

## ペイ・レシオ：報酬委員会はどのように評価すべきか

### はじめに

米国証券取引委員会（以下、「SEC」とする。）は2018年以降、経営者報酬と従業員給与の中央値との比率（すなわち、“ペイ・レシオ”）を株主招集通知に開示することを数千企業に対して初めて義務付けました。これまでに開示を行ったS&P500構成企業について見てみると、このペイ・レシオ中央値は155:1であり、その範囲は0:1から5,000:1と非常に大きな幅を示しています。この指標は企業間の比較を容易にするために設計されているわけでは決してないものの、最近のメディア報道ではそのように取り上げられており、そこでは経営陣や取締役会に対して「御社の比率は何を意味するのか、競合他社と比較してどれくらいの水準にあるか」と問われています。こうした問いに答えることは思いのほか複雑です。企業間で公正かつ適切に比較するためには、たとえ同じ産業に属していたとしても、経済の面で、または、組織の面で、戦略の面で考慮すべき変数が数多くあり、不可能ではないにしても難易度の高いものです。

取締役会の報酬委員会あるいは取締役会全体で、自社のペイ・レシオをどのように評価すればよいのでしょうか。これには様々な側面があります。本稿では以下の2つの側面に着目します。

1. ペイ・レシオが経営者報酬あるいは従業員給与とどれくらい連動しているか。
2. どのような変数がペイ・レシオに影響を及ぼし、どのような要因でペイ・レシオが極端な値をとるか。

ペイ・ガバナンスによる本調査では、以下に要約するように、統計的な分析を用いてこれらの疑問に答えるとともに、報酬委員会および取締役会がペイ・レシオを評価するための繊細でより正確なアプローチを提案します<sup>1</sup>。なお、本調査はS&P500構成企業を調査対象としています。この理由は、当該企業はメディアからの注目を集めており、また、本来の立法趣旨で意図された企業であり、他社と比較して高いペイ・レシオになっているためです。

## 重要なポイント

- ・ ペイ・ガバナンスの調査によると、ペイ・レシオは経営者報酬よりも従業員給与の中央値に強く相関しています。これは S&P500 構成企業間の従業員給与の中央値のばらつきがより大きいことに起因しています。
- ・ メディアでは含みをもって報道されているにもかかわらず、こうした従業員給与の中央値のばらつきの大きさは、企業が従業員に対して、“市場価格”に見合う給与を支払っているかどうかとはほとんど関係がないでしょう。ビジネスモデルや地理的な立地、国際的な取引の有無など、その他多くの経営上の決定が従業員給与の中央値に影響を及ぼしています。
- ・ 本調査は産業ごとの平均給与に関する労働統計局のデータを用いて、産業別の給与水準がペイ・レシオにどのような影響を与えているかを評価しました。想定通り、産業別の給与水準が従業員給与に、そして、ペイ・レシオに大きな影響を与えていることが分かりました。
- ・ S&P500 構成企業の中で極端なペイ・レシオをとるグループ（上位 10%グループおよび下位 10%グループ）を見てみると、経営者報酬や従業員給与の中央値からの影響に加えて、産業別の給与水準や企業規模、収益性といったいくつかの重要な事業上の要因によってペイ・レシオが上昇していることが分かりました。
- ・ このように、たとえ同一産業内であっても、企業間で公正かつ適切な比較を、不可能ではないにしても難易度の高いものにする要素が数多くあります。
- ・ 企業や取締役会は、広範な報酬にガバナンスが効いているかあるいは競争力あるものか注視し続けなければなりません。また、ペイ・レシオは数多の構成要素のうちの 1 つの要素であることを認識しなければなりません。

## 背景

本調査で対象となった S&P500 構成企業の 389 社の経営者報酬の中央値は 1,210 万ドルで、これは多くの研究と一貫した結果です。同じく 389 社における“従業員給与の中央値（株主総会招集通知内で開示）”の中央値は 70,129 ドルです。従業員給与の中央値に関しては多くの方を驚かせる数値となっています。すなわち、これは予想よりもかなり高い数値であり、さらに重要なことに、米国の民間部門（1 億 4200 万人の従業員）の平均給与である 50,620 ドルより 39%高い数値です<sup>2</sup>。これまでこうした従業員給与の水準は明らかにされてきませんでした。

これらの数値の原因と背景はどのようになっているのでしょうか。ペイ・レシオは、2010 年のドッド・フランク法改正の下で役員報酬に関する新制度の 1 つとして強制的な開示が始まりました。2008 年の金融危機への法的対応として、将来の危機の発生を防ぐことを明確に意図され、ドッド・フランク法が改正されました。金融機関に対する規制強化に加えて、（金融機関だけでなく）すべての企業において経営陣の“過度な”リスクテイクを減らす意図で、公開企業に対して株主に対するエンゲージメントを強化する経営者報酬制度（例えば、ペイ・レシオの強制開示やセイオンペイ投票制度の制定）が法案に組み込まれました。

当時、ペイ・レシオの法定開示支持者の中には、“企業が平均的に従業員をどのように扱っているのか、ならびに、経営者報酬が合理的かどうかについて投資家が監視する手助けをする”ための“シンプルなベンチマーク”としての役割をペイ・レシオが

果たすだろうと説明する方もいました<sup>3</sup>。それにもかかわらず、議会ではペイ・レシオを算出し開示することを企業に求める明確な方針について議論されることはありませんでした<sup>4</sup>。SECは、公開された法解釈やガイドラインの中で「ペイ・レシオ情報は上場企業間での比較を目的とするよりむしろ、特定の上場企業の報酬実務および当該情報の開示を査定し、株主により良い理解を促すよう設計されるべきである」と情報利用者に対して警告していました<sup>5</sup>。こうした注意深いガイダンスにもかかわらず、経済的に有効かどうか疑わしさをよそにメディアでは企業間での比較を報道してきました<sup>6</sup>。

こうしたガイダンスをもってしても、ペイ・レシオに関する非常に多くのマスコミ報道が行われてきました。こうした報道では、同一産業内（情報通信業や消費財産業）の似たような企業の比較とともに、ビジネスモデルが大きく異なっていることが原因でペイ・レシオが大きく異なる企業が極端な例として取り上げられてきました<sup>7,8</sup>。ペイ・レシオは、当該企業が製造を外注している企業かどうかから地理的な立地、フランチャイズ運営に至るまで、経済的な違いに起因して異なっています。

取締役会の多くは企業間のペイ・レシオの比較はほとんど正確ではないというSECの意見に賛同しています。この比較の困難さは容易に説明できるでしょう。経営者の報酬水準は明らかにペイ・レシオに影響を与えるものの、報酬委員会は公的に利用可能な招集通知における報酬開示から得られる比較的透明性があり正確な市場のデータに基づいて経営者報酬をより高い精度で設定しています<sup>9</sup>。このプロセスとガバナンスを通して、経営者報酬のばらつきは相対的に小さくなっています<sup>10</sup>。しかし、ある企業が開示した従業員給与の中央値は経営者報酬よりもばらつきがあります。したがって、従業員給与の中央値は潜在的にペイ・レシオに対してインパクトを与えています。

この大きなばらつきは、企業ごとに特定の1人の従業員の給与を開示しているために生じます<sup>11</sup>。この1人の従業員の給与水準および全体的な給与構造は、企業特有のビジネスモデルや、自己株式を含む株式発行、市場の影響、その他企業の変数など、数多くの不透明な要素による影響を受けています。これらの市場に関する変数は、当該産業や職業に関して、広範で変わりやすい地理的に多様な（国内および国外の）労働市場の動向も含まれています。したがって、ある特定の企業の従業員給与の中央値は、別の産業に属する企業との比較だけでなく、同一産業内で異なったビジネスモデルを有する競合他社とさえ直接比較することはできません。メディアでは含みをもって報道されているにもかかわらず、こうした従業員給与の中央値のばらつきの大きさは、企業が従業員に対して、“市場価格”に見合う給与を支払っているかどうかとはほとんど関係がないでしょう。企業が、従業員に同一産業に対して中央値またはそれ以上の報酬を支給していても、それら企業のペイ・レシオ開示における従業員給与の中央値が、同一産業の中下回る場合もあるでしょう。にもかかわらず、この特定の1人の従業員給水準はペイ・レシオとその比較の困難さに計り知れないインパクトを与えています。こうした考え方を本調査の統計的な分析は支持しています。

### **問題 1：経営者報酬や従業員給与の中央値はペイ・レシオのばらつきとどの程度相関しているか**

---

経営者報酬と従業員給与はどちらもペイ・レシオに影響を与えているものの、多くの方からは経営者報酬がより大きな影響を与えていると思われるっており、こうした意見によ

ってペイ・レシオの法定開示が制定された側面はあります。しかし、企業間でペイ・レシオを比較する場合、本来4つの労働市場を見るべき分析を単一の指標で比較していることとなります<sup>12</sup>。本調査で取り扱うS&P500構成企業には消費財産業や小売業といった従業員給与の中央値の低い産業から公益産業や金融機関といった従業員給与の中央値の高い産業までの多くの産業が含まれているため、当該指標の分布は広がっています。経営者報酬も産業間で異なっているものの、経営者の役割に対して比較的に一貫した期待や責任があると仮定すると、S&P500構成企業内の各産業や企業規模のもとでは経営者報酬の分布は従業員給与の分布よりも均質です。

こうした関係性を統計的に分析するために、本調査では2つの相関分析を行いました。1つはペイ・レシオと経営者報酬との間の相関分析であり、もう1つはペイ・レシオと従業員給与の中央値との間の相関分析です。表1に示すように、ペイ・レシオは経営者報酬よりも従業員給与の中央値に高い相関を示していることが分かりました。つまり、ペイ・レシオのばらつきは経営者報酬の変化よりも従業員給与の中央値の変化に大きく起因しているということです。従業員給与の中央値との相関が負であることは、従業員給与の中央値とペイ・レシオが反比例の関係にあることを示しています。すなわち、従業員給与の中央値が高くなると、ペイ・レシオが下がるということです。

**表1 経営者報酬および従業員給与の中央値とペイ・レシオの相関関係<sup>13</sup>**

相関係数	
経営者報酬に対するペイ・レシオ	57%
従業員給与の中央値に対するペイ・レシオ	-72%

\*相関係数は2変数間の統計的な関係性を測定しています。

本調査では、経営者報酬および従業員給与の相対的な影響度を決定するいくつかの変数やモデルを評価したところ、経営者報酬よりも従業員給与が一貫して影響が強いことを明らかにしました。

## 問題2：どのような経営判断が経営者報酬を増加させるのか、報酬委員会は経営判断をどのように検討すべきか

表1から得られた知見はいくぶん直感的でした<sup>14</sup>。経営者報酬は比較的ばらつきが小さく、主に企業規模や産業の違いで異なっています<sup>15</sup>。この一方で、S&P500構成企業の従業員給与の中央値は事業上の要因によって異なっています。すなわち、当該企業が属する産業やビジネスモデル、従業員の地理的な分布、従業員の技能水準などに強く依存しています。しかし、表3で示すように、米国の大企業における従業員給与は企業規模によって大きく異ならないということです。

本調査における“従業員給与の中央値”の中央値(70,129ドル)は米国における平均的な給与より大幅に高い数値です。従業員給与のばらつきは企業規模の違いではなく産業の違いに見られます。表2によると、産業の違いによる差異の大きさは、経営者報酬よりも従業員給与においてより顕著です。こうした従業員給与にばらつきがあることで先述した相関の違いが生じているということです。

表 2 : 産業別の経営者報酬と従業員給与の中央値のばらつき

	経営者報酬の中央値	“従業員給与の中央値”の中央値
高給与産業	1,790 万ドル (通信事業者)	129,551 ドル (電力会社)
低給与産業	930 万ドル (不動産)	32,010 ドル (一般消費財産業)
差異	92%	305%

これに対して、表 3 をみると、売上高は従業員給与よりも経営者報酬に明らかに影響を及ぼしており、こうした関係は企業規模に応じて反転していることが分かります。

表 3 : 売上高別の経営者報酬と従業員給与の中央値のばらつき

サブサンプル	売上高の中央値	経営者報酬	従業員給与の中央値
売上高の上位 50%	195 億ドル	1,560 万ドル	81,366 ドル
売上高の下位 50%	44 億ドル	1,100 万ドル	69,047 ドル
差異	340%	55%	18%

産業や企業規模は、ペイ・レシオに正反対の影響を及ぼしており、ペイ・レシオの中央値が 155:1 であることを考慮しても、企業間の比較の難しさを示しています。

#### 高ペイ・レシオ企業および低ペイ・レシオ企業に関する特性の比較

本調査では、特定の事業計画や人事戦略、ビジネスモデルがペイ・レシオへ及ぼしている影響をはっきりと理解するために、S&P500 構成企業のペイ・レシオ上位 10%および下位 10%に属する企業のいくつかの変数を調査しました。表 4 において、経営者報酬と従業員に関する情報がペイ・レシオにどのような影響を与えているかについて要約しています。上位 10%企業と下位 10%企業の差異は劇的なものとなっています。

表 4 : ペイ・レシオ上位 10%企業および下位 10%企業の特徴の比較

十分位数内の中央値							
	ペイ・レシオ	従業員数	経営者報酬	売上高	従業員給与の中央値	従業員一人当たり利益	従業員給与の産業平均 (BLS)
上位 10%企業 (n=41)	747:1	68,890 人	1,530 万ドル	127 億ドル	19,170 ドル	13,552 ドル	40,739 ドル
下位 10%企業 (n=42)	55:1	7,659 人	570 万ドル	52 億ドル	107,771 ドル	78,840 ドル	102,242 ドル

## 企業規模

高ペイ・レシオ企業の企業規模は低ペイ・レシオ企業よりかなり大規模です。高ペイ・レシオ企業の売上高は130億ドル、従業員数は69,000人であり、低ペイ・レシオ企業の売上高は50億ドル、従業員数は7,700人となっています。この2つの項目はペイ・レシオに大きく影響を及ぼしています。高ペイ・レシオ企業の売上高の高さは経営者報酬の高さと相関しており、この一方で、従業員数の多さは後述するように従業員給与の低さと相関しています。

## 経営者報酬

高ペイ・レシオ企業（上位10%企業、ペイ・レシオは747:1）の経営者報酬の中央値は1,530万ドルです。低ペイ・レシオ企業（ペイ・レシオは55:1）の経営者報酬の中央値は570万ドルです。これらの調査結果によると、中央値を上回る企業の経営者報酬がペイ・レシオにいくらか影響を与えているものの、上位10%企業のペイ・レシオを押し上げている重要な要素、すなわち、従業員給与を見落としていることが示唆されます。

## 従業員給与の中央値

本調査では、従業員給与の中央値がペイ・レシオを押し上げる大きな要因であることを明らかにしています。低ペイ・レシオ企業の従業員給与の中央値は108,000ドルであるのに対して、高ペイ・レシオ企業の従業員給与の中央値は19,000ドル（これは低ペイ・レシオ企業の約17%に相当）です。高ペイ・レシオ企業のすべてが自社の従業員に適切な労働市場と比べて不当に低い賃金を支払っているということはあり得るでしょうか。後述するように、産業の給与データと従業員給与の中央値を比較検討した結果、以下の結論に達しました。すなわち、それはあり得ない、ということです。

## 労働市場における従業員給与

この問題を検討するために、本調査では産業分類コードに基づいて労働統計局（以下、「BLS」とする。）の産業の従業員給与を企業ごとに測定しました。本調査では、BLSの報酬データベースを用いて、ある企業の従業員が全産業の中央値と比較して高給与産業に属するのか、あるいは、低給与産業に属するのかを判断しています。ただし、このBLSの平均給与水準は、あらゆる企業が従業員の給与制度を決定するために主だって用いられる実際の市場データではありません。さらに、ペイ・レシオの算出に用いられる従業員給与の中央値は数万人あるいは数十万人の従業員のちょうど中間にあたる従業員の給与であることを覚えておく必要があります。これに加えて、何百万もの従業員が米国外で従事しており、BLSのデータには当該データは含まれていません。米国外の従業員の給与は米国内の給与よりもしばしば低い水準となります。

したがって、ある業界の単一の国内市場の平均値は、たとえ数百万人の従業員を対象としていたとしても、当該企業の全従業員についての労働市場を示すものではありません。しかし、本調査では、BLSの平均値を用いて、幅広い業界の従業員に対して比較的な有効な給与水準の指標を利用したことになります<sup>16</sup>。包括的な結果ではないものの、BLSのデータは400社を概観する上で効果的な分析手法でした。本調査において、以下のことが明らかになりました。

- ・ 高ペイ・レシオ企業は、BLS の労働市場データ（40,739 ドル）に示されるように、平均給与が低い産業に属しています。これは 2017 年の米国の年間平均賃金である 50,620 ドルよりも低い額です。産業の平均給与は高ペイ・レシオ企業の従業員給与の中央値よりは高いものの、BLS データは米国の従業員給与のみを反映しているのに対し、各企業が開示している従業員給与の中央値は米国以外の従業員の給与を含んでいます。全体として、高ペイ・レシオ企業のペイ・レシオの高さの少なくとも一部が、産業の給与水準が低いことによって説明されたことが示されます。
- ・ この一方で、低ペイ・レシオ企業は中央値が 102,242 ドルと平均給与水準が高い産業に属しています。これは、低ペイ・レシオ企業の従業員給与の中央値の高さが産業の労働市場と一致し、高ペイ・レシオ企業ほど米国以外の従業員の影響を受けていない可能性を示しています。

### 従業員一人当たり利益

本調査では、産業動向やビジネスモデル、雇用戦略に関する別の指標として、従業員一人当たり利益を計算しました<sup>17</sup>。これは当期純利益を従業員数で除した値として求められます。従業員一人当たり利益が高い企業は、当該指標が低い企業よりも従業員により高い給与を支払う傾向がありました<sup>18</sup>。表 4 によると、高ペイ・レシオ企業の従業員一人当たり利益が 13,522 ドルであったのに対して、低ペイ・レシオ企業の従業員一人当たり利益は 78,840 ドルです。

### 全体的な総括

ペイ・レシオが低い企業の経営者報酬（創業者や経営者に対する事前のメガグラントを含む報酬）は低いだろうと考えられていました。しかし、ペイ・レシオの高い大企業の経営者報酬は一般的な額である一方で、従業員給与の中央値が低い可能性が示されました。これは、米国外に従業員を多く抱えていたり、小売業の従業員やパートタイムの従業員を多数雇っていたり、その他正当な雇用戦略の差異によって説明されます。

まとめると、これらの事実から、特に上位 10%企業と下位 10%企業間のペイ・レシオを比較することに潜在的に問題のある理由が明らかになります。高度なスキルを有する従業員を何千人も抱える企業（IT 企業、金融機関、公益企業）と、数万人あるいは数十万人の従業員のうち多くがパートタイム労働者や米国外の従業員である企業（小売業、国外製造業）のペイ・レシオを比較することは適切ではありません。

### ペイ・レシオに関するより詳細な統計モデル

上述したように、特定の企業におけるペイ・レシオに影響を与える変数は、ビジネスモデルの大幅な変更や実際の労働市場など、測定可能なものや不可能なものも含めて、様々あります<sup>19</sup>。本調査では、さらなる分析のため、売上高や経営者報酬の変動、従業員給与の中央値の変動、従業員一人当たり利益などの要因を同時に含む追加の統計分析を実施しました。

経営者報酬の水準と従業員給与の中央値がペイ・レシオ全体に与える影響のみを抽出するために、上記の要因の影響をコントロールした多変量分析を行いました。これによ

ると、企業規模や労働市場の要因をコントロールした後でも本調査の発見事項を支持する結果が得られました。主に経営者報酬と従業員給与の中央値がペイ・レシオに影響を与えているものの、従業員給与の方がより大きな影響を与えていました。

表5を見てみると、中央値比で、経営者報酬が10%増加するとペイ・レシオは25.6ポイント増加します(171:1から197:1)。この一方で、従業員給与が10%減少するとペイ・レシオは40.6ポイント増加します(171:1から212.1)。これは経営者報酬の水準が与えているよりも重要かは分からないものの、従業員給与の水準がペイ・レシオに少なからず影響を与えている追加的な証拠となります。

**表5：経営者報酬および従業員給与が10%変動した際の回帰モデルの効果**

	報酬額の変化	ペイ・レシオの変化	ペイ・レシオの差異
経営者報酬の増加(+10%)	1,200万ドルから 1,320万ドル	171から197	25.6ポイント
従業員給与の減少(-10%)	70,000ドルから 63,000ドル	171から212	40.6ポイント

### ペイ・レシオを説明する上での別のアプローチ

SECのガイダンスと同様に、本調査の統計的な分析によるとペイ・レシオを企業間で直接比較することは技術的にも構造的にも問題があることが示唆されます。そのため、ペイ・ガバナンスでは企業や取締役会に対して、ペイ・レシオは慎重に取り扱うべきであると推奨しています。しかし、特にペイ・レシオの分布で極端な値をとる企業では、ペイ・レシオに関する質問がなされるかもしれず、また、ペイ・レシオの法定開示によってステークホルダーとのエンゲージメントという別の論点も生まれます。

報酬委員会がペイ・レシオを市場と比較する限りにおいて、経営者報酬のベンチマークとして用いる比較対照グループとはおそらく異なりうるグループを慎重に構成することを薦めています。本調査では、従業員給与がペイ・レシオを増加させる重要な要因であることを明らかにしているため、比較対照グループとしては、従業員数や従業員の地理的な分布、従業員の技能水準、従業員の雇用形態(例えば、パートタイム勤務なのかフルタイム勤務なのかなど)といった、広範な従業員に関する情報が当該企業と似通っている企業に焦点を当てるべきです。

理想的には、ある企業においては、正確なペイ・レシオの比較対照企業となりうる従業員に関する情報が近い5社から10社で比較対照グループを構成できるかもしれませんが。しかし、S&P500を構成する大企業においては、適切な比較対照企業がほとんど存在しないかもしれず、もし比較対照企業を見つけられたとしても、そのような場合にはペイ・レシオの比較や基準に従った評価を強制すべきではありません。

そのかわりに、経営者や様々な従業員に関して適切な労働市場に焦点を当てた賃金の平等性を考慮した原則ベースのアプローチを企業は取るべきであるとペイ・ガバナンスは考えています。すなわち、



- 1) 経営者と従業員の報酬実務や報酬水準は当該企業の事業戦略や価値観と一貫していますか？ステークホルダーの中には企業の報酬制度に疑念を抱くものも現れるかもしれないものの（すなわち、経営者報酬水準が高く従業員給与水準が低いと指摘するもの）、経済的に成功している企業は長期的には競争的な報酬水準を支給し、雇用を創出するでしょう。
- 2) 経営者報酬の策定プロセスおよびその開示は網羅的かつ適切なガバナンスの基準に則っていますか？セイオンペイの賛成率は高いですか？
- 3) 各報酬制度は技能や経験、就業時間に関して公平で競争的な水準にありますか？これらの水準は市場データで確認できますか？
- 4) 各報酬制度は、その地域の経済におけるフルタイム勤務者にとって、競争的な賃金を支給するものですか？
- 5) 直近の企業内調査で報酬制度が懸念事項として挙げられていますか？その他懸念事項に関連して報酬制度のどこが問題でしたか？

## 結論

---

ペイ・レシオは、政治、社会学、ビジネスの交差点に位置する新しい法定開示制度です。ペイ・レシオの政治的および社会的な原因と潜在的な影響は本研究の範囲外ではあるものの、米国企業の報酬委員会はペイ・レシオがもたらす帰結を適切に理解し、解釈する必要があります。ペイ・レシオの企業間比較に着手する前に、報酬の担当者や報酬委員会のメンバーは各社のペイ・レシオの構成比に影響を与える労働市場固有の特徴を理解することが重要であり、そして、どのような比較も経済的に正しいものではなく、その比較は過度に単純化された実務ではありません。究極的には、ペイ・レシオを検討する最も適切な手段は、経営者報酬と従業員給与の双方が労働市場に対して競争力があり、公平で、よりガバナンスが効くように定期的に見直されることを保証することであるとペイ・ガバナンスは考えています。

- 
- <sup>1</sup> S&P500 構成企業のペイ・レシオに関するデータを提供して頂いたペイ・ガバナンスのコンサルタントである Brian Johnson に感謝申し上げます。
  - <sup>2</sup> “May 2017 National Occupational Employment and Wage Estimates: United States.” The Bureau of Labor Statistics. March 30, 2018. [https://www.bls.gov/oes/current/oes\\_nat.htm](https://www.bls.gov/oes/current/oes_nat.htm).
  - <sup>3</sup> Todd M. Hirsch. “The SEC Adopts New Pay Ratio Rule.” In: “Developments in Banking Law.” 2017. <https://www.bu.edu/rbfl/files/2016/04/Hirsch-DA-Final-Formatted.pdf>. Page 109.
  - <sup>4</sup> “17 CFR Parts 229 and 249: Pay Ratio Disclosure.” The Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>. Page 9.
  - <sup>5</sup> “17 CFR Part 229 and 249: Commission Guidance on Pay Ratio Disclosure.” The Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/rules/interp/2017/33-10415.pdf>. Page 1.

- 6 Robert Pozen and Kashif Qadeer. “The Fix for Misleading CEO Pay Ratios.” The Wall Street Journal. March 19, 2018. <https://www.wsj.com/articles/the-fix-for-misleading-ceo-pay-ratios-1521497476>.
- 7 Theo Francis. “Does Verizon Really Pay the Typical Worker 60% More Than AT&T?” The Wall Street Journal. March 28, 2018. <https://www.wsj.com/articles/does-verizon-really-pay-the-typical-worker-60-more-than-at-t-1522238400>.
- 8 Tomi Kilgore. “CEO Pay Ratios Provide Little More than Noise for Investors.” MarketWatch. April 21, 2018. <https://www.marketwatch.com/story/ceo-pay-ratios-provide-little-more-than-noise-for-investors-2018-04-20>.
- 9 経営者報酬の策定プロセスは過去 15 年間で大幅に改善されました。特に、2011 年にはセイオンペイ投票制度が開始されました。このプロセスは、原則としてすべての株主や議決権行使助言企業から支持されています。
- 10 ペイ・ガバナンスの調査によると、大企業の経営者報酬は、議決権行使助言会社やセイオンペイ投票の影響を含む様々な理由で、過去数年間でさらに低くなっていることが明らかになっています。
- 11 したがって、本調査では 1,900 万人の従業員のうち（各標本から 1 人となる）400 人の給与を検証しています。
- 12 業界 A の CEO、業界 B の CEO、業界 A の従業員、および業界 B の従業員。
- 13 これらの相関は、経営者報酬とペイ・レシオ、および、従業員給与の中央値とペイ・レシオのそれぞれの自然対数をもとに求められています。
- 14 Russell 3000 に関する別の研究では、経営者報酬が従業員給与よりもペイ・レシオに影響を与えていることを明らかにしています。この違いは、調査対象となるサンプルの違いや本調査で検討された要因のいくつかによって説明することができます。
- 15 ペイ・レシオの分子となる経営者報酬額は報酬要約表から得られます。この値は新株予約権（株式およびオプション）の会計上の価値によって大きく左右され、これは一般的には経営者報酬の 50%以上を占めています。ほとんどの企業の新株予約権は直近の企業業績を反映していません。
- 16 BLS データを見ると、業界の平均給与水準は本調査の対象企業と一貫しています。以下で説明するように、BLS の平均給与データはその業種分類を介して、従業員給与の中央値と高い相関をもっていることが分かりました。
- 17 最近のニューヨーク・タイムズの記事では、企業の収益性と従業員給与の関係を測定し比較するために同様の指標（従業員一人当たり利益を従業員給与の中央値に対する割合として使用）が用いられました。Neil Irwin. “Is Capital or Labor Winning at Your Favorite Company? Introducing the Marx Ratio.” NY Times. May 21, 2018. <https://www.nytimes.com/interactive/2018/05/21/upshot/marx-ratio-median-pay.html>
- 18 従業員一人当たり利益は従業員給与の中央値と相関しています。
- 19 ペイ・レシオの差異を説明するモデルを構築することは様々な変数間の相関が原因で複雑なものとなります。本調査の多変量分析はすべて、従業員給与の中央値がペイ・レシオに影響を与えていることを支持している、あるいは、経営者報酬よりもペイ・レシオに影響を与えていることを支持しています。

原題 : The CEO Pay Ratio: How Should Compensation Committees Evaluate Their Ratios?  
Measuring the Impact of “Median Employee Pay” May 24, 2018.

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](mailto:info@paygovernance.jp)