

## I. 経営者報酬実態調査 2016 アンケート調査報告書と実証分析

### I. 調査概要

#### 1. 目的

日本取締役協会による経営者報酬ガイドラインを策定するに当たり、日本企業における経営者報酬ガバナンスの現状を確認するためアンケートによる実態調査を行う。

#### 2. 期間

2016年3月

#### 3. 対象

JPX400採用企業および、予備調査として日本取締役協会会員企業

#### 4. 回収サンプル

50社（本調査回収率約7.25%）

#### 5. 備考

調査は郵送またはメールで依頼され、書面あるいは専用ファイルへ記入された回答を収集した。

### II. 集計結果

以下に、本調査および予備調査のアンケートの内容および集計結果を記す。なお、無回答項目および特定の選択肢を選んだ企業のみを対象とした質問項目や本調査に移る過程で除外あるいは追加した設問を含むため、各設問の集計実数の合計は必ずしも一致しない。集計地は比率で表すが、その際の分母は該当項目回答企業数である。

#### 1. 機関設計、組織運営等に関わる事項

問1. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会がありますか。

1. はい	2. いいえ
76%	24%

問1-1. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会を設立して何年になりますか。

7.23年（※回答企業平均）

問 1-2. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会がない場合は、経営者報酬の決定機関をお教えてください。

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主総会及び取締役会</li> <li>・取締役会</li> <li>・取締役社長が決定</li> <li>・株主総会、取締役会の委任を受けた代表取締役</li> </ul> |
|---|

問 2. 報酬委員会またはそれに相当する委員会の規定は明文化されていますか。

1. はい	2. いいえ
75%	25%

問 3. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会の権限は明文化されていますか。

1. はい	2. いいえ
97%	3%

問 4. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会の目的は明文化されていますか。

1. はい	2. いいえ
79%	21%

問 5. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会は半数以上の独立社外取締役から構成されていますか。

1. はい	2. いいえ
88%	12%

問 6. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会の委員長の役職をお知らせください。  
(例：「代表取締役」など)

- |   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・規定上は互選、現状は、代表取締役</li> <li>・代表取締役頭取</li> <li>・代表取締役社長</li> <li>・社外有識者</li> <li>・筆頭社外取締役</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・社外取締役</li> <li>・委員長の設置なし</li> <li>・独立社外取締役</li> <li>・代表取締役</li> </ul> |
|---|---|

問 7. 経営者報酬の最終的な決定権限が報酬委員会またはそれに代替しうる機関に委譲されていますか。

1. はい	2. いいえ
55%	45%

## ■小括

本項では経営者報酬の決定機関について質問した。ほとんどの企業は機関設計に関わらず報酬委員会を設置している。委員会制度が導入されてから10年以上が経過し、日本企業においても取締役会に委員会を設けることの重要性は広く認識されていると考えられる。しかし本調査では最終的な決定権限は必ずしも報酬委員会には付与されておらず、経営者自身にある場合も散見される。経営者報酬ガバナンスの形態は整いつつあるものの、現状では経営者による報酬の自己決定、いわゆる「お手盛り」の危険性は依然として残っていると判断できる。

## 2. 経営者へのインセンティブ付与状況

問 8. 固定報酬、業績連動賞与、株式報酬、退職慰労金等の各要素の組み合わせの比率が設定されていますか。

1. はい	2. いいえ
62%	38%

問 9. 固定報酬、業績連動賞与、株式報酬、退職慰労金等の各要素の組み合わせの比率に関する考え方が設定されていますか。

1. はい	2. いいえ
64%	36%

問 10. 報酬水準に対する考え方が設定されていますか。

1. はい	2. いいえ
81%	19%

問 11. 経営者報酬の水準を決定する際に、どのような点を考慮していますか。(複数回答可)

1. 株主	2. 国内従業員 の給与水準	3. 海外従業員 の給与水準	4. 海外役員 の給与水準	5. 外国人 役員の登用	6. 同業他社 の報酬水準
48%	50%	6%	6%	6%	58%

7. 税制	8. 業績連動 部分の拡大	9. 経営戦略 (or 事業戦略)	10. グローバル化の進展 (or 国際競争の激化)
18%	50%	52%	14%

11. 議決権行 使助言会社	12. 機関投資家の 議決権行使基準	13. 金融庁ガ イドライン	14. その他
6%	4%	4%	20%

↓「14. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

<ul style="list-style-type: none"> <li>・業績</li> <li>・業績と各々の貢献度</li> <li>・①株主と長期的なリターンとリスクを共有 ②業績や株主価値の向上に向けたインセンティブ効果の拡大 ③目標達成時には競合企業に遜色のない水準の提供といったことを策定にあたっての基本的原則としている。</li> <li>・①業績 ②他社の報酬水準</li> <li>・日系優良企業(マーケット)の報酬水準</li> <li>・グローバルに事業展開する国内主要企業の報酬水準・優秀人材の確保</li> </ul>
---

問 1 1-1. 複数の項目を選択された方は、特に重視する項目を1つお選びください。

1. 株主	2. 国内従業員の給与水準	3. 海外従業員の給与水準	4. 海外役員 の給与水準	5. 外国人 役員の登用	6. 同業他社 の報酬水準
16%	4%	0%	0%	0%	28%

7. 税制	8. 業績連動 部分の拡大	9. 経営戦略 (or 事業戦略)	10. グローバル化の進展 (or 国際競争の激化)
0%	12%	18%	0%

11. 議決権行 使助言会社	12. 機関投資家の 議決権行使基準	13. 金融庁ガ イドライン	14. その他
0%	0%	0%	22%

問 1 2. 日本人役員と外国人役員の報酬体系は異なりますか。

1. はい	2. いいえ
35%	65%

#### ■小括

本項では、実際に付与された経営者報酬についてバランスや水準に関する質問をした。経営者報酬の各構成要素のバランスを明確に意識している企業は半数ほどであるが、水準については8割以上の企業が考え方を設定している。これは株主総会で経営者報酬の総額について決議を行う日本企業の現状を反映した結果であるが、インセンティブとしての経営報酬を考えた場合、重要になるのはむしろバランスであることから意識改革の必要性を示唆するものである。しかし、水準の決定要因として最も多く挙げられたのが「業績連動報酬部分の拡大」であり、同数にて「同業他社の水準」も指摘されたことから、経営者報酬改革に意欲的な一部企業のリードにより環境が変化していくことは十分に考えられる。

3. 経営者報酬の構成要素

問 1 3. 業績連動型報酬は設定されていますか。

1. はい	2. いいえ
89%	11%

問 1 3-1. 業績連動報酬を、全社業績にどの程度連動させていますか。

1. 完全に連動 させていない	2. 20% 未満	3. 20%以 上 40%未満	4. 40%以 上 60%未満	5. 60%以 上 80%未満	6. 80% 以上
6%	7%	23%	21%	6%	36%

問 1 3-2. 連動対象となる業績の評価指標は、自社の企業戦略を反映させていますか。

1. はい	2. いいえ
91%	9%

問 1 3-3. 連動対象となる業績の評価指標は、定性ではなく財務指標を中心としていますか。

1. はい	2. いいえ
98%	2%

問 1 3-4. 「はい」とお答えの方にお伺いします。どのような財務指標を用いていますか。(複数回答可)

1. 税引き後純利益	2. 1株当たり利益	3. ROE (株主資本利益率)
34%	7%	18%
4. 売上高	5. 営業利益	6. ROA (総資産利益率)
32%	57%	11%
7. 経済付加価値 (EVA)	8. TSR (総株主還元率)	9. その他
5%	0%	16%

↓ 「9. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

<ul style="list-style-type: none"> <li>・当期 連結経常利益及び連結純利益</li> <li>・主たる事業の営業利益</li> <li>・経常利益</li> <li>・経常利益、従業員賞与水準増減率</li> <li>・売上高営業利益率</li> <li>・前年比利益伸び率</li> </ul>
---

問 1 3-5. 代表取締役（あるいは CEO）の総報酬における業績連動報酬の割合は次のどれに該当しますか。

1. 10%未満	2. 10%以上 20%未満	3. 20%以上 30%未満	4. 30%以上 40%未満	5. 40%以上 50%未満	6. 50%以上
2%	12%	24%	24%	17%	21%

問 1 3-6. 非業務執行取締役（独立取締役や執行非兼務の取締役（委員会設置会社における社内監査委員等）の報酬として、株式報酬が提供されていますか。

1. はい	2. いいえ
20%	80%

問 1 3-7. 事業部門担当役員の報酬は、全社業績に連動させていますか。

1. はい	2. いいえ
93%	7%

問 1 3-8. 事業部門担当役員の報酬は、担当部門の業績に連動させていますか。

1. はい	2. いいえ
66%	34%

問 1 3-9. 連動対象となる業績目標を期首に設定し、期末には特殊なケースを除き事後の裁量による調整は行わず、支給額は同じく事前に定めた算定方式に沿って決定していますか。

1. はい	2. いいえ
80%	20%

問 1 3-10. 業績が目標を大きく下回る場合、経営者報酬はどのように変化しますか。

1. 変化しない	2. 50%未満の減額	3. 50%以上の減額	4. 支給なし
0%	68%	19%	14%

問 1 4. 中長期の株主価値とリンクした長期インセンティブ報酬システムが導入されていますか。

1. はい	2. いいえ
76%	24%

問1 4-1. 長期インセンティブ報酬システムに該当するものを教えてください。(複数回答可)

1. 従来型ストックオプション	2. 株式報酬型ストックオプション	3. 株式購入資金(役員持株会を通じて一定の持株数を強制購入するプラン)
10%	60%	14%
4. 現金による業績連動賞与		5. その他
8%		8%

↓「5. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

株式報酬(役員報酬BIP信託)

問1 4-2. 代表取締役(CEO)の総報酬における株式報酬の割合は次のどれに該当しますか。

1. 10%未満	2. 10%以上 20%未満	3. 20%以上 30%未満	4. 30%以上 40%未満	5. 40%以上 50%未満	6. 50%以上
29%	34%	24%	8%	5%	0%

問1 5. 解禁が予想される新しい株式報酬制度(譲渡制限付株式、パフォーマンスシェア)の導入は検討されていますか。

1. はい	2. いいえ
45%	55%

問1 6. 退職慰労金は廃止されていますか。

1. はい	2. いいえ
96%	4%

問1 6-1. 退職慰労金を在任期間のみで決定せずに、一定部分は在任中の業績に連動させていますか。

1. はい	2. いいえ
67%	33%

## ■小括

本項では経営者報酬の構成要素についての問いを設定し、業績連動性がどの程度確保されているかについて実態を確認した。業績連動型報酬を設定していない企業はほとんど存在せず、財務指標に連動させるかたちで設定している企業が大多数である。株式報酬や株価連動型の長期

インセンティブを導入している企業も多く、日本企業においても固定報酬以外の方法で経営や報酬を設計する企業が増えていることが伺える。しかし多くの場合業績連動型報酬の割合は50%以下であり、譲渡制限付株式やパフォーマンスシェアなど経営者報酬のインセンティブとしての役割を強めるような方法に対しては懐疑的な姿勢も見られた。

#### 4. 経営者報酬の開示状況

問17. 1億円未満の個別役員の報酬も開示している場合、開示のポリシーについてお書き下さい。

- ・ 開示なし
- ・ 1億円未満の開示していない
- ・ 1億円未満の個別役員の報酬は未開示

問18. 投資家に対して自社の経営者報酬の制度が充分に開示されていると思われますか。

1. はい	2. いいえ
70%	30%

問19. 経営者報酬を決定する際に、どのようなステークホルダーを考慮していますか。（複数回答可）

1. 国内 投資家	2. 海外 投資家	3. 株主	4. 国内 従業員	5. 国外 従業員	6. 同業 他社
64%	58%	90%	48%	12%	46%

7. 銀行	8. 取引先	9. 地域社 会	10. 政府 官公庁	11. その 他
2%	12%	6%	6%	10%

↓ 「11. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

- ・ 同規模の他社の水準
- ・ 日系優良企業
- ・ 海外本社



問 19-1. 複数項目を選択された方は、特に重視する項目を1つお選びください。

1. 国内 投資家	2. 海外 投資家	3. 株主	4. 国内 従業員	5. 国外 従業員	6. 同業 他社
5%	5%	72%	9%	0%	0%
7. 銀行	8. 取引先	9. 地域社 会	10. 政府 官公庁	11. その 他	
0%	2%	0%	0%	4%	

問 20. 貴社の経営者報酬の決定プロセスは、ステークホルダーにもわかりやすい客観性の高いものであると思われませんか。

1. はい	2. いいえ
84%	16%

問 21. 貴社の経営者報酬の決定プロセスは、ステークホルダーにもわかりやすい透明性の高いものであると思われませんか。

1. はい	2. いいえ
78%	22%

問 22. 経営者報酬に関する情報の開示を積極的に従業員に行っていますか。

1. はい	2. いいえ
16%	84%

問 23. 有価証券報告書「コーポレート・ガバナンスの状況」等における役員報酬の開示制度は、一部役員のご個別報酬額の開示など近年になり変化を遂げています。こうした変化、また現状の開示制度は企業にとって意義のあるものと思われませんか。開示のための企業側負担や株主への効果の実感などを含め、ご自由にご意見をお聞かせください。

- ・意義はあるという認識ですが、開示の程度は企業の裁量の範囲で決定することが適切であると考えています
- ・日本の多くの企業が成長性と内部留保がアンバランスであったため、報酬の開示と株主重視 (ROE) の経営へのシフトはあるべき姿であると思う。一方で形式の先行により、成長性とリスクを加味した本来の長期的視野の経営が軽視される傾向もある。単純な業績連動、株式給付といったものから、より成長性とリスク対処の貢献に応じた報酬に議論、政策が拡大することを望んでいる

- ・役員報酬の個別開示は、個人情報保護法の観点から課題が多いと考える。役員報酬の個別開示は義務付けるのではなく、各企業の判断に委ねる方法(任意の開示)が良いと考える
- ・当社では、従来役員報酬の方針や支給根拠を積極的に開示・説明してきたため、有報での1億円以上個別開示により、対外的な説明が変更したり、より充実したとは考えていない。
- ・総額開示の必要性は理解できるが、個別の開示迄は必要ないと考える。
- ・役員報酬情報の充実を求める傾向自体は、報酬制度の公正性や透明性を高めるために重要なことであると考えている。ただ、開示された報酬情報はややもすれば興味本位に取り扱われる場合の方が多く、開示の取り組みがどのように企業価値の向上に結びついているのか手応えが無いというのが事務局としての実感である。株主や投資家に提供すべき情報は他にも数多くあり、欧米のように飛び抜けて多額の報酬を得ている役員が日本企業では少ない中、役員報酬情報の開示のために手続きをこれ以上増やすことにあまり意味があるとは正直思えない
- ・役員報酬の決定に当たり、株主を始めとするステークホルダーの視点は欠かせない要素であり、役員の役割・責任に応じて開示すべき情報を開示することは効果的であると考えている
- ・企業側負担についても、都度、適切な情報開示のために、適正なレベルの負担を負うことは必要不可欠と考える
- ・報酬の考え方や仕組みの開示は有意義。個人より開示はトップのみで良い。

---

#### ■小括

経営者報酬制度をコーポレート・ガバナンスの手段として考えた場合、情報開示の深度は非常に重要な問題である。本項では、この問題について企業側の意識を確認した。全体として、現在の開示状況が不十分であると考えている企業は少なく、対象を投資家に絞った場合でも改善点を意識している企業は少なかった。本調査と同時期に行った機関投資家向けアンケート調査およびインタビュー調査では、日本企業の経営者報酬制度に関する課題として企業側の開示不足が共通認識として浮かび上がっており、企業と投資家の認識のずれひいては対話不足が指摘できる。興味深いのは、開示状況を不十分であると回答する企業が必ずしも一般的な日本企業の開示水準を下回っているとは限らない点である。今回は具体的な改善点までは迫らなかったが、課題を認識する企業の目線について調査することで有意義な視座を得ることも可能であろう。

---

5. 経営者報酬の決定方針

問24. 貴社独自の経営者報酬の方針が設定されていますか。

1. はい	2. いいえ
88%	12%

問25. 報酬の指針を検討した際に、どのような経営要素を考慮しましたか。(複数回答可)

1. 企業価値	2. 株主	3. 企業のミッション	4. 企業文化	5. 企業理念
67%	58%	31%	15%	27%

6. 社訓	7. 経営戦略	8. 同業他社の報酬水準	9. 国内の従業員	10. 海外の従業員
2%	65%	60%	34%	6%

11. グローバル化の進展 (or 国際競争の激化)	12. 地域社会	13. その他
15%	4%	13%

↓「13. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済情勢など</li> <li>・日系優良企業</li> <li>・海外本社の報酬指針</li> <li>・グローバルに事業展開する国内主要企業の報酬水準、優秀人材の確保</li> </ul>
--

問26. 今後、報酬の方針を検討する際に考慮対象とする予定の項目があればお選びください。

(複数回答可)

1. 年次計画	2. 中長期計画	3. 人事戦略	4. その他
20%	44%	8%	4%

↓「4. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営理念、ミッション</li> <li>・当社独自の役員報酬に関わる原則</li> </ul>
---

問 27. 経営者報酬を決定する際に、株主への利益還元を考慮していますか。

1. はい	2. いいえ
48%	52%

問 27-1. 「はい」とお答えの方にお伺いします。過去に経営者報酬制度の設計と関連して株主への利益還元を実施したことがある場合、具体的にどのような利益還元策を実施したのかについてお聞かせ下さい。（複数回答可）

1. 配当性 向を高める	2. 自社株 買い	3. 株式分割	4. その他
65%	17%	0%	4%

↓「4. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

増配
----

問 28. 経営者報酬コンサルタントに関する方針（経営者報酬コンサルタントの独立性の確保に関する方針等）が経営者報酬の方針の一内容として定められていますか。

1. はい	2. いいえ
8%	92%

問 29. グローバルでは、例えば、代表取締役社長の場合、基本的に役員（取締役）の報酬と使用人（社長）の給与は区別されることを認識していますか。（日本では代表取締役社長につき、使用人兼務役員概念は適用されませんが、グローバルな基本概念では、取締役報酬と使用人給与が区分されない場合、クロスボーダー税務上で二重課税等の問題が生じます。例えば、グローバルでは通常、CEO とは高級管理職である使用人の職務を指します。）

1. はい	2. いいえ
44%	56%

問 30. 子会社役員へのストックオプションの対価につき、損金算入していますか。

1. はい	2. いいえ
36%	64%

問 30-1. それは、本社または子会社のいずれかでの損金ですか。

1. はい	2. いいえ
90%	10%

問 3 1. 1 円ストックオプションは、諸外国では税務上で違法または特殊の取扱がされることを認識されていますか。

1. はい	2. いいえ
62%	38%

#### ■小括

本項では、経営者報酬の決定方針および決定に関わる制度面での認識について質問した。経営者報酬の決定に際して最も多くの企業に意識されているのは、企業価値であり、次いで株主および経営戦略、僅差で同業他社の報酬水準が続く。欧米では企業価値つまり株主価値を過剰に意識した経営者報酬の設計により短期的な経営が行われたとの批判もあるが、今回回答企業に関しては今後考慮すべき要素として中長期的な価値を挙げており、今のところ欧米と同様の結果をもたらす気配は感じられない。前回調査と比較すれば株主に対する意識も高まっているものと考えられるが、配当など具体的な株主の利害に対する連動性は未だ弱い。経営者報酬の税務上の扱いについての認知度も完全とは言えず、全体として経営者報酬制度に関する認識を深めるための活動が必要とされていると考えられる。

## 6. リスク管理

問 3 2. 経営者報酬制度を運用するにあたって、リスクマネジメント部門との連携はされていますか。

1. はい	2. いいえ
33%	67%

問 3 3. クローバック条項に類するような制度の導入を検討されていますか。

1. はい	2. いいえ
19%	81%

## III. 分析

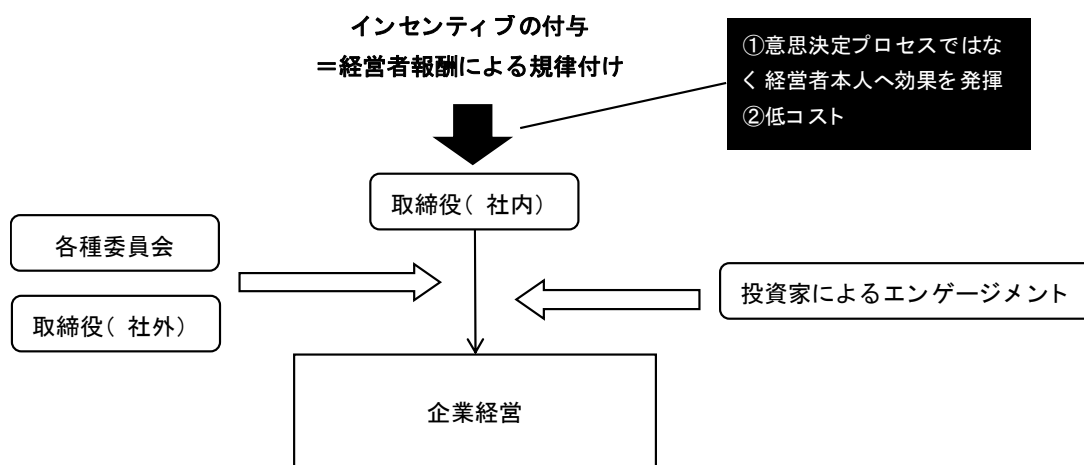
近年、コーポレート・ガバナンス環境の整備は企業価値の増大を目指すための重要な課題であると考えられている。国内の主な企業では外部取締役の増員や各種委員会の設置などの対策が図られ、また投資家によるエンゲージメントも推奨されている。しかし図 1 に示したように、これらは主として経営に関わる意思決定のプロセスへ影響を及ぼすものであり、影響力のバランスや目指す方向性の統一など、運営にあたっては様々な困難に直面することも多い。一方で、経営者報酬は、経営者自体へ効果を発揮し企業の達成すべき目標を明示することができるツールである。また、制度設計の労はあるものの、比較的運用コストが小さいことも利点として挙げられる。日本企業で経営者報酬を活かしたコーポレート・ガバナンスが広がることは今後の日本経

済にとっても有益なものであると言えます。

以下では、本調査結果を用いて経営者報酬制度の進展が企業価値へ及ぼす影響についての計量的な分析を行い、現時点における日本企業の経営者報酬ガバナンスと業績の関係性について考察する。これは、現在の日本企業の経営者報酬ガバナンスが企業業績に対して効果を発揮するものとなっているか否かを確認し、経営者報酬ガバナンスの進展度合いや課題を明らかにするための分析である。

なお、アンケートの小括にても指摘した通り、日本企業の経営者報酬ガバナンスは成熟しているとは決して言えない状況である。特に業績連動度については非常に低い水準にある。参考として、図 2 および図 3 にて 2016 年度の個別報酬開示企業における経営者報酬と ROE の関係性を図示した。縦軸に ROE、横軸に報酬総額の対数値を取り、プロットしている<sup>1</sup>。報酬が業績とともに増加していればプロットされた点は右上がりの関係を描くが、そのような関係にはなっていない。報酬総額に同様である企業でも、業績は一定ではない様子がわかる。また、図 3 には、

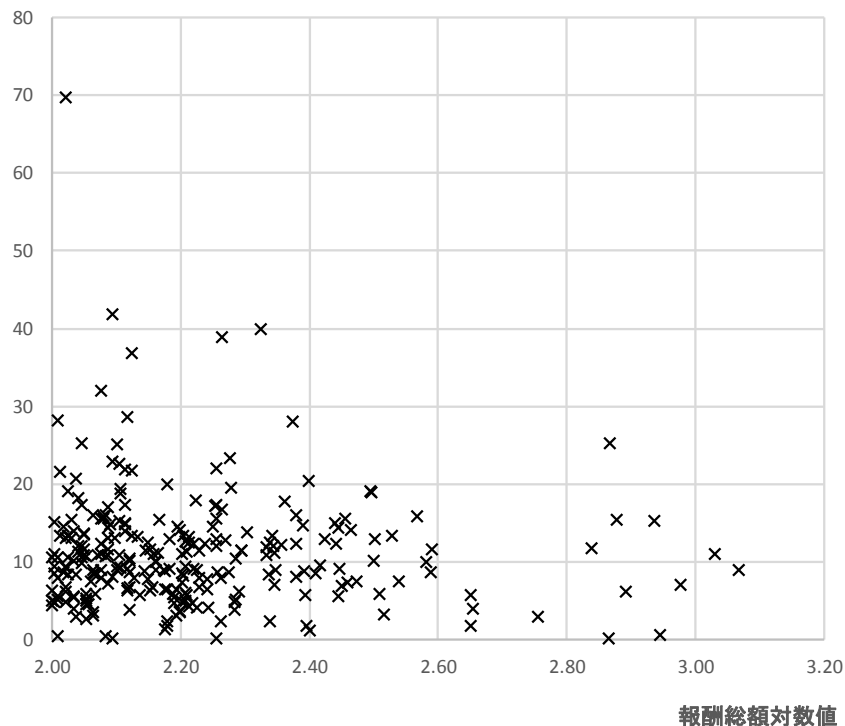
図 1 報酬ガバナンスの特徴



<sup>1</sup> 各企業の報酬最高額を付与されているサンプルを採用している。ただし、ROE マイナスの企業は赤字企業として除いた。

ROE (%)

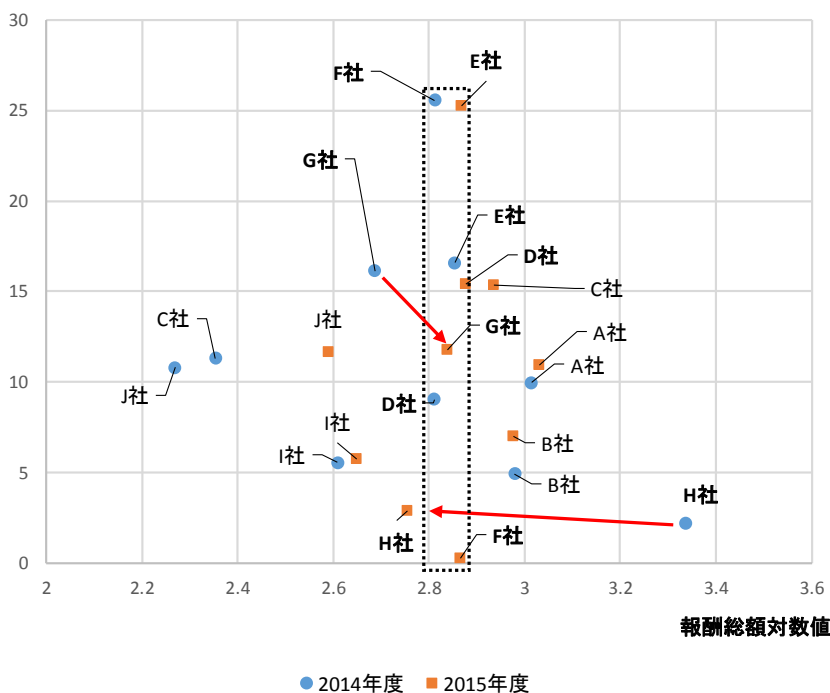
図2 報酬総額と業績



( 出所) 日経NEEDS役員情報および日経バリューサーチより筆者作成

ROE (%)

図3 主要企業の報酬水準変化



( 出所) 日経NEEDS役員情報および日経バリューサーチより筆者作成

2016年度の個別報酬額が上位10位以内にランクされている企業について、昨年度からの変化をプロットした。報酬とROEの相関関係が強ければ右上がりの関係が観察できる。しかし、G社ではROEが低下しているにもかかわらず報酬総額は増加しており、またH社ではROE水準が変化していないが報酬は減少している。D社、E社、F社ではROEは大幅に変動しているが、報酬水準は変化していない。日本では、比較的高額な経営者報酬を採用している企業であっても、業績への連動性は保障されていないと考えることができよう。

以上のような状況を踏まえ、アンケート結果による分析をみていく。

## 1. アンケート分析方法

前回調査の同じように、アンケート調査の結果を基にした経営者報酬スコア(Executive Compensation Score :ECS)を設定し、企業価値への効果を推定していく。ECSは数値が大きいほど経営者報酬制度が整備されていることを意味している。経営者報酬は株主と経営者の利害相反を防ぐ役割を果たしエージェンシーコストを削減することから、この整備は企業価値の増大へ繋がると考えられる。

ECSの算出には全企業が回答している設問を採用しているため、他の設問の継続項目のように、回答者が選別されたものは含まれない。また、回答結果が制度設計の優劣を意味しない設問についても除外している。項目ごとのECS算出要素は以下の表の通りである。なお、集計結果を考慮し各設問にウェイトをかけたECSも算出し同様の推定を行ったが、結果は同様であったため本稿では単純合計としてのECSを用いている。

項目名	採用設問数
1. 機関設計、組織運営等に関わる事項	6
2. 経営者へのインセンティブ付与状況	4
3. 経営者報酬の構成要素	12
4. 経営者報酬の開示状況	3
5. 経営者報酬の決定方針	6
6. リスク管理	2

## 2. 採用サンプルと変数の概要

本調査による回答企業29社に加えて、本調査の1か月前に取締役協会会員企業に対して行ったプリテストの結果を併せ分析を行った。金融業を除くため、対象となる企業数は44である。業種別では、最も多いのは小売業で7社、次いで機械/情報・通信が4社、化学/精密機器/電気機器が3社、卸売業/食料品/非鉄金属/輸送用機器/その他製品が2社、ガラス/土石製品/ゴム製品/パルプ・紙/医薬品/空運業/建設業/繊維製品/不動産業/陸運業がそれぞれ1社含まれている。

企業価値を示す変数としては、ROEおよびPBRを採用した。ROEは株主価値に最も近い数値として、またPBR各企業の成長性を示す変数として前回調査より引き続いて使用している。対して



右辺には、ECSに加え、コントロール変数として企業規模を示す前年度総資産の対数値:LNASSET、成長性を示す過去3年間の売上高成長率の平均値:DSALES、リスクを示す変数として過去3年間のROEの標準偏差、プリテストサンプルを「1」とするプリテストダミー:d\_preを採用している。前回調査との違いとしては、企業価値と関連すると考えられるROAを除外している点がある。ROAについては被説明変数としてこれを加えた推定も行ったが、結果は同様であった。各変数に相関は観察されていない。

### 3. 分析結果

推定結果は図表の通りである。財務データにおいて異常値を示したサンプル1社を除いたため最終的なサンプルサイズは43である。また、係数は標準化したものを示した。今回の調査からは、ROE、PBRともに経営者報酬制度の整備との間に有意な結果は観察されていない。つまり、経営者報酬制度が整備されていることが業績を押し上げるような効果を発揮しているとは言えない。しかし、このことは経営者報酬制度の企業価値に対する効果を否定するものではない。本調査はアンケートによるデータを用いており、いわば企業の「自己採点」による数値からの結果である。開示状況に関する集計結果小括にても示した通り、「自己採点」結果は必ずしも客観的な報酬制度の進展度合いを反映したものとはなっておらず、推定結果に少なからず影響していると考えられる。これについては、開示情報などによるいわば「第三者採点」スコアを算出し結果を比較することで真偽を判断することができよう。

また、サンプルサイズの限界が結果を歪めている可能性も否定できない。JPX400採用企業に協力を求めたことからコーポレート・ガバナンスの環境が比較的整備されている企業のうち、さらに自社事情を開示することに協力的な企業から回答を収集することができたと言える。しかし絶対数としては29社に留まる。これは経営者報酬制度に対する日本企業の意識を反映した結果でもあり、またアンケートが冗長であったことから調査担当者である筆者らの努力不足によ

推定結果. ECSとパフォーマンス

dependent variavle	ROE		PBR	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t
ECS	0.056	0.791	0.056	0.256
LNASSET	-2.100	0.034	-0.631	0.007
D_SALES	0.006	0.977	0.002	0.956
SD_ROE	-0.121	0.705	-0.021	0.778
d_pre	yes		yes	
Obs.	43		43	
Adjusted-Rsquared	0.111		0.126	

るものでもある。加えて、基礎的な推定のみを記しているため説得力に欠ける部分は否めない。

また、前述の個別報酬額についての分析にて示したように、日本企業の経営者報酬制度は、一部の高水準企業においてさえも業績に対する意識は高いとは全く言えない状況である。このような状況が推定に反映されていることも考えられる。つまり、日本においては、経営者報酬制度が比較的整っている企業であっても、業績を押し上げるような機能を持たせるには至っていない、という状況が予想される。コーポレート・ガバナンスの手段としての経営者報酬を考えた場合、非常に問題のある状況であると言えよう。

いずれにせよ、本調査のような経営者報酬に関する企業側・投資家側への一斉アンケート調査によるデータは非常に貴重なものである。この結果を踏まえ今後より詳細な分析を進めていく。

## Ⅱ 国内外機関投資家のアンケート調査とインタビュー調査

日本取締役協会では日本企業の成長や株式市場の活性化を促すような、経営者報酬ガイドラインを作成するにあたり、現状を再確認するため、国内機関投資家と海外機関投資家へのアンケート調査とインタビュー調査を行った。機関投資家の日本企業の経営者報酬制度に対する意識は高まっているという仮説をもとに調査は実施された。その背景として、わが国においてもコーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードが導入されて、機関投資家の経営行動に変化がみられることが挙げられる。

アンケート調査とインタビュー調査の結果、確認できたことは海外機関投資家のみならず国内機関投資家も経営者報酬制度に対する関心は確実に高まっているということである。とくに中長期的な企業価値創造のために経営者報酬体系の構築の必要性について意識するようになっている。

最初に 2012 年に実施された国内機関投資家へのアンケート調査結果と 2016 年のそれと比較する。注目すべき点は、前回の調査の回答企業数は 9 社であったが、2016 年度の調査では 19 社と回答企業社数が倍増したことである。このことは、日本の機関投資家の経営者報酬制度に対する関心が高まっていることの表れであるといえよう。

さらに重要な点は、前回調査では投資判断として経営者報酬制度を考慮している企業の比率がおよそ 44% (9 社中 4 社) にすぎなかったのが、今回の調査ではおよそ 63% (19 社中 12 社) と大幅に増加している点にある。その中でも重要視されている事項は前回調査同様、経営者報酬制度の方針、経営者報酬の制度設計と業績連動性であった。この場合の投資判断の中身については各社によって異なるが、経営者報酬制度が機関投資家にとって無視できない要因になっていることは間違いない。

そして興味深い点は、国内機関投資家の日本企業の経営者報酬制度に対する評価が変化していることである。「日本企業の経営者報酬制度についてどのような評価を与えることができるか」という項目について、前回調査では回答企業 8 社のうちわずか 1 社が「やや評価できるという」という回答で(“評価できる”はゼロ)、今回調査では 19 社のうち 5 社が「やや評価できるという」という回答であった(“評価できる”はゼロ)。このことは、わが国においても経営者報酬制度の整備が進展している企業が増加していることを示唆していると考えられる。

また、日本企業の経営者報酬に関する情報開示の内容については、ほぼ全ての機関投資家が不十分であると評価しており、これは前回の調査とほぼ変わりはない。つまり開示の内容について日本企業はさほど進歩していないと彼らは評価していることを意味する。その中でも、経営者報酬の方針・基本的な考え方、報酬構成要素の構成割合、業績連動賞与の連動対象指標は機関投資家側がとくに希望する開示内容となっており、日本企業は以上の点を踏まえて開示内容の質を高める努力が求められている。

次に、今回の調査で国内外機関投資家 13 社 (国内機関投資家 8 社、海外機関投資家 5 社)

に対するインタビュー調査を実施した。インタビュー調査を行うことによって、機関投資家の意識を肌感覚で理解することが目的である。結論から言えば、ここ数年で経営者報酬制度に対しての意識は高まっているという意見が多く、一部の機関投資家からは投資の評価基準として非常に重要視しているとの発言も聞かれた。また、どの機関投資家にとっても経営者報酬は議決権行使の際に極めて重要な要素となっていることが判明した。そして、ほぼ全ての国内外機関投資家は、中長期的な企業価値向上へと繋がるための報体体系の構築と独立性が高い報酬委員会の設置を要請している。さらに経営者報酬に関する情報開示の高度化を求めているのである。

しかしながら、機関投資家の間で経営者報酬制度への評価を含むエンゲージメントの実施について温度差があることも浮き彫りになった。主としてわが国ではアクティブ運用において、エンゲージメントが行われ、その質も高まっている一方で、パッシブ運用（インデックス運用）においては、アクティブ運用の一環として行われている以外にエンゲージメントが積極的に実施されてはいない。また独立系のアクティブ投資を主とする機関投資家は、エンゲージメントを強力に押し進めて、ガバナンスはもちろんのこと経営者報酬に対する関心は非常に高く、その戦略性についても評価している。わが国においてもスチュワードシップの観点から、パッシブ運用において、エンゲージメントが軽視されるべきではない。欧米の機関投資家の場合、パッシブ運用であっても、エンゲージメントが行われているケースがよくみられる。

またアセットオーナーの役割と責任が国内外でも求められるようになってきている。日本においても GPIF が委託する運用会社の評価手法のなかで、エンゲージメントの項目の比重を高めていくことを明らかにしている。GPIF の投資の 8 割がパッシブ運用であるため、パッシブ運用の国内機関投資家も質の高いエンゲージメントが要請されるようになってきている。この流れにより中長期的な企業価値創造という観点からのエンゲージメントの重要性が高まることは必然である。

最後に現時点では、インタビュー調査対象企業のなかで戦略性の観点から経営者報酬制度を考慮している機関投資家は少数であった。これは、日本企業の経営者報酬制度が全般的に未成熟であることと関連するが、今後は経営者報酬制度そのものを投資対象企業の評価基準として厳密に組み込むことが求められる。つまり、中長期的な企業価値向上の重要な要素として経営者報酬制度を評価することは、わが国企業の経営者報酬制度の高度化に寄与し、企業価値向上に大きく寄与すると考えられるからである。

## Ⅱ-1. 経営者報酬に関する機関投資家へのアンケート調査の集計結果

### 1. 経営者報酬に対する評価（19社が回答）

問 1. 日本企業への投資判断に際し、経営者報酬の状況を考慮していますか。

はい	いいえ
12	7

前回調査では投資判断として経営者報酬制度を考慮している企業の比率がおよそ 44%（9社中 4社）にすぎなかったのが、今回の調査ではおよそ 63%（19社中 12社）と大幅に増加している。これによると、日本企業は予想以上に経営者報酬について考慮していることが窺える。

前回調査では 9社中 4社が「はい」と回答しており、

問1-1. 特にどのような事項を重視していますか（問 1 で「はい」と回答した企業のみ）。

1. 経営者報酬の方針	2. 報酬の決定機関	3. 経営者報酬の制度設計	4. 経営者報酬の水準	5. 経営者報酬の業績連動性	6. その他
6	2	6	4	5	1

\*その他の記載は、株式保有による少数株主との認識共有

経営者報酬の方針、経営者報酬の制度設計、経営者報酬の業績連動性をとくに考慮していることが示されている。

問 2. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会が存在することをプラスに評価しますか。

はい	いいえ
16	4

これによると、報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会が存在することを高く評価している機関投資家が多い。

問 2-1. 報酬委員会またはそれに相当する任意の委員会における、社外委員として最も評価するのはどれですか。

1. 独立取締役	2. 社外監査役	3. 社外有識者(学者、弁護士など)
16	1	1

予想通りではあるが、独立取締役を社外委員に据えるべきであるとの意見が多い。

問 2-2. 報酬委員会に相当する任意の委員会における、社外委員の比率はどの程度であれば適切ですか。

1. 50%未満	2. 50%以上 99%以下	3. 全員
2	14	1

50%以上が望ましいとの回答が多い。

問 3. 経営者報酬コンサルタントに関する方針（経営者報酬コンサルタントの独立性の確保に関する方針等）が経営者報酬の方針の一内容として定められていることを重視しますか。

はい	いいえ
6	12

「はい」の回答数が低かったが、経営者報酬コンサルタントに対する認識が低いという要因も考えられる。

問 4. 日本企業において、経営者報酬の決定権限は経営者自身から充分に分離されていると思われますか。

はい	いいえ
0	19

この結果によると、日本企業の経営者報酬の決定権限について、経営者の裁量が大きいとほとんどの機関投資家は考えていることを示している。

問 5. 経営者報酬に株式報酬が組み込まれていることを重視しますか。

はい	いいえ
12	7

これについては、ほとんどの機関投資家が「はい」と回答することが予想されていたが、意外にも「いいえ」と回答した企業が7社もあった。

問 6. 株式保有ガイドラインは必要だと思われますか。

（※株式保有ガイドライン：役員に一定の自社株式の保有を推奨・義務付けるもの）

はい	いいえ
7	13

問 5 で、経営者報酬に株式報酬が組み込まれていることを重視する企業が多い中で、株式保有ガイドラインの必要性について機関投資家はさほど重視していない。

問 7. 業績連動性は必要だと思われませんか。

はい	いいえ
19	1

予想どおり、大半の機関投資家は経営者報酬を業績連動と連動させることの必要性を感じている。

問 8. 業績連動報酬は、全社業績にどの程度連動させるべきだと思われませんか。

1. 連動させる必要はない	2. 20%未満	3. 20%以上 40%未満	4. 40%以上 60%未満	5. 60%以上 80%未満	6. 80%以上
0	2	3	6	1	2

業績連動報酬は必要であるとの意識は共通ではあるが、企業業績との連動の割合については回答が分散している。40%以上 60%未満の連動比率が最も多いが、20%未満も 2 社あり、これは日本において業績連動の割合が高くなることを望まない機関投資家が存在することを表している。

問 9. 業績が目標を大きく下回った場合、経営者報酬はどのように変化すべきだと思われませんか。

1. 業績を立て直すためのインセンティブとして増加	2. 経営者の裁量外での業績変化であれば変える必要はない	3. 報酬体系に組み込まれた範囲で減額	4. 報酬を返納する	5. 報酬を全額返上する
0	2	15	1	0

問 10. 業績連動型報酬の評価対象指標は次のうちどれが適切であると思われますか。(複数回答可)

1. 税引き後純利益	2. 1株当たり利益	3. ROE(株主資本利益率)	4. 売上高	5. 営業利益	6. ROA(総資産利益率)
7	8	13	2	8	4
7. 経済付加価値(EVA)	8. TSR(総株主還元率)	9. その他			
4	2	4			

「9. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

- ・任期中に企業価値をどれだけ向上させたか
- ・絶対値のみならず同業他社、あるいは市場との比較も必要であろう
- ・会社、業種により異なる
- ・経常利益
- ・経営方針に合致したもの

近年のトレンドとして ROE を評価対象指標として挙げる企業が多かった。その他では、税引き後純利益、営業利益、一株当たり利益が多く、機関投資家によって様々な評価指標を単独あるいは組み合わせることによって評価対象指標が用いられていると考えられる。

問 11. 日本企業の経営者報酬の水準についてどのように思われますか。

1. 高い	2. やや高い	3. 妥当	4. やや低い	5. 低い
0	0	6	9	3

⇒ 「やや低い」「低い」をご選択された方のみ問 11-1 をお答えください。



問 11-1 経営者報酬の報酬水準を妥当なものにするには、どのような報酬要素を変化させることが望ましいと思われますか（複数回答可）。

1. 基本報酬	2. 業績連動賞与	3. 退職慰労金	4. 通常型ストックオプション	5. 株式報酬型ストックオプション（権利行使価格1円のストックオプション）	7. パフォーマンスシェア
4	9	0	4	2	1
8. 信託型株式報酬プラン	9. 有償ストックオプション	10. 譲渡制限株	11. 中長期キャッシュプラン（評価期間が複数年度の業績連動賞与）	12. 自社株購入プラン（現金支給の報酬の一部で自社株購入を強制する制度）	13. その他
4	2	2	4	1	0

多くの機関投資家は、日本企業の経営者報酬の水準が低いと感じている。また、報酬水準を妥当なものにする上で、業績連動賞与を変化させることを希望している回答が最も多かった。株式報酬の変化についても、その手法は様々であるが多くの機関投資家は見直しが必要であると考えているように思われる。

## 2. 情報の開示とリスク管理

問 12. 日本企業の経営者報酬に関する開示内容は十分であると思われますか。

はい	いいえ
2	17

やはり大半の機関投資家は、日本企業の経営者報酬に関する開示内容について評価は低い。

問 12-1. 具体的には、どのような内容について開示内容を充実させる必要があると思われますか（複数回答可）。

1. 経営者報酬の方針・基本的な考え方	2. 報酬構成要素の構成割合	3. 業績連動賞与の連動対象指標	4. 業績連動賞与の業績目標値	5. 業績連動賞与の業績の実績値
14	12	11	10	6
8. 株式保有ガイドライン	9. 報酬水準の決定方法	10. 報酬(諮問)委員会設置の有無	11. 報酬(諮問)委員会の構成メンバー	12. 報酬委員会の独立取締役の資質
0	10	3	3	2
15. 報酬(諮問)委員会における審議内容	16. クローバック	17. 退職慰労金	18. 顧問相談役報酬など役員退任後の報酬	19. その他
4	0	7	6	0

問 12-2. 問 12-1 で複数項目を選択された方は、特に重視する項目を1つお選びください。

1. 経営者報酬の方針・基本的な考え方	2. 報酬構成要素の構成割合	3. 業績連動賞与の連動対象指標	4. 業績連動賞与の業績目標値	5. 業績連動賞与の業績の実績値	6. 業績連動賞与の支給変動幅
7	2	2	0	2	1
8. 株式保有ガイドライン	9. 報酬水準の決定方法	10. 報酬(諮問)委員会設置の有無	11. 報酬(諮問)委員会の構成メンバー	12. 報酬委員会の独立取締役の資質	13. 報酬委員会への教育システム
0	1	0	0	0	0
15. 報酬(諮問)委員会における審議内容	16. クローバック	17. 退職慰労金	18. 顧問相談役報酬など役員退任後の報酬	19. その他	
0	0	0	1	0	

この結果より、経営者報酬の方針・基本的な考え方について開示することが最も求められている。これは具体的に、経営者報酬が企業価値向上のために自社の戦略とどのようにリンクしているのかという点と繋がっているように思われる。理念なき経営者報酬制度は企業価値の向上に決して寄与しない。将来的には、報酬構成要素の割合、業績連動賞与の連動対象指標等の具体的な経営者報酬制度の要素についての関心がさらに高まることが予想される。

問 13. 経営者報酬の個別開示は必要であると思われますか。

はい	いいえ
9	10

この質問項目については、意見が半々に分かれている。しかしながら、以前より個別開示に対する関心は高まっており、将来的に個別開示が一般的に行われることが予想される。機関投資家へのインタビュー調査においても、従来までは日の企業風土や経営者報酬の額の低さから、個別開示は必要ではないとの意見が多かったが、近年は個別開示を求めることについて抵抗感は下がってきているように感じられる。

問 14. 顧問相談役の報酬は開示すべきだと思われますか。

はい	いいえ
14	5

顧問相談役に対する機関投資家からの批判は高い。上記の個別開示の質問項目と比較しても、ほとんどの機関投資家は開示すべきであるとの意見である。

問 15. インセンティブの詳細開示（指標、支給公式、支給レンジ）は必要だと思われますか。

はい	いいえ
17	1

インセンティブの詳細開示（指標、支給公式、支給レンジ）についての開示の要請が強いことは明らかである。この結果は、日本の機関投資家の経営者報酬に対する意識が高まっており、具体的な報酬の中身について企業価値向上との関連で評価をしようとする姿勢の表れであると考えられる。

問 16. 賞与に上限を設定すべきだと思われますか。

はい	いいえ
5	12

この結果も、機関投資家の意識が徐々に変わりつつあることを示すものではないか。つまり、高業績を実現させて経営者に対しては高額報酬は許容することを意味している。

問 17. 報酬決定プロセスにおいてリスクマネジメント部門は関与すべきだと思われませんか。

はい	いいえ
11	6

近年、企業を揺るがすような様々なリスクが露呈していることから、この結果は経営者報酬制度の設計にあたっては自社のリスクマネジメント部門との連携を図ることが必要であると機関投資家が考えていることを示している。

問 18. 日本においても、セイ・オン・ペイを実施することが必要だと思われませんか。

(※セイ・オン・ペイ：株主総会で経営者報酬について法的拘束力のないアドバイザリー投票を行うこと)

はい	いいえ
7	12

セイ・オン・ペイについては、日本の機関投資家はその中身と実態について情報があまりないように思われる。また、日本の株主の権利は欧米ほど弱くはないという意見もあり、このような結果になっていると考えられる。

問 19. 日本においても、クローバック（条項）は必要だと思われませんか。

はい	いいえ
6	12

この結果についてもセイ・オン・ペイと同様である。ただし、インタビュー調査においては、ほとんどの機関投資家がクローバック（条項）は必要であると回答しており、その導入への要望が今後高まることが予想される。

### 3. 経営者報酬の課題

問 20. 日本企業の経営者報酬制度に対してどのような評価を与えることができますか。

1. 評価できる	2. やや評価できる	3. あまり評価できない	4. 全く評価できない	5. どちらでもない
0	5	7	0	7

この結果より、多くの機関投資家は日本企業の経営者報酬制度について、高く評価していない。「評価できる」はゼロで、「あまり評価できない」と回答している機関投資家数が最も多い。しかしながら、「やや評価できる」が1社であった前回調査と比較すると（「評価できる」はゼロ）、「やや評価できる」は5社となり、幾分か経営者報酬制度の改革が進展していることを示唆しているのかもしれない。

問 21. 過去3年で日本企業の経営者報酬制度はどのように変化したと思われますか。

1. 良くなった	2. やや良くなった	3. 変化していない	4. やや悪くなった	5. 悪くなった
0	13	6	0	0

問 20 の回答結果でありながら、経営者報酬制度の変化については「やや良くなった」の回答が最も多かった。これは日本企業の経営者報酬制度への意識が高めて、経営者報酬制度の改革を徐々にではあるが進めてきていることの反映であろう。

問 22. 会社法の施行によりストックオプションを役員報酬として支給することができるようになりました。このような変化に伴い、経営者報酬に対して株主の意思が反映されるような制度が実現されたと思われますか。

はい	いいえ
8	11

問 23. 日本企業の経営者報酬制度に関して、問題点があると思われますか。

はい	いいえ
18	2

やはり多くの機関投資家は、日本企業の経営者報酬制度に関して、問題点があると考えて

いる。これは機関投資家も以前より経営者報酬制度に対しての評価を厳密に行っているということを意味しているように思われる。また具体的な問題点として、質問 12 とは異なり、経営者報酬制度の設計を挙げていることは、わが国機関投資家の経営者報酬制度への関心が、その方針から企業価値向上に寄与できる設計となっているかの点に移行している点で興味深い。今後は議決権行使の際の判断基準として経営者報酬が評価の俎上に載せられるだけではなく、投資の対象とするか否かの評価基準としてそれが重要な要素になることが予想される。

問 24. 次のどの項目を問題点であるとお考えですか。

1. 経営者報酬の方針	2. 報酬の決定機関	3. 経営者報酬の制度設計	4. 経営者報酬の水準	5. 経営者報酬の業績連動性	6. その他
7	5	8	7	7	1

↓「6. その他」をご選択された方は、具体的な内容をお書きください。

経営者のストックオプションが乱発されると既存株主の価値が希薄する。もしストックオプションを利用するのであれば、一定期間(5年程度)権利行使が出来ない。行使価格を1円ではなく、発行時の株価等にプレミアムを付ける事が望ましい。しかし日本の経営者は資本政策の理解が低いので、単純に制度を作っているにすぎない。

問 25. 投資の際に、経営者報酬制度に問題があると感じた場合の投資行動は下記のどれに相当しますか。

1. 投資対象から外す	2. 投資対象から外すこともある	3. 投資行動には影響がない
0	12	7

#### 4. 日本企業の経営者報酬制度に関する企業への要望をご自由にお書きください。

- ・問 24 に書いたように、日本企業は米国の制度を取り入れるものの良い形にして日本の文化に則した制度へ練り上げる力を持たない。というのも資本政策・方針が明確でない事が問題である。
- ・東アジアの中で相対比較して、日本の経営者報酬水準はむしろ低い印象。優れた経営者が日本企業にとどまるよう、報酬制度の改革が必要。
- ・経営者報酬は透明性が高いことが必要であり、特に、業績連動ウエイトがどの程度あるかが重要である。しかし、その際にも、業種の特性はしっかり反映させるべきである
- ・経営者報酬決定方針の透明性を高めていただきたいと考えております。

- ・透明性がより確保される制度設計が必要。
- ・1年単位ではなく、複数年にわたる業績に連動した制度設計が必要ではないか。
- ・近年導入されている業績連動型株式報酬については、制度設計が複雑であり、企業担当者でも理解が不十分なケースも見られます。業績連動の連動対象や業績目標の開示を充実して頂き、同制度の導入により、どの程度、株主利益と連動した報酬であるのか、より外部に対して説明力のあるものとなるよう工夫して頂きたいと思います。
- ・報酬の決め方についての、情報開示の充実を望む。

## II-2. 国内外機関投資家へのインタビュー調査報告書

日本取締役協会では日本企業の成長や株式市場の活性化を促すような、経営者報酬ガイドラインを作成するにあたり、現状を再確認するため、2016年の5月から9月にかけて国内外機関投資家13社（国内機関投資家8社、海外機関投資家5社）に対するインタビュー調査を行った。経営者報酬に関する質問項目は下記のとおりである。しかしながら、日本企業の経営者報酬制度についてはその仕組みが成熟化しておらず、欧米企業と比較しても詳細な開示がなされていない点と報酬額そのものの低さから欧米企業ほど問題視されていない点で、以下の質問についてそれぞれの機関投資家から統一した回答を得ることは非常に困難であった。

しかしながら、国内外の機関投資家の日本企業の経営者報酬に対する関心は確実に高まっていることを確認することができた。これまでは日本企業の経営者報酬については欧米と比較すると報酬額も低いということもあり意識されることもなく、議決権行使の枠組みの中で評価されることが多かった。しかしながら今回のインタビュー調査を通じて彼らの多くは経営者報酬そのものをコーポレート・ガバナンスの重要な要素として捉えており、そのあり方について双方に議論を深めることができた。具体的にはほぼ全ての国内外機関投資家は、中長期的な企業価値向上へと繋がるための報体体系の構築と独立性が高い報酬委員会の設置を要請している。とくに海外機関投資家の経営者報酬への意識は極めて高く、現実に彼らは日本の株式市場に大きな影響を与えていることを鑑みると、今後わが国企業の経営者報酬制度をさらに変容させる可能性が高いと考えられる。

なお、インタビュー調査対象機関投資家に所属している個人としての意見も含まれていることにご留意いただきたい。

### 質問の内容

1. 日本企業の経営者報酬制度について
  - 1-1 日本企業への投資判断と経営者報酬の状況
  - 1-2 日本企業の経営者報酬の決定機関について
  - 1-3 経営者報酬と社外取締役の役割
  - 1-4 日本企業の経営者報酬の決定プロセスについて
  - 1-5 日本企業の経営者報酬の設計について
  - 1-6 日本企業の経営者報酬に関する情報開示について
  - 1-7 セイ・オン・ペイならびにクローバック（条項）の必要性
  - 1-8 日本企業の経営者報酬制度の問題点と改善点
2. 日本版スチュワードシップと経営者報酬制度との関連について



## 1. 日本企業の経営者報酬制度について

経営者報酬制度について上記の8つの質問を中心にインタビュー調査を実施した。

### 1-1 日本企業への投資判断と経営者報酬の状況

日本企業へ投資する際に、経営者報酬制度を投資対象企業の評価基準の一つとして重要視している機関投資家は少数であった。他の機関投資家は、投資判断の一つとしてそれを考慮するというよりも、議決権の行使を行う際に重要視している。

また、日本企業の経営者報酬制度の現状については、報酬額そのものが低いという彼らの感想が多く、経営者が高い業績を達成したのであれば、それ相応の報酬をもらうべきであるとの意見が多かった。具体的な金額としては、1億円を超える報酬に難色を示す機関投資家は存在せず、欧米の過剰報酬付与企業を除く一般上場企業の水準であれば妥当とする意見が多かった。また、日本企業の歴史ならびに企業風土を考慮すると、現状のような経営者報酬制度は理に適っているという意見もわずかではあるが聞かれた。しかしながら、日本企業の経営者報酬制度への関心は年々高まっているという意見は国内外機関投資家の間でも共通で、この傾向は今後さらに強くなると彼らは考えている。

他方で、投資規模が比較的小さい投資家の間では、エンゲージメントの観点から報酬を経営者に対するガバナンスの重要な要素として認識しているが、具体的な方法論への発展が難しいとの意見も聞かれた。画一的な対応が取られることは避けねばならないが、日本の経営者報酬制度の発展度合を鑑みれば、投資家サイドへある種の「手引き」となるような経営報酬に関するガバナンスの形式を提示する必要があると考えられる。

### 1-2 日本企業の経営者報酬の決定機関について

経営者報酬の決定機関については、報酬委員会ならびにこれに類似するような機関を設けるべきであるとの回答が多かった。彼らは多くの日本企業の経営者報酬の決定がブラックボックス化しているとの印象を持っており、1-3とも関連するが、社外取締役を含めた報酬委員会のような機関を設置し、独立性と透明性を高めるべきであると述べている。

また、報酬委員会を設置しているわが国企業についての評価も、その機能が十分に発揮されていないとの評価が多かった。つまり、経営者報酬の最終的な決定権限が経営者自身から適切に分離されていると考える投資家は存在しなかった。報酬水準の低さから実際に投資家の不利益になるとする観方は少数ではあったものの、経営者による報酬の自己決定の恐れは否定できないと考えられている。

これは日本企業の報酬委員会の独立性と透明性が担保されていないということを意味する。上述したように報酬委員会は半数以上の社外取締役で構成されて、委員長も社外取締役が務めることにより、独立性と透明性を確保することが必要であるとの意見である。これは適正な報酬を経営者に付与するという点で、メリットの方が大きいという指摘もあり、日本

企業も報酬委員会の設置だけでなくその高度化が求められるようになってきているのである。

### 1-3 経営者報酬と社外取締役の役割

経営者報酬制度の決定にあたって、社外取締役を参画させて、その役割と位置づけを高めるべきであるとの意見が多かった。具体的には1-2でも述べたように、報酬委員会の構成員として半数以上は社外取締役であり、委員長も社外取締役が務めることが望まれている。そして社外取締役を中心として、経営者報酬の体系を構築し、アカウンタビリティを果たすことが求められている。

また社外取締役の報酬について、業績や株価に連動する変動報酬型報酬の導入については賛否両論であった。基本的に日本企業の社外取締役に対しては固定給を付与することが一般的である。およそ半数の機関投資家は、株主との利害関係を一致させるうえで業績連動給の導入や株式報酬を一部付与することに対して肯定的な意見であった。

### 1-4 日本企業の経営者報酬の決定プロセスについて

#### 1-5 日本企業の経営者報酬の設計について

上記の質問について、不透明であるとの意見が多かった。社外取締役を主体とする報酬委員会のような機関を設置し、様々な先進企業の事例をもとに透明性の高い決定プロセスを構築すべきである。場合によっては経営者報酬コンサルタントと協力しながら、報酬制度の構築を実施することも重要であろう。

次に設計の具体的な中身について中長期的に企業価値を向上させるような仕組みを担保した経営者報酬が望ましいとの声も多く聞かれた。具体的には企業業績連動性を高めた報酬体系の整備ならびに経営者に自社株を持たせるような経営者報酬の設計が必要であるとの意見である。とくに2016年に特定譲渡制限付株式の導入の手引きが公表されて、わが国においても株式報酬の割合を高めるべきであるとの述べる機関投資家は多かった。また、主に単年度の業績と連動させるような報酬設計は好ましくないとの意見と1円ストックオプションに対して否定的な考えが多かった。

退職慰労金の高額支給や相談役への報酬付与などは企業価値への影響を考慮したうえで肯定的な投資家はほとんど存在しない。しかし業績連動性が高まらないことを含め、日本企業の経営者報酬の内容が未熟であることについて、企業側の努力を求めながらも現在の制度上の問題から一定の理解を示す意見も多かった。早急な制度変更が求められていると考えられる。

また社内取締役の意見も適切に吸い上げて、自社の経営者報酬を社内でも理解できうるような体系にすべきであるとの意見や経営者報酬体系にESGを組み込むべきであるとの興味深い提案もあった。

### 1-6 日本企業の経営者報酬に関する情報開示について

全ての機関投資家は、多くの日本企業の経営者報酬に関する情報開示については不十分であるとの認識である。具体的には経営者報酬制度の方針が明らかにされておらず、経営者報酬制度と企業価値向上との間の関係性が希薄であると同時にその仕組みを設計する上でのコンセプトが提示されていない点である。また、それとの関連で、決定プロセスについて外部から判断できうるような情報もほとんど開示されていないとの意見が多く聞かれた。しかしながら少数ではあるが、質の高い情報を提供している企業もいくつかみられるようになってきているとの回答もあり、具体的な企業として資生堂を挙げる機関投資家が多かった。

また個別開示の必要性についても肯定派と否定派がほぼ半分であった。肯定派の主な意見として、報酬制度が実際に運用されているかを確認するうえで極めて重要であるとのことである。いくつかの海外機関投資家は日本のように一億円以上の役員報酬者開示は不合理で、額に関わらず全て開示すべきであると述べていた。否定派との意見として多かったのが、現状の日本の企業風土ならびに経営者報酬水準の質を考慮すると時期尚早であるということである。しかしながらわが国企業の経営社報酬制度の質が高まり、マスコミ・投資家の理解力も向上すれば将来的に個別開示を進展すべきであるとの意見もいくつかの機関投資家で聞かれた。

### 1-7 セイ・オン・ペイならびにクローバック（条項）の必要性

機関投資家からセイ・オン・ペイの導入についての積極的に導入すべきであるとの意見はさほど多くは出されなかった。具体的な意見として米国の株主の権利と比較すると日本のそれは弱くはないので、必要性は感じないとのことである。また興味深い意見として、株主の意向にあまりにも敏感すぎると、一部の大手の助言会社のモデルに多くの企業が追従することになり、経営者報酬体系の多様性と個別性が失われてしまうという意見もいくつかみられた。しかしながら、経営者の報酬体系については、株主と議論する必要はあるとの意見もあり、セイ・オン・ペイの導入について肯定的な機関投資家もいくつかみられた。

クローバック（条項）については、大半の機関投資家は日本においても必要であると述べている。実際に日本においても不適切な経営者報酬額や企業不祥事は多発しており、クローバック（条項）はこれを防ぐためにも有効な手段であるとの認識である。

### 1-8 日本企業の経営者報酬制度の問題点と改善点

インタビュー調査の内容から日本企業の経営者報酬制度に対する意見を以下の 3 つに集約することができる。

最初に、自社の経営者報酬制度についての方針を持っている企業が少数であるとの不満である。つまり経営者報酬制度をコーポレート・ガバナンスの重要な要素として認識しておらず、経営者報酬制度に対しての自社の哲学が明示されていない。おそらく、それは経営者報酬額の水準の低さに起因するものであろうが、欧米においては経営者報酬制度とコーポ

レート・ガバナンスの両者は報酬ガバナンスと捉えられており、報酬額の多寡に関わらず経営者報酬制度はコーポレート・ガバナンスの重要な機能であると考えられる。そのような意識が日本企業には希薄であるとの認識である。

次に、経営者報酬制度と中長期的な企業価値向上とのリンクが不十分であることが挙げられる。つまり自社の経営者報酬制度が、具体的にどのような根拠により経営者のインセンティブを高めて企業価値を向上させるのか、短期・中期・長期の企業価値向上のための自社の戦略と整合性がとれているか等の問題である。つまり企業価値創造とリンクしたストーリー性が経営者報酬の体系に求められているのである。また、総報酬に占める固定報酬比率の割合の高さと業績連動部分の割合の低さも問題視している機関投資家がほとんどで、具体的には株式報酬の割合をさらに高めるべきであるとの意見が多かった。

最後に経営者報酬制度に関しての情報開示の質の低さである。具体的にはこれは上記の点とも関連するが、経営者報酬制度の方針が明らかにされておらず、企業価値向上のための報酬設計や決定プロセスの開示について十分な開示がなされていないとの意見が多かった。また、個別開示については、開示すべきであるとの意見と開示する必要はないとの意見でおおよそ半々に分かれた。アンケート調査においても、回答企業 19 社のうち 17 社は日本企業の経営者報酬制度についての情報開示は不十分であるとの認識であり、日本企業はその情報開示の質を高めることに力を注ぐべきである。

## 2. 日本版スチュワードシップ・コードと経営者報酬制度との関連について

国内外の機関投資家の日本版スチュワードシップに対する評価は高く、これによりエンゲージメントが行いやすくなったとの意見が多かった。またスチュワードシップ・コードにより、中長期の視点で企業評価を実施するために、当然のことながら経営者に対する評価も中長期の観点から行われるようになる。そのためわが国企業は、経営者報酬体系も短期的なものではなく、中長期的な観点から構築することが重要になるとの意見が聞かれた。

### 最後に. 機関投資家の側の問題点

最後に機関投資家の側の問題点として、経営者報酬制度への評価を含むエンゲージメントの実施について温度差があることも浮き彫りになった。主としてわが国ではアクティブ運用において、エンゲージメントが行われ、その質も高まっている一方で、パッシブ運用（インデックス運用）においては、アクティブ運用の一環として行われている以外にエンゲージメントが積極的に実施されてはいない。また独立系のアクティブ投資を主とする機関投資家は、エンゲージメントを強力に押し進めて、ガバナンスはもちろんのこと経営者報酬に対する関心は非常に高く、その戦略性についても評価している。

わが国においてもスチュワードシップの観点から、パッシブ運用において、エンゲージ

メントが軽視されるべきではない。欧米の機関投資家の場合、パッシブ運用であっても、エンゲージメントが行われているケースがよくみられる。もちろん、すべての保有企業ではなく、エンゲージメントが必要であると考える企業を選出して、エンゲージメントを実施するのである。例えばカルパースの主な運用手法はパッシブであるが、投資先企業に対する姿勢はアクティブであり、投資先企業のガバナンスに対する要望を積極的に伝えており、経営者報酬への評価は厳しい。

またアセットオーナーの役割と責任が国内外でも求められるようになってきている。イギリスにおいては、アセットオーナーが受益屋に対してスチュワードシップを持つことが明記されている。日本においても GPIF が委託する運用会社の評価手法のなかで、エンゲージメントの項目の比重を高めていくことを明らかにしている。GPIF の投資の 8 割がパッシブ運用であり、これによりパッシブ運用の国内機関投資家もエンゲージメントが要請されるようになってきており、この流れにより中長期的な企業価値創造という観点からのエンゲージメントの重要性が高まることは必然である。これは日本企業も中長期的な観点から経営者報酬制度を構築することが求められることを意味する。当然のことながら多くの課題もあり、エンゲージメントには多大なコストがかかるので、その面を克服するための業界全体での取り組みも必要になるであろう。

## 経営者報酬実態調査 サマリー

2016年版経営者報酬ガイドラインを作成するに当たり、JPX400を中心とした企業に対するアンケート調査と国内外機関投資家に対するアンケート調査ならびにインタビュー調査を行った。その結果から、以下のような経営者報酬ガバナンスの現状が観察されている。まず報酬決定機関については、機関設計に関わらず報酬委員会が設置されているものの、最終的な決定権限は経営者自身にあるいわゆる「お手盛り」の状態も散見された。報酬水準では「同業他社の水準」が最も注目されており、業績連動型報酬を導入していない企業はほとんど存在しない。しかし多くの場合業績連動型報酬の割合は50%以下であり、譲渡制限付株式やパフォーマンスシェアなど経営者報酬のインセンティブとしての役割を強めるような方法に対しては懐疑的な姿勢も見られた。情報開示の観点では、ほとんどの企業が現状で十分であると認識している。投資家へのアンケート結果を鑑みれば、投資家の認識の相違については対話不足が指摘できよう。経営者報酬の決定方針としては、前回調査に比べ株主に対する意識が高まった。しかし税務上の扱いなど制度面の認知度は低く、全体として経営者報酬制度に関する認識を深めるための活動が必要とされていると考えられる。

また、アンケート結果を用いた分析では、前回同様経営者報酬スコア(Executive Compensation Score :ECS)を設定し、企業価値への効果を推定した。今回の調査からは、ROE、PBRともに経営者報酬制度の整備との間に有意な結果は観察されていない。つまり、少なくとも現状においては、経営者報酬制度が整備されていることが業績を押し上げるような効果を発揮していないと考えられる。

次に国内外機関投資家に対するアンケート調査と13社(国内機関投資家8社、海外機関投資家5社)に対するインタビュー調査の結果については以下のような点が明らかとなった。アンケート調査により、彼らが重要視している事項は前回調査同様、経営者報酬制度の方針、経営者報酬の制度設計と業績連動性であった。そして興味深い点は、国内機関投資家の日本企業の経営者報酬制度に対する評価が高まっており、わが国においても経営者報酬制度の整備が進んでいる企業が増加していることを示唆していると考えられる。また、日本企業の経営者報酬に関する情報開示の内容については、ほぼ全ての機関投資家が不十分であると評価しており、これは前回の調査とほぼ変わりはない。

また、インタビュー調査においてもほぼ全ての国内外機関投資家は、中長期的な企業価値向上へと繋がるための報体体系の構築と独立性が高い報酬委員会の設置を要請している。さらに経営者報酬に関する情報開示の高度化を求めている。

しかしながら、とくに機関投資家の間で経営者報酬制度への評価を含むエンゲージメントの実施について温度差があることも浮き彫りになった。主としてわが国ではアクティブ運用において、エンゲージメントが行われ、その質も高まっている一方で、パッシブ運用(インデックス運用)においては、アクティブ運用の一環として行われている以外にエンゲージメントが積極的に実施されていない。また独立系のアクティブ投資を主とする機関投資

家は、エンゲージメントを強力に押し進めて、ガバナンスはもちろんのこと経営者報酬に対する関心は非常に高く、その戦略性についても評価している。わが国においてもスチュワードシップの観点から、パッシブ運用において、エンゲージメントが軽視されるべきではない。

またアセットオーナーの役割と責任が国内外でも求められるようになってきている。日本においても GPIF が委託する運用会社の評価手法のなかで、エンゲージメントの項目の比重を高めていくことを明らかにしている。GPIF の投資の 8 割がパッシブ運用であるため、パッシブ運用の国内機関投資家もエンゲージメントが要請されるようになってきている。この流れにより中長期的な企業価値創造という観点からのエンゲージメントの重要性が高まることは必然である。これは日本企業も中長期的な観点から経営者報酬制度を構築することが求められることを意味する。