

# 経営者報酬制度のあるべき姿と課題

～日経225構成企業の開示に基づく分析～



早稲田大学商学学術院 教授

**久保 克行**

HRガバナンス・リーダーズ 代表取締役社長CEO

**内ヶ崎 茂**

シニアコンサルタント

**竹中 達矢**

シニアコンサルタント

**野中 美希**

コンサルタント

**稲橋 孝介**

## 1. はじめに

本稿の目的は、現在の日本の大企業における経営者報酬の現状を分析し、あるべき姿について考えることである。我が国における経

営者報酬制度は、2015年の「コーポレートガバナンス・コード」（以下、「CGコード」という。）の策定を契機として、「持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能する」ことや「客観性・透明性ある手続」<sup>(注1)</sup>により決定されること等を主たる見直しの観点として着実に進化を遂げてきた。さらに、2025年4月には経済産業省から「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイドランス」（以下、「CGガイドランス」という。）が公表され、取締役会の在り方として、経営陣による健全なリスクテイクと中長期目線の経営を後押しするとともに、指名・報酬を通じてCEOの経営チームを評価することで経営を監督していくこと等が示された<sup>(注2)</sup>。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 日経225構成企業の調査結果
  - 2-1 報酬水準
  - 2-2 報酬ミックス
  - 2-3 業績連動報酬のKPI
  - 2-4 報酬委員会
3. おわりに

今後、CGガイダンスにおいて示された内容を反映し、我が国における経営者報酬制度の更なる進化が期待される。

本稿ではHRガバナンス・リーダーズ（以下、「HRGL」という。）で実施した日経225構成企業（2025年6月末時点）の有価証券報告書における経営者報酬関連の開示状況とその内容に係る定量的な分析結果を基に、主に経営陣、すなわち社内取締役の報酬に注目し、我が国の経営者報酬制度の現状を確認し、今後のあるべき姿について検討する。CGガイダンスではCEOに加えて経営陣の役割の重要性が強調されている一方で、経営陣・社内取締役の報酬についての情報は相対的に乏しいためである。なお、本稿の意見にあたる部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らが所属する大学や会社の見解でないことをあらかじめお断りしておく。

## ■ 2. 日経225構成企業の調査結果

経営者報酬をデザインする際に重要なことは、優秀な経営者を登用し、企業価値を最大化するための適切なインセンティブを付与することである。この観点から、本章では、有価証券報告書における開示内容から確認できる日経225構成企業の経営者報酬の実態について、「報酬水準」、「報酬ミックス（総報酬に占める基本報酬、短期業績連動報酬（Short Term Incentive。以下、「STI」という。）、中

長期業績連動報酬（Long Term Incentive。以下、「LTI」という。）の構成割合）」、「業績連動報酬（STIおよびLTI）の支給額決定に用いるKPI（Key Performance Indicator。以下、「KPI」という。）」、「報酬委員会」の切り口から分析および考察を行う。

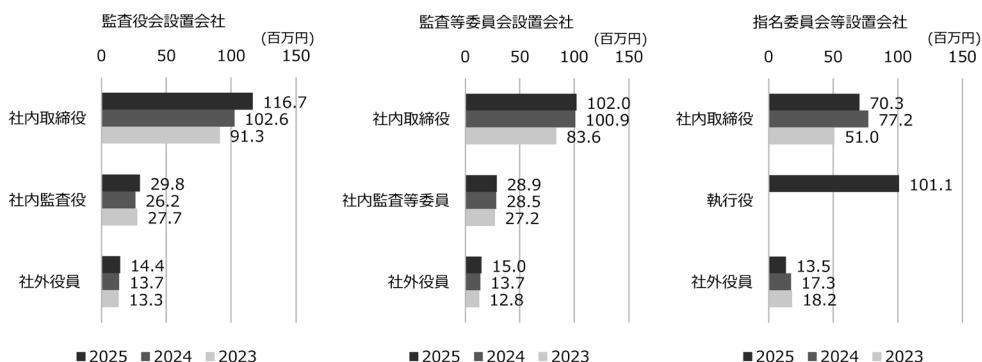
### 2-1 報酬水準

機関設計別・役員区分別の役員一人当たり平均報酬総額は図表1の通りである。監査役会設置会社および監査等委員会設置会社の社内取締役の報酬総額は年々増加し、これらの役員区分と指名委員会等設置会社の執行役において、一人当たり平均1億円を超える水準まで高まっている。

従来、我が国の経営者報酬は、固定報酬の割合が高く、欧米諸国に比して報酬水準も低かったが、近年は次節でみるように、業績連動報酬が増加している。その結果、業績連動報酬の受給対象であることが多い監査役会設置会社および監査等委員会設置会社の社内取締役、指名委員会等設置会社の執行役の報酬水準が上昇しているものと考えられる。

経営者報酬の水準上昇要因として、適切なリスクテイクを後押しする制度設計への移行に伴う報酬水準の増加が図られてきたことが挙げられ、近年の報酬水準の変化は望ましいものと考えられる。また、外国人も含め優秀な経営者を招聘するためには、一定以上の報酬水準が不可欠である。一方で、今後も継続して報酬額が増加し続ける場合は、報酬水準

(図表1) 役員一人当たり平均報酬額の推移 (機関設計別)



(出所) 各社有価証券報告書を基にHRGL作成

(注1) 指名委員会等設置会社の執行役のデータは、2025年から取得しているため2023、2024年のデータはない

(注2) 指名委員会等設置会社の社内取締役のデータについて、2023、2024年は取締役と執行役を兼任する者が社内取締役に含まれている場合があるが、2025年は取締役と執行役を兼務する者は執行役に含めて集計しているため、経年比較の際には留意が必要である

の決定方針や決定プロセスの積極的な開示、さらには報酬額と業績や企業価値との関連性についての開示を行うなど、各社の創意工夫が求められる。

## 2-2 報酬ミックス

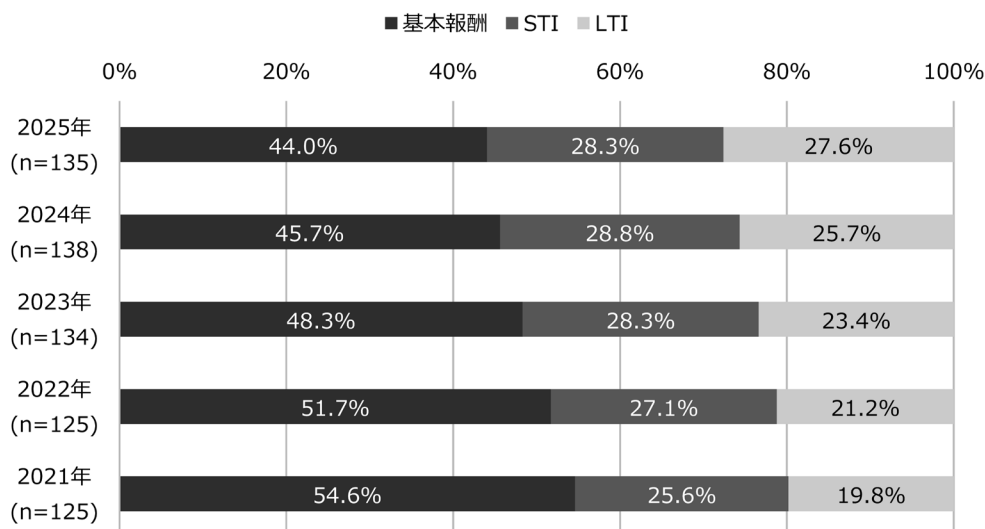
一般に、経営者報酬においては、業績連動報酬部分が大いことが望ましい。では、現状はどのようになっているのだろうか。そこで、本項では報酬ミックスに注目する。報酬ミックスとは総報酬に占める基本報酬、STI、LTIの構成を指し、経営陣の短期および中長期の業績達成や企業価値向上に向けた覚悟を示す要素と言える。それゆえ、投資家や株主をはじめとするステークホルダーの関心の高い項目の1つである。

我が国の経営者報酬において固定報酬の割合が高いことにより、思い切った施策の実行等、「攻め」の経営に繋がりにくいことが一般に問題視されてきた背景があり、多くの企業が業績連動報酬の割合の増加に努めてきた。

調査対象企業のうち、報酬ミックスについて各報酬要素の構成割合を記載している企業135社の平均は、基本報酬：STI：LTI=44.0%：28.3%：27.6%であった(図表2)。過去と比較すると、2021年以降、基本報酬の割合は継続的に低下、STIおよびLTIを合わせた業績変動報酬の割合が着実に増加し、2025年はSTIおよびLTIの合計割合が55%超となっている。

今後も業績連動報酬の割合の増加が続くこ

(図表2) 報酬ミックス (ターゲット構成比) の推移 (平均値)



(出所) 各社有価証券報告書を基にHRGL作成

(注1) 報酬ミックス (ターゲット構成比) とは、対象年度における業績連動報酬の支給額決定に用いるKPIを100%達成した場合の基本報酬、STI、LTIの総報酬に占める割合を指す

(注2) 各報酬要素の構成割合 (ターゲット構成比) を開示している企業を対象に集計

とが予想されるが、その際には業績連動報酬であるSTIおよびLTIの構成割合をどのような設計にするのが重要になる。現時点ではSTIおよびLTIの構成割合は概ね同程度であるが、今後、政府の掲げる成長戦略を加速し、大胆な投資を梃に中長期的な「稼ぐ力」(中長期的かつ持続的な収益性および資本効率の向上)を強化するために、LTIの構成割合を優先的に高めていくか否か、各社の姿勢が問われるだろう。

報酬ミックスは投資家や株主をはじめとするステークホルダーに経営陣の覚悟を示す要素であり、自社の価値創造ストーリーを示したうえで、重要視する経営の時間軸とあわせて報酬ミックスを構築することが望ましい。

さらに、今後は、報酬ミックスに加え、業績連動報酬がインセンティブとしてどの程度強く機能するかという観点も重要になると考える。すなわち、業績連動報酬において、目標が達成された場合と未達であった場合とで支給額にどの程度開きができる設計になっているか等も、経営陣への適切なインセンティブの付与の観点から議論されることが期待される。

### 2-3 業績連動報酬のKPI

業績変動報酬を設計する際に重要なのは、業績をどのように計測するかということである。ここで重要になるのが、企業はどのようなKPIを採用しているかということである。

(図表 3) STI・LTIにおける財務指標の採用件数 (上位10種類、2025年)

STI			LTI		
1	営業利益	89件	1	TSR	70件
2	当期純利益	84件	2	ROE	66件
3	売上高	52件	3	営業利益	30件
4	ROE	38件	4	売上高	26件
5	ROIC	31件	4	当期純利益	25件
6	営業利益率	28件	6	ROIC	24件
7	経常利益	27件	7	営業利益率	16件
8	事業利益	14件	8	EPS	12件
9	EBITDA	13件	9	経常利益	10件
10	EPS	10件	10	事業利益	9件

(出所) 各社有価証券報告書を基にHRGL作成

(注1) KPIを開示しているSTIおよびLTIの制度より集計 (STI228制度、LTI174制度)

経営者報酬制度におけるKPIは、経営者が経営戦略の達成において何を重要と認識しているかを明示的に表すものである。LTIのKPIは企業が中長期的な目標を達成するために設定される重要な経営指標であり、それを単年度の計画に落とし込んだ指標がSTIにおけるKPIであると考えられる。長期ビジョンの実現や経営計画の達成に重要な経営指標を経営者の報酬に紐づけることで、経営者の覚悟を示すことに繋がり、投資家をはじめとするステークホルダーに対して説得力をもって説明がしやすくなる点からも、各社の長期ビジョンや経営計画にアラインした適切なKPIの設定が重要となる。

KPIは大別して、企業の財務諸表から算出される指標である財務指標と、それ以外の将来財務指標に分けることができる。以下で各指標について分析を行う。

まず、財務指標について、KPIを開示して

いるSTIおよびLTIの制度を対象に、財務指標の採用件数を調査した結果は図表3の通りである。

2023年以降全体的な傾向は変わらず、STIにおいては、営業利益および当期純利益、売上高といった収益性に係るKPIの採用件数が特に多く、資本効率性を示すROIC (Return on Invested Capital。投下資本利益率。)の採用件数が年々増加している。一方、LTIにおいては株主目線を意識したTSR (Total Shareholder Return。株主総利回り。)や、資本効率性に係る指標であるROE (Return on Equity。自己資本利益率。)の採用件数が特に多い。TSRは、1年程度で評価する場合は短期志向の経営につながりかねないリスクもあると考えられるが、複数年での評価をLTIに紐づけることで中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとして機能することが期待される。CGガイダンスでも言及さ

(図表4) STI・LTIにおける将来財務指標の採用件数(上位10種類、2025年)

STI			LTI		
1	【ESG】サステナビリティ全般	39件	1	【E】GHG排出量関連	51件
2	【S】従業員満足度関連	29件	2	【ESG】サステナビリティ全般	35件
3	【E】GHG排出量関連	27件	3	【S】従業員満足度関連	31件
4	【S】安全性関連	22件	4	【ESG】外部評価	26件
5	【その他】経営戦略全般	15件	5	【S】ダイバーシティ&インクルージョン関連	17件
6	【ESG】外部評価	13件	6	【S】顧客満足度関連	6件
7	【S】ダイバーシティ&インクルージョン関連	12件	6	【その他】経営戦略全般	6件
8	【その他】DX・イノベーション	10件	6	【S】その他人材一般	6件
9	【G】コンプライアンス関連	7件	9	【E】気候変動施策	5件
10	【S】その他人材一般	5件	10	【E】循環経済関連	4件
			10	【G】コンプライアンス関連	4件

(出所) 各社有価証券報告書を基にHRGL作成

(注1) KPIを開示しているSTIおよびLTIの制度より集計(STI228制度、LTI174制度)

(注2) 傾向を明らかにするため、類似する将来財務指標を分類して集計。分類が難しいと判断した項目(企業の独自性が強いもの)はランキングに記載せず

(注3) 個々の将来財務指標について、【E】・【S】・【G】・【ESG全般】(E,S,G全領域を横断するもの)・【その他】(E,S,Gいずれの領域にも該当しないもの)と分類のうえ記載

れている通り、「稼ぐ力」の向上に資するコーポレートガバナンスおよび報酬制度の在り方が問われているが、自社の中長期での「稼ぐ力」を評価する指標をLTIに、それに向けた短期のマイルストーンとなる指標をSTIに紐づけ、各KPIに適切な評価期間を設定することが重要と考える。

次に、将来財務指標の採用状況を分析する。将来財務指標とは、売上高やROE等の財務的な側面を表す指標ではなく、将来的な企業価値向上や経営状況および業績に影響を与える指標であり、サステナビリティに係る評価指標が該当する。STIおよびLTIともに、KPIに将来財務指標を採用する企業は年々増加しており、2025年の調査ではSTIで

45.2% (98社)、LTIで43.9% (94社)に達した。2022年の調査時点でSTIは21.9% (47社)、LTIは19.0% (39社)であったことを踏まえると、この4年間で2倍以上に伸びていることが確認できる。KPIへの採用が加速した一因は、サステナビリティへの取組み意識の高まりとともに将来財務指標に関するモニタリング体制が整備されたためと推察される。

また、財務指標同様、KPIを開示しているSTIおよびLTIの制度を対象に、将来財務指標の採用件数を調査した結果は図表4の通りである。2023年以降全体的な傾向は変わらず、STIおよびLTIともにGHG排出量関連、従業員満足度関連、サステナビリティ全般の項目が多く採用されている。

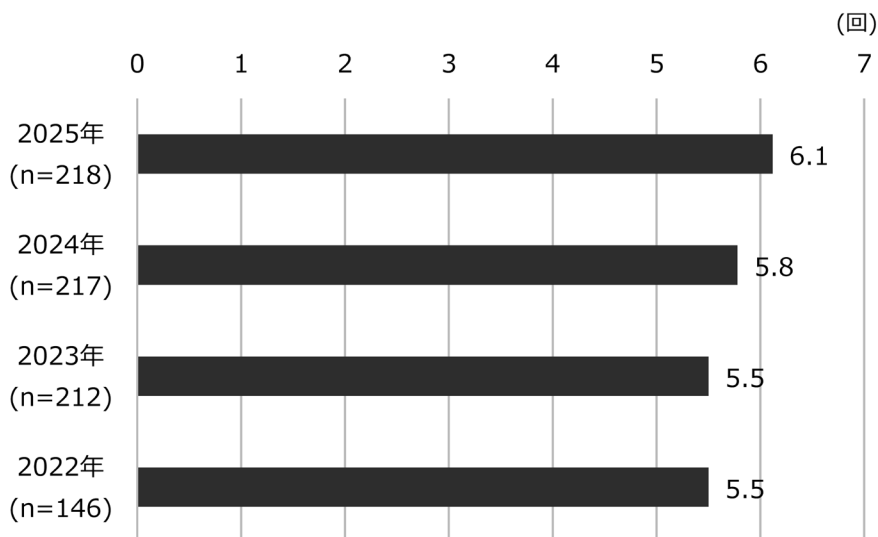
先述の通り、将来財務指標の採用企業数の増加を踏まえると、今後も当該指標の採用は増えていくことが予想されるが、このような動向は、投資家をはじめとするステークホルダーに対して価値創造ストーリーを伝えるうえで重要である。今後の課題としては、将来財務指標の内容および目標値設定に係る開示の拡充が考えられる。将来財務指標は財務指標と比して定量的に定めることが難しい傾向にあり、「サステナビリティに関する取組み」等のように定性的な記載がよく見受けられる。一方で、ステークホルダーの目線に立つと、報酬決定において客観性・透明性ある手続が求められるにもかかわらず、決定要素・プロセスの一部がブラックボックス化しており、CGコード制定以降の経営者報酬制度の潮流と逆行するように捉えられる可能性がある。個社ごとの経営上の重要課題（マテリアリティ）や経営戦略に紐づく指標として、財務指標のみならず将来財務指標を経営者報酬のKPIに採用することは、報酬制度を通じて経営者の覚悟を示す強力なメッセージになりうるため、もう一步踏み込み、企業価値向上への道筋を想起しやすい将来財務指標の採用および目標値設定に係る開示の拡充が、ステークホルダーからの更なる理解を促進させることに繋がると考えられる。たとえば、従業員株式報酬制度を拡充し、従業員エンゲージメント向上を人的資本ROI（Return On Investment。投資利益率。）向上に繋げるKPI設定等も検討すべきであろう。

## 2-4 報酬委員会

報酬委員会とは、企業の経営者報酬の審議および監督を目的として、任意（指名委員会等設置会社を除く。）に設置される諮問委員会である。2015年のCGコード制定以降、報酬委員会の設置が進み、2021年のCGコード改訂では委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等の開示が求められた（注1）。加えて、その後に続く有価証券報告書を対象とした開示府令の改正（注3）や「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」を通じ、報酬委員会に係る開示拡充や委員会の更なる機能発揮を求められてきた（注4）。CGガイダンスでも言及されている通り、「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスの取組みとして、監督と執行の役割分担を踏まえ、経営陣による業務執行および迅速かつ果敢な意思決定を可能にする取締役会の在り方が求められている。その中で経営者報酬は、経営陣の適切なリスクテイクを促進、業務執行を後押しすることが期待されており、報酬委員会が果たす役割が重要であることは言うまでもない。こうした文脈を踏まえて、報酬委員会の在り方を紐解いていく。

報酬委員会を設置する企業は増加しており、2025年には98.7%（221社）の企業で設置されている。また、報酬委員会の人員構成を開示する企業のうち、社外委員が人員構成の過半数を占める企業が98.2%（216社）、報酬委員長の属性を開示する企業のうち、社外委

(図表5) 報酬委員会の開催回数を開示する企業における平均開催回数



(出所) 各社有価証券報告書を基にHRGL作成

(注1) 報酬委員会は、指名委員会等設置会社における報酬委員会に加え、監査役会設置会社および監査等委員会設置会社における任意の報酬委員会も含む

(注2) 報酬委員会の平均開催回数は、報酬委員会の開催回数の開示がある企業を対象に集計。具体的な開催回数が開示されている企業については、当該事業年度中に開催された回数のみを集計

員が委員長を務める企業が88.1% (185社) であった。こうした結果は、社外の目線を取り入れて報酬決定プロセスの透明性および客観性を向上させる報酬委員会の運営がスタンダードであることを示していると言える。また、報酬委員会の活動状況に目を向けると、報酬委員会の開催回数を開示する企業における2025年の平均開催回数は年6.1回であり、近年増加傾向にある (図表5)。

先述の通り、報酬委員会の設置企業数および開催回数や、社外委員が人員構成のうち過半数を占める委員会を設置する企業数の増加傾向等を踏まえると、報酬委員会の「形式か

ら実質への進化」が進んできたことが見てとれる。今後に向けた報酬委員会の課題としては、報酬委員会の役割の見直しを通じた委員会の実効性の更なる向上が考えられる。筆者らは、日々接するクライアント企業から、「報酬委員より、審議すべき内容を更に掘り下げた細部の指摘や意見を頂くことが多い」といった声をよく聞く。こうした状況はまさに、報酬委員会の目的である、経営者報酬の審議および監督機能が発揮されていることが伺える何よりの証拠である。一方で、細部の指摘により、重要な観点である「自社の経営者報酬が経営陣のリスクテイクを後押しする

ものとなっているか」「自社の報酬方針に照らして適切な設計になっているか」「経営チームを強化するうえで実践的な評価制度となっているか」という議論のための時間が確保できない場合には、報酬委員会の役割を踏まえその運用を見直すことが、委員会の実効性を高めるうえで重要であると考えられる。近年は、取締役会実効性評価のように、委員会の実効性評価を行う企業も増えつつあり、委員会に期待される役割と実運営に乖離がないかどうかのセルフチェックおよび評価を行い、次年度の課題を認識して改善を図るアプローチが行われている。こうした取組みを通じて、毎年、取締役会自治に基づき、報酬委員会の役割・機能・権限を再考することが期待されている。

### ■ 3. おわりに

経営者の行動は、長期的な企業価値の変動に大きな影響を与えている。そして経済学やファイナンスの多くの研究は、人の行動は金銭的なインセンティブに大きく影響されることを示している。このことを考えると、経営者が適切なインセンティブを持つことは極めて重要である。本稿では、日経225構成企業の社内取締役の報酬について、有価証券報告書の開示資料から分析した。これらの企業の経営者の報酬体系は、投資家等の利害関係者からみてどの程度望ましいのだろうか。

繰り返しになるが、望ましい経営者報酬と

はどのようなものかについて改めて確認しよう。まず、大胆なリスクテイクができる優秀な経営者を登用し、かつ他社への流出を防いで、企業価値向上へのコミットメントを得るためには一定水準以上の報酬が必要となる。今回、監査役会設置会社における社内取締役の報酬が増加傾向にあり、2025年には平均116.7百万円であることが示されている。望ましい方向に変化していると言えるが、諸外国の社内取締役の水準を考えると、まだギャップは大きい。今後、外国人経営者および社外出身の優秀な経営者を招聘するための競争が活発になると報酬はさらに上昇すると考えられる。

経営者報酬にとって重要な観点は、企業価値を最大化するようなインセンティブを付与することである。本稿に示されているように、業績連動報酬（STIおよびLTI）の割合は増加傾向にあり、2025年には50%を超えていることは正しい方向性と考えられる。今後、中長期的なリスクテイクを促す観点から、STIよりもLTIの比率を増加させる取組みが期待される。さらに、サステナビリティ等の将来財務指標のKPI採用が2022年の20%程度から2025年の45%程度と2倍以上に増加していることが示されている。このことは、伝統的な日本の経営者報酬の姿から望ましい姿に大きく変化していると言える。

では、今後の改善点は何であろうか。ここで議論が必要な二つの点を指摘したい。一つは「業績の変化に伴って報酬がどれだけ変化

することが望ましいか」ということである。業績連動報酬が機能するためには、業績が変化したときに報酬がある程度変化することが望ましい。どの程度変化させることが望ましいのか、また、どのように開示すべきかについて、今後、議論があることが望ましい。たとえば、欧米企業では、経営者報酬のフォーミュラ等を積極的に開示する動きと経営戦略に関わる詳細なKPIやピアグループの開示を控える動き、サステナビリティや経営陣個人ミッション等の定性的な評価を増やす動きと減らす動き、報酬委員会やCEOによる裁量評価を大きくする動きと制限する動き等もあり、検討の参考にしたい。

もう一つ、議論が必要なのは、「経営者に対してどのようにリスクテイクのインセンティブを付与するか」ということであろう。CGガイドンスで示された取締役会5原則においても、経営陣に対して事業ポートフォリオの組み替えや成長投資を後押しすることの重要性が示されている。米国企業では、たとえば既存事業の成長・強化、製品・サービスの多様化、効率的な運営の推進等の戦略目標の進捗等がCEOの評価項目に含まれていることもある。今後、報酬を設計する際に、このような点の議論が重要になるであろう。

(注1) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021年6月11日) <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>

(注2) 経済産業省「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレ

ートガバナンスガイドンス（「稼ぐ力」のCGガイドンス）」(2025年4月30日) <https://www.meti.go.jp/press/2025/04/20250430002/20250430002.html>

(注3) 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」(2023年1月31日) <https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230131/03.pdf>

(注4) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム」(2023年4月26日) [https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_6.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_6.pdf)

