

2016年3月31日 全12頁

《実践》コーポレートガバナンス

役員報酬改定に取り組む企業の本音と建て前

～コーポレートガバナンス・コードで風向きが変わった日本の役員報酬～

コンサルティング・ソリューション第三部

主任コンサルタント

小針 真一

[要約]

- 2015年6月に適用が始まったコーポレートガバナンス・コードを契機に役員報酬の改定に着手する企業が増えている。これまで日本企業における役員報酬は聖域として扱われ、企業の中で最も改革が遅れていた部分ではないだろうか。ところが役員報酬を取り巻く風向きは変わり、その聖域にメスを入れようとする動きが活発化している。
- 日本企業の役員報酬の特徴として、基本報酬や役員退職慰労金といった固定的・安定的に支給される報酬の比率が高く、業績に連動した変動報酬の比率が低いことが指摘されている。そのためリスクテイクに対するインセンティブが働きにくいという、報酬水準自体も欧米と比べ相対的に低いことから、国際的な競争力の低下が懸念されている。
- 大和総研がこれまでに開催したセミナーで実施した役員報酬に関するアンケートによると、企業が理想と考える役員報酬の構成比率の平均は、基本報酬が5割強、業績連動報酬が3割弱（短期業績・中長期業績の合計）、自社株報酬が2割弱という結果であった。ところが、現実には基本報酬が8割程度を占めていると言われており、理想と現実のギャップが浮き彫りとなった。
- 今後、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に沿って役員報酬を改定するにあたっては「役員報酬の設計思想・方針の決定」、「報酬額の決定プロセスの透明化」、「メッセージ性のある情報開示」がポイントになるであろう。また、具体的な報酬制度の設計では「変動報酬の割合拡大」、「業績連動期間の長期化」、「自社株報酬の導入」が進展することが予想される。

1. はじめに

これまで日本企業における役員報酬は、聖域として扱われ企業の中で最も改革が遅れていた部分の一つと言えるのではないだろうか。従業員には既に成果主義が導入され、賞与についても業績や評価に基づいて大きく変動する仕組みを導入している企業でさえ、役員報酬に関しては基本報酬や役員退職慰労金等といった固定報酬の比率が高い企業は未だに多い。また、役員賞与に関しても、企業業績や経営責任とは明確にリンクされておらず、半ば固定的に支給されるケースも多いのが実情である。

ところが、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードの適用が開始されて以降、役員報酬の改定に着手する企業が増えている。今回のコーポレートガバナンス・コードでは、役員報酬について「取締役会が経営幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続き」の開示を求めている。また、取締役会の責務として「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风险を反映させ、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」とされた。更には「経営陣の報酬については、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」と一歩踏み込んだ記載となったことから、多くの企業においてこれらの記載はインパクトをもって受け止められ、ようやく重い腰を上げ始めたという印象である。

2015年の株主総会シーズン直前は役員報酬の改定に関する多くの相談が当社に寄せられ、様々な企業を訪問する機会を得たが、実際に話を伺ってみるとこれまで役員報酬の設計思想としてコーポレートガバナンスや役員本人のインセンティブといった観点が希薄だったこと、そして今後の対応についてどこから手をつけるべきか逡巡している様子が窺えた。

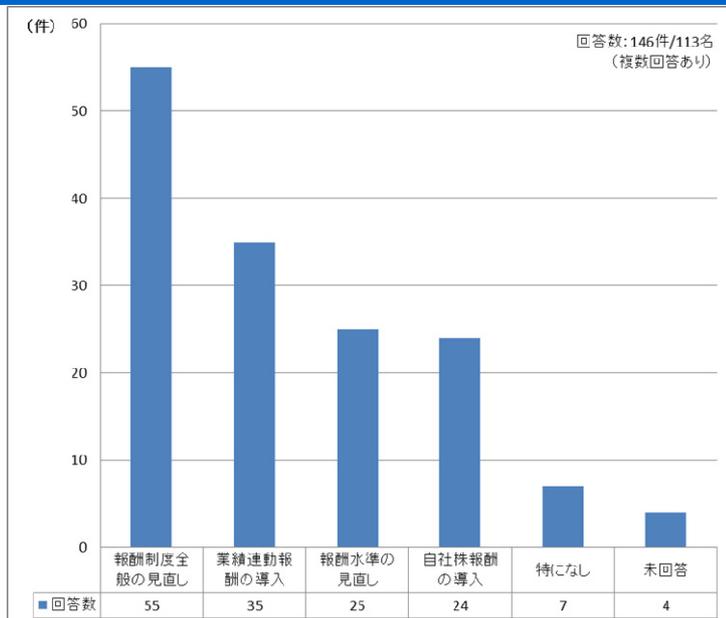
次の(図表1)及び(図表2)は弊社が過去に開催したセミナーで実施したアンケート¹の集計結果の一部抜粋であるが、「報酬制度全般の見直し」や「業績連動報酬の導入」、「報酬水準の見直し」、「自社株報酬の導入」など役員報酬の制度改定を課題として認識している企業の割合は実に高い。しかしその一方で、自社株報酬の導入など具体的な検討となると「導入にあたってのノウハウ不足」、「実務上の作業の手間」、「役員本人への説明」、「株主への説明」など多くのハードルも存在するとし、本音では役員報酬の制度改定には及び腰であることも窺える。

とはいえ、コーポレートガバナンス・コードの適用で役員報酬改定への外堀は埋まりつつあることから、本稿ではコーポレートガバナンス・コードを契機とした役員報酬の改定について、実際に企業を訪問した際の印象や、大和総研が実施したアンケートの集計結果、コーポレートガバナンス報告書の調査結果等に基づき、企業の本音と建て前に迫ったうえ

¹ 2014年9月8日(大阪会場)・9月10日(東京会場)で「ストックオプションセミナー」を開催し、参加企業162社(人数207名)を対象に、役員報酬に関する意識調査を実施した。
また、2015年9月8日(大阪会場)・9月10日(東京会場)で「役員報酬セミナー」を開催し、参加企業95社(人数124名)を対象に役員報酬に関する意識調査を実施した。

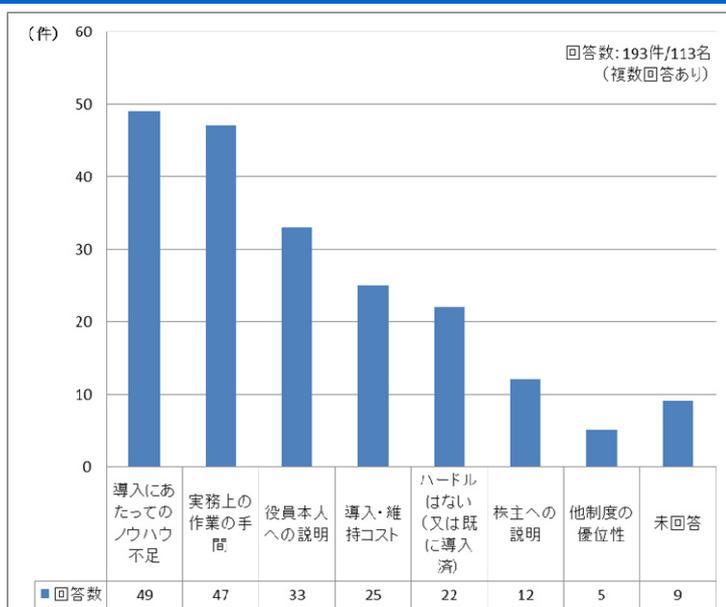
で、今後の役員報酬の改定の方向性について考察してみたい。

(図表 1) 役員報酬制度上の課題



出所) 大和総研主催のセミナーで実施したアンケート集計結果から大和総研作成

(図表 2) 自社株報酬導入に関する障害



出所) 大和総研主催のセミナーで実施したアンケート集計結果から大和総研作成

2. コーポレートガバナンス・コード適用以前の役員報酬

日本企業における役員報酬の特徴として、欧米企業と比較すると報酬の絶対水準が低いこと、基本報酬や退職慰労金といった固定的・安定的に支払われる報酬割合が高いこと等が挙げられるが、その理由として日本企業の役員が主に社内昇格であることが指摘されている。つまり、日本企業ではたたき上げの役員が多いとされ、一般社員として入社してから課長や部長、執行役員等を経て取締役を歴任した後、顧問等に就任するケースもあり、欧米の役員と比較して一社に関わる期間が相当程度長期に及ぶ。そのため、短期的にハイリスク・ハイリターン型の報酬を求めるより、高額ではなくとも一定水準の報酬を長期間に亘って得られる報酬システムが選好され、根付いてきたとも考えられる。そのため未だ多くの企業では、報酬の水準をはじめ、業績賞与、引退後の老後の生活資金としての退職金制度（役員退職慰労金）等の設計思想は一般社員と役員で大差がないものである。

また、日本企業の役員報酬は会社法上、株主総会での決議事項とされていることから、一定のガバナンスが効いてきたと指摘できる一方で、役員報酬の拡大や多額の業績賞与の支給に対しては牽制や抑制機能が働きやすいため、役員に対するインセンティブという観点がこれまでは見過ごされがちであったとも指摘できる。更には「仕事への対価は報酬だけではない」といった日本人気質の潔さもあって、これまで日本企業における役員報酬の水準は抑制されてきた感がある。

しかし、終身雇用の崩壊によって一般社員が役員を目指すビジョンは描きにくくなっており、たたき上げの役員が減少していくことが想定されるうえ、グローバル規模で活躍するプロ経営者が、今後日本企業で活躍する機会が増えるであろうことは想像に難くない。そのため、今後は多くの日本企業において、グローバル競争力を向上させるために優秀な役員を社外から招き入れるという選択肢が現実味を帯びてくるのではないだろうか。そのためにも、役員報酬の水準の引き上げやインセンティブの付与という観点は、ますます重要なものになると考えられる。

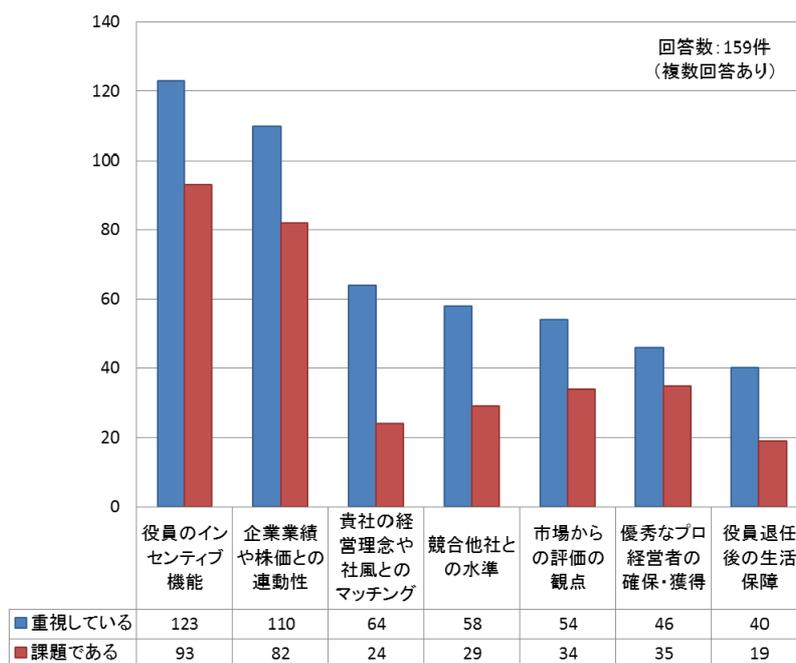
3. 自社のコーポレートガバナンスに適した役員報酬の模索

コーポレートガバナンス・コードの適用を契機として、自社の役員報酬のあるべき姿を模索する企業が増えている。

先に紹介したアンケート調査結果によれば、自社の役員報酬の設計で重視している観点として、最も回答が多かったのは「役員インセンティブ機能」であり、「企業業績や株価との連動性」、「経営理念や社風とのマッチング」という結果がそれに続いた。

同時に、課題としている項目も「役員インセンティブ機能」、「企業業績や株価との連動性」が挙げられている。このことから役員インセンティブ機能と企業業績や株価との連動性に関しては、重視しているものの現実的には十分機能しているとは言えず、課題として認識している企業の割合が高いことが確認できた。(図表3)

(図表3) 役員報酬の設計で重視する観点と課題

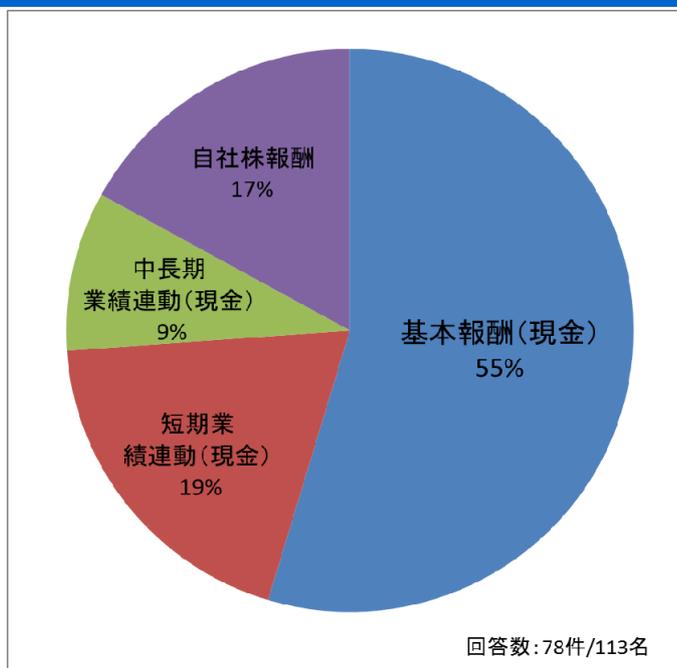


出所) 大和総研主催のセミナーで実施したアンケート集計結果から大和総研作成

また、理想とする役員報酬の報酬ミックスの割合については、回答企業の平均で、基本報酬が5割強、業績連動報酬が3割弱、ストックオプションを始めとした自社株報酬が2割弱という結果となった。現状の日本企業の役員報酬は基本報酬が8割程度を占めていると言われていたことを勘案すると、業績連動報酬の拡大や自社株報酬の新規導入によって、

基本報酬の比率を引き下げたいとする企業の思惑が読み取れる。(図表 4)

(図表 4) 理想とする役員報酬比率(回答企業平均)



出所)大和総研主催のセミナーで実施したアンケート集計結果から大和総研作成

ところが、実際に役員報酬の改定を検討している企業を訪問させて頂くと、役員報酬の改定になかなか踏み出せない様子も窺える。そこには二つのハードルが存在するとされ、企業の本音と建て前が見え隠れしている。

一つ目のハードルは、役員本人への説得が困難であるとする「内なるハードル」の存在である。訪問時にお会いするのは、主に経営企画や総務を担当する執行役員や部門長クラスであり、コーポレートガバナンス報告書の作成を担当している実務者であることも多い。つまり、役員報酬の改定をボトムアップ型で進めようとする企業が多いという印象である。

現場の実務者は、建前ではコーポレートガバナンス・コードの趣旨に大いに賛同し、変動報酬の比率拡大や自社株報酬を導入する等、役員報酬の改定の必要性は認識しているものの、本音では自分の上司にあたる役員の固定報酬部分を、業績次第では時に痛みを伴う変動報酬化する改定について二の足を踏み、議論が停滞してしまうケースも見受けられる。

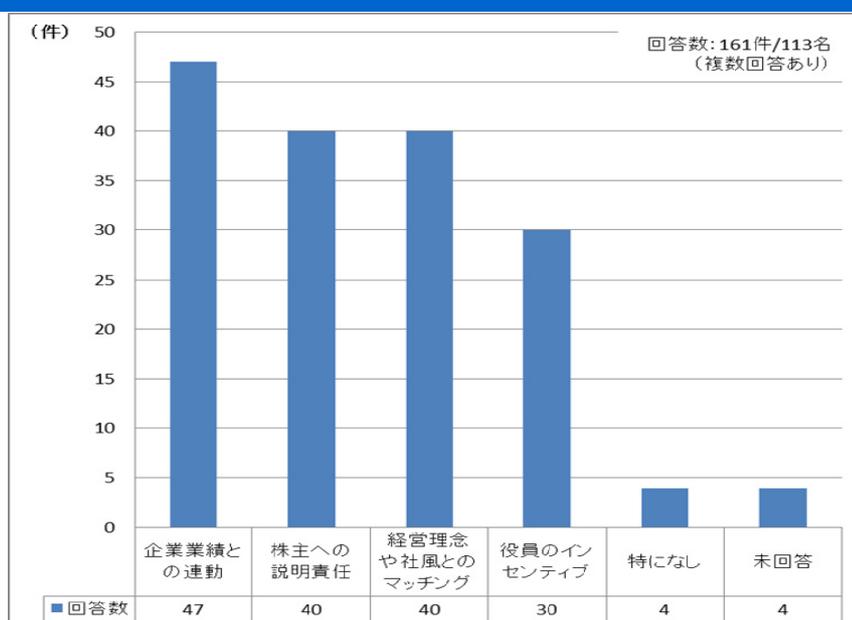
また、企業のトップを含めた取締役、つまり役員報酬の改定の影響が直接及ぶ当事者とお話させて頂く機会もあるが、経営のプロとしてコーポレートガバナンスの重要性を十分認識されており、役員報酬の変動報酬比率の拡大や自社株報酬の導入等、コーポレートガ

バナンス・コードの趣旨に沿った役員報酬改定の必要性について総論ではご賛同頂ける。しかし、業績や株価次第で報酬が目減りすることもあり得る制度の各論となると、最終的な意思決定が先送りされてしまうケースも多い。やはり、上場企業の役員とはいえ、一部の大企業を除けば役員報酬の金額水準はそれほど高くはないため安定志向は強く、未だに失われた20年の後遺症から脱し切れていないとの印象を受けることもある。

二つ目のハードルは、役員報酬の改定は株主総会付議事項であるため株主への説明が困難であるとする「外部のハードル」の存在である（図表5）。これが意味するものは、役員報酬を形式的に改定したのではコーポレートガバナンス・コードが求めている Comply or Explain²において説明責任が十分に果たせないと認識している企業が多いということであろう。つまり、自社の役員報酬の設計思想や決定手続きの仕組みが脆弱である場合において、その本質にメスを入れることなく小手先の制度改定で対応したのでは、株主総会の質疑応答や機関投資家とのエンゲージメントに堪えられないとする危機感の表れであると考えられる。

このように、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に沿った自社の役員報酬のあり方を模索する動きは活発になっているが、次の章からはコーポレートガバナンス・コード適用以降の役員報酬の改定の方向性について考察してみたい。

（図表5）役員報酬のガバナンス上の課題



出所)大和総研主催のセミナーで実施したアンケート集計結果から大和総研作成

² 原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明すること。

4. コーポレートガバナンス・コード適用以降の役員報酬のあり方

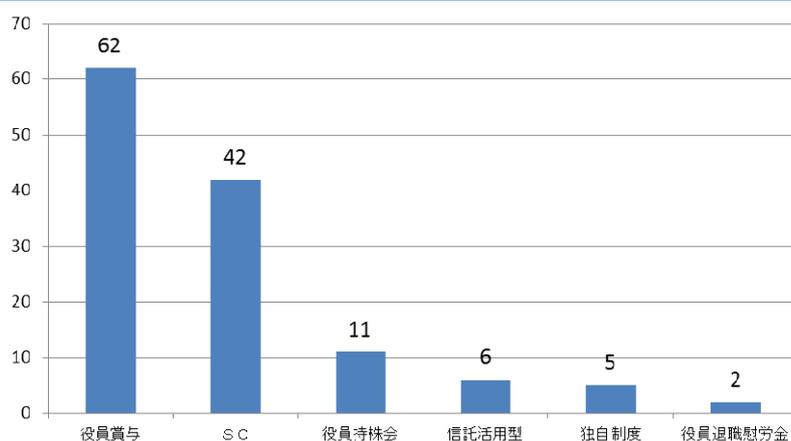
コーポレートガバナンス・コードが適用されて間もなく 2 年を迎えることになるが、今後日本企業における役員報酬の改定がどのように進むかは興味深いところである。

そこで、2015 年 12 月までにコーポレートガバナンス報告書を提出した東証一部・二部上場企業のうち、TOPIX100 銘柄の役員報酬に関する開示状況をまずは確認してみたい。

今回調査した TOPIX100 構成銘柄のうち、基本報酬または賞与の額の決定に「業績連動報酬の仕組みを導入している」と開示した企業は 64 社にのぼり、一見すると形式的にはコーポレートガバナンス・コードの趣旨に合致した内容にも映る。しかし、その内容を精査してみると報酬額の決定過程において必ずしも明確な業績連動の仕組みが導入されていない（説明されていない）ケースも含まれており、インセンティブとして十分機能していないと危惧される開示内容も散見された。ここにも企業の本音と建て前が透けて見える。つまり、根本的な課題への対応は先送りしつつ、開示のうえでは形式的にコンプライしているニュアンスを出したいという思惑が感じられるのである。このあたりの開示内容の質の向上は 2 年目以降の課題であろう。

また、取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況で、何らかの施策を実施していると回答した企業は 81 社であり、役員に対するインセンティブの付与という観点では TOPIX100 銘柄では定着している様子が窺えた。具体的な制度の内訳としては「役員賞与」62 社、「ストックオプション」42 社、「役員持株会」11 社、「信託活用型プラン³」6 社、「独自制度」5 社等という状況（複数選択有）であった（図表 6）。

（図表 6）TOPIX100 銘柄におけるインセンティブ施策（複数回答有）

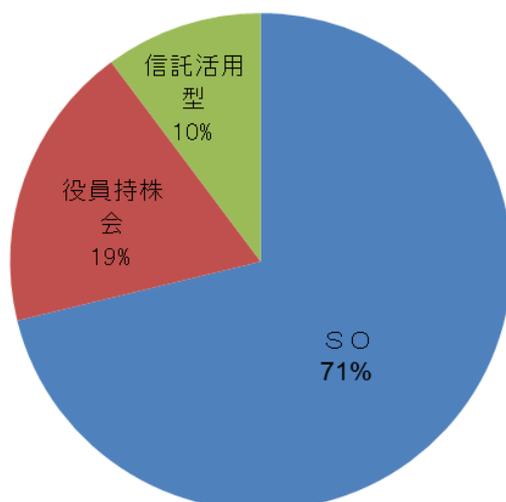


出所) 2015 年 12 月末日時点のコーポレートガバナンス報告書に基づき大和総研作成

³ 企業が信託設定した金銭を原資として、信託が予め当該企業の株を取得しておき、将来受益者が支給要件を満たした際に、これまでの累積ポイント数に応じた株式が信託から受益者に譲渡される仕組み。

このうち自社株報酬制度とされる「ストックオプション」、「役員持株会の活用」、「信託活用型プラン」の導入比率は、それぞれ「ストックオプション」71%、「役員持株会の活用」19%、「信託活用型プラン」10%（図表 7）であり、ストックオプションの中でも株式報酬型ストックオプション⁴の採用が主流であるが、今後は欧米型の Performance Share（パフォーマンス・シェア）⁵や Restricted Stock（リストラクテッド・ストック）⁶といった制度を参考とした新たな選択肢の採用が進んで行くと考えられる。自社株報酬についてはコーポレートガバナンス・コードでも明記されたことから、導入企業が一気に増えることも想定されるが、自社のビジョン（あるべき姿）を実現させるために役員に付与するインセンティブという観点から、自社のコーポレートガバナンスの思想に最適な仕組みを選択し、具体的な制度設計を行うことが重要である。

（図表 7）TOPIX100 銘柄における自社株報酬の採用割合



出所)2015年12月末日時点のコーポレートガバナンス報告書に基づき大和総研作成

以上、TOPIX100 銘柄の役員報酬に関する開示状況を確認してみたが、役員報酬として現在採用している制度の説明については多くの企業が行っているものの、その裏にある設計思想や目指すビジョンについては謳われていないケースも多く、ストーリー性やメッセージ性が不足しており、迫力に欠けるものであった。

⁴ 権利行使価額を低廉（1円など）に設定することで、株式そのものを報酬として付与した場合と同等の経済的効果を付与対象者に与えるストックオプション制度。

⁵ 予め設定された中長期の業績目標の達成度に応じて株式を付与する制度。

⁶ 譲渡制限を付した株式を付与し、一定期間経過後に譲渡制限を解除する制度。

そこで、これから役員報酬の改定に着手しようとする企業には、まずは報酬制度の設計思想・方針を決定し、報酬額を決定するプロセスを透明にする仕組みを構築する等、コーポレートガバナンスに直結する論点を整理した上で、具体的な制度設計を行うことをお勧めしたい。そうすることで、株主や投資家に対するメッセージ性のある開示が可能となるのではないだろうか。具体的な作業手順のイメージを（図表 8）にまとめさせて頂く。

（図表 8）役員報酬の改定に取り組む際の作業手順のイメージ例

【役員報酬の設計思想・方針の決定】

中長期的なビジョン（あるべき姿）を明確にしたうえで、それを実現するために自社の役員報酬をどのように位置付けるかを検討する

【役員の役割や責務の明確化】

中長期的なビジョン（あるべき姿）を実現するために、各役員に期待される役割や負うべき責務を明確にする

【業績連動指標の決定（例：中期経営計画）】

中長期的なビジョン（あるべき姿）を実現するためのマイルストーンとして中期経営計画等を策定し、その中期経営計画の達成に向けた各役員のコミットメントを評価指標とする

【評価および報酬額決定の仕組みの構築】

報酬委員会等の諮問機関において独立社外取締役の関与のもと、成果を評価し報酬額を決定する等、決定プロセスの透明化を図る

【役員報酬の詳細設計】

業績連動期間（短期・中期・長期業績）と金額確定の仕組みを構築し、支払手段として金銭報酬と自社株報酬の割合を検討する

【メッセージ性を持たせた開示の検討】

役員報酬の設計思想や方針に基づいた狙いや価値観を株主や投資家と共有することを主眼に置き、いかにメッセージ性を持たせて伝えるか（開示するか）検討する

出所)大和総研作成

なお、上記手順中の「役員報酬の詳細設計」に関する補足であるが、今回のコーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえると、「変動報酬の割合拡大」、「業績連動期間の長期

化」、「自社株報酬の導入」の3点が主要な論点になるであろう。

これらの論点において先行する欧米では、中長期的な業績と連動する報酬が大きなウェイトを占めているとされ、ターゲットとなる経営指標⁷としては TSR（株主総利益）⁸や EPS（一株あたり利益）⁹といった株主利益の最大化を目指す指標が KPI¹⁰として採用され、それらの達成度合いに応じて支給額が変動するプランや、獲得した利益の一定割合を賞与原資として分配するプロフィットシェアリング型プランが一般的である。また、制度の種類も Stock Option（ストック・オプション）、Performance Share（パフォーマンス・シェア）¹¹、Restricted Stock（リストラクテッド・ストック）¹²、Performance Unit（パフォーマンス・ユニット）¹³、Phantom Stock（ファントム・ストック）¹⁴など多彩なうえ、その水準は成果次第で多額なものとなり得る。

また、業績に連動させる期間については、欧米では中長期的な企業価値の向上と役員報酬の連動をガバナンスにおける重要事項と捉えており、業績連動の期間が2年以上の会計期間に対応した業績連動報酬の比率が報酬総額の8割程度を占めるとされている。しかし、日本では事業年度を単位とした短期の業績連動の仕組みが一般的であり、これまで中長期的な業績連動という観点が欠如していたとも言える。これらの問題意識から、今回コーポレートガバナンス・コードでは「中長期的な業績と連動する報酬」というキーワードが盛り込まれたと考えられるが、今後の日本企業の役員報酬の改定の方向性は、役員インセンティブの観点から短期・中期・長期の業績連動報酬をバランスよく設計したうえで、支払い手段の一つとして自社株を採用することが主流になると考えられる。

5. 最後に

今後、日本企業が稼ぐ力を取り戻し、国際的な競争力を高めるためには役員報酬の水準の引き上げは必須であると考えられる。しかしそれは固定報酬の引き上げではなく、業績に連動した変動報酬の拡大で実現されるべきである。そのための前提条件として、株主と利害のベクトルが一致する経営指標を KPI として設定し、企業と株主が目指すべき価値観を共有できる役員報酬の仕組みとすること、更に役員報酬はコストではなくリターンが期待で

⁷ 役員報酬の業績連動に用いる経営指標として、日本では売上高、営業利益、経常利益、当期利益等の採用が多いのに対し、欧米では TSR（株主総利益）や EPS（一株あたり利益）など株主に帰属する利益を最大化させることを意識した指標の採用が多い。

⁸ $TSR（株主総利益） = （配当 + キャピタルゲイン） \div 投資額$

⁹ $EPS（一株あたり利益） = 当期利益 \div 発行済株式数$

¹⁰ Key Performance Indicator（目標の達成度合いを定量的に測定するために予め設定される指標）

¹¹ 注釈5参照。

¹² 注釈6参照。

¹³ 予め設定された中長期の業績目標の達成度合いに応じて現金を支給する制度。

¹⁴ 株式を付与したものと見做して配当や売却益相当を現金で支給する制度。

きる有望な投資であると株主に認識してもらえよう丁寧に説明することが求められる。

その一方で、役員報酬の額の決定に一定の統制を効かせる仕組みを構築することも必要であろう。従来の株主総会におけるチェック機能に加え、指名委員会あるいは任意の報酬委員会等の諮問機関等において、独立社外取締役が牽制役として期待される役割は大きい。

今般のコーポレートガバナンス・コードの適用は、日本の上場企業にとって自社の役員報酬のあり方を真剣に考え直す好機である。

日本企業が稼ぐ力を取り戻し、中長期的に企業価値を向上させるためにも、役員報酬に関する本音と建て前の垣根を取り払った改革を行い、国際的な競争力の向上に結び付けることが求められている。

パフォーマンス次第でこれまでにない水準の報酬を手にすることができるような思い切った設計思想・方針を打ち出す企業が日本でも増えることを期待したい。

—以上—

参考文献

- 経済産業省

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（平成 27 年 3 月）