

## 米国におけるクローバック新規則の施行

企業法務ニューズレター

2023年10月2日号

執筆者:

[柴田 寛子](#)

[h.shibata@nishimura.com](mailto:h.shibata@nishimura.com)

### 1. はじめに

米国では、2023年10月2日施行のNYSE及びNASDAQの規則改正により、これらへの上場企業は、業績連動報酬の基礎とした財務諸表に過誤が判明した場合等を念頭に、報酬の取戻し（クローバック）を求める制度の導入が義務づけられることとなりました。当該改正は、米国籍以外の民間事業者（Foreign Private Issuers（FPIs））にも適用されるため、ADRをNYSE又はNASDAQに上場する日本企業も、上記の義務に服します。また、その改正内容は、FPIsに該当しない日本企業がクローバック制度を導入する際にも、示唆に富むことから、本稿にて概説いたします。

### 2. 米国改正規則の適用時期

クローバックに関する改正規則は、NYSE Listed Company ManualのSection 303A.14、また、NASDAQ Listed Rule 5608（以下「改正規則」）にそれぞれ定められています。改正規則の効力発生日は2023年10月2日であり、FPIsを含むNYSE又はNASDAQへの上場会社は、2023年12月1日までに、改正規則に準拠したクローバックポリシーを導入しなければなりません。

また、改正規則に基づき導入したクローバックポリシーについては、改正規則の施行日である2023年10月2日以降に、発行体が米国証券取引委員会（SEC）に提出する年次報告書（20-F）等と共に提出・開示することが求められています。

なお、NYSE及びNASDAQの規則改正は、米国ドット・フランク法のSection 954に基づき制定された米国1934年証券取引所法の規則10D-1をその根拠とするものです。規則10D-1は、米国証券取引所等に対し、上場会社に対する一定のクローバックポリシーの導入を義務づけることを求めるもので、SECは2015年に当該新規則の導入を試みましたが、十分な賛同を得られなかったため、2021年10月にパブリックコメントを再開し、2022年10月にSECにおいて3対2の僅差で可決されたとの背景があります。

### 3. クローバックとは

クローバックとは、一般に、業績連動型報酬において報酬額算定の基礎となる業績指標等の数値が誤っていた場合、又は、エクイティ報酬において株価が誤った情報を反映して不当に高くなっていたために報酬額もそれに比例して高くなったという場合等に、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、差額の報酬を会社に返還させる仕組みを指すと理解されています（大塚章男「役員報酬とコーポレート・ガバナンス―clawback条項を手掛かりとして―」筑波ロー・ジャーナル21号（2016年）34頁）。また、類似の制度として、マルスがあり、これは、一般に、報酬の支払いを繰り延べておき、繰延期間中に不祥事等が発覚し

た場合には、繰り延べられている報酬を減額する仕組みを指します。

日本でのこれらの導入状況として、TOPIX500 採用会社においては、クローバック条項を導入している企業は 72 社、マルス条項を導入している企業は 44 社であり、全体の 2 割未満との調査結果があります（大和総研「役員報酬プログラムの開示動向 - TOPIX500 採用会社の動向分析からみる今後の展望」<sup>1</sup>10 頁）。また、同じ調査結果（3 頁）によれば、取締役への業績連動報酬を導入している企業は 34%、（指名委員会等設置会社における）執行役への業績連動報酬を導入している企業は 42%であることから、業績連動報酬の広がりについて、クローバック及びマルスの導入は、日本においては未だ限定的といえます。もっとも、米国における NYSE 及び NASDAQ の規則改正によるクローバックポリシーの導入義務化により、特に海外の投資家から、業績連動報酬を導入する以上はクローバック制度はいわば一体のものと見られ、ガバナンスの適正確保の一環として、クローバック制度が一層重視されることとなる可能性があります。

## 4. 米国改正規則の要点

改正規則により導入が義務づけられたクローバックポリシーは、概要、下記を内容とするものです。発行体は、当該クローバックポリシーに基づき、発行体自身においてクローバックを実施する義務を負います。

### (1) 対象報酬の範囲

#### ① インセンティブ報酬

クローバックの対象となる「インセンティブ報酬 (incentive based compensation)」とは、財務報告指標の達成に基づき、その全部又は一部が付与、獲得又は権利確定する報酬とされています（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(e)、NASDAQ Listed Rule 5608(d)）。

また、上記の「財務報告指標 (financial reporting measures)」とは、(i)発行体の財務諸表の作成に適用される会計原則に従い決定・表示される指標、(ii)株価に関する指標、(iii)株主総利回り (TSR) に関する指標、又は(iv)その全部又は一部が上記いずれかの指標から派生する指標をいうとされています（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(e)、NASDAQ Listed Rule 5608(d)）。

上記の定義に照らし、例えば、継続勤務のみを要件とする株式報酬や、女性管理職比率や CO2 排出削減量等、財務報告指標に結びつかない ESG 指標に基づく報酬は、インセンティブ報酬には含まれません。もっとも、インセンティブ報酬は、その対象を広く捉えることを意図しており、財務報告指標の達成に、その全部又は「一部」に基づくものと定義されているように、報酬想定額の 60%が財務報告指標の達成に基づき、残り 40%が財務報告指標に紐付かない指標（例えば、新規開店数）に基づく報酬や、財務報告指標の達成度合いに基づくが、報酬委員会等の評価を経た上で最終額が決定される報酬も含まれるとされています（SEC Release No.33-11126・57 頁（脚注 181））。

#### ② クローバックの対象報酬

クローバックが求められるのは、上記のインセンティブ報酬のうち、対象役員（下記(2)参照）に就任後、該当する対象期間（下記(3)参照）において、インセンティブ報酬の職務対象期間中の全部又は一部において対象役員として職務遂行することにより「受領 (received)」したものとされています（NYSE Listed

<sup>1</sup> 下記にて閲覧可能。

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20230613\\_023845.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20230613_023845.pdf)

Company Manual Section 303A.14(c)(1)(i)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)(i) )。なお、発行体が NYSE 又は NASDAQ にその有価証券を上場している間に「受領 (received) 」したものである必要があり、また、当該「受領 (received) 」は、改正規則の効力発生日である 2023 年 10 月 2 日以降になされたもののみを対象とします。

留意が必要であるのは、「受領 (received) 」の意味であり、支払い又は付与がその後に行われたとしても、当該インセンティブ報酬の全部又は一部に適用される財務報告指標を達成した (attained) 会計期間中に、対象役員が「受領 (received) 」したとみなすとされています (NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(e)、NASDAQ Listed Rule 5608(d) )。

### ③過誤報酬額 (クローバックの対象額)

クローバックの対象額、つまり「過誤報酬額 (erroneously awarded compensation) 」は、以下の考え方にに基づき算出されます (NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)(iii)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)(iii) )。

まず、過誤報酬額は、対象役員が受領した対象報酬の額が、財務諸表修正再表示に基づき再計算した場合に当該対象役員が受領していたであろう対象報酬の額を超過する額を求めることで算出されます。

次に、対象報酬に適用される財務報告指標が、株価若しくは株主総利回り (又はその全部若しくは一部がこれらの指標のうちいずれかから派生する指標) であり、過誤報酬額が、財務諸表修正再表示での情報を直接用いた数字上の再計算によっては導くことができない場合には、受領された対象報酬がその根拠とした、発行体の株価又は株主総利回り (又はこれらの派生指標) への財務諸表修正再表示の影響についての「合理的な見積もり (a reasonable estimate) 」に基づき決定することとなります。また、当該見積もりについての根拠資料は、米国上場証券取引所に提出する必要があります。

また、いずれの場合においても、過誤報酬額の算出は、税引き前の状態で行う (must be computed without regard to any taxed paid) とされている点に留意が必要です。

## (2) 対象役員

クローバックポリシーに服する「対象役員 (executive officer) 」とは、(i)社長 (president) 、(ii)財務責任役員 (principal financial officer) 、(iii)会計責任役員 (principal accounting officer) (当該会計責任役員がいなかった場合には、会計責任者 (controller) ) 、(iv)主たる事業分野、部門又は機能 (営業、総務又は財務等) を担当する副社長 (vice-president) 、発行体の重要な方針決定機能を担うその他の役員 (officer) を指します (NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(e)、NASDAQ Listed Rule 5608(d) )。なお、発行体の親会社又は子会社の対象役員が発行体の重要な方針決定機能を担っている場合には、当該役員も対象役員に含まれます。

また、対象役員には、米国 1934 年証券取引所法の規則 S-K の Item 401(d)に基づき SEC に提出する年次報告書等における executive officer を含むとされているため、FPIs である日本企業の 20-F において executive officer と記載されている者は、上記対象役員に含まれることとなります。

## (3) 対象期間

クローバックの対象報酬は、クローバック義務発生日の直前に終了した 3 会計年度の期間中に「受領 (received) 」されたものです (NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)(i)(D)、NASDAQ

Listed Rule 5608(b)(1)(i)(D))。

ここで、「クローバック義務発生日」とは、(i)発行体の取締役会（取締役会による承認が必要とされない場合には、当該承認権限を有する、取締役会における委員会又は発行体の役員）が、発行体において財務諸表修正再表示を行う必要があると結論付けたか又は合理的に結論付けるべきであった日、及び(ii)裁判所、規制当局又はその他権限のある機関が発行体に対して財務諸表修正再表示を行うよう指示した日のうち、いずれか早い方の日を指します（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)(ii)(D)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)(ii)）。このように、対象期間の起算点について、（不明確さが残りますが）改正規則上は、修正された財務諸表が提出された日ではなく、修正の必要ありと判断された日とされている点に留意が必要です。

#### **(4) クローバック発動事由**

クローバックの発動事由は、発行体において、米国連邦証券法（the securities laws）に基づく財務報告要件の重大な違反に起因する財務諸表修正再表示（an accounting restatement）が求められる場合であって、当該違反が、(i)過去に発行済みの財務諸表における誤りであり、かかる過去の財務諸表において重大であるもの、又は(ii)当該誤りが、当期中に修正された場合、若しくは当期中に修正されなかった場合のいずれかにおいて、重大な虚偽表示をもたらすものである場合に必要とされます（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)）。なお、改正規則の根拠となる米国 1934 年証券取引所法の規則 10D-1 においては、財務諸表修正再表示（an accounting restatement）自体の定義は設けず、適用ある会計基準に依拠するとされています（SEC Release No.33-11126・37 頁）。

また、財務諸表修正再表示又はその原因について帰責性のない対象役員に対しても、クローバックは適用されず（SEC Release No.33-11126・85 頁）。

#### **(5) クローバックの手法**

改正規則及びその根拠となる米国 1934 年証券取引所法の規則 10D-1 においては、クローバックの手法についての規定はなく、合理的に速やか（reasonably promptly）（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)）である限り、また、過誤報酬額を下回らない限りにおいては、返還（recovery）の手法は発行体の裁量に委ねられています（SEC Release No.33-11126・98 頁）。なお、返還を容易にする方法の例示として、報酬の繰延払制度（a deferred payment plan）の導入も考えられるとされています（SEC Release No.33-11126・100 頁）。

#### **(6) クローバックの免除**

クローバックポリシーに基づく返還請求が免除される場合については、極めて限定された内容で定められています。具体的には、以下のいずれかの場合であって、いずれの場合にも、役員の報酬決定について責任を負う、発行体の取締役会における独立取締役の委員会（当該委員会がない場合には、発行体の取締役会における独立取締役の過半数）が、過誤報酬額の回収が実行不可能（impracticable）と判断することが必要とされています（NYSE Listed Company Manual Section 303A.14(c)(1)(iv)、NASDAQ Listed Rule 5608(b)(1)(iv)）。

(A) 過誤報酬額の回収のために第三者に支払いを要する直接費用が、要回収額を超える場合。但し、発行



体は、回収につき合理的な努力を尽くし、当該努力について書面での記録を残し、米国上場証券取引所に提供しなければならない。

- (B) 過誤報酬額の回収が、2022年11月28日以前に制定された発行体の準拠法（home country law）に照らし、法令違反となる場合。但し、発行体は、米国上場証券取引所の承諾する内容での当該準拠法についての法律専門家からの法律意見書を取得し、提出しなければならない。
- (C) 発行体において従業員向けに広く導入している、米国内国歳入法典の Section 401(a)(13)又は 411(a)A に基づく税制適格退職金制度の要件充足性を失わせることとなる場合。

日本法のもとでのクローバック制度の許容性については、当該制度を報酬に関する発行体と対象役員との間の事前合意の内容とすることで原則として有効と解されます（前掲・大塚 32 頁）。また、エクイティ報酬が、インセンティブ報酬（上記(1)①参照）に該当する場合には、クローバック制度が、一定の事由が生じたことを条件として、対象役員である取締役に対し、報酬として付与された株式等を発行体に無償で譲り渡すことを約させる場合等（会社法 361 条 1 項 3 号・5 号イ、会社法施行規則 98 条の 2 第 2 号・3 号、98 条の 4 第 1 項 2 号・3 号参照）に該当するとして、指名委員会等設置会社以外の会社においては制度導入に株主総会承認を要するかが一応の論点となりますが、当該規定は、立案当時、事前交付型の譲渡制限付株式報酬において、譲渡制限期間中に継続勤務条件が満たされない等の理由により発行体が当該株式を無償取得する場合をその典型的な場合として想定していたものであり（法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会資料 20「取締役等に関する規律の見直しについての個別論点の検討」5 頁参照）、クローバック制度を念頭に置いていたものではないと考えられます。クローバック制度が、上記規定に該当する場合とは、個別の内容に応じ、取締役報酬として適切なものかについての判断を株主に特に求める必要がある場合に限り解することが妥当と考えられます（後藤元監修「改正会社法実務対応 Q&A〔Ⅱ〕」旬刊商事法務 2254 号 36 頁〔野澤大和〕参照）。加えて、従業員としての身分を有する対象役員が存在する場合においては、対象報酬の内容としてクローバックの条件等を予め明示することで、そのような成立要件（又は解除条件）を付された報酬と構成することは可能であり、クローバック制度そのものが、損害賠償の予約の禁止（労働基準法 16 条）又は減給の制裁の制限（同法 91 条）に抵触するとの評価はそぐわないと考えられます（佐藤丈文・田端公美「『クローバック条項』導入上の法的留意点」経理情報 1557 号 48 頁参照）。

## (7) 報酬委員会

上記(6)のとおり、クローバックの免除の是非は、独立取締役のみで構成される報酬委員会の判断に委ねられています。この点にも鑑み、クローバックポリシーの採択及び改定は、当該要件を満たす報酬委員会の承認を要するとの対応が考えられます。

日本法の観点からは、指名委員会等設置会社であって、報酬委員会の委員を任意に全員社外取締役としている場合には、通常、上記の要件を満たすと考えられます。一方、指名委員会等設置会社以外のガバナンス構造を採用する会社が FPIs として改正規則の適用を受ける場合には、上記の要件を満たす任意の委員会の設置を検討する必要があることとなります。

## 5. おわりに

改正規則に準拠したクローバックポリシーは、クローバックの発動事由を財務諸表修正再表示を要する場合に限定しつつも、株価や株主総利回りに基づくインセンティブ報酬も対象とし、また、返還金額を税引き前で算出する等、実務運用において若干の困難を伴う点も含んでいます。もっとも、クローバックの対象期間

を原則として財務諸表修正再表示の決定時を含む事業年度から遡る 3 事業年度とした点や、（日米でのガバナンス構造の違いをおいても）独立した報酬委員会の関与を求める点等、日本においてクローバック制度を設計する際に参照に値する要素を含んでおり、米国のみならず日本の実務への影響にも少なからず影響を与えるものと考えられます。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 広報課 [newsletter@nishimura.com](mailto:newsletter@nishimura.com)