

2022年2月4日 全4頁

経営者報酬と ESG 要素の関連開示を求める 米国新規則案

ESG に関するパフォーマンスの経営者報酬への反映を期待する開示規則案を SEC が公表

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国 SEC が経営者報酬に関する開示規則案を 1 月 27 日に公表した。2010 年に成立したドッド・フランク法に基づく規則だが、トランプ政権時代にストップしていた検討を再開した格好だ。
- 規則案では、「経営者の報酬決定にあたって企業が用いる最も重要な指標（Company-Selected Measure）」の 5 年間のデータを開示するとともに、他に報酬決定に用いる指標があれば最大 5 つまで開示することが求められている。
- SEC 委員の談話では、その指標として ESG 関連の要素を含めることが期待されている。この規則が施行されれば、ESG 指標を経営者報酬の決定に関連付けている企業かどうか分かるようになる。しかし、委員の中には、この規則案は SEC の権限を越えているという指摘もある。
- 日本では、人的資本や男女間賃金格差に関する情報開示ルールの検討を岸田首相が提案している。経営者報酬との関連を開示させる点で米国の新規則案は、企業による ESG への取り組みを加速する方策として、わが国でも今後の検討課題となるかもしれない。

1. 米国 SEC の規則案

米国証券取引委員会（U. S. Securities and Exchange Commission、SEC）は、経営者報酬に関する開示規則案¹を 1 月 27 日に公表し、30 日間の意見募集を開始した。この規則は、いわゆるリーマン・ショックとして知られる金融危機後の 2010 年にオバマ政権の下で制定されたドッド・フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act：ウォール街

¹ SEC “[SEC Reopens Comment Period for Pay Versus Performance](#)”（2022 年 1 月 27 日）

改革、および消費者保護に関する法律) 第 953 条(a)を根拠としている。2015 年にいったん規則案²が設けられ、意見募集も行われたが、その後のトランプ政権で事実上棚上げされていた。これが、今回再び動き出したということである。

ドッド・フランク法第 953 条は、経営者の報酬に関する開示規定で、概要は次の通りだ。このうち第 953 条(b)は、ペイ・レシオ³と呼ばれる開示で、既に実施されている。

(a) 報酬と業績に関する開示

発行者は、SEC の定める規則に従い、実際に支払われた経営者報酬と当該発行者の財務業績との関係について、株価変動および当該発行者の配当その他の分配を考慮に入れつつ、発行者の株主総会における議案説明書の中で開示しなければならない。

(b) 追加的な要開示事項

SEC は、以下の事項についての開示規則を設ける。

- (A) 発行者の全従業員（CEO またはこれに相当する地位にある者を除く。）の年間報酬総額の中央値
- (B) CEO またはこれに相当する地位にある者の年間報酬総額
- (C) (A) の (B) に対する割合

2. 2015 年規則案との相違点

今回 SEC が公表したドッド・フランク法第 953 条(a)に基づく報酬と業績に関する開示規則案は、おおむね 2015 年の規則案を踏襲してはいるが、かなり大きな変更も含まれている。2015 年案は経営トップ（Principal Executive Officer、PEO）の報酬に関する情報、経営トップ以外の経営者（non-PEO NEO、NEO は、Named Executive Officer のことで経営幹部を意味する）の報酬に関する情報と、トータル・シェアホルダー・リターンを開示することで、経営者の報酬と株主の利益が整合的かを判断できるようにするための情報開示だった。この点 2021 年案は、2015 年案に加え、トータル・シェアホルダー・リターン以外にも経営者報酬に関連付けられている指標の開示を求める。具体的には、「経営者の報酬決定にあたって企業が用いる最も重要な指標（Company-Selected Measure）」の開示（図表 1）と、経営者の報酬決定にあたって用いる 5 つの重要な指標を表形式で開示（図表 2）することなどについて意見を求めている。

特に経営者報酬の決定にあたり、ESG 要素がどのように関わっているか開示することになるのが、2021 年案の特徴である。これは、2015 年から現在までの投資環境の変化を受けたものであると思われる。経営者の報酬決定に関係する指標がどのようなものか、規則案の本文の中では、

² SEC “[SEC Proposes Rules to Require Companies to Disclose the Relationship Between Executive Pay and a Company’s Financial Performance](#)” (2015 年 4 月 29 日)

³ 鈴木裕 「[社長の報酬は社員の何倍？](#)」 (2017 年 9 月 21 日、大和総研コラム)

それが ESG 要素を考慮することであるという言及はないが、SEC 委員のコメントには、「近年の経営者報酬は、気候、多様性、その他の企業固有の ESG に関連するパフォーマンス指標からの影響度合いが高まっている。」⁴、「(ESG 指標と経営者報酬を関連付けることは、) 企業の ESG 目標を前に進め、パフォーマンスを向上させることができる具体的な方法の 1 つだ。」⁵とあり、利益や株価だけではなく、ESG に関連するパフォーマンスを報酬決定に反映させることが期待されている。

図表 1 に掲げた指標は、過去 5 年分（小企業の場合は 3 年分）の開示が求められる。また「経営者の報酬決定にあたって企業が用いる最も重要な指標」以外に用いている指標がある場合は、図表 2 のように表形式によって最大 5 つまで開示することが求められる。

図表 1 : 2015 年案と 2021 年案の開示事項の比較

2015 年案	2021 年案
<ul style="list-style-type: none"> ● 経営トップの報酬内訳を要約した一覧表 ● 経営トップの実際の報酬額 ● 経営トップ以外の経営者 (non-PEO NEO) の平均報酬内訳を要約した一覧表 ● 経営トップ以外の経営者の実際の平均報酬額 ● トータル・シェアホルダー・リターン (株主の得た利益の合計) ● 同業他社のトータル・シェアホルダー・リターン 	<p>2015 年案に次の 3 項目を加える</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 税引き前ネット損益 ● ネット損益 ● 経営者の報酬決定にあたって企業が用いる最も重要な指標 (Company-Selected Measure)

(出所) 脚注 1 の中の “SEC Proposed Rule” をもとに大和総研作成

図表 2 : 5 つの重要指標の開示

経営者の報酬決定にあたって用いる 5 つの重要な指標
1. 指標 1
2. 指標 2
3. 指標 3
4. 指標 4
5. 指標 5

(出所) 脚注 1 文書の中の “SEC Proposed Rule” をもとに大和総研作成

⁴ Commissioner Allison Herren Lee “[Measuring Pay Against Performance: Are Shareholders Getting Their Money’s Worth?](#)” (2022 年 1 月 27 日)

⁵ Commissioner Caroline A. Crenshaw “[Statement on the Reopening of Pay vs. Performance](#)” (2022 年 1 月 27 日)

SEC の規則案の目的は、株主の期待通りに経営者が行動する動機があるかどうかを株主が判断できるようにするための材料を開示することにある。例えば、温暖化ガスの削減や従業員向けの分配などを投資判断に際して重視する ESG 投資家は、それらに関する指標を経営者の報酬決定に反映させている企業を投資対象にしたいはずだ。これまではそのような指標を報酬決定に用いているか、企業側が積極的に開示していない限りは知りようがなかったし、企業間の比較もできなかった。

今回の規則案は、ESG 投資の規模が拡大する中で⁶、投資家の判断に役立つ情報を提供しようという SEC の取り組みの一環といえるだろう。もっとも、こうした情報を投資家が真に必要としているかには疑問もあるし、今回の規則案はドッド・フランク法第 953 条(a)が SEC に授権している権限を越えるのではないかと指摘もある⁷。将来的には、規則の適法性が問題視される可能性があるだろう。

3. 日本における開示制度見直しの検討

岸田首相は企業の情報開示制度について強い関心を持っているとみられ、第 208 回国会での施政方針演説⁸でも、「人的投資が、企業の持続的な価値創造の基盤であるという点について、株主と共通の理解を作っていくため、今年中に非財務情報の開示ルールを策定します。あわせて、四半期開示の見直しを行います。」「世帯所得の向上を考えると、男女の賃金格差も大きなテーマです。この問題の是正に向け、企業の開示ルールを見直します。」と発言している。

投資先の選択にあたって、投資先企業の人的投資の動向や男女間賃金格差の是正への取り組みを考慮する ESG 投資家にとって、こうした情報が開示されれば投資判断の材料が増えることにはなるだろう。しかし、企業が行動を変える動機として、このような開示が果たしてどれほどの効果を有するかは疑問だ。人的投資や男女間賃金格差の状況について開示があったとしても、ESG 投資家が望む方向でより一層積極的に取り組む動機が企業経営者側にあるかどうかは分からない。

他方、今回の米国 SEC 規則案のように、人的投資の動向や男女間賃金格差の状況が経営者自らの報酬に関わるような仕組みを作っておけば、積極的な取り組みを期待できる。ESG 要素を経営者報酬にリンクさせているかを開示することによって、経営者に動機があるかを投資家は判断できるようになるということだ。経営者の動機づけの有無や程度を開示させる米国の新規則案は、企業による ESG への取り組みを加速する方策を考える場合に今後の検討課題となるのではないか。

⁶ ESG 投資の規模に関しては、疑問もある。鈴木裕「膨らむ ESG 投資規模に疑問膨らむ」(2021 年 9 月 8 日、大和総研コラム) 参照。

⁷ Commissioner Hester M. Peirce “[Dissenting Statement on Reopening of Comment Period for Pay Versus Performance](#)” (2022 年 1 月 27 日)

⁸ 「[第 208 回国会における岸田内閣総理大臣施政方針演説](#)」(2022 年 1 月 17 日)