

役員報酬ガバナンスの実効性の確保に向けて ～報酬委員会とマルス条項・クローバック条項～

Short Review
2023年7月

投資工学研究所
松木 健志

1. はじめに

企業の ESG への取組みが拡大するなかで、経営陣に対して取組みを推進するインセンティブを与える目的で、業績連動型の報酬にその成果や取組みを反映させる事例が増加している。気候変動対応や人的資本経営の実現に向けて、企業毎のマテリアリティに対応した KPI を、業績評価指標として役員報酬に反映させることが、KPI の達成に向け、その実効性を高めるための有効な手段として捉えられている。

一方で、役員報酬はコーポレートガバナンスの一要素でもある。コーポレートガバナンスの視点で見た役員報酬には、報酬水準、KPI とそれに対する評価方法を含む制度設計、報酬決定プロセスからその管理体制に至るまで、多くの論点がある。本稿では、コーポレートガバナンスの視点で見た役員報酬（以下、役員報酬ガバナンス）に関する論点のうち、その実効性を確保する仕組みについて、現状を整理する。

本稿を執筆するにあたって、東京証券取引所に上場する企業のうち、2023年3月31日時点で「TOPIX 100¹」を構成する 100 社と「TOPIX Mid400²」を構成する 398 社を合わせた 498 社を対象として、2022年12月までに決算を迎えた企業の最新の有価証券報告書に記載された役員報酬ガバナンスに関する内容を調査、集計した。特段の断りがない限り、本稿におけるデータは上記に基づくものである。

¹ TOPIX 算出対象のうち、TOPIX Core30（時価総額、流動性の特に高い 30 銘柄で構成）と TOPIX Large70（TOPIX Core30 について、時価総額、流動性の特に高い 70 銘柄で構成）の 100 銘柄で構成される指数。

² TOPIX Large70 について、時価総額、流動性の高い順に 400 銘柄で構成される指数。

2. 役員報酬ガバナンスにおける課題

課題について述べる前に、「役員報酬とは何か」について整理する。役員報酬は、経営者の職務と責任に対して報いるものであり、特に、業績連動型の報酬は、経営者による経営の成果に対するインセンティブを与えるものである。会社の所有者は株主であり、株主から経営を任される経営者は、株主に対して責任をもった経営の実現が求められる。ゆえに、役員報酬制度あるいはそれを踏まえた報酬額等が適正なものであるか、適正な評価及びプロセスをもって決定されているか、あるいは、その管理が適切に行われているかといった役員報酬ガバナンスが実効性を備えたものであるかという点は、株主にとって非常に重要な意味を持つ。

図表 1 に、役員報酬ガバナンスにおける主な課題とその論点を示した。本稿では、役員報酬ガバナンスの実効性を高める仕組みとして、報酬決定プロセスの論点の一つである報酬委員会等の活動と、管理体制の工夫の一つとして導入されるマルス条項・クローバック条項について取り上げる。

報酬委員会等は、その名の通り、役員等に対して支払われる報酬について協議を行うものであり、高い独立性をもって、充実した議論が行われる機関であることが期待される。詳しくは第 3 章で述べる。マルス条項・クローバック条項は、一定の事由をもって、役員等が報酬を受け取る権利を制限することや、支払い済みの報酬の返還を求めるものである。これについては第 4 章で述べる。

図表 1 役員報酬ガバナンスにおける主な課題と論点

課題	論点
報酬水準	<ul style="list-style-type: none"> 役割と能力および成果に応じた適正な水準の報酬額か 同業他社等の報酬水準と比べて適切な報酬額か
制度設計	<ul style="list-style-type: none"> 固定報酬と変動報酬の割合は適切か 自社の経営方針と整合性のある KPI を反映しているか 各評価指標の変動幅や評価ウェイト等は適切か
報酬決定プロセス	<ul style="list-style-type: none"> 経営から独立した報酬委員会等による十分な協議が行われているか
管理体制	<ul style="list-style-type: none"> 報酬を受け取る権利の制限や返還を求める規定が定められているか

(出所) 日興リサーチセンター作成

3. 報酬委員会等の設置・運営状況

指名委員会等設置会社は、指名委員会、監査委員会に加えて、報酬委員会を設置することが義務付けられている（会社法第2条12号）が、監査役設置会社および監査等委員会設置会社には、報酬委員会の法的な設置義務がない。コーポレートガバナンス・コードのなかで、指名・報酬等に関する任意の諮問委員会の設置について言及された（補充原則4-10①）こともあり、任意で役員報酬に関する協議を行う機関（報酬諮問委員会、指名報酬委員会など）を設置する事例が多くある。本稿では、法定の報酬委員会と、任意で役員報酬に関する協議を行う機関を総称し報酬委員会等とする。なお、指名委員会等設置会社における報酬委員会は個人別の報酬額の決定権を有するが、監査役設置会社・監査等委員会設置会社においては必ずしもそうではない。取締役会が決定権を持つ場合が多く、代表取締役に一任されているケースも少なくない。こういったケースでは、機関の役割はあくまで、これらの決定を補助するにとどまる。指名委員会等設置会社における報酬委員会と監査役設置会社・監査等委員会設置会社におけるこれらの機関の間には、こうした違いがあることを念頭において見ていく必要があるだろう。

報酬委員会等を設置する多くの企業が、有価証券報告書にその活動状況を記載し、役員報酬ガバナンスの一要素として開示している。有価証券報告書の記載内容は、「報酬委員会等を構成する役員等の氏名とその役職」や「報酬委員会等の担う役割」に関するものが大半を占めている。一方で、当該事業年度における実際の実行回数や、具体的な協議事項といった活動実績に関する記載状況については、企業毎にばらつきがある。

本章では、指名委員会等設置会社における報酬委員会および、監査役設置会社・監査等委員会設置会社における任意の報酬委員会等について、その（1）設置状況、（2）構成、（3）協議事項および（4）開催回数について、それぞれ確認する。図表3～10の集計対象の範囲は、それぞれで若干異なるため、整理のため図表2に示している。

図表2 報酬委員会等の設置・運営に関する集計対象

組織形態		指名委員会等 設置会社		監査役設置会社・監査等委員会設置会社				
		法定義務		あり		なし		
報酬委員会等の設置		法定義務		あり		なし		
社外取締役が過半数		法定義務		過半数	過半数ではない	-		
報酬委員会等の開催回数を開示		あり	なし	あり	なし	あり	なし	-
企業数		45	7	173	223	11	16	23
図表3	446			対象				
図表4	423			対象				
図表5、6	448	対象						
図表7、8	475	対象						
図表9、10、11-1、11-2	229	対象		対象		対象		

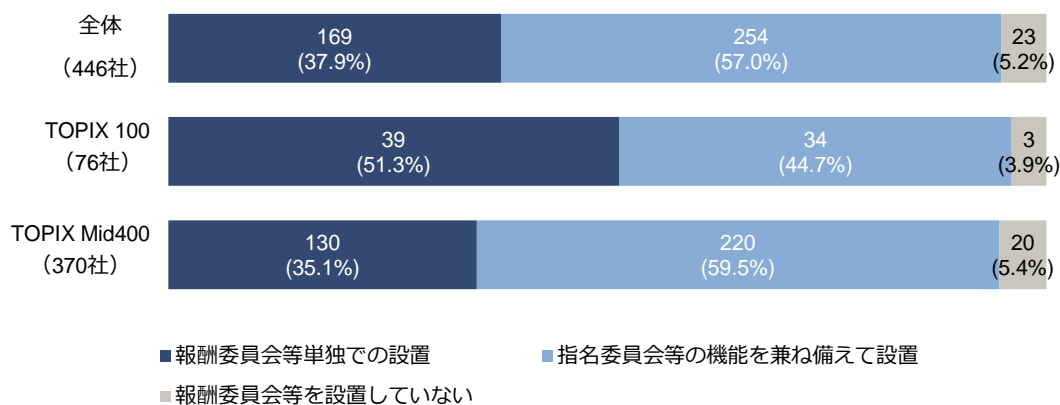
（出所）各社公表資料より日興リサーチセンター作成

(1) 報酬委員会等の設置状況

前述した通り、指名委員会等設置会社は指名委員会、監査委員会、報酬委員会の設置が義務付けられているが、監査役設置会社や監査等委員会設置会社においても、指名委員会等設置会社における報酬委員会の機能を持つ任意の機関が設置されているケースが多い。今回の調査対象である 498 社のなかで、指名委員会等設置会社である 52 社を除いた 446 社のうち、423 社（図表 3 の「全体（446 社）」のうちの 169 社と 254 社）が任意の報酬委員会等を設置していることを確認した。なかには指名委員会等設置会社における指名委員会の機能を兼ね備えた機関として設置されているケース（指名・報酬委員会、指名報酬諮問委員会など）や、ガバナンス委員会・経営諮問会議という名称を用い、自社のコーポレートガバナンス体制全体に関する協議を行う機関が設置され、その一部で役員報酬に関する協議が行われているケースもみられる。

同じく図表 3 に示す通り、TOPIX 100 のうち任意の報酬委員会等を設置する企業は 73 社であったが、その半数以上となる 39 社で、報酬委員会等が単独で設置されており、この割合は、TOPIX Mid400 と比べて多い。役員指名・人事と報酬については、相互に密接に関わる分野であるため、必ずしも報酬委員会等単独での設置が適切とは限らないが、単独で設置した方が、多くの時間を割いて協議ができる可能性が高く、より充実した議論になることも考えられる。

図表 3 監査役設置会社・監査等委員会設置会社における任意の報酬委員会等の設置状況



(注) 指名委員会等設置会社を除いた 446 社が対象

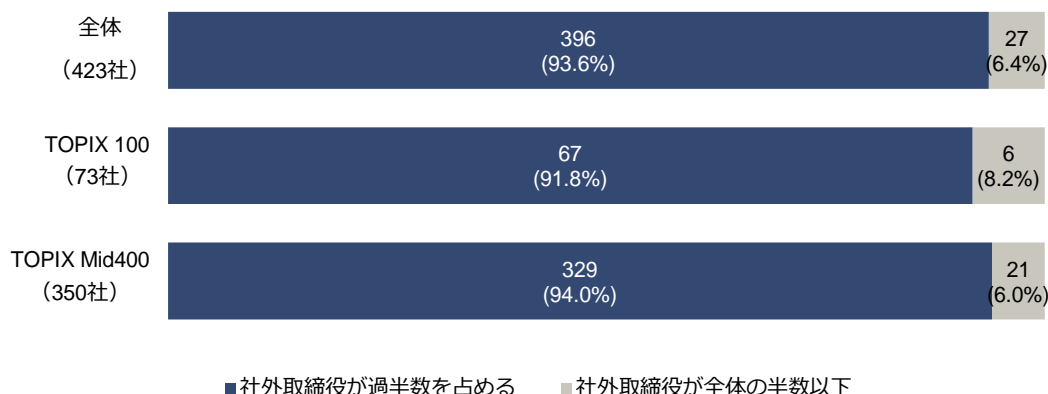
(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

(2) 報酬委員会等の構成

指名委員会等設置会社は、報酬委員会の構成員に占める社外取締役³の人数が過半数であることを義務付けられているが、監査役設置会社や監査等委員会設置会社における任意の報酬委員会等も、その構成員の過半数を社外取締役が占める構成としている企業が大半である（図表 4 参照）。2021 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の補充原則でも、独立社外取締役⁴を主要な構成員とすることや、プライム市場上場会社においては、構成員の過半数を独立社外取締役とするべきであるとされており、各社の報酬委員会等の構成は CG コードを意識したものと考えられる。また、CG コードによると、独立社外取締役が過半数を占める構成によって、報酬委員会等の独立性・客観性と説明責任の強化が期待されると考えられている。

また、報酬委員会等の構成員全員を社外取締役（会社法上の社外取締役であり、以下特段の断りが無い限りこれと同様の意味）とすることや、報酬委員会等の長となる委員長や議長といったポジションに社外取締役を据えることは、報酬委員会等の独立性をより高める仕組みであると考えられる。報酬委員会等の構成員全員を社外取締役とする企業は、指名委員会等設置会社の、特に TOPIX 100 では、58.3%と他の区分に比べて多くみられた（図表 5 参照）。また、法定・任意問わず 66.1%と 2/3 に近い割合の企業で、報酬委員会等の委員長・議長等を社外取締役が務めており、指名委員会等設置会社では、TOPIX Mid400 の 1 社を除く、ほぼ全ての企業で委員長・議長等を社外取締役が務めている（図表 6 参照）。

図表 4 任意の報酬委員会等の構成



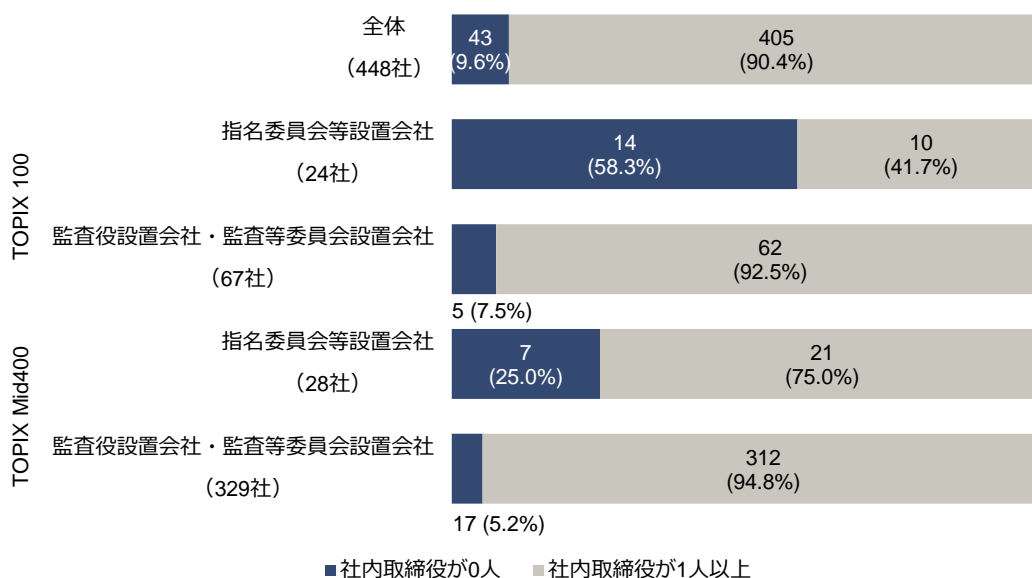
(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、指名委員会等設置会社を除いた 423 社が対象

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

³ 会社法第 2 条 12 号に規定される要件に該当するもの。

⁴ 会社法第 2 条 12 号に規定される要件に該当するものうち、金融商品取引所が定める独立性基準を満たすもの。

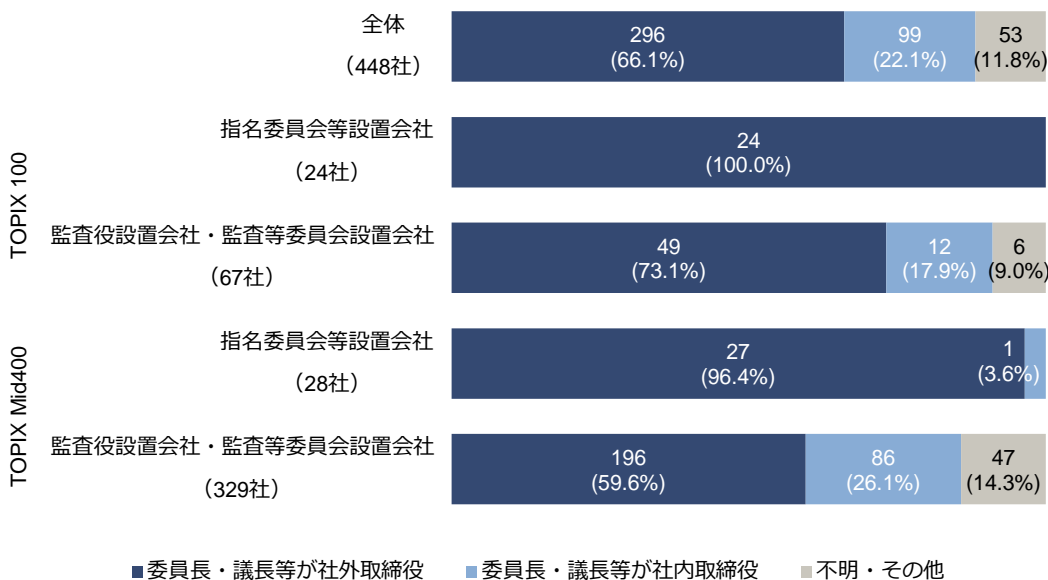
図表 5 報酬委員会等に占める社内取締役の人数



(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、過半数を社外取締役が占める 448 社が対象

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

図表 6 報酬委員会等の委員長・議長等の属性



(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、過半数を社外取締役が占める 448 社が対象

不明・その他は委員長・議長等に該当する長を置かない場合や有価証券報告書に記載のない場合が該当する

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

(3) 報酬委員会等における協議事項

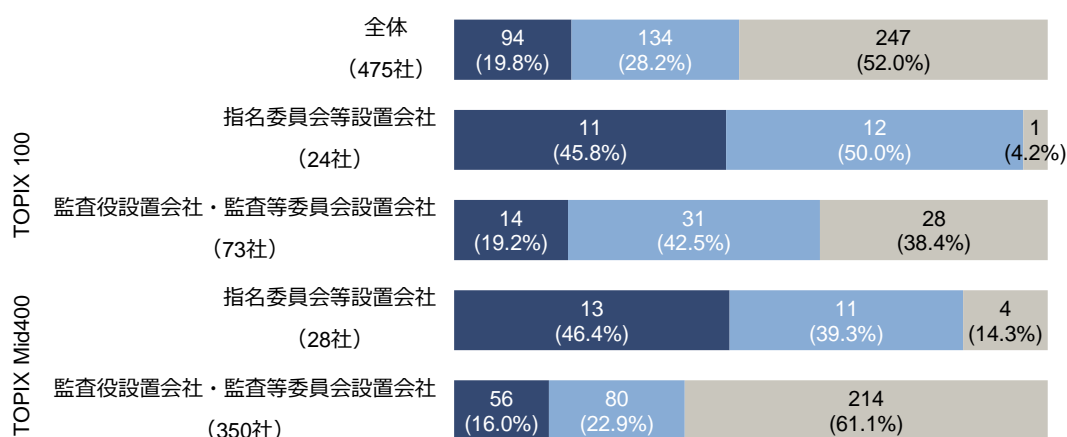
報酬委員会等における主な役割は、役員個別の報酬水準が適正であるか、業績評価が適正であるかを協議し、確認することであると考えます。ところが、こういった役割を踏まえた当該事業年度の活動実績を具体的に開示する企業ばかりではない。有価証券報告書における記載内容を確認したところ、報酬委員会等の果たすべき役割についての記載はあるものの、当該事業年度において、この役割を踏まえた活動実績の記載を確認出来ないケースもみられた。一方で、時系列で開催日程毎の具体的な協議事項といった明確な活動実績を記載する企業もある。ほかにも、同業他社の報酬に関する情報共有や、報酬制度の改定予定の有無を問わず、報酬制度の設計に関する協議が行われていることなどを記載し、一歩踏み込んだ詳細な開示を行うケースもみられた。

ここでは、各企業における報酬委員会等の活動実績が、どれほど具体的に開示されているかについて、

(I) 開催日程毎に具体的な活動実績の記載がある、(II) 開催日程毎ではないが、具体的な活動実績の記載がある、(III) 具体的な活動実績の記載がない、の3つに区分して確認した。

全体では、具体的な活動実績を記載する企業は半数にも満たないが、指名委員会等設置会社では、監査役設置会社・監査等委員会設置会社と比較して、TOPIX 100、TOPIX Mid400 のいずれの区分においても、より具体的な活動実績を記載する企業の割合が高く、いずれも具体的な活動実績を記載する (I) と (II) が全体の8割以上を占めている (図表7参照)。会社法で設置を義務付けられた報酬委員会の活動実績を、より具体的に開示することで、役員報酬ガバナンスが有効に働いていることを示す狙いがあるものと考えられる。

図表7 具体的な活動実績の開示



- (I) 開催日程毎に具体的な活動実績の記載がある
- (II) 開催日程毎ではないが、具体的な活動実績の記載がある
- (III) 具体的な活動実績の記載がない

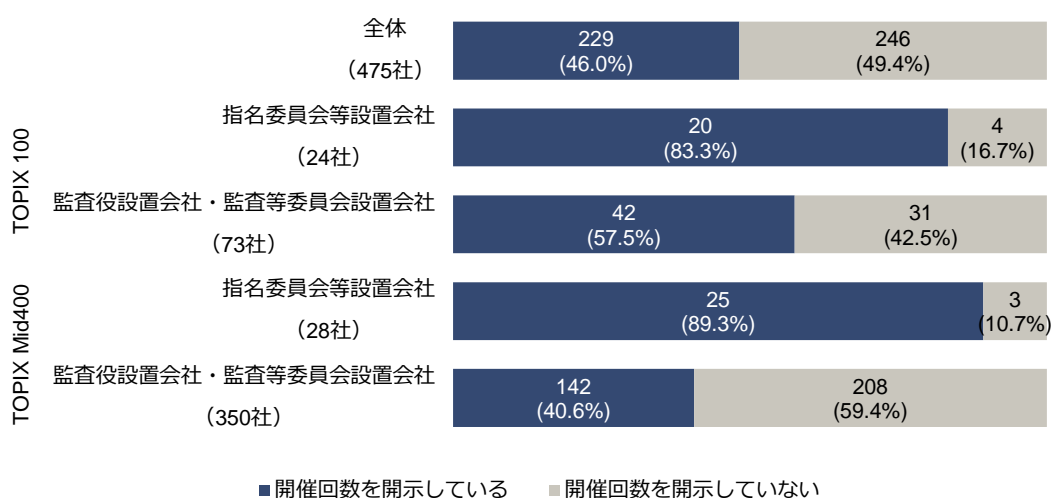
(注) 報酬委員会等を設置する企業 475 社が対象

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

(4) 報酬委員会等の開催回数

報酬委員会等を設置する 475 社のうち、当該事業年度における報酬委員会等の開催回数を開示する企業は半数にも満たない 229 社⁵であった。全体で見ると、(3) 協議事項の開示と同様に、開催回数の開示も決して多くの企業でなされているわけではない。しかし、そのなかでも指名委員会等設置会社では、TOPIX 100、TOPIX Mid400 のいずれの区分においても、8 割以上の企業で開催回数の開示がなされている (図表 8 参照)。

図表 8 報酬委員会等の開催回数の開示



(注) 報酬委員会等を設置する企業 475 社が対象

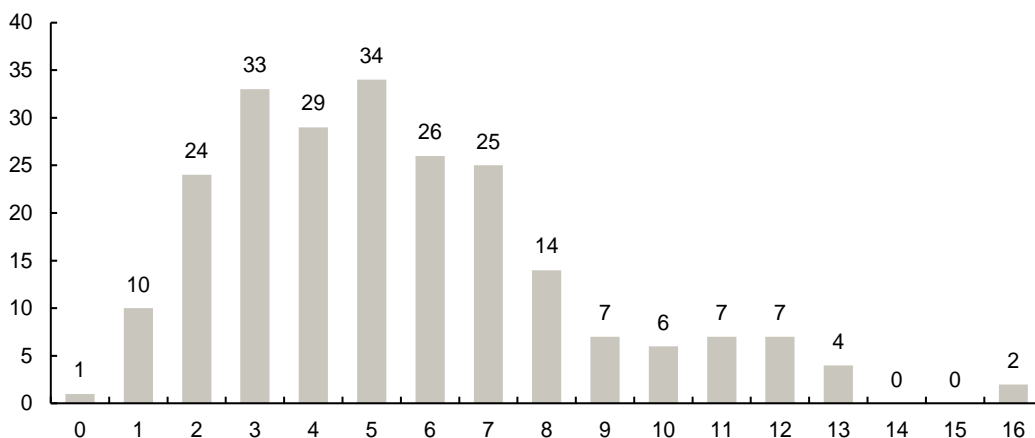
(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

続いて、開催回数の実績だが、この 229 社の平均開催回数⁶は 5.48 回であった。図表 9 に示す通り、開催回数は 2~7 回が多く、全体の 7 割以上 (229 社中 171 社) を占めている。報酬委員会等は、ほとんどの企業で複数回開催されているが、その開催回数は企業毎に様々であり、当該事業年度において、1 度も開催がなかった企業がある一方で、月に 1 回以上のペースで開催した企業もある。そのほかの報酬委員会等に関する論点と同様に、企業規模や組織形態によって、開催回数に差があることは想定されるが、開催回数はその回数を定量的に確認することができるため、いくつかのケースで、2 つの企業群に分けて、それぞれ開催回数の平均を比較する。報酬委員会の開催回数は、報酬決定に至るまでに多くの議論が必要とされる場合に、より多くなることが想定される。ここでは以下の (A)、(B)、(C) の 3 つのケースでそれぞれ検証する。

⁵ 当該事業年度および翌事業年度の株主総会までの開催回数を開示する 1 社を除いている。

⁶ 監査役設置会社・監査等委員会設置会社における報酬委員会等が、指名委員会等の機能と一体として設置されているケースで、開催回数が合計の回数のみが開示されている場合は、その回数を集計している。合計の回数の場合は、協議事項が多くなると想定されるため、個別に設置されている場合と比べ、やや回数が多くなるものと考えられる。

図表 9 報酬委員会等の開催回数



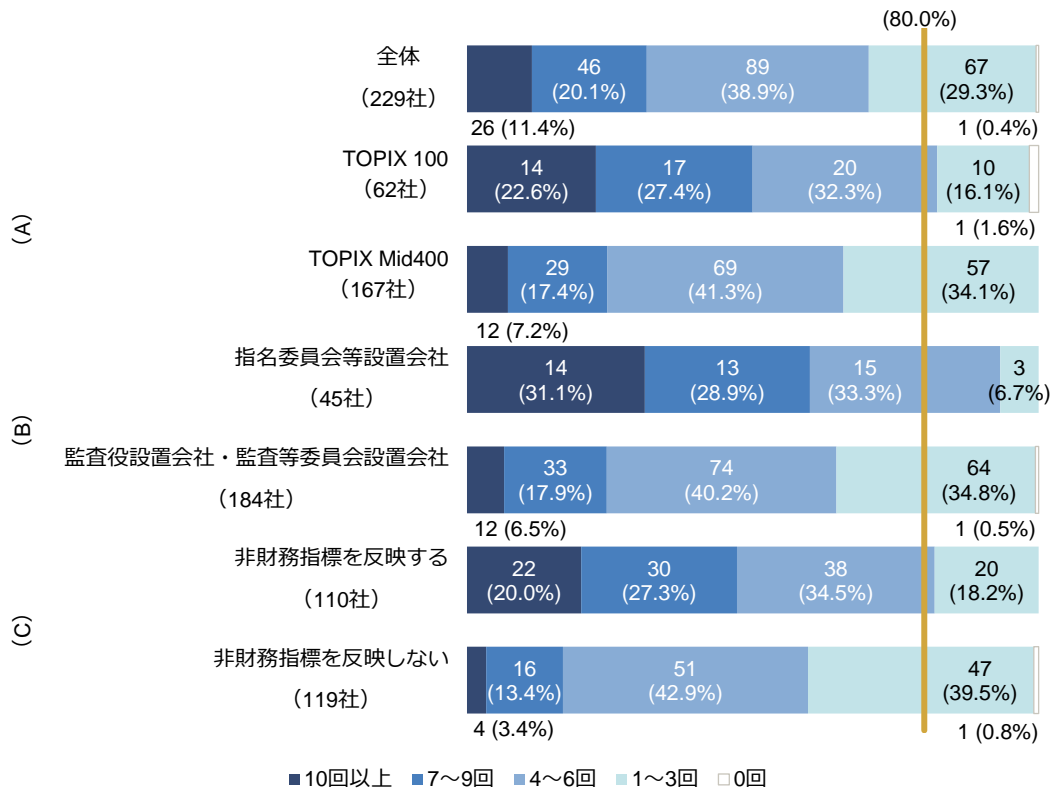
(注) 縦軸は企業数、横軸は開催回数
報酬委員会等を設置する企業のうち、有価証券報告書に報酬委員会等の開催回数を記載する 229 社が対象
(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

規模の大きい企業ほど、多くの役員に対して報酬を支払う、あるいは業績連動型の金銭報酬や業績連動型の株式報酬など、多くの報酬スキームを導入し、多様な KPI を採用している可能性が考えられる。このようなケースでは、より多くの議論が求められると考えられるため、報酬委員会等の開催回数は、そうでない企業と比較して多くなると考えられる。ここでは (A) TOPIX 100 と TOPIX Mid400 を比較する。より高いレベルでのコーポレートガバナンスが求められる場合も、充実した議論が求められるものと考えられる。ここでは (B) 指名委員会等設置会社と監査役設置会社・監査等委員会設置会社を比較する。気候変動対応や人的資本経営の実現に向けた取組みなどの ESG 指標をはじめとする非財務指標を報酬額等に反映させる場合は、その指標の性質から客観的かつ定量的な評価が難しいケースも多い。このような指標を報酬に反映させる際、報酬委員会等でその成果に対する評価、あるいはその評価を踏まえた金額・株式数が適切なものであるかを確認するにあたっては、より慎重な議論が求められ、報酬委員会等の開催回数が多くなると考えられる。ここでは (C) 非財務指標を反映する企業と反映しない企業を比較する。

まず、開催回数をいくつかの区切り、その分布を割合で示したものが図表 10 である。(A)、(B)、(C) のいずれも、開催回数が多くなると想定される企業群では、4 回以上開催する企業が 8 割以上を占めていることが確認できる。

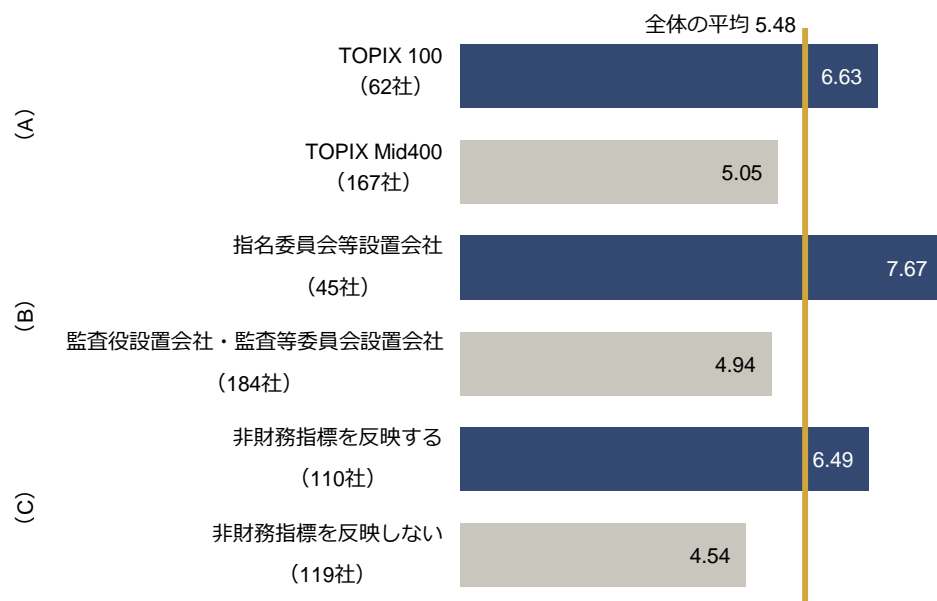
次に、それぞれの開催回数の平均を示したものが図表 11-1 である。(A) について、TOPIX 100 では 6.63 回、TOPIX Mid400 では 5.05 回となっており、TOPIX 100 の方が多い。(B) について、指名委員会等設置会社では 7.67 回、監査役設置会社・監査等委員会設置会社では 4.94 回となっており、指名委員会等設置会社の方が、1.5 倍以上多くなっている。(C) について、非財務指標を反映するケースでは 6.49 回、反映しないケースでは 4.54 回となっている。平均値の差の検定を用いて検証したところ、(A)、(B)、(C) いずれの比較においても開催回数に有意な差がみられた (図表 11-2 参照)。

図表 10 報酬委員会等の開催回数の比較



(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、有価証券報告書に報酬委員会等の開催回数を記載する 229 社が対象
(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

図表 11-1 報酬委員会等の開催回数の平均値の比較



(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、有価証券報告書に報酬委員会等の開催回数を記載する 229 社が対象
(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

図表 11-2 平均値の差の検定結果

		サンプル数	平均	標準偏差	t 値	P 値
(A)	TOPIX 100	62	6.63	3.22	3.40	0.00
	企業規模	TOPIX Mid400	167	5.05		
(B)	指名委員会等設置会社	45	7.67	3.18	5.28	0.00
	組織形態	監査役設置会社	184	4.94		
	監査等委員会設置会社					
(C)	反映する	110	6.49	3.18	5.06	0.00
	非財務指標	反映しない	119	4.54		

(注) 報酬委員会等を設置する企業のうち、有価証券報告書に報酬委員会等の開催回数を記載する 229 社が対象。検定には、「分散が等しくないと仮定した 2 標本による検定 (t 検定)」を用いた。P 値について、いずれも 0.01 未満の値であったため、有意な差がみられたとしている。

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

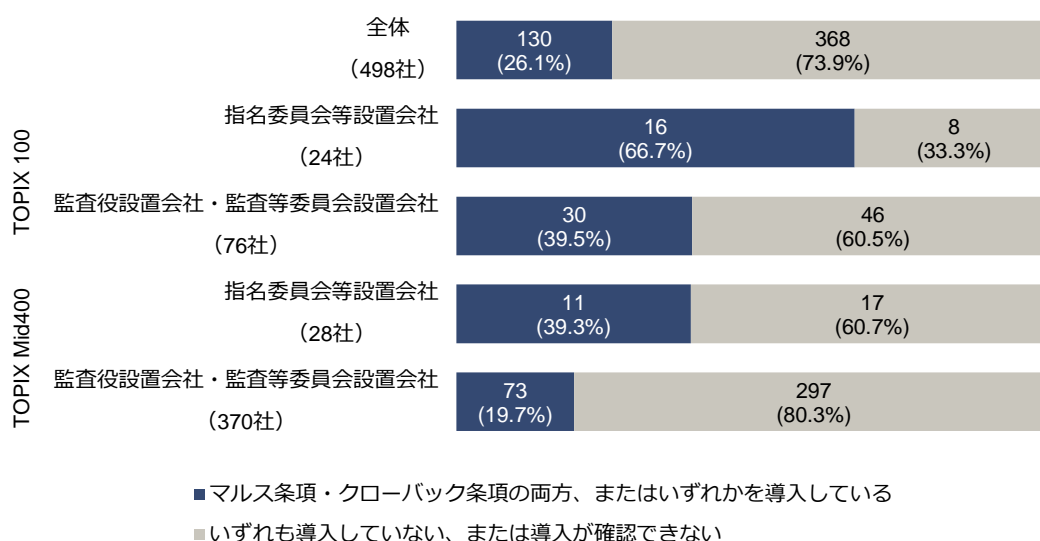
第 3 章では、有価証券報告書に記載された開示情報をもとに、報酬委員会等の現状について、(1) ～ (4) で確認した。会社法で義務付けられた指名委員会等設置会社だけでなく、監査役設置会社・監査等委員会設置会社においても社外取締役を中心とした構成になっており、CG コードに沿った設置、運営がなされていることが確認できた。一部の企業では委員長・議長を社外取締役が務める、社内取締役が加わらないなど、独立性をより高める工夫がなされていることも確認できた。一方で、報酬委員会等の開催回数や、具体的な活動実績に関する記載は企業毎に様々であるものの、高いレベルでの役員報酬ガバナンスが期待されるようなケースでは、報酬委員会等の開催回数が多く、また具体的な活動実績を記載している企業が多いことがわかった。

4. マルス条項・クローバック条項の導入状況とその内容

本章では、役員報酬ガバナンスにおける管理体制の論点の一つである報酬を受け取る権利の制限や返還を求める規定として導入されるマルス条項・クローバック条項の導入状況とその内容について確認する。まず、マルス条項とクローバック条項そのものについて簡単に触れておく。マルス条項は、将来の支払いが予定されている金銭や株式について、役員等のその支払いを受ける権利の一部あるいは全てを没収するものであり、クローバック条項はすでに支払い済みの報酬の返還を受けるものである。多くは、「過年度の決算の重大な誤りに基づく業績修正や不正会計」、あるいは「役員員の違法行為や社内規定違反等」があった際に適用される。マルス条項やクローバック条項は企業におけるこうした事案を未然に防ぐことを目的として導入されるものである。

米国では SOX 法やドッド=フランク法に基づき、クローバック条項の導入が進んでいる。欧州においても、各種のガイドラインや提言に基づき、導入が進んでいる。日本においても、役員報酬ガバナンスの実効性に対する投資家の関心が高まっていることから、マルス条項・クローバック条項の導入が広がりつつある。日本では、図表 12 に示す通り、TOPIX 100 かつ指名委員会等設置会社では、2022 年 12 月時点で、2/3 の企業がこれらの仕組みの両方あるいは片方を導入していることが確認できた。しかし、TOPIX 100 と TOPIX Mid400、あるいは指名委員会等設置会社と監査役設置会社・監査等委員会設置会社において、導入企業の割合には差がみられ、全体としても未導入が 76.9%、導入が 26.1%と、未導入の企業が多数を占めるというのが実情である。

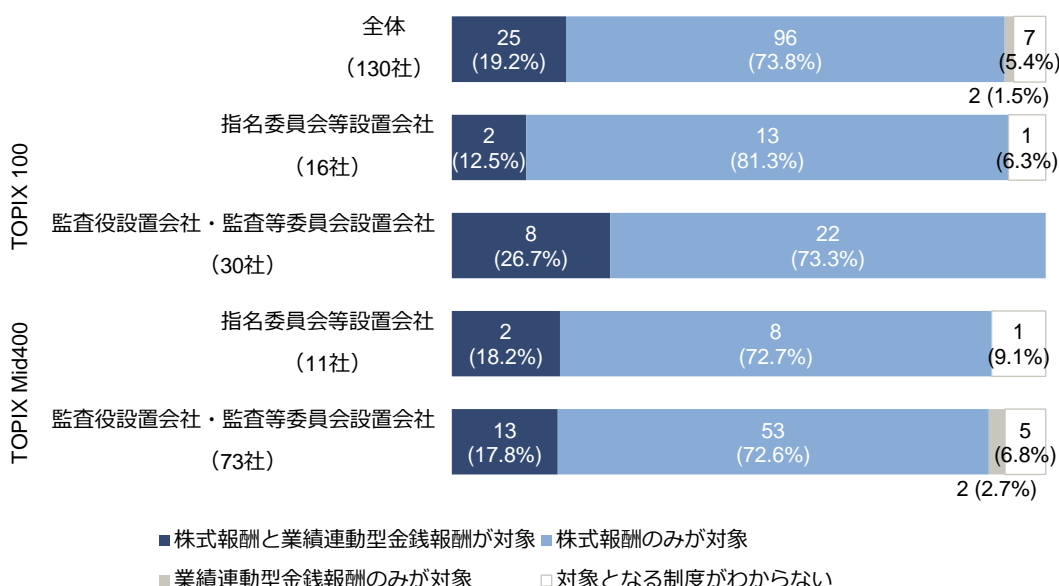
図表 12 マルス条項・クローバック条項の導入状況



(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

マルス条項・クローバック条項の導入において検討すべき事項には、対象となる報酬スキームや適用事由、対象者、手続きなどが考えられる。ここでは、対象となる報酬スキームと適用事由について確認した。図表 13 に示す通り、マルス条項・クローバック条項を導入する多くの企業が、その対象となる報酬スキームを株式報酬のみとしていることが多いが、一部の企業では、賞与等として支給される業績連動型の金銭報酬を含むインセンティブ報酬全体を対象としていることも確認できた。支払い済みの金銭または株式の返還を実現することに対し、将来の金銭や株式の支払いを制限することは比較的容易であるため、株式報酬にマルス条項を付すことが多いものと考えられる。また、適用事由については、図表 14 に示す通り、「役員の違法行為や社内規定違反等」と「過年度の決算の重大な誤りに基づく業績修正や不正会計等」のいずれか、もしくはその両方を適用事由としている企業 9 割以上であった。なかでも指名委員会等設置会社では、「過年度の決算の重大な誤りに基づく業績修正や不正会計等」を適用事由の一つとしている企業が多いことも確認できた。

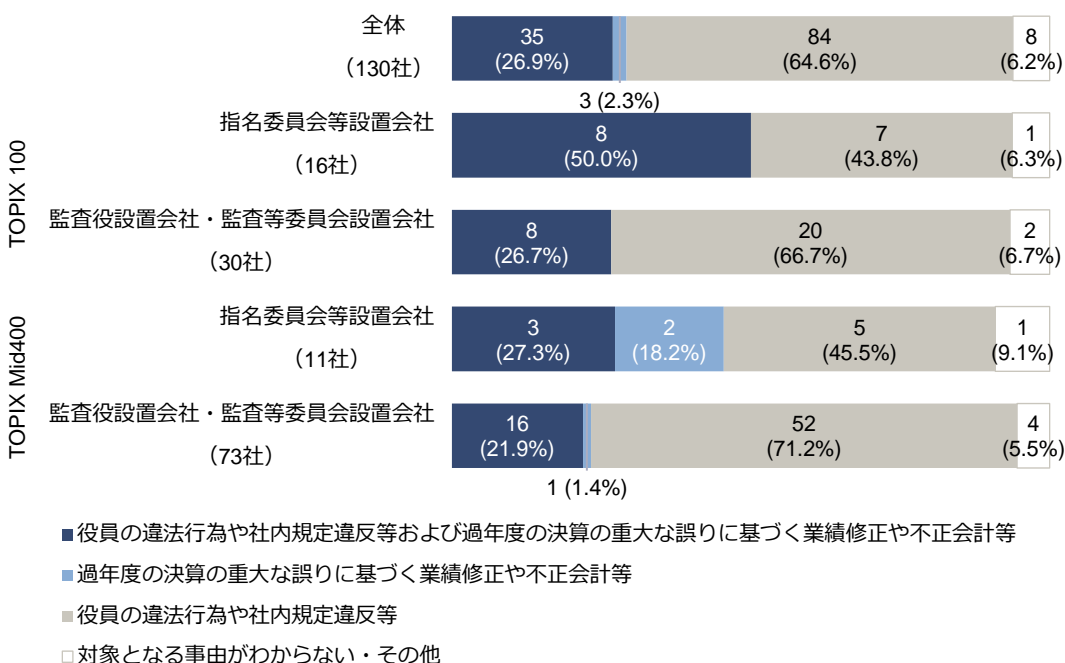
図表 13 マルス条項・クローバック条項の対象となる報酬スキームの範囲



(注) マルス条項あるいはクローバック条項を導入する企業 130 社が対象

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

図表 14 マルス条項・クローバック条項の適用事由



(注) マルス条項あるいはクローバック条項を導入する企業 130 社が対象

(出所) 各社公表資料より日興リサーチセンター作成

5. おわりに

本稿では、コーポレートガバナンスの視点から見た役員報酬について、主にその実効性を確保する仕組みの導入状況やその内容について、現状を確認した。第3章で述べた報酬決定プロセスのうち、報酬委員会等の設置および運営状況、および第4章で述べた管理体制のうち、マルス条項・クローバック条項の導入状況では、いずれも TOPIX 100 や指名委員会等設置会社など、規模が大きい、あるいは高いレベルのコーポレートガバナンスが求められる企業が、より充実した仕組みを構築していることが確認できた。

企業の社会的責任がよりいっそう問われるなかで、財務分野以外にも多様なマテリアリティを認識し、多くの KPI に対する取組みが求められる現代の企業において、役員報酬を通じた経営陣へのインセンティブの付与も複雑化・多様化している。とくに近年、気候変動対策や人的資本経営への取組みをはじめとする ESG 等の非財務分野に関わる KPI を役員報酬に反映させるケースが増えているが、非財務指標のなかには、従来の財務指標と比べ、その指標の客観性や透明性を確保することが難しい指標もある。これらを適正に評価し、報酬に反映するにあたっては、役員報酬ガバナンスの高い実効性がより重要であると考えられる。言い換えれば、経営陣が高額な報酬を受け取っているにもかかわらず、十分な役員報酬ガバナンスの構築を怠っている場合、投資家の理解を十分に得ることはできないだろう。

経営陣へのインセンティブの付与を通じて、企業の行動を変化させよう役員報酬ガバナンスは、今後より一層の注目を集める分野であり、投資家の目も厳しいものとなることが予想される。一見すると守りのように捉えられるかもしれない役員報酬ガバナンスの実効性の確保は、適切なインセンティブの付与を通じて、企業価値を維持・向上させるための土台となり、適正な報酬決定プロセスと管理体制が構築された役員報酬ガバナンスは、より実効性が高いものとして評価されるだろう。

参考文献

デロイトトーマツグループ (2022) , 『役員報酬サーベイ (2022 年度版)』の結果を発表

<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/about-deloitte/articles/news-releases/nr20221027-3.html>

ウイリス・タワーズワトソン (2020) , 日本におけるクローバック条項の是非を考える

<https://www.wtwco.com/ja-jp/insights/2020/04/considering-the-pros-and-cons-of-clawback-clauses-in-japan>

株式会社日本総合研究所 (2023) , TOPIX500 社における役員報酬の支給実態調査 (2022 年度版)

https://www.jri.co.jp/file/column/opinion/detail/20230420_aya.pdf

(END)