

米国民主党政権下の SEC による コーポレートガバナンス規制改革

橋口 達

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2021 年にゲイリー・ゲンスラー委員長が就任して以来、コーポレートガバナンス関連の規制改革を矢継ぎ早に実施してきた。
2. 投資家に係る規制改革としては、大量保有報告の強化、ファンドによる議決権行使の開示強化、株主提案の促進、議決権行使助言会社に係る規制緩和がある。他方、発行体に係る規制改革としては、役員報酬の開示強化、インサイダー取引規制の強化、自社株買いに係る開示強化がある。
3. 民主党政権下の現在の SEC は、共和党政権の時からスタンスを変え、総じて大企業に厳しく、ESG（環境・社会・ガバナンス）アジェンダに対して肯定的、というスタンスを採っている。発行体等への負担増と、透明性向上・競争促進による市場活性化との相克が今後の注目点となろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾『大量保有報告制度の見直しが始まるーガバナンス改革「残された課題」への取り組みー』『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年春号。
- ・ 神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号。
- ・ 野村亜紀子「機関投資家による議決権行使状況の開示について」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号（ウェブサイト版）。

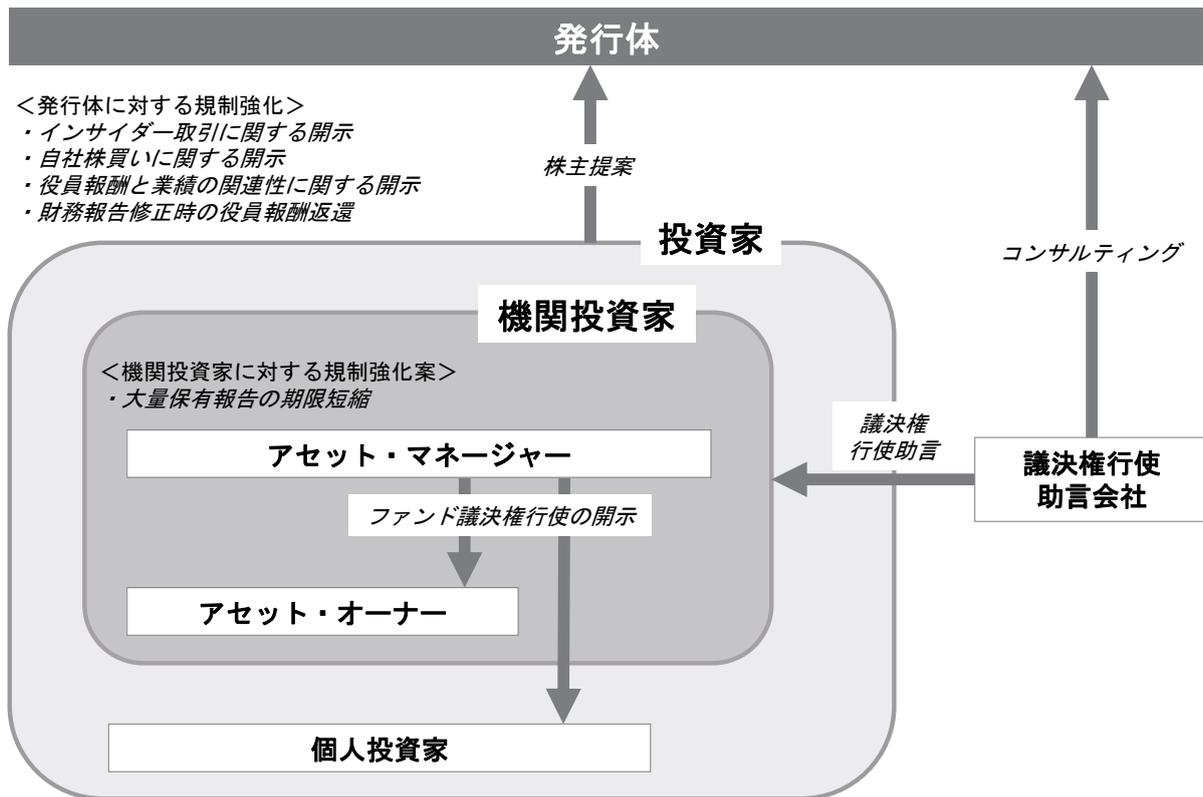
I コーポレートガバナンス強化に向かう SEC

米国証券取引委員会（SEC）は2023年5月、発行体による自社株買い開示に関する最終規則を公表した¹。本規則は、開示強化を通じて発行体ないし役員と株主との間の情報の非対称性の解消を図るものである。

実は、ゲイリー・ゲンスラー氏がSEC委員長に2021年4月に就任してから2年余りで、SECはコーポレートガバナンスに関連する規則改正を矢継ぎ早に実施してきた。図表1は、2021年4月以降にSECが打ち出したコーポレートガバナンス関連の規則等について、対象となる行為・関係者を整理したものである。投資家と発行体の双方に対して、様々な規則改正が実施されており、その内容は多岐にわたることが見て取れる。

そこで、本稿では、SECによるコーポレートガバナンスに関する一連の規則等の主な内容を整理し、方向性について確認したい。

図表1 SECによるコーポレートガバナンス関連規制と関係図



(注) 斜体は規制の対象となった行為。

(出所) 野村資本市場研究所作成

¹ SEC, “SEC Adopts Amendments to Modernize Share Repurchase Disclosure,” May 3, 2023.

Ⅱ 投資家に係る規制

以下では、主に投資家に関連する、①大量保有報告、②ファンド議決権行使、③株主提案、④議決権行使助言会社、についての SEC による制度改革を紹介する。

1. 大量保有報告規則案：報告義務の強化と明確化

SEC は、2022 年 2 月、株式大量保有報告に関する規制改革案を公表した²。本規則案は主に 3 点から構成される。

1) 報告期限の短縮化

現在、日本の通常の大量保有報告書にあたるスケジュール 13D では、上場企業の株式の 5% 以上を保有することになった者は、取得から 10 日以内に SEC に報告することになっているが、本規則案は、これを 5 日に短縮する³。また、保有割合の 1% 以上の増減など重要な変更に関しては、従来は直ちに提出することとされていたところ、1 営業日以内の提出を義務付ける。ゲンスラー委員長は、現在アクティビストは市場を変動させる情報を他の株主に対して 10 日間知らせないでおくことができ、情報の非対称性が生じていると指摘⁴していることから、アクティビストに対する規制強化を図る内容と言える。

2) 報告対象となる金融商品の拡大

本規則案は、現金決済型エクイティ・デリバティブに関して、参照株式の発行体の支配に影響を与える意図がある場合などに、当該デリバティブのロングポジションを保有する者を、大量保有報告制度における保有者と見做す⁵。これは、現金決済型エクイティ・デリバティブの保有者が、当該デリバティブのカウンターパーティに対して、参照する株式の議決権行使や売買についての意思決定に圧力をかけることで、発行体に対して影響力や支配力を持つ可能性があるといった懸念に対応するものである。

3) 共同保有者の条件明確化

本規則案は、スケジュール 13D 等の提出において、保有株式の数を合算する必要性が生じる共同報告者の条件を明確化することも目指している。具体的には、ある者が、

² SEC, 17 CFR Parts 232 and 240, Release Nos. 33-11030; 34-94211; File No. S7-06-22, RIN 3235-AM93, Modernization of Beneficial Ownership Reporting, February 10, 2022.

³ 上場企業の支配に影響を及ぼす目的でない大量保有者にはスケジュール 13D ではなく、簡素化されたスケジュール 13G の提出が義務付けられている。スケジュール 13G についても、報告期限の短縮化や報告頻度の引き上げを図る提案がなされている。

⁴ Chair Gary Gensler, “Statement on Beneficial Ownership Proposal,” February 10, 2022.

⁵ 証券ベース・スワップに関しては、2021 年 12 月 15 日に公表された SEC の規則案において、保有状況を開示することが別途規定されているため、本規則案の対象からは除外されている。

別の者から今後提出するスケジュール 13D 等に関する非公開情報を共有され、当該情報に基づき同じ株式を購入した場合も共同保有者に該当するとされた。

一方で、本規則案は、投資家が共同保有者と見做されずに済む適用除外を設けている。すなわち、ある発行体の株式に関して、①投資家が発行体の支配権を変更したり影響を与えたりする意図や効果を伴わずに他の投資家とコミュニケーションをとる場合、②投資家と金融機関が当該発行体の株式に関連するデリバティブ契約について討議する場合、においては当該行為のみでは共同保有者とは見なされないとする。共同保有者の条件明確化と適用除外の設定により、投資家同士での情報交換や相談、協働エンゲージメントを行いやすくなると考えられる。

2. ファンドによる議決権行使の開示規制：投資家の利便性向上

2022 年 11 月 2 日に採択されたファンド議決権行使規則⁶は、投資家による公募ファンドの議決権行使に関する理解、分析の向上が目的であり、1940 年投資会社法に基づき、ファンドが年間の議決権行使の状況を報告するフォーム N-PX を修正するものである。

フォーム N-PX は 2003 年に、ファンドの機関投資家としての存在感が増していたこと、運用会社とファンド投資家との間に利益相反が生じ得るといった背景から導入された⁷。フォーム N-PX 導入によりファンドの議決権行使における透明性は向上したものの、ファンドによってはフォーム N-PX にて議案を略語で説明するなど一貫性がないため、投資家にとって利便性が高くないことや、米国株式の保有主体としてのファンドの存在感が一層高まったことなどが、今般の修正の主な背景である⁸。

本規則により、後述する議案の類型化に加え、投資家がファンドの議決権行使の状況をより詳細に把握できるように、賛成あるいは反対に投じた票数や投票を棄権した票数、貸株を理由にファンドによる議決権行使がなされなかった株式数の公表などが義務付けられることとなった。また、本規則は、CEO（最高経営責任者）を含む指定役員⁹の報酬に関して株主に賛否を問う「セイ・オン・ペイ」に係る議案についての議決権行使状況をフォーム N-PX で年次報告することも義務付けている¹⁰。

⁶ SEC, 17 CFR Parts 200, 232, 240, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-11131; 34-96206; IC-34745; File No. S7-11-21, RIN 3235-AK67, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers, November 2, 2022.

⁷ 2003 年にフォーム N-PX が導入された背景は、野村亜紀子「機関投資家による議決権行使状況の開示について」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁸ 米国投資会社協会によれば、公募ファンドが米国企業株式の保有に占める割合は、2004 年末の 24%から、2021 年末には 32%へと上昇した（Investment Company Institute, “2022 Investment Company Fact Book,” May 25, 2022）。

⁹ ここでいう指定役員（Named Executive Officer）とは、直近年度末時点における①CEO、②最高財務責任者（CFO）、③CEOとCFOを除く報酬上位の幹部役員（executive officer）3名、④直近年度末時点で幹部役員でなかったために③の対象外であったが、幹部役員であれば③の対象となった者から最大2名、を指す。

¹⁰ ドッド・フランク法により、SEC は、機関投資家によるセイ・オン・ペイの年次報告に関する規則策定が義務付けられていたが、最終化に至っていなかった。ドッド・フランク法における議論の詳細は、神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号を参照。

本規則の中心的な内容の一つが、フォーム N-PX に一貫性を持たせるための、議案の類型化である。修正規則に基づき、公募ファンドは、図表3の(A)から(N)の14項目のうち、議案が該当する項目をすべて選択することが求められる。例えば、ファンドが、合併完了に伴う役員報酬に関する議案（セイ・オン・ペイを除く）に投票した場合、議案が(H)報酬と(F)特別取引の両方に分類されるため、投資家は報酬と合併のどちらに関心があっても、簡単に特定できるようになると SEC は説明している。

議案分類義務の導入には批判もある。SECヘスター・ピアース委員は、議案を分類するのがファンドであるため、主観は避けられないとして本規則に反対している¹¹。例えば、合併先の海外エンティティが抑圧的な国家に所在している場合、(F)特別取引だけでなく、(K)人権または人的資本にも分類すべきかが不明瞭である、異なるファンド間での議案分類に対する理解が同様か定かではないといった批判をしている。さらに、議案分類が

図表2 フォーム N-PX における議案分類

記号	分類項目	議案の例
(A)	取締役選任	—
(B)	セイ・オン・ペイ	セイ・オン・ペイの対象となる役員報酬、セイ・オン・ペイの頻度、特別取引時の役員報酬
(C)	監査関連	監査人の選任、監査人のローテーション
(D)	投資会社関連	投資管理契約締結または変更、投資管理契約の割当、事業開発会社の譲渡制限付き証券の承認やレバレッジ比率の修正、クローズドエンド・ファンドの純資産価額以下での株式発行
(E)	株主権利・買収防衛	ライツプランの採択または修正、支配株式取得条項、公正価格条項、期差任期制度、累積投票
(F)	特別取引	合併、資産売却、流動化、バイアウト、ジョイント・ベンチャー、非上場化、スピンオフ、上場廃止
(G)	資本構成	有価証券発行、株式分割、株式併合、配当、自社株買い、トラッキング・ストック、増資の承認
(H)	報酬	取締役報酬、幹部役員報酬（セイ・オン・ペイ対象者除く）、取締役または幹部役員による自社株のヘッジ/自社株担保借り入れ禁止条項、クローバック条項、10b5-1 プラン
(I)	コーポレートガバナンス	任期、取締役会委員会、取締役の規模、定款細則、倫理規定、休会の承認、議事録の承認、プロキシ・アクセス
(J)	環境または気候	温室効果ガス排出量、トランジションの計画や報告、生物多様性や生態系リスク、化学物質管理、再生可能エネルギーやエネルギー効率性、水問題、廃棄物や汚染、森林破壊や土地使用、セイ・オン・クライメート（気候変動対応強化の要求）、環境正義
(K)	人権または人的資本	労働争議の仲裁、サプライチェーンにおける人権リスクへのエクスポージャー、アウトソーシングやオフショアリング、職場のセクシャルハラスメント
(L)	多様性・公平性・包摂性	取締役の多様性、賃金格差
(M)	その他社会問題	ロビイング、政治活動や慈善活動、データ・プライバシー、責任ある税方針、消費者保護
(N)	その他	簡単な説明と共に提出

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹¹ Commissioner Hester M. Peirce, “Voting Obsession: Statement on Final Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers,” November 2, 2022.

2020 年の議決権行使シーズンにおける議案に基づいていることから、将来的に投資家の企業に対する要求が変わる可能性を指摘し、分類の妥当性に疑問を呈している。

3. 株主提案に関する規制：社会的課題の議論促進

SEC は、2021 年 11 月、株主提案に関する事務局告示を公表した¹²。米国では、発行体は原則として委任状説明書（株主総会に提出される議案の内容を説明する書類）に株主提案を掲載しなければならないが、除外が認められる 13 の事由が定められている。発行体は、株主提案に除外事由を適用したい場合、SEC 事務局に対して、ノー・アクション・レターの発行を要請する。

事務局告示は 13 の除外事由のうち、通常業務除外事由と経済関連性除外事由について、適用の制限を企図した。例えば、前者は、通常の業務執行に関する株主提案であれば発行体が委任状説明書から除外し得るというものである。従来は、株主提案が社会政策課題に焦点を当てている場合、SEC 事務局は発行体にとって重要な政策課題であるか否かを重視してノー・アクション・レター発行の可否を判断していたが、本事務局告示により、今後は株主提案が発行体の通常業務の範囲を逸脱するような広範な社会的影響をもたらす内容であるかどうかを考慮するとした。具体例として、広範な社会的影響をもたらす人的資本管理の問題を提起する株主提案は、人的資本管理が当該発行体にとって重要であることを提案者が示さなかったというだけで除外されることにはならないと説明している。本事務局告示は、社会的課題に関する株主提案を、株主総会に諮りやすくするものといえる¹³。

加えて、SEC は、2022 年 7 月に上記 13 の除外事由のうち 3 つ（実質的に履行済み、重複、再提出）において、除外要件の文言を変更することで、実質的に株主提案を委任状説明書から除外しづらくする規則修正案を公表している¹⁴。

なお、株主提案が可能な投資家の閾値に関しては、SEC ジョー・クレイトン前委員長の下で、発行体の負担軽減を目的として引き上げが実施され、現在も適用が継続している¹⁵。

¹² SEC, “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L (CF),” November 3, 2021.

¹³ 経済関連性除外事由に関しては、関連する事業が当該企業のビジネスに占める割合が一定の閾値以下であったとしても、広範な社会的または倫理的問題を提起する株主提案は除外されない可能性があるとして説明している。一定の閾値以下の事業とは、具体的には、直近会計年度末において総資産の 5%未満、直近会計年度において純収益及び総売上高の 5%未満を占める事業で、その他発行体のビジネスにとっての関連性が僅少な事業を指す。

¹⁴ SEC, 17 CFR Part 240, Release No. 34-95267; IC-34647; File No. S7-20-22, RIN 3235-AM91 Substantial Implementation, Duplication, and Resubmission of Shareholder Proposals Under Exchange Act Rule 14a-8, July 13, 2022.

¹⁵ 具体的には、従来の要件であった、「1年以上保有かつ 2,000 ドル」もしくは「保有比率 1%」以上を、①3 年以上 2,000 ドル以上保有、②2 年以上 15,000 ドル以上保有、③1 年以上 25,000 ドル以上保有に変更し、一株主一議案を一人一議案に修正した。また、過去 5 年で 1 回・2 回・3 回以上投票された議案について、再度投票を実施するための前年の賛成票基準を 3%・6%・10%から 5%・15%・25%に引き上げた。SEC, 17 CFR Part 240, Release No. 34-89964; File No. S7-23-19, RIN 3235-AM49, Procedural Requirements and Resubmission Thresholds under Exchange Act Rule 14a-8, September 23, 2020.

4. 議決権行使助言会社に係る規制：投資家寄りへの転換

議決権行使助言会社に関する規制については、クレイトン前委員長の下で発行体寄りの規制変更が行われた後、ゲンスラー現委員長の下で投資家寄りの規制変更が行われている。

クレイトン前委員長の下、2020年7月、SECは議決権行使助言会社に係る最終規則を採択した¹⁶。その主な内容は、議決権行使助言を、1934年証券取引所法規則14(a)における委任状勧誘とした上で、委任状勧誘に係る書類提出義務等の免除条件として、①議決権行使助言ビジネスに係る利益相反¹⁷を顧客に開示すること、②顧客への助言と同時にしくは事前に、対象発行体に助言内容を通知すること、③助言についての対象発行体からの意見を株主総会前に顧客に提供すること、を規定するものである。実質的に、議決権行使助言会社に対して①、②、③の履行を遵守させる内容といえる。SECのエラド・ロイズマン委員（当時）は、議決権行使助言会社の影響力が高まる中で、米国議会はより強力な監視を要求し続けてきたとしたうえで、当規則により議決権行使プロセスの透明性と説明責任が促進されると述べている¹⁸。

その2年後、2022年7月にゲンスラー委員長の下で採択された規則¹⁹は、引き続き議決権行使助言を委任状勧誘としたうえで、上記義務の免除条件のうち、②と③を削除することで、①利益相反の開示のみで免除が適用されるよう修正した。②と③の削除については、議決権行使助言の即時性と独立性を妨げるとの機関投資家の懸念を反映したものと説明されている。

III 発行体に係る規制

以下では、発行体に対する規制として、①役員報酬、②インサイダー取引、③自社株買いについてのSECによる制度改革を紹介する²⁰。

1. 役員報酬に関する規制：透明性と比較可能性の向上

SECは、2022年8月に業績と役員報酬の関係性に係る規則を、同年10月にクローバック条項に係る規則を最終化した。いずれもドッド・フランク法によりSECに規則策定が

¹⁶ SEC, 17 CFR Part 240, Release No. 34-89372; File No. S7-22-19, RIN: 3235-AM50, Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, July 22, 2020.

¹⁷ 例えば、議決権行使助言会社は投資家に対して議決権行使助言を提供するとともに、当該発行体に対してコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを提供しているため、潜在的な利益相反をはらんでいるとされる。

¹⁸ Commissioner Elad L. Roisman, “Open Meeting to Adopt Amendments to the Proxy Solicitation Rules,” July 22, 2020.

¹⁹ SEC, 17 CFR Parts 240 and 276, Release Nos. 34-95266; IA-6068; File No. S7-17-21, RIN: 3235-AM92 Proxy Voting Advice, July 13, 2022.

²⁰ 規制対象となる発行体の範囲は各規則により異なるため、本章では便宜上、上場している一般的な米国企業に対する規制の内容を説明する。

求められた役員報酬に関する規制であり、2015年に規則案が公表されたものの最終化が遅れていた²¹。

1) 業績と役員報酬の関連性の明確化

2022年8月に最終化されたSEC規則は、役員報酬と業績の関連性についての透明性や比較可能性の向上を図るものである²²。

第一に、発行体は、委任状説明書等において、過去5年間の各年度における、CEOの総報酬と報酬実額（Compensation Actually Paid）²³、CEO以外の指定役員の前平均総報酬と平均報酬実額、自社及び同業他社の株主総利回り（TSR）、純利益、最重要指標を記載した表を提出することが義務付けられる（図表3）。ここでいう最重要指標は、直近会計年度での役員報酬実額と業績との関係において最も重要だとして、企業が自ら選択する財務指標を指す。ただし、株主総利回りまたは純利益を最重要と企業が考える場合は、その次に重要と考える財務指標を選択する。

そのうえで、発行体は図表3における、(c)と(f)、(h)、(i)それぞれの関係、(e)と(f)、(h)、(i)それぞれの関係、(f)と(g)の関係について明確に説明することが求められる。

第二に、発行体は図表3とは別に、業績と報酬実額との関連性を示す指標を3つから7つ選択し、表にすることが求められる。その中で、少なくとも3つの財務指標が入っていれば、非財務指標を当該表に含むことができる。これに関して、SECキャロライン・クレンショー委員は、すでに多くの企業の役員報酬において、従業員エンゲージメントや顧客サービス、労働安全性などの非財務指標が考慮されていると説明している²⁴。

図表3 役員報酬と業績の関連性を示す提出表

年	CEOの総報酬	CEOの報酬実額	CEO除く指定役員の前平均総報酬	CEO除く指定役員の前平均報酬実額	最初の投資額を100ドルとした場合の		純利益	最重要指標
					株主総利回り	同業他社株主総利回り		
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)
Y1								
Y2								
Y3								
Y4								
Y5								

(注) Y1は前年度、Y2は前々年度を示す。Y3、Y4、Y5も同様。

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

²¹ 発行体の負担が大きいため大企業や共和党からの反発があり、最終化には至っていなかった。Nicole Goodkind, “New SEC rule requires executives to give back bonuses when accountants screw up,” *CNN Business*, October 26, 2022.

²² SEC, 17 CFR Parts 229, 232, and 240, Release Nos. 34-95607; File No. S7-07-15, RIN 3235-AL00, Pay Versus Performance, August 25, 2022.

²³ ここでいう報酬実額とは、総報酬に対して年金給付と株式報酬に関して特定の修整を加えたものであり、業績と役員報酬との関係性をより検証しやすくするために本規則で導入された概念である。

²⁴ Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Late Summer Sunshine: Statement on the Adoption of Pay Versus Performance,” August 25, 2022.

2) クローバック条項の義務化

SECは2022年10月に、財務報告修正時に役員インセンティブ報酬²⁵を返還させる方針（一般的に「クローバック条項」という）に関する規則を採択した²⁶。同規則は、国法証券取引所に対して、発行体がクローバック条項を定め、その内容と遵守状況を開示することを上場基準とするよう義務付けるものである。すなわち、クローバック条項を定めなかったり遵守しなかったりする発行体は上場廃止となる可能性がある。

クローバック条項により、上場企業は、財務報告の修正が必要になった場合、その時点から過去3年分に遡って現任及び当時の役員から、彼らが受け取っていたインセンティブ報酬のうち、当該修正に基づく再計算²⁷により過払いとされた報酬を自社に返還させなければならない。また、財務報告修正の要因に関して、2015年の規則案では過年度の決算の修正を要するような重大なエラーに限定されていたが、今回の規則では小規模で直近の決算のみに影響を与えるエラーにも拡大され、より多くの財務報告修正がクローバック条項の対象となることとされた²⁸。

2. インサイダー取引に係る規則：自社株売買プランの規制厳格化

SECは、2022年12月、役員によるインサイダー取引を厳格化する規則を最終化した²⁹。米国では、重要な非公開情報を知り得る役員や従業員が自社株式を売買する場合、インサイダー取引規制への抵触を避けるべく、事前に日付や数量等を指定した取引計画（10b5-1プラン）を策定し、当該計画に基づいて自動的に売買をすることが多い。しかし、インサイダーたる役員が非公開情報を利用して不当な利益を得ているのではないかという懸念があった³⁰。

そのため、本規則では、10b5-1プランを利用する役員と従業員に対して、10b5-1プランの設定から最初の取引まで所定の期間を設け³¹、10b5-1プランの重複設定を禁じた³²。加

²⁵ SEC規則におけるインセンティブ報酬は、財務報告基準（financial reporting measure）の達成に全般的あるいは部分的に基づいて付与、獲得、権利確定する報酬を指す。

²⁶ SEC, 17 CFR Parts 229, 232, 240, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-11126; 34-96159; IC-34732; File No. S7-12-15, RIN 3235-AK99, Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation, October 26, 2022.

²⁷ 再計算は自社で行う。

²⁸ Paul Kiernan, “Accounting Errors to Cost Executives Their Bonuses Under SEC Rule,” *Wall Street Journal*, October 26, 2022.

²⁹ SEC, 17 CFR Parts 229, 232, 240, and 249, Release Nos. 33-11138; 34-96492; File No. S7-20-21, RIN 3235-AM86, Insider Trading Arrangements and Related Disclosures, December 14, 2022.

³⁰ SECゲンスラー委員長は、10b5-1プランでの取引が異常なリターンを生んでおり、プラン策定から取引までの期間が短いほどその傾向は顕著になると説明している。

³¹ 本規則では、10b5-1プラン設定から実際に売買を開始できるまでの期間をクーリングオフ期間（cooling-off period）と呼んでいる。クーリングオフ期間は、役員の場合は、①プラン設定または修正から90日、②プラン設定または修正がなされた時点を含む四半期決算に関する定期報告が開示されてから2営業日（ただし、プラン設定または修正から120日を超過しない）のいずれか遅い方とされている。一方で、役員以外の場合は、クーリングオフ期間は30日に設定されており、役員の方がより厳格な規制に服することとなっている。

³² 従前は複数の10b5-1プランを設定できたために、役職員は最も有利なプランを利用できたとされる。

えて、役員に対しては、10b5-1 プランの設定時または修正時に、発行体及びその有価証券に関して重要な非公開情報を有していないこと、誠実に 10b5-1 プランを設定することの証明も義務付けた。

また、本規則で追加された発行体に対する開示要件には、役員報酬に関するものとインサイダー取引に係る方針に関するものなどがある。前者には、発行体による重要な非公開情報の公表と株式報酬の付与のタイミングとの関係についての方針と手続きの開示、特定の期間³³に指定役員に付与された株式報酬の表形式での開示がある。また、後者には、役員による 10b5-1 プランの利用状況や特定の自社株取引に関する四半期開示、インサイダー取引に関する方針と手続きの年次開示などが含まれる。

3. 自社株買い開示規制：実施理由の明確化

SEC は、2023 年 5 月、発行体による自社株買いの情報開示を強化する規則を最終化した³⁴。SEC ジェイミー・リザレガ委員は、本規則の採択に際して、発行体の役員が短期的な利益目標や予測を達成・超過するために自社株買いを管理することがあり、その場合は発行体自身と株主にネガティブな影響を与え得るところ、本規則により投資家への透明性向上、インサイダーと投資家との情報の非対称性の解消、価格発見能力の改善がもたらされると説明している³⁵。

本規則は、第一に、発行体に対して、株式の種類、平均価格、購入の合計数などの自社株買い記録に関して、四半期毎に月次ベースの自社株買い記録の開示を義務付けてきたところ、日次ベースで集計するよう修正する。加えて、企業による自社株買いプランの発表前後 4 営業日以内に、特定の役員による自社株売買の有無をチェックボックス形式で示す。

第二に、発行体に対して、①自社株買いの目的又は根拠、購入数を決定する際のプロセスまたは基準、②自社株買いプラン中の役員による自社株売買に関する方針と手続き、の開示を義務付ける。第三に、発行体自身の 10b5-1 プランの利用状況について四半期開示を義務付ける。このように、発行体は、自社株買いの理由について、より明確な説明を求められることになる。

なお、米国企業の自社株買いは、2021 年には 9,500 億ドル、2022 年には 1 兆 2,500 億ドル超に達し、資本市場において重要な役割を果たしているが、本規則が自社株買いを抑制するとの見方もある³⁶。米国における自社株買いの動向に本規則がどのように作用するか注目される。

³³ 具体的には、四半期報告書または年間報告書の提出を起点に 4 営業日前から 1 営業日後の間である。

³⁴ SEC, 17 CFR Parts 229, 232, 240, 249, and 274, Release Nos. 34-97424; IC-34906; File No. S7-21-21, RIN 3235-AM94, Share Repurchase Disclosure Modernization, May 3, 2023.

³⁵ Commissioner Jaime Lizárraga, “Modernizing Share Repurchase Disclosures,” May 3, 2023.

³⁶ US Chamber of Commerce, “U.S. Chamber Sues the Securities and Exchange Commission Over Stock Buyback Rule,” May 12, 2023.

IV おわりに

現在の民主党政権下の SEC は、様々な政策分野において、ドナルド・トランプ前大統領の共和党政権における取り組みを巻き戻しているように見える。役員報酬に係る規制強化や、議決権行使助言会社による助言内容の発行体への通知廃止等、総じて発行体・大企業に厳しく、一部では投資家寄りの姿勢を示していると言えよう。また、より多くの社会的課題に関する株主提案を株主総会に諮りやすくするなど、環境・社会・ガバナンス（ESG）アジェンダに肯定的なスタンスを採っているところも、前政権下の SEC とは様相を異にする点と言える。他方、本稿で紹介した SEC による一連のコーポレートガバナンス規制の強化は、発行体にとってコンプライアンス・コストの増大が見込まれるだけでなく、機関投資家もファンド議決権行使の開示強化など相応の負担を強いられることになる。これらの負担がもたらす負の側面³⁷と、透明性向上・競争促進による市場活性化との相克が、今後一つの注目点となろう。もっとも、議決権行使助言会社に対する規制に見られるように、政権交代や、SEC 委員構成の変化が起これば、規制の方向性が大きく修正される可能性はある。

日本では目下、コーポレートガバナンス改革の実質化に向けた議論が行われている。金融審議会のワーキング・グループでは、大量保有報告制度における共同保有者と現金決済型エクイティ・デリバティブの扱いが検討課題に挙がっている³⁸。また、金融庁が 2023 年 4 月に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」³⁹では、ファンド議決権行使の開示方法に関して課題があると指摘されている。

日本と米国では取り巻く環境が異なるものの、SEC による一連の規制改革は日本の観点からも参考になる点もあるものと思われる。今後も米国におけるコーポレートガバナンス規制をめぐる議論は注視していくべきであろう。

³⁷ 例えば、SEC マーク・ウエダ委員は、1996 年から 2019 年にかけて米国上場企業数が半減したことの要因として、上場に係る負荷が高いため、非上場企業が IPO を選択しづらくなっていることを指摘している。

Commissioner Mark T. Uyeda, “Remarks at the “Going Public in the 2020s” Conference,” March 3, 2023.

³⁸ 金融庁『金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（第 1 回）』2023 年 6 月 5 日。

³⁹ 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」2023 年 4 月 21 日。