

ESG指標に基づく経営者報酬に関する基礎的調査： 有価証券報告書における開示情報に基づいて

その他のタイトル	A Basic Research on Management Compensation Based on ESG Indicators : Analyses Based on Information Disclosed in Securities Reports
著者	乙政 正太, Kuang Wenjun, 椎葉 淳
雑誌名	關西大學商學論集
巻	67
号	3
ページ	37-61
発行年	2022-12-25
URL	http://doi.org/10.32286/00027700

ESG指標に基づく経営者報酬に関する基礎的調査

—有価証券報告書における開示情報に基づいて—*

乙 政 正 太[‡]
Wenjun Kuang[†]
権 葉 淳[§]

1. はじめに

本研究の目的は、日本におけるESG指標に基づく経営者報酬制度の意義を検討することである。持続可能な開発目標 (SDGs) の達成に向けた取り組みが世界的に注目されるなか、企業には社会的責任活動や社会的利益への配慮がますます求められるようになってきている。しかし、SDGsや環境・社会・ガバナンス (ESG) を意識した経営を企業が実際に展開するためには、目標を掲げるだけでなく、それと整合的なさまざまな制度が企業内に組み込まれる必要があるだろう。そのような重要な制度の一つとして、ESG指標に基づく経営者報酬制度の構築を指摘することができる。たとえばUnited Nations (2012) においては、ESGに関する問題と経営者報酬とを結びつけることの意義が強調されている。

その一方で、ESG活動に対する資源の消費によって、経営者は株主を犠牲にして非金銭的な便益を得ており、エージェンシー・コストが生じているという指摘もある。たとえばBebchuk and Tallarita (2022) はESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している企業であっても、多様なステークホルダーを広く考慮した経営者報酬制度となっている企業は少ないことを指摘している。また、開示されている情報からは、ESG指標が客観的に測定され適切な業績評価が行われていることを外部から十分に監視できないとしている。このためBebchuk and Tallarita (2022) は、現在のようなESG指標に基づく経営者報酬制度ではエージェンシー問題はむしろ

* 本研究は、公益財団法人 全国銀行学術研究振興財団 (Kuang・権葉) およびJSPS科研費JP20K02028の助成を受けたものである。また、Thomson Reuters社のRefinitiv Eikonデータベースの使用については大阪大学 数理・データ科学教育研究センター (Center for Mathematical Modelling and Data Science; MMDS)、インターネットディスクロージャー社のデータベースの使用については東京大学金融教育研究センター (Center for Advanced Research in Finance; CARF) より支援を受けている。

‡ 関西大学商学部 教授

† 大阪大学大学院 経済学研究科 博士後期課程

§ 大阪大学大学院 経済学研究科 教授

大きくなり、またステークホルダーのためにもならないと主張している³⁾。

以上のような背景から、本研究において考察する研究課題は、(1) 日本企業が開示しているESG指標に基づく経営者報酬制度の内容について調査することである。特に、Bebchuk and Tallarita (2022) を参考にして、日本でも同様の問題が生じている可能性があるのかどうかについて検討する。また本稿では、(2) どのような日本企業がESG指標に基づく経営者報酬制度を導入しているのかについても検討する。これらの考察によって、今後ますます重要になると予想されるSDGsやESGを意識した経営を実効性のあるものにするための手段として、経営者報酬制度の意義に関する基礎的証拠を提供する。

なお、日本企業について、有価証券報告書における「【役員の報酬等】」の箇所が開示されている内容を文書検索したところ、2019年から2021年までの3年間において、ESGという言葉が入っている企業が129件であったのに対して、SDGsという言葉が入っている企業は26件であった。このような実際の使用度合いから、本研究ではESG指標に基づく経営者報酬制度という用語を用いることにする。

本稿は次のように構成されている。第2節では、ESG指標に基づく経営者報酬制度に関する背景を確認する。また、日本におけるESG指標に基づく経営者報酬制度の導入状況を概観する。第3節では、Bebchuk and Tallarita (2022) の議論を参考にして、日本におけるESG指標に基づく経営者報酬の内容について検討する。第4節ではESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因について実証的に検証する。第5節はまとめと今後の課題である。

2. ESG指標に基づく経営者報酬制度の動向

2.1 背景

世界のESG投資の中心的なテーマは気候変動である。米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; SEC) は、2010年2月に気候変動関連開示に関するガイダンス (Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change) を公表している (SEC, 2010)。これは気候変動リスクの開示に対する投資家等の強いニーズに応えるために出されたものである。このガイダンスには開示の強制力がないが、SECは2022年3月に気候関連開示の強化と標準化を目的とする開示規則案を公表している (SEC, 2022)。

日本では、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード (東京証券取引所, 2021) において、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) 等に依拠した気候変動開示の要求を強めようとしている。基本原則3の考え方に次のような記述がある。

3) ただしGillan et al. (2021) のレビュー論文によれば、論文の数は限定的であるものの、ESG活動と報酬の関係についてはガバナンスが機能しているとする最適契約の視点 (optimal contracting view) を支持する実証結果が比較的多いようである。

「更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。」（東京証券取引所, 2021, p.11）

2.2 ESG指標の採用状況

ESG指標については、近年、経営者報酬の決定要因と結びつけようとする海外企業が増加してきている。たとえば、ロンドン証券取引所（LSE）に上場している時価総額が大きい100社（FTSE100）のうちの45%は、年次ボーナス、長期インセンティブ・プラン、あるいはその両方にESG指標を盛り込んでいる（PWC, 2021）。また、米国のS&P 500のうちの51%は経営者報酬制度にESG指標を設定している（一般社団法人信託協会, 2022, p.13）。WTW（2020）のグローバル企業の回答者（168人）によると、業績評価について、ほぼ3分の2（63%）の回答は短期インセンティブ・プランにESG指標を取り入れていることを示す。長期インセンティブ・プランの場合は41%で少し落ちる。加えて、78%は、ESG指標が強い財務パフォーマンスの主要な誘因になることを信じていると回答している。

日本においても、経済産業省は2019年6月に「グループガバナンス・システムに関する実務指針」（経済産業省, 2019）というガイドラインを示しているが、そこでも「企業価値向上のために、ESGやSDGsに関する非財務指標をインセンティブ報酬のKPIとして設定することも有効であると考えられる」（p.115）と述べている⁴⁾。

ESGベースの経営者報酬制度の現状であるが、KPMG（2022）によると、2021年にTOPIX100企業の40%がESG要素を取り入れている。個別にみると、年次ボーナスにも長期インセンティブ・プランにも23%がESG要素を含めている。開示面については、算定に用いられた指標が具体的でなく曖昧な説明にとどまるものが多く、不明のケースが70%にも達する。イギリスの場合、不明のケースはなく、特定の指標を開示する割合は、年次ボーナス（長期インセンティブ・プラン）で85%（74%）もある。

松木（2022）は、東証プライム市場に上場する企業のうち2022年3月31日の終値ベースの時価総額上位500社を調査対象として、非財務指標の採用状況及び開示の充実度について調査を行っている。非財務指標を業績評価指標の1つとして採用する企業数は2022年調査と2019年調査を比較して3倍以上に増加している（35社から111社）。2022年調査において、73社（111

4) 2021年6月には、経済産業省は「非財務情報の開示指針研究会」を立ち上げ、質の高い非財務情報の開示を実現するために求められる方向性について審議を始めている（経済産業省, 2021）。

社中の66%)は全社業績評価として、34社(111社中31%)は個人別評価として非財務指標を採用している。結果的に、英米企業に比べると、日本企業では経営者報酬制度に非財務指標が利用されるケースはまだ少ないといえる。

3. 日本におけるESG指標に基づく経営者報酬制度の内容

この節では日本におけるESG指標に基づく経営者報酬の内容について調査する。サンプルは、2019年から2021年について、企業情報データベースeol(株式会社アイ・エヌ情報センター)の全文検索によって抽出している。具体的には、Ikram et al. (2019)を参考にして、有価証券報告書の「第4 【提出会社の状況】」に記載されている「【役員の報酬等】」において、「ESG」、「SDG」、「CSR」、「CO2」、「Sustainability」、「持続可能性」、「環境指標」、「排出量」で検索し、これらのいずれかのキーワードが含まれる企業を特定した。また、すべての文章を確認し、キーワードが含まれているのみで、実際に経営者報酬には用いていないものは除外した。ただし、有価証券報告書においては開示していないが、統合報告書などで公表している企業が存在しているかもしれない。このような企業は今回の調査には含まれていない点には注意してほしい。

なお、日本では2019年1月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、経営者報酬に関する開示項目が拡充され、報酬額等の決定方針、業績連動報酬、報酬決定に関わる活動状況を記載することになった(金融庁, 2019)。この内閣府令は2019年3月31日以後に終了する事業年度の有価証券報告書より適用される。このこともあり、2018年については上記と同様の方法で検索を行ったが、該当する企業は存在しなかった。

図表1は2020年にESG指標に基づく報酬契約を採用している48社の時価総額、経営者の総報酬、経営者一人当たりの平均報酬、ESGスコアを示す。ここで経営者の報酬額データは、開示Net役員報酬レポート(株)インターネットディスクロージャー提供)に基づいている。なお、使用できる経営者報酬データが2020年までであったため、2021年を対象としている図表2から図表4とは対象企業が異なっている点には注意してほしい。またESGスコアはThomson Reuters社のRefinitiv Eikonデータベースから得られるESGスコアであり、Refinitivが提供する(1)環境、社会、ガバナンスのパフォーマンスの加重平均である総合的なESGスコア(*ESG_Score1*)、および(2)環境と社会のパフォーマンスの等加重平均からなる部分的なESGスコア(*ESG_Score2*)の2種類を掲記している。2020年にESGスコアが欠損でない企業364社について、*ESG_Score1*の中央値(平均値)は52.65(48.56)であり、*ESG_Score2*の中央値(平均値)は52.84(48.03)である。ESG指標に基づく報酬契約を採用する企業のESGスコアはどちらも2020年の全般のESGスコアの平均値と中央値より大きいといえる。

図表1 ESG指標に基づく報酬契約を採用している企業の時価総額、経営者の総報酬、経営者一人当たりの平均報酬、ESGスコア（2020年）

（単位：百万円）

企業名	証券コード	時価総額	経営者の総報酬	経営者一人当たりの平均報酬	ESG_Score1	ESG_Score2
国際石油開発帝石（株）	1605	813,051.94	447	49.67	-	-
鹿島建設（株）	1812	586,279.50	716	65.09	53.72	58.65
戸田建設（株）	1860	202,951.12	325	46.43	38.70	43.07
積水ハウス（株）	1928	1,630,703.62	953	119.12	56.12	61.38
高砂熱学工業（株）	1969	132,490.94	348	38.67	-	-
パーソルホールディングス（株）	2181	257,061.48	305	61.00	30.56	11.27
森永乳業（株）	2264	208,261.98	381	47.62	-	-
アサヒグループホールディングス（株）	2502	2,151,722.25	661	110.17	-	-
キリンホールディングス（株）	2503	2,224,676.00	389	77.80	-	-
味の素（株）	2802	1,104,092.88	661	94.43	82.17	84.13
（株）ニチレイ	2871	427,594.88	262	32.75	70.62	76.86
（株）セブン&アイ・ホールディングス	3382	3,276,289.50	294	32.67	86.37	89.59
北越コーポレーション（株）	3865	75,973.46	274	24.91	-	-
住友化学（株）	4005	531,398.25	650	54.17	71.71	75.25
（株）三菱ケミカルホールディングス	4188	968,242.00	378	54.00	63.61	57.63
花王（株）	4452	3,841,540.00	240	30.00	-	-
塩野義製薬（株）	4507	1,684,352.00	360	120.00	-	-
中外製薬（株）	4519	9,239,854.00	458	114.50	65.72	64.06
小野薬品工業（株）	4528	1,313,456.75	328	65.60	75.86	75.35
沢井製薬（株）	4555	254,355.38	399	66.50	-	-
ペプチドリーム（株）	4587	659,770.50	377	94.25	52.38	53.09
日本ペイントホールディングス（株）	4612	3,686,809.75	694	49.57	-	-
ニカミノルタ（株）	4902	220,669.64	615	25.62	72.45	78.93
（株）資生堂	4911	2,854,400.00	528	105.60	-	-
小林製薬（株）	4967	1,034,650.50	452	113.00	-	-
J X T Gホールディングス（株）	5020	1,195,850.62	398	33.17	65.34	69.91
（株）L I X I Lグループ	5938	421,414.28	1,290	99.23	84.51	84.09
ナブテスコ（株）	6268	565,604.75	283	40.43	-	-
（株）小松製作所	6301	1,729,735.75	622	88.86	84.67	84.59
日本精工（株）	6471	382,580.06	1,447	43.85	71.01	71.41
（株）ジェイテクト	6473	252,315.44	301	27.36	-	-
（株）安川電機	6506	902,747.31	576	82.29	53.06	55.88
オムロン（株）	6645	1,161,158.62	549	109.80	83.09	87.56
セイコーエプソン（株）	6724	467,572.69	361	60.17	83.96	85.48
ソニー（株）	6758	8,096,883.00	806	161.20	82.55	79.66
アズビル（株）	6845	407,143.28	350	58.33	-	-
本田技研工業（株）	7267	4,401,771.00	702	100.29	90.03	91.28
オリンパス（株）	7733	2,141,369.25	140	46.67	-	-
（株）リコー	7752	591,460.19	267	66.75	60.92	51.60
ユニ・チャーム（株）	8113	3,037,121.50	431	143.67	-	-
（株）千趣会	8165	16,918.52	67	13.40	-	-
（株）丸井グループ	8252	405,943.66	171	34.20	59.43	58.66
（株）りそなホールディングス	8308	755,803.19	262	17.47	56.86	42.12
（株）群馬銀行	8334	142,971.33	315	31.50	29.11	19.87
日立キャピタル（株）	8586	254,271.69	517	43.08	-	-
MS&ADインシュアランスグループホールディングス（株）	8725	1,794,707.50	235	33.57	-	-
三菱地所（株）	8802	2,218,923.00	1,081	83.15	-	-
（株）ビジネスブレイン太田昭和	9658	21,440.00	248.939	27.66	-	-

注：2020年（決算期）にESG指標に基づく報酬契約を採用している48社についての表である。日本ペイントホールディングス（株）の報酬の数値は、指名委員会等設置会社移行後2020年4月から12月までのものである。なお、使用できる経営者報酬データが2020年までであったため、2021年を対象としている図表2から図表4とは対象企業が異なっている。

図表2には、2021年の有価証券報告書の「【役員の報酬等】」においてESG指標を公表している84社に関して、ESG指標に基づく報酬契約が対象としているステークホルダーを列挙している。Bebchuk and Tallarita (2022, Table 2) にしたがって、図表2のBからGに従業員の構成、

従業員の待遇、顧客、サプライヤー、コミュニティ、環境として分類している。従業員の構成としてはダイバーシティ等、従業員の待遇としては有給休暇取得率等の記述が含まれる。なお、個別に特定されないものをAのESG全般のカテゴリー（例：「ESG活動の取り組み状況を総合的に勘案」のような記述のみのケース）に振り分けているが、Bebchuk and Tallarita (2022)にはこの区分はない。図表2にあるBT2022の欄は、Bebchuk and Tallarita (2022, Table 2)を本論文の形式に集約したものである。

図表2 パネルAでは、ESG全般のカテゴリーが54社で日本企業ではもっとも多くなっている。続いて、環境を対象としているケースが日本企業では43社と多い。従業員の待遇とコミュニティはそれぞれ27社と17社になっていて、従業員の構成とサプライヤーはそれらよりも少ない。Bebchuk and Tallarita (2022)では従業員の待遇と従業員の構成が多いので、日本企業とアメリカ企業では開示内容に食い違いがある。顧客もBebchuk and Tallarita (2022)のほうが倍多い。サプライヤーを対象とする企業はどちらのケースでも多くはない。

図表2 パネルBは、対象としているステークホルダーの数を集計している。日本企業ではESG全般を表記する企業が圧倒的に多い。Bebchuk and Tallarita (2022)では2, 3のステークホルダーを対象とするケースが多くなっている。この結果は、アメリカ企業のほうが日本企業よりも考慮に入れるステークホルダーが多いことを示す。

図表2 ESG指標に基づく報酬契約が対象としているステークホルダー (2021年)

パネルA ESG指標が対象としているステークホルダー

区分	日本企業	BT2022
A. ESG全般	54	—
B. 従業員の構成	9	32
C. 従業員の待遇	27	44
D. 顧客	11	22
E. サプライヤー	2	2
F. コミュニティ	17	11
G. 環境	43	18
合計	163	129

パネルB 対象としているステークホルダーの数

区分	日本企業	BT2022
ESG全般の指標のみ	24	—
1項目	29	8
2項目	21	20
3項目	4	13
4項目	4	9
5項目	2	1
合計	84	51

注：日本企業は決算期が2021年の有価証券報告書の「【役員の報酬等】」においてESG指標を公表していた84社に関して集計したものである。BT2022は、Bebchuk and Tallarita (2022)を意味する。パネルAおよびパネルBのBT2022の欄は、Bebchuk and Tallarita (2022, Table 2)をこの論文の形式に集約したものである。ただし、Bebchuk and Tallarita (2022)には「ESG全般」という区分はない。なお、Bebchuk and Tallarita (2022)の対象としているのは、S&P 100のうちESG指標に基づく報酬契約を採用している51社である。

さらに、ステークホルダーのそれぞれに関して、Bebchuk and Tallarita (2022, Table 3)にしたがって、各ステークホルダーに対する要素数を集計する。企業はステークホルダーが関心をもつことにウエイトを置くかもしれない。たとえば、従業員の待遇についていえば、職場文化に関連する目標や職場での事故削減に関連する目標を設定するということである。

図表3はそのような結果を数値にして報告している（事例についてはAppendix 1を参照）。図表3 パネルAでは、各ステークホルダーに対してESG指標は1要素だけに焦点を当てるケースが多い。たとえば、従業員の構成については1要素が8、従業員の待遇については1要素が22、顧客については1要素が8、コミュニティについては1要素が13、環境については1要素

が32になっている。どのステークホルダーにもいえるが、2要素のケースは少なくなっている。この結果はBebchuk and Tallarita (2022) とも一致している。ただし、2要素以上に焦点を当てる企業数は日本企業における調査結果よりもアメリカ企業で多くなっている。

図表3 パネルBは、すべてのステークホルダーを対象にした結果を示している。1要素だけを示す企業は25社、2要素を示す企業は19社となり、要素が増えるほど企業数は減少する。日本企業ではBebchuk and Tallarita (2022) によるアメリカ企業よりも2要素以上を選択する可能性は低くなる。

全体的に日本企業は、コアとなるステークホルダーを特定し、社会活動の数を限定する傾向があるといえる。ESG指標の幅を狭くする動きは実証的にも検証されており、Bebchuk and Tallarita (2022) は、すべてのステークホルダーの関心とニーズのすべてを示すような報酬パッケージを利用することは企業にとって困難であることを示唆する。つまり、測定可能な目標を明確にし、目標の達成を評価する指標をデザインすることは特定のステークホルダーを選択することにつながりやすく、結果として、その他のステークホルダーを排除することになる。

図表3 ESG指標に基づく報酬契約が対象としているステークホルダーの厚生要素数（2021年）

パネルA 報酬契約が対象としているステークホルダーごとの厚生要素数

区分	日本企業	BT2022
A. ESG全般	54	-
B. 従業員の構成		
1要素	8	26
2要素	1	6
C. 従業員の待遇		
1要素	22	27
2要素	2	13
3要素	1	3
4要素	1	-
5要素	1	1
D. 顧客		
1要素	8	11
2要素	2	9
3要素	-	2
4要素	1	-
E. サプライヤー		
1要素	2	2
F. コミュニティ		
1要素	13	10
2要素	2	1
3要素	2	-
G. 環境		
1要素	32	10
2要素	8	4
3要素	2	3
5要素	1	1
合計	163	129

区分	日本企業	BT2022
ESG全般の指標のみ	24	-
1要素	25	6
2要素	19	12
3要素	7	10
4要素	1	9
5要素	1	4
6要素	3	5
7要素	-	4
8要素	2	-
10要素	1	-
11要素	1	1
合計	84	51

注：日本企業は決算期が2021年の有価証券報告書の「【役員報酬等】」においてESG指標を公表していた84社に関して集計したものである。BT2022は、Bebchuk and Tallarita (2022)を意味する。パネルAおよびパネルBのBT2022の欄は、Bebchuk and Tallarita (2022, Table 3)をこの論文の形式に集約したものである。なお、Bebchuk and Tallarita (2022)の対象はS&P 100のうちESG指標に基づく報酬契約を採用している51社について集計したものである。Bebchuk and Tallarita (2022)には「ESG全般」はない。

上述のように、Bebchuk and Tallarita (2022) は、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している企業であっても、多様なステークホルダーを広く考慮しておらず、また開示されている情報からは、ESG指標が客観的に測定され適切な業績評価が行われていることを外部から十分に監視できないと指摘している。そしてBebchuk and Tallarita (2022) は、現在のようなESG指標に基づく経営者報酬制度ではエージェンシー問題はむしろ大きくなり、またステークホルダーのためにもならないと主張している。本研究におけるこれまでの調査結果からは、日本企業でも同様の問題が生じている可能性がある。特に、日本企業ではESG全般を表記し、具体的に考慮しているステークホルダーやESG指標が明記されていないケースが、Bebchuk and Tallarita (2022) による米国企業における調査よりも多かった。ここでのサンプルは2021年の84社についての記述的な考察に基づくものであるから、ただちに結論を出すことはできないが、Bebchuk and Tallarita (2022) による懸念が当てはまっている可能性がある。このため、今後ESG指標に基づく経営者報酬制度に関する具体的な開示内容に注目すべきである。

次に図表4は、図表2と図表3と同じ84社について、ESG指標がどのような報酬として用いられているかを示している。この結果によれば、基本報酬は4社と少なく、賞与、株式報酬、および賞与&株式報酬の形態が多くなっている。

図表4 ESG指標に基づく報酬契約の形態 (2021年)

区分	日本企業
1. 基本報酬	4
2. 賞与	31
3. 株式報酬	34
4. 賞与&株式報酬	14
5. 明記されていない	1
合計	84

4. ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因

4.1 先行研究

日本企業を対象としたものではないが、ESG指標に基づく経営者報酬制度に関連する研究としてはIkram et al. (2019) とCohen et al. (2022) がある。

まずIkram et al. (2019) は2009年から2013年までのアメリカ企業のサンプルを対象にして、CSR指標に基づく報酬契約を導入する要因、および客観的または主観的なCSR指標に基づく報酬契約を導入する要因を検証している。彼らは、CSR指標に基づく報酬契約が導入されるのは、属する産業とCSR指標が客観的か主観的かによって大きく異なることを発見している。具体的には、CSR指標に基づく報酬契約を導入する企業は、企業規模が大きく、企業業績のボラティリティ（利益や株式リターンの変動率）が低く、コーポレート・ガバナンスが強い傾向がある

ことがわかった。また、客観的なCSR指標に基づく報酬契約を導入する企業は、企業業績のボラティリティが低く、投資機会が少なく、CSRスコアが低く、コーポレート・ガバナンスが強い傾向があることを明らかにした。

次にCohen et al. (2022) は2011年から2020年までの21カ国のサンプル22,603を対象にして、経営者報酬制度におけるESG指標の利用状況を調査し、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因について検証している。なお、この21カ国には日本は含まれていない。Cohen et al. (2022) はまず、ESG指標に基づく報酬契約を導入する企業が著しく増加したことを明らかにしている。そして、企業がESG指標に基づく報酬契約を導入するかどうかは、企業のファンダメンタルズ、企業の地理的な位置、機関投資家に影響を受けることを発見した。具体的には、ESG指標に基づく報酬契約を導入する企業は、企業規模、機関投資家の株式所有割合、および取締役会の特性（取締役会に占める独立取締役の割合や女性取締役の割合など）に応じて増加することを示している。

以下ではこれらのIkram et al. (2019) とCohen et al. (2022) を参考にして、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因について実証的に分析する。

4.2 サンプルとデータ

以下では、どのような日本企業がESG指標に基づく経営者報酬制度を導入しているのかについて検討する。財務データは日本経済新聞社のNEEDS-FinancialQUEST、株式関連データについては金融データソリューションズの日本上場株式月次リターンデータから取得した。またESGスコアのデータはRefinitiv Eikonデータベースから取得した。ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入企業は、3節と同様に、企業情報データベースeol（株式会社アイ・エヌ情報センター）の全文検索を用いて、有価証券報告書を用いて特定している。

図表5はサンプルの選択方法である。まず2019年から2021年までの銀行・証券・保険・その他金融業は除く東証一部上場企業5,583の観測値を選択した。次に12ヶ月に満たない決算の企業、および分析期間内に決算期を変更した企業を除外する。また、実証モデルで使用する変数（Refinitiv ESGスコアを除く）のデータが欠損している企業を除外する。以上の手続きにより、ESGスコアを用いない回帰分析のサンプルとして、東証一部上場企業の4,697企業・年となった。さらにRefinitiv ESGスコアも用いる分析では、この変数が欠損である3,750企業・年の観測値を除外すると、東証1部に上場している観測値数は947企業・年となる。

また、追加的な分析のために、日経500種平均株価に含まれる企業（以下、日経500平均企業）1,274社の観測値を選択した。上記の東証一部上場企業と同様の手続きを経て、日経500平均企業については、図表5のようにESGスコアを用いない回帰分析のサンプルとして1,134企業・年の観測値、およびESGスコアを用いる回帰分析のサンプルとして、最終的に876企業・年の観測値となった。

なお、実証分析における外れ値の影響を除去するために、各変数について1パーセンタイル以下（99パーセンタイル以上）の数値を1パーセンタイル（99パーセンタイル）の値に置き換えている。

図表5 サンプル選択

サンプル選択基準	東証一部上場 企業サンプル	日経500平均 企業サンプル
2019年から2021年までの東証一部上場企業・日経500平均企業 (銀行・証券・保険・その他金融業は除く)	5,583	1,274
控除項目：		
決算月数が12ヶ月であること	(421)	(71)
ESGスコア以外で分析に用いる変数に欠損値がある	(465)	(69)
ESGスコアを用いない回帰分析の観測値	4,697	1,134
ESGスコアが欠損値である	(3,750)	(258)
最終的な観測値	947	876

以下でみるように、ESG指標に基づく経営者報酬を導入している企業数はそれほど多くないため、実証分析における産業分類としては、日本経済新聞社の「日経平均株価 構成銘柄選定基準」におけるセクター分類を参照し、技術、消費、素材、金融、資本財・その他、運輸・公共の6つに分類した（日本経済新聞社, 2022）。このセクター分類は、日経中分類（36業種）をもとに、次の業種によって構成されている。すなわち、技術（医薬品、電気機器、自動車、精密機器、通信）、金融（銀行、その他金融、証券、保険）、消費（水産、食品、小売業、サービス）、素材（鉱業、繊維、紙・パルプ、化学、石油、ゴム、窯業、鉄鋼、非鉄金属、商社）、資本財・その他（建設、機械、造船、輸送用機器、その他製造、不動産）、および運輸・公共（鉄道・バス、陸運、海運、空運、倉庫、電力、ガス）である⁵⁾。以下、本稿では、この6つの分類のことを産業分類と呼ぶ。

4.3 サンプルの特徴

表6のパネルAは東証一部上場企業、および日経500平均企業について、それぞれ年別のサンプル構成を示したものである。パネルAから、2019年から2021年にかけてESG指標に基づく経営者報酬制度を導入する企業が増加していることが示されている。このことは日本以外の多くの国においても近年においてESG指標に基づく経営者報酬制度を導入する企業が増加することを報告しているCohen et al. (2022) などの研究と整合的である。2019年から2021年までの観測値のうち、東証一部上場企業では83企業年(8.76%)、日経500平均企業では82企業年(9.36%)において実施されている⁶⁾。

5) 日本経済新聞社インデックス事業が運営する「日経平均プロフィール」のウェブサイト (<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/index/component>) を参照した。

6) 以下で説明するように本研究ではKato et al. (2005) にしたがって、ロジット回帰モデルを用いて実証的

図表6のパネルBは東証一部上場企業、およびは日経500平均企業について、それぞれ産業別のサンプル構成を示したものである。このパネルBから分かるように、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入する企業の多いのは、建設、機械などの産業を含む資本財・その他のセクターと、電気機器、自動車、精密機器などの産業を含む技術のセクターが多い。一方、運輸・公共のセクターにおいて、ESG指標に基づく報酬契約を導入するケースではゼロである。一般に、環境に配慮する必要があるとされる産業ではESG指標に基づく経営者報酬制度が普及しているとするCohen et al. (2022)、およびIkram et al. (2019) の証拠と整合的である。

図表6 サンプルの特徴

パネルA サンプルの分布（年別）

(1) 東証一部上場企業サンプル				
年	N	Firms with ESG Contracts	Firms without ESG Contracts	Firms with ESG Contracts (%)
2019	325	17	308	5.23%
2020	349	29	320	8.31%
2021	273	37	236	13.55%
合計	947	83	864	8.76%
(2) 日経500平均企業サンプル				
年	N	Firms with ESG Contracts	Firms without ESG Contracts	Firms with ESG Contracts (%)
2019	305	17	288	5.57%
2020	325	28	297	8.62%
2021	246	37	209	15.04%
合計	876	82	794	9.36%

パネルB サンプルの分布（産業別）

(1) 東証一部上場企業サンプル				
産業	N	Firms with ESG Contracts	Firms without ESG Contracts	Firms with ESG Contracts (%)
技術	246	24	222	9.76%
消費	210	20	190	9.52%
素材	240	21	219	8.75%
資本財/その他	148	18	130	12.16%
運輸/公共	103	0	103	0.00%
合計	947	83	864	8.76%
(2) 日経500平均企業サンプル				
産業	N	Firms with ESG Contracts	Firms without ESG Contracts	Firms with ESG Contracts (%)
技術	230	23	207	10.00%
消費	189	20	169	10.58%
素材	219	21	198	9.59%
資本財/その他	135	18	117	13.33%
運輸/公共	103	0	103	0.00%
合計	876	82	794	9.36%

4.4 変数の測定方法について

ESG指標に基づく経営者報酬制度

ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している企業はダミー変数 $ESG_Contract$ を用いて

な検証をしている。Kato et al. (2005) は、日本企業を対象として、ストック・オプションを導入の決定要因の分析しているが、そこでの全体のサンプルは7,942企業・年であり、そのうち316企業・年（約4%）がストック・オプションを導入している。

区別している。具体的には、*ESG_Contract*は、企業が有価証券報告書の「第4 【提出会社の状況】」に記載されている「【役員の報酬等】」の欄にESG指標に基づく経営者報酬制度を記載している場合には1、それ以外の場合は0とする。なお、第3節でも指摘したように、実際には導入していても、有価証券報告書においては開示していない企業は存在している可能性がある。その場合には、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入していない企業に含めて分析することになる点には注意してほしい。

ESGスコア

本研究ではThomson Reuters社のRefinitiv Eikonデータベース（以下、単にRefinitivと称する）から得られるESGスコアを用いてESGに関するパフォーマンスを測定する。このESGスコアは、国際的な研究でもよく用いられているものである（Stellner et al., 2015; LópezPuertas-Lamy et al., 2017; Aouadi and Marsat, 2018; Demers et al., 2021; Lee et al., 2021; Christensen et al., 2022）。具体的には、RefinitivのESGスコアでは非財務データを環境（ENV）、社会（SOC）、ガバナンス（GOV）の3つに分類している。

本研究ではDemers et al. (2021) およびLópezPuertas-Lamy et al. (2017) にしたがって、ESGスコアの代理変数として、（1）Refinitivが提供する環境、社会、ガバナンスのパフォーマンスの加重平均である総合的なESGスコア（*ESG_Score1*）、および（2）環境と社会のパフォーマンスの等加重平均からなる部分的なESGスコア（*ESG_Score2*）を使用する⁷⁾。

ファンダメンタルズ

Ikram et al. (2019) にしたがって、企業のファンダメンタルズの変数として、企業規模、レバレッジ、利益のボラティリティ、企業業績に関する変数を含める。具体的には、総資産の自然対数として、企業規模（*SIZE*）を測定する。また財務レバレッジ（*LEV*）は、総資産に対する総負債の簿価の比率として測定する。利益のボラティリティ（*Earnings_Vol*）は、直近5年間の特別損益控除前利益を平均総資産で割ったものの標準偏差である。さらに企業業績の変数としては、会計指標と企業価値に関する指標の両方を用いる。具体的には、企業業績を表す会計指標として、特別損益控除前利益を期首の総資産で割ったROA（*ROA*）を用いる。また企業価値に関する指標として、時価純資産と負債簿価の合計の総資産簿価に対する比率として、トービンのQ（*TobinQ*）を用いる。

7) LópezPuertas-Lamy et al. (2017) のようにコーポレート・ガバナンスのパフォーマンスは社会的投資の概念とあまり関係がないとする研究もある。このため本研究では、Demers et al. (2021) とLópezPuertas-Lamy et al. (2017) にしたがって、環境と社会の2つの要素だけから成るESGスコアも用いている。

所有構造

Oh et al. (2011) およびIkram et al. (2019) にしたがって、機関投資家による株式保有比率 (*INS_OWN*)、および外国法人等による株式保有比率 (*Foreign_OWN*) を用いる。またShuto and Takada (2010) にしたがって、経営者による株式保有比率 (*MANA_OWN*) として、取締役会における全取締役の株式保有比率を用いる。

4.5 リサーチデザイン

企業がESGに基づく経営者報酬制度を導入する要因を検討するために、Ikram et al. (2019) およびKato et al. (2005) にしたがって、(1) 式のようなロジット回帰モデルを用いる。

$$\begin{aligned}
 ESG_Contract_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_Score_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} \\
 & + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 TobinQ_{i,t-1} + \beta_6 Earnings_Vol_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 INS_OWN_{i,t-1} + \beta_8 Foreign_OWN_{i,t-1} + \beta_9 MANA_OWN_{i,t-1} \\
 & + Year\ Dummy + Industry\ Dummy + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

ここで、 i は企業、 t は年を意味する。また、*Year Dummy*は年固定効果、*Industry Dummy*は産業固定効果をコントロールするためのダミー変数である⁸⁾。

4.5 基本統計量

図表7は、各変数の基本統計量を示している。パネルAとパネルBはプールされたサンプルの基本統計量であり、パネルCとパネルDはESGに基づく経営者報酬制度を導入している企業と導入していない企業を区別して表示している。

図表7 基本統計量

パネルA 東証一部上場企業サンプル

変数	N	Mean	SD	Min	p25	Median	p75	Max
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>	947	49.047	21.794	3.099	33.628	52.454	66.105	89.250
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>	947	48.801	25.093	0.701	30.323	53.306	69.623	90.865
<i>SIZE_{t-1}</i>	4,697	11.010	1.585	7.603	9.836	10.789	12.012	15.013
<i>LEV_{t-1}</i>	4,697	0.452	0.181	0.080	0.314	0.453	0.588	0.905
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	4,697	0.015	0.017	0.002	0.006	0.011	0.018	0.158
<i>ROA_{t-1}</i>	4,697	0.046	0.045	-0.281	0.023	0.040	0.064	0.224
<i>TobinQ_{t-1}</i>	4,697	1.358	1.199	0.475	0.843	1.003	1.375	12.067
<i>INS_OWN_{t-1}</i>	4,697	0.240	0.114	0	0.150	0.233	0.322	0.504
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>	4,697	0.162	0.119	0	0.064	0.143	0.235	0.506
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>	4,697	0.043	0.087	0	0.002	0.006	0.036	0.711

8) 運輸・公共業界にはRefinitivのESGスコアのあるESGに基づく経営者報酬制度を導入した企業が存在しない。またサンプル選択の段階で金融は除いている。このため、ESGスコアを用いた回帰分析では、技術、消費、素材、資本財/その他の4つの業種ダミーのみを使用した。

パネルB 日経500平均企業サンプル

変数	N	Mean	SD	Min	p25	Median	p75	Max
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>	876	50.487	21.285	3.099	35.662	53.942	66.973	89.250
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>	876	50.465	24.410	0.701	33.901	54.751	70.361	90.865
<i>SIZE_{t-1}</i>	1,134	13.094	1.073	9.292	12.386	13.057	13.792	15.013
<i>LEV_{t-1}</i>	1,134	0.482	0.187	0.085	0.352	0.488	0.630	0.905
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	1,134	0.015	0.014	0.002	0.006	0.010	0.019	0.132
<i>ROA_{t-1}</i>	1,134	0.051	0.043	-0.198	0.027	0.044	0.068	0.224
<i>TobinQ_{t-1}</i>	1,134	1.531	1.366	0.475	0.926	1.096	1.576	12.067
<i>INS_OWN_{t-1}</i>	1,134	0.319	0.109	0.027	0.241	0.328	0.405	0.504
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>	1,134	0.276	0.107	0.012	0.195	0.264	0.352	0.506
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>	1,134	0.014	0.049	0	0	0.001	0.003	0.481

パネルC 東証一部上場企業サンプル：ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入・非導入サンプル別

変数	<i>ESG_Contract</i> = 0			<i>ESG_Contract</i> = 1			平均値の差の検定
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	<i>t</i> value
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>	864	47.283	49.954	83	67.407	70.043	-8.320***
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>	864	46.969	51.158	83	67.864	71.356	-7.452***
<i>SIZE_{t-1}</i>	4,586	10.956	10.745	111	13.258	13.279	-15.505***
<i>LEV_{t-1}</i>	4,586	0.451	0.451	111	0.513	0.526	-3.565***
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	4,586	0.016	0.011	111	0.014	0.012	0.834
<i>ROA_{t-1}</i>	4,586	0.046	0.040	111	0.048	0.044	-0.409
<i>TobinQ_{t-1}</i>	4,586	1.357	1.002	111	1.409	1.063	-0.452
<i>INS_OWN_{t-1}</i>	4,586	0.238	0.231	111	0.351	0.370	-10.496***
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>	4,586	0.159	0.141	111	0.287	0.292	-11.266***
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>	4,586	0.044	0.007	111	0.007	0.001	4.465***

パネルD 日経500平均企業サンプル：ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入・非導入サンプル別

変数	N	Mean	Median	N	Mean	Median	<i>t</i> value
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>	794	48.733	52.049	82	67.471	70.101	-7.848***
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>	794	48.657	53.243	82	67.965	71.383	-7.004***
<i>SIZE_{t-1}</i>	1,040	13.047	13.016	94	13.616	13.582	-4.976***
<i>LEV_{t-1}</i>	1,040	0.478	0.478	94	0.527	0.540	-2.464**
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	1,040	0.015	0.010	94	0.014	0.012	0.335
<i>ROA_{t-1}</i>	1,040	0.051	0.044	94	0.048	0.042	0.634
<i>TobinQ_{t-1}</i>	1,040	1.538	1.099	94	1.444	1.071	0.641
<i>INS_OWN_{t-1}</i>	1,040	0.315	0.325	94	0.361	0.383	-3.942***
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>	1,040	0.274	0.262	94	0.306	0.303	-2.757***
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>	1,040	0.015	0.001	94	0.003	0.001	2.339**

具体的には、図表7パネルAは東証一部上場企業の基本統計量、パネルBは日経500平均企業の基本統計量である。パネルAに示すように、総合的なESGスコア (*ESG_Score1*) の平均値 (中央値) は、東証一部上場企業では約49.047 (52.454)、パネルBの日経500平均企業では50.487 (53.942) である。部分的なESGスコア (*ESG_Score2*) は、東証一部上場企業では平均値48.801 (中央値53.306)、日経500平均企業では平均値50.465 (中央値54.751) である。これら2つのESGスコアでは、日経500平均企業の方が東証一部上場企業全体よりも平均的に優れたESGパフォーマンスを有していることを示唆している。

また、東証一部上場企業では機関投資家による株式保有比率は平均24%、外国法人等による

株式保有比率は平均16.2%である。経営者による株式保有比率は0%から71.1%の範囲で、平均値は4.3%、中央値は0.6%である⁹⁾。日経500平均企業では、機関投資家による株式保有比率は平均31.9%、外国法人等による株式保有比率は平均27.6%である。また、経営者による株式保有比率の平均は1.4%である。以上の結果から、日本企業における経営者による株式保有比率は機関投資家や外国法人等による株式保有比率よりも低い。この結果はShuto and Iwasaki (2014)と整合的である。また、日経500平均企業は、東証一部上場企業と比較して、機関投資家や外国法人等による株式保有比率が大きく、経営者による株式保有比率は小さくなっている。

その他の説明変数は、先行研究と同様の基本統計量となっている。たとえば、LEVの平均値は東証一部上場企業では0.452、日経500平均企業では0.482であり、Shuto and Takada (2010)の基本統計量と類似している¹⁰⁾。またトービンのQ (*TobinQ*)は、東証一部上場企業では平均値1.358、中央値1.003、日経500平均企業では平均値1.531、中央値1.096であり、Ikram et al. (2019)と類似している¹¹⁾。

図表7のパネルCとパネルDでは、東証一部上場企業と日経500平均企業のそれぞれについて、ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入・非導入サンプル別の基本統計量である。また右端の欄には平均値の差の検定の結果が示されている。ESG導入企業は、企業規模が大きく、レバレッジが高く、ESGスコアが高く、機関投資家と外国法人等による株式保有比率が高く、経営者による株式保有比率が低いことが示されている。総じて、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している企業は、導入していない企業とは有意に異なることが、基本統計量において示されている¹²⁾。

図表8は、分析で用いる変数間のピアソン相関係数を表示している。図表8に示されているように、*ESG_Contract*はESGスコア (*ESG_Score1*, *ESG_Score2*) や企業規模 (*SIZE*) と有意に正の相関があり、ESGに基づく経営者報酬制度を導入している企業は平均的に企業規模が大きく、ESGパフォーマンスも高いことが示唆される。この結果はIkram et al. (2019)と整合的である。さらに、*ESG_Contract*と機関投資家および外国法人等による株式保有比率の相関は、

9) 株式保有比率についての記述統計は、Ishida et al. (2021) およびZeitun and Goaid (2021) における値に近い。たとえば、Ishida et al. (2021)は2006年から2014年までの日本企業のサンプル17,795を対象にして、経営者の株式保有比率の平均値は3.7%であると報告している。またZeitun and Goaid (2021)は2006年から2015年までの日本企業のサンプル10,530を対象にして、外国法人等による株式保有比率の平均値は12.18%であるとしている。

10) Shuto and Takada (2010)は1991年から2005年までの日本企業のサンプル27,485を対象にして、LEVの平均値は0.594であり、中央値は0.604であると報告している。より最近の1998年から2014年までの日本企業のサンプル25,864を対象としたDavid et al. (2022)では、LEVの平均値は0.511であり、中央値は0.517である。

11) Ikram et al. (2019)のサンプルは米国のS&P 500を構成する企業であるが、CSR指標に基づく報酬契約のある(ない)企業のトービンのQの平均値は1.66 (2.06)である。

12) Cohen et al. (2022)においても、ESGに基づく経営者報酬制度を導入している企業は、企業規模が大きく、財務レバレッジが高く、ESGスコアが高く、また外国機関投資家等による株式保有比率が高いという証拠を示す。

正で統計的に有意である。このことは、ESGに基づく経営者報酬制度を導入している企業は、平均して機関投資家と外国法人等による株式保有比率が高いことを示している。

図表8 ピアソンの相関係数

パネルA 東証一部上場企業サンプル

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) $ESG_Contract_t$	1.000										
(2) ESG_Score1_{t-1}	0.261***	1.000									
(3) ESG_Score2_{t-1}	0.236***	0.957***	1.000								
(4) $SIZE_{t-1}$	0.221***	0.409***	0.379***	1.000							
(5) LEV_{t-1}	0.052***	0.176***	0.212***	-0.027*	1.000						
(6) $Earnings_Vol_{t-1}$	-0.012	0.131***	0.085***	-0.109***	-0.028*	1.000					
(7) ROA_{t-1}	0.006	-0.090***	-0.165***	0.245***	-0.346***	-0.013	1.000				
(8) $TobinQ_{t-1}$	0.007	-0.129***	-0.215***	0.241***	-0.172***	0.270***	0.531***	1.000			
(9) INS_OWN_{t-1}	0.151***	0.248***	0.278***	0.430***	0.064***	-0.184***	-0.016	-0.118***	1.000		
(10) $Foreign_OWN_{t-1}$	0.162***	0.261***	0.190***	0.682***	-0.091***	-0.014	0.227***	0.176***	0.350***	1.000	
(11) $MANA_OWN_{t-1}$	-0.065***	-0.189***	-0.213***	-0.183***	-0.021	0.234***	0.164***	0.266***	-0.375***	-0.164***	1.000

注：パネルAは、東証一部上場企業サンプルについて、分析で用いる変数間のピアソン相関係数を表示している。各変数の詳細は本文を参照のこと。*は10%、**は5%、***は1%の水準で統計的に有意であることを示している。

パネルB 日経500平均企業サンプル

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) $ESG_Contract_t$	1.000										
(2) ESG_Score1_{t-1}	0.257***	1.000									
(3) ESG_Score2_{t-1}	0.231***	0.956***	1.000								
(4) $SIZE_{t-1}$	0.146***	0.378***	0.350***	1.000							
(5) LEV_{t-1}	0.073**	0.175***	0.212***	-0.109***	1.000						
(6) $Earnings_Vol_{t-1}$	-0.010	0.109***	0.058*	-0.126***	-0.118***	1.000					
(7) ROA_{t-1}	-0.019	-0.078**	-0.148***	0.302***	-0.500***	0.126***	1.000				
(8) $TobinQ_{t-1}$	-0.019	-0.114***	-0.199***	0.246***	-0.319***	0.171***	0.671***	1.000			
(9) INS_OWN_{t-1}	0.116***	0.227***	0.264***	0.100***	0.075**	-0.139***	-0.111***	-0.216***	1.000		
(10) $Foreign_OWN_{t-1}$	0.082***	0.241***	0.173***	0.362***	-0.173***	0.060**	0.332***	0.249***	0.015	1.000	
(11) $MANA_OWN_{t-1}$	-0.069**	-0.187***	-0.208***	-0.046	-0.121***	0.207***	0.142***	0.258***	-0.280***	-0.006	1.000

注：パネルBは、日経500平均企業サンプルについて、分析で用いる変数間のピアソン相関係数を表示している。各変数の詳細は本文を参照のこと。*は10%、**は5%、***は1%の水準で統計的に有意であることを示している。

4.6 推定結果

図表9は、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因を検証したロジット回帰分析の結果である。パネルAは東証一部上場企業サンプル、パネルBは日経500平均企業サンプルに基づいている。最初に企業のファンダメンタルズと所有構造のみを用いて、次にこれらの変数にESGスコアも加えて、回帰分析を用いて検証した。

図表9 ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因に関する推定結果

パネルA 東証一部上場企業サンプル

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>			0.060*** (6.937)		0.052*** (5.775)	
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>				0.044*** (5.547)		0.037*** (4.424)
<i>SIZE_{t-1}</i>	0.949*** (14.429)	0.741*** (9.683)	0.146 (1.155)	0.235* (1.842)	0.144 (1.173)	0.203* (1.649)
<i>LEV_{t-1}</i>	1.896*** (3.518)	2.508*** (3.872)	1.570* (1.870)	1.716** (2.112)	2.015** (2.025)	2.259** (2.275)
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	-0.276 (-0.047)	2.564 (0.401)	-9.158 (-1.287)	-6.097 (-0.900)	-6.353 (-0.826)	-4.472 (-0.599)
<i>ROA_{t-1}</i>	1.335 (0.433)	-0.076 (-0.024)	6.404 (1.445)	6.013 (1.377)	3.330 (0.731)	2.711 (0.604)
<i>TobinQ_{t-1}</i>	-0.254* (-1.905)	-0.117 (-0.843)	-0.121 (-0.643)	-0.113 (-0.608)	0.005 (0.027)	0.032 (0.178)
<i>INS_OWN_{t-1}</i>		5.458*** (4.678)			3.975** (2.553)	4.542*** (2.913)
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>		1.316 (1.167)			2.576* (1.733)	3.149** (2.208)
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>		-7.719 (-1.155)			-6.685 (-1.524)	-7.754 (-1.515)
Constant	-16.752*** (-16.067)	-16.497*** (-13.942)	-9.560*** (-5.128)	-9.858*** (-5.379)	-11.484*** (-5.330)	-11.907*** (-5.587)
Year, Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control
N	4,697	4,697	947	947	947	947
<i>ESG_Contract = 1</i>	111	111	83	83	83	83
Pseudo R ²	0.2654	0.3008	0.1821	0.1579	0.2027	0.1865
P-value of likelihood ratio test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

パネルB 日経500平均企業サンプル

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>	<i>ESG_Contract_t</i>
<i>ESG_Score1_{t-1}</i>			0.058*** (6.539)		0.050*** (5.449)	
<i>ESG_Score2_{t-1}</i>				0.043*** (5.199)		0.036*** (4.147)
<i>SIZE_{t-1}</i>	0.635*** (6.077)	0.558*** (5.355)	0.149 (1.141)	0.229* (1.745)	0.140 (1.102)	0.195 (1.532)
<i>LEV_{t-1}</i>	2.455*** (3.726)	3.132*** (3.762)	1.681* (1.945)	1.861** (2.224)	2.118** (2.064)	2.382** (2.326)
<i>Earnings_Vol_{t-1}</i>	0.835 (0.121)	2.687 (0.372)	-3.929 (-0.467)	-0.307 (-0.038)	-1.817 (-0.204)	0.481 (0.055)
<i>ROA_{t-1}</i>	2.621 (0.749)	0.535 (0.144)	5.874 (1.363)	5.450 (1.290)	3.146 (0.700)	2.523 (0.569)
<i>TobinQ_{t-1}</i>	-0.156 (-1.285)	0.015 (0.121)	-0.119 (-0.629)	-0.110 (-0.588)	-0.001 (-0.004)	0.025 (0.135)
<i>INS_OWN_{t-1}</i>		4.774*** (3.456)			3.596** (2.288)	4.082*** (2.588)
<i>Foreign_OWN_{t-1}</i>		1.346 (1.079)			2.563* (1.732)	3.116** (2.199)
<i>MANA_OWN_{t-1}</i>		-18.095** (-2.135)			-6.698 (-1.606)	-7.645 (-1.613)
Constant	-12.836*** (-8.326)	-14.214*** (-8.003)	-9.585*** (-4.865)	-9.824*** (-5.090)	-11.301*** (-4.994)	-11.658*** (-5.212)
Year, Industry	Control	Control	Control	Control	Control	Control
N	1,134	1,134	876	876	876	876
<i>ESG_Contract = 1</i>	94	94	82	82	82	82
Pseudo R ²	0.1277	0.1691	0.1729	0.1499	0.1916	0.1758
P-value of likelihood ratio test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

分析のベースとするモデル（1）では、企業規模（*SIZE*）、レバレッジ（*LEV*）、利益のボラティリティ（*Earnings_Vol*）、収益性を表すROA（*ROA*）とトービンのQ（*TobinQ*）とい

うファンダメンタルズのみを用いて検証している。東証一部上場企業サンプルのパネルA、および日経500平均企業サンプルのパネルBの推定結果は両者ともに、ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入には、企業規模 (*SIZE*) とレバレッジ (*LEV*) が重要な要因となっている。この結果は、Ikram et al. (2019) およびCohen et al. (2022) の研究と整合的である。その理由としては、大企業は公的な監視にさらされやすく、ESG活動への関与により注意を払うことを示している (Reverte, 2009)。さらに、高レバレッジの企業ほどESG指標に基づく経営者報酬制度を導入する傾向が高い。この結果は、日本企業では負債への依存度が高いため、負債のエージェンシー・コストが重要な問題になるという、日本のコーポレート・ガバナンスの特徴を表しているかもしれない (Uchida, 2006)。Yang et al. (2018) によれば、ESG活動への取り組みは、企業のリスクを低減させ、長期的な競争力を高めるとされている。銀行や信用格付機関は、企業のESG活動への取り組みが長期的な財務業績の向上につながると判断するかもしれない。

次にモデル (2) では、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因として、所有構造の影響を検証するために、*INS_OWN*、*Foreign_OWN*、および*MANA_OWN*の変数を含めて推定している。その結果、機関投資家による株式保有比率 (*INS_OWN*) の係数は正であり統計的に有意であった。この結果は、機関投資家の存在がESG指標に基づく経営者報酬制度の導入に重要な役割を果たすことを示している。日本企業の株主の多くは、金融機関や関係事業会社を含む安定株主で占められているという日本特有の所有構造からすれば、驚くべきことではないだろう (Shuto and Iwasaki, 2014)¹³⁾。これらの安定的な機関投資家は、企業と長期的な契約を結ぶ傾向があり、簡単に株式を売却することはない。そのため、企業の長期的なパフォーマンスを重視する可能性がある (Oh et al., 2011)。ESG活動への投資の成果は通常、長期的であり、したがって長期的な視野をもつ株主の存在によって、ESG活動への取り組みは推奨され、ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入を評価する可能性も高くなるであろう。あるいは企業は、ESG活動を高く評価する機関投資家を失うことを恐れて、ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入を積極的に推進しているのかもしれない (Cohen et al., 2022)。

モデル (3) と (4) は、ESG活動のパフォーマンスがESG指標に基づく経営者報酬制度の導入に与える影響を検証したものである。2つのESGスコア (*ESG_Score1*, *ESG_Score2*) は、パネルAでもパネルBでも正の係数で統計的に有意である。したがって、ESG活動のパフォーマンスが良い企業ほどESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している可能性が高いことがわかる。これは、ESGパフォーマンスを向上させる努力を行っている企業ほど、経営者報酬をESG指標と連動させる可能性が高いことを示唆しており、Cohen et al. (2022) の結果とも整

13) たとえばDavid et al. (2022) は、日本企業における株式持合の割合は、1998-2014年の平均値が27.6%であることを示している。またEnomoto (2022) によれば、2001-2016年における安定持株の平均値が23%である。

合的である¹⁴⁾。

モデル（5）と（6）では、これまでのすべての説明変数を用いている。モデル（3）と（4）と同様に、2つのESGスコア（*ESG_Score1*, *ESG_Score2*）は統計的に有意となっている。また、パネルAとパネルBの両方において、機関投資家による株式保有比率の係数は1%と5%水準ではあるが統計的に有意に正のままであった。なお、経営者による株式保有比率の係数は有意にはなっていない。以上から、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因としては、ESGパフォーマンスを向上させる努力を行っていることが強く影響を与えており、また機関投資家による株式保有の影響力も大きいという証拠が得られた。ただし、ESGスコアを用いたモデル（3）から（6）ではESGスコアの欠損値が多いため、元々それほど多くない観測値数はさらに減少してしまっている。より頑健な結果を得るためには、将来における追加検証を待つ必要があるだろう。

モデル（5）と（6）の推定結果からはまた、外国法人等による株式保有比率の係数が有意に正であることがわかる。この結果は、外国法人等による株式保有比率はCSRの格付けやCSRに関する情報開示の水準と正の関係があるというOh et al. (2011) およびKhan et al. (2013) の結果と整合的である。具体的には、外国法人等による株式保有は、経営者の意思決定に影響を与えることによる直接的なモニタリングや、保有する株式を売却するという脅しによる間接的なモニタリングを通じて、企業のコーポレート・ガバナンスを改善する可能性がある（Gillan and Starks 2003; Guo et al., 2015）。国内の投資家と比較すると、外国人株主は社会的な信頼が高く、評判の良い企業に投資する傾向がある（Suto and Takehara, 2018）。特に、先行研究では、日本企業の株式を保有する外国人株主は、アメリカやイギリスの機関投資家などが多いことが示されている（Ferreira and Matos, 2008; David et al., 2022）。これらの地域の投資家はより良いESGパフォーマンスを好む可能性があるため、これらの国の外国人株主は企業に透明性の高いコーポレート・ガバナンスの確立を迫り、結果として企業にESG活動に関する取り組み動機を与えると考えられる（Oh et al., 2011）。したがって、外国法人等による株式保有比率が高い企業は、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入する可能性が高くなると考えられる。

5. おわりに

本研究の目的は、今後ますます重要になると予想されるSDGsやESGを意識した経営を実効性のあるものにするための手段として、経営者報酬制度の意義に関する基礎的証拠を提供することである。

14) 特に、ESGスコアの向上や二酸化炭素排出量の削減に取り組んでいる企業はESG評価が高く、その取り組みの信頼性を高めるために、ESG指標に基づく報酬契約を採用する傾向がある（Cohen et al., 2022）。

本研究では第一に、日本企業が開示しているESG指標に基づく経営者報酬制度の内容について調査した。この背景には、Bebchuk and Tallarita (2022) による次のような指摘がある。すなわち、ESG指標に基づく経営者報酬制度を導入している企業であっても、多様なステークホルダーを広く考慮しておらず、また開示されている情報からは、ESG指標が客観的に測定され適切な業績評価が行われていることを外部から十分に監視できないという指摘である。そしてBebchuk and Tallarita (2022) は、現在のようなESG指標に基づく経営者報酬制度ではエンジェンシー問題はむしろ大きくなり、またステークホルダーのためにもならないと主張している。

第3節においてBebchuk and Tallarita (2022) と同様の調査を行なった結果、日本企業でも同様の問題が生じている可能性があることを指摘した。特に、日本企業ではESG全般を表記し、具体的に考慮しているステークホルダーやESG指標が明記されていないケースが、Bebchuk and Tallarita (2022) による米国企業における調査よりも多かった。この研究におけるサンプルは、主として2021年の84社についての記述的な考察に基づくものであるから、ただちに結論を出すことはできないが、Bebchuk and Tallarita (2022) による懸念が当てはまっている可能性がある。このため、今後もESG指標に基づく経営者報酬制度に関する具体的な開示内容に注目すべきである。

また本研究では第二に、どのような日本企業がESG指標に基づく経営者報酬制度を導入しているのかについても検討した。その結果、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因としては、ESGパフォーマンスを向上させる努力を行っていることが強く影響を与えている証拠が得られた。これに加えて、機関投資家と外国法人等による株式保有についても経営者報酬制度導入に影響を与えている証拠が得られた。

最後に本研究の限界は、ESG指標に基づく経営者報酬制度は2019年以降、有価証券報告書に開示され始めたばかりであるため、基礎的な調査にとどまっている点である。2022年以降もますますESG指標に基づく経営者報酬制度は導入されており、今後は分析期間を長く確保することで十分な観測値数に基づく実証研究を実施する必要があるだろう。特に、ESG指標に基づく経営者報酬制度導入の決定要因に関する分析では、ESGスコアの欠損値が多いため、観測値数を十分に確保できていなかった。したがって、より頑健な結果を得るためには、将来における追加検証が必要であろう。この他にも、ESG指標に基づく経営者報酬制度の導入によって、その後の企業の業績に与える影響を実証的に考察することは重要な研究課題になる。

参考文献

- Aouadi, A. and Marsat, S., 2018. Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), pp.1027-1047.
- Bebchuk, L.A. and Tallarita, R., 2022. The perils and questionable promise of ESG-based compensation. *Forthcoming, Journal of Corporation Law* (2022). <https://ssrn.com/abstract=4048003>
- Christensen, D.M., Serafeim, G. and Sikochi, A., 2022. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The

- case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), pp.147-175.
- Cohen, S., Kadach, I., Ormazabal, G. and Reichelstein, S., 2022. Executive compensation tied to ESG performance: International evidence. *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (825).
- David, P., Duru, A., Lobo, G.J., Maharjan, J. and Zhao, Y., 2022. Threat of exit by non-blockholders and income smoothing: evidence from foreign institutional investors in Japan. *Contemporary Accounting Research*, 39(2), pp.1358-1388.
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P. and Lev, B., 2021. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), pp.433-462.
- Enomoto, M., 2022. The effect of corporate governance on the relationship between accounting quality and trade credit: Evidence from Japan. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171338
- Ferreira, M.A. and Matos, P., 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp.499-533.
- Gillan, S.L., Koch, A. and Starks, L.T., 2021. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Gillan, S.L. and Starks, L.T., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), pp.4-22.
- Guo, J., Huang, P., Zhang, Y. and Zhou, N., 2015. Foreign ownership and real earnings management: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), pp.185-213.
- Ikram, A., Li, Z.F. and Minor, D., 2019. CSR-contingent executive compensation contracts. *Journal of Banking & Finance*, 105655.
- Ishida, S., Kochiyama, T. and Shuto, A., 2021. Are more able managers good future tellers? Learning from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(4), 106815.
- Kato, H.K., Lemmon, M., Luo, M. and Schallheim, J., 2005. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 78(2), pp.435-461.
- Khan, A., Muttakin, M.B. and Siddiqui, J., 2013. Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 114(2), pp.207-223.
- Lee, D.D., Fan, J.H. and Wong, V.S., 2021. No more excuses! Performance of ESG-integrated portfolios in Australia. *Accounting & Finance*, 61, pp.2407-2450.
- LópezPuertas-Lamy, M., Desender, K. and Epure, M., 2017. Corporate social responsibility and the assessment by auditors of the risk of material misstatement. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10), pp.1276-1314.
- Oh, W.Y., Chang, Y.K. and Martynov, A., 2011. The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), pp.283-297.
- PWC, 2021. Paying well by paying for good. <https://www.pwc.co.uk/human-resource-services/assets/pdfs/environmental-social-governance-exec-pay-report.pdf>
- Reverte, C., 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), pp.351-366.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2022. *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*. <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2010. *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*. <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>
- Shuto, A. and Iwasaki, T., 2014. Stable shareholdings, the decision horizon problem and earnings smoothing. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9-10), pp.1212-1242.

- Shuto, A. and Takada, T., 2010. Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (7-8), pp.815-840.
- Stellner, C., Klein, C. and Zwergel, B., 2015. Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability. *Journal of Banking & Finance*, 59, pp.538-549.
- Suto, M. and Takehara, H., 2018. Corporate social performance and ownership structure. In *Corporate Social Responsibility and Corporate Finance in Japan* (pp. 87-117). Springer, Singapore.
- Uchida, K., 2006. Determinants of stock option use by Japanese companies. *Review of Financial Economics*, 15 (3), pp.251-269.
- United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI), 2012. Integrating ESG issues into executive pay. https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2Flead%2FESG_Executive_Pay.pdf
- WTW, 2020. 2020 ESG survey of board members and senior executives. <https://www.wtco.com/en-US/Insights/2020/12/2020-esg-survey-of-board-members-and-senior-executives>
- Yang, S., He, F., Zhu, Q. and Li, S., 2018. How does corporate social responsibility change capital structure?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25 (3-4), pp.352-387.
- Zeitun, R. and Goaid, M., 2021. The nonlinear effect of foreign ownership on capital structure in Japan: A panel threshold analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101594.
- 一般社団法人信託協会, 2022. 「ESGへの実効性ある取り組みの促進と課題解決に向けて：マテリアリティの特定と役員報酬制度の在り方」. <https://www.shintaku-kyokai.or.jp/archives/013/202203/NR20220317.pdf>
- KPMG, 2022. 「サステナブルな成長に向けた報酬：エグゼクティブ報酬とESGの連動に関する日英比較」. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2022/jp-sustainable-value-service-20220609.pdf>
- 金融庁, 2019. 「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正案に対するパブリックコメントの結果等について」. <https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131.html>
- 経済産業省, 2019. 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」. https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf
- 経済産業省, 2021. 「第1回非財務情報の開示指針研究会事務局資料」. https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/hizaimu_joho/pdf/001_04_00.pdf
- 東京証券取引所 (2021) 「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～」. <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>
- 日本経済新聞社 (2022) 「日経平均株価 構成銘柄選定基準：2022年4月4日適用予定」. https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/news/20220301J_4.pdf
- 松木健志, 2022. 「非財務指標を反映した役員報酬制度～ESG指標の種類と採用企業の傾向～」『日興リサーチレビュー』（日興リサーチセンター），2022年7月25日.
https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2022/07/sr_202207_uit01.pdf

Appendix 1. ステークホルダーの記載に関する事例

(1) 積水ハウス株式会社

積水ハウスの報酬体系は、基本報酬（固定報酬）とインセンティブ報酬（変動報酬）から構成されている。インセンティブ報酬は、「業績連動賞与（短期業績連動）」、「業績連動型株式報酬（中期業績連動）」及び「譲渡制限付株式報酬（長期業績報酬）」の3種類を組み合わせたものになっている。このうち、業績連動型株式報酬の業績評価指標としてROEとESG経営指標が用いられている。

業務執行取締役の役位別に予め定めた基準額に相当する数の基準株式ユニットを付与し、連続する3事業年度の評価期間におけるROE及びESG経営指標の目標達成度に応じて、評価期間終了時において0%～150%の範囲内で支給ユニット数を決定し、当該支給ユニット数の50%を株式にて交付し、残りが納税目的金銭として支給される。ROEとESG評価指標の各評価ウェイトはROE連動部分80%、ESG経営指標連動部分20%となっている。

ESG経営指標は次表のようになっている。図表3にあわせて説明すると、従業員の構成として「女性管理職人数」の1要素、従業員の待遇として「イクメン休業取得率」、「年次有給休暇取得率」、「ガバナンス体制グランドデザイン見直し」、「CGコード対応」、及び「事業マネジメント層のインテグリティ向上」の5要素、環境として「戸建ZEH比率」と「シャームゾンZEH戸数」の2要素に割り当てることができる。なお、翌期に下記の社会とガバナンスで経営指標の変更がみられる。

ESG経営指標	目標値（2023年1月期末）	ウェイト
E（環境） 脱炭素社会への取組み（温暖化防止） ・戸建ZEH比率 ・シャームゾンZEH戸数	90% 2,500戸／年	40%
S（社会） ダイバーシティの推進、働き方改革 ・女性管理職人数 ・イクメン休業取得率 ・年次有給休暇取得率	260名 98% 60%	30%
G（ガバナンス） 経営監督機能と業務執行機能の明確化、CGコード対応、インテグリティ向上 ・ガバナンス体制グランドデザイン見直し ・CGコード対応の充実 ・事業マネジメント層のインテグリティ向上	人事・報酬諮問委員会の実効性強化、経営会議の役割の見直し、執行役員制度改革 第三者レビュー（TOPIX100企業比較）を通じた開示レベルの向上 インテグリティ研修の職責者全員受講体制の確立	30%

（出所）積水ハウス株式会社 第70期『有価証券報告書』（2020年2月1日～2021年1月31日）、

pp.69-74。

(2) 株式会社いなげや

株式会社いなげやの報酬体系は、基本報酬(固定報酬)と業績変動報酬から構成されている。業績変動報酬には短期業績連動報酬と中長期連動報酬(業績連動型株式報酬)の2種類がある。このうち、中長期連動報酬(業績連動型株式報酬)の業績評価指標として「グループ経営」の観点から子会社共々、中期経営計画に基づき設定した(グループ)連結営業利益の目標値に対する各年度の達成度、およびサステナビリティ評価指標が用いられている。

サステナビリティ評価の指標を選択した理由として次のように述べていて、連結在庫ロスの低減に応じ、0%から200%の範囲で変動するように設定されている。

いなげやグループは120年続くお客様(ステークホルダー)からのご愛顧を誇りとし、グループ社是・グループ経営理念・グループビジョンに基づく経営を行っております。今後も中期経営計画に基づき「地域のお客様の未来に責任を持って」企業活動を進めていくために「SDGsへの取組み」から『食品ロスの削減』『環境への負荷の低減』を優先課題とし、経営層が責任を持って取り組むべく評価指標といたしております。

(2022年3月期の当該評価指標の目標値)

廃棄ロス30%減、金額で2億円減とする。

中長期業績連動報酬(業績連動型株式報酬) = 中長期業績連動報酬A + 中長期業績連動報酬B

中長期業績連動報酬A = 役位別の基準額 × 中期経営計画に基づく連結売上高の達成度

中長期業績連動報酬B = 役位別の基準額 × サステナビリティ評価(在庫ロス率低減)

この場合、図表3でいえば、顧客として「地域のお客様の未来に責任を持って」の1要素、環境として「環境への負荷の低減」の1要素、コミュニティとして「食品ロスの削減」の1要素で分類している。なお、翌期に当該評価指標の目標値の文言は削除されている。

(出所) 株式会社いなげや 第73期『有価証券報告書』(2020年4月1日～2021年3月31日), pp.41-42。

(3) 株式会社良品計画

株式会社良品計画の報酬体系は、金銭報酬として基本報酬と業績連動賞与、非金銭報酬として譲渡制限付株式から構成されている。このうち譲渡制限付株式報酬の付与において次のような決定がなされる。

c. 長期(LTI)「非金銭報酬」の内容および額又は数の決定方法

当社の社外取締役を除く取締役が付与する非金銭報酬は、長期的な視野で重要なESG等の指標の達成度により、役位別基礎額の30%～100%に付与数を変動させる退任直後時点までの譲渡制限が付された株式の付与を行います。報酬諮問委員会で審議を行い、取締役会への答申をしたうえで決定いたします。

具体的な内容は不明であるが、ESG等の指標の達成度が利用されている。図表3にあわせて説明すると、これはESG全般の区分に分類される。

(出所) 株式会社良品計画 第43期『有価証券報告書』(2020年9月1日～2021年8月31日), pp.52-53。

Appendix 2. 変数の定義

変数	変数の定義
ESG指標に基づく経営者報酬制度	
$ESG_Contract_t$	企業が有価証券報告書の「第4 【提出会社の状況】」に記載されている「【従業員の報酬等】」の欄にESG指標に基づく経営者報酬制度を記載している場合には1、それ以外の場合は0とする
ESGスコア	
ESG_Score1_{t-1}	Refinitivが提供する総合的なESGスコアであり、環境、社会、ガバナンスのパフォーマンスを加重平均したものである
ESG_Score2_{t-1}	環境と社会のパフォーマンスの等加重平均からなる部分的なESGスコア
ファンダメンタルズ	
$SIZE_{t-1}$	総資産の自然対数
LEV_{t-1}	総資産に対する総負債の簿価の比率
$Earnings_Vol_{t-1}$	直近5年間の特別損益控除前利益（当期純利益＋特別損失－特別利益）を平均総資産で割ったものの標準偏差である
ROA_{t-1}	特別損益控除前利益を期首の総資産で割ったものである
$TobinQ_{t-1}$	時価純資産と総負債簿価の合計の総資産簿価に対する比率
所有構造	
INS_OWN_{t-1}	機関投資家による株式保有比率
$Foreign_OWN_{t-1}$	外国法人等による株式保有比率
$MANA_OWN_{t-1}$	経営者による株式保有比率

