

アメリカのsay on payの導入

福本 葵

1 はじめに

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金融危機の原因のひとつであるとの指摘がなされて⁽¹⁾いる。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 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組上へ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。ここで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、昨年七月二一日成立したThe Dodd-Frank Wall

Street Reform and Consumer Protection Act にも、同様の規定が見られる。これにより、金融機関のみならず、一般の事業会社においても同様の規制が設けられることとなった。

say on pay⁽¹⁾については、The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (以下、ドッド・フランク法)の九五一條に規定が設けられている。九五一條は、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。

この規定を受け、SECは昨年一〇月一八日、say on payに関する規則を提案し、コメントを募った⁽²⁾。そして、今年一月二五日、SECは、コメントを受けた後、proposal ruleを改正し、最終規則を採用した⁽³⁾。

本稿では、SECのsay on payに関する最終規制を紹介し、say on payについての若干の考察を行う。

2 アメリカにおけるsay on pay

say on payとは通称であり、正式には“advisory vote on executive compensation”つまり役員報酬に対する拘束力のない投票権を株主に付与するものを指す。これは二〇〇二年にイギリスで導入された制度であり、アメリカにおいては二〇〇六年三月二八日、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、以下、AFSCME)がモルガン・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⁽⁴⁾。

say on payを法律的な根拠を持ったものとして、導入しようとする動きは、翌年二〇〇七年四月、say on pay法

案 (HR.1257) が、下院を通過したことによって本格化する。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た。

財務省は、二〇〇九年二月四日、役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを発表し、同年六月一〇日、この暫定最終規制を発表した。この中に say on pay に関する記述がある。

昨年成立したドッド・フラנק法における 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)。

しかし、say on pay については、賛否両論に分かれ議論されてきた。主たる賛成派は、ハーバード大学の Lucian Bebchuk と Jesse Fried であり、彼らの共著 "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation" 中の say on pay の必要性を述べている。Bebchuk と Fried の理論は、HR.1257 が依拠する基礎的な枠組みとなった。

一方、反対派は、スタンフォード大学の Stephen M. Bainbridge などである。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。

議論が分かれている中、法律が成立する以前から、いくつかの企業が自発的に say on pay を採用してきた。アメリカでの第一号は、二〇〇七年に導入した、保険会社の Aflac である。先に述べた AFSCME が昨年三月に発表したリリースによると、Aflac, Motorola を含め、五〇社以上の会社が、自発的に say on pay を導入し、AT&T,

Bank of Americaを含め、六〇社以上の会社が株主からのsay on pay提案を受け、これを採用している。⁽⁵⁾

3 say on pay rule

(1) 新たな主たる三つの規制

二〇一一年一月二十五日、SECはドッド・フランク法九五一条を受けて、株主に対し、株主総会における役員報酬議案に対し、say on payを義務づける新たな規則を決定した。⁽⁶⁾

新たな規則は、主に三つの規制から成る。ひとつは、say on payである。新たに設けられたSEC Rule 14a-21(a)は、ドッド・フランク法によって要求されるsay on payの投票が少なくとも三年に一回投じられなければならないことを規定している。これは二〇一一年一月二日以後に開かれる年次株主総会から適用される。

二つ目は、通称、say on frequency⁽⁷⁾と言われる規制である。会社は、株主がどれくらいsay on payを提示されたいと思うかについて決めさせるために、少なくとも六年に一回「頻度」についての投票を行うことが要求される。頻度についての投票(say on frequency vote)の後、会社はForm 8-K(臨時報告書、current report)上で、会社がどのくらいの頻度でsay on pay投票を開くかについて明らかにしなければならない(Rule 14a-21(b))。

三つ目が、通称、say on golden parachute⁽⁸⁾と言われる規制である。SECの新しい規則の下で、会社は合併取引との関係する特定の役員との「ゴールデン・パラシュート」報酬契約に関してさらなる発表を提供することを要求される。say on pay⁽⁹⁾ say on frequency⁽¹⁰⁾ファイナルルールがeffectiveでなくとも効力を発するが、say on golden parachute⁽¹¹⁾二〇一一年四月一日、ファイナルルールがeffectiveにならないと効力を発しない。

(2) 適用除外

SECはより小規模の報告義務のある会社（時価総額七五〇万ドル未満）のために、一時的な免除を採用した。これらのより小規模の会社は、二〇一三年一月二日以降に開催される株主総会まで適用が延期される。この適用除外に、say on golden parachuteは含まれない。

(3) 新設されたsay on pay

SECは特定の文言や形式でsay on payの例示を行うことを要求しなかったが、最終規則でsay on pay resolutionの排他的ではない例を示した。これも排他的ではないので、会社は自ら作成した文言によって、株主にsay on payを問うことができる。

say on payに関する投票は、Regulation S-KのItem 402に従って明らかにされるexecutive報酬にだけ適用され、director報酬には適用されない。アメリカの会社の多くは、日本で言うところの委員設置会社であり、役員(executive)の報酬は、取締役(director)会の下に置かれた報酬委員会によって決定される。say on payに関する投票は、executive compensationに対するものである。

SECのスケジュール14のItem 24はsay on payが行われていること、および拘束力があるかないかという事実を含むこれらの投票の影響について、株主総会のproxy statement（委任状説明書）に開示することを会社に要求する。また、SECはItem 402(b)の改正を行う。Item 402は「取締役報酬の開示」（取締役の経歴の開示、登録届出書の関連規定、報酬の概要の一覧表および制度ベース報奨の付与の一覧表における株式報奨と非株式報奨の表示に関する技術的な明確化等）について、会社に対し、そのCompensation Discussion and Analysis (CD&

A、役員報酬検討と分析書類)にsay on payの結果を会社の報酬政策および決定の際どのように考慮したかについて、記載することを要求するものである。

そして、このsay on payおよびsay on frequencyに対する投票については、株主から指示のないノミニーブローカーが自由に議決権を行使すること (discretionary voting) は許されていない。

記名株式が原則のアメリカにおいて、便宜上、株主が株主自身の名義で登録せず、ブローカーや銀行などの名義で登録するノミニー制度が広く利用されている。ノミニー名義となっている株式については、株主総会における議決権行使や配当の支払いも、ノミニーを通じて間接的に行われる。株主総会における議決権行使については、原則、実質的株主がノミニーに指示を出すことによって行われるが、とりわけ個人株主がこれに関心を示さず、そのため、単なる名義人に過ぎないノミニーブローカーが自由に議決権を行使できるものもある。但し、株主の利害に大きな影響を及ぼすものなど、ノミニーに自由な議決権行使を許さない議案もある⁽⁸⁾。say on payの議決権行使は、後者に分類されることとなった。

(4) say on frequency

say on payについての新たな規制は、通称、say on frequencyと呼ばれるものである。会社は、proxy card上にsay on payについての投票を、原則、毎年行い、二年おきに行い、三年おきに行い、もしくはこの問題に関して投票を棄権するという頻度についての四つの選択肢を記載しなければならない⁽⁹⁾。会社はsay on payがどれくらいの頻度で行われるべきかについて推薦案を記してもよい。しかし、その場合でも株主に前述の四つの選択を提示しなければならない。このために新たな規則は、Rule 14a-4を改正する。

この say on pay の「頻度」に関する投票もまた、拘束力のない助言的な投票である。say on frequency は、一〇一一年一月二二日以降に行われる初の年次株主総会から始めて、少なくとも六年に一度行わなければならない。また、新たな規則は、会社に対し、投票に拘束力があるかないかを含め、定時株主総会の proxy statement において、頻度についての投票を明らかにすることを要求する。

また、say on frequency にも拘束力がないことが原則なので、投票の結果、最も多くの票を獲得した案を採用しなければならぬ訳ではない。しかし、会社が、直近の say on frequency において過半数を占める頻度の案を採用したならば、say on pay と将来の say on pay および say on frequency を求める株主提案を排除することができ、これは“majority standard”⁽⁹⁾と言われるものであり、最終規則によって採用されたものである。

更に、TARP の対象となっている会社は the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (EESA) に従って、毎年、say on pay を行うことを要求される。従って、EESA による投票に従っている限りにおいて、TARP の会社は未払いの債務が返還されるまでは、頻度に関する投票が免除される。

開示については、投票に拘束力がないことを考慮し、また、会社がどのくらいの頻度で、say on pay を実施するかを株主に知らせるために、新たな規則は現在の Form 8-K のレポートも修正する。現在の Form 8-K (臨時報告書) は会社に対し、頻度に関する株主の助言的な投票の後で、会社がどれくらいの頻度で say on pay の投票を行うかについて公表することを必要とする。⁽¹⁰⁾

昨年一〇月に提案された規則では、Form 10-Q (四半期報告書、quarterly report) または Form 10-K (年次報告書、annual report) のどちらかで say on pay を行うのか報告することになっていた。しかし、この形式による開示は会社に頻度の投票を考慮する十分な時間が与えられないことになった。従って、最終案では、これらの規

定に代わって、Form 8-Kで報告することになった。これによって、株主総会終了後一五〇日以内か、それに続く定時株主総会のための株主提案の締め切りから六〇日前までに開示すればよいこととなった。

say on frequencyについては、議案をproxy cardに記載し、株主からの返却を待って株主総会の議決数に参入しなければならぬが、特定の指示がなされていないproxy cardが返却されてきた場合の取り扱いについて、一〇月のproposalでは明確ではなかった。そこで、最終規則では、これらの取り扱いについて明確化された。具体的には、①特定の指示がなされていないproxy cardについては、proxy statementに記載された推薦案に含める、②棄権に換算する、③何も特定の指示がされていないという文言を記載し、それに集計する、という取り扱いを行うてよいこととなった。

(5) say on golden parachute

三つ目の規制が、いわゆるsay on golden parachuteである。ゴールデン・パラシュートとは、一般に、合併と関連する、合併会社、被合併会社が両方の会社のnamed executive officerと締結する全ての協定および合意の協定(agreement) および合意(understanding)を言う。

買収の対象となっている会社が、役員とゴールデン・パラシュート協定を締結していると、解任する際に多額の退職慰労金を支払わなければならない、買収のコストが高むため、一種の買収の防衛策となると、一般には理解されてきた。SECの定義では、買収防衛策としてのゴールデン・パラシュートの他、買収会社と役員が締結するものを含め広く定義がなされている。

新たな規則であるRule 14a-2(c)は、合併契約書においてItem 402(f)に従って開示される特定のゴールデン・パ

ラシユート契約を承認することを、株主の助言的な票に委ねなければならないとする。Regulation S-KのItem 402(4)は開示の条件を示す規定である。

新たな規則は、ゴールデン・パラシユートの合計金額のみならず、記述式と表形式の両方でこの開示を義務づける。また、スケジュール14Aは合併、買収、事業売却、すべてまたはかなりの資産に関連するゴールデン・パラシユートを委任または許可申請書類において、開示することを要求する。

会社はゴールデン・パラシユート報酬についての株主の助言投票と必要条件をproxy statementsに開示する(1)とを要求される。

4 おわりに

二〇一一年一月二五日、SECはドッド・フランク法九五一条を受け、say on payに関連する最終規則を決定した。

日本において、役員報酬は株主総会決議（会社法三六一一条一項）であり、会社法によって利益処分案の承認事項から株主総会決議事項となったのに対し、アメリカにおける役員報酬（executive compensation）の決定は、取締役会の下での報酬委員会による。しかも、近年、多くの会社では、報酬委員会は報酬コンサルタントに報酬の決定を委託し、その計画に従うことが多い。

報酬コンサルタントには、タワーズ・ワトソン・アンド・カンパニー（Towers Watson & Co.）⁽¹²⁾ や Hewitt Associates, Mercer HR Consultants, Buck Consulting, AON, Milliman⁽¹³⁾がある。

実質的には外部の報酬コンサルタントが役員報酬を決定する現状に対し、いくつかの問題点が指摘されている。

そのひとつには、このような報酬コンサルタントは、数が少ない上、果たして中立な機関なのかというものがあ
る。また、サーベンス・オクスリー法やSEC規則による報酬の徹底した開示によって、役員は、他の役員の報
酬を知ることができるようになり、「特に報酬額が同規模・同業種の他社等と比較したときに「平均以下」とな
る役員を中心として、報酬の増額を強く要請する者が増加することとなり、結果として報酬の平均額が年々上昇
する事態になった」とするものもある。⁽¹²⁾

報酬委員会には、その構成メンバーに社外取締役を入れなければならないが、社外取締役には高額の報酬が支
払われ、再任されないリスクを回避するために、役員報酬がエスカレートするという指摘もある。更に、これら
の社外取締役は、A社の会社役員がB社の社外取締役になり、B社の会社役員がA社の社外取締役になるといっ
たいいわゆるインナー・サークルも存在し、結果的に役員報酬の高額化に繋がっている。

アメリカにおいて、say on payは始まったばかりであり、かつ、ほとんどが拘束力のない勧告的な投票である。
また、業績連動型報酬を採用しているアメリカにおいては、株価上昇の原因が役員が経営努力とは言えない場合
においても、役員報酬が高騰する場合がある。株価が上昇している局面においては、役員報酬と株価上昇とに因
果関係があるかどうか定かでない場合にも、株主はsay on payの投票においても否定的な投票をすることは
少ないと予想される。イギリスにおいて、say on payは株主と会社の対話の一助になっているとの評価が見られ
るところであるが、アメリカにおいて、このようなsay on payに果たしてどこまでの実行力があるのか、意義が
あるのか、現段階で判断を下すのは難しい。

特に金融機関において、高額化するアメリカの業績連動型役員報酬の決定方法は、多くの問題を抱えており、
決して万全なものではない。金融危機の反省から、現在では様々な修正がなされるようになってきている。日本の役

員報酬の決定、開示の制度とこれらのアメリカの制度とは大きく異なっているため、そのままの議論を持ち込むことは不可能であるが、これらについての議論は、今後の日本の制度の在り方を考える上でも、参考になると思われる。

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、二二九頁。ALAN S. BLINDER "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, May 28, 2009.
- (2) コメントは二〇一〇年一月一日に締め切られた。
- (3) <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>
- (4) AFSCME、プレスリリース、二〇〇六年三月一日付け。 <http://www.afscme.org/press/503.cfm>
- (5) AFSCME、プレスリリース、二〇一〇年三月二日付け。 <http://www.afscme.org/press/27802.cfm>
- (6) <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>
- (7) SECは say on pay という通称は用いず、 say on frequency という say on golden parachute という通称は用いず、
ない。
- (8) ノミニーの自由裁量議決権行使については、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、四二～五三頁、二〇〇九年一月。
- (9) 最終規則では、一年おき、二年おき、三年おきの三つの選択肢でもよい場合を設けた。
- (10) Form 8-Kによる臨時報告書は、支配権の異動、重要な財産の移転、倒産手続の開始、公認会計士の変更等、重要な会

社の事項が生じるたびに提出される。

(11) 二〇一〇年一月三日、業界一位のタワーズ・ペリンと四位のワトソン・ワイアットが合併し、タワーズ・ワトソン・アンド・カンパニー (Towers Watson & Co.) となった。

(12) 井川真由美「役員報酬に関する米国の法制度と最近の動向」、『自由と正義』、五九巻、六号、一三八頁、平成二〇年六月号。

(ふくもと あおい・客員研究員)