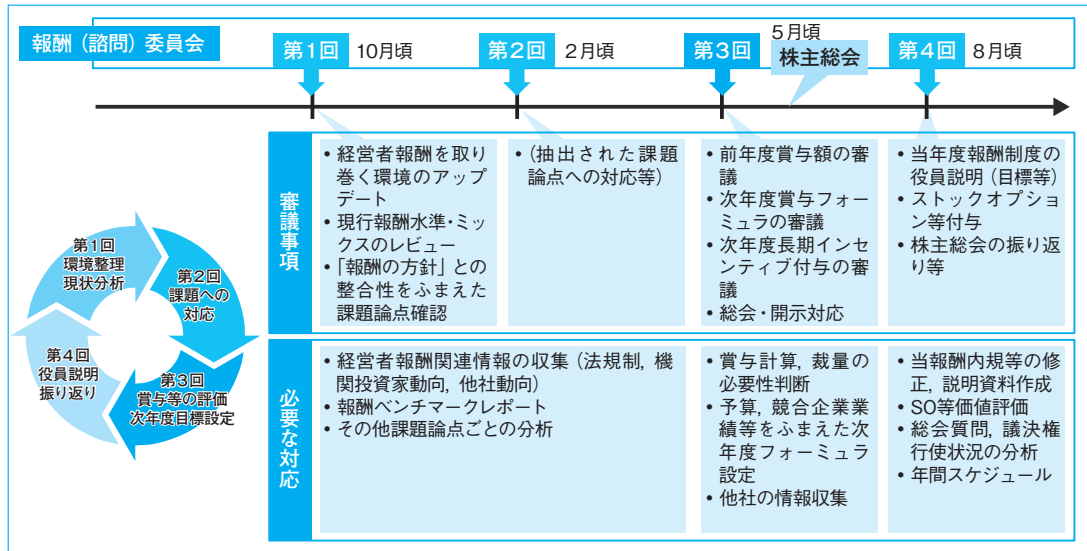
項目の置き方はさまざまだが、一般的には、委員会の目的、組織的位置づけ、権限と責任、委員要件と構成、委員長選出手続、事務局、招集手続、審議範囲、議事録、改廃等についての記載が求められる。

特に権限と責任は、委員会の機能が真に統治機構の充実に繋がっているかの評価を大きく左右する。任意の諮問委員会の場合、委員会の答申は取締役会にて斟酌すべきものとなることが一般的だが、仮に委員会の答申と異なる結論を取締役会が決定する場合は、もう一度委員会に差し戻すような手続も考慮する必要があるだろう。

## 2 審議の充実化

報酬（諮問）委員会において、独立性があつて利益相反の懸念が小さく、株主への善管注意義務を負う独立社外取締役が適切に関与・助言したという証跡は、報酬制度にかかる経営判断の合理性を保証し、そのまま対外的な説明責任を構成する。したがって、各回の委員会において、いかに討議を活性化し、証跡たりうる的確な意見を委員から十分に引き出せるか、が常に運営上の勝負となる。そのため、討議の判断材料となる質の高い十分な情報を委員に提供するのはもちろんのこと、委

【図表1】(参考) 独立社外取締役を関与させた報酬(諮問)委員会審議の充実



員会の少ない開催機会を使ってどのような年間アジェンダを組んでいくか、各回の資料をどう作成するか、説明の仕方をどう工夫するか等、入念かつ戦略的な準備は欠かせない。

6月総会企業を想定して、一般的な審議のサイクルを示すと【図表1】のとおりとなる。平時の制度運用としては、年間3~4回程度の開催が標準的ではあるが、制度改革が生じる場合は当然、開催回数は増加する。

## IV 中長期インセンティブの導入と健全なインセンティブ付け

客観的な検討の場があることを前提にすると、中長期インセンティブの導入や健全なインセンティブ付けの議論も、コードの本質をふまえたものになりやすい。

### 1 中長期インセンティブの導入

中長期インセンティブは、経営陣の中期的なコミットメントを、報酬を通じて表明するための有効な手段となる。どのように戦略を達成し、持続的な企業価値向上へと結びつけ

るのか、報酬制度に落とし込むストーリーの定義が必要になる。

しかし実務においては、株式報酬型ストックオプションか、株式交付信託か、キャッシュプランかといった器(ビークル)の議論のみが検討の焦点となりがちで、経営戦略の達成や企業価値の向上の観点から、そもそも経営者をどう評価するべきかという本質的な議論が抜け落ちることも多い。優先されるべきはストーリー性のある評価の議論であり、器の議論はその後で取り組むほうが、検討の効率がよいことが多い。

#### (1) 評価の議論

経営者の評価を報酬で行う場合、「何を」、「どのような時間軸で」、「どう評価するのか」を定める必要がある。「何を」の部分は、大まかには定性評価と定量評価がある。定量評価はさらに会社業績と企業価値の評価に分けられる。「時間軸」は単年度の評価なのか、3~5年の中期経営計画期間なのか、それともさらに長いスパンの超長期なのかという区分である。「どう評価するのか」は、目標設定の難易度や算式设计といったデザインの議

論である。このアプローチにおいては、短期、中長期のインセンティブを総体として捉え議論する必要があり、中長期インセンティブの議論だけを切り出すことは難しくなる。その一方で、中長期インセンティブがそもそも必要か、必要だとして株式報酬でなければならないか等の柔軟な視点が検討に加わる。たとえば、中長期業績が指名の評価にかかわるものとして選解任の判断に厳格に反映されているなら、あえて報酬評価としての中長期インセンティブを導入する必要はない。あるいは、すでに経営陣の株式保有が十分であれば、さらに株式報酬を追加する必然性は乏しく、会社業績を純粹に評価できるキャッシュプランのほうがよいかもしい。評価の議論を丁寧にする中で、続く器の議論に先立ち、選択肢をあらかじめ絞り込むことが可能になる。

## (2) 器（ビークル）の議論

日本における株式報酬の器は多様化している。グローバルに広く普及している譲渡制限付株式が日本では導入できないと長年にわたり解釈されてきた結果、その擬似ビークルがさまざま生じてきた経緯である。ただ、その譲渡制限付株式（ユニット）の導入もようやく緒に就いたところであり、今後新たに選択肢の1つに加わる見込みとなった。なお執筆時点の状況では、役員報酬として付与された譲渡制限付株式（いわゆるリストラクテッド・ストック）を損金算入の対象とする等の所要の制度整備や、リストラクテッド・ストックの付与に係る経済的利益の課税時期について、株式付与時ではなく譲渡制限解除時となる場合の要件を明確化する対応が、経済産業省において進められている。

【図表2】は、株式価値そのものを付与するビークルについて、業績条件等を付さないプレーンな前提において簡易な比較を行ったものである。法的手続、会計処理、法人税・所得税法の取扱い、事務負担等、この他にも

比較のポイントは多数存在するため、すべてのビークルを並べ一律に良し悪しを見ていくのは大変煩雑になる。前述のとおり、先に評価の議論を経て、ある程度選択肢を絞り込んだうえで比較することで、スムーズな意思決定が期待できる。当然、欧米のように複数のビークルを採用することも考えられる。

## 2 健全なインセンティブ付け

インセンティブ付けの問題は、報酬水準の論点というよりは、報酬構成の論点として考えるほうが理に適っている。足下の「攻め」に向けた転換点の改革においては、インセンティブ報酬や株式報酬のウエイトが貰い手にとって軽視できないレベルで組み込まれているかという視点が重要だ。欧米では、経営陣の報酬構成について、固定報酬、年次インセンティブ、中長期インセンティブ等がパイチャートなどの形でわかりやすく開示されるケースも多く、一部の日本企業でもこれに追隨する事例が出つつある。報酬構成のあり方は、経営陣の本気度を量るものとして、投資家の重要な判断材料となりつつある。

ただ、健全な企業家精神の発揮に資するインセンティブ報酬のウエイトとは、必ずしも一律のものではなく、業種ごと、企業ごとの事情によって大きく異なる。足下の改革潮流の中では、他社のデータも不安定であり、これに完全に依拠して報酬構成を判断することも難しく、基礎となるデータのうえである程度の先読みが必要になる。したがってしばらくの間は、客観的なプロセスを経た判断であることをもって、妥当性を担保せざるをえない面がある。



## おわりに

現状、役員報酬改革の進め方が、企業によ

【図表2】 株式報酬のピークル比較

		保有者の会社 コスト効率	株式価値 の即効性	持株数増加 の有無	配当受領の 保有者の 権利化の強度	保有者の わかりやすさ	備考
株式報酬型 ストックオプション	新株予約権 →現物株式→現金	○	×	×	○	△	広範付与時の事務負担 海外付与のハードル
現金支給→株式購入 (持株会抛入/第三者割当)	株式購入資金 (現金) →現物株式→現金	×	○	○	○	○	持株会：原則、年間購入額 に制限(1,200万円) 第三者割当：発行差止リスク
株式(現金)交付信託	仮想ユニット (株式交付規程) →現物株式→現金	○	×	×	△	△	信託設定に伴う各種事項の 検討
現金決済型株式報酬 (ファントムストック)	仮想ユニット (内規・契約) →現金	△	×	×	△	○	現物株式の介在なし
譲渡制限付株式ユニット* (Restricted Stock Unit)	仮想ユニット (内規・契約) →現物株式→現金	○	×	×	△	△	グローバルで広く普及して いる標準的ピークル
譲渡制限付株式* (Restricted Stock)	現物株式 →現金	○	○	○	○	○	グローバルで広く普及して いる標準的ピークル

○：事例多数 △：事例増加傾向 ×：事例あり

※平成27年7月24日経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」報告書 別紙3「法的論点に関する解釈指針」における分類である「Performance Share(業績連動発行型)」、「Performance Share(初年度発行一業績連動譲渡制限解除型)」、「Restricted Stock」を、ピークル区分の観点から再分類した

って大きく異なっている。以前からコーポレート・ガバナンスの論点であることを意識して改革に取り組んできた企業と、コードを契機に初めてそれを考え始めた企業とでは、建設的な改革を進めるための理解の素地に彼我の差があるのが実状である。

こういった中で、古い役員報酬制度を有している会社が、コード対応の形式面ばかりを先行して先進的な制度を導入した結果、経営陣の理解が不足し、制度の実効性が失われてしまう状況は往々にしてある。健全に機能するインセンティブ制度は、経営陣の正しい理解のうえにしか成り立たない。企業の役員報酬に対するリテラシーに十分配慮して、当初は無理をしすぎない制度とし、段階的に理想形に近づけていく改革のアプローチをとることも、一定の合理性はある。

そういった場合でも、報酬(諮問)委員会の設置には、企業の前向きな姿勢を対外的に示す意義がある。どのような改革のアプローチ

を取るにしても、「独立社外取締役との議論を経た意思決定である」という事実そのものが、ある種の説明責任を担う効果はある。

また、コード対応を念頭する場合、必ずしも報酬だけを独立に取り扱う必要はない。報酬と指名は、経営者の評価という大きなテーマを支えるものとして、相互に有機的に関連する。企業価値の向上を指名の方から支える方針であるならば、報酬を無理にコンプライの形にする必要はない。

榎岡隆亮(くしげ たかあき)

大手監査法人を経て、2002年ウイリス・タワーズワトソン株式会社に入社。入社以来、一貫して経営者報酬コンサルティングに従事し、報酬制度設計、制度導入、社内外への説明等の実務支援、報酬(諮問)委員会への陪席を含むアドバイザー支援を続けている。「『経営者報酬』の実務詳解」(中央経済社、2008)、『企業法制改革論Ⅱ コーポレート・ガバナンス編』(中央経済社、2013)、『攻めのガバナンス—経営者報酬・指名の戦略的改革』(東洋経済新報社、2015)等、共著多数。東京大学経済学部卒、公認会計士、公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。