



—連載（第25回）—

## 2017年、役員報酬に対する株主の反発はおさまったのか

### ■ 1. はじめに

前回のCityの窓から（第24回）「英政府、コーポレートガバナンス改革に関する解決策を公表」において、英国のテリーザ・メイ首相が上場会社に対し、アニュアルレポートで、CEO報酬と全従業員の平均賃金比較を公表するように義務付ける計画があることをご紹介した。メイ首相は同義務を発表することで、民間企業の過剰に高額な役員報酬に対して、一般人やメディアで高まっている感情に応えようとしたのだった。

この役員報酬に対する不満は数年前から高まり、2016年の株主総会では、多くの会社において、株主の不満が“爆発”、役員報酬案に対する反対票が急増した。

この傾向は、2017年も継続すると多くの評論家が予想した<sup>(注1)</sup>。特に、2017年は、FTSE 100構成企業の多く会社が向こう3年間の報酬政策の承認<sup>(注2)</sup>を株主総会に諮る

こととなっていたため、株主はこれまでも増して反発するのだろうかとの予想が強かった。しかし、結果は、予想に反して、多くの株主が賛成に転じた。今回は、この理由はどこにあるのか以下でご紹介する。

### ■ 2. 2016年、株主の怒りは頂点に！

デロイト社のデータ<sup>(注3)</sup>によると、役員報酬案に対して90%以上の株主の賛成を得られた会社の割合は、2015年、FTSE 100構成企業で81%、時価総額トップ30社で76%であったものが、2016年、それぞれ、75%、66%にまで低下し、株主の怒りは頂点に達した。この顕著な代表例と言える企業は、石油会社のBP、及び医療機器会社のSmith & Nephewだ。

BP社は、2015年に大きな損失を計上したにもかかわらず、CEO報酬を20%引き上げることを提案した結果、株主の反対票は59%に達した。このBPのケースの場合、株主総会における役員報酬案は、株主の承認を得るもので



はなく、賛否を確認する形式で行われたため、報酬自体は執行されたのだが、同社の会長が報酬案の内容を再度レビューすることを約束することで事態の収拾を図ることとした<sup>(注4)</sup>。

Smith & Nephewの場合は、反対票が53%に達したのだが、報酬委員会が直近3年間の報酬政策と異なる基準で役員に対してボーナスを提案したことが株主の怒りを買った原因と言われている。

2016年に見られた株主の反発は、英国投資協会 (Investment Association (以下、IA)) 及び米国の議決権行使助言会社 Institutional Shareholder Services (以下、ISS) 等の助言・サービスが促した結果とも言われている。IAは毎年、役員報酬案に関する「懸念のある」企業をリストアップしているが、デロイトのデータによると、FTSE 100構成企業の中で、「懸念あり」とされた企業は2013年の30%から、2016年までに40%へと増加した。さらに、「“重要な”懸念あり」とされた企業は0%から5%へととなった。ISSは、自社の議決権行使助言サービスの中で、報酬議案について、「反対票」、「棄権票」を投じるべきかも勧めているが、これらを行うように勧めたケースは2013年の10%から2016年の15%にまで増加した。

### ■ 3. 2017年、株主の反発は失速？

2017年も、年初から、BlackRock, Fidelity International, Aberdeen Asset Management, Standard Life Investmentsといった世界有数

のアセットマネージャーが前年に続き、企業の役員報酬への賛否は厳しく吟味して決めると宣言したことで、株主の更なる反発が起こると多くの評論家が予想した。特に、2017年は、FTSE 100構成企業の3分の2において、3年毎に英国企業が行うべき、役員報酬政策の株主承認が必要なタイミングでもあった<sup>(注5)</sup>。

5月、教育企業のPearsonの役員報酬案に対して、同社の株主が61%の反対票を投じた。同社は1月に業績不振を発表したことで、その後、株価が10%程度下落したにもかかわらず、CEO報酬を20%増加させることを株主に提案したからであった<sup>(注6)</sup>。

しかし、Pearsonは例外で、2017年、反対票が50%以上に達した企業は他には無く、デロイトのデータによると、企業の役員報酬案に対して満足した株主の割合（全体の90%以上の株主が賛成した割合）が、FTSE 100構成企業全体で、前年の75%から81%へ、時価総額トップ30社では66%から73%へと増加し、2015年と同様のレベルにまで回復した。

株主の反発が僅か1年間でおさまったように見えるが、それはなぜだろうか。

理由は、株主の反発を重く見た企業サイドの態度の改善にあるようだ。2016年に、株主の反発を招いた企業にかかわらず、2017年は、株主とのトラブルを避けるべく、報酬案を修正したり、向こう3年間の報酬政策を修正した企業が増加した。株主総会の前に投資家からのフィードバックを受けて、高額の報酬政策を土壇場で取り消した企業も少なくなかつ



たようだ(注7)。

前年同様、大手議決権行使会社が果たした役割も大きかった。大手タバコ企業Imperial Brandsは、今後3年間の報酬に関するポリシーにおいて、CEOのボーナスを大幅に増額することを提案したが、ISSは、同社株主に対して反対票を投じることを勧めた。同社幹部は、当初、報酬ポリシーの内容を支持していたが、ISSの勧告が広く株主に支持されると考え、報酬政策に関する提案を株主総会の1週間前に取り消した(注8)。

2017年、IA及びISSが企業の役員報酬に対して行った反対の助言等は減少した。IAについては、「懸念あり」、「重要な懸念あり」と指定した企業数の割合が全体の、それぞれ25%(前年40%)、3%(前年5%)で、ISSについては、反対票を勧告した企業の割合が全体の5%(前年15%)となった(注9)。この数値をみても、企業サイドの態度の改善がよく表れている。

#### ■ 4. ブルーチップ企業以外の態度は改まらず？

上述のとおりFTSE 100構成企業に代表されるブルーチップ企業における対応は改善してきていると言えるが、それ以外は、まだまだようだ。

IAのデータによると、FTSE 250構成企業の中での反対票で、20%以上となった企業の割合は、2016年の15社から2017年の29社に増

加してしまった。また、FTSE 350構成企業の中では、6社が役員報酬案を株主総会の直前にやむなく取り止めるなど、企業側の意識の高まりはまだまだのようだ(注10)。

FTSE 250構成企業のうち、Crest Nicholson社及びInmarsat社は、2017年厳しく株主から「ノー」を突きつけられた事例だ。反対票はそれぞれ58%、及び49%に達した。Inmarsat社は、2013年の反対票が35%、2015年が30%だったにもかかわらず、株主の不満に対応しようとしていないようだ(注11)。また、Crest Nicholson社は、反対票が58%となっても、役員報酬案を改定する予定はないと述べ、株主と対決する姿勢だ(注12)。FTSE 250構成企業の中には、株主からの反対に応じようとしない企業が他にもあるようであり、来年も、同様の事例が起こるのではないかと懸念されている。

#### ■ 5. 英国政府の対応

英政府は、現在、役員報酬が改善されるよう、制度の改正を検討している。2016年、FTSE 100構成企業であるスポーツ・ダイレクト社のマイク・アシュリーCEOが数百万ポンドの報酬をもらいながら、社員の給与を最低資金よりも低く与えていたスキャンダルが表面化して、大企業のCEOの過剰な報酬に対する一般人の関心が一気に高まった。テリーザ・メイ首相はそれに応えるべく、上場企業に対し、CEO報酬と全従業員の平均賃金比較を公表するように義務付ける計画を発

表した。導入のタイムラインは公表していないが、導入すれば、株主、投資家はその情報を利用して、企業に更なるプレッシャーをかける可能性があると思われる。

なお、株主・投資家の役員報酬に対する厳しい姿勢は英国だけでなく欧州大陸でも同様のようで、特にスイスとドイツでは顕著のようだ。大手銀行クレディ・スイスの株主総会では、同社が業績不振を理由に、経営者のボーナスを40%減額すること事前に公表して、株主総会に諮ったにもかかわらず、反対率が40%にまで達した。上場会社でもあるドイツ取引所は、株主・投資家からの不満に応じるべく、将来の役員報酬を950万ユーロを上限にすることを発表し、株主・投資家の意向に敏感であることを示した<sup>(注13)</sup>。とりわけ世界トップ水準と言われる米国の役員報酬に対しては、一段と厳しい姿勢を示すと言われている。

## 6. おわりに

英国では、ブルーチップ企業においては、役員報酬に関して、株主・投資家からの不満は沈静化してきたように思えるが、一般人の感情レベルでは、到底沈静化してきたとは言えないようだ。英政府も、上述のとおり開示制度の導入など、即座に対応したが、最大野党労働党のジェレミー・コービン党首は役員報酬の上限規制の導入を主張している<sup>(注14)</sup>。2018年の株主総会は波乱の展開となるのだろうか。今後の動向が要注目だ。

(注1) <https://www.ft.com/content/4d02fb44-ef93-11e6-930f-061b01e23655?mhq5j=e6>

(注2) 英国企業の役員報酬に対する株主のチェックについては、2013年の会社法改正において、①3年に一度、役員報酬政策 (Pay Policy) についての議決権と、②毎年、当該政策に基づいて支払われる役員報酬案 (Actual Pay Awards) に対する意思表示 (議決権の無い投票) を行う仕組みが設けられた。

(注3) <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/tax/articles/the-2016-AGM-season-so-far.html>

(注4) <http://www.bbc.co.uk/news/business-36040210>

(注5) <https://www.ft.com/content/4d02fb44-ef93-11e6-930f-061b01e23655?mhq5j=e6>

(注6) <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-05/pearson-shareholders-revolt-against-fallon-s-pay-report-at-agm>

(注7) <https://www.ft.com/content/2e001b72-36f7-11e7-99bd-13beb0903fa3?mhq5j=e6>

(注8) <https://www.theguardian.com/business/2017/jan/26/imperial-brands-shareholders-pay-rise-executive-pay-bonuses>

(注9) <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/tax/articles/2017-agm-season.html>

(注10) <https://www.theinvestmentassociation.org/media-centre/press-releases/2017/shareholders-flex-their-muscles-in-2017-agm-season-to-reduce-ftse-pay.html>

(注11) <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/05/04/satellite-giant-inmarsat-narrowly-avoids-defeat-bosses-pay/>

(注12) <https://www.ft.com/content/5f8a7042-0fe3-11e7-b030-768954394623?mhq5j=e6>

(注13) <https://www.fnlonon.com/articles/deutsche-borse-caps-pay-for-top-execs-20170921>

(注14) <https://www.theguardian.com/politics/2017/jan/10/corbyn-proposes-maximum-wage-for-all-government-contractors>