

2023年6月13日 全11頁

役員報酬プログラムの開示動向

TOPIX500 採用会社の動向分析からみる今後の展望

金融調査部 研究員 藤野 大輝
研究員 矢田 歌菜絵

[要約]

- 本稿は、TOPIX500 採用会社の有価証券報告書における役員報酬の開示内容について、企業の対応状況を整理した上で、国内の現状と今後の展望について示唆を得ることを目的とする。
- TOPIX500 採用会社の開示状況を見ると、取締役・執行役の報酬に占める業績連動報酬の割合は3~4割ほどと、欧米諸国と比較して依然低い水準にある。業績連動報酬の指標には、利益や資本効率を測る指標、株主が得る利益やESGに関する指標などを導入している企業が見受けられた。業績連動報酬の決定方法は、企業ごとに開示内容が大きく異なり、投資家目線から十分には読み解けない開示も多いのが現状であった。
- 企業においては、具体的な報酬額とその決定に至る過程や意図を、投資家から見て分かりやすいように開示することが求められよう。特に、足元で投資家から注目されている業績連動報酬の設計や、ESGへの対応について、より丁寧な説明を行うことが重要であろう。今後は、企業の開示情報の充実によって、投資家との円滑なコミュニケーションが生まれることが期待される。

1. 企業の情報開示に対する投資家からのニーズの高まり

企業の役員報酬に関する情報開示に対して投資家からの注目度が高まっており、投資の判断材料の1つとして扱われるようになってきている。また、そうした投資家の意向が汲まれた近年の動向としては、2015年の東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード(CGコード)導入、2018年・2021年のCGコード改訂、2019年・2023年の「企業内容等の開示に関する内閣府令」(開示府令)の改正などが挙げられ、国内でも情報開示などに関するルールが整備されつつある。

役員報酬に関する情報への注目度が高まっている要因としては、役員報酬の設計によって、企業の中長期的な成長、株主等のステークホルダーとの関係性、役員の行動規律など、多方面に影響すると考えられているためと考えられる。

国内企業が抱える役員報酬の課題としては、固定報酬の割合の高さ（業績連動報酬の割合の低さ）が注目されている。業績連動報酬の割合が低い企業では、企業の業績が悪化していたとしても、役員に支払われる報酬額に与える影響は小さく、役員報酬が企業価値向上に向けたインセンティブとして機能していない可能性などが指摘されている。

本稿は、TOPIX500 採用会社の有価証券報告書（2022 年 1 月から 12 月提出分）における役員報酬の開示内容について、企業の対応状況を整理した上で、国内の現状と今後の展望について示唆を得ることを目的とする。また、今回は、次に記す（1）～（5）のテーマに関わる内容について整理していく。

- （1） 役員の報酬ミックスと報酬額、（2） 役員報酬の決定権限、（3） 業績連動報酬の指標、
- （4） 業績連動報酬の決定方法、（5） 株式報酬の導入状況とマルス・クローバック条項

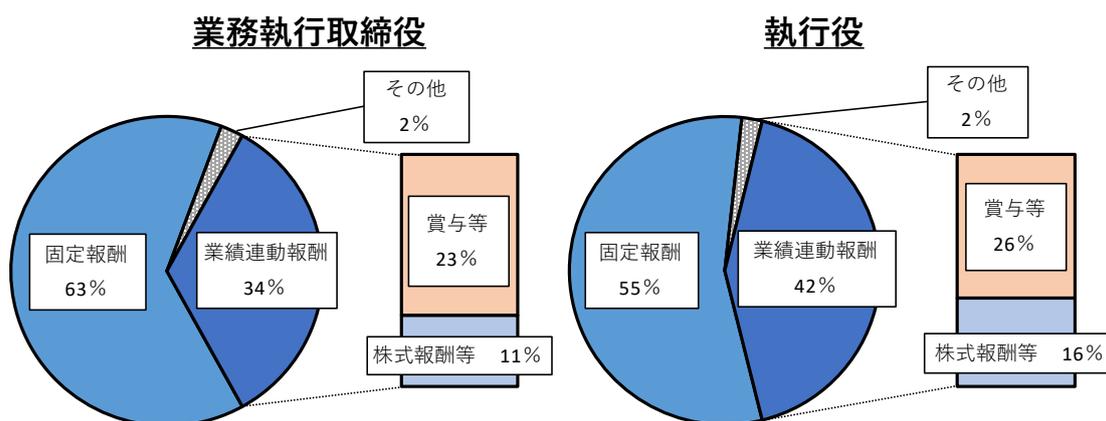
2. 我が国の開示状況

（1） 役員の報酬ミックスと報酬額

①報酬ミックス（固定報酬、業績連動報酬などの割合）

TOPIX500 採用会社の機関設計別の内訳は、監査役会設置会社 331 社、監査等委員会設置会社 118 社、指名委員会等設置会社 48 社となっている。なお、同一年度中に会社の機関設計が変わった場合は、その両方にカウントしている。これらの企業における、業務執行に携わる取締役（図表では業務執行取締役とする）と指名委員会等設置会社の執行役の報酬ミックスは、図表 1 の通りである。

図表 1 取締役・執行役の報酬ミックス（対象期間：2022 年 1 月～12 月、以下図表も同様）



（注 1） 取締役の報酬ミックスは、監査役会設置会社（331 社）および監査等委員会設置会社（118 社）の取締役を集計したものであり、社外取締役、監査等委員会設置会社における監査等委員、指名委員会等設置会社における取締役（執行役を兼務していない取締役）は、集計に含めていない。指名委員会等設置会社（48 社）の取締役は業務執行に携わらず、実際に業務執行を行うのは執行役であるため、執行役について集計している。

（注 2） この図表では便宜上、賞与等（業績連動報酬、賞与）と株式報酬等（株式報酬、譲渡制限付株式報酬、業績連動型株式報酬、ストックオプション、非金銭報酬等）を業績連動報酬として集計している。

（出所） EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

報酬の内訳を見ると、取締役の業績連動報酬は34%、執行役の業績連動報酬は42%となっている。また、構成要素である株式報酬等は、取締役では11%、執行役では16%となっている。欧米諸国と比較すると、米国では業績連動報酬が約9割、イギリス・ドイツ・フランスでは約8割という調査¹もあり、日本は依然低い水準であることが分かる。

業績連動報酬の割合の低さは、役員と株主の利益相反問題に繋がり得る。ここでいう利益相反とは、企業価値の向上等の株主側にとっての利益と、報酬等の役員側にとっての利益が一致しておらず、役員の行動が必ずしも株主側の利益や企業価値の向上を目指すとは限らないような状態のことを指す。

業績連動報酬の割合がいまだに低い水準であることに鑑みると、国内における利益相反問題はまだまだ改善の余地があり、投資家は引き続き注目すると考えられる。

② 役員の人数・報酬額

TOPIX500 採用会社における機関設計ごとの役員の平均人数、合計報酬額、一人当たりの平均報酬額は図表2の通りである。

	監査役会設置会社 (331社)			監査等委員会設置会社 (118社)			指名委員会等設置会社 (48社)		
	取締役 (社外 取締役 を除く)	監査役 (社外 監査役 を除く)	社外役員	取締役 (監査等委員、 社外取締役 を除く)	監査等委員 (社外 取締役 を除く)	社外役員	取締役 (社外 取締役 を除く)	執行役	社外役員
平均人数 (人)	7.0	2.0	5.1	6.2	1.5	4.8	3.0	13.7	8.7
合計報酬額の 平均 (百万円)	476.9	43.1	55.6	366.1	32.7	49.1	127.4	919.4	134.7
一人当たりの 平均報酬額 (百万円) (合計報酬額÷員数)	70.0	22.4	11.4	59.8	21.6	10.4	48.1	75.3	18.2

(注) 上記の人数は「役員の報酬等」で報酬を受け取ったとされる役員の数を集計している。社外役員は、社外取締役と社外監査役のことを指す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

業務執行に携わる監査役会設置会社と監査等委員会設置会社の取締役、指名等委員会設置会社の執行役の一人当たりの平均報酬額に注目すると、それぞれ7,000万円、5,980万円、7,530万円となっている。報酬額についても欧米諸国と比較すると、CEOの報酬の中央値が米国では約16.0億円、イギリス・ドイツ・フランスでは約6.1~8.5億円という調査²がある。日本の報酬額は欧米諸国と大きく差が開いており、低い水準にある。

¹ ウイリス・タワーズワトソン「日米欧 CEO および社外取締役報酬比較」(2022年8月19日公表)

² 脚注1資料参照。1ドル=109.80円、1ポンド=151.07円、1ユーロ=129.89円(2021年平均TTMレート)で換算。

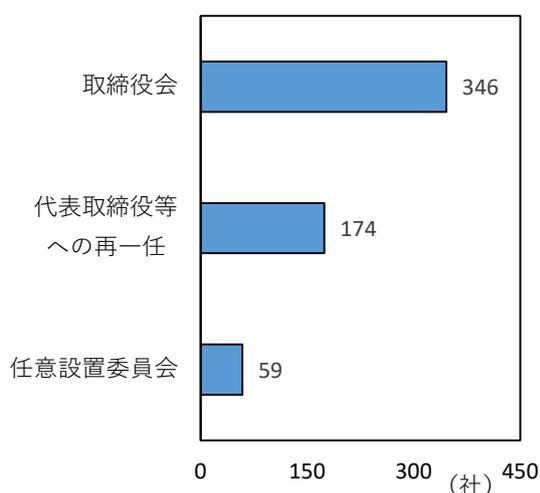
(2) 役員報酬の決定権限

役員報酬の決定方法は、企業の機関設計ごとに異なる。監査役会設置会社と監査等委員会設置会社は株主総会の決議にて、取締役の報酬等を決めることが会社法によって定められている。ただし、株主総会の決議では役員報酬総額の上限のみを定め、実際の個人別の額や報酬の方針、算定方法などは、取締役会や代表取締役などに委任するような企業も多い。

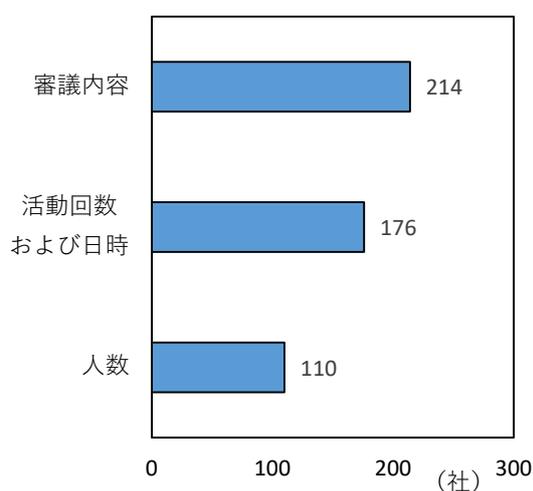
一方で、指名委員会等設置会社では、会社法によって報酬委員会の設置が定められており、同委員会が執行役・取締役の報酬等に関する方針や個別の額を決定することとなっている。

TOPIX500 採用会社における報酬に関する決定権限を持つものは、図表 3 の通りである。なお、指名委員会等設置会社（48 社）については、先述の通り報酬委員会によって執行役等の報酬が定められるため、図表 3 には取り上げていない。

図表 3 報酬に関する決定権限を有する者



図表 4 取締役会・委員会等の活動状況



(注) この図表では、報酬の方針や算定方法の決定権限を有する者、或いは、個別の額に対する決定権限を有するものを集計している。そのため、同じ企業内で算定方法と個別の額を定める者が異なる場合や、基本報酬と業績連動報酬を決める者が異なる場合などは、複数回カウントをしている。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より
大和総研作成

(注) 審議内容とは、～について審議・検討を行ったといった記述がある場合を指す。活動内容および日時とは、n回活動を行ったという記述や、〇月×日に活動を行ったという記述を指す。人数は、委員会等の人数やメンバー構成が明かされている記述を指す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より
大和総研作成

報酬に関して、取締役会、次いで代表取締役等への再一任、任意設置委員会という順で決定権限を有することが分かった。

取締役会が報酬の決定に関する方針から個別の額まで一貫して決定する企業もあれば、方針については取締役会が定め、個別額については代表取締役や任意設置委員会が決定する企業もあるなど、決め方は企業によってまちまちである。また、会社法上の権限・責任の観点から、任意設置委員会は決定権限を持たないものの、利益相反などの観点を考慮し、任意設置委員会にて審議した結果を尊重して、取締役会や代表取締役が方針や個別額を決定するというケースもある。このように、決定権限の在り処は、多様かつ複雑になっている。

現状において、権限の所在が多様で複雑になっているからこそ、企業には役員報酬の決定プロセスについて分かりやすく開示を行うことが求められよう。CG コード補充原則 4-10①でも、「(前略) 取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより(中略) これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。」とされており³、報酬決定における取締役会の機能の独立性・客観性、説明責任を強化する観点から、決定プロセスのあり方を検討することも重要であろう。

TOPIX500 採用会社における報酬の方針や個別の額など定める取締役会・委員会等の活動状況は、図表 4 の通りである。約 4 割の企業が審議内容や活動回数および日時について開示しているが、企業によって記述の仕方は大きく異なる。詳細な開示をしている企業では、審議内容だけでなく、審議が行われた具体的な日時や、構成メンバーとその役職、出席率、個人名などを記している。一方で、おおまかな審議内容に触れるのみの企業もある。傾向として、任意設置委員会に報酬の決定権限がある、または、その決定を尊重するとしている企業は、審議内容・活動回数・人数のいずれも開示していることが多い。

2023 年 1 月に改正開示府令が公布・施行され、2023 年 3 月 31 日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から、「コーポレート・ガバナンスの概要」において、取締役会や各委員会の活動状況(開催頻度、具体的な検討内容、個々の取締役または委員の出席状況等)の記載が求められる⁴。今後は、取締役会や報酬委員会(任意設置委員会を含む)における役員報酬に関する検討のプロセスやその内容について、より詳細な開示を進めていくことが求められよう。

(3) 業績連動報酬の指標

(1) と (2) では、役員が報酬をどのくらい得ているのか、報酬は誰がどう決めているのかという点に注目してきたが、(3) 以降では、どういった報酬設計によって企業のパフォーマンスを向上させるためのインセンティブを働かせようとしているのかに注目していく。

業績連動報酬とは、企業の業績に連動して役員の報酬が増減する報酬体系であり、利益の状況を表す指標や株主が得る利益に関する指標などによって算定される報酬のことである。

TOPIX500 採用会社において、業績連動報酬に用いられている指標は、図表 5 の通りである。

多くの企業では利益に関する指標や、ROE(自己資本利益率)や ROIC(投下資本利益率)など、自己資本や投下資本の効率を測る指標が用いられている。

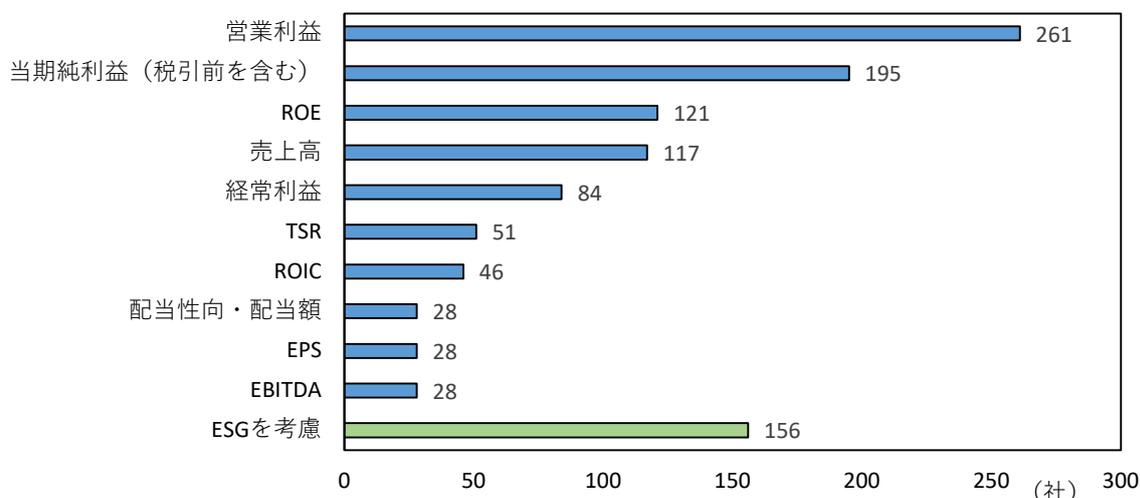
一方で、TSR(株主総利回り)や配当性向、EPS(一株当たり純利益)など、株主が得る利益を指標として扱い、事業の成績だけでなく株主への還元に関するものを指標とする企業も存在している。こういった企業は、株式報酬を導入している場合を含め、「株主と利益を共有する」という姿勢を役員が持つように報酬を設計しているものと考えられる。なお、企業の株式報酬の

³ CG コード補充原則 4-10①では、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合について、委員会を設置し、助言を得るべきとしている。

⁴ 詳細は、[藤野大輝「開示府令の改正が公布・施行」\(2023 年 2 月 7 日付大和総研レポート\)](#)を参照。

導入状況については、(5)にて後述する。

図表 5 業績連動報酬に用いられている指標



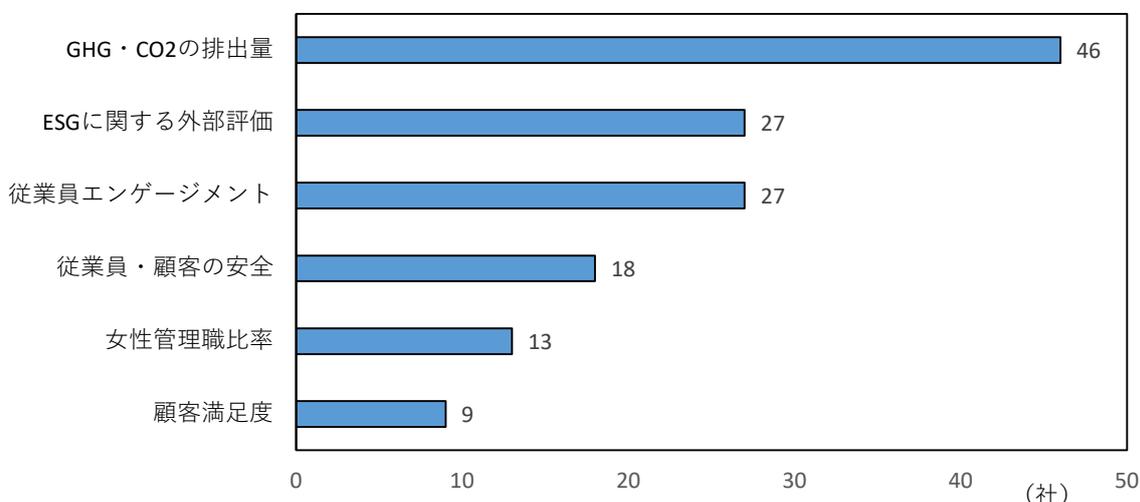
(注) この図表では、用いられている頻度の高い指標と特徴的な指標を示しており、これら以外の指標を用いている企業も散見された。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

役員が、企業価値の向上や経営目標の達成に向かうようにするという観点から、中期経営計画の目標として掲げられている指標を、報酬の設計にも用いている企業も存在する。ある企業では、経営計画上の財務目標の達成率が、株式報酬の水準に連動するよう報酬が設計されており、役員の行動規律に繋げようとしていることが窺える。

その他に注目すべきは、業績連動報酬の額の決定において、ESG について考慮している企業が、156 社と 3 割を超えていることである。その中には単に考慮するとだけ記載している企業もあるが、具体的な ESG に関する指標に言及していた企業も存在する。これらの企業においては、図表 6 のような指標が用いられていた。

図表 6 ESG に関する指標の内訳



(注) 項目「ESGに関する外部評価」には ESG 格付・スコアの結果や ESG インデックスへの採用などを含む。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

ESG 指標の内訳を見ると、GHG（温室効果ガス）・CO₂の排出量を指標として扱っている企業が46社と最も多い。ESG 投資の拡大とともに企業の気候変動への取り組みやその開示が進められる中、GHG 排出量等の削減を指標・目標として掲げる企業も多く、経営陣が削減に向けて積極的に取り組んでいくことを意図した報酬設計を早期から進めている企業が見受けられる。

この他では、従業員エンゲージメントや従業員・顧客の安全、女性管理職比率といった人的資本に関する指標もある。人的資本についても足元では企業の対応が注目されており、開示府令改正によって人材育成や社内環境整備の方針、それに係る指標や目標の開示が求められる⁵。気候変動、人的資本を含むサステナビリティ全般について、今後更に取り組みや開示が求められるものと想定される。経営陣がインセンティブをもってサステナビリティに取り組んでいく、もしくはその姿勢を投資家などに示すためにも、業績連動報酬において ESG を考慮すること、その内容を分かりやすく開示することも、一案といえるのではないだろうか。

金融庁は、2023年3月24日に「記述情報の開示の好事例集2022」⁶を更新しており、株式会社資生堂が役員報酬での ESG に関する開示で好事例として選出されている。実際に選出された2021年度の有価証券報告書⁷の一部抜粋が、図表7である。

図表7 2021年度 株式会社資生堂 有価証券報告書（一部抜粋）

〔長期インセンティブ型報酬の業績連動部分の評価指標および評価ウエイト〕

評価項目	評価指標		評価ウエイト	
経済価値指標	評価対象期間の最終事業年度における連結営業利益率		50%	100%
	連結売上高年平均成長率（CAGR）		30%	
社会価値指標	環境	CO ₂ 排出量削減目標達成状況	20%	
	社会	当社の国内外女性管理職・リーダー比率、当社が定めるESG評価機関の女性活躍に関する指数銘柄への採用状況		
	ESG全般	当社が定めるESG評価機関での評価スコア		
経済価値指標	連結ROE（自己資本当期純利益率）		予め定めた一定水準を下回った場合、指名・報酬諮問委員会において、業績連動部分の支給率引き下げを検討する	

（出所）株式会社資生堂ウェブサイト（有価証券報告書（2021年度）p.92）より引用、赤枠は大和総研

報酬に反映する ESG に関する指標について、CO₂排出量、女性管理職比率、ESG に関する外部評価などを評価の対象としている。また、これらの指標は長期インセンティブ型報酬の業績連動部分に係るものとなっており、経営陣に積極的な ESG の取り組みを促す設計となるよう工夫がされている。

⁵ 脚注4レポート参照

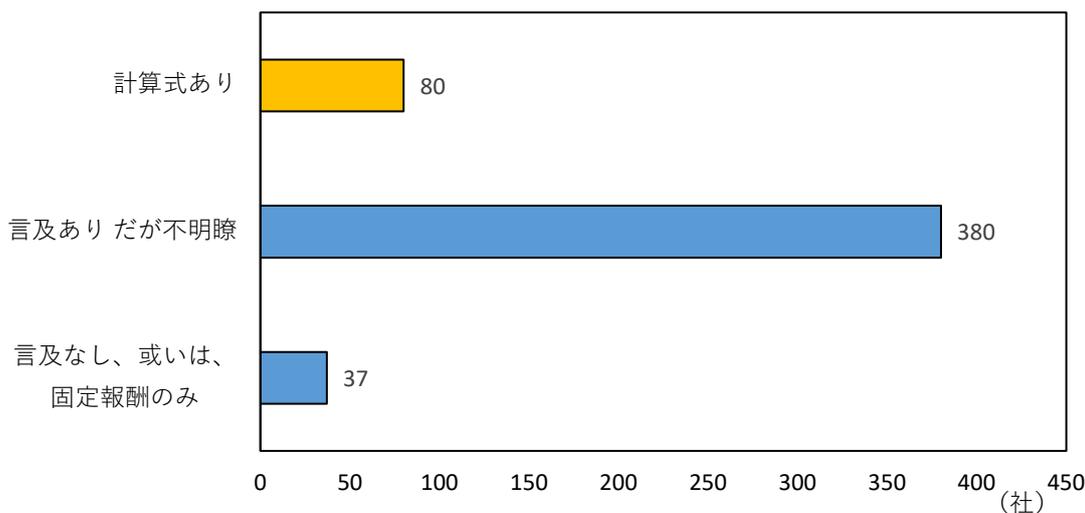
⁶ 金融庁「記述情報の開示の好事例集2022」（2023年3月24日）

⁷ 株式会社資生堂 有価証券報告書（2021年度）

(4) 業績連動報酬の額の決定方法

業績連動報酬に用いられている指標は、(3)の通り、事業の成績や株主への還元を示す指標やESGに関する指標などである。では、その指標はどのように報酬に反映され、最終的な額面が決定されているのか。その反映の仕方や、報酬の計算に用いる式が開示されていなければ、投資家からは報酬のインセンティブが適切に機能しているかが判断できないため、2019年の改正開示府令からは、業績連動報酬の決定方法の記載が求められている。TOPIX500採用会社において、業績連動報酬の額の決定方法に関する開示状況は、図表8の通りである。

図表8 業績連動報酬の額の決定方法に関する開示状況



(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

業績連動報酬の額の決定方法に関する開示状況を見ると、詳細な計算式が示され、報酬の仕組みがある程度分かるように開示されている企業が80社に対し、何かしらの言及はされているものの内容が不明瞭である企業が380社となっている。

詳細な記述がされている企業では、報酬の目標額、最低額、最大額、役位別の基準額、用いる指標の反映の仕方や対応関係などが示され、おおよその報酬額が計算できる。その一方で、計算式の概要だけが示されており、式に当てはめる具体的な係数が示されていない場合や、委員会等によって検討して決定するとだけ記されている場合など、報酬額がどのような仕組みで決定されているのかが投資家目線から十分には読み解けない開示も多いのが現状である。

2019年の改正開示府令の背景となる2018年のディスクロージャーワーキング・グループでの報告⁸における「(前略)報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期的な企業価値向上との結び付きを検証できるよう、役員の報酬プログラムの開示において(中略)報酬の決定・支給の方法やこれらに関する考え方を具体的に分かりやすく記載することを求めるべき」(p.12)という要請に応えるには、今後の更なる改善が求められよう。

⁸ [金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告 -資本市場における好循環の実現に向けて-」\(2018年6月28日\)](#)

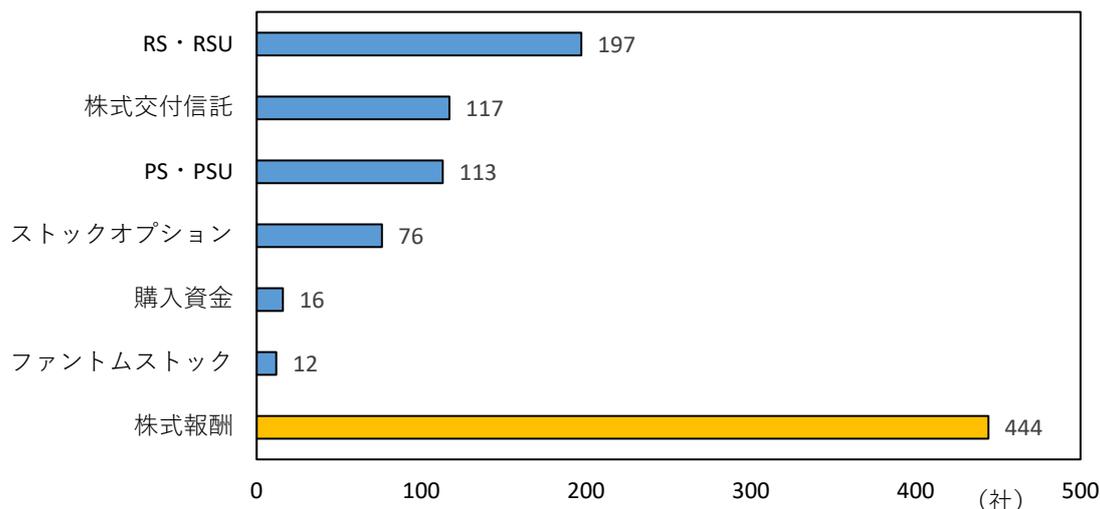
(5) 株式報酬の導入状況

① 株式報酬の種類と導入状況

前述したように、利益相反問題の解決や企業の価値向上を目指し、役員が「株主と利益を共有する」姿勢を持つよう報酬を設計する手段として、株式報酬が取り入れられている。

TOPIX500 採用会社において導入されている株式報酬の状況は、図表 9 の通りである。

図表 9 株式報酬の種類と導入状況



(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

株式報酬の導入状況を見ると、何らかの形式で株式報酬を導入している企業は 444 社と、約 9 割の企業が株式報酬を用いていると分かる。

最も用いられている形式は 197 社の RS・RSU（譲渡制限付株式、譲渡制限付株式ユニット）である。株式報酬に譲渡制限をかけることで、一定期間の人材流出を防ぎ、報酬を中長期のインセンティブとして機能させる狙いがある。

113 社で用いられている PS・PSU（パフォーマンス・シェア、パフォーマンス・シェア・ユニット）は、企業の業績に応じて役員に支給される株式数が増減する形式である。これも RS・RSU と同じく、役員にとって中長期のインセンティブになるような報酬であり、役員の動機と企業の成長が結びつくような体制が目指されていることが窺える。

株式交付信託は、自社株購入資金を外部に委託し、その金銭で企業の株式を取得した後に、企業が役員に付与したポイントや条件に応じて株式を交付する方法であるが、その条件は柔軟に設定できるため、RS・RSU や PS・PSU と同様の仕組みを設計することもできる。

株式を直接保有する報酬体系としつつ、役員に中長期的なインセンティブを与えることで、役員と株主との意識を近づける動きは、ここまで観察してきた傾向とも一致し、今後もその傾向は拡大し得ると考えられる。

② マルス条項およびクローバック条項の導入状況

株式報酬を含む役員に中長期的なインセンティブを与える報酬体系としている企業では、「マルス・クローバック条項」と呼ばれる仕組みが導入されつつある。

マルス条項とは、役員にインセンティブを与える報酬のうち、権利が確定した報酬について、業績の修正や役員的不正が明らかになった場合に、報酬の支給前に減額、或いは、支給を取りやめる条項のことを指す。他方、クローバック条項とは、同様の報酬について、報酬の支給後に返還させる条項のことを指す。これらを併せて「マルス・クローバック条項」と呼ばれている。「マルス・クローバック条項」は、上記のような報酬に対するペナルティを設けることで、経営での過度なリスクテイクや役員的不正を防ぐ狙いがある。

TOPIX500 採用会社においては、マルス条項を導入している企業は 44 社、クローバック条項を導入している企業は 72 社であった。現状では、2 割に満たない水準ではあるが、今後、株式報酬等のインセンティブ報酬を取り入れる企業が拡大するとともに、役員への過度なリスクテイクと不正を抑制する役割として「マルス・クローバック条項」を導入する企業が増加することも考えられる。

3. 集計結果から見える現状と今後の展望

ここまで行ってきた役員報酬の開示内容に関するデータの集計と分析からは、詳細な開示を行う企業とそうでない企業での差が大きく、当然ながら投資家側が読み取れる情報量にも大きな差があることが分かる。

役員報酬に関して開示が求められている情報は多岐にわたるものの、特に重要な点は、報酬設計や決定プロセスの分かりやすさ、業績連動報酬の導入などによる企業価値の向上や利益相反問題の解決に向けた取り組みである。先に触れた、金融庁の「記述情報の開示の好事例集 2022」⁹では、「投資家・アナリストが期待する主な開示のポイント」が掲載されており、企業が投資家目線に立って対応を進めていくに際し、今後の指針となり得る。

報酬の設計、報酬額の水準、その決定プロセス等の開示については、「報酬委員会としての見解の開示」や「具体性・透明性を持った開示」が重視されている。そのため、おおまかな概要を記載するのみに留まっている企業は、今後、株主・投資家からより具体的な開示を求められることになろう。

株式報酬等の業績連動報酬に関する開示では、その設計を行った「理由、算定式、報酬決定の基となる会社・役員個人の実績、報酬の支払実績が開示される」ことが有用だとされている。また、報酬に反映する指標の妥当性について、「経営戦略・価値創造」との結びつきがあるかの観点に基づき、どのような理由で指標を選択したのかを開示することが有用だとされている。この観点は、指標に ESG 指標を導入する場合にも重視されよう。

⁹ 脚注 6 と同じ

上記を踏まえると、役員報酬の情報開示を行う企業においては、具体的な報酬額と、その決定に至るまでの過程や意図を、投資家から見て分かりやすいように開示することが求められよう。特に、足元で投資家から注目されている業績連動報酬の設計や、環境や人的資本を含む ESG の対応について、より丁寧な説明を行うことが重要であろう。そのためには、国内での開示の好事例や、海外の開示例を参考にすることも 1 つの手段となるのではないだろうか。今後は、企業の開示情報の充実によって、投資家との円滑なコミュニケーションが生まれることが期待される。