

# ドッド・フランク法のコーポレート・ガバナンス規定

— say on pay と proxy access の法律成立後の動き —

福 本 葵

## 要 旨

金融規制改革法 (The Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下, ドッド・フランク法) は2010年6月30日, 下院本会議で賛成237, 反対192で可決し, 7月15日には, 上院本会議において賛成60, 反対39で可決した。これを受け, 7月21日, オバマ大統領が署名し, 法案成立に至った。その主な内容は金融危機の再発防止を目的としたボルカー・ルールといわれる金融機関に対する監督強化や高リスク取引の制限, 住宅ローンや学生ローン等の消費者取引の規制強化である。さらに, ドッド・フランク法には, 市場の信頼回復に向けてコーポレート・ガバナンスの改善が不可欠であるとして, 消費者保護や投資家保護規定も盛り込まれた。これによって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。ドッド・フランク法には, say on pay やクローバック条項など役員の報酬, 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, ドッド・フランク法にあるコーポレート・ガバナンス規定について, 特に say on pay および proxy access について, 法律施行後, どのように推移したのかについて, 概観したい。

## 目 次

- |                           |                      |
|---------------------------|----------------------|
| I. はじめに                   | 2. SEC 規則14a-11      |
| II. say on pay (§ 951)    | 3. コロンビア巡回裁判所判決      |
| 1. say on pay とは何か        | IV. クローバック条項 (§ 954) |
| 2. SEC の say on pay rule  | V. 報酬委員会の独立性, その他の改革 |
| III. proxy access (§ 971) | VI. おわりに             |
| 1. proxy access とは何か      |                      |

## I. 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の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4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最も基本的な原因の一つであると指摘した。更に、もっと一般的に金融機関の報酬制度が狙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、役員に高額な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、金融規制改革法（The Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下、ドッド・フランク法）は2010年6月30日、下院本会議で賛成237、反対192で可決

し、7月15日には、上院本会議において賛成60、反対39で可決した。これを受け、7月21日、オバマ大統領が署名し、法案成立に至った。その主な内容は金融危機の再発防止を目的としたボルカー・ルールといわれる金融機関に対する監督強化や高リスク取引の制限、住宅ローンや学生ローン等の消費者取引の規制強化である。さらにドッド・フランク法には、市場の信頼回復に向けてコーポレート・ガバナンスの改善が不可欠であるとして、消費者保護や投資家保護規定も盛り込まれた。これによって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。ドッド・フランク法には、say on payやクローバック条項など役員の報酬、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、ドッド・フランク法にあるコーポレート・ガバナンス規定について、特にsay on payおよびproxy accessについて、法律施行後、どのように推移したのかについて、概観したい。

## II. say on pay (§ 951)

### 1. say on pay とは何か

ドッド・フランク法第951条にいわゆる“say on pay”と呼ばれる規定が設けられた。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2002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2006年3月28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<sup>2)</sup>。

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2007年4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した。上院でも当時上院議員であったオバマ現大統領から、類似する規定が盛り込まれた法案 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。

一方、財務省は、2009年2月4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6月10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。

2010年成立したドッド・フランク法における 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（951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”の中で 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踏越しているのではないかと、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。say on pay 導入の是非について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、2007年に導入した、保険会社の Aflac である。先に述べた AFSCME が2010年3月に発表したりリースによると、Aflac や Motorola を含め、50社以上の会社が、自発的に say on pay を導入し、AT&T や Bank of America を含め、60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<sup>3)</sup>。

## 2. SEC の say on pay rule

### (1) 三つの規定

SEC は、2011年1月25日、ドッド・フランク法第951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<sup>4)</sup>。

新たな規則は、主に三つの規制から成る。一つは、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3年に1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2011年1月21日以後に開かれる年次株主総会から適用されている。

二つ目は、通称、say on frequency とも言われる規制である<sup>5)</sup>。会社は、株主がどれくら

いの頻度で 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6年に1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 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開示を行うことを要求される。say on pay と say on frequency は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 は2011年4月1日、ファイナルルールが effective にならないと効力を発しなかった。

## (2) 適用除外

SEC によって新たに規定された say on pay は、より小規模の報告義務のある会社 (時価総額7500万ドル未満) 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、2013年1月21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 の内容

SEC は特定の文言や形式で say on pay の開示を行うことを要求しなかったが、最終規則で say on pay 決議案の一例を示した。これは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 についての投票は、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 の報酬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とは「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。

また、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<sup>6)</sup>。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 に関する新たな規制の2つ目は、通称、say on frequency と呼ばれるものである。会社は、proxy card (議決権行使書) 上に、say on pay についての投票を、原則、毎年行う・2年おきに行う・3年おきに行う・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4つの選択肢を記載しなければならない<sup>7)</sup>。

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4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が改正される。

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、2011年1月21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6年に1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 (委任状説明書) 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ない訳ではない。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 や将来の 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る。これは“majority standard”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 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<sup>8)</sup>。

2010年10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へ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150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60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 (議決権行使書) に記載し、株主からの返却を待つ株主総会の議決数に参入しなければならないが、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、10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 (委任状説明書) 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ってよいこととなった。

### (5) say on golden parachute

三つ目の規定が、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-21(c)は、合併契約書において Item 402(t)に従って開示される特定のゴールデン・パラシュ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(t)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・パラシュ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・パラシュ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・パラシュート報酬についての株主の助言投票と必要条件を proxy statements に開示することを要求される。

## III. proxy access (§ 971)

### 1. proxy access とは何か

ドッド・フランク法第971条には、proxy access の規定が置かれている。これは、SEC 登録米国企業の株式を合計で3%以上、3年間以上保有する株主または株主グループが、かかる会社の取締役会の25%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・フランク法は 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。

アメリカにおいて、取締役欠員が生じた場合、株主総会の前に現職の取締役は空きポストについて、後任の取締役候補者を指名することが一般的である。また、株主総会の前に、会社

は“proxy materials”といわれる一連の書類の中で、各々の取締役候補者の情報を公開する。

“proxy materials”は、議決権行使書と proxy statement から成っており、すべての株主に送付される。proxy statement は、投票手順と取締役の候補者に関する情報が記載されている。また、同封される議決権行使書によって、株主は株主総会に出席することなく、賛成または反対の票を投じることができる。

proxy access が制度化されていない場合、株主提案があっても、会社は proxy statement に株主が指名する候補者を記載することを拒否できる。これら会社の指名する取締役候補と異なる候補者を指名したい株主は、別に株主自身が発行する proxy statement を提出し、株主を勧誘しなければならない。これは株主提案権を行使する株主にとって、コスト高なものとなっている。株主が自ら proxy statement を作成し、他の株主を勧誘することによって、委任状合戦が開始される。そして、定時株主総会において取締役の選任がなされる。

ちなみに日本においても、1000名以上の株主を持つ会社は、株主総会の2週間前までに議決権行使書と参考書類を全ての株主に送付しなければならない。日本においては、6ヶ月前か総株主の議決権の1%以上か、300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303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8週間前までに取締役に提出しなければならない。

これまで、株主提案権は州会社法で規定するものとされてきたが、ドッド・フランク法の成立によって、SEC の proxy access 規則制定に権限が付与されたものと解される。ドッド・フ

ランク法によって、SEC は新たに規則14a-11を制定した。

proxy access の導入は60年前頃からSECによって検討されていた<sup>9)</sup>。その後も議論は何度となくなされていたが、2003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。2009年1月に就任したSECの議長、Mary Schapiro は proxy access を取り上げた。その結果、2009年5月20日、SEC は3対2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。

## 2. SEC 規則14a-11

SEC 規則14a-11は、ミューチャルファンドなどの投資信託会社を含む the Investment Company Act of 1940 (ICA)において登録された会社に対し、取引所のプロクシー規則に従うように要求する。プロクシー規則は会社の proxy material に資格のある株主または株主グループによって、取締役の候補として提案された人物の名前を記載しなければならないことを規定している。規則14a-11を利用するために、株主または株主グループは議決権の行使の資格がある会社の総議決権の少なくとも3%を、提案する株主または株主グループが規則を使用する通知を提出する前の少なくとも3年以上は保有し続けなければならない。そしてそれらの株式を株主総会の日まで持ち続けなければならない。株主提案をする株主またはグループは、SEC および会社に対し、めいめいの候補者を支持するための500字までの声明を含む通知を

提出しなければならない。

proxy access を行使する資格のある株主または株主グループからの通知を受け取った会社は、提出された株主と候補者の情報を proxy statement に、議決権行使書には当該候補者名を記載しなければならない。

SEC は一定の除外規定を規則14a-11の適用に置いた。規則は適用される州法や company's governing documents が、株主が取締役候補を提案することを禁止しているのであれば規則は適用されない。または、株主が規則14a-11を用いて、会社の支配を変更させる目的で株式を保有しているのであれば、規定は適用されない。また、株主提案で指名された取締役候補の数が25%以上の場合には、会社は proxy material の中に1人以上の株主提案候補者または候補者の数を含むことを要求されない。

SEC は規則14a-11は潜在的コストを正当化するのに足る「改善された取締役会、会社のパフォーマンスおよび株主価値を」生み出すことができると結論付けた。SEC はめいめいの会社の取締役会またはその株主の多数に、規則14a-11をその定款 (bylaws) の中に取り入れるかどうか決定させるという提案を拒否した。SEC は同じく規則14a-11から投資会社を除くという提案も拒絶した。

### 3. コロンビア巡回裁判所判決

#### (1) 判決の要旨

SEC は2010年8月25日、委員会決定で中小企業以外に proxy access を採用することを義務化した。しかし、2010年9月29日、全米商工会議所とビジネス・ラウンドテーブルが、SEC が proxy access に関して規定した取引所規則14a-11を審議し、廃止するようにコロンビア巡

回裁判所に訴訟を提起したため、その実施が遅延されていた。

コロンビア巡回裁判所は、SEC による再審申立ての結果、2011年7月22日に最終的な判決を下した。結論は、同規則が行政手続法 U.S.C. § 551に違反することを認め、規則を再考するように SEC に求めた。このため、未だドッド・フランク法に定めた proxy access は実施に至っていない。

判決では、SEC が規則14a-11を採用するに当たり、“arbitrary, capricious, an abuse of discretion, or otherwise not in accordance with law.” 5 U.S.C. § 706(2)(A)であると判断した。つまり、独断的、一貫性を欠く、裁量権の濫用である、またはその他の形で法律と一致していないと判断した。判決は更に、SEC は、関連したデータを調べ、発見された事実となされた選択の合理的な関係を含むその行動についての満足な説明を行うことを保証しなければならないとしている。

判決は、SEC が「効率性、競争および資本形成」に対する新たな規則の効果を考えるという独自の義務を有していると判断した。にもかかわらず、SEC は提案された規則の経済的な帰結を議会や国民に知らせることができなかった。このことは法律の公布を独断的で一貫性の欠くものとし、またそのために SEC は、取引所法に基づく義務を怠ったと示した。

ビジネス・ラウンドテーブルや全米商工会議所などの原告は SEC が、規則14a-11の適切な経済的結果を決定し、これらの結果を「効率性、競争および資本形成”efficiency, competition, and capital formation.” と結びつけるというその法律上の義務を怠ったので、独断的に一貫性を欠いてこれを行ったと主張した。原告は

投資会社に規則14a-11を適用するという委員会の決定も独断的で一貫性がないと主張した。

判決は、原告に同意し、SECが独断的で一貫性を欠いて行動したことを認め、SECに対し、新たな規則の経済的効率性を再計算することを求めた。「SECは、一貫性がなく、そして、日和見主義的に、規則のコストおよびベネフィットを想定し、ある特定のコストを適切に定量化すること、または、それらの経費がなぜ定量化されることができなかったか説明することができなかった。その前提となる判断を裏付けることができなかった。また、コメントをしてきた者に対する質問に応じることができなかった。このような理由により、投資会社に規則を適用するというその決定も独断的だった」と示した<sup>10)</sup>。

## (2) 経済的結果および費用対効果

判決は、SECが行った規則14a-11の経済的結果の考慮に対しても異義を述べている。判決は以下のように述べている。

SECは規則が、開示費用、印刷費用、郵便料金、追加的な委任状勧誘の準備に関連する費用を会社と株主に課すると予測した。そして、会社と取締役会のパフォーマンスに反対の効果をもたらす可能性があるとして予測した。にもかかわらず、SECは規則が経済全体としての効率性を促進し、規則によってもたされる利益は規則のための経費を正当化すると結論付けた。

原告はSECが、会社が株主提案に反対することにかかる費用を定量化することおよび規則の予測された利益を立証することを怠ったと主張する。また、SECが規則を用いた州の年金基金の結果や株主が委任状合戦を始める頻度を考慮していないと主張する。」

また、判決はSECが行った費用対効果の分析についても、反対意見を述べている。SECは、会社の委任状合戦やキャンペーンのコストが二つの要因によって限定されるであろうと予測している。一つ目は取締役のfiduciary dutyによって、取締役が株主の指名した候補者に対抗するために会社の資金を用いるのを制限するであろうとしている。二つ目の要因は、株式の保有割合と保有期間の条件によって、株主提案を提起する株主の数が限定されるであろうとしている。

しかし、原告側は、SECは会社が株主の提案する候補者に強く反対することを考慮せず、取締役が自分たちの推薦する候補者を支持することがfiduciary dutyによって求められていると独断的に判断する可能性を考慮していないと、反対している。

更に、原告は外部のコメンテータに対する経費を考慮すべきであると考えている。SECが株主提案による候補者に会社が反対を表明するための勧誘やキャンペーンのためのコストをSECが推定しないことは独断的であるとも論じている。商工会議所は、外部のアドバイザーを雇ったり、会社の従業員に重要な時間と努力を費やせることだけでなく、マスメディアや他の広報、広告を通じ、株主提案の候補者に反対するために取締役に相当な支出を招くと予測するコメントを提出した。原告は近年の委任状合戦において、大会社は1400万ドルから400万ドルのコストをかけていると指摘した。判決は、会社側の取締役が株主提案の候補者に反対しないというSECの予測が単なる推量に過ぎず、根拠がないということにつき、原告に同意するとしている。

SECの第二のポイントは、新たな規則の下、

株主提案に必要とされる所有株式の割合および保有期間の条件によって、取締役の株主提案が頻繁には発生しないと予測する理由である。SECは委任状合戦において会社が払う勧誘やキャンペーンのコストについては言及していない。SECは会社が株主が提案した候補者に反対するために資源を費やす可能性を認めたが、会社が費やす経費を見積もったり、定量化するためには何もしなかった。また、経費を見積もることができないという説明もしなかった。そのため、判決は、SECがその規則の経済結果を評価するその法令で定めた義務を怠ったと判断した。

原告はSECが反体制派の株主提案の取締役を選任することを容易にすることによって、規則14a-11が取締役のパフォーマンスを向上させ、株主価値を向上させると結論付けた時、SECが不十分な経験的データに頼ったと続けており、これについて判決も同意している。

### (3) 投資会社へのルール適用

判決は、この規則が事実上独断的で一貫性を欠くので、特に投資会社に適用することは明らかに無効であるとしている。投資会社に対する適用については、より真剣に考慮すべきであるとしている。ミューチャルファンドなどの投資会社は投資家の購入した証券や他の金融商品をプールしている。投資会社は、特定の重要な決定には株主の賛成を必要とすることなど、株主に対し上場会社に適用されない保護要求を受けている。

投資会社の意見を代表する the Investment Company Institute および Independent Directors Council, that the Commission は、SECがICAの規制条件が規則14a-11による規制の必

要性を減らすかどうか言及しなかったこと、投資会社の株主がプロクシーアクセスによってもたらされる利益について対応しなかったこと、規則がガバナンスの構造を破壊することによってもたらされる大きなコストを押し付けるかどうかについて対処しなかったとして、投資会社に対する新たな規則の適用について反対していた。

また、近年のファンドの運営形態は、複数のファミリーファンドをひとつの投資会社が運営する複合型が大半を占めているのにも関わらず、SECはひとつのファンドの取締役会に属し、それゆえに複数の別々の取締役会の利益を考えない株主が提案した取締役を入れることによって、統一的で集団的な取締役会構造を崩壊させることによって、規則14a-11は投資会社により大きなコストを課する懸念に対処することができなかった。

### (4) SECのコメント

2011年9月6日、SECはこの判決について上訴はしないことを発表した。判決では改規則14a-11の改正は認められなかったものの、規則14a-8の改正は否定されなかった。そのため、SECは2011年9月15日、現在の14a-11および改正規則14a-8を最終ルールとして発表した<sup>11)</sup>。改正規則14a-8は、会社に対し、株主からの提案およびその提案を支持する声明(なぜ支持するのかを)を会社の発行する委任状説明書に記載しなければならないことを規定している。株主提案を請求できる株主は、過去1年間に、株式の少なくとも1%を保有している、もしくは、市場価格で少なくとも2000ドル以上の株式を保有していなければならない。

#### IV. クローバック条項 (§ 954)

ドッド・フランク法第954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を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、払い戻し条項とも言われる。これは、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3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条項である。

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、同じく American Recovery and Reinvestment Act of 2009 に規定された。そして、6月10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、2010年6月9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.) では、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・オクスリー法第304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。

#### V. 報酬委員会の独立性、その他の改革

サーベンス・オクスリー法の第301条では、監査委員会の独立性が規定されている。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2004年11月3日 NYSE の上場基準303A.05では、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。更に、ドッド・フランク法における報酬委員会の独立性基準は高められ、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などを決定できることができ、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(952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。

また、ドッド・フランク法においては、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エーの自由裁量議決権行使を禁止する(957条)。

更に、ドッド・フランク法は、SECに対し、ドッド・フランク法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・フランク法は以下の新

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402S-K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(953条)。

過去5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(953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(955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。

④ CEOと取締役会議長のポジション構造(973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れ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かという議論はある。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・フランク法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限を持っている。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・フランク法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。

## VI. おわりに

2010年7月11日, アメリカではドッド・フランク法が成立した。この中には, say on payやproxy accessのように, コーポレート・ガバナンスに関する規定が多く含まれている。ドッド・フランク法は実行性のある規定を制定するようSECに規則の改正を要求している。2011年1月25日, SECはドッド・フランク法第951条を受け, say on payに関連する最終規則を決定した。その一方で, proxy accessに関しては, ビジネス・ラウンドテーブルや商工会議所によって訴訟が提起され, SECは敗訴したために, SECは規則を見直さざるを得なくなった。これについては, 未だ実現の目処は立っていない。

SECにおいて規則が制定されたsay on payもまだ制度が導入されたばかりであり, かつ, ほとんどが拘束力のない勧告的な投票に過ぎない。イギリスにおいては, say on payが会社が株主と対話をするための助けとなっているとされているが, アメリカにおいてこれがどのような意義を持つかは定かではない。

ドッド・フランク法に規定されたコーポレート・ガバナンス改革は, 長らく議論をされて規定されたが, 実質的には動き出したばかりであ

る。本稿では、法律制定から1年半を経て、これらの改革のうち、特に say on pay と proxy access がどのように進捗したか、現在までの動きを紹介した。

※本稿は平成23年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

注

- 1) 淵田康之 [2009] 『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、229頁。ALAN S. BLINDER “Crazy Compensation and the Crisis”, The Wall Street Journal, May 28, 2009.
- 2) AFSCME, プレスリリース, 2006年3月18日付け。  
<http://www.afscme.org/press/503.cfm>
- 3) AFSCME, プレスリリース, 2010年3月2日付け。  
<http://www.afscme.org/news/press-room/press-releases/2010/more-than-50-companies-voluntarily-adopt-say-on-pay-as-institutional-investors-continue-to-press-for-an-advisory-vote>

- 4) <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>
- 5) SEC は say on pay という通称は用いているが、say on frequency および say on golden parachute という通称は用いていない。
- 6) ノミニーの自由裁量議決権行使については、拙稿 [2009] 「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』1657号, 日本証券経済研究所, 42~53頁。
- 7) 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。
- 8) 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。
- 9) Amended Proxy Rules, Exchange Act Release No. 34-3347, 7 Fed. Reg. 10653 (Dec. 18, 1942).
- 10) BUSINESS ROUNDTABLE AND CHAMBER OF COMMERCE OF THE UNITED STATES OF AMERICA, PETITIONERS v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, RESPONDENT
- 11) SEC 2011年9月15日付けリリースおよびリリース No.33-9259.

(帝塚山大学法政策学部教授・  
当研究所客員研究員)