

米 S&P500 社 CEO 報酬の動向

2017 年会計年度までは高い増加傾向、2019 年以降の上昇は不確
実の状況

序文

CEO 報酬はメディア、取締役会、投資家や議決権助言会社等の間で引き続き広く議論されているテーマです。CEO の総直接報酬 (TDC ; 基本報酬+実際に支給された年次賞与+長期インセンティブの付与時の公正価値[LTI]) は 2011-2016 年で 2-6%の範囲で緩やかに増加していましたが、2017 年にはその傾向は加速し 11%増加しました。これは持続的な確固とした企業業績と総株主還元率 (TSR) を反映しているように思われます。我々の CEO 報酬分析は、ヒストリカルに実際に支給された TDC 額に焦点があてられおり、各期に支給された年次賞与額を使用しています。これはマスコミ等で多く使用される年次賞与目標支給額の使用等年初に設定される目標 (ターゲット) TDC とは異なります。

2019 年の初めに公表される役員報酬の開示では、強い企業利益の成長と競争が厳しい経営者労働市場の状況を反映し、2018 年度 CEO 報酬 (TDC) 増加率は、一桁後半もしくは二桁前半となると予想されます。この大きな上昇は、S&P500 の 2017 年度 TSR が 22%の増加で、その背景にあった高業績を反映した 2018 年度中の報酬の増額が、要因と考えられます。

しかし、直近のアメリカ株式市場の下降や潜在的な世界の経済停滞を考慮すると、2019 年の CEO 目標 TDC は一桁前半の過去同様の緩やかな上昇水準に回帰するように思われます。これは経済の不確実性と 2018 年度の低い TSR (S&P500 の TSR は-4%) によるものです。また好ましい経済状況や高い成長が見込まれる業界の経営者は、低成長な業界の経営者よりも大きな報酬の増加が見込まれるでしょう。

要旨

- ・ 米 S&P500 企業での CEO 報酬（実際報酬支給額）はここ数年間で 2-6%の範囲で増加し、2017 年には 11%へと加速しました。
- ・ 歴史的に CEO 報酬報酬の増加率は総株主還元率（TSR）によってサポートされています。CEO 報酬の増加率は、2011 年以降の TSR 年換算成長率は 9 パーセントを反映していると考えられます。
- ・ 我々は 2019 度における CEO 報酬増加率報酬、経済の不確実性や 2018 年の低い TSR(S&P500 の TSR は-4%)によって一桁前半の成長であると予測しています。経営者を引き留めるために市場で競争報酬力ある報酬額を提供し続けるとしても、取締役会・報酬委員会は、報酬増額には保守的になるでしょう。
- ・ パフォーマンス・シェア型の採用はピークに達し S&P500 企業の 88%（昨年と同じ）であった一方、譲渡制限株式の採用率は 67%で固定化しています。
- ・ ストックオプションは緩やかな減少傾向にあります。また 56%の企業で採用されています。将来（2020 以降）、リセッション突入やパフォーマンス・スシェアでの財務目標設定が困難な状況となった場合には、代替として再びストックオプションの採用が増加する可能性もあります。

CEO 報酬の過去トレンドと採用された LTI の種類

CEO 報酬は 2008 年と 2009 年の金融危機で-9%、-13%減少した後、2010 年に 31%上昇し回復しました¹。その後 2017 年の 11%の上昇を除いて、前年比の上昇は 2%から 6%の範囲で緩やかに上昇しました（図 1）。

この間採用された LTI の種類は、ストックオプションからパフォーマンス・シェアのシフトが顕著でした。2009-2017 年ではパフォーマンス・シェアと制限付株式が増加しストックオプションは減少しました（図 2）。この業績連動型の増加は主に議決権助言会社の選好に加えて、一部の株主がストックオプションは業績連動型 LTI と認識しなかったことが主な要因です。株式市場の現在の変動を考慮すれば、特に不況時や企業がパフォーマンス・シェア型の長期の財務目標を設定が困難となった場合、ストックオプションの増加がありうるでしょう。事実、2009 年の金融危機の際には、多くの企業では PSU の目標を設定が困難となり、代わりとしてストックオプションが、直接に株価の改善と報酬を直接連動させ、役員へ著しいアップサイド機会を提供することから多用された経緯があります。

図 1

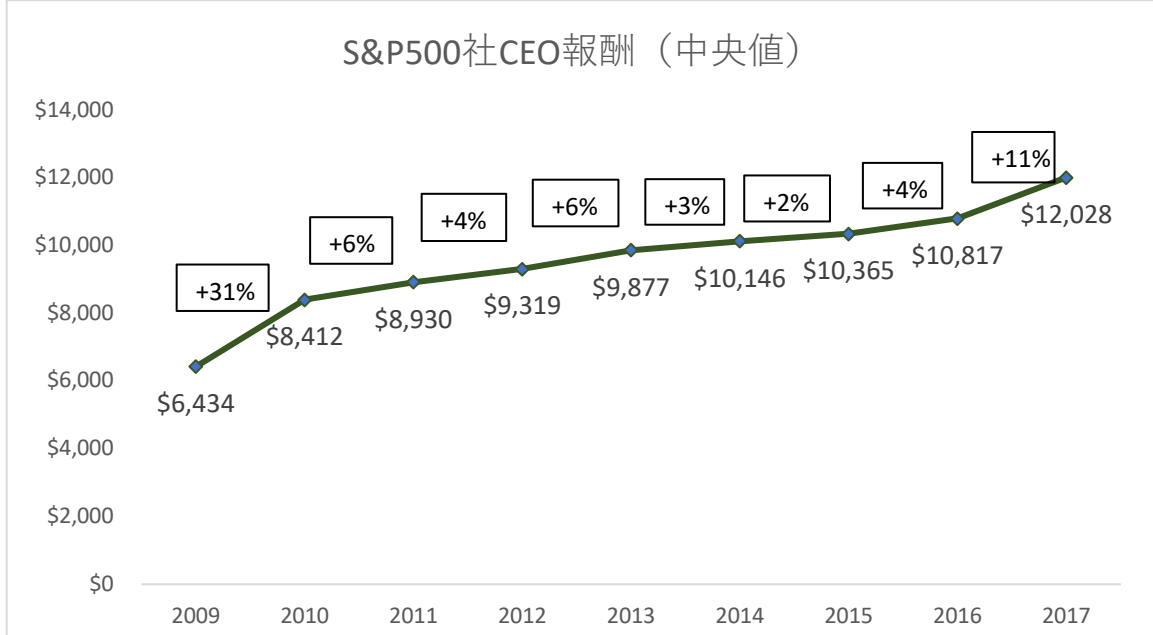


図 2

年	S&P500 社 CEO の LTI 種類		
	パフォーマンス型	ストックオプション	制限付株式
2009	50%	70%	46%
2013	76%	61%	59%
2017	88%	56%	67%

CEO 報酬のトレンドと S&P500 インデックスのパフォーマンス

CEO 報酬の増加は好調な TSR によって支えられています。CEO 報酬増加は、過去 7 年間の TSR の年換算成長率約 9%を反映しています。この間 TSR は毎年増加し CEO への報酬も増加しました（図 3）が、これらの増加はいつも比例しているわけではありません。2011-2017 年では毎年の報酬増加率は 11%以下でしたが、S&P500 の TSR は 1-32%でした。

株価と CEO への報酬には明確な正の相関があります。好調な株価状況では、報酬委員会は基本的により高額な LTI の付与によって CEO 報酬の増額を支持します。CEO の基本報酬は非定期に一定の増加がおこなわれますが（例：毎期の増額は希有）、一般的には CEO 総報酬に占める割合は非常に小さいものです。年次賞与が総報酬に占める割合は、LTI ほどは大きくありませんが、一定期間における総報酬額の増加において重大な影響を与えることが可能です。ある年度において企業の業績が好ましく、企業の目標や投資家・アナリストの期待を上回っているなら、CEO の年次賞与は、しばしば目標額以上に支払われ、一定期間において増加していきます（株価もまた企業業績が好ましい

とで増加することが多いです)。しかしながら、株式市場の変動や相関とセクターローテーションのため株価は下落する一方、業績目標を上回って達成し CEO 年次賞与が目標以上に支払われる年もあります(2018年の業績は多くの企業にとって好ましいものであったので、2019年の初めに支給される2018年度分の年次賞与でこのような状況が起こりそうです)。またその反対も起きるかもしれません。つまり、株式市場は上昇しても目標は達成されず年次賞与は低水準である可能性もあります。

図 3

Figure 3:



CEO 報酬の将来予測

- 全体として2019年のCEO目標TDCは、ほとんどの業種の多くの経営者に対し一桁前半のフラットな上昇であると予測しています。a)我々の研究ではCEOへの報酬が2011-2016年は低調であったことを示していますが(図1)、2017年そしておそらく2018年では成長は非常に加速しています。b)S&P500指数の売り上げと一株当たり利益(EPS)の前年比は2018年で7-9%、18-20%それぞれ増加すると予測されています(S&P Capital IQのデータに基づく)と利益は法人税の削減によって一部では非常に上昇しています。c)2019年のEPS予測は現在2018年に対し9-11%の成長を示しています(S&P Capital IQ)が、経済の不確実性を考慮するとこの数値は楽観的であると疑っています。d)利益成長の減速、メディア、CEOペイレシオ開示による所得分配公平性に対する議論、議決権行使会社による監視は、経営者報酬に対して負の圧力をかけるでしょう。e)我々は2019年の経済の不確実性と2018年の低調なTSRによって、2019年の初頭に決定される目標CEO報酬額の増加は一桁前半のフラットな上昇になると予測しています。たとえ今もなお競争的であるように思われる経営者労働市場で経営者を引き留めるために市場で競争的な報酬を続けるとしても、委員会は報酬の増加に対してより保守的になるでしょう。2) バイオテクノロジーや情報テクノロジーのようないくつかの高成

長業種では、2019年の経営者の総報酬は一層増加するかもしれません。しかし低成長の業種では小さな増加、もしくは増加しないかもしれません。

上記の予測は主要なマーケットショック（例えば地政学や貿易の不確実性、経済環境の劇的な変化、連邦準備制度での金利政策の著しい修正、株式市場全体での著しい下落）を考慮していません。

分析手法

CEOへの報酬分析は、同じCEOが3年以上継続して在籍しているS&P500の企業における報酬を対象としています。報酬データは、毎年の基本報酬と年次賞与の実際支給額、LTIは、付与時の公正価値による会計報告上の金額を使用しています。我々の分析は、真のCEO報酬の動向を分析すべく、継続して在籍するCEO報酬のみを分析対象としています（一般にマスコミ等で公表されているCEO報酬分析は、CEOの新規外部採用や内部昇進時に支給される、2-3年間の急成長期待の高額な特別報酬等も含んでおり動向分析には適さない点に注意が必要です）。

実現可能報酬に対する注意

我々のCEO報酬額の分析は、一定期間の実際支給額を使用し、プロキシースタートメント（委任勧誘状・日本での株主総会招集通知の添付書類）に開示されたLTIの会計上の価値を使用しています。これらの金額は報酬機会に相当するもので、実現可能報酬額(Realizable Pay)とは異なります（実現可能報酬額は、期末におけるストックオプション実現可能額（インザマネーと呼ばれ、現在の株価と行使価格の差額による価値）、制限付株式の期末時点での株価を反映した価値、パフォーマンス・シェアの推定価値による報酬額）。我々の過去のリサーチによると、この実現可能報酬額とTSRには、強い正の相関関係があります。CEO報酬の年次報酬増加とTSR間で正の相関があると示しましたが、この相関が実現可能報酬額とTSRと同様に高い相関があるかは確かではありません。

¹ “CEO Pay Trends.” Equilar 2009

原題：S&P 500 CEO Compensation Increase Trends Larger increases in recent years — with uncertainty for future increases January 14, 2019.

ペイ・ガバナンス日本株式会社

100-0006

千代田区有楽町1-1 0-1 有楽町ビル6階

電話 03-6206-3555

メール info@paygovernance.jp