

## ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化

神山 哲也

## ■ 要 約 ■

1. 米国では、ドッド・フランク法によるコーポレート・ガバナンス規制の強化が進んでいる。本稿では、そのうち、金融機関のインセンティブ報酬、セイ・オン・ペイ、公益通報に関する規制の概要を紹介する。
2. 金融機関のインセンティブ報酬規制では、連結資産 10 億ドル以上の金融機関については、不適切なリスクに繋がる過度なインセンティブ報酬などが禁じられる。連結資産 500 億ドル以上の金融機関については、それに加え、①金融機関を重大なリスクに晒し得る職員を特定し、そのインセンティブ報酬を承認・文書化すること、②役員インセンティブ報酬の 50%以上を 3 年以上繰り延べること、などが求められる。金融機関の過度なインセンティブ報酬が金融危機を引き起こした、という見方を反映したものと言える。
3. セイ・オン・ペイとは、株主が株主総会において、役員報酬に対して拘束力のない決議を行う権利を指す。ドッド・フランク法では、セイ・オン・ペイおよびその頻度について株主総会で投票する権限を株主に与えることなどが規定された。この背景には、デラウェア州などの会社法制が経営者よりで、株主がもの言う機会が少ないのではないかと、という長年の批判がある。
4. ドッド・フランク法の公益通報に関する規定は、自社の証券法違反について SEC に通報した者に対して、当該社に対する民事制裁金等の 10~30%を通報者に報奨金として支払う制度を柱とする。これまでも証券法違反に係る同様の制度はあったが、インサイダー取引関連に限定されており、報奨金の上限も 10%とされており、あまり活用されてこなかった。
5. この中で特に批判が多いのが公益通報制度である。従業員が報奨金目当てに SEC に違反事案を直接持ち込んでしまい、企業のコンプライアンス活動が阻害される事態が想定される、という点が批判の的となっている。
6. ドッド・フランク法では、上記以外にも、①役員報酬と企業実績の連動性の開示、②CEO 報酬と他の役職員報酬の比率の開示、などのガバナンス強化に関する規定があり、SEC による規則策定が求められている。また、SEC は別途、議決権行使助言機関の利益相反や不透明性について問題提起しており、ここでも規制強化に乗り出す可能性が指摘されている。

## I はじめに

米国では、金融規制のオーバーホールを目的としたドッド・フランク法の制定によるコーポレート・ガバナンス規制の強化が進んでいる。金融危機を契機に、企業の透明性を向上させ、株主の企業に対する発言力の向上を目的としたものと言える。以下では、ドッド・フランク法で規定され、関連当局により規則案もしくは最終規則が発表された金融機関のインセンティブ報酬、株主の役員報酬に関する発言権強化、内部告発の保護・促進に関する規則および規則案を紹介する。

## II 金融機関のインセンティブ報酬に関する規則案

### 1. 背景

連邦預金保険機構（FDIC）は2011年2月7日、金融機関のインセンティブ報酬に関する規則案を採択した。2010年7月に制定されたドッド・フランク法の第956条では、通貨監督庁（OCC）、連邦準備制度（FRB）、FDIC、貯蓄金融機関監督庁（OTC）、全米信用組合管理庁（NCUA）、証券取引委員会（SEC）、連邦住宅金融庁（FHFA）の7機関に対し、金融機関のインセンティブ報酬に関する規則案を同法制定後9ヶ月以内に共同で策定することを求めており、FDICの本採択はこの規定を受けたものである。なお、規則案は他の機関でも採択され、2011年4月14日に連邦政府の官報であるフェデラル・レジスターに掲載された。パブリック・コメントの期限は2011年5月31日とされている。

ドッド・フランク法第956条では、上記7機関に対して、連結資産10億ドル以上の預金預かり機関、ブローカー・ディーラー、投資顧問業者などの金融機関が、インセンティブ報酬の枠組みを監督当局に報告すること（但し、個別報酬の報告は除外）を求めると同時に、①役職員や主要株主に過度な報酬、手数料、便益を提供する、もしくは、②金融機関の重大な損失に繋がり得るような、不適切なリスクを助長するインセンティブ報酬体系を禁じることを求めている。

金融危機の主因を金融機関の過度なリスクテイクや詐欺的行為に求め、故に金融機関に対する規制強化を推進する立場からは、そうした慣行・行為の土壌となったのは金融機関のガバナンスや透明性の欠如、あるいは、過度なインセンティブ報酬であるとされる。ここから、金融機関のガバナンスを強化し、報酬に一定の制限を課すべきとの議論が挙げられ、今回の規制導入に至ったと言える。

また、こうした規制の背景としては、金融機関に対する国際的な報酬規制強化の流れも指摘できる。実際、本規則案策定に際しては、金融安定理事会（FSB）が2009年に策定した「報酬慣行に関するFSF原則」および「報酬慣行に関するFSB原則：適用基準」が参考にされている。もっとも、英国などの欧州諸国で導入された金融機関の報酬規制とは、上限を課してはいない点、個別報酬の開示を求めている点で異なる。

## 2. 規則案の内容

規則案では、過度な報酬などを提供することで不適切なリスクを助長するインセンティブ報酬の禁止については、連邦預金保険法第 39 条の基準に則っている。具体的には、①現金・非現金の報酬額、②同等な専門性を有するほかの役職員と比較した報酬履歴、③金融機関の財務状況、④同等な金融機関の報酬慣行、⑤退職後給付については金融機関が想定する総合的な費用と便益、⑥当該役職員の不正との関わり、⑦その他当局が妥当と認める要素、を勘案して判断することとしている。

また、金融機関の重大な損失に繋がり得るインセンティブ報酬の禁止については、2010年に OCC、FRB、FDIC、OTS が策定した「健全なインセンティブ報酬の方針に関する当局間指針 (Interagency Guidance on Sound Incentive Compensation Policies)」に則っている。具体的には、①報酬支払いの繰り延べなどによってリスクと報酬とのバランスが取れているか、②有効な内部統制とリスク管理とが矛盾しないか、③強固なガバナンス体制に支えられているか、を勘案して判断することとしている。

以上は連結資産 10 億ドル以上の金融機関に適用される規定であるが、本規則案では、連結資産 500 億ドル以上の金融機関におけるインセンティブ報酬について、更に厳しい規制を課している。第一に、金融機関の規模・資本・リスク許容度に比して重大と言えるリスクに当該金融機関を晒し得る職員を取締役会等が特定し、当該職員に対するインセンティブ報酬の取り決めを承認し、その承認を文書化することが求められる。第二に、役員インセンティブ報酬の 50%以上を 3 年以上繰り延べることが求められる。繰り延べ期間中に明らかになった損失などは、支払い時点で報酬額に反映しなければならない<sup>1</sup>。

## 3. 評価

金融機関のインセンティブ報酬に関する本規則案に対しては、金融機関のインセンティブ報酬が金融危機の要因であったわけではない、画一的な基準を多様な金融機関に当てはめようとしている、上記 FSB の基準などに基づいて既に実行している金融機関もある、といった批判がある。

また、ブローカー・ディーラーや投資顧問のビジネスへの影響を懸念する声もある。本規則は、132 社のブローカー・ディーラーと 70 社ほどの投資顧問会社に適用され、資産規模 500 億ドル以上の金融機関に関する規定については 20 社未満のブローカー・ディーラーと 10 社ほどの投資顧問が適用対象となると見られる<sup>2</sup>。SEC における本規則の採決では、共和党委員 2 名が反対しているが、反対票を投じたトロイ・パレデス委員は、ブローカー・ディーラーや投資顧問のインセンティブ報酬の制約は、優秀な人材の採用の障害と

<sup>1</sup> 相互関連性の高い金融機関についてインセンティブ報酬を 3 年以上 40~60%繰り延べることを求める「報酬慣行に関する FSF 原則」、「報酬慣行に関する FSB 原則：適用基準」に倣ったものである。

<sup>2</sup> “SEC Puts Forth Bonus Curbs” *The Wall Street Journal*, March 3, 2011

なり、また、SEC は個人の報酬に関する詳細を指図するリソースを持っていないと警告している<sup>3</sup>。

### III 役員報酬に対する株主の発言権の強化に関する規則

#### 1. 背景

SEC は 2011 年 1 月 25 日、株主による役員報酬の承認とゴールデン・パラシュートに関する規則を採択した。本規則は、ドッド・フランク法第 951 条に基づく。同条項は、1934 年証券取引所法第 14A 条を修正し、①少なくとも 3 年ごとに株主総会で役員報酬に関する拘束力のない決議（セイ・オン・ペイ＝報酬に対してのもの申す）を行うこと、②少なくとも 6 年ごとに株主総会でセイ・オン・ペイの頻度（1 年に 1 回～3 年に 1 回）について拘束力のない決議を行うこと、③合併や重要な資産売却時等に係るいわゆるゴールデン・パラシュートについて委任状等に開示し、拘束力のない決議を行うこと、④運用資産 1 億ドル以上の機関投資家が少なくとも年 1 回、①②について開示すること、を求める。また、小規模発行体については、SEC が①②の適用を除外することを認めている。なお、同条項およびそれを受けた SEC 規則は、法制定から 6 ヶ月後（2011 年 1 月）以降の最初の株主総会に係る委任状等から適用される。

こうした規制が導入された背景として、多くの企業が依拠するデラウェア州会社法をはじめとする州会社法が企業経営者よりで、株主が企業に対してもの言う機会が少ないのではないかと、という長年の批判が挙げられる。例えば、代表的な買収防衛策であるライツプランでは、取締役会決議のみで導入することができ、これまで株主権を保護する立場から批判的になされてきた<sup>4</sup>。

また、デラウェア州を含むすべての州会社法では、株主総会における取締役の選任に際し、最も多くの票を獲得した取締役候補から選任取締役数の枠が埋まるまで選任される最多得票制（Plurality voting）が採用されている。会社提案以外の取締役候補が株主総会の議案に載ることは稀であるため<sup>5</sup>、最多得票制の下では、会社提案の取締役候補はほぼ確実に選任されることとなり、棄権票や反対票はいわゆる死に票となってしまう。近年では、2011 年 2 月のアップルの株主総会において過半得票制（Majority voting）の導入を会社側

<sup>3</sup> 同じく反対票を投じたキャスリーン・ケイシー委員は、50 億ドル以上の金融機関の役員の報酬に対する厳格な規制は「完全に不要」と批判している。

<sup>4</sup> 2011 年 2 月 15 日には、デラウェア州の会社法・破綻法に係る訴訟を扱う衡平法裁判所において、エア・プロダクツ社の敵対的買収提案に対するエアガス社のライツプランについて、買収者のエア・プロダクツ社が「最終かつ最良のオファー」を提示し、株主の多くがそれを支持することを示唆する事実がある場合であっても、エアガス社の取締役会がライツプランの維持を決定することを認める判決が下されており、ビジネス・ジャッジメント・ルールを支持するデラウェア州会社法制の立場が改めて明確になったかたちである。本判決の詳細については、<http://www.wlrk.net/docs/AirProductsChemicalsIncvAigasIncFeb152011.pdf> を参照。

<sup>5</sup> 株主提案で取締役候補を議題にかけるには一定以上の他の株主の支持が必要であるため、ほとんどの場合、個々の株主には事実上不可能となっている。

が提案し可決されるなど、過半得票制を採用する企業も増えている<sup>6</sup>。

なお、セイ・オン・ペイは英国やオーストラリアで既に導入されており、米国における議論でも参考にされている。米国でも、TARP 資金を受け入れている企業に関しては、毎年セイ・オン・ペイの決議を行うことが義務付けられている。また、MSCI 子会社で議決権行使助言会社最大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ (ISS) によると、株主の要請から何社かは 2010 年から先取りしてセイ・オン・ペイ決議を実施しており、うち 10%が過半の支持を得られなかったという。

## 2. 規則の内容

ドッド・フランク法第 951 条において実体的な部分まで規定されているため、SEC 規則では、その施行に当たっての細則が定められる形になっている。まず、セイ・オン・ペイおよびその頻度については、発行体が委任状等において、決議が拘束力を持たないことについて開示することが求められる。

セイ・オン・ペイの決議が拘束力を持たないため、株主の役員報酬に関する理解を促進する趣旨から、委任状における「報酬に関する議論と分析 (CD&A)」において、直近のセイ・オン・ペイ決議を発行体が勘案したか、勘案した場合どのように勘案したか、開示しなければならない。また、頻度に関する決議については、株主総会の結果に関する SEC への登録書類であるフォーム 8-k において、どの頻度にするかとしたか、開示しなければならない。

ドッド・フランク法で規定された小規模発行体の適用除外については、2013 年 1 月まで、浮動株の時価総額 7,500 万ドル未満の発行体について適用除外とすることとされた。また、ゴールデン・パラシュートについては、①その開示・決議について小規模発行体の適用除外がないこと、②非上場化や第三者からの公開買付などに係るゴールデン・パラシュートにも適用されること、③2011 年 4 月 25 日以降の委任状等から適用されること (他は 2011 年 1 月 21 日) が規定された。

## 3. 評価

上記の新ルールは、約 9,000 社の上場企業に適用されると見られている。うち小規模発行体に該当する 1,500 社については、2013 年まで適用除外とされる。SEC における本規則採択に当たっては、金融機関のインセンティブ報酬に関する規則案同様、共和党委員 2 名が反対票を投じているが、両者とも、この小規模発行体への影響に対する懸念を表明している。トロイ・パレダス委員は、小規模発行体に対する完全な適用除外が必要だとし、また、キャスリーン・ケイシー委員は、セイ・オン・ペイの新ルールは投資家への便益は最

<sup>6</sup> 2008 年末時点で、純粋な最多得票制を採用する S&P500 企業は 32.1%にまで減少している一方、ラッセル 3,000 構成企業では依然 74.9%に留まるとされる (National Association for Corporate Directors 調べ)。

小でありながら、不当に制約的であり、特に小規模発行体に対して不要な負担を課すものだと批判している。こうした批判もあり、SEC が今後、小規模発行体に対する適用除外を恒久化すると見る向きもある<sup>7</sup>。

セイ・オン・ペイは、投資家と企業の対話を促進する効果も期待されているが、拘束力のない決議であるため、効果が曖昧であるにも関わらず発行体の事務負担ばかりが増大する懸念もある。

## IV 公益通報の促進と保護に関する規則案

### 1. 背景

SEC は 2010 年 11 月 3 日、公益通報（Whistle blowing）の促進と保護に関する規則案を採択した。米国では、1988 年インサイダー取引および証券詐欺執行法により、SEC がインサイダー取引の通報者に民事制裁金の 10% を上限に報奨金を支払うことが可能となり、2002 年サーベンス・オクスレー法では上場企業の通報者の保護が強化された。しかし、SEC によると、報奨金制度が導入されて以降の報奨金支払いは 7 件で 16 万ドルに留まっていた。今般の金融危機を受け、インサイダー取引だけでなく広範な証券法の違反について公益通報を促進し、通報者の保護を更に強化することを目的に、ドッド・フランク法において公益通報に関する条項が盛り込まれた。

本規則案の根拠となるドッド・フランク法第 922 条は、1934 年証券取引所法第 21E 条の後に 21F 条を挿入し、自社の証券法違反に関するオリジナルな情報<sup>8</sup>を SEC に任意で通報し、それが違反者に対する 100 万ドル以上の民事制裁金等の賦課に繋がった場合、SEC が投資社保護基金から当該通報者に当該民事制裁金等の金額の 10～30% を報奨金として支払うことを規定している。報奨金の対象となる公益通報者には、規制当局や自主規制機関などの職員のほか、通報の対象となった違反行為に関係する者、監査業務の一環で違反行為を知った者などは含まれない。

また、企業に対しては公益通報者を当該告発を理由に不利益な扱いをすることを禁じている。不利益な扱いがあった場合、公益通報者が裁判に訴えることができ、訴えが認められると、元の地位への復帰と得べかりし収入の倍額と金利分、訴訟費用等を得ることができる。

また、本規定の実施のために、SEC が担当部署を設け、議会上院銀行委員会、下院金融サービス委員会に年次報告書を提出することも定められている。また、本規定について、法定後 30 か月以内（2013 年 1 月まで）に SEC が調査を行い、同じく上院銀行委員会、下院金融サービス委員会に報告書を提出することとされている。

<sup>7</sup> “Global Finance: Split SEC Adopts ‘Say on Pay’ Rule” *The Wall Street Journal*, January 26, 2011, “SEC Approves Shareholder Executive Pay Rights” *Investment Management Weekly*, January 31, 2011

<sup>8</sup> 公の情報や SEC が知っている情報ではないもの。

## 2. 規則案の内容

金融機関のインセンティブ報酬と同様、公益通報に関するドッド・フランク法の文言も実体規定まで踏み込んでいるため、SEC の規則案では、「オリジナルな情報」などの文言の定義や内部告発の手続きなど、法を補足するための細則が中心だが、その中で下記の二点が注目される。

一つは、報奨金の対象とならない公益通報者の定義であり、規則案では、①法律上・契約上 SEC に情報提供義務をすでに負っている者、②顧客情報で報償金を得ようとする弁護士や会計士、③社内の不正等に関する情報の報告を受けて対処すべき役割の者、を規定している。ただし、②については他の SEC 規則や州の法曹協会規則で SEC への情報提供が認められている場合、③については企業が SEC に適切なタイミングで報告しない場合、報奨金の対象となる公益通報者たり得るとしている。

もう一つは、公益通報者が自社のコンプライアンス部門を素通りしないための措置である。まず、公益通報者が自社のコンプライアンス部門に報告し、90 日以内に同様の内容を SEC に通報すれば、コンプライアンス部門に報告した日を SEC への通報日と扱われる<sup>9</sup>。また、自社のコンプライアンス・プログラムに沿った報告を最初にした者に対してより高い報奨金を SEC が検討することができるとしている。

## 3. 評価

公益通報の促進と保護に関するドッド・フランク法の規定およびその規則案は、昨今のガバナンス規制強化の中で最も強く批判されているものと言っても過言ではない。2011 年 3 月 2 日に米国商工会議所で行われたガバナンスのセミナーでも、前 SEC 委員長のハービー・ピット氏がドッド・フランク法で最も懸念されるのが公益通報制度だと述べているほか、同セミナーのドッド・フランク法のセッションでも、他に報酬規制などのテーマがあったにも関わらず、大部分の議論が公益通報制度に集中したほどである。

批判的なのは、同制度により企業の自主的なコンプライアンス活動が阻害されるという点である。即ち、報奨金目当てに自社のコンプライアンスを素通りして SEC に通報してしまう事態が多発するのではないかと、という懸念である。SEC は本規則案の策定に際して、この点を考慮したからこそ、自社のコンプライアンス部門への報告を優先する仕組みを導入したわけだが、報奨金目当てであれば、自社のコンプライアンス部門が問題を解決してしまう前に SEC に通報しようというインセンティブは消し去ることはできないものと思われる。また、企業の顧問弁護士が、州法曹協会の規則を優先することが認められているため、多くの場合、職務上知り得た顧客情報で報奨金を得ることが可能になる点も批判されている。諸外国でも、公益通報者保護を目的とした制度整備は進められているが、米国

<sup>9</sup> 内部告発者にとっては、その間、SEC が当該情報を得たり、他の内部告発者に出し抜かれるリスクがなくなるメリットがある。

のように公益通報者に報奨金を与える制度は稀のようである<sup>10</sup>。

なお、米国の公益通報制度を巡っては、SEC の組織上の問題もある。上記の通り、ドッド・フランク法において公益通報制度の担当部署を設置することとされているが、現在は SEC の予算が組まれていないため臨時予算で運営されており、組織編成がままならないことが指摘されている。2011年2月18日には、SEC エンフォースメント部門の公益通報対応部署の長にシーン・マッケッシー氏<sup>11</sup>が任命されているが、今後は公益通報制度を実効性のあるものとするのであれば、執行部門の確立・強化が求められよう。

## V 今後の展望

ドッド・フランク法では、上記以外でも、コーポレート・ガバナンス強化について SEC に規則の策定を求めている。例えば、第 953 条では、①支払われた役員報酬と企業のパフォーマンスの連動性に関する開示、②CEO 以外の役職員の報酬の中間値、CEO の報酬、両者の比率の開示、について、SEC に規則策定を求めている。①については、何を以て企業のパフォーマンスとするか、という点が不明であり、規則案が待たれるところである。また、②については、米国における一般職員と CEO との給与格差への不満が背景にあると思われるが、そもそもこれが SEC の開示規制の対象として妥当なのか、企業の事務負担が増大しないか、という批判も想定される。

ドッド・フランク法以外でも、SEC は 2010 年 7 月、米国における議決権行使について、今後の規則改正に向けた意見を募るためのコンセプト・リリースを公表している<sup>12</sup>。そこでは、ISS などの議決権行使助言機関について、①発行体企業のコンサルティング業務を行いつつ機関投資家に議決権行使の助言を行うといった利益相反の問題、②機関投資家への助言にたどり着くまでのプロセスの不透明性、などが指摘されており、今後 SEC が規制強化に乗り出す可能性もある。

<sup>10</sup> 英国では 1998 年に公益開示法 (Public Interest Disclosure Act of 1998)、日本では 2004 年に公益通報者保護法が制定されている (施行は 2006 年 4 月)。大陸欧州でも内部通報者保護の制度はあるものの、労働法制で解雇制限が規定されているため、相対的に内部通報者保護の必要性が低く、同制度に対する批判的な議論も多い。

<sup>11</sup> SEC エンフォースメント部門の元シニア・カウンスルであり、直近は複数の民間企業のコーポレート・セクレタリー等を務めていた。

<sup>12</sup> <http://sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> 参照。