

米国株主総会関係書類 Vol.3

当レポートは、米国上場の代表銘柄に相当するS&P500の時価総額上位100社の委任状勧誘書類(proxy statement)を対象に調査を実施している。第3回となる今回は、役員報酬に焦点を当てる。

■ 日米の報酬ガバナンスの課題

2018年6月に改訂された東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)では、【経営陣の報酬】の補充原則4-2①が見直され、持続的な成長に向けた報酬制度の設計および具体的な報酬額の決定が取締役会の役割・責務として明文化された。日本企業の役員報酬においては、業績連動部分が少ない点が特徴ともいえる。経済産業省が2015年に実施した調査※1によると、役員報酬に占める固定報酬の割合はおおよそ8割であり、2割を切っている米国、3割程度の英国と比べると、際立って映る。事業の成果で報酬が左右されない設計においては、業績を高める攻めの意識よりも、何事も無難に着地させる守りの意識によって、長くそのポジションにいようとするインセンティブが生まれがちになる。CGコード改訂にはこの構図にメスを入れようとする狙いが窺える。

※1 出典：日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する参考資料（経済産業省 2015年3月）

一方、米国の役員報酬においては世界金融危機前におけるCEO報酬の絶対額などが度々やり玉に挙げられてきた。特に金融機関が過度にリスクをとって短期利益を追求したことが金融危機を引き起こしたという反省から2010年にドッド・フランク法が制定され、米国上場企業に対するコーポレートガバナンス規制が強化された。ここで義務化されたのが「セイ・オン・ペイ」であり、これ

は役員報酬の在り方に株主の意見をもっと反映させるべきという考え方にに基づき、企業は最低でも3年に1度は株主総会議案として役員報酬制度を開示し、賛否を問うというものだ。米国 proxy statementにおいて役員報酬に関する開示が日本の招集通知とは比べ物にならないほど充実している背景にはこうした事情がある。

CD&Aセクションで語られる報酬方針

米国の委任状規則では、proxy statementの中で、Compensation Discussion and Analysis（報酬に関する議論と分析）の開示を求めている。ここでは企業の報酬方針や報酬制度の構成要素、経営成績との関係などが解説されることになる。通常、指名役員の報酬に関する投票議案（Advisory Vote to Approve Named Executive Officer Compensation）の参考情報と位置づけて報告されることが多い。

CD&Aセクションの狙いは、自社の報酬制度が株主利益と連動した経営者報酬であるとともに長期的な成長に対するCEOのインセンティブを高める設計になっている点を訴えることを通じて、報酬議案の賛成率を高めるという点にある。これを表現しようとする象徴的なコンテンツの1つが「What we do（行うこと）、What we don't do（行わないこと）」のスタイルで報酬方針を端的に整理している内容だ。What we doでは、業績

に沿った報酬や挑戦的な目標設定などが記載され、What we don't doでは雇用契約を利用しない、（対象役員に対して）過度な特権は与えないといった記載など、設計上の思想・原則が明示されている。このスタイルの記述は、今回の調査対象の6割を超える62社で確認できた。この62社以外でも、Compensation practiceやCompensation philosophyなどの体裁で、方針を記載する企業も多い。

I. Pay Practices	
Highlighted below are the key features of our executive compensation program, including the pay practices we have implemented to drive Responsible Growth, encourage executive retention, and align executive and stockholder interests. We also identify certain pay practices we have not implemented because we believe they do not serve our risk management goals or stockholders' long-term interests.	
 What We Do	✓ Pay for performance and allocate individual awards based on actual results and how results were achieved ✓ Use balanced, risk-adjusted performance measures ✓ Review feedback from independent control functions in performance evaluations and compensation decisions ✓ Provide appropriate mix of fixed and variable pay to reward company, line of business, and individual performance ✓ Defer a majority of variable pay as equity-based awards ✓ Apply clawback features to all executive officer variable pay ✓ Require stock ownership and retention of a significant portion of equity-based awards ✓ Engage with stockholders on governance and compensation ✓ Prohibit hedging and speculative trading of company securities ✓ Grant equity-based awards on a pre-established date to avoid any appearance of coordination with the release of material non-public information
	✗ Change in control agreements for executive officers ✗ Severance agreements for executive officers ✗ Multi-year guaranteed incentive awards for executive officers ✗ Severance benefits to our executive officers exceeding two times base salary and bonus without stockholder approval per our policy ✗ Accrual of additional retirement benefits under any supplemental executive retirement plans ✗ Excise tax gross-ups upon change in control ✗ Discounting, reloading, or re-pricing stock options without stockholder approval ✗ Single-trigger vesting of equity-based awards upon change in control ✗ Adjust PRSU results for the impact of legacy litigation, fines, and penalties

Bank of America社のCD&Aにおける報酬方針

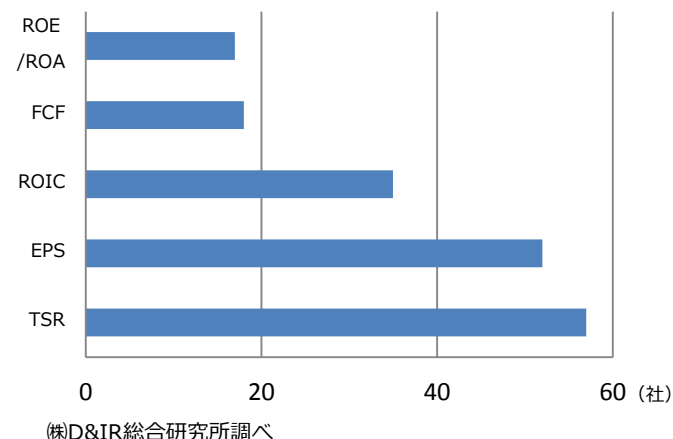
■ Pay for Performance

報酬方針の中ではほとんどの企業において「Pay for Performance(P4P)」（業績に沿った報酬）もしくはそれに類する記述があり、P4Pの実現は米国の上場企業および株主にとって重要な関心事項ともいえる。ここでいうPerformance（実績）とは、中長期の業績・株主価値を含んでおり、単に短期的な業績連動報酬の比率を高めるだけで済む問題ではない。また、Performanceをどのような指標で測り、どのような仕組みで経営者報酬と連動させることが適切なのか、は業種・業態・事業モデルによって変わってくる。

経営者への長期インセンティブを付与するために報酬設計に組み入れられるPerformance Share Unit（業績達成条件付株式報酬制度）の付与条件で用いられている業績指標を見たところ、最も採用数が多かったのは、全体の半数を超える54社で確認できたTSR（Total Shareholder Return：株主総利回り）となった。このTSRは保有期間の配当累積金額や値上がり益などを足し上げたものを株価（投資額）で割った比率であり、一定期間の株式投資で得られる株主の利益そのものを指しているともいえる。TSRの絶対水準を報酬付与の条件とする企業もあれば、S&P500など比較対象のグループのTSR水準を勘案し上回る成果を出せば報酬を与える企業もある。TSR以外では、EPS（一株当たり利益）が30社で続き、その他ROIC（投下資本利益率）、ROE・ROA、フリーキャッシュ・フローを付与条件とする企業が確認できた。米国の長期インセンティブ付与の指標として代表的なTSRは、日本企業ではまだまだなじみの薄い指標であり、直近の調査※2では任意開示書類である統合報告書でTSRについて何らかの形で言及した報告書は1割にも満たない状況となっている。

※2 出典：統合報告書分析レポートVol.23
 （株）D&IR総合研究所 2017年12月）

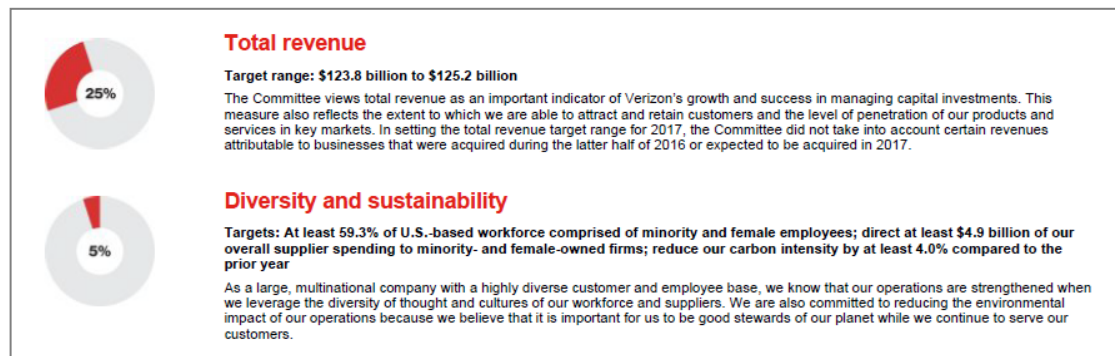
PSU制度の付与条件で用いられる主な業績指標



■報酬とサステナビリティ

役員報酬の決定にサステナビリティに関する指標を勘案すべきという株主提案の動きが一部であることは、「法定開示書類からみるESG 米国株主総会関係書類Vol.1」で触れた。実際に、サステナビリティを役員報酬設計に組み入れた例では、ダイバーシティ推進を業績連動報酬（Annual Cash Incentive）の評価指標として組み入れている Walmart社が挙げられる。同社のCD&Aの説明によると、ダイバーシティ推進は年間パフォーマンス評価の10%を占めており、差別行為やハラスメントへの加担などの違反行為があれば、業績連動報酬を引き下げる条項もあるという。その他、Verizon Communications社が米国内の従業員の59.3%をマイノリティまたは女性にするという目標などを報酬設計に組み入れているほか、エネルギー業界のConocoPhillips社やDuke Energy社、鉄道会社のUnion Pacific社などでは安全性指標を組み入れる例が見られた。先進的なグローバル企業の一部の動きの域を出ないものの、サステナビリティを報酬設計に組み入れることは徐々に現実的な選択肢となりつつある。報酬に影響するとなれば、いわゆる「ポーズとしてのサステナビリティ」は許されず、サステナビリティに対する取締役会の本気度が変わってくることも期待できよう。

役員報酬の開示については、今回紹介した米国の proxy statementにおける詳細な記載にとどまらず、英国の制度開示であるStrategic ReportにおいてもRemuneration（報酬）パートでビジネスモデル～戦略～KPIと紐づけて詳述することを求めている。報酬ガバナンスの強化はグローバルで重要な対話テーマの1つとなっており、日本においても、株主構成によっては、グローバル水準の報酬ガバナンスを株主から求められることが起こりうる。任意開示書類である統合報告書のガバナンスパートにおいては、役員報酬の観点に限らず海外の制度開示水準を踏まえ、日本の制度開示とのギャップを埋める開示努力も必要になってくるだろう。



サステナビリティ要素が組み込まれているVerizon Communications社のShort-term plan performance measures