

# アメリカのコーポレート・ガバナンス改革

福本 葵

## 1 はじめに

今回の金融危機の原因の一つとして、金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブが指摘されている。<sup>(1)</sup> アメリカの銀行、投資銀行、ヘッジファンドなどのトレーダーには、一般に、業績連動型の報酬制度が導入されている。その結果、CEOよりも多額な報酬を得ている場合も少なくない。報酬は短期の業績と連動するため、これらのトレーダー中には一か八かの賭けをし、上手くいけば多額の報酬を手にする者もある。彼らは失敗すればボーナスは受け取れないが、一般的な平均国民給与の約四倍の給与は得られる。元FRBの理事長でプリンストン大学の教授のAlan Blinderは金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブを金融危機の one of its most fundamental causes<sup>(2)</sup> であると指摘した。

更に、もっと一般的に金融機関の報酬制度が俎上にのせられるようになった契機に、AIGの役員報酬の問題がある。AIGは、後に返還したものの、納税者の負担による公的資金の投入を受けながら、役員に高額の報酬を支払ったことが明らかになり批判を受けた。

これらの指摘を受け、金融機関の役員報酬については、リスク管理の立場からも公的介入が必要であるとされる。財務省は金融機関の役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを公表した。<sup>(3)</sup> ところで say on pay や クローバック条項、報酬委員会の独立性などの規定が導入された。

また、七月二一日に成立した、金融規制改革法案にも同様のコーポレート・ガバナンス規定が見られる。これは、金融機関のみならず、一般の上場会社に対しても、proxy accessやsay on payを適用しようとするものである。また、say on payやクローバック条項など役員報酬、報酬の開示に関わるもののみならず、proxy accessのように株主が取締役選任につき株主提案を容易にできるように権利を拡大するものも含まれている。

本稿では、金融規制改革法案の前身となったドッド法案（Restoring American Financial Stability Act of 2010）にあるコーポレート・ガバナンス改革を概観し、これまでどのような議論がなされた上で、法案に盛り込まれたのかを見てゆきたい。

## 2 ドッド法案の提案するコーポレート・ガバナンス

米国上院銀行委員会のドッド委員長は、二〇一〇年三月一五日、上院の金融規制改革法案、ドッド法案（S.3127, The Restoring American Financial Stability Act of 2010, RAFFSA）を提出した。法案には公的資金を投入した会社の取締役の高額報酬への批判から、報酬やその開示に関する規定が複数（say on pay、クローバック条項、報酬委員会の独立性など）存在する。また、proxy accessのように株主の権利を拡大する規定もある。これらの規定は上場会社のコーポレート・ガバナンスに大きな影響を与えるものである。

### （一）majority voting（§971）

ドッド法案のコーポレート・ガバナンス規定の最初は、majority votingである。デラウェアを含む多くの州法において、plurality vote（相対多数）制度が取締役選任の標準である。plurality vote（相対多数）では、取締役

の定数内で賛成票の多いものから順に当選する方法である。取締役を三人選任する場合であれば、どんなに得票数が少なくても三名が選ばれる。

これに対し、majority votingは日本の取締役会選任方法と同様、選任のためには、出席株主の過半数の賛成を必要とするものである。カルパスなどの機関投資家は、発行会社に対して、majority votingを採用するように求めており、ファイザー、インテル、モトローラーなどの多くの会社がこの動きを反映して、自発的に取締役選任決議についてある種のmajority votingを採用している。

ドッド法案では、上場会社で、競争がない（uncontested）取締役選任にmajority votingを要求するというものである。過半数の票を獲得できなかった取締役は取締役会に辞任を申し出なければならない。取締役会はこの辞任を受け入れるかまたは、満場一致で拒否しなければならない。拒否するには三〇日以内に拒否する理由を一般に公表しなければならない。競争のある取締役選任については引き続き、相対的多数基準（plurality voting）を採用する。

## (2) proxy access (§972)

ドッド法案の九七二条にあるproxy accessとは、SEC登録米国企業の株式を合計で一年以上保有する一株主または株主集団が、かかる会社の取締役会の二五％までを選任することを許可する新たなルールである。ドッド法案はSECに対し、発行会社の委任状説明書（proxy statement）において、株主自らの推薦する取締役候補を記載することを規定するように要求している。SECは、proxy access規則を二〇〇九年五月に導入済みである。

日本では、六ヶ月前から総株主の議決権の一年以上か、三〇〇個以上の議決権を持つ株主は、株主提案権を行

使することができる（会社法三〇三条）。株主総会の議案は、会社から各株主に招集通知に記載して送付される。株主提案は、株主総会の八週間前までに取締役提出しなければならない。

proxy accessが導入されるまで、アメリカでは、株主提案があっても、会社は委任状書類（proxy statement）に記載することを拒否できた。株主が取締役を提案するには、委任状合戦が実質、唯一の方法であったが、委任状合戦は株主が株主の費用で、他の株主に書類を交付しなければならぬ。株主にとって非常にコストがかかるものである。

proxy accessの導入は六〇年前からSECによって検討されていた。<sup>(2)</sup> 議論は何度となくなされていたが、二〇〇三年頃から盛んになっていた。しかし、経済界の反対が強く、長らく棚上げされていた。二〇〇九年一月に就任したSECの議長、Mary Schapiro<sup>(1)</sup> proxy accessを取り上げた。その結果、二〇〇九年五月二〇日、SECは三対二で会社に対し、株主提案の候補者を委任状投票用紙に記載することを要求する規定、つまり、拘束性のあるものであれ、単なるアドバイスであれ proxy accessを株主に認めることを要求した規則を制定することを決定した。

### (c) say on pay (\$951)

#### ① say on payとは何か

三〇二日はsay on payである。say on payとは、正式には、advisory vote on executive compensationである。つまり、株主に対し役員報酬に対する拘束力のない投票権を定時または臨時株主総会で付与するものをいう。これは、二〇〇二年イギリスで導入された制度であり、アメリカにおいては、American Federation of State, County and

Municipal Employees (米地方公務員組合連盟、アメリカ州・郡・自治体従業員組合連合会) が二〇〇六年三月二八日にモルガン・スタンレーなど数社の役員報酬に対して、反対意見を述べ、株主に役員報酬に対する advisory vote をする株主提案を認めることを促したことから始まった。

## ② say on pay 導入の経緯

二〇〇七年四月、say on pay 法案 (HR.1257) が、下院を通過した。これに引き続き、上院でも、当時上院議員であったオバマ現大統領から、類似する S.1181 が提出されたが、上院での議論は引き伸ばされた上に廃案となっていた。

オバマ政権に移行後の二〇〇九年二月四日、財務省は役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを発表した。<sup>(3)</sup> 二〇〇九年六月一日、財務省は暫定最終規制を発表した。<sup>(4)</sup> この中に say on pay に関する記述が盛り込まれた。

また、二〇〇九年二月十七日、American Recovery and Reinvestment Act of 2009 が成立し、その七〇〇一条において、Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (緊急経済安定化法) の一一一条の改正を規定した。七〇〇一条、第一項は、年次株主総会等での役員報酬承認のための株主による個別投票承認を義務付け、第二項は、第一項の投票結果は法的拘束力を持たず、取締役会の決定を覆すことはできないこと、第三項は SEC は本項に関する最終規制を本法の執行から一年以内に提示しなければならない (二〇一〇年二月までに) ことを規定している。

ドッド法案における say on pay 規定は、SEC 規則に基づき、役員の開示された報酬案を承認するために、拘束力のない株主提案権である "say-on-pay" を委任状説明書に記載しなければならないというものである (九五一条)。

### ③ say on payに対する批判

say on payについては、賛否が分かれている。賛成派の代表的な学者は、ハーバード大学のLucian Bebchuk教授とJesse Fried教授である。共著である“Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”の中でsay on payの必要性を述べつつ<sup>(6)</sup>、BebchukとFriedの理論は、HR 1257が依拠する基礎的な枠組みとなっている。

しかし、これに対して、UCLAのStephen M. Bainbridgeとsay on payに対し、批判的な見解を持つ者も多い<sup>(9)</sup>。批判的な主張の主なものに、アメリカの会社法は州法であり、say on payは連邦法による規制が本来会社法を定めている州法の権限を愉悅しているのではないか、委員会設置会社の形態を取るアメリカの会社においては、そもそも報酬についての決定権限は取締役であり、株主にはないなどがある。

### ④ say on payを導入したアメリカ企業

say on payを自主的に導入した企業も見られる。アメリカでの第一号は、二〇〇七年アフラックである。その後の導入企業数は調査会社によって数値には若干の差があるが、議決権行使助言会社の最大手Risk Metrics社によると、二〇〇七年には四一社、二〇〇八年六九社、二〇〇九年には七一社がsay on payの採決を受けており、二〇〇七年には、四一%、二〇〇八年四二%、二〇〇九年には、四六%の賛成票を得ている。また、二〇〇九年過半数を得た会社は二二社であり、二〇〇八年の二倍になっている<sup>(7)</sup>。また、報酬コンサルタントであるCompensia社によると二〇〇九年に自主的に新たに導入した会社はおおよそ一五社となっている<sup>(8)</sup>。更に、Wall Street Journalによると、二〇〇九年株主総会のsay on pay承認の幅は、モトローラの六三・五%からゴールドマンサックスは九八%となっている<sup>(9)</sup>。

#### (4) クローバック条項

ドッド法案に規定されている四つ目のコーポレート・ガバナンス関連規定は、クローバック条項である。払い戻し条項とも言われる。

ドッド法案の九五四条は、全米証券取引所は上場発行会社に対して、クローバック条項の維持と開示を求める基準を採用する必要があるとするものである。クローバック条項とは、財務報告要件を具体的に満たさないがために会計の修正再表示を行わなければならない事態が発生した場合、発行会社は誤ったデータに基づいて修正再表示から三年前までの間に支払われた、過度のインセンティブに基づく報酬（報酬として与えられたストックオプションを含む）を現在または過去の役員から取り戻すことができる。

クローバック条項についても say on pay 規定と同様に議論され、同様に American Recovery and Reinvestment Act of 2009 に規定された。そして、六月一〇日発表の財務省ガイドラインの最終案にも盛り込まれている。

更に、二〇一〇年六月九日にアリゾナ連邦地方裁判所が判決を下した SEC v. Jenkins: no-fault clawbacks for executive compensation take hold (No. CV-09-1510-PHX-GMS, United States District Court, D. Arizona.) によつて連邦地方裁判所によってクローバック責任が無過失責任であることが示された。サーベンス・オクスリー法三〇四条ではこの責任が CEO と CFO に限られていたが、金融規制改革法案では一般の取締役にも拡大し適用されることとなる。

#### (5) 報酬委員会および顧問の独立性

サーベンス・オクスリー法三〇一条は監査委員会の独立性を規定している。サーベンス・オクスリー法で規定

されているのは、監査委員会のみであるが、改正された二〇〇四年一月三日、NYSEは上場基準303A.05には、全米証券取引所に上場している会員発行会社の報酬委員会は独立取締役のみによって構成されることが要求されている。

ドッド法における、報酬委員会の独立性基準は、特殊なファクターを決定できることに基づいて高められることが述べられ、この特殊なファクターには、コンサルティングフィー、アドバイスフィー、またはその他の報酬的なフィーや系列会社との関係などが含まれる。更に、報酬委員会はコンサルタントやカウンセラー、その他のアドバイザーを選ぶ独立性を与えられることが要求される(九五二条)。また、それらの選任、報酬、不注意について直接責任を負う。最後に発行会社はコンサルタントの保持とそのような保持に関連する、いかなる利害対立も(そのような対立がどのように取り扱われたかと同様に)開示することを要求される。

#### (6) ノミニーの自由裁量議決権行使の制限

現在、ブローカーは特定の顧客の指示がない場合でも、採用決議に議決権を行使することが認められているものもある。しかし、ドッド法案の下では、全米証券取引所は①取締役選任決議(現在のNYSE規則と一致して)②役員報酬または③SECによって決められた特定の事項と関連するノミニーの自由裁量議決権行使を禁止することが要求されている(九五七条)<sup>10</sup>。

#### (7) SECに要求される開示規則の制定

ドッド法案はSECにドッド法案の基準を採用することができないアメリカの上場発行会社をも規律する重要



な規則を制定することを委任している。他の規則に加えて、ドッド法案は以下の新しい開示要求と関連した規則を交付するようにSECに命じている。

①報酬と業績のリンク

規則402(b)は取締役の報酬と発行会社の財務実績の関係を開示するように改正されなければならない(九五三条)。過去五年間の役員報酬と株価の比較を示すチャートを提示しなければならないことが規定されている。

②内部の賃金格差(九五三条)

発行会社は以下を開示しなければならない。(1) CEOを除く全ての従業員の平均年間報酬、(2) CEOの合計年間報酬、(3) CEOの報酬に対する平均従業員報酬の比率

③従業員と取締役のヘッジ利益(九五五条)

発行会社は取締役と従業員が先払いの変数先物契約、エクイティスワップ、カラー、為替資金のようにヘッジ金融資産を購入することが認められているのであればそれを開示しなければならない。

④CEOと取締役会議長のポジション構造(九七三条)

発行会社の委任状説明書類は発行会社がCEOと取締役会議長のポジションを切り離したか結合しているかの理由を開示しなければならない。会社が既にそれらのリーダーシップ構造やこのような構造のベースや関係を開示している場合が多い。

委員会設置会社では、CEOの報酬は報酬委員会が決定する。先に述べたNYSEの上場規則によると報酬委員会は独立取締役によって構成されるが、CEOは独立取締役の選任案の決定に権限を有する。独立取締役は再任されることに経済的なメリットがあるので、CEOの報酬に厳しい報酬を提案することは難しいのではない

という議論はある。また、アメリカではCEOは取締役会の議長を兼任しているケースも多い。

更に、SECはドッド法案の要求基準を遵守するための移行と移行のための時間を確立する権威を持っている。また、会社の規模、時価総額、株主数、その他のSECの基準に応じて、ドッド法案の基準を完全に除外し、能力に応じて適用する権限を有する。

### 3 金融規制改革法案

上院案の通過が七月一五日と予定よりも遅れたため、金融規制改革法案（H.R.4173 15 July 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は七月二日に成立した。これには、先に述べたドッド法案における株主権に関する規定のうち majority voting 以外の規定が何らかの形で採用されている。また、say on pay の承認項目に、取締役の報酬のみならず、ゴールデン・パラシュートも含まれた。

### 4 おわりに

金融機関の歪んだ業績連動型報酬体系は、金融危機の最も基礎的な原因の一つであるとする考えもある。金融機関の役員報酬体系については、議論が重ねられ、二〇〇九年六月一〇日、財務省は暫定最終規制を発表した。この中には、say on pay やクローバック条項、報酬委員会の独立性などが記載されている。

金融機関は他業種と比べても報酬が高く、高額な役員報酬は問題となっていたが、一般上場会社を適用対象とするドッド法案でも、役員報酬規制規定を含め、proxy access などこれまで金融機関に適用されていたコーポレート・ガバナンス規定が含まれている。

SECのクロス委員は昨年七月二九日、米国上院の銀行・住宅・都市問題委員会の証券・保険・投資小委員会で「コーポレート・ガバナンス改善を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化する」と題した議会証言を行った。クロス氏は、投資家の信頼は証券市場にとって不可欠であり、よいコーポレート・ガバナンスおよびタイムリーかつ完全な情報の開示は、市場における投資家の信頼を得るには無くてはならないものであると述べている。<sup>(11)</sup>

株主提案権や取締役の報酬の決定など、コーポレート・ガバナンスに関する各国の制度設計は大きく異なっている。イギリスでは株主とのコミュニケーションや報酬慣行の改善が図られたと一定の評価を受けている。say on payは、アメリカで成功するかどうかは予断を許さない。また、一般に、日本企業の役員の報酬は概して、アメリカのそれよりもかなり低く、更に株主総会の決定事項となっている。今年六月の株主総会では、一億円以上を取得した役員の報酬が開示されたが、これに対する批判もある。また、引き続き六ヶ月以上、一%以上または三〇〇個以上の議決権を有する株主には株主総会における提案権が与えられている。ステイール・パートナーズが取締役選任の株主提案権を行使し、ステイール・パートナーズの推薦する複数の取締役候補者がアデランスの取締役に選任された事例は記憶に新しい。従って、アメリカの議論をそのまま日本に持ち込むのは適切ではない。参考とすべき点があるか、あるとすれば何か、それを探る上でも、アメリカの議論を考察することには意義がある。

注

(1) 淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、二〇〇九年、一二九頁。ALAN S. BLINDER "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, May 28, 2009.

(2) Amended Proxy Rules, *Exchange Act Release No. 34-3347*, 7 Fed. Reg. 10653 (Dec. 18, 1942).

- (3) <http://www.financialstability.gov/latest/fg15.html>
- (4) [http://www.financialstability.gov/latest/fg\\_0609b2009.html](http://www.financialstability.gov/latest/fg_0609b2009.html)
- (5) Lucian Bebchuk and Jesse Fried "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation" *Harvard University Press*, 2004.
- (6) Stephen M. Bainbridge "Is 'Say on Pay' Justified?" (2009), Regulation, Vol. 32, No. 1, pp. 42-47, Spring 2009; *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-19*.
- (7) RiskMetrics Group "2009 Postseason Review: A New Voice in Governance: Global Policymakers Shape the Road to Reform" October 15, 2009.
- (8) [http://www.compensia.com/wp\\_alerts/ThoughtfulPay\\_SayOnPay\\_0609.pdf](http://www.compensia.com/wp_alerts/ThoughtfulPay_SayOnPay_0609.pdf)
- (9) Joann S. Lublin "A Quiet Response to 'Say on Pay' Measures," *Wall Street Journal*, May 18 2009.
- (10) 拙稿「ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正」『証研レポート』一六五七号、四二頁。
- (11) <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072909mbc.htm>

(こゝから) せせこ・密蔵研究蔵)