

# 米国の新たな役員報酬関連規制を巡る一考察

若 園 智 明

## 要 旨

本稿では、米国のドッド・フランク法（DF法）が定めた役員報酬関連規制を整理し、特にDF法が米証券取引委員会に規則作成を命じた施策について若干の考察と評価を加える。DF法の役員報酬関連規制を整理すると、その柱は株主承認であるセイ・オン・ペイの導入と報酬委員会の独立性（機能）強化となる。また、セイ・オン・ペイを有効とするために、役員報酬に関する追加的な情報の開示が含まれている。

米国では、企業のCEO等に支払われる高額報酬に係る事象は、世界恐慌の頃より社会的にも問題視されてきた。証券取引所に上場する公開会社に対しては、特に90年代初めごろより、SECが情報開示の拡充を主として当該問題への取り組みを強めている。しかしながら、特に連邦議会での扱いが象徴的であるが、このような役員報酬が強く社会問題視されるのは米国内の経済成長が低迷し失業率が高まった時期が多く、それ故に同問題への対応として実施された政策にはポピュリズムであるとの批判も多い。公開会社に画一的に適用される規制的アプローチをもって役員報酬を捉えるならば、規制の対象は単純な報酬の水準ではなく、報酬を決定するメカニズムの設計と当該メカニズムの評価手法について必要十分な開示と説明、および再検証に主たる力点が置かれるべきであろう。

これらを踏まえて、本稿の最後ではDF法が追加的に開示を要求するペイ・レシオに対して批判的な検討を加えている。

## 目 次

- |                           |                          |
|---------------------------|--------------------------|
| I. はじめに                   | 2. 報酬委員会の独立性強化 (Sec.952) |
| II. 所得格差としての役員報酬問題        | 3. 役員報酬の追加的开示 (Sec.953)  |
| III. これまでのSECによる規制の見直し    | 4. その他                   |
| IV. ドッド・フランク法の役員報酬関連規制    | V. 新たな報酬関連規制を巡る一考察       |
| 1. 役員報酬に対する株主承認 (Sec.951) | 1. セイ・オン・ペイの有効性          |

## I. はじめに

本稿では、米国のドッド・フランク法（DF法）が定めた役員報酬関連規制を整理し、特にDF法が米証券取引委員会（SEC）に規則作成を命じた施策について若干の考察と評価を加える。

米国では、企業のCEO等に支払われる高額報酬に係る事象は格差社会の一例（所得格差の問題）として扱われ、世界恐慌の頃より社会的にも問題視されてきた。証券取引所に上場する公開会社に対しては、特に90年代初めごろより、管轄する独立連邦機関であるSECが情報開示の拡充を主として当該問題への取り組みを強めている。しかしながら、特に連邦議会での扱いが象徴的であるが、このような役員報酬が強く社会問題視されるのは米国内の経済成長が低迷し失業率が高まった時期が多く、それ故に同問題への対応として実施された政策にはポピュリズムであるとの批判も多い。

そもそも、何をもって妥当な役員報酬とするのか。また、役員報酬の正当性はどの様に評価されるべきであろうか。もし、CEOの巧みな経営手腕が企業業績を押し上げたのであれば、向上した業績に連動した報酬がCEOに支払われることに異論は少ないであろう。しかしながらその場合でも、例えばROEなどの偏狭な指標を企業業績の基準と固定し、経営手腕が従業員に過度な負担を課すことに費やされた結果として達成された企業業績であるならば、社会的に考えても、その報酬の正当性には疑問符が

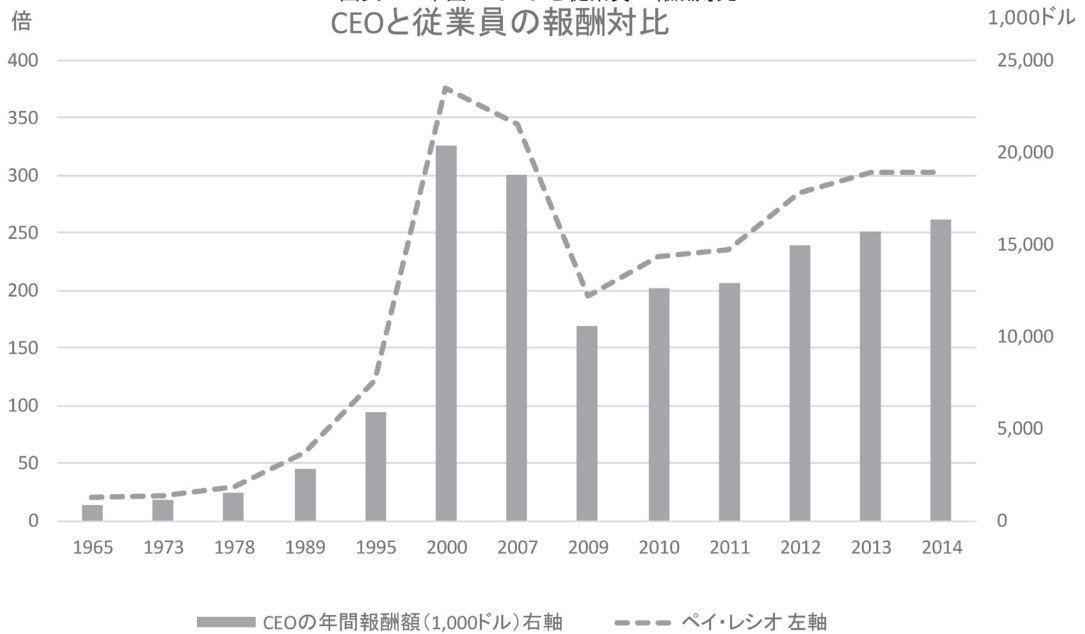
く。

公開会社に画一的に適用される規制的アプローチをもって役員報酬を捉えるならば、規制の対象は単純な報酬の水準ではなく、報酬を決定するメカニズムの設計と当該メカニズムの評価手法について必要十分な開示と説明、および再検証に主たる力点が置かれるべきであろう。

## II. 所得格差としての役員報酬問題

まず、米国の役員報酬の推移について、その概観を把握しよう。図表1は、米国のシンクタンクが公表している①CEOの平均的な年間報酬総額と、②CEOと従業員との報酬比率（ペイ・レシオ）である。これらは共に2000年にピークをつけた後に、ドッドコム・バブルの崩壊時や金融危機時に落ち込みがあったものの、現在ではピーク時に迫る値にまで戻っている。ちなみに日本の報酬比率と比較すると、一部の例外的な日本企業があるものの、日本のCEOの報酬は従業員報酬の10倍から20倍の範囲に収まる会社が多い<sup>1)</sup>。

米国では、所得格差に対する社会的な関心は世界恐慌の頃から高まり、1931年にはベスレーム・スチール社やアメリカン・タバコ社などで、役員報酬の情報開示に関する株主訴訟が起こされている。1932年には、連邦議会上院の銀行・通貨委員会（当時）でヒアリングを中心とした調査が行なわれ、翌1934年には連邦取引委員会（FTC）が会社役員等の報酬に関する調査報告書を公開している。しかしながら当時の

図表1 米国のCEOと従業員の報酬対比  
CEOと従業員の報酬対比

〔出所〕 米経済政策研究所 (EPI), 2015年6月21日。

連邦議会の試みは、政府に関連する企業等に限定された報酬抑制に留まっており、税制度の改正を通じた役員報酬の抑制が検討されたものの実現には至らなかった。

本稿では詳論を避けるが、このような経営者と従業員の所得格差を拡大させている要因は、複数の経済学的仮説によって説明されている。主な仮説としては、第1に経営者市場が発達したこと<sup>2)</sup>、第2に、例えば会計業務のように、従来はミドル層が担っていた業務が海外へアウト・ソーシングされていることが要因として挙げられる。さらに第3の要因として、公的規制を含めて企業内のガバナンスが不十分であることにより経営者が自らの報酬を上げることが容易になっているとの仮説もある。

企業に関する経済学的な分析において、企業の組織や統治構造とともに、取り巻く外部市場の機能を考慮することは基礎であるが、上記の第1で挙げた経営者市場の発達だけが要因であ

るならば、役員報酬は市場における資源配分の結果となり、市場の効率性の向上が役員報酬を高めているため、それ自体は好ましいであろう。しかしながら現実には、第2の要因のミドル層の雇用流出も観察されており、相対的な所得格差をもたらしている。これは、産業構造を含めた経済政策の欠如を意味している。本稿が対象とする規制的対応の背景となるのは第3の要因であり、90年代以降、この問題にはSECを中心とした対処が進められてきた。

### Ⅲ. これまでのSECによる規制の見直し

DF法が定める新たな規制的対応は次節以降で述べるが、この役員報酬に対するSECの取り組みは、90年代に入り転換を迎えたと言える<sup>3)</sup>。SECは登録会社に対し、M&Aに絡むゴールデン・パラシュートについて1990年に株主投票

を認めたのに続き、従う州の会社法により扱いに違いはあるものの、1991年には報酬に関連した株主提案を認可している。このような株主の投票や提案とは別に、次の1992年と1993年では役員報酬に関する情報開示の充実が実施されている。

1992年10月にSECは、SEC登録会社の情報開示を定める規則S-Kの項目402（役員報酬）等を修正し、会社に対して1934年の証券取引所法が定める委任状や登録届出書、年次報告書等で、役員報酬のより詳細な開示（開示方法のフォーマット化）を求め、また、翌1993年11月には新たな規則により、同情報の開示対象となる役員をCEOに加えて役員のうち報酬額上位4人にまで拡大している<sup>4)</sup>。この1993年は、連邦議会が国内歳入法にSec.162(m)を追加し、企業業績と連動しない役員報酬の税控除に制限を加えた年でもあり、役員報酬に対して米国社会の関心が高まっていた時期であると言えよう。

SECが役員報酬に対する規制対応を進めた背景には、1991年に米国経済がマイナス成長(IMF統計)を記録するなど、国内経済の低迷もあるが、1992年の大統領選挙の影響もあったことが指摘されている。翌年1月から第42代大統領となったビル・クリントンは、1992年の大統領選挙の期間中に、企業の役員報酬の問題を強く訴えていた<sup>5)</sup>。このような経済と政治の両面から、SECに対応を促す圧力が増していたとも言えよう。

次に注目されるべきSECの対応は、2006年の改正である。2006年の改正は、役員報酬の開示の大幅な拡充であるが、エンロン社(2001年)やワールドコム社(2002年)の会計不祥事や、2002年7月に成立したサーベンス・オック

スリー法(SOX法)など、公開会社のガバナンスの規制を強化する流れを受けたものであると言える。2006年8月のSEC規則(同年12月に修正)では、開示対象の定義が変更された他、対象とする報酬の範囲が年金や報酬に関連する保有株式からの利得等にまで拡充された。

このように、これまでの登録会社の役員報酬に対するSECの規制対応は、基本的な情報開示内容とフォームの見直しを中心とし、一部の内容に対する株主投票や提案を認めることによって進められた。次節で扱うように、2008年から深刻化した金融危機を受けて、2010年に成立したDF法では、コーポレート・ガバナンスに関連する複数の法案が盛り込まれ、SECに対して、役員報酬に関する新たな規則作りが命じられた<sup>6)</sup>。

#### IV. ドッド・フランク法の役員報酬関連規制

DF法は、投資者保護の改善を扱ったTitle IX(2010年投資者保護および証券改革法)において、役員報酬を含めた発行体(Issuer)のガバナンスに関連する新たな規制を明記している。図表2は、Title IXの中からコーポレート・ガバナンスに該当するSubtitle EおよびGの項目をまとめた。

役員報酬に関連する規制はSubtitle Eが定めており、本稿では主な法文として①役員報酬に対する株主承認(Sec.951)、②報酬委員会の独立性(Sec.952)確保、③役員報酬の(追加的)開示(Sec.953)を挙げる。これら3つのセクションはいずれも、証券取引所法に法文を追加するとともに、SECに対して新たな規則の作成を命じている。

図表 2 DF 法 Title IX が規定するガバナンス関係

Subtitle E	説明責任および役員報酬 Sec.951 役員報酬の株主承認 Sec.952 報酬委員会の独立性 Sec.953 役員報酬の開示 Sec.954 授与が誤りであった報酬の回復 Sec.955 従業員ならびに取締役のヘッジ行為の開示 Sec.956 報酬構造の報告の促進 Sec.957 国法証券取引所の登録ブローカーの議決権
Subtitle G	コーポレート・ガバナンスの強化 Sec.971 プロキシシー・アクセス (委任状勧誘書類へ株主が提案する取締役候補を記載) Sec.972 取締役会議長と CEO に関する開示 (同一人物による兼任であるか否か)

### 1. 役員報酬に対する株主承認 (Sec.951)

DF 法の Sec.951は、いわゆるセイ・オン・ペイ (Say on Pay) の導入を規定している。セイ・オン・ペイとは、役員報酬に対する株主の意思表示 (株主承認) であり、株主総会に提案された議案に対する株主投票をもって実施される。2002年に英国で導入されているが、米国でも2008年の不良資産救済プログラム (TARP) の対象となった会社組織にはセイ・オン・ペイが要求された<sup>7)</sup>。

Sec.951は証券取引所法に Sec.14A (役員報酬の株主承認) を追加し、SEC の委任状勧誘規則が報酬の開示を要求する年次株式総会等で、株主が投票により役員報酬を承認するための区分けされた決議を定めた。この株主による

投票は少なくとも3年に1度は実施されるとともに、少なくとも6年に1度は、その実施の頻度 (毎年、2年毎、3年毎) を見直すことが求められている。このセイ・オン・ペイは、規則 S-K (行政法を集めた連邦規則集の Title 17 (商品および証券取引)) の項目402 (役員報酬) が規定する役員が受け取る総ての報酬を対象とする (図表3参照)。さらに Sec.951では、企業の M&A や統合・売却などが年次株主総会等で株主に承認を求められる場合、いわゆるゴールデン・パラシュートについても、区分けされた決議によって株主が承認することを定めている。

その一方で Sec.951は、これらの株主投票の発行体や取締役会に対する法的な拘束力を認めていない。Sec.951は、①発行体や取締役会の

図表 3 連邦規則集 Title 17Sec.229.402 (規則 S-K の項目402) が定める対象

1. 前営業年度末の時点で登録されている主要な役員 (Principal Executive Officer) の総てないし、同様な地位にある総ての者
2. 同時点で登録されている主要な財務担当役員のないし、同様な地位にある総ての者
3. 上記1と2の対象者を除いて、同時点で登録されている役員の内、報酬の上位3名
4. 同時点で役員として登録されていれば3の対象となった者から最大で2名

(注) 1および2の対象者は報酬の水準に関係なく対象とされる。



図表4 Sec.952 (証券取引所法 Sec.10C) の構成

- |     |                                  |
|-----|----------------------------------|
| (a) | 報酬委員会の独立性                        |
| (b) | 報酬コンサルタントおよび他のアドバイザーの独立性         |
| (c) | コンサルタントの結果に関する報酬委員会の権限           |
| (d) | 独立した法律顧問および他のアドバイザーを雇用する権限       |
| (e) | 報酬コンサルタント, 独立した法律顧問, 他のアドバイザーの報酬 |
| (f) | SEC 規則                           |
| (g) | 被支配会社の除外                         |
| (h) | 調査および報告                          |

決定を支配 (Overrule) するものではなく、  
②発行体や取締役会の受託者責任に影響を与えず、また③当該責任にいかなる追加もしない、  
④役員報酬に関して、委任状勧誘書類に含まれる株主の提案の能力に制約や制限を加えることはない。と明記しており、このセイ・オン・ペイは株主の意見表明 (Advisory Vote, 勧告的投票) として位置づけられる。

SEC は、DF 法が要求する役員報酬に対する新たな株主投票制度に関して、2011年1月にファイナル・ルールを發布し、同年4月より制度の運用を始めている。後述するように、SEC は CEO の報酬と総ての従業員の報酬の平均値を比較したペイ・レシオを、株主がセイ・オン・ペイを実施するための材料と位置づけているが、このセイ・オン・ペイ制度の導入と役員報酬の適正化との相関性については明確とはなっていない。

## 2. 報酬委員会の独立性強化 (Sec.952)

このような法的拘束力が付随しない株主の意見表明とは異なり、報酬委員会の独立性の確保を意図する Sec.952はより強硬な法文と言えよう (図表4)。証券取引所法に追加される Sec.10C (報酬委員会) を規定する DF 法の Sec.952は、その最初で、SEC 規則により本則に従わない発行体のいかなる持分証券 (Equity

Security) も上場を禁止することを国法証券取引所ならびに国法証券業協会に命じることを明記している<sup>8)</sup>。このような発行体に対する制約を前提として、Sec.952は報酬委員会の独立性とともに、同委員会が雇う外部コンサルタント等の要件や同委員会の権限等についての法的整理を行なった。これらは SEC 規則による対応が求められている。

米国ではすでに2002年のサーベンス・オックスリー法で取締役の独立性が担保されているが、DF 法が定める報酬委員会の独立性については (証券取引所法 Sec.10C (a))、新たに同委員会のメンバーの要件に①発行体の取締役会メンバーであることと、②独立していることを求め、国法証券取引所および国法証券業協会が定める独立性の定義により、①取締役会メンバーの報酬の源 (発行体が当該メンバーに支払うアドバイザー料等を含む)、②当該メンバーが発行体、発行体の子会社、発行体の子会社の関連会社と密接な関係にあるか否かが考慮されなければならない。

DF 法の Sec.952が規定する証券取引所法 Sec.10C の (b) から (e) は、主に報酬委員会が雇うコンサルタントや法律顧問に関する規定である。第1に、これらコンサルタント等にも発行体との間で独立性が求められ、報酬委員会はこれらコンサルタント等を雇用する場合に

図表5 Sec.952がSEC規則に求める報酬コンサルタント等の要件

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. コンサルタント等を雇用する者が発行体に提供する他のサービス</li> <li>2. 同者が発行体より受け取る手数料が同者の総収入に占める比率</li> <li>3. 利益相反を防止するために同者が考案する方針や手法</li> <li>4. 報酬委員会メンバーとコンサルタント等との間の業務や個人的関係</li> <li>5. コンサルタント等によって保有される発行体の株式</li> </ol> |
|---|

はSECが規則で指定する要件を考慮しなければならない(図表5)。第2に、報酬委員会は独自の判断によってコンサルタント等のアドバイスを得ることが出来る。ただし、その行為は取締役会の委員会の能力にあり、また、コンサルタント等の任命や報酬、コンサルタント業務の監督等に関して、同委員会が直接的な責任を負う。また、報酬委員会はコンサルタント等のアドバイス等に従って行動することは要求されず、同委員会の独自に判断を行なう能力や責務にも影響を受けない。(発行体は、このような報酬委員会とコンサルタント等の関係や、同業務における利益相反について、年次株主総会等の委任状勧誘書類で開示しなければならない。)第3に発行体は、報酬委員会が示したコンサルタント業務に支払われる報酬を資金計上しなければならない。

このような報酬委員会の独立性に関して、SECは2012年に報酬委員会および報酬アドバイザーに対して上場審査基準を(Listing Standards)を要求するファイナル・ルールを成立させている。

### 3. 役員報酬の追加的開示 (Sec.953)

役員報酬に関する追加的開示を定めたSec.953は、2つのパートから構成されている。第1が支払われた役員報酬と発行体の財務業績との関連性の開示であり、第2が次節で詳細に検討するペイ・レシオ(Pay Ratio)の開

示である。

第1の役員報酬と財務業績との関連性に関して、DF法はSec.953(a)で証券取引所法のSec.14を修正し、規則S-Kの項目402に基づいて発行体が上記の関係を年次株主総会等の委任状勧誘書類で開示することを求めている。しかしながら、発行体の役員報酬に関して項目402はすでにかなり詳細な情報の開示を求めている。例えば(b)項(報酬議論および分析、CD&A)では、①報酬プログラムの目的や当該プログラムが何に対して報いるものであるのか、②報酬を構成する要素と、その要素を選択した理由、③その報酬の要素の数量をどの様に決めるのか等の説明が含まれている。DF法のSec.953(a)は、従来の開示に加えて、事後的な説明を新たに求めるものであり、発行体の株式や配当、その他の分配の価値の変化を考慮したうえで役員に支払われた報酬と財務業績との関連性を示すことを求めている。

SECが2015年4月に公表したプロポーズド・ルール(Pay versus Performance)では、項目402に新たな(v)項を追加する案が示された。この項目402(v)には、対象となる役員報酬を株主総利回り(Cumulative TSR)やピア・グループ(同業他社)のTSRと比較することなどが含まれている。SECの規則案において、このような新たな開示は、役員報酬決定の透明性を高めるとともに、下記のペイ・レシオと同様に上記のセイ・オン・ペイを補助する

ことが期待されている。

第2にSec.953 (b) のペイ・レシオとは、①CEO（その同等の地位にある者）を除いた、総ての従業員の年次総報酬の中央値（Median）と<sup>9)</sup>、②CEO（その同等の地位にある者）の年次総報酬との比率である。この情報は、1933年の証券法および証券取引所法に基づく規則S-Kに従い、非財務情報として開示される。SECは2015年8月に、ペイ・レシオを開示させるファイナル・ルールを発布している。このペイ・レシオの開示は、これまでSECが進めてきた役員報酬の開示を拡充するものと理解すべきであろうが、本節で紹介した他の規制と比較して、その目的や効果が不明と言わざるを得ない。また、後述するようにSEC内でも強い批判があり、特に連邦議会からはDF法の法文を修正する法案も複数提出されている。SEC規則の概要は、次節を参照願いたい。

#### 4. その他

Subtitle Eにはこの他にも、①過去3年間にわたり、データの誤り等による会計の見直しの結果、役員に対して過剰に支払われていたインセンティブ報酬を取り戻す規定（Sec.954）や、②連邦監督機関が監督・規制の対象とする金融機関のインセンティブ・ベース報酬に関する開示の強化（Sec.956）、③国法証券取引所に登録されたブローカーが、別途定められる証券の保有者では無い場合に、議決権の行使を禁止する規定（Sec.957）などが含まれている。

この内、金融機関の報酬に関するSec.956は、その(a)項で総てのインセンティブ・ベース報酬の仕組みを開示させる規制もしくはガイドラインの策定を諸連邦監督機関に求めており、さらに(b)項では当局が不適切なリス

クテイクをもたらすと判断するインセンティブ・ベース報酬の仕組みを禁止する規則もしくはガイドラインの策定を求めている。このように金融機関に対しては、他の一般発行体よりも踏み込んだ報酬規制が示されている。

## V. 新たな報酬関連規制を巡る一考察

### 1. セイ・オン・ペイの有効性

このように、SECに登録される発行体の役員報酬に関してDF法が定めた新たな規制群をみると、①内部統制システムとしての報酬委員会の独立性および機能強化をはかりながら、②株主による新たな意見表明制度（セイ・オン・ペイ）の導入と、役員報酬に関する追加的情報開示、③金融機関の報酬に対する当局の権限、に整理することができる。これらの中でも、セイ・オン・ペイがいわばDF法の目玉となるが、必ずしも当該制度がその目的にとって有効であるとは言えない。

その理由を挙げると、第1に、拘束力を持たない株主投票の結果が役員や報酬委員会の判断に与える影響は、発行体の環境によって相当に異なる。この環境とは、株主構成や、求められる経営能力（外部経営者市場における希少性）の違いなどが挙げられる。第2の理由は、セイ・オン・ペイの実施にあたり、DF法によって開示される役員報酬情報が必ずしも補完的とはならない点である。特に後者に関して、DF法のSec.953 (b) が命じるペイ・レシオ情報は、セイ・オン・ペイの判断材料としては有益であるとは言い難い。ペイ・レシオ自体は、上院議会に提出されたCorporate Executive



Accountability Act of 2010 (S.3049) が元となって DF 法に含まれた。この法案のスポンサーは上院議員 1 人のみであり<sup>10)</sup>、共同スポンサーもないことには注意すべきである。DF 法の成立過程については巻末で紹介する拙著を参照願いたいだが、上院で DF 法を審議していた銀行・住宅・都市問題委員会において、ペイ・レシオの意義や効果についての審議が行なわれた形跡はほとんど無く、そのまま DF 法の条文に含まれている。

そもそも、本稿で扱ったセイ・オン・ペイならびに報酬委員会の独立性強化 (SOX 法の監査委員会と同等) は、2009年 6 月にオバマ政権が議会に対して法制化を要求したことが端であり、同年 6 月 10 日に当時のティモシー・ガイター財務長官が公表した声明文およびファクト・シートにこれらは含まれている。しかしながら、ペイ・レシオはオバマ政権の要望には含まれておらず、役員報酬に関する政権の構想ではない。下記の SEC のファイナル・ルールの「バックグラウンド」では、Sec.953 (b) の目的やベネフィットを連邦議会が明らかにしていないと記されており、連邦議会がペイ・レシオを DF 法の法文に含めたことには多々の疑問が生じる。DF 法が成立した後になって、Sec.953 (b) の修正法案が連邦議会両院に複数提出されていることも注目されよう<sup>11)</sup>。

## 2. SEC のペイ・レシオ規則の批判的検討

DF 法の Sec.953 (b) の求めに応じ、SEC は 2013年 9 月にペイ・レシオのプロポーゼド・ルールを公表した後、2015年 8 月にファイナル・ルールを発布している。この SEC 規則により、規則 S-K の項目 402 に「(u) Pay Ratio

Disclosure」が追加された。このパラグラフは、SEC に登録された会社の①主要な役員 (PEO) を除く全従業員の年間総報酬の中央値 (Median)<sup>12)</sup>、② PEO の年間総報酬、および③ これらの比率 (Pay Ratio) を新たな開示対象としている。ここで従業員には、当該登録会社およびその連結対象会社のフルタイム従業員、パートタイム従業員、季節従業員、一時雇い従業員の他に、PEO 以外のオフィサーや海外子会社の従業員までも含まれる<sup>13)</sup>。算出対象となるのは、基本として前会計年度の最後の 3 ヶ月間のいずれかで雇用されていた者である。

このファイナル・ルールを読むと、DF 法の Sec.953 (b) が規定するペイ・レシオは、Subtitle E (図表 2 参照) の株主の役員報酬への取り組みを促進させるという全体的な目的において、株主が利用可能な役員報酬に関する情報の提供であると位置づけられている。また、ペイ・レシオ情報は、Sec.951 が定めるセイ・オン・ペイにとって有用であると評価されている。その一方で、ペイ・レシオは他社との比較に用いることは出来ず、当該会社の特有の測定基準であることを認めており、ここから株主に誤った認識を与える危険性が指摘される。

またプロポーゼド・ルールの公開時から、総報酬の中央値算出の対象となる従業員の対象が幅広く、算出にあたっての費用が問題視されていた。ファイナル・ルールでは費用を削減する措置が含まれているものの、例えば海外に広く業務を展開する登録会社などは、相当の費用負担が懸念されている。また、海外展開度合いの他に、組織体系やビジネス・モデルによって、従業員の総報酬の中央値およびその値が持つ意味は大きく異なる。そもそも、中央値を比較に用いることにも疑問が生じる。

SECの委員会におけるファイナル・ルールの決議にあたり、メアリー・ジョー・ホワイト委員長を含めて5人の委員の内、2人の共和党系委員が反対票を投じている。昨今のSECの決議において、委員会では少数派となる共和党系委員が反対することは珍しくないが、このペイ・レシオの規則に対しては、共和党系のマイケル・ピオワー（Michael Piwowar）委員が決議時だけでなく2日後にも改めて強い文言による反対の声明文を公表しており、SEC内部での取扱いにおいても異例とも言える。

SECはペイ・レシオ情報を、環境報告書等で見られる会社の持続性にとって不可欠なマテリアリティ（最重要）な課題と位置づけてもいるが、本当に株主や利害関係者にとって有益な情報となりえるのであろうか。また、株主がセイ・オン・ペイを実施するにあたり、他社と比較が出来ない情報は判断材料として価値があるのであろうか。結局のところ、連邦議会での審議も含めて、ペイ・レシオがもたらす功罪について合理的かつ必要十分な議論が欠けていることが、この情報に対する疑問を生じさせていると言えよう。カリフォルニア州などで、ペイ・レシオを課税対象の計数にもちいる法案が提出されていることなども鑑みて、ペイ・レシオ情報についての再検証が求められると言えよう。

## VI. まとめに変えて

わが国でも、金融庁や東京証券取引所が中心となりまとめたコーポレートガバナンス・コードの適用が2015年6月より始まり、コーポレート・ガバナンスに対する議論が活性化する契機となっている。当該コードの是非はともかく、会社の在り方についての議論は、わが国の国内

経済構造の再構築を考えるうえでも有意義であろう。

本稿でも述べたように、平均的にみた米国の役員報酬はわが国の報酬とは比較にならないほど大きく、高額な役員報酬の正当化や抑制などが目的とされる米国の規制対応は、わが国では参照程度に過ぎないであろう。しかしながら、既存の株主や会社の利害関係者に対する公的な開示制度と捉えるならば、これら新たな米国の対応は詳細に検討すべき事項となる。さらに、拙著である若園 [2015] でも繰り返し述べているが、規制の策定と導入のプロセスまで議論を深めるのであれば、本稿が批判的検討を加えたペイ・レシオなどは、他山の石とすべき悪規制と呼べよう。

労働力を中心とした人口の漸減と国内市場の縮小が観測される中、国内経済の活性化や維持は喫緊の課題とされる一方で、有効な経済政策の欠如が懸念されている。わが国経済の将来展望を描くうえで資本市場の機能は基盤となるが、市場規制・制度の根本的な再評価は機能強化の端緒となろう。

### 注

- 1) 東洋経済オンライン「[社員と役員の年収格差が大きい]500社」, 2015年8月14日を参照。
- 2) 技術的な経営手法が確立したことにより、他業種の従事者にも経営を依頼することが可能になったことが経営者市場の発達をもたらした大きな要因であると言われていた。
- 3) SECは、1934年の証券取引所法によって創設された当時から、公開会社が役員報酬パッケージを開示する必要性を認識しており、規則S-Kの項目402による開示は90年度以前にも何度かの見直しが行われてきた。
- 4) 下記の2006年改正で、開示対象はCEOとCFO、役員のうち報酬額上位3人とされた。
- 5) 1992年1月に当時のジョージ・H・W・ブッシュ大統領が訪日した際に引き連れていた米国企業の経営者の報酬が、訪問先の日本の経営者と比べて格段に高額であることが報道され、経営者報酬問題が社会的に大きく注目された。そのため、ビル・クリントン候補陣営の標的（経営者報酬と企業業績の連動性）にされたとの指摘もあ

- る。
- 6) 金融危機時に米財務省が設定した不良資産救済プログラム (TARP) の支援対象となった組織には、役員報酬に関する複数の規制が課されている。
  - 7) 2015年9月に公表された「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」でも、新たにセイ・オン・ベイ制度に関する記述が加えられ、当該制度が果たす役割が重視されている。
  - 8) 被支配会社、有限責任会社 (LP)、オープン・エンド型の登録投資会社などは除く。また、SEC 規則は国法証券取引所や国法証券業協会が規模等を考慮して決めた除外を許容する。
  - 9) 対象となる従業員の総報酬は、連邦規則集 Title 17 of Sec.229.402 (c) (2) (x) に従う。
  - 10) ニュージャージー州選出の民主党議員であるボブ・メネデス (Bob Menendez)。
  - 11) 連邦議会の下院では第112回 (H.R.1062)、第113回 (H.R.1135) および第114回 (H.R.414) において、同じ Burdensome Data Collection Relief Act の法案名でベイ・レシオに対する修正法案が繰り返し提出されており、上院の第114回でも Salary Collection Regulatory Relief Act (S.1722) の法案名で修正法案が提出されている。上院法案 (S.1722) は SEC がファイナル・ルールを發布する1ヶ月前に、下院法案 (H.R.414) は発布1週間前に提案されている。現在の連邦議会は両院ともに共和党が多数党であるとはいえ、ベイ・レシオに対する連邦議会の対応は注目される。
  - 12) SEC のプロポーズド・ルールおよびファイナル・ルールでは、2006年の項目402の修正に従い、CEO ではなく Principal Executive Officer (PEO) の表記が使用されている。
  - 13) 外国籍の会社には除外要件あり。

## 参 考 文 献

- 伊藤靖史 [2013] 『経営者の報酬の法的規律』有斐閣
- 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 [2015] 『コーポレート・ガバナンスの実践：企業価値向上に向けたインセンティブと改革』3月
- 経済産業省 [2015] 『日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書』7月
- 比較法研究センター [2015] 『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』1月
- 若園智明 [2015] 『米国の金融規制変革』日本経済評論社
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried [2004] *Pay without Performance*, Harvard University Press.
- Bebchuk Lucian and Yaniv Grinstein [2005] "The Growth of Executive Pay," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.21, No. 2, pp.283-303.
- Bebchuk Lucian et al. [2006] "Lucky Directors," *NBER Working Paper Series*, No.12811, December.
- Bebchuk Lucian and Jesse Fried [2010] "Paying for Long-Term Performance," *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.158, pp.1915-1959.
- Economic Policy Institute [2015] "Top CEOs Make 300 Times More than Typical Workers," *EPI Issue Brief*, No.399, June.
- Gordon, Jeffrey [2005] "Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis"," *Journal of Corporation Law*, Vol.30, No. 4, Summer, pp.102-130.
- Mullane, Joy [2012] "Perfect Storms: Congressional Regulation of Executive Compensation," *Villanova Law Review*, Vol.57, November, pp.589-634.
- Randall, Thomas et al. [2012] "Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?," *Cornell Law Review*, Vol.97, pp.1213-1266.
- (当研究所主任研究員)