

# 日本企業の経営者報酬ガバナンスの現状と進むべき方向性



早稲田大学商学大学院 教授

HRガバナンス・リーダーズ 代表取締役社長CEO

同 シニアマネージャー

同 マネージャー

同 コンサルタント

**久保 克行**

**内ヶ崎 茂**

**飯田 悠**

**西本 優太**

**早坂 勇祐**

## 1. はじめに

本稿の目的は、日本企業のコーポレートガバナンス、特に経営者報酬に関して、あるべき姿がどの程度実現しているのかを分析することである。具体的には、HRガバナンス・リーダーズが実施した「2023年指名・報酬ガバナンスサーベイ」の調査結果を過去と比較

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 本サーベイ結果からみる報酬ガバナンスの現状と今後の方向性
3. おわりに

しながら、どのように変化しているか、着実な進化を遂げているのかについて考える。

周知のように、日本の伝統的な経営者報酬は固定報酬の割合が高く、米国や英国と比較して変動報酬の割合が低いという特徴があり、業績連動性を高めるべきだといわれてきた。2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいても次のように示されている。「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リスクを反映させ、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である」（原則4-2）。「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」（補充原則4-2①）。そ

(図表1) 「2023年指名・報酬ガバナンスサーベイ (報酬ガバナンス領域)」の概要

(1)調査期間	2023年6月～8月	
(2)回答社数	上場企業を中心に337社	
(3)回答企業属性	①時価総額 (※1)	「1兆円以上」が16.0%、「5,000億円以上～1兆円未満」が9.8%、「1,000億円以上～5,000億円未満」が24.6%、「1,000億円未満」が39.8%、「未上場企業」が9.8%
	②機関設計 (※1)	「監査役(会)設置会社」が52.8%、「監査等委員会設置会社」が42.1%、「指名委員会等設置会社」が5.0%
(4)用語の定義	基本報酬	毎月定額で支払われる報酬の1年間の総額
	年次インセンティブ (STI) (※2)	1年間の業績等評価によって決まる報酬 (賞与等)
	中長期インセンティブ (LTI) (※2)	1年を超える期間の業績等評価や企業価値によって決まる報酬 (ストック・オプション、株式交付信託等)
	総報酬	役員に支給される報酬の総額 (基本報酬+年次インセンティブ+中長期インセンティブ+退任後報酬)
	報酬MIX	基本報酬、年次インセンティブ、中長期インセンティブの総和に対する、報酬項目ごとの比率 (%)
(5)調査会社	HR ガバナンス・リーダーズ株式会社	

(※1) 2023年5月末時点

(※2) 今後1年間に業績目標を100%達成した際に支払われる報酬水準を調査

れでは、実際に経営者報酬はどの程度変化したのだろうか。

さらに、経営者報酬を考える際に考慮すべきもう一つの点は、人的資本経営やサステナビリティに関する取組みを促進するような報酬体系となっているかということである。企業が人的資本経営やサステナビリティに関する取組みを促進すべきであることは、金融庁による「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(6)でも強調されているが、この目的を実現するためには、企業が人的資本経営やサステナビリティに関する取組みをインセンティブ報酬の業績評価指標(以下「KPI」として、組み込むことが考えられる。それでは、実際に人的資本やサステナビリティに関する事項と経営者の変動報酬を明示的に結びつけている企業はどのくらいあ

るのか、また、このような取組みを行う企業は昨年と比較して増加しているのか、本稿はこれらについて明らかにする。

上場企業のコーポレートガバナンスについては情報開示が一定程度進んでいるが、まだ投資家等が求める情報を網羅しているとはいえ、特に指名・報酬ガバナンスに関する情報は十分ではない。そこで、HR ガバナンス・リーダーズでは、上場企業を中心とした日本企業を対象に「指名・報酬ガバナンスサーベイ」を実施し、企業におけるコーポレートガバナンスの現状について調査・分析を行っている。2023年サーベイ(報酬ガバナンス領域)では337社の企業を対象に調査を行った(図表1)。このサーベイは毎年行っていることから経年変化を確認することが可能であり、日本企業のコーポレートガバナンスの変化を確認するための重要なサーベイであると考え

ることができる。なお、3年で経年比較をしている場合は261社、2年で経年比較をしている場合は298社をそれぞれ母集団としている。これらは、3年連続、2年連続で本サーベイに継続参加した企業数である。なお、本稿の意見にわたる部分は著者たちの個人的な見解であり、著者たちが所属する大学や会社の見解を代表するものではないことをあらかじめお断りしておく。

## ■ 2. 本サーベイ結果からみる報酬ガバナンスの現状と今後の方向性

それでは、日本企業の経営者報酬の状況を分析しよう。まずは、経年比較として社長の報酬水準、インセンティブ比率に注目する。大企業のCEO報酬額が低いこと、業績連動割合が相対的に低いことがどの程度変化しているかを確認する。次に、インセンティブ報酬の中でも、ESG指標等の将来財務指標を中心としたKPIの傾向を確認する。最後に、近年の報酬ガバナンス強化の要請につき、役割の拡大や人財の流動化が進む社外取締役の報酬水準の傾向や、実効性の強化が求められている報酬委員会の活動状況に着目する。

### 2-1 社長の総報酬・インセンティブ比率

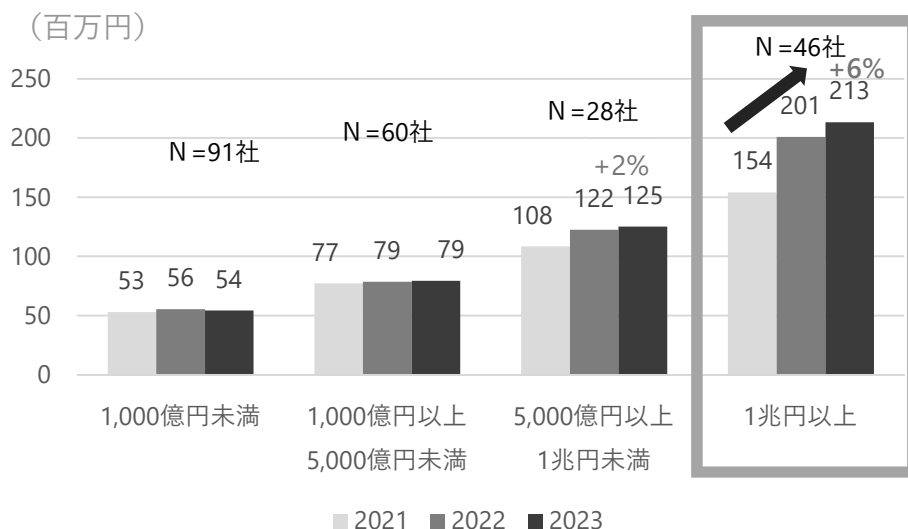
日本のコーポレートガバナンス改革の目的である経営者の適切なりスクテイクを通じた

持続的な企業価値の向上に向けて、経営者を動機付けることができる経営者報酬は経営戦略において重要な意味を持つ。取締役会や報酬委員会は、経営者に対する期待値や責任に応じた適切な報酬水準や、自社の重要課題(以下「マテリアリティ」) 解決に資するインセンティブ設計等について、自社の経営戦略に照らしながら検討を行うことが肝要となる。最初に、執行機能を統括する社長の報酬の状況を確認する。

まず、社長の総報酬水準の中央値を時価総額別にみると、時価総額5,000億円以上の大企業において増加が顕著であり、特に時価総額1兆円以上の企業群においては前年比6%、前々年比38%と大幅な増加が確認できる(図表2)。一方で、社長の基本報酬について、基本報酬から手当等の額を控除した社長の基本給与の変動率をみると、昨年から変動なしが56.8%を占め、水準の引き上げを実施した企業は32.1%にとどまった。総報酬水準の増加率に比べて、基本給与の増加率が限定的であることから、総報酬水準の増加要因は、主にインセンティブ報酬の増加によることがみてとれる。なお、今後、日本社会の物価上昇に合わせて、従業員の賃上げに加えて、経営者の基本給与の増加も予測される。

次に、社長のインセンティブ比率についてみていく。ここで得られる重要な知見は、インセンティブ比率が順調に増加しているということである。年次インセンティブ(Short Term Incentive)。1年間の業績等評価によ

(図表 2) 社長の総報酬水準の3か年推移 (時価総額別)



(注) 3年連続参加企業のうちデータが取得可能な企業に限定して集計 (ただし異常値として判定する企業を除く)。社長の総報酬水準の中央値を時価総額別に集計した結果を表示

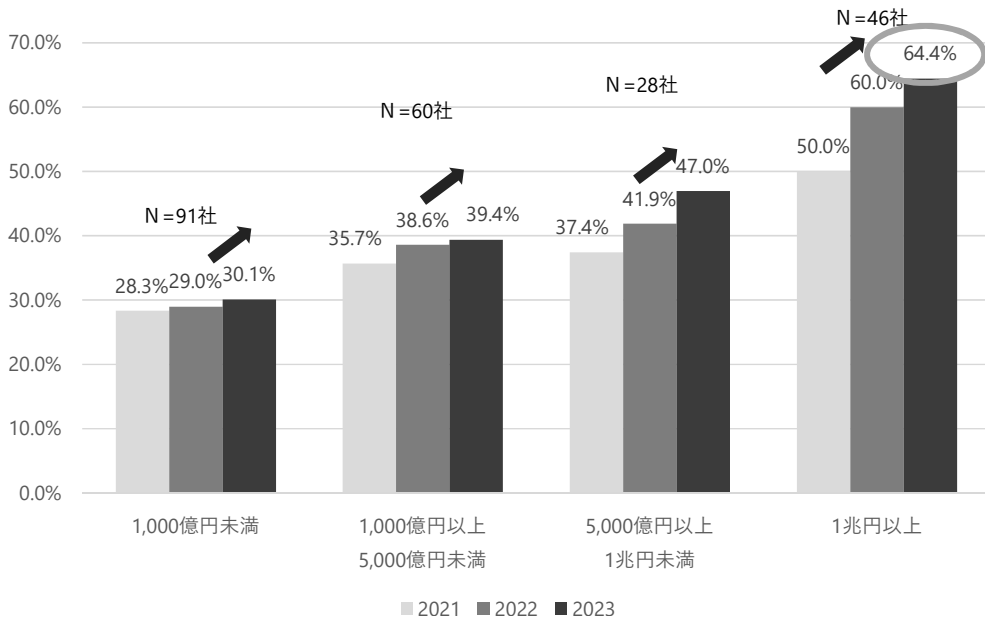
って決まる報酬であり、主に賞与を指す。以下「STI」および中長期インセンティブ(Long Term Incentive。1年を超える期間の業績等評価や企業価値によって決まる報酬であり、主に株式報酬を指す。以下「LTI」)の双方を合わせた変動報酬の総報酬に対する比率(変動報酬比率)の過去3年間の推移を時価総額別にみると、すべての企業群において増加がみられる(図表3)。時価総額1兆円以上の企業群では2022年に引き続き総報酬の6割超をインセンティブ報酬が占めており、時価総額5,000億円以上1兆円未満の企業群においても総報酬の半分となるまで伸びていることから、日本企業の経営者報酬は固定報酬の比率が高いといわれてきた中で、一定規模以上の大企業においては業績連動比

率に着実な進展が確認できる。固定報酬、STI、LTIを均等な構成とする欧州企業の報酬プラクティスに近づいているともいえるだろう。この流れが時価総額の低い他の企業群にも波及し報酬ガバナンスの一つのトレンドになっていくのか、今後注目すべき点である。

## 2-2 インセンティブ報酬のKPI

インセンティブ報酬のKPIは、持続的な企業価値の向上に向けて、自社が目指す姿(パーパスやビジョン)や中長期的な視点(中長期経営計画)を踏まえながら、マテリアリティの解決を促すための適切な設定が肝要となる。ここでは、インセンティブ報酬で採用されているKPIの状況について確認するとともに、特に中長期的な企業価値向上に向けて近

(図表3) 社長の変動報酬比率の3か年推移 (時価総額別)

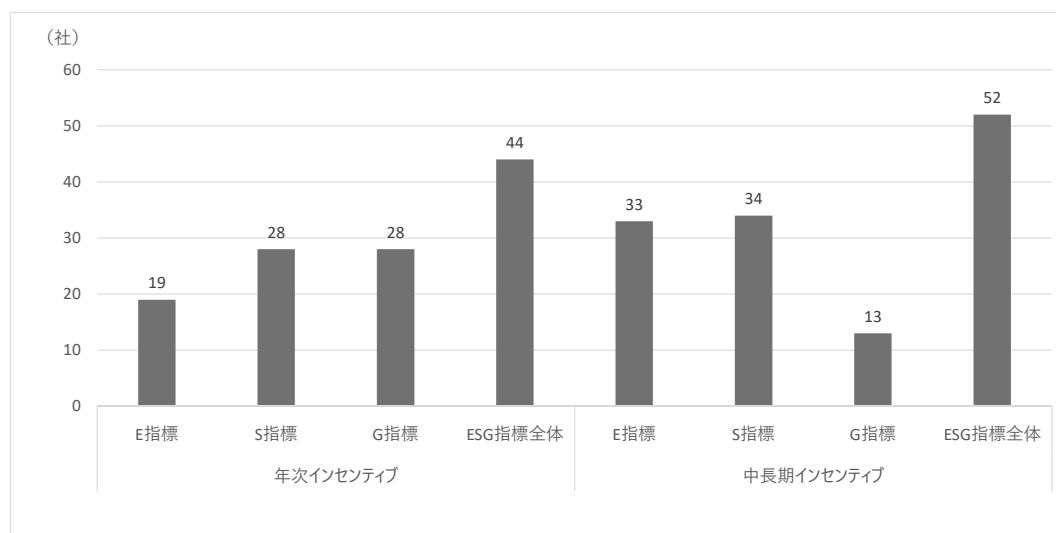


(注) 3年連続参加企業のうちデータが取得可能な企業に限定して集計 (STI、LTIの制度を保有しない企業は集計対象から除外)。社長の総報酬に対する変動報酬の比率を企業毎に算出し、時価総額別に平均した結果を表示

年注目度が高まっている将来財務指標の状況に着目したい。ここで、将来財務指標とは、投資家が求めるESGに関する指標やサステナビリティ経営における非財務指標等、短期的には財務指標に直接的な影響を与えるものではないが、その取組みを通じて将来的な企業価値を向上させる指標を指す。企業がESG目標を設定し、その目標の達成度と経営者報酬を結びつけた場合、経営者はESG活動により注力すると考えられる。また、投資家からみるとKPIに将来財務指標を導入しているかどうかは、企業がサステナビリティに関する取組みを重視しているかを判断する基準ともなるだろう。

本サーベイで得られた重要な結果は、将来財務指標を採用している企業が増加傾向にあるということである。インセンティブ報酬のKPIについて、財務指標 (売上高、営業利益等)、収益性指標 (経常利益率、EBITDA等)、効率性指標 (ROE、ROA等)、成長性指標 (売上高成長率等)、株価関連指標 (TSR、時価総額等)、将来財務指標 (ESG指標、外部評価等) の6つのカテゴリに着目して採用社数を集計した結果、STIで採用されているKPIは、財務指標が圧倒的に多く214社、次いで将来財務指標が44社で採用されている<sup>(注1)</sup>。LTIで採用されているKPIをみると、財務指標101社、効率性指標65社、将来財務指標52社、

(図表4) 将来財務指標のうちESG指標の採用社数



(注) 2023年参加企業337社について、インセンティブ報酬KPIにESG指標を採用する企業数を集計した結果を表示

株価関連指標44社の順に採用がみられた(注2)。さらに、将来財務指標のうち、STI、LTIそれぞれのESG指標の採用社数をみると、STIではS指標およびG指標を採用している企業が多い。具体的には従業員満足度やコンプライアンス関連等が採用されており、単年度でも評価がしやすい指標が採用されると捉えられる(図表4)。LTIでは、STIでも採用社数の多いS指標に加えてE指標を採用する企業も多くみられた。また、個別のKPIについて採用社数上位15位までの経年比較を行ったところ、特に将来財務指標であるESG項目の増加がみられ、その重要性が増していることが伺える(図表5)。

経営者報酬のKPIに将来財務指標を組み入れる際には、経営者に対するインセンティブ

性の観点に加えて、ステークホルダーにマテリアリティの解決に資する企業価値向上ストーリーを示すことができているかというメッセージ性の観点も踏まえ、設定したKPIについて適切に評価・運用を行うプロセスの構築が必要であろう。その意味では、取締役会やサステナビリティ委員会でのマテリアリティ解決のための戦略的なKPI設定の議論を経た上で、報酬委員会で議論を行うことが肝要である。マテリアリティに紐づく将来財務指標をインセンティブ報酬のKPIとして組み入れることで、マテリアリティの解決に向けた経営陣の覚悟を示すことが重要であると考えられる。

### 2-3 社外取締役の報酬

近年、役割の拡大や人財の流動化が進む社

(図表5) 過去2年間の個別KPIの採用社数上位15位

STIのKPI採用順位 (2年間)			LTIのKPI採用順位 (2年間)				
2022		2023		2022		2023	
KPI	順位	KPI	順位	KPI	順位	KPI	順位
営業利益	1	営業利益	1	営業利益	1	営業利益	1
当期純利益	2	当期純利益	2	売上高	2	自己資本利益率 (ROE)	2
売上高	3	売上高	3	自己資本利益率 (ROE)	3	売上高	3
経常利益	4	経常利益	4	当期純利益	4	当期純利益	4
自己資本利益率 (ROE)	5	自己資本利益率 (ROE)	5	温室効果ガス関連 (E指標)	5	温室効果ガス関連 (E指標)	5
営業利益率	6	担当報酬率	6	TSR	6	TSR	6
担当報酬率	7	営業利益率	7	営業利益率	7	従業員満足度関連 (S指標)	7
投下資本利益率 (ROIC)	8	温室効果ガス関連 (E指標)	8	経常利益	8	D&I関連 (S指標)	8
(対前年) 売上高成長率	8	EBITDA	9	株価・時価総額	9	サステナビリティ全般	9
(対前年) 営業利益成長率	10	従業員満足度関連 (S指標)	10	従業員満足度関連 (S指標)	10	経常利益	10
温室効果ガス関連 (E指標)	11	サステナビリティ全般	11	サステナビリティ全般	11	赤証・時価総額	11
キャパシティー関連	12	投下資本利益率 (ROIC)	11	投下資本利益率 (ROIC)	12	営業利益率	12
配当性向 (%)	13	(対前年) 営業利益成長率	13	コンプライアンス関連 (G指標)	13	外部評価指標 (FTSE、MSCI等)	13
EBITDA	14	(対前年) 売上高成長率	13	D&I関連 (S指標)	14	投下資本利益率 (ROIC)	13
株価・時価総額	14	コンプライアンス関連 (G指標)	15	一新当たり当期純利益 (EPS)	15	コンプライアンス関連 (G指標)	15
		D&I関連 (S指標)	15	(対前年) 売上高成長率	15	一新当たり当期純利益 (EPS)	15

(注1) 2年連続参加企業298社について、個別のKPI毎に採用社数を集計し順位付けした結果を表示

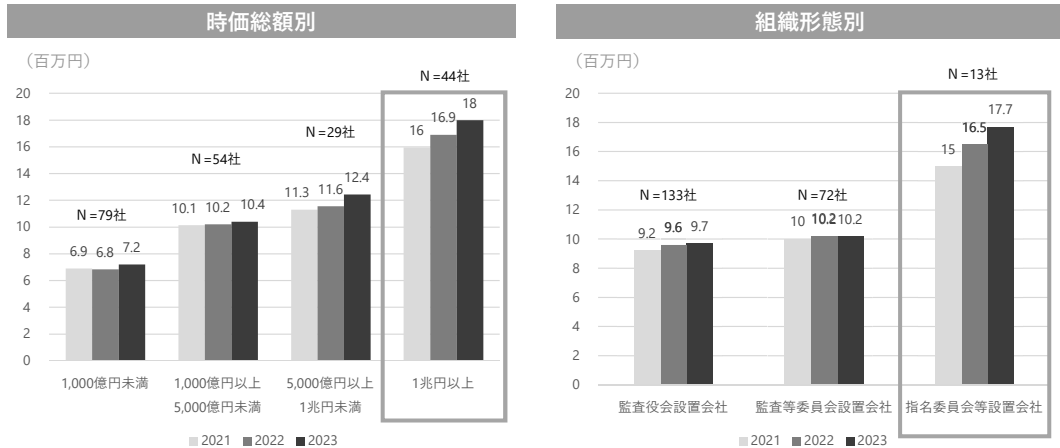
外取締役の報酬水準についても、優秀な人材を獲得し維持するためには、期待役割に見合った適切な報酬水準の設定が不可欠である。ここでは、社外取締役の報酬について、その状況を確認する。

まず、総報酬水準の中央値をみると、時価総額別では1兆円以上の企業群、組織形態別では指名委員会等設置会社で報酬額の増加がみられた(図表6)。コーポレートガバナンス・コードやコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(以下「CGSガイドライン」)の改訂等を背景に、社外取締役が攻めと守りの両面から監督機能を発揮することが求められる中で、たとえば社外取締役が投資家をはじめとする外部のステークホルダーとの対話を行う機会も増加する等、その役割は拡大している。また、企業がそれらの重責を担うことのできる社外取締役候補者を適時に

招聘することが年々困難になっていることなど、人財マーケットの動向も後押しして、報酬水準が上昇している可能性が考えられる。

続いて、社外取締役に対する株式報酬の導入状況について、過去3年間の導入社数の推移をみると2021年に9社、2022年に14社、2023年に17社と3年連続で増加は確認できたものの、その上昇幅は限定的であった。2022年に改訂されたCGSガイドラインにおいて、社外取締役への株式付与の有効性が言及された点をはじめ、機関投資家においても議決権行使基準の中で社外取締役への株式付与に賛成するケースが増加していること、社外取締役の職責も増していることを踏まえ、社外取締役にも基本報酬に上乗せして株式報酬を導入すべきか、検討に値するだろう。その際には、欧米で議論されているように、過度な水準ではなく、かつ業績に連動しない株式報酬

(図表6) 社外取締役の総報酬水準の3か年推移(時価総額別、組織形態別)



(注) 3年連続参加企業のうちデータが取得可能な企業に限定して集計。社外取締役の総報酬水準の中央値を時価総額別に集計した結果を表示

を導入することが考えられる。

## 2-4 報酬委員会の審議状況

2023年に改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」や、金融庁の「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」でも示されている通り、独立性の高い報酬委員会において実効性の高い議論を進めることは、報酬プラクティスの高度化につながる。ここでは、報酬委員会における審議状況をみていきたい。

まず確認できるのは、報酬委員会の開催回数および審議項目数ともに増加していることである。報酬委員会の年間の開催回数と審議項目数の平均値をみると、2022年から2023年にかけて、開催回数は4.3回から4.7回に増加、審議項目数の平均値は4.9個から5.3個に増加と、双方ともに増加がみられる。また、報酬

委員会で審議がなされた事項について、各審議事項の回答割合を確認すると、すべての審議事項で増加がみられた(図表7)。前年比の差分で特に上昇がみられたのは、「会議体の運営方法」「クローバック・マルス条項の設定」であった。会議体の運営方法については、外部環境の変化が早く、経営戦略の見直しに伴う経営者報酬の対応につき審議すべき事項が年々増えていく中で、例年同様の運営方法では議論を尽くすことが困難となったため、運営方法の見直しや実効性を高める取組みを改めて検討する企業が増えている可能性がある。また、クローバック・マルス条項については、経営者の過度なリスクテイクを抑制しながら長期目線での企業価値向上を促す効果が期待できることから、インセンティブ報酬の拡がりに相まって、その必要性について報酬委員会で認知され始めた結果であると



(図表7) 報酬委員会における審議事項

審議事項	2022	2023	差分
報酬水準・構成(MIX)(従業員報酬との差分含む)	85%	87%	2%pt
業績連動報酬にかかる評価指標(KPI)(将来財務指標含む)および目標	77%	79%	2%pt
報酬額を決定するための算定式(フォーミュラ)	72%	76%	4%pt
定性評価(評価方法含む)	63%	65%	2%pt
報酬の支給対象者の範囲(執行役員、グループ子会社役員等)	42%	44%	2%pt
会議体の運営方法	34%	39%	5%pt
決定権限を有する者(機関)の権限の内容および決定手続	35%	37%	2%pt
外部の有識者や調査機関の活用	33%	35%	2%pt
ピアグループの選定	25%	28%	3%pt
クローバック・マルス条項の設定	22%	28%	6%pt
トータルリワード(トータルコンペンセーション) ※	20%	22%	2%pt
投資家とのエンゲージメント・開示方針	18%	20%	2%pt
株式所有・保有ガイドラインの設定	11%	15%	4%pt

(注) 2年連続参加企業のうちデータが取得可能な267社に限定して集計。各審議事項を報酬委員会のアジェンダとして選択した企業の割合を表示

(※) ベネフィットやベンションも含めた水準

考えられる。なお、最近の英国のコーポレートガバナンス・コード改訂の中でもクローバック・マルス条項の課題は取り上げられている。

報酬委員会の議論は、取締役会の実効性向上の一環として進展させるべきである。たとえば、会社の将来の目指す姿と現状とのギャップ認識、すなわちマテリアリティの特定、その解決に向けた中長期戦略の立案、戦略の遂行状況、見直しの要否といった大上段の議論は、取締役会で継続的に議論すべきであろう。報酬委員会においては、そのような取締役会の議論を把握した上で、会社の軸となる

思想・哲学や向かうべき方向性について社外取締役も含めて共通認識を持ち、自社の中長期的な戦略の遂行に向けて報酬制度がそれを後押しできているか、KPIの設定や運用は適切か等について深く議論していく必要があると考える。また、指名委員会との連携の観点では、指名委員会と報酬委員会では議論する内容は異なるものの、各役員に対し目標・課題を設定し、その取組みを監督し評価していくプロセスには重複する部分もある。相互の評価軸にぶれが生じないように、会社のありたい姿や戦略に共通認識を持ちながら、両委

員会が連携を行うことで、統合的・実効的な議論が可能となり、委員会の役割も深化していくと考える。

### 3. おわりに

本稿では、2023年指名・報酬ガバナンスサーベイの結果を用いて日本企業の経営者報酬の現状について分析を行った。

社長の報酬水準については、執行・監督の双方のリーダーとしてその期待役割が拡大する中で、時価総額1兆円以上の大企業においては顕著な増加傾向が確認できた。また、変動報酬比率はすべての企業群において増加がみられ、特に時価総額1兆円以上のグループでは総報酬の6割超をインセンティブ報酬が占めた。インセンティブ報酬のKPIは、将来財務指標を採用する企業の増加がみられ、長期的な企業価値向上に対する意識の高まりが伺える。企業が独自に特定したマテリアリティの実現に向けて、経営者報酬に将来財務指標を採用する動きは今後も拡がると思われる。人的資本の経営とガバナンスの観点では、従業員満足度やD&Iの向上は重要であるが、あわせて、経営チームや戦略人事の強化に対して報酬ガバナンスが貢献できているかの視点も重要である。社外取締役の報酬水準は、時価総額の大きい企業や、組織形態として指名委員会等設置会社を選択する企業で増加傾向がみられた一方、そのほかの企業群では前年比横ばいの結果であった。報酬委員会の審

議事項では、「会議体の運営方法」や「クローバック・マルス条項の設定」について増加がみられ、運営方法の見直しや報酬ガバナンスの実効性を高める取組みを改めて検討する企業が増えていると考えられる。報酬委員会の審議は、指名委員会と連携して経営陣の目標設定・評価、能力発揮状況等にかかる課題や進捗を確認し合う体制を構築しつつ、報酬制度が会社のありたい姿や中長期的な戦略の実現に向けた後押しとなれているか等について、これまで以上に深く議論することが求められるであろう。

日本企業の報酬ガバナンス改革はまだ道半ばではあるものの、今回の分析から特に大企業を中心に着実な進展が確認できたといえる。今後、各社の経営者報酬改革が強い経営チームの構築に貢献し、力強い企業の成長を後押ししているのか、定点観測をしていく必要がある。経営者報酬制度の在り方を検討する上で、今回の分析がその一助になれば幸いである。

(注1) STIのKPIにおける各カテゴリの採用社数は、財務指標214社、収益性指標42社、効率性指標36社、成長性指標20社、株価関連指標10社、将来財務指標44社であった。

(注2) LTIのKPIにおける各カテゴリの採用社数は、財務指標101社、収益性指標23社、効率性指標65社、成長性指標14社、株価関連指標44社、将来財務指標52社であった。

