

# ESGの潮流を受けた役員報酬の対応

ウイリス・タワーズワトソン リードアソシエイト 丹羽 愛

## 1. はじめに

株主資本主義からステークホルダー資本主義へのシフトに伴い、ESG投資への関心が高まっている。これに伴い、各企業は従来の財務指標だけではなく、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）にも目を向けた経営が求められている。機関投資家の間では、企業のESG重視の経営姿勢は収益力を上げ、リスクを低減することで長期の価値創造をもたらすとのコンセンサスが広く形成されている。さらに、新型コロナウイルスの拡大以降、ESGの中でも、特に“S”に該当するHuman Capital Management（人的資本管理）が注目を集めている。企業は株主のみならず様々なステークホルダーへの配慮が急激に求められる状況になった。日本企業各社においても、それぞれの立場からESGの考え方を整理して、企業としてどのように対応していくか検討を進めているところだろう。経営方針としてのESGの戦略や取り組みが徐々に明らかになると、次は、ESGと役員報酬との関連性について投資家等から問われる可能性が考えられる。弊社ウイリス・タワーズワトソンがサポート役として報酬委員会<sup>1</sup>の場に立ち合わせていただく中でも、ここ数年で、「ESGが重要だから、インセンティブ報酬の評価指標に加えたい」という声をよく聞くようになった。

本稿では、ESGの潮流を受けて役員報酬でとりうる対応について、2つのアプローチを紹介する。1つ目は直接的なアプローチで、ESGの評価をインセンティブ報酬の評価指標として取り入れる場合のマーケット動向の整理と検討のポイントについて。2つ目は間接的なアプローチになるが、長期目線での経営を志向させる際に重要な役割を果たす、株式保有ガイドラインについてである。

## 2. ESG評価の役員報酬への反映

インセンティブ報酬へのESG評価の反映は、日本では多くの企業が今後の課題としていたり検討を始めたところだったりという状況で、まだ積極的に行っているケースは多く見られない。一方、欧米では経営者にESG重視の行動を促し、また具体的に規律付けていく観点から、ESG評価を役員報酬に取り込むことは既に一般的になりつつある。

米国S&P500企業を対象とした2020年のウイリス・タワーズワトソンの調査結果によるとESG評価を役員報酬に組み込んでいる企業は全体の52%で、うち年次インセンティブへの適用は51%、長期インセンティブへの適用は3%であった。欧州各国の主要インデックスに採用されている企業を対象とした調査結果では68%、うち年次インセンティブへの適用は66%、長期インセンティブへの適用は19%であった。ESG目標という点、結果が出るまでに何年も時間を要する取り組みがイメージされ、そこから長期インセンティブで評価することを想像されやすいかもしれないが、実務上は長期的な目標に対する毎年の取り組みを年次で評価して報酬に反映していく手法が多く採られている。年次インセンティブにおいて、全体の15~20%程度をESG評価部分として設けるケースもあれば、個人評価部分の中に組み込むケース、定性評価要素として設計するケースもある。

ESGの中で、役員報酬への反映の観点からも昨今注目を集めているのは“S”であり、先の調査では米国企業の49%が関連指標を役員報酬の評価に採用している。Socialの内容は下記のように分類できる。

<sup>1</sup> 本稿では、監査役会設置会社・監査等委員会設置会社における任意の報酬諮問委員会、指名委員会等設置会社における法定の報酬委員会を総じて報酬委員会と呼ぶ

- People & HR
  - ▶ Succession Planning & Talent Development
  - ▶ Employee Engagement
  - ▶ Culture
- Employee Health & Safety
- Inclusion & Diversity
- Customer Service

このうち、少し性質が異なるCustomer Serviceを除くと残りがHuman Capital（人的資本）関連の項目となるが、それらの指標は45%の企業で採用されていた。ESGの中で特にどの要素を重視して自社の優先課題として取り組むかは業種や自社が置かれている環境によってばらつきが出る部分ではあるが、Human Capital関連の項目についてはどの企業においても共通する課題である。欧米におけるHuman Capital Managementの状況に関する開示強化の要請や、新型コロナウイルスによる危機的状況が重なり、今後ますます重要視されて報酬の評価に使われるケースも増え続けるだろう。

続いて日本での事例を確認する。ウイリス・タワーズワトソンが日本で運営している2020年経営者報酬データベースによると、インセンティブ報酬の評価に非財務指標を用いているケースは10~20%程度存在するが、役員報酬開示においてESGとインセンティブ報酬の関連を明確に開示している企業はまだ限られている。外部評価機関の指標を活用し、役員報酬に反映している例として、オムロンはDow Jones Sustainability Index(DJSI)の結果を長期インセンティブの評価指標の1つとして採用している。また、花王は長期インセンティブ評価期間におけるEthisphere Institute（「World's Most Ethical Companies」）の選出回数を反映している。一方、社内で評価を行って役員報酬に反映している例として、キリンホールディングスは長期インセンティブのうちの10%をCSVコミットメントの進捗及び達成状況の評価として、4つの重点課題（「酒類メーカーとしての責任」、「健康」、「地域社会・コミュニティ」、「環境」）に応じた取り組みを総合的に評価するとしている。統合報告書ではそれぞれの重点課題における成果指標、目標値、選定理由が紹介されている。報酬の評価はA~Eの5段階で行

い、客観性及び透明性を担保すべく、指名・報酬諮問委員会の審議を経て取締役会で評価を確定している。また、三菱ケミカルホールディングスはサステナビリティの向上を目指す経営に関連する指標の評価結果が現金賞与と株式報酬の双方に10%反映される仕組みをとっている。当該指標について、具体的には資源削減量、医薬品提供貢献指数、従業員ウェルネス指数が主なものとしてあげられていて、統合報告書にて自社のマテリアリティ、施策、計画値、実績値、自己評価等を数値で示している。さらに、コニカミノルタは年次インセンティブの個人評価の一環として、各執行役の重点施策の中に、ESG等の非財務指標に関わる取り組みを含めることになっている。

ESG指標は財務指標とは異なり、客観的に評価をすることが難しい。加えて役員報酬はステークホルダーに対して合理的な説明が求められることがハードルとなり、日本ではまだ導入事例が少ない。欧米においても年次インセンティブの評価指標の1つとして限定的に活用する方法が主流である。しかし、今後、気候変動リスクや人的資本に関する重要性の高まりなどから、ESGを役員報酬に組み込む議論は次第に深化していくことが予想される。日本においても、様々なステークホルダーからのプレッシャーが徐々に大きくなっていくだろう。

これらの背景を踏まえ、ここからは、実際に役員報酬にESG評価を組み込む場合のポイントを整理していく。

#### (1) ESG経営方針の確立

議論の出発点としては企業戦略におけるESGの目標が存在し、それが社内外に明確に打ち出されていることが前提になる。各所からのプレッシャーによって役員報酬の議論が先行してしまうケースを見かけることもあるが、インセンティブ報酬はあくまでも企業目標の達成を促すためのものである。役員報酬のためにESGの目標を検討するというのは順番が逆であり、そこから実効的な役員報酬制度を設計するのは難しい。一言にESGと言っても、カテゴリは多岐にわたり、また、各社が保有する事業によって注力する分野は大きく異なる。自社の価値創造ス

トリーに沿って企業の事業戦略と整合するESGのマテリアリティを選定し、経営戦略や事業との関連性を鑑みた上でマイルストーンやKPIが定められていることがESG経営の基盤となる。また、それを中期経営計画等に掲げて社内外に発信することが重要になる。そして、これらが整ってはじめてインセンティブ報酬のKPIとしての採用可能性を検討することができる。ESGは財務指標とは異なり、利益や価値創造との関係性が必ずしも明らかではなく、企業間の比較可能性も乏しい。そのため、ESG経営方針について役員のみならず従業員まで含めた社内のステークホルダーへの浸透や理解を得ること、また、社外のステークホルダーへの積極的な情報発信を通して、その目標の達成状況に応じて役員報酬を決定することへの納得感を高める努力をしなければならない。そのために、目標のわかりやすさや検証可能性も重要な鍵となる。

## (2) ESGガバナンス体制の整備

次に、経営方針に設定されたESG目標をどのようにモニタリング、評価するかという論点である。前述のとおり、ESG指標は財務指標と異なり客観的な評価をすることが難しい。経営目標としての評価が難しいのみならず、それを役員報酬に反映するとすると、より強固なガバナンス体制が求められる。

ESGの評価方法としては、第三者機関の評価に委ねるケースと、自社で行うケースの2通り考えられる。第三者機関を活用する場合のメリットは、客観性と他社との比較可能性がクリアになる点である。ただし、注意点もある。まず、数あるレーティングやランキング機関の中に、自社のESG経営の方針や目標を代理変数的に評価するものがあるかどうかという課題だ。多くの機関では一般的なESG課題を評価項目に設定していることから、ユニークな戦略目標を設定している場合は都合よくフィットする評価機関が存在しない場合がある。次に、各評価機関でそれぞれ独自の評価基準・評価方法を採用していて、それらの理解や説明が難しい点だ。会計基準のように統一されたルールが確立されていないことから、ある企業について評価機関Aは

高評価、評価機関Bは低評価を出しているようなケースも存在する。評価方法については投資家の間においてもまだ明確なコンセンサスがなく、第三者機関から高評価を得ることが必ずしも企業価値の評価に結びつくとは限らない状態である。第三者機関の活用を検討する際はこれらの懸念点を慎重に審議することが必要だろう。対して、自社内で評価を行う場合は、その企業のESG経営の方針や目標、具体的な取り組みに沿って柔軟に、かつきめ細やかな評価をすることが可能である。一方でこの場合は客観性・透明性の確保が課題となる。取締役会や報酬委員会等で社外取締役の視点を踏まえた議論や評価を行い、そのプロセスを開示していくことは説明責任を果たすことにつながるだろう。また、欧米では指名委員会や報酬委員会と並列の位置づけで「ESG委員会」等の独立した委員会を新たに設置して議論やモニタリングをするケースが増えている。この委員会は、自社のESGに関する取り組みに対して客観的な評価を行う側面からは社外取締役の活用が重要である一方で、ESG課題の組織への浸透、取り組みの遂行に関する側面においては社内役員の関与も必要となることから、社内外の適切なバランスが求められる。さらにESG課題を議論するに足る専門性や多様性も踏まえてメンバーが構成されることが望ましいだろう。このような委員会を設置し、そこでの議論を開示することは説明責任を果たす上で有効だろう。

## (3) インセンティブ報酬の設計

次に、インセンティブ報酬制度を設計する際の論点を整理する。年次インセンティブに組み込むか、長期インセンティブに組み込むか、先の例で紹介したように欧米では年次インセンティブでの評価が今は主流である。ESGの課題は結果を出すまでに長い期間を要する。長期インセンティブの評価期間は3年間とされていることが多いが、3年間では完結せず、10年、あるいはそれ以上の期間を要するESG目標も多いだろう。それらの結果が出るまでの間、報酬の評価を待機させることがあまり現実的ではないことから、年次インセンティブの中で1年毎の取り組みを評価することが現実的で運用しやすいとい

う考えに至っている。もちろん、3年先のESG目標を立ててそれに向かってアクションをしていくような経営方針をとっている企業においては長期インセンティブでの評価サイクルに組み込

むほうが馴染む場合もある。インセンティブ報酬への組み込み方の度合いとしては以下の6段階が考えられている。

表：インセンティブ報酬への取り入れ方

1.足切り要因	年次インセンティブや長期インセンティブの不支給ラインとして、最低限必要なESGの評価結果を定めておく
2.個人評価の係数	年次インセンティブや長期インセンティブの中の個人業績評価部分の支給率を、ESGの評価結果に応じて上下させる
3.全社業績評価の係数	年次インセンティブや長期インセンティブの全社業績評価部分の支給率を、ESGの評価結果に応じて上下させる
4.年次インセンティブの独立評価要素	年次インセンティブのうちの一定割合の支給率を、ESGの評価結果に応じて決定する
5.長期インセンティブの独立評価要素	長期インセンティブのうちの一定割合の支給率を、ESGの評価結果に応じて決定する
6.長期独立プラン	ESGの長期目標の戦略の期間に沿って、それ専用の長期インセンティブを設定する

上から下に向かって、より強固なESG経営方針、ガバナンス体制が必要とされる設計だ。同時に、報酬へのインパクトが大きくなり、ESGに取り組む自社の姿勢を外部に示す説得力も高まっていく。事例としてよく見られるのは2~5である。自社のESG経営方針とのバランスを見て適切な反映方法を選択するのが理想的ではあるが、報酬制度の高度化に伴い自社のKPIマネジメントに対する説明責任も高まることを考慮しながら設計するのが良いだろう。

以上がESG要素を役員報酬に組み込む際の検討のポイントとなる。欧米のプラクティスを中心に紹介してきたが、ESGへの注目度の高まりに伴い、マーケットにおいて近い将来トレンドが変化していく可能性が十分にある。プラクティスの先進地域と日本の状況の両方に目を向けて検討を続けていくことが有効だろう。また、各社の経営においてもESGの考慮が避けて通れなくなっていくことが想定される。経営方針に応じたガバナンス体制を確立し、それを適切な形で役員報酬に反映してインセンティブ報酬制

度の高度化を図っていくことは、持続的な企業価値向上の観点からも重要な課題となるだろう。

### 3. 株式保有ガイドラインの設定

ここまで説明してきたESG評価の役員報酬への反映は、ESG重視の潮流に対して直接的な対応であったが、ここからは間接的なアプローチである株式の継続保有強化の重要性と、それを定める株式保有ガイドラインについて説明する。サステナビリティ重視の傾向への対応としては、ESG関連のインセンティブ報酬を設定することと併存して、この後紹介する株式保有ガイドラインを設定することが望ましいだろう。ただし、上述の通りインセンティブ報酬にESG評価を取り入れるまでには多くの検討事項があり、体制の準備にも時間がかかる。ESGに関する様々な取り組みの結果は、最終的に株価に反映されると整理することもできる。そのため、まずは株式保有ガイドラインを設定し、経営陣が自社株を長期的に保有して、ステークホルダーとのアライメントを担保することで、長期的な企業価値向上へのコミットメントを説明できる仕組み

を整えておくことは有効だろう。

株式保有ガイドラインとは、経営幹部に一定基準の株式の保有を義務付ける規程であり、「役員就任後、○年以内に基本報酬の×倍の金額の株式を保有する。」という内容を、各社が任意に定めるものである。また、「権利確定後の株式を△年間（あるいは保有基準達成まで、または、退任後まで）保有し続ける」という継続保有要件をあわせて運用することも多い。役員が長期インセンティブ報酬として取得した株式を売却して現金化することは、株式報酬が持つインセンティブの役割に即した行動である。しかし、手にした株式を直ちに売却しようとする、目先の株価のみに意識が向いてしまう。また、自社株式をすべて売却してしまうと、株主との持続的な企業価値の共有が実現されなくなってしまう。株式保有ガイドラインは、株主との価値共有に必要なと考えられる一定量の株式について一定期間の継続保有を義務付ける（≒売却を禁止する）ことで、中長期的な視点を持った経営を志向させ、株主との持続的な利害共有を深め、アライメントの役割を果たす。昨今のESGやサステナビリティ重視の潮流からアライメントの重要性は非常に高まっている。

ESG評価を役員報酬に反映することと比べて、欧米における株式保有ガイドラインのプラクティスは既にかなり成熟している。米国の役員報酬は、株式報酬の割合が大きく高額である。報酬制度の健全性を説明するために、株式保有ガイドラインは既に一般的なものとして定着していて、さらにその強化が進んでいる。議決権行使助言会社のISSは役員報酬制度を評価する際の観点の1つに、株式保有ガイドラインと継続保有要件をあげている。また、2019年には機関投資家協議会(Council of Institutional Investors)が、経営者報酬制度は株主の長期的な利益に沿うものであるべきだという文脈で、株式保有ガイドラインの活用を後押しした。ここで言う“長期的”とは少なくとも5年とのことだ。示唆の中では、退任時、あるいは退任1年後までの継続保有要件の設定や、権利確定までの期間の延長など、より長い期間のアライメント担保が促され

ている。S&P500企業を対象に実態を確認すると、2019年時点で96%の企業に株式保有ガイドラインがあることがわかった。今では大半の企業が株式保有ガイドラインと継続保有要件の両方を定めているが、10年前は株式保有ガイドラインのみを定め、継続保有要件を特に定めない企業の方が多かった。この10年で、長期的な株主価値共有の重要性が高まった結果と見るができるだろう。ガイドラインに定める株式の保有量は、従来CEOは基本報酬の5倍が一般的とされてきたが、2019年の調査結果では6倍の方が主流になっていた。株式報酬権利確定後の継続保有要件で保有期間を定めることも一般的なプラクティスとなっており、現在はガイドラインの保有目標に達するまでの期間は売却禁止とするデザインが多い。

欧州でも同様の状況が見られる。英国では2018年の改訂コーポレートガバナンス・コードで、株主の利益に寄り添うために長期的な株式保有を促す報酬制度が重要であるとされ、その目的で支給される株式報酬は売却までに権利確定前後の期間合計で最低5年間の保有が求められている。さらに、退任後の株式保有要件についても報酬委員会に方針の策定が求められている。これについて同年のInvestment AssociationのPrinciples of Remunerationでは、退任後2年間の株式保有義務を制度化することと、退任後の経営者にそれを遵守させる仕組みを早期に構築し、開示することを報酬委員会に求めている。FTSE100企業においては既に95%に株式保有ガイドラインが整備されている。また、英国から範囲を広げて、STOXX All Europe 100企業についても2019年には75%の制度保有となり、2017年の67%から増加傾向が見られる。ガイドラインとして定める株式の保有量は基本報酬の3倍が一般的である。

日本の状況を確認してみると、役員報酬制度として株式保有ガイドラインを定めていることが開示情報から読み取れる企業は10%に満たない<sup>2</sup>。その中でも、具体的な保有目標や保有期間を明らかにしている企業はさらに少なく、制度の存在のみ報告しているケースもあった。社内

<sup>2</sup> 調査対象：時価総額上位企業100社の2019年3月期または12月期の有価証券報告書

的に設定している企業はこれより多くあるかもしれないが、開示されない限りステークホルダーには明らかにならない。欧米の状況から考えると、株式保有ガイドラインを設定し、その内容を対外的に説明することが、アライメント強化の観点からも重要になっていくだろう。現実には、日本の経営陣は、交付された株式報酬が譲渡制限期間等を経て権利確定し、売却可能になっても、実際に現金化することはあまり多くないものと見られる。インサイダー取引規制によって、売却可能期間や条件が限られることが制約となって、売却しないことが習慣化されていたり、そもそも退任まで売却できない制度設計となっていたりすることが多い。この状況において、新たに株式保有ガイドラインを設定することに対する抵抗感は、貰い手である経営陣にとってそこまで大きくないものと思われる。株式保有ガイドラインの設計にあたっては、欧米に比べて役員報酬に占める株式報酬の割合が小さいことを考慮して基本報酬の1倍~1.5倍等を目安に保有基準を設定することが考えられる。一部の先進的な日本企業においては、総報酬を3~4億円とし、基本報酬：年次インセンティブ：中長期インセンティブ=1：1：1に近い、欧州に見られる報酬体系を採用するケースも出てきていて、そのような企業では、欧州の株式保有ガイドラインの設定基準と同様、基本報酬の3倍相当の持株数を達成するまでは売却を制限するという例も見られはじめている。

株式報酬には、企業価値創造のインセンティブの目的と、株主と目線を合わせて価値を共有するアライメントの目的があるが、アライメントの部分を株主に説明する役割を担うのが株式保有ガイドラインであり、日本においても徐々に重要性が高まっていくと予想される。株式保有ガイドラインに加えて、アライメント強化の観点からは、株式の継続保有を強化するために業績結果と連動しない株式報酬の活用なども選択肢に入ってくるだろう。

#### 4. おわりに

本稿ではESGの潮流を受けて、役員報酬で検討すべき対応を2つ示した。役員報酬改革のトレンドとしては、他社との事例合わせや市場水準の中央値に揃えるような、旧来の制度設計は時代遅れとなりつつある。コーポレートガバナンス・コードの導入以降、自社のビジネスモデルや中期経営計画と整合させるべく、インセンティブ報酬の強化などを報酬委員会のプロセスを通じて適切性を担保することにより、健全なリスクテイクや実効性の向上が促進されてきた。今後は、サステナビリティ重視の論調に後押しされる形で、ESG評価指標の組み込みや株式長期保有の論点にも対応しつつ、自社の経営理念や価値創造ストーリーの実現を推し進める報酬制度改革が行われるようになっていくだろう。

#### 丹羽 愛 (にわ めぐみ)

ウイリス・タワーズワトソン リードアソシエイト。

一橋大学経済学部卒業。ソフトウェアメーカーで人材管理システムの企画・開発を経て、ウイリス・タワーズワトソンに入社。大手上場企業における報酬委員会の運営支援、役員報酬制度改革に関するプロジェクト、海外子会社役員の報酬制度設計に関するプロジェクトに関与。また、経営者報酬データベースの運営・分析にも従事。