米国上場企業の財務報告の修正と役員報酬の返還
－クローバック制度の導入を義務付けるSEC－

板津　直孝

▌要　約▐

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2023年6月、取引所による、クローバック制度に係る上場基準の改正案を採択した。クローバック制度とは、役員報酬算定の基礎となった財務報告について、財務報告の修正を行うことが必要となった場合に報酬の返還を求めるものである。同改正により上場企業は、クローバック方針の導入と年次報告書等での情報開示が求められることとなった。
2. 米国におけるクローバック制度は、2002年7月にサーベンス・オクスリー法（SOX法）によって初めて定められた。SOX法第304条では、CEO及びCFOに限定して12か月以内に受領した報酬等の返還を求めているのに対して、改正された上場基準では、現職及び退職したすべての役員を対象とし、報酬の返還期間もより長期の3年間としている。同上場基準は、財務報告の修正と役員報酬との連動性を高め、財務報告についての不正を抑止し、企業から役員への不当な財産の移転を是正し、株主との関係における公平性を確保することを目的としている。
3. 日本では、2015年6月に導入されたコーポレートガバナンス・コードの適用以降、役員報酬について、業績に連動するインセンティブ報酬の重要性が指摘されるようになった。インセンティブ報酬の導入の促進については、法人税法上でも対応が進められた。
4. 日本ではクローバックを直接規定した法令はないが、グローバル企業の中には、報酬体系を米国上場企業並みに整備する企業も増え始めている。日本企業が、役員報酬と中長期的な企業価値との整合性を図るべく報酬体系を整備し、役員報酬に占めるインセンティブ報酬の割合を高める過程で、SECによるクローバック制度の導入の義務付けからは、一定の示唆を得ることができると言える。

野村資本市場研究所　関連論文等

・神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナス規制の強化」『野村資本市場クォー タリー』2011年春号。

Ⅰ 米国におけるクローバック制度導入の背景

米国証券取引委員会（SEC）は、2023 年 6 月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダック（NASDAQ）が提出した、クローバック制度に係る上場基準の改正案[1]を採択した。クローバック制度は、役員報酬算定の基礎となった財務報告について、会計上の修正再表示（Accounting Restatement）を行うことが必要となった場合に報酬の返還を求めるものである。同改正により上場企業は、クローバック方針の導入と年次報告書等での情報開示が求められることとなった。

クローバック制度の導入目的としては、主に 3 つが挙げられている（図表 1）。

図表 1　クローバック制度の導入目的

- 財務報告の会計上の修正再表示と役員報酬との連動性を高める。
- 財務報告についての不正を抑止する。
- 企業から役員への不当な財産の移転を是正し、株主との関係における公平性を確保する。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

米国のクローバック制度については、長く議論が重ねられてきた経緯がある。2000 年代初頭に発生したエネルギー大手エンロンや通信大手ワールドコムなどの不祥事では、不正会計による虚偽の財務報告により高い株価が維持され、経営者は株式報酬を通じて多額の売却益を実現していた。

同不祥事を受けて 2002 年 7 月、サーベンス・オクスリー法（SOX 法）が成立し、同法第 304 条では、虚偽の財務報告によるクローバックの制度が初めて設けられた[2]。不正行為の結果、財務報告要件に対する重要な違反により、発行体が会計上の修正再表示をする必要がある場合、CEO 及び CFO は、発行体に報酬等を返還しなければならない（図表 2）。

図表 2　SOX 法第 304 条におけるクローバック

- 会計上の修正再表示の対象とされた財務報告を最初に公表又は SEC に提出したいずれか早い日より、12 か月以内に受領した賞与、その他のインセンティブ報酬又は株式報酬
- 当該 12 か月間に発行体の有価証券の売却によって得られた利益

（出所）PCAOB, “Sarbanes-Oxley Act of 2002” July 30, 2002 より野村資本市場研究所作成

[1] NYSE, “Form 19b-4,” June 5, 2023: NASDAQ, “Form 19b-4,” June 5, 2023.
[2] PCAOB, “Sarbanes-Oxley Act of 2002” July 30, 2002.

SOX 法の成立後、リーマン・ブラザーズの破綻を契機として 2008 年に発生した世界的な金融危機では、過剰な役員報酬の支給によって、不適切なリスクテイクを促すインセンティブ報酬を禁止することを目的として、クローバックの対象を拡大する議論が進められた。ドッド・フランク法（DF 法）第 954 条が整備され、1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）にルール 10d-1 が追加された[3]。

ルール 10d-1 は、SEC が証券取引所等に対して、上場企業にクローバック方針を策定し実施することを義務付ける、上場基準を定めるよう指示することを要請している。SEC は、2015 年 7 月、証券取引所等の上場基準に関する規則提案を行なったが、共和党の反対などで導入が遅れ、2022 年 10 月に最終規則案を採択した[4]。

このような経緯で、クローバック制度に係る上場基準案はクローバックの対象を拡大し、2023 年 6 月、SEC によって採択された。SOX 法第 304 条では、CEO 及び CFO に限定して、12 か月以内に受領した報酬等の返還を求めているのに対して、ルール 10d-1 では、現職及び退職したすべての役員を対象とし、報酬の返還期間もより長期の 3 年間としている。

Ⅱ　クローバック制度に係る上場基準の改正の概要

クローバック制度に係る上場基準は、NYSE 上場企業マニュアルの 303A.14[5]と NASDAQ ルールブックの 5608[6]にそれぞれ定められている。同上場基準は、国内発行体と外国民間発行体（FPI）を含む NYSE 又は NASDAQ に上場しているすべての発行体に対して適用される。すべての発行体は、2023 年 10 月 2 日の発効日から 60 日後の 2023 年 12 月 1 日までに、発効日以降に役員が受領するすべてのインセンティブ報酬について、クローバック方針を導入することが求められる。

NYSE 又は NASDAQ に米国預託証券（ADR）を上場している日本企業も適用対象となり、発効日以降に SEC へ提出する年次報告書（Form 20-F）等において、クローバック方針を開示する必要がある。

１．クローバックの対象となる役員報酬

クローバックの対象となる役員報酬とは、財務報告指標の達成に基づき、全部又は一部が付与、獲得又は確定する「インセンティブ報酬」のうち、対象役員が上場企業の対象役員に就任後、インセンティブ報酬の対象期間中に対象役員として務め、クローバックの対象期間において受領したものを指す。

2023 年 10 月 2 日の発効日以降に対象役員が受領するインセンティブ報酬がクローバックの対象候補となるが、インセンティブ報酬が財務報告指標を達成した会計期間の終了後

[3] Congress.gov, “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” July 21, 2010.
[4] SEC, “Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation,” October 26, 2022.
[5] NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation.”
[6] NASDAQ, “Rulebook, 5608 Recovery of Erroneously Awarded Compensation.”

に支払又は付与される場合であっても、当該インセンティブ報酬は、財務報告指標を達成した会計期間中に受領したものとみなされる。

また、財務報告指標の達成で付与、獲得又は確定するインセンティブ報酬が一部であってもクローバックの対象となるのは、インセンティブ報酬が財務報告指標の達成のみに基づく必要はないことを明確にするためにある。例えば、一定の収益水準を達成すれば目標金額の 60%を給付する、一定数の新規出店で目標金額の 40%を給付するといった報酬も含まれる。同様に、給付金額は財務報告指標の達成に基づいているが、金額の増減について報酬委員会の裁量を受ける報酬も、財務報告指標の達成に一部基づくものとなる[7]。

ここで言う財務報告指標とは、図表 3 のとおりである。

図表 3　インセンティブ報酬の基準となる財務報告指標

- 発行体の財務諸表を作成する際に適用される会計原則に従って決定及び表示される指標
- 上記指標から全部又は一部が導き出される指標
- 株価及び株主総利回り（Total Shareholder Return, TSR）

（出所）NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation”より野村資本市場研究所作成

財務報告指標は、財務諸表で開示したり、SEC への提出書類に含めたりする必要はない。

株主総利回りは、株式投資により得られたキャピタルゲインと株主配当を投資額で除した比率で、株主に対する総合的なリターンを示す。日本では、2019 年 1 月、「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」が公布され、有価証券報告書において、最近 5 年間の株主総利回りの推移について、提出会社が選択する株価指数における最近 5 年間の総利回りと比較した情報開示が求められている[8]。

２．クローバック制度の対象となる役員

クローバック制度の対象となる役員は、図表 4 のとおりである。

図表 4　クローバック制度の対象となる役員

- 社長
- 主要な財務責任役員
- 主要な会計責任役員（又は、そのような会計責任役員がいない場合は会計責任者）
- 主要な事業分野、部門、又は機能（営業、総務、財務など）を担当する副社長
- 政策決定機能を遂行するその他の役員、又は同様の政策決定機能を遂行するその他の者

（出所）NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation”より野村資本市場研究所作成

7　SEC, “Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation,” October 26, 2022.

8　内閣府令で規定する株主総利回りは、（各事業年度末日の株価＋当事業年度の 4 事業年度前から各事業年度までの 1 株当たり配当額の累計額）÷ 当事業年度の 5 事業年度前の末日の株価で計算される。

発行体の親会社又は子会社の役員が、発行体のために政策決定機能を遂行する場合には、当該役員は発行体の役員とみなされる。発行体がリミテッド・パートナーシップである場合、リミテッド・パートナーシップの政策決定機能を遂行するジェネラル・パートナーの役員又は従業員は、リミテッド・パートナーシップの役員とみなされる。発行体が信託である場合、信託の政策決定機能を遂行する受託者の役員又は従業員は、信託の役員とみなされる。

クローバック制度の対象となる役員の特定に当たっては、連邦規則集（Code of Federal Regulations, CFR）における、17 CFR 229.401(b)[9]に従って特定された役員が少なくとも含まれる。したがって、FPI である日本企業が、SEC へ提出する年次報告書（Form 20-F）等において、レギュレーション S-K（非財務情報開示に関する規則）に基づき「Executive Officer」として情報開示している役員は、少なくともクローバック制度の対象となる。

３．クローバックの対象期間

クローバックの対象となる期間は、発行体が会計上の修正再表示をする必要がある日の直前に完了した 3 会計年度を指す。1933 年証券法（Securities Act of 1933）に基づく財務報告要件の重要な違反により、会計上の修正再表示をする必要がある場合、発行体は誤って給付されたインセンティブ報酬を合理的に速やかに回収することが求められる。これには、以前に発行された財務諸表にとって重要な誤りであり、当該財務諸表の誤りを修正するために必要な会計上の修正再表示、又は以前に発行された財務諸表にとって重要な誤りではないが、当該誤りが当期に修正されるか、当期に修正されない場合に重要な虚偽表示となる可能性がある修正再表示を含む。

会計上の修正再表示をする必要がある日は、図表 5 のいずれか早い日を指し、修正された財務諸表が SEC に提出されるか否か又はいつ提出されるかに依らない。

図表 5　会計上の修正再表示をする必要がある日

（A）発行体の取締役会、取締役会の委員会、又は権限を与えられた役員が、発行体が会計上の修正再表示をすると結論付けた、又は合理的に結論付けるべきであった日。

（B）裁判所、規制当局、又はその他の法的に権限を与えられた機関が、発行体に会計上の修正再表示を指示した日。

（出所）NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation”より野村資本市場研究所作成

[9] Code of Federal Regulatins, Title 17, Part 229, Item 401(b) Identification of executive officers.

４．クローバックの対象報酬額の算定

クローバックの対象となるインセンティブ報酬の額、つまり誤って給付された報酬の額は、会計上の修正再表示に基づいて算定された、本来受領していたであろうインセンティブ報酬を超える税引前の額である。

株価及び株主総利回りに基づくインセンティブ報酬については、誤って給付された報酬の額が、会計上の修正再表示に基づいて直接数学的に再算定される対象ではない場合は、図表 6 の対応が求められる。

図表 6　株価及び株主総利回りに基づくインセンティブ報酬の再算定

(A)　株価及び株主総利回りに対する会計上の修正再表示の影響の合理的な見積りに基づく。
(B)　発行体は、合理的な見積りの決定に関する文書を保管し、上場証券取引所に提出する。

（出所）NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation”より野村資本市場研究所作成

なお、財務諸表の誤り又は会計上の修正再表示に対する過失又は責任の有無にかかわらず、すべての対象役員に対して、誤って給付された報酬のクローバックが求められる[10]。

５．実行不可能な場合のクローバックの免除

発行体は、クローバックが現実的でない場合を除き、クローバック方針に従って誤って給付された報酬のクローバックが求められる。クローバックは、発行体とその株主に正当に帰属する金銭の返還を対象役員に要求することを意図していることから、クローバックの免除は限られている。

発行体は、図表 7 の要件が満たされ、役員報酬決定に責任を持つ独立取締役の委員会、又は当該委員会が存在しない場合には取締役会に所属する独立取締役の過半数が、クローバックが実行不可能であると決定した場合、クローバックを免除することができる。

図表 7　実行不可能な場合のクローバックの免除要件

(A)　クローバックために第三者に支払う直接費用が、クローバックの額を超える。
(B)　クローバックが、2022 年 11 月 28 日以前に制定された本国法（Home Country Law）に違反する。
(C)　クローバックにより、従業員向けの税制適格退職年金制度の要件を満たさなくなる可能性がある。

（出所）NYSE, “NYSE Listed Company Manual, 303A.14 Erroneously Awarded Compensation”より野村資本市場研究所作成

[10] SEC, “Listing Standards for Recovery of Erroneously Awarded Compensation,” October 26, 2022.

発行体は、第三者に支払う直接費用がクローバックの額を超えると結論付ける前に、クローバックのための合理的な試みを行い、当該試みを文書化し上場証券取引所に提出する必要がある。

発行者はまた、本国法に違反すると結論付ける前に、クローバックが本国法の違反につながることについて、上場証券取引所が認める本国法の弁護士の意見を取得し、上場証券取引所に提出する必要がある。

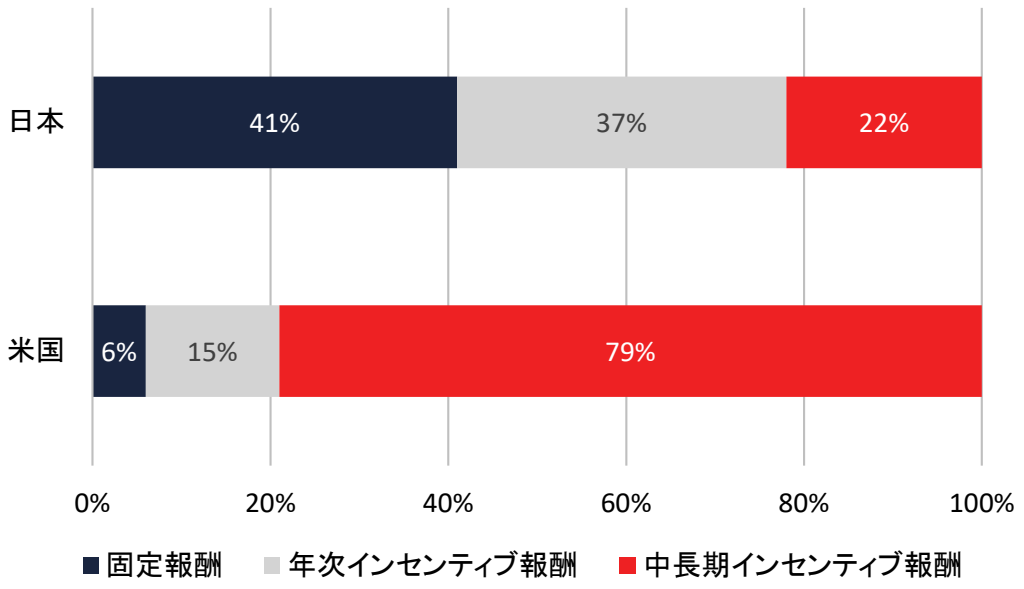
発行体において従業員に適用される税制適格退職年金制度への配慮としては、クローバックが、内国歳入法（IRC）第 401 条(a) (13)又は第 411 条 (a)に基づく税制適格退職年金制度の要件の充足を失わせる可能性がある場合、クローバックは免除させる。

なお、発行体は誤って給付された報酬の損失に対して、対象役員を補償することは禁止されている。

Ⅲ　インセンティブ報酬を巡る日本の動向と課題

中長期のインセンティブ報酬の割合が高い米国と比較すると、日本企業の役員報酬は、固定報酬の割合が高く、中長期のインセンティブ報酬の占める割合が特に低い。2022 年度の日本企業の CEO の報酬は、固定報酬が全体の約 41%を占めた。中長期のインセンティブ報酬は 22%であり、米国の 79%と比較して低い水準となっている（図表 8）。

図表 8　日米の CEO 報酬の構成比



（注）　HR ガバナンス・リーダーズのデータに基づく。
（出所）「日本の経営者報酬、業績連動比率 59%に上昇　22 年度」『日本経済新聞』2023 年 5 月 15 日より野村資本市場研究所作成

日本では 2015 年 6 月に導入されたコーポレートガバナンス・コードの適用以降、役員報酬について、業績に連動するインセンティブ報酬の重要性が指摘されるようになった。

コーポレートガバナンス・コードの補足原則 4-2①では、経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきであるとしている。

また補足原則 4-10①では、上場会社が監査役会設置会社又は監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきであるとしている。同補足原則は役員報酬等に係わる機能の重要性を指摘しており、米国のクローバックの免除が、役員報酬決定に責任を持つ独立取締役の委員会、又は当該委員会が存在しない場合には取締役会に所属する独立取締役の過半数の判断に委ねられていることに通じる。

インセンティブ報酬の導入の促進については、法人税法上も対応が進められた。2017 年度税制改正では、コーポレートガバナンス・コードの導入を受けて、持続的な企業価値向上に資する役員給与制度の見直しが行われた。同改正では、業績連動給与の定義を設け、一定の要件を満たす場合、損金算入を認めることとされた。

業績連動給与は、適正性や透明性を担保することを条件にしているため、その算定方法の内容が一定の報酬諮問委員会の諮問等を経て決定されていることや、有価証券報告書に開示されていることなどの要件を満たせば損金算入することができる（図表 9）。

図表 9　業績連動給与の損金算入要件の概要

● 算定方法が指標に基づく客観的なものであること。
● 金銭の場合は確定額、株式又は新株予約権の場合は確定数を限度とすること。
● 他の業務執行役員と同様の算定方法を用いること。
● 算定方法を有価証券報告書で開示していること。
● 算定方法を一定の日までに適正な手続により決定していること。
● 一定期間までに交付又は交付される見込であること。
● 損金経理をしていること。

（出所）経済産業省「攻めの経営を促す役員報酬」2020 年 9 月より野村資本市場研究所作成

業績連動給与の損金算入要件のひとつである算定指標の範囲を確認すると、「利益の状況を示す指標」、「株式の市場価格の状況を示す指標」、「売上高の状況を示す指標」を基礎としたものであることが要件となっている（法人税法第 34 条第 1 項第 3 号イ）。したがって、インセンティブ報酬が当該指標の達成に基づかない場合は、損金不参入となる。

2021 年度税制改正では国際金融ハブ取引に係る税制措置として、投資運用業を主業とする非上場の非同族会社等について、業績連動給与の算定方法等を金融庁のウェブサイトへ掲載する場合等には、損金算入を認める特例が設けられた（租税特別措置法 66 条の 11 の 2）。2017 年度税制改正では、業績連動給与を損金算入するための要件のひとつとして、当該算定方法について有価証券報告書に記載が必要とされているため、有価証券報告書を提出しない投資運用会社については、当該要件を満たすことができず、役員報酬を損金に算入できなかった。2021 年度の税制措置によって、有価証券報告書を提出しない投資運用会社についても、一定の要件を満たす場合には、業績連動給与の損金算入が可能となった（図表 10）。

図表 10　国際金融ハブ取引に係る税制措置の概要

● 業績連動型役員報酬の算定方法が事業報告書・ディスクロージャー誌に記載されていること。
● 金融庁ウェブサイトに事業報告書が公表されていること。
● 組合契約書等にあらかじめ業績連動型役員報酬が支払われる旨及びその算定方法の記載があること。又は業績連動型役員報酬を支給する事業年度以前に開催される組合員集会等において、業績連動型役員報酬が支払われる旨及びその算定方法の報告が行われ、その議事録にその支給する旨又は算定方法について、出資者から異議があった旨の記載等がないこと。

（出所）金融庁「国際金融ハブ取引に係る税制措置（法人税）」2021 年 4 月 1 日より野村資本市場研究所作成

日本企業の持続的な企業価値向上に向けて、インセンティブ報酬の導入に係わる制度的な整備が進められているが、現状では、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場会社が ROE（自己資本利益率）8%未満、PBR（株価純資産倍率）1 倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある。企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が求められており、そのためには、役員報酬の内容が、企業価値向上に対する経営者へのインセンティブ付与という観点から、適切に決定されていることの重要性が増していると言える。

日本企業の役員報酬の絶対額は、諸外国と比べて低いことから、高額であるという指摘はない。報道によると、2022 年度の米国企業の CEO 報酬は日本企業の 14 倍であり、インセンティブ報酬の占める割合が高いことを勘案しても、報酬額での比較では、日本企業の CEO より米国企業の CEO の固定報酬額が多額であると推察される[11]。

[11] 「日本の経営者報酬、業績連動比率 59%に上昇　22 年度」『日本経済新聞』2023 年 5 月 15 日。HR ガバナンス・リーダーズのデータに基づく。

現状の日本企業の役員報酬に占めるインセンティブ報酬は、米国と比較して報酬格差が大きいことからも、不正会計や過度なリスクテイクを懸念するほどの割合ではない可能性がある。しかし、日本企業がインセンティブ報酬の割合を高めていくにしたがって、クローバック制度の必要性に直面することになろう。また、投資家からは、インセンティブ報酬とクローバック制度は一体のものであり、コーポレートガバナンスの適正性の確保を目的として、クローバック制度の導入を求められる可能性もある。

一例として、日本の製薬大手である武田薬品工業に対しクローバック制度の導入を求めた株主提案がある。2019 年 6 月に開催された武田薬品工業の定時株主総会では、クローバック条項の定款への採用を求める第 8 号議案が提出された[12]。

同議案では、外国人経営幹部を含む会社経営陣の過度なリスクテイクを抑止するためにも、クローバック条項の採用が必要だとされた。同社は 2019 年 1 月に、アイルランドの製薬大手シャイアーを 6 兆 2,100 億円で買収し、買収資金の調達のため社債及び借入金が大幅に増加した[13]。同議案では、過大投資の減損や過年度決算の修正が生じた場合に、誤って給付された業績連動報酬を返還させるとした。また、同社の役員報酬に占める長期インセンティブ報酬は 65%であり、役員報酬の絶対額も米国並みであることからも、クローバック制度の必要性に直面していたと推察される。

第 8 号議案については 52.2%の賛成票が集まったが、定款変更を伴ったため、出席株主の 3 分の 2 以上の賛成を必要とする特別決議ということで否決された[14]。しかし同社は、賛成が過半数に達した点を重視し、定款ではなく社内規定を遅くとも 2020 年 5 月までに整備する意向を示した[15]。同社の取締役会は、2020 年 4 月、クローバック方針の導入を承認し、同月 1 日に発効した[16]。

そして、同社は NYSE 上場企業であることから、クローバック制度に係る上場基準の 2023 年 10 月 2 日の発効日に合わせて、同日付で NYSE 上場企業マニュアルの 303A.14 に準拠してクローバック方針を改定した[17]。

日本ではクローバックを直接規定した法令はないが、グローバル企業の中には役員報酬の絶対額も含めて、報酬体系を米国上場企業並みに整備する企業も増え始めている。日本企業が、役員報酬と中長期的な企業価値との整合性を図るべく報酬体系を整備し、インセンティブ報酬の割合を高める過程で、SEC によるクローバック制度の導入の義務付けからは、一定の示唆を得ることができると言える。

---

[12] 武田薬品工業「第 143 回定時株主総会議案にかかる補足資料」2019 年 5 月。
[13] 武田薬品工業「第 142 期有価証券報告書」2019 年 6 月 27 日。
[14] 武田薬品工業「第 143 回定時株主総会の議決権行使結果」2019 年 6 月 27 日。
[15] 武田薬品工業「武田薬品の坂根正弘取締役会議長によるクリストフ・ウェバー氏への信任表明ならびに第 143 回定時株主総会議決に対する考え」2019 年 6 月 19 日。
[16] 武田薬品工業「エグゼクティブ報酬返還ポリシー（クローバックポリシー）の導入について」2020年4月1日。
[17] 武田薬品工業「報酬返還ポリシー（クローバックポリシー）の改定について」2023 年 10 月 2 日。