

2025 年 11 月 4 日

役員報酬に TSR 導入は有効か？



責任投資推進室 ESG アナリスト
小出 修

近年、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目指す観点から、役員報酬制度の在り方が注目されています。特に株主総利回り（TSR：Total Shareholder Return）を役員報酬の評価指標として導入する企業が増

えています。

本ニュースレターでは、TSR を役員報酬に導入することの有効性について、TOPIX100 構成銘柄のデータを基に検証を実施しました。

TSR とは

TSR とは「Total Shareholder Return（株主総利回り）」の略で、株式投資によって得られる総合的な利回りを指します。具体的には、特定期間における株価の値上がり

益と配当を合わせた投資家にとっての総合的なリターンを意味します。アクティブの機関投資家には大変馴染み深い指標となります。

国内企業における TSR 導入の現状

まず、経営陣と株主の利害共有を促す機運が高まる中、TOPIX100 構成企業における TSR 導入の割合は年々増加

していることがわかります。直近では半数近い企業が導入しています。（表 1）

【図表 1：TSR 導入企業数と TOPIX100 に占める割合】

年度	TSR導入企業数	TOPIX100に占める割合
2024年度	42	42%
2023年度	32	32%
2022年度	22	22%

（出所）有価証券報告書を基に三井住友 DS アセットマネジメント作成



役員報酬制度の内容は複雑で各社各様

ただ、有価証券報告書の『役員の報酬等』に記載されている内容を精査すると非常に複雑で各社各様の状況となっていることがわかります。多くの企業の役員報酬制度は基本報酬、STI（短期インセンティブ）、LTI（中長期インセン

ティブ）から構成されていますが、今回 TSR を導入している企業 42 社すべてが LTI に TSR を導入していました。

今回 TOPIX100 構成企業の中で TSR を導入している企業の要点を取りまとめると以下の表になります。

【図表 2：TSR 導入企業の評価仕様】

相対・絶対	ベンチマーク	TSRのウェイト
・相対（41社） ・絶対（1社）	・TOPIX（配当込み） ・ピア・グループ ・TOPIX業種指数（配当込み） ・複合など様々	約1%～約50%

（出所）有価証券報告書を基に三井住友 DS アセットマネジメント作成

相対値か絶対値かではほとんどの企業が相対値を選択しています。また、ベンチマークは TOPIX（配当込み）とピア・グループを採用している企業が多く、その他にも様々なものをベンチマークとしている企業があり、非常に多岐にわたり複雑な構造となっていました。

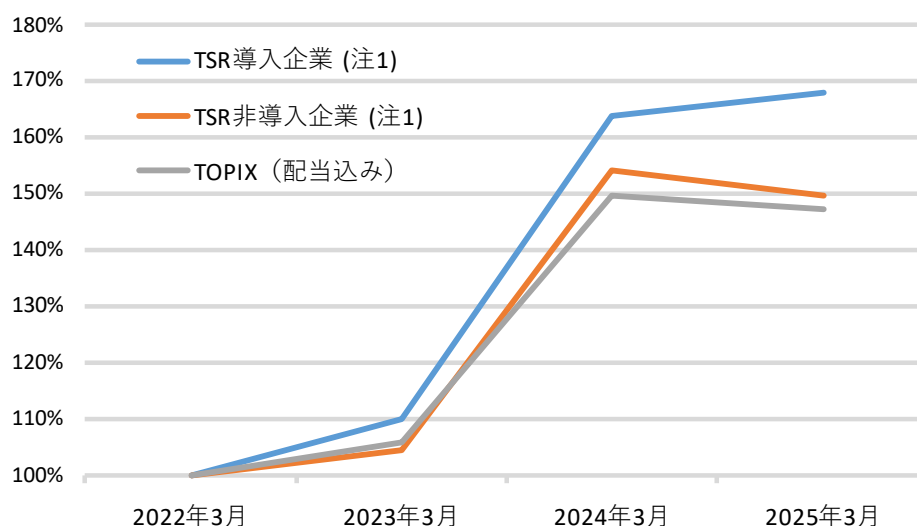
比較する対象が TOPIX（配当込み）かピア・グループなのか意見が分かれることは認識していますが、多くのアクティブの機関投資家のベンチマークが TOPIX（配当込み）またはそれに類似する指数であることから比較対象は TOPIX（配

当込み）にする方がより市場目線であると言えるでしょう。実際比較対象を TOPIX、ピア・グループの混合から TOPIX（配当込み）へ絞り込んだ企業も出てきています。

そしてさらに大きな課題が役員報酬全体に占める TSR のウェイトです。最も高い企業では約 50%も占めるのに対し単に意識付け程度の意味しかない 1%程度の企業も存在するのが現状です。

有効性の検証

【図表 3：TSR 導入企業と非導入企業の株価パフォーマンス比較（2022 年-2025 年）①】





	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月
TSR導入企業 (注1)	100%	110.0%	163.8%	167.9%
TSR非導入企業 (注1)	100%	104.3%	154.0%	149.5%
TOPIX (配当込み)	100%	105.8%	149.5%	147.2%

【図表 4 : TSR 導入企業と非導入企業の株価パフォーマンス比較 (2022 年-2025 年) ②】

TSR導入企業



- TOPIX (配当込み) を上回る企業割合
- TOPIX (配当込み) を下回る企業割合

TSR非導入企業



- TOPIX (配当込み) を上回る企業割合
- TOPIX (配当込み) を下回る企業割合

	TSR導入企業(注1)	TSR非導入企業(注1)
TOPIX (配当込み) を上回る企業数	22	21
TOPIX (配当込み) を下回る企業数	14	25
分析対象企業数 (注1)	36	46

(注 1) TOPIX100 構成銘柄の 3 月決算企業のみ集計

(出所) 有価証券報告書より三井住友 DS アセットマネジメント作成

この様に多岐にわたる複雑な制度内容であり業種も異なることから緻密な検証ではありませんが、分析の結果、以下の興味深い傾向が明らかになりました。

1. TSR 導入企業のパフォーマンス優位性：

- TSR 導入企業は 2023 年 3 月から 2025 年 3 月までの 3 年間で 67.9%のリターンを示しました。
- 一方、TSR 非導入企業は同期間で 49.5%と TOPIX (配当込み) 並みのリターンにとどまりました。
- 配当込み TOPIX の 47.2%と比較すると、両グループともにアウトパフォームしていますが、TSR 導入企業の優位性が

顕著です。

2. TOPIX 比較での優位性：

- 一部の銘柄がパフォーマンスをけん引する効果を除くために単純平均だけでなく TOPIX 比較での検証も行いました。
- TSR を導入している 42 社のうち、分析対象とした 36 社中 22 社 (61%) が TOPIX を上回るパフォーマンスを示しています。
- 一方、非導入企業では分析対象とした 46 社中 21 社 (46%) にとどまっています。



まとめ

データ分析から、TSR を役員報酬の評価指標として導入している企業は、非導入企業と比較して株価パフォーマンスが優れていることが示されました。これは、TSR の導入が以下のような効果をもたらしていることを示唆しています。

1. 株主との利害一致：

- 経営者と株主の利害を一致させ、株主価値向上へのインセンティブを高める

2. 長期的視点の醸成：

- 短期的な利益追求だけでなく、持続的な企業価値向上に向けた経営判断を促進

3. 市場からの評価向上：

- コーポレートガバナンスへの積極的な取り組みとして市場

から評価される

ただし、TSR の導入が企業パフォーマンス向上の直接的な要因とまでは断言できません。TSR 導入に積極的な企業は、そもそもガバナンスへの意識が高く、様々な経営改革に前向きである可能性も考えられます。

TSR 導入の効果を最大化するためには、単に TSR を評価指標に加えるだけでなく、経営戦略全体と整合性のある報酬設計が重要です。また、単に TSR を評価項目に加えるだけではなく KPI の絞り込みとメリハリのあるウェイトにすることでより投資家目線にすることが重要だと考えています。

重要な注意事項

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友 DS アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績および将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。
- 当資料において、個別銘柄に言及している場合がありますが、例示を目的とするものであり、当該銘柄に投資するとは限りません。また、個別銘柄を推奨するものではありません。

三井住友 DS アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会