

米国ドッド・フランク法を中心とする国際金融法制の 展開と影響に関わる考察

——規制強化のジレンマならびにパラドックス、コーポレート・ガバナンス、域外適用など——

藤 川 信 夫

はじめに

金融危機後の米国ドッド・フランク法に関しては、多くの論点が指摘される。コーポレート・ガバナンス、M&A ばかりである。特に同法のボルカー・ルールについては、適用除外・延期、さらには域外適用などが問題となっており、さらに国際コンプライアンスなどの国際取引の新分野において、域外適用の問題は拡大・変質しつつあり、

米国ドッド・フランク法を中心とする国際金融法制の展開と影響に関わる考察（藤川）

各法領域を跨いだ統一ルール鼎立などの検討も必要となってきた。域外適用に関しては、従来は主として独占禁止法などにおいて問題とされてきた。本稿は、従前のこうした理論・判例などの蓄積をもとに、我が国などの法実務に与えるドッド・フランク法の影響を検討すると共に、国際取引・組織法の大きな枠組みの下で、域外適用と併せて、コーポレート・ガバナンス、コンプライアンス・内部統制などの多面的な考察を図らんとするものである。^①

(1) 本稿は、二〇一三年一〇月二二―二三日に開催された日本私法学会第七七回全国大会（於 京都産業大学）における筆者の個別研究報告を踏まえて作成したものである。

第一章 ドッド・フランク法と法実務

一・ドッド・フランク法と法実務の影響

米国ドッド・フランク法に関しては、分量、領域の大きさ故に及ぼす影響も域外適用あるいは実質的国内法化のみならず、ビジネスモデル、リスクマネジメント、ガバナンスなど企業経営面へも広範囲な影響を与え、複雑な様相を呈する。同法の成り行き自体が不透明で神経質な展開をみせる中、各国規制当局ならびに金融機関側の対応が注視される。

また域外適用に関しては、従来は主として独占禁止法において問題とされてきたが、近年米国ドッド・フランク法におけるボルカー・ルールのほか、国際コンプライアンスなど新しい領域において、域外適用の問題が再燃し、また

拡大しつつある。ややもすれば恣意的な運用がなされているとの批判もあり、新たな統一ルール鼎立などが大きな意義を持ってきたといえよう。本稿は従前の理論・判例などの蓄積を踏まえて、国際取引分野における新しい域外適用の問題を検討し、コーポレート・ガバナンス、コンプライアンス・内部統制なども含めた大きな枠組みの下で、多面的考察を試みる。

本論稿においては、ドッド・フランク法の問題点を指摘し、整理すると共に、M&A、経営判断原則、銀証分離など銀行経営面の大きな観点を交え、揺れ動く同法の帰趨と展開を中心に検討する。長期・多角的視野からみた我が国の法・実務などに与える影響を考察すると共に、関連して域外適用ルールの統一化などの展望についても議論を試みる（注）。ガバナンス、M&A、国際コンプライアンスなどいずれも域外適用の問題にも関連する。長年、政府系金融機関の融資・審査、格付機関業務等に携わった経験も踏まえ、多面的かつ総合的な検討を加えたい。①我が国の金融規制全般、上場会社への間接的影響などのほか銀行経営の影響、②銀証分離と域外適用の交錯につきM&A、通常監督とソフトロー・ミックス、③規制導入によるパドックス・ジレンマとして、シティグループ（NY）ヒヤリングを基にボルカー・ルール等の域外適用と差別的跛行性・意図せざる帰結に対する修正、④ソフトロー等による改革とエンフォースメント、⑤ドッド・フランク法と経営判断原則ならびに取締役の責任等、⑥米銀の内部統制につき、会社法の要求と実務で展開した内部統制の整合性・射程範囲のズレ（吟味の規準）、⑦ガバナンス改革とリスクマネジメント（ERM）ならびに銀行持株会社経営、⑧金融危機後のガバナンスのコンバージェンスならびにローカル・ガバナンス、支配少数株主による非公開化・株主間差別化、⑨国際不正に対するグループ・コンプライアンス体制構築と域外適用、コンプライアンス・プログラムとドッド・フランク法の交錯ならびに我が国ガバナンス概念の変容の可

能性、⑩行政手続き導入と迅速化に向けて破綻処理法制への影響、⑪国際取引における域外適用ルール統一化・秩序形成とメルクマール鼎立など。経済法との接点でもあり、国際的エンフォースメントとして執行管轄権、ソフトローなどの考察も不可欠となる。域外適用と法領域の交錯、実践的リスクマネジメントE R M等に関する企業の実際にも焦点を当て、検討した^②。議論が活発化しつつある現在、精緻化・進展を図り、残された課題の考察を進めていきたい。

二・ドッド・フランク法の論点と俯瞰

ドッド・フランク法に関しては、M & A、ボルカー・ルールと域外適用、コーポレート・ガバナンスおよびリスクマネジメント、格付機関規制など企業経営や今後の法形成等に影響を与えかねない多様な論点がある。

第一には、ドッド・フランク法の評価と我が国金融機関および企業への影響、我が国の金融規制、上場会社への間接的影響などに加えて、ドッド・フランク法と銀行経営への影響ならびにユニバーサル・バンキングについても論及していきたい。ドッド・フランク法は、規制緩和が進み過ぎ、また巨大化した金融機関が、Too Big To Fail、預金者保護などの暗黙の信用補完に慢心したモラルハザードの中で様々な問題を引き起こした反省から、金融機関のリスク管理強化、金融監督体制の強化を図るものである。ドッド・フランク法における金融機関のリスク管理の強化を促すことになるが、ドッド・フランク法などの影響を限定的にとらえ、我が国の独自性を強調する立場からは、必ずしもユニバーサル・バンキングの方向性は全面的には否定されない面もある。

第二には、銀証分離の議論と域外適用の交錯がある。銀証分離とM & A、破綻処理と債権者負担、通常監督とソフトロー・ミックス等が問題となる。英国銀行独立委員会による金融システム改革としてリングフェンスならびに銀証分離の方向性やボルカー・ルールとの相似、シャドーバンキングに対する規制監督強化と銀証分離の結合、M & Aと

域外適用と関連性や海外銀行に対する影響などについて、銀行のリスク管理とガバナンス、国際不正取引であるLIBOR問題と規制強化なども含めて検討する。

第三に、関連して規制導入によるパドックスおよびジレンマが問題となりかねない。シテイグループ(NY)に對して行ったヒヤリングを基に、ボルカー・ルールの域外適用と差別的跛行性・意図せざる帰結に對する修正などについて検討したい。膨大な内容を擁するドッド・フランク法ゆえに、域外適用などの影響と反発、ロビー活動他の抵抗、理論面の詰め甘さ・曖昧さなどからくる規則制定の依拠および適用延期・除外などの措置が多いなど、法制度面のジレンマがある。流動性低下・資本コスト上昇、規制の少ないシャドー・バンキングの資金流出、海外資本市場との競争不利、個別金融機関のリスク・マネジメント制約から予想外のシステミック・リスクが熟成されかねないなど、規制導入によるパドックスの更なる現出も懸念され、シャドー・バンキング規制にしても規制強化の連鎖に堕しかねない。金融不安の継続、信頼の回復には時間を要し、細目の策定作業、バーゼル新規制の遂行、マクロ・プルーデンスの必要性と共に、金融政策との一体化による監督・運営、国際通貨基金(IMF)の資本・通貨フロー管理など、マクロ経済問題を中間・仲介項として、実効性ある体制構築のために非規制の国際機関まで包括せざるを得ないと思われる。

第四に、実体経済を対象とする金融規制法である限り、ソフトロー等による改革を進めることも必要であり、エンフォースメント等が課題とならざるを得ない。真の実効性を挙げるためには金融機関のコーポレート・ガバナンスなしいしは統制環境の醸成を合わせて図ることが必要となる。ドッド・フランク法の実質的域外適用等の関連からも法制度の内容の十分な事前開示と議論を尽くし、各国独自のビジネスモデル等も尊重しつつ、米国内外において法導入・

適用と金融機関側の影響を逐一、実証分析や経済状況等も踏まえて、十分な開示と着実なモニタリングにより導入を進め、ソフトローとのミックスを図っていくことが実効性を持ったあり得べき法規範形成に向けた観点から求められていこう。

第五に、ドッド・フランク法と経営判断原則ならびに取締役の責任が検討される。システムミック・リスクと受託者責任、信認義務違反などが議論される。戦略的リスクマネジメントであるERM構築など、システムリスクを内包する金融機関の取締役責任の高度化が求められる一方、肝心の企業統治に関する根本の議論が後退しているとの指摘もある。これもまた一種のジレンマであろう。

第六に、ドッド・フランク法と新たなガバナンス改革とリスクマネジメントならびにドッド・フランク法と銀行持株会社の経営などが検討される。リスク委員会およびERMならびにチーフ・リスク・オフィサー(CRO)導入の実際、ドッド・フランク法と銀行取締役の融資責任などを採り上げる。金融危機後のガバナンス改革について、ゴールドマンサックスの実践事例をみてみたい。またドッド・フランク法によりユニバーサルバンク後退、銀行持株会社化の傾向が生じ、業務の多様化が縮小すること、経営判断におけるシティ基準などを踏まえて考察したい。変動幅の大きい金融市場において、平時の経営判断原則の適用に批判的な見解も出される。米国におけるガバナンス改革の停滞ならびに不透明さと今後の展開についても俯瞰したい。

(2) コーポレート・ガバナンス、M&A、国際コンプライアンスなど、いずれも域外適用の問題に連関する。長年、政府系金融機関の融資・審査、格付機関業務等に携わった観点から、金融機関経営を含め、我が国法実務に関する多面的かつ総合的な

検討を加えたものである。拙稿「国際取引における域外適用ルール統一化ならびに秩序形成に向けて」日本法学第七九卷第一号（二〇一三年六月）、「域外適用と銀証分離の交錯―グローバル金融法制の新潮流―」政経研究『奥村大作教授古希記念』第四九卷 第四号（二〇一三年三月）、「銀行取締役の追加融資責任に関する考察―東和銀行損害賠償請求等訴訟事件と関連事案の検討ならびに米国の比較法的研究を通じて―」法学紀要第五四号（二〇一三年三月）。「米国金融規制改革法など国際金融法制における新たなリスク・ガバナンス―規制強化とコンバージェンスならびに忠実義務などを通じた株主間差別化に向けて―」政経研究『高木勝一教授古希記念』第四九卷 第三号（二〇一三年一月）、「米国ドッド・フランク法における銀行持株会社ならびにM&A取引規制等にかかる考察」日本法学第七八卷 第一号（二〇一二年六月）。「金融危機後の国際金融法制の展望と新たな統合的リスク管理ならびにガバナンス体制構築に向けて」奥島孝康先生古希記念論文集第一卷《下篇》『現代企業法学の理論と動態』成文堂（二〇一一年一〇月）。

第二章 米国金融改革法を中心とする国際金融法制の展開と日本への影響―法と実務の接点―

一・問題意識

日本私法学会全国大会（二〇一三年一〇月二二日）においては「域外適用とリスクマネジメントの実際―海外汚職行為防止法とドッド・フランク法の抵触局面における実務対応とガバナンスの方向性―」を副題として掲げ、研究報告を行っている。

ドッド・フランク法が我が国に及ぼす影響について、主要な論点を①同法に内在するジレンマ・パラドックス、②コーポレート・ガバナンス関連の強化規定、③域外適用の三つに絞り、検討する。その上で、これらが交錯し、先鋭化した企業実務の喫緊の課題として、海外汚職行為防止法とドッド・フランク法のジレンマに関わる域外適用とリス

クマネジメントの実際について、比較法、国際会社法等の観点も交えて検討し、日本私法学会の研究報告においてはコンピュータアンス・プログラムならびにERMの具体的な構築例も示したところである。

二・意図されない潜在的な帰結、規制強化のジレンマならびにパラドックス

二〇一〇年七月二一日署名、成立した米国ドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) に関しては域外適用 (extraterritorial application) と一律規制・外国銀行の扱いが大きな焦点となっている。米国における包括的な金融制度改革を目的とするドッド・フランク法の主旨としては、システムミック・リスク・レギュレーター設置、Too Big To Fail問題の対応、店頭デリバティブ市場改革、ヘッジファンド規制導入、銀行・保険規制システム改善、格付機関規制強化、証券化市場規制導入、役員報酬などコーポレート・ガバナンスの改善、消費者保護、投資家保護強化等の多くの課題に対処せんとする。

特に、銀行の業務範囲を制限し、大規模金融会社の規模を抑制することを目的とするボルカー・ルール (Volcker Rule) では、銀行持株会社等ならびに合併・統合等の禁止が図られる。預金保険制度で保護された銀行が高リスク業務を行い、Too big to failとならないように規模拡大を制限する。銀行と持株会社・グループ会社に対し、自己勘定トレーディング、ヘッジファンドならびにPEファンドの出資等につき、リスクヘッジ目的、顧客依頼取引等の例外はあるが、原則禁止する。大規模合併の禁止を図り、合併後の負債合計が金融機関全体の負債合計の一〇%を超える場合と定めている。

適用除外、域外適用ならびにその影響に関して、米国外活動に関する重要な例外として、「米国外のみ」行為の適用除外要件が厳格であること、許容活動の追加的制限(連邦準備法第三三A・三三B条拡大適用)などが議論されている。

ドッド・フランク法とM&A規制をみても、十分な資本化・管理要件改正、集中制限 (concentration limits)、システミック・リスク・ファクター、ノンバンクの合併モラトリアム、資本制約が定められる一方、基本に戻る禁止令、Too small to succeed、経済状態 (Economic Conditions) などの面でM&Aの促進となるパラドックスの現出も指摘される。

ドッド・フランク法の位置付けとしては、ガバナンス等パンドワゴン (便乗政策) 条項の多さ、未達事項ならびに意図せざる内容などが挙げられる。筆者が行ったシテイグループに対するヒヤリングによれば、①規制強化のジレンマ、②パラドックス、③法文の書き方が絞られておらず、他業界、一般事業法人へも影響すること、④規制強化・緩和の交錯時期であること、⑤SECの予算・人員削減など規制当局側の事情による実現延期、⑥新たなホット・イッシュー出現、⑦金融緩和とリスクテイクの増大、新興国のアセットバブル化、⑧各国の規制強化の反発等が指摘された。

三、ドッド・フランク法の法ならびに実務・金融機関経営に与える影響

ドッド・フランク法の法ならびに実務・金融機関経営に与える影響について、同法の評価では、米国金融システムの伝統的分権尊重を維持し、ガバナンス強化策など基本的に米国上場外国企業には直接適用されないこと、インセンティブ報酬枠組み開示義務、過大な報酬等提供禁止は外国ベースの銀行持株会社を含む預金金融機関持株会社に適用されることが挙げられる。次にビジネスモデル変更に関しては、コア業務集中は資本コスト増加に繋がり、高付加価値・高収益業務に特化する方向となろう。ボルカー・ルールの邦銀等に与える影響では、①邦銀の米国事業に対する直接的影響、②競争関係にある世界の金融機関の影響、③日本法に組み入れることを決定した場合の潜在的影響が検

討される。米国規制当局がボルカー・ルールの実施を促し、米国先例に従うことを主張するなど、競争政策上の観点から米国金融機関の国際競争力低下の影響を減少させんとすること、バーゼルⅢ改定プロセスに規制数値が参考とされることが想定される。

四・ドッド・フランク法におけるコーポレート・ガバナンス関連規制の強化とジレンマ

①第九五一条（一九三四年証券取引所法一四A条改正）は、株主に役員報酬および敵対的買収防衛策の役員退職金に関するゴールドデン・パラシュートについて、拘束力のない決議を行う権利として、定期的な株主のセイオンペイ（Say on Pay）の投票権を賦与している。SECの委任状勧誘規則により株主総会等の委任状等には、少なくとも三年ごとに開示が義務付けられる役員報酬の承認のために株主による決議、および少なくとも六年ごとに前記決議の頻度を定める株主による決議が含まなければならない。②第九五二条等は、報酬委員会の完全独立、委員会の特定・指定された監督責任の賦与を規定する。独立性基準と独立コンサルタントおよびアドバイザーのための要求項目など強化を要求している。③第九五三条では、SECが企業に役員報酬に関して追加の情報公開を提供することを規定する。④第九五四条は、役員報酬に関してサーベンス・オクスレー法（SOX法）の規則を拡大する。⑤第九七一条は、SECにプロキシ・アクセス（proxy access）ルール採用の認可権限を賦与する。株主が自らの候補者の取締役指名に総会招集通知の使用を許されるルールを広める権限を規定する。⑥第九七二条は、同一人のCEOと取締役会長の併有、理由についての公表を求める。⑦第九二三条では、公益通報保護が規定される。

ボルカー・ルールとコンプライアンス・プログラム設定の方針・手続に関して、銀行事業体がボルカー・ルール活動をを行う場合、設定、追加・予防プログラムが規定される。

米国企業改革法（SOX法）とドッド・フランク法の規制強化の関連では、二〇〇二年SOX法は三委員会のうち、監査委員会の機能強化、事後のモニタリングされる内部統制システムの実効性を高め、米上場企業のコーポレートガバナンスを強化するが、ドッド・フランク法は報酬委員会の機能強化、CEOによる高額報酬目当ての経営を未然に防止、コーポレートガバナンスの質を高める。また、公開会社の内部統制報告に関する監査証明義務の適用除外（SOX法緩和）が図られる一方、ドッド・フランク法第九五四条とSOX法第三〇四条の比較（報酬クローバックと海外発行体の影響）においては、第三〇四条要件に比し厳格となり、機関投資家など株主圧力対応下規程が整備されている（FDICガイド）。ドッド・フランク法における報酬規制と我が国法制をみると、株主総会権限を定める会社法相当の法律は米国は州法管轄、一九三四年証券取引所法は連邦法、金融商品取引法に相当する市場法の存在など、会社法の関係で制度設計の相違が指摘される。ドッド・フランク法と新たなリスク・ガバナンス体制の構築として、統合的リスク管理（ERM）に向け、取締役会のリスクガバナンス、リスク委員会・CROなどの規定を置き、ガバナンス強化を図るが、他方で、米国ガバナンス改革の不透明さ、経営判断原則と裁判所の謙抑性が指摘がされ、新たなジレンマとなっている。

五・域外適用の考察

ドッド・フランク法の域外適用と一律規制に関して、ボルカー・ルールの適用範囲について米銀は自己勘定取引の場所に関わらず適用される。非米銀は米国内、あるいは米国外取引の米国居住者を相手とする取引には適用がされる。ボルカー・ルール、デリバティブ規定の域外適用と差別的跛行性に関して、第一に、ボルカー・ルールでは、「米国国外のみ」行為の適用除外要件が厳格である。第二に、デリバティブ規定の域外適用について、非証券デリバティブ

(swaps) 関連規定は原則として米国国外の活動には適用されないが、米国通商における活動に直接的かつ重要な関連を有し、もしくは当該活動に直接的かつ重要な効果 (effect) を有する場合など (七二二条(d)、例外がある (修正効果主義))。第三に、スワップ・プッシュアウト条項の影響があり、第七一六条において銀行が連邦支援 (Federal assistance) を受ける場合、スワップ・エンティティを分離することを求める。邦銀または外国銀行米国支店が例外措置を利用できるか不明となる。第四に、不利益な影響として、外国銀行およびノンバンクと内国民待遇原則がある。域外適用に対する修正要求などが、我が国当局、全銀協、学界などから出されている所以である。

域外適用統一化に関して、独占禁止法と米国証券取引所法の域外適用関連の蓄積が検討される。属地主義の拡張、主観的属地主義 (行為理論) および客観的属地主義 (効果理論)、域外適用の拡張に対する国家主権に関する国際法三原則の制限などが挙げられる。①管轄権対象と管轄権渊源の間に実質的かつ真正の結合のあること、②他国の国内管轄権に属する事項に干渉しないこと、③適合性、相互性および比例性の原則に従うことが指摘される。また、独禁法の効果主義と証券法領域の効果理論 (客観的属地主義) のズレの問題も、今後の検討課題となろう。

域外適用における証券取引法とドッド・フランク法の交錯については、ドッド・フランク法九二九P条(b)(2)(B)による Morrison 判決修正と私人間訴訟の検討がされており、SECおよび司法省 (Department of Justice) の行為に関する限りで行為・効果基準を採用し、Morrison 判決の内容は実質的に一部修正されたことになる。⁽³⁾ 米国金融改革法の域外適用については、主観的属地主義と客観的属地主義を組み合わせた Bersch 判決 (一九七五年) の考え方が参考され、在外米国人のときは予備行為以上、在外外国人のときは損害の直接原因となる行為が必要とされるが、管轄権対象の關係で必要な行為の種類を考えるべきであろう。

国際不正コンプライアンスの域外適用に関して、グローバルなコンプライアンス・内部統制の整備が急務となる。英国賄賂防止法（UKBA）と米国海外汚職行為防止法（FCPA）の域外適用について、FCPAは刑事法的色彩が強く、主観的属地主義の要因が強まり、反面で市場の利害要因は薄まろう。マネー・ロンダリングでは刑法的色彩が強まり、全世界統一的な規範形成も必要となる。域外適用のルール統一化と秩序形成においては、恣意性と予測可能性等の点で、独禁法制との整合性ならびにソフトローの考察、国際的エンフォースマメントと国際礼讓の導入が検討されよう。

六・域外適用とリスクマネジメントの実際―海外汚職行為防止法とドッド・フランク法の抵触局面における実務対応とガバナンスの方向性―

1. ドッド・フランク法九二二条と米国FCPA域外適用とリスクマネジメント

ドッド・フランク法におけるこうした基本的な検討を踏まえて、三つの論点が重なる論点として、域外適用とリスクマネジメントの実際を採り上げ、考察する。

リーマン金融危機で、サブプライムの高リスク債務担保証券（CDO）の組成・販売など、金融機関取締役の経営判断を図る基準として、注意義務・誠実義務違反において甘いCitigroup事件の規程が採用されている。法令遵守（コンプライアンス）がクリアーされた上での経営陣の裁量として責任を問わない平時の事後的な経営判断原則（BJR）の適用に対しては経営者天国と批判がされている。この克服が課題となる。ドッド・フランク法、FCPA共に域外適用が問題となり、実務・経営的な影響を通じ、金融のボーダーレスな特性上、我が国の法実務にも直接・間接に影響を及ぼすこととなる。内部統制・リスクマネジメントは、危機の事前防止から当然に整備されるが、加え

て、域外適用に対する法制度上の防波堤の必要性が背景にある。

2. ドッド・フランク法九二二条とFCPAコンプライアンス・プログラムのジレンマ・相克

問題意識の発端（ジレンマの懸念）について、ドッド・フランク法九二二条は、SECに対する証券法違反の報告に關して高額報奨金と内部通報者保護を強化、内部告発を奨励するが、FCPA執行に重大な影響を与えることが報告されている（米国証券取引委員会倫理リソースセンター（二〇一〇年一二月）、不正行為の内部通報に關する討論会（二〇一〇年一二月）。近年、数百万ドルに及ぶFCPA上の和解が多数みられ、内部告発者条項により、さらに多くのFCPAに關する調査、執行措置が行われる可能性が出てくる。従業員が社内報告やコンプライアンス体制を回避し、直接政府に社外通報をする可能性があり、企業の内部コンプライアンス体制が弱体化することが懸念される。即ち、九二二条は量刑ガイドラインあるいはコンプライアンス・プログラムの機能を弱体化させ、ガバナンスの面におけるドッド・フランク法の新たなジレンマ・相克の顕現ともいえよう。

コンプライアンス機能の十全を図るため、内部告発条項との機能調整が必要となり、Red Flagの活用が想定される。Citigroup判決¹⁷⁾は、従業員のRed Flag（内部告発・危険な徴候）に耳を傾けなかった経営陣の注意義務違反が問われたが、Red Flagが裁判規範として確立していくことにより、これを採り入れたコンプライアンス・プログラムにおいて自主的リスク・マネジメント機能を果たしうることになる。

ドッド・フランク法九二二条の公益通報保護（インサイダー取引における通報者保護拡大）については、米国一九八八年インサイダー取引および証券詐欺執行法により、SECが報奨金支払いを規定し、SOX法により上場企業における通報者保護が図られ、金融危機を受け保護を証券法違反に拡大されたものである。第九二二条において、自社の証

券法違反に関する独自に知り得た情報をSECに任意で通報し、一〇〇万ドル以上の民事制裁金賦課に至った場合、SECは通報者に民事制裁金の一〇—三〇%を報奨金として支払うことが規定される。企業側が公益通報者に対して告発を理由とする不利益を与えることを禁止される（SEC二〇一二年一月規則案）。利害調整として、公益通報者が自社コンプライアンス部門やプログラムをないがしろにしないための措置も規定され、自社のコンプライアンス部門への通報後、九〇日以内にSECに通報するのであれば、遡及的に当初の日にSECに通報があったものとして、最初の告発者の利益を保護している。しかしながら、目的達成の疑問も出され、内部統制システム弱体化の懸念が残る。費用負担増加で消費者・投資家保護に支障が生じ、透明性確保にも問題が出される。SECの費用対効果の分析が恣意的とするプロクシ・アクセスに関する訴訟提起がされ、連邦控訴裁判所からSECのルール作りの不備も指摘されている。

3. 米国FCPA・英国贈収賄禁止法の域外適用の実例——競争政策上の対応——

米国FCPAにおけるコンプライアンス・プログラムについて、企業はFCPAの会計記録・内部統制条項を遵守し、社内の内部告発者方針を見直し、コンプライアンス問題に積極的に対応することが求められている。企業側のリスクマネジメント・内部統制の整備・プログラムの内蔵化が求められるが、九二二条はFCPAが求めるコンプライアンス・プログラムの機能を弱体化させかねないことが懸念される^④。

英国贈収賄禁止法（UK Bribery Act 2010）の域外適用と内部統制について、不祥事防止のための内部統制を構築しなかつたことが罪に問われる（第七条）。ガイダンスでは域外適用を記載しており、英国裁判所は英国国民か居住者か、犯罪場所にかかわらず、裁判管轄を有し、外国企業による英国以外の行為も適用対象となる、FCPAに比し適用範

困が広いことが留意されており、民間人への商業賄賂も禁止（第一条）、目的が幅広いこと、営業活動に関する抗弁（Affirmative defense）⁶がないこと、業務円滑化の支払（Facilitation payment）の例外がないことが指摘される。

外国企業および従業員が関与したFCPA事案の増加がみられ、①証券発行者に対する管轄、②米国領土内で行われた行為に基づく管轄に分かれるが、後者では、(a)ナイジェリア政府高官の贈賄事件がある（二〇一一年日揮）。適用対象の主体には非該当であるが、共謀罪、ならびにNYコレスポネント銀行経由の送金についての幫助・教唆罪として摘発している。(b)同事件の仲介として代理人（丸紅）も摘発を受け、やはり共謀罪を問われた。アムステルダム銀行経由の送金であったが、米国企業との共謀があるため、やはり幫助・教唆罪を問われた。発行者以外の人または国内企業等に関する条項に直接違反した罪で起訴する余地もあつたとされている。(c)現地エージェンシーを経由した現地政府高官への贈賄事件（ブリヂストン）⁵では、邦人初のFCPA違反の刑事責任が問われた国際カルテル疑惑事案である（マリンホース事件⁵）。日本企業および米国子会社が中南米の国有石油企業職員に対するFCPA違反の共謀罪を問われ、日本国民、居住・勤務の被告は米国内ミーティング出席直後、米国で逮捕され、二年間拘禁刑、八万ドル罰金の実刑を受けている。二〇一一年九月二八〇〇万ドルで和解したが、賄賂供与手続を実際に進めたのは米国子会社であり、海外外部部長は賄賂供与の交渉、承認を行ったとして共謀罪に問われている。

4. 経営判断原則におけるRed Flag 対処義務

経営判断基準の強化として、危機前に現れたRed Flag は指針として経営陣は認識すべきであり、さらには隠蔽してはならないことの責任がCitigroup 判決（February 24, 2009）で争われた。ARM委員会のプロセスを経ていたことから、経営陣は責任追及を免れている。具体的なFlagとしては、ニューヨークタイムスの米国住宅市場のバブルの

終焉の記載 (May 27, 2005)、『サブプライムローン業界有力企業倒産についての Bloomberg のコメント (February 12, 2007)』、『Standard & Poor's の Moody's の格付け低下 (July 10, 2007)』などである。⁽⁹⁾

Bear Stearns 判決 (N.Y. December 23, 2009) ⁽⁷⁾ では、原告は Bear Stearns の株主で JP Morgan との合併により受けた損失を取締役の信託義務違反として損害賠償を求め、合併における不法行為を主張した。被告行為はデラウェア州の従来判例に則ると経営判断の射程内であり、信託義務違反にならず原告は敗訴している。原告はニューヨーク州法に則ると違反であるとし、過去の勝訴判例 (In re Cablevision Sys. Corp. S'holders Litig., 2008) の法的類似性を主張したが、裁判所はデラウェア州法を適用し、経営判断原則適用により原告は敗訴した。州際の域外適用の関連事例といえよう。

続いて、Dow Chemical 判決 (December 31, 2009) ⁽⁸⁾ では、Rohm & Haas Company と取引がもつれ、損害回復を求めた株主代表訴訟であるが、原告は被告の信託義務 (their fiduciary duties) 違反を主張した。合併会社に関し、クウェート政府の間で賄賂供与がされた事案であるが、Dow Chemical 経営者が賄賂拡張を図った事実は認定されたものの、しかし業務円滑化のための常識的支払 (Facilitation Payments) として賄賂原因を Dow Chemical に帰するは合理的とはいえないと判断されている。FCPA 域外適用との交錯事案であろう。Red Flag の内容は抽象化し、争点となることを裁判所は認めるが、請求認容に至っていない。事前予防機能としての Red Flag の精緻・具体化、定式化・規範性形成などが課題となる。事後的な経営判断原則適用による経営者天国から、事前予防のリスクマネジメント整備が課題となる。「事業機会に関連するリスク」(経営陣の戦略的意思決定、経産省報告書) は、内部統制でなく、経営判断原則適用対象であり、他方、「事業活動の遂行に関連するリスク」は内部統制の対象である。プロセスでなく内容にか

かる吟味の規準が適用される部分であり、リスクマネジメントとコンプライアンスの融合した局面であろう。会社法の要求と実務で展開した内部統制の整合性・射程範囲のズレとして、指摘される部分でもある。受託者責任の中で、注意義務でなく、厳格な無過失責任たる忠実義務の部分として扱うことが求められる。内部統制・ERMの中でも、別戦略を採る選択肢があった場合は対応しにくく、経営戦略のマイナス評価を下すべき消極的妥当性に限定して法規範性を伴ったRed Flagが有用な機能を発揮する。戦略部分として盲点とされる平時の経営判断原則適用における帰責性を分けるメルクマールともなる。事後的な経営判断原則適用から、事前予防的リスクマネジメントとして、金融危機再発防止を図るドッド・フランク法の主旨にも適うといえる。法規範の形成・賦与が課題となる。

かかる内部告発・Red Flag規準をコンプライアンス・プログラムに内蔵し、内部告発者に対して、直接SECに駆け込む前に自社のコンプライアンス部門に事前報告させていくことになる。企業の実際としては、内部告発すべき具体的な規準に従業員に示し、また認識させることが求められ、企業としてはRed Flagの判例蓄積を調べるなど、社内における内部告発規準を定めることになる。従業員が内部告発した場合の社内的リニエンシー制度や長期的観点からの報酬・昇進などのインセンティブ導入を図り、内部通報に伴う不利益処分排除とも併せて、コンプライアンス体制整備を図る。またFlagとして告発すべき事案がリスクマネジメント段階に留まるか、進んでコンプライアンス段階にあるかにつき、従業員自身が自主的に判断できるような意識・規範の形成あるいは教育も重要となろう。

域外適用を背景にした海外不正コンプライアンスの交錯局面における内部告発のジレンマにおける微妙な利害調整機能を果たしうる。経営判断適用局面とコンプライアンス・プログラム導入の両局面において、Red Flagは企業の経営判断として同質であろうが、一方では事後的な裁判規範形成として厳格・一般化され、他方は域外適用に対する

事前リスクマネジメントであり、業界や各企業の有する独自特性といった点で相違がある。プログラムに導入すべきミニマムスタンダードとして検討されよう。米国は、高額報奨金が標準化され、内部告発が常態化するなどジレンマは先鋭化している。我が国ではこうした内部告発に関する企業風土は醸成されていないが、海外不正に関する域外適用は既に国際展開を図る企業に及びつつあり、本邦企業としては経営トップが危機意識を持って実務対応を図ることが求められる。FCPAが求めるコンプライアンス・プログラムは内部統制として、経営者独裁に繋がりにかかないという点で、上からの限界としての性質を有する。他方で、内部告発はこうした経営者に対する自己規律を促す点で、内部統制に内在する弱点を補う機能を持つといえる。時間をかけて不正逶減に向けた循環体制の整備が求められる。我が国では、不正競争防止法、公益通報者保護法における従業員保護が米国に比して整備が遅れ、直ちにはRed Flag規準導入の対応が採りにくい面もある。

5. 組織的考察と我が国企業実務への示唆・方向性

消極的妥当性チェックにかかるコンプライアンス体制として、CEOや営業部長に抑えが利く代表取締役副社長をヘッドとして、監査役あるいは監査委員会、CEO牽制の内部監査部などと内部統制の機能分担を図るいくつかのシステム設計パターンが想定される。監督責任者としてのCROの明確化と責任の十分性を図る必要がある。ドッド・フランク法が求めるリスク委員会、ERM体制の構築に繋がる。内部監査部門、監査役によるプログラム実施状況のモニタリングとPDCAサイクルの指摘・対応・改善が鍵となる。

Red Flagを織り込んだプログラム整備により、本来的には裁量たる経営判断部分まで、経営陣としては法令ともいえる経営面への制約を意識せざるを得ない。消極的妥当性のコンプライアンス化であり、経営陣の自己規律の規範

となろう。ステイクホルダー型経営に繋がり、長期的な企業価値向上を目指すことになる。一方で、経営陣は株主と従業員の二重の萎縮効果に呻吟することも懸念されよう。ドッド・フランク法な株主権限強化規定を置くが、従業員にも配慮せざるを得なくなる。ハイリスク・ハイリターン経営の回避、業績低迷、配当減、内部留保に注力するといった消極的な経営に繋がりがかねない。Red Flag 導入は、適用局面が限られるほか、こうした制約・限定要因があることは留意され、コンプライアンス体制整備においても、Red Flag 導入で全てが解決するといった万能性を有する者でもない。米国 COSO 報告書の戦略的内部統制 ERM (Enterprise Risk Management 統合的リスク管理態勢) の十全な検討を図り、その要因の一つである企業風土などガバナンスに類似した統制環境を重視して内部統制の弱点を克服することが求められる。

七. 域外適用に対する実務の対応と影響

1. 域外適用に対する実務対応―善管注意義務と FCPA のリスクマネジメントの実際―

業務円滑化のための常識的な支払 (Facilitation Payments) を例にして、取締役の経営判断の留意点を掲げると、判例実務は事実認識および判断推論プロセスのみならず、プロセスに基づく判断の内容自体の合理性を追求し、判断過程も詳細に検討する傾向にある。

(a) 経済環境、(b) 一般的期待水準、(c) 前提事実の認識過程の不当な誤り・合理性欠如、(d) 事実認識に基づく判断の推論過程および最終判断自体の内容の明らかな不合理などの各観点から、具体的に取締役の判断の留意点は以下の通りとなる。(a) 外国の腐敗度、利益供与の外国法令の許容度、業務遂行の関連性など、(b) 業界相違や ODA の信頼確保、(c) 第三者・専門家資料、稟議書収集・検討、リサーチ懈怠 (拓銀カブトデコム事件など)、信頼の原則 (拓銀ソフィア事件

など)、(d)取引を獲得できない企業損失と外国公務員の継続的關係・接待の必要性、取締役会の議論の十分性などが具体的な実務として挙げられよう。

経営者が主体的に行うべき具体的なリスクマネジメントを事前のコンプライアンス強化、不祥事発覚時の対応、事後の責任処理の観点からERMの要素毎に掲げる。(a)統制環境では、担当セクションの組織的連携と独立性維持。(b)リスクの評価・対応では、外国の賄賂法制の事前評価。外国法令における賄賂の許容度が不正競争防止法第一八条一項の嫌疑に影響する。UKBA、FCPAの適用可能性、管轄権の確認がある。(c)統制活動では、個別リスク審査の客観的基準、代理人委託契約における法的帰責の切断。(d)情報・伝達では、社内倫理規定策定、内部周知活動、各国の情報蓄積・共有化。(e)モニタリングでは、プロセス監査の独立セクション設置・運用。内部通報制度導入・不利益処分排除、会計報告の信頼性審査、第三者委員会設置など。

ERMは株価下落、信頼失墜、海外事業撤退など事前防止の観点からの備えとなろう。両罰規定から法人責任が問われた場合、従業員の選任監督上の過失がなかったことの事後の主張のためには内部統制・リスクマネジメント体制策定が重要な事実となる。経営判断原則に関する抗弁の前提となる。贈賄防止策懈怠罪適用において適正手続の抗弁、FCPAの司法取引における考慮要素ともなるところである。また行政指針と法律の錯誤について、経産省ガイドラインに対する信頼も責任故意は阻却されないことが指摘される。

2. 望ましいFCPAのコンプライアンス・プログラムの例示

従業員参加に関する補完的目的を果たすことになる。方針の遵守を監視し、従業員に対して懸念を早期に報告させ、指揮命令系統に上げることが奨励する。(a)海外腐敗行為防止システム整備・無策は善管注意義務違反の根拠となる。

(b)単なるコンプライアンス・マニュアル言及では不十分である。実質的に機能するコンプライアンス・プログラム(PDCA)の必要性の周知が求められる。(c)先行事例の存在などから、内部統制システム整備義務の一般水準の上昇が認識される必要がある。(d)グループリスク管理、リスクベース・アプローチ、リスク・アセスメントの必要性が唱えられる。形式的One size fits all^①は不可であり、柔軟性を持つて制度設計を図ることが重要である。重要性の原則の観点から、低リスクの領域から不正の結果が生じた場合もFCPAガイドは責任を不問ないしは軽減する旨を述べている。(e)予算と人員を割くことが求められる(二〇〇八年FCPAに対する支払額八億ドルに及んだSiemensは六〇〇人規模で体制整備を図る)。細かい解釈論よりも、トップの経営姿勢が重要である。社外役員からトップに吹き込むなどして、経営陣の意識改革を醸成する。その意味ではガバナンスの本質を有する問題といえる。(f)基本施策としては、基本スタンスの明確化、手続きの明確化(原則と例外、承認手続きの明示)、記録化の重要性(不正行為の抑止、摘発の防衛、善管注意義務の証明)が挙げられる。独禁法の事例を想起したグレーゾーンの原則禁止と全案件の事前承認化が必要となる。(g)内部通報制度の世界標準化の動向への対処ならびに実質的に機能するコンプライアンス・プログラム策定が重要である。海外グループ企業も対象に内部通報制度の存在と制度の周知、利用可能となる体制、海外通報案件の調査体制の整備が求められる。SECの前に従業員に社内通報させるべく、社内リニエンシー制度導入も考えられる。Eng^②としてリスクベースのリスクマネジメント段階に留まるか、進んでコンプライアンス段階に達した案件か、の振り分けに関する従業員ならびに告発を受領するコンプライアンス部門双方の認識と判断能力の醸成・研修などが前提となる。また経営トップが、社内リニエンシー制度によって自己申告してきた従業員の過去の責任を不問とする姿勢も必要である。経営トップの意識改革の問題でもあろう。

FCPAとUKBAのガイドラインに関してみると、①FCPAガイドでは、コンプライアンス優先のトップ・コミットメントと方針の文書化、実践手続きの明記、責任者の任命・自立・経営資源提供、リスクベース・アプローチ、継続的研修、違反行為の制裁とコンプライアンス推進行為への人事評価・昇進・報奨インセンティブ、内部通報制度と内部調査の存在が示される。②UKBAガイドンスにおいてもほぼ同様の内容として、罰則・強制力、企業風土の経営トップのコミットメント、リスクベース・アプローチ（定期的、内部・外部リスク評価）と文書化、教育・コミュニケーション、手続きのモニタリングとレビュー、デュー・デリジエンスが記載される。違反行為の制裁とコンプライアンス推進行為のインセンティブが示されることが注視されよう。

3. セイオンペイ、プロクシ・アクセス、報酬規制などのガバナンス改革の実務

セイオンペイ、プロクシ・アクセスを導入した場合の影響をみると、我が国では役員報酬は監査役設置会社は総会決定し、米国企業よりも厳格である。米国は報酬委員会と個別開示を前提とする。取締役でなく役員報酬を対象とする点でも相違がある。我が国は、分配は代表取締役社長が行うが、透明性に課題が残り、透明性の向上、CEOと取締役会議長の分離（非分離の説明）などが議論となる。

①報酬委員会の設置および要件加重は可能である。委員会設置会社は報酬委員会委員を全社員社外取締役とすることは要件の加重として有効である。東証等が求める独立役員基準が参照される。監査役設置会社では任意機関として設置は可能である。

②拘束力を有しない株主投票である勧告的決議（セイオンペイ）導入は可能であり、買収防衛策同様に定款自治の問題である。但し、個別報酬の開示、米国では経営機構の相違から役員（オフィサー）に対する制度である点で、我

が国の法制度には馴染みにくい面がある。また一般株主の報酬額の適正性の判断能力も疑問視される。実務として報酬コンサルタントや報酬委員会の諮問結果などを取り入れることが検討される。

③経営陣が独立性の高い報酬委員会・外部コンサルタント、勧告的決議導入を見合わせる場合になされる株主提案（プロクシ・アクセス類似）については、監査役設置会社は定款変更で任意の導入は可能である。委員会設置会社では定款の要件加重など追加提案は可能であるが、実際には総会の特別決議を得ることは困難とみられる。

セイオンペイ、プロクシ・アクセスとRed Flagの相関に関しては、従来は株主より取締役の方が裁判においては経営判断原則適用などにより有利で、Dow Chemical事件、Bearsterns事件で株主の主張であるRed Flagは影響力を及ぼさなかった。経営判断において取締役会が圧倒的に優利な立場にあり、株主の主張するRed Flagや過失責任の要求、損害賠償請求は認められにくい状況が続いてきた。ドッド・フランク法成立によりその溝が狭まっていく傾向があり、株主の地位が上がりRed Flagの主張が通るようになると取締役は経営判断の責任を問われ、解任されて新取締役をプロクシ・アクセスにより選任する過程において影響を及ぼすことになる。さらにセイオンペイにより選任された取締役の報酬を株主が決定することが自然な流れとして考えられる。プロクシ・アクセス、セイオンペイは取締役にプレッシャーをかけ、不祥事の発生後に事後的に経営判断原則適用で取締役責任を免責するよりも、事前防止の点で慎重な経営判断を間接的に促すシステムと把握できる。セイオンペイ自体は取締役の報酬の事後評価を図るものであるが、事前防止の側面も内包しているよう。その意味ではRed Flagとも接点がある。

Red Flag 規準をコンプライアンス・プログラムに内蔵してジレンマの解消に努めた後も、上からの内部統制としての限界、ドッド・フランク法九二二条による相克は残るが、こうした解消の過程において経営陣が自主的改革に向

けた好循環体制構築の努力を図ることで、不正自体の減少が進んで行くことが期待できよう。

4. ドッド・フランク法は内部告発を金融危機の事前防止手法として位置付け、国内法ながら域外適用の性格を持ち、法規範性の点でも我が国も影響を受けざるを得ない。

各国は強制力の意味合いからも域外適用を強め、国際的企業は進出国における不正防止法制に精通してグローバル内部統制を整える必要が生じている。Red Flagをコンプライアンス・プログラムあるいは長期的なインセンティブ報酬制度に反映させ、実効性を備えたコンプライアンス・プログラム・内部統制整備により、域外適用に対する事前の予防、事後の抗弁とすることが求められる。こうした企業努力により、CSRの社会的評価あるいはステイクホルダー型の長期的企業価値の向上の嚆矢となろう。

(c) Morrison v. National Australia Bank, Ltd. No.07-0583-cv (2d Cir. 2008). 「米国連邦第二巡回区控訴裁判所、外国発行会社の証券訴訟について判断」モリソン・フォースターLLP (二〇〇八年一月一日)。樋口航「一九三四年米国証券取引所の域外適用に関する米国連邦最高裁判決と米国預託証券(ADR)を発行している企業に対する影響」国際商事法務第三九巻第九号(二〇一一年)一二四七―一二五六頁。松尾直彦「証券取引法の域外適用」ジュリスト『アメリカ法判例百選』(二〇一二年一月)二五〇―二五二頁。

(4) 経済産業省知的財産政策室「平成二三年度中小企業の海外展開に係る不正競争等のリスクへの対応状況に関する調査(外国公務員贈賄規制法制に関する海外動向調査)」日本能率協会総合研究所(二〇一二年三月)。

(5) 米国司法省 事件No.11-CR-651。長縄友明「マリンホースの入札談合ケース 日米欧+英の競争法当局が同時調査」大阪経大論集第六〇巻第一号(二〇〇九年五月)一七九―一八八頁、梅田徹『外国公務員贈賄防止体制の研究』麗澤大学出版会

(二〇二一年) 一一四—一七〇頁。

(6) 南健悟「企業不祥事と取締役の民事責任(五・完) —法令遵守体制構築義務を中心に—」北大法学論集六二(4)(二〇二一年) 七四七—八一頁、同「リスク管理と取締役の責任：アメリカにおけるAIG事件とCitigroup事件の比較」商学討究六一(2/3)(二〇一〇年) 二〇九—二三七頁。松浦肇「足踏みするアメリカのコルポレートガバナンス改革」経営判断原則」は盤石、取締役天国は変わらず」(二〇一〇年一月八日) 金融財政事情。

(7) SUPREME COURT OF THE STATE OF NEW YORK COUNTY OF NEW YORK: PART 54, IN RE BEAR STEARNS LITIGATION, *idex No.:*600780/08.

(8) IN THE COURT OF CHANCERY OF THE STATE OF DELAWARE, IN RE THE DOW CHEMICAL COMPANY DERIVATIVE LITIGATION, CONSOLIDATED Civil Action No.4349-CC.

第三章 米国銀行からみたドッド・フランク法実現の見通しと課題—シティグループヒヤリングを通じた規制強化のジレンマならびにパラドックス—

一・シティグループとドッド・フランク法実践の見通し

ドッド・フランク法について、新たな論点を含め検討してきた。第三章以下では、規制強化のジレンマならびにパラドックス、域外適用と一律規制、コーポレート・ガバナンス規制の強化、さらに域外適用とERM (Enterprise Risk Management 統合的リスク管理態勢)⁹⁾ならびに経営判断原則とRed Flag 遵守義務などの新しい課題に関し、論点を絞って更なる考察を深めたい。ドッド・フランク法に内在するジレンマ・パラドックスなどに関しては、シティグループに対して行ったヒヤリングが参考となる。私見も掲げつつ、述べていきたい。この問題に関しては、あまり類

似の国内文献を見かけないところであり、域外適用とガバナンス関連の研究と共に、本論文の独創性を構成するところである。

米国証券業金融市場協会 (Securities Industry Association and The Bond Market Association)⁽¹⁰⁾ によるドッド・フランク法に関連した Rulemaking Priorities や SEC の Systemic Risk Regulation、Resolution Authority、Volcker Rule、OTC Derivatives、Fiduciary Standard、Housing Finance and Securitization の一つであり、シティグループとしてはこの Systemic Risk Regulation、Volcker Rule、OTC Derivatives、Housing Finance and Securitization の四つが大きな影響を受けている。The Regulatory Agencies としては、FRB、SEC、FSOC など一七がある⁽¹²⁾。シティグループ本部 (ニューヨーク) へのヒヤリングによれば、ドッド・フランク法実践の見通しは以下の通りである。⁽¹³⁾

① 規制強化のジレンマ

ドッド・フランク法制定による規制強化は、当初の大きな意図の一つであるリーマンショックを引き起こした関係者の嚴重なる処罰の目論見を離れて、法文の曖昧さなどもあり、周辺業界・業務への影響が出ることとなり、他方で当該部分に関する副作用が及ばないようにすると今度は本来の規制効果が薄まってしまおうというジレンマを抱えている。⁽¹⁴⁾

② 規制強化のパラドックス

銀行に対する規制を強化すればするほど、規制のかからない分野であるヘッジファンド、規制の緩い他国 (シンガポール、リヒテンシュタイン) へ資金が逃避し、ますます規制をかけにくくコントロールがし難い状況になるというパラドックスを抱える。また米国は日欧と異なり銀行への依存度が低いため規制をかけやすいという事情もある。金融市場のグローバルマーケットとしての特質から、国内法であるドッド・フランク法も海外へ影響を及ぼさざるを得ず、

日欧では米国と違って金融市場における銀行機能の比重が大きいことからこうしたプレッシャーによる経済停滞のリスクは少なくない。我が国においても金融危機の発祥地である米国発の規制強化の流れに対する異論が唱えられる所¹⁷ 以でもあろう。

③ 法文の書き方が絞られておらず他業界、一般事業法人へも影響を与えかねないことが事前に考慮されず市場の反応も織り込まれていない。新規制だと格付け機関が目論見書を見てから格付けを付けることになるが、サブプライム問題のみならず過去のオート・ローン証券にまで影響が出る。低金利のオート・ローンは出せず、消費者は自動車購入を手控えるため米国経済が停滞してしまう怖れがある。デリバティブにしても、相対取引が多いため、counter party risk を減少する形で clearing house に全部回付していくことになる¹⁶ となると一般企業としては困る事態となる。こうした事情から規制は緩めざるを得なくなっている。

④ 邦銀への影響について、自己ポジションのトレーディング、米国債券の売買に影響してくるが、自己ポジションか顧客向けかの区別はつけにくい面がある。これらはいずれも米国における金融規制の骨抜きへ向けた動きといえよう。

⑤ 規制強化への動きと規制強化・緩和の交錯

一方で、米国経済の回復基調を背景に、これまた銀行への依存度の低さを一つの誘因として、銀行への規制をかけやすい環境も整いつつあることが指摘される¹⁷。金融規制に関する強化と緩和の動きの交錯の時期といえよう。

⑥ 規制当局側の事情による規制実現の延期

SECの人員削減並びに予算削減の方向の中で、ドッド・フランク法の相当部分はSECなどの今後の規則制定に委ねられており、このままでは規則策定・実現が進まなくなることが予想される。やむなく、規制実現の延期の方向

性が打ち出されているともいえよう。これは規制を受ける側の銀行サイドからのロビイスト活動などによる延期・適用除外の動きとは別に、規制当局側の事情としての要因である。

⑦ 新たなホット・イッシュューの出現

米国経済の回復などを背景に、金融・経済分野の主要な関心事は債務上限並びに米国債格付け・ドル安問題など予算関連に移行しつつある。

⑧ 金融緩和とリスクテイク増大並びに新興国のアセットバブル

上記の事情と景気回復を目指した金融緩和策により、結果としてリスクテイクへの回帰、規制のかかりにくいヘッジファンド等を通じた海外新興国投資による規制の抜け穴探し等の動きにまたも繋がる結果となっている。資金循環・資本移動、新興国のアセットバブル発生等の観点からIMFなど非規制機関も包含した大きな枠組みで対応する必要がある。

⑨ グローバル・マーケットとしての米国金融市場―規制強化への反発など―

ドッド・フランク法自体はあくまで国内法であるが、他方でグローバル・マーケットとしての米国金融市場に対する規制の実効性確保に向けた仕組みの確保・構築の困難さが窺える。我が国等他国においては市場における銀行の比重が大きく、同法によりグローバル・マーケットの中で規制強化のプレッシャーがかかり、市場活動が停滞する懸念が出てくるため米国の規制強化を海外へ押しつけにくい状況が現出する。規制を強化することで米国経済の停滞、証券取引所間の競争に負けることになっても好ましくない。⁽¹⁹⁾⁽²⁰⁾

- (9) 前掲の全国私法学会個別研究報告(二〇一三年一〇月二二日)における質疑応答などを踏まえて、研究を深めたものである。
- (10) Bureau of Consumer Financial Protection (CFPB), Commodity Futures Trading Commission (CFTC), Department of Education, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Federal Energy Resources Commission (FERC), Federal Housing Finance Agency (FHFA), Federal Reserve Board (FRB), Financial Stability Oversight Council (FSOC), Government Accountability Office (GAO), Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), National Credit Union Administration Board (NCUAB), Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Office of Financial Research (OFR, part of FSOC), Office of Thrift Supervision (OTS, part of OCC as of July 21, 2011), State Governments, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), U.S. Department of the Treasury.
- (11) 米国証券業金融市場協会。二〇〇六年米国証券業協会(SIA)と世界的な債券取引業者の団体である債券市場協会(BMA)が合併して設立された業界専門家団体であり、大きな発言力を有する(本部 ニューヨーク)。
- (12) Overview/Dodd-Frank Rulemaking/Issues/SIFMA, <http://www.sifma.org/>
- (13) シティグループ本部(ニューヨーク)のヒヤリングを中心にとりまとめたものである。日本政策投資銀行NY代表事務所長同行。先方はシティグループ債券営業部 Director (二〇一一年五月二日)。
- (14) 必ずしも金融・法務に精通した人員が作成していないことも指摘される。
- (15) ワシントンには当該分野の専門家がおらず、このような実情が見えていなかった。
- (16) 銀行の依存度の低さが両面に現れていることになる。
- (17) 二〇一一年五月現在。バーナンキ議長が資金緩和からの転換を示唆している。もともとその後、債務上限問題、QE3への模索などの動きもあり、米国景気回復の先行きは不透明となってきた。
- (18) ニューヨーク証券取引所(NYSE)等を運営するNYSEユーロネクストとフランクフルト証券取引所などを運営するドイツ取引所は二〇一一年二月一五日合併することで合意した。上場株式の時価総額は一七兆八千億ドル(約一四九〇兆円)に上り、世界全体の三割を占める巨大取引所が誕生する。オランダに本社を置き、出資比率はドイツ側の株主が六〇%、

NYSE側が四〇%。ドイツ証取株一株と新会社株一株、NYSE株一株と同〇・四七株を交換する。取締役はドイツ側一人、NYSE側が七人とドイツ優位の合併となる。最高経営責任者(CEO)にはNYSE側のニードラウアーCEO、会長にはドイツ側のフランチョーニCEOが就く。システム投資の負担軽減などで年三億ユーロ(約三四〇億円)のコスト削減効果を見込む。新興国などとの市場間競争が激化する中、規模拡大に加え、デリバティブ(金融派生商品)部門を強化し勝ち残りを図る。二〇一一年二月一五日産経新聞。

(19) シティバンクへのヒヤリングの内容を以下に掲げる。① The Regulatory Agencies に関しては、今後二―五年をかけて多くの規制を策定する予定であるが、オバマ大統領は国会の budget package の中でSECの人員削減を図り、ドッド・フラック法の実現にはストップがかかり、前に進めない形になっている。② ベアスターンズ、リーマンブラザーズの経営が破綻した結果、ボルカー・ルールによって証券会社はリスクをとらない形になったため、一番大きな投資家としてヘッジファンド(HF)という規制をかげつらい組織にシフトした。中央銀行、ソブリン・ウエルス・ファンドと並んでHFはその時期には一番大きな投資家であったが、HFが勝手に新興国に資金を投資することは政府には止められない。グローバル取引であり、コントロールは困難である。一時期ジョージ・ソロスがポンド操作により英国財務省を危機に追い込んだこともある。金融緩和により流動性を増大することは、逆に投資家に手段を提供していることになる。HFとspeculatorとのバランスとなる。証券会社の自己取引への規制がされても、HFには規制がかからず、リスクテイクの方向に進んでいくことになり、市場のボラティリティが増加する。G20の規制も、HFの activity は抜け穴となり、経済が停滞することも困るとい背景もある。③ EUも各国バラバラの中で同一の規制で処してよいのか、あるいは日本が米国初の危機のつけを押し付けられてよいのか、という議論もある。④ 米国議員からはリーマンのCEOなどの経営者の誰かに責任をとってもらう、というのがドッド・フラック法制定の発端であるが、理念が先行して、現実の市場の影響など読めておらず、上手く進んでいない。当初は予想もしていない経過となっている。⑤ ドッド・フラック法の規制を緩める方向性が出てきたのも経済的理由からである。市場の反応がよく読めず、今になってどうしてよいのか分からず、方向性がおかしくなってきた。例えば金融業界以外にも航空機、カードローンなど様々な業界に入り込んでしまい、対処の仕方が分からなくなってしまうというのが現状である。フォードなど

カーメーカーは自動車ローンを組ませて証券化し、売却して資金調達するというビジネスモデルであったが、経営破綻して格付けの投資適格外となり、現在新たな資金調達をするとなると高いコストをはらうことになる。新しい規制だと、格付け機関が目論見書を見てから格付けを付けることになるが、サブプライム問題のみならず、過去の全てのオート・ローンの証券にまで影響が出る。新規発行は取りやめることになり、低金利のオート・ローンは出せないことになってしまう。消費者はこのため自動車購入が困難となり経済が停滞してしまう怖れがある。このため政府、SECが法案・規制の実践にストップをかけている。証券化商品としてどこまで範囲に含めるのか、ワシントンには専門家がおらずこのような実情が見えていなかった。かかる事情から規制は緩めざるを得なくなっている。⑥一般事業法人への影響を考慮していない。OTCデリバティブについて為替スワップ、先物ヘッジを図っているが、清算機関のclearing house創設となると金融機関側には意欲がない。リーマンブラザーズが破綻すればドミノ現象で伝播するようにデリバティブは相対取引が多い。counter party riskを減小する形でclearing houseに全部回付していくことになる。⑦リーマンの破綻やサブプライム・ローンを念頭に置いていたが、絞ったものになっておらず、他の業界への影響も包含するようには法案が読めてしまう。clearing house創設にしても、法案の書き方が絞ったものになっておらず、オートローンなど他分野へ影響を与えることを考えていない。⑧邦銀への影響について、自己ポジションのトレーディング、米国債券の売買に影響して来る。自己ポジションか否かの区別がつけにくい。自己勘定は不可だが顧客向けは許されるとしても、流動性を顧客に提供するに当たり、流動性は相対でやっており、自己勘定は当然の処理となる。例えば中国からの買い注文に対して先物取引で取っていかもしれない。その証明は容易ではなく分かりづらい。政府もこうした事態までは考えていなかった。⑨このため今は適用の延長といった形でやむを得ずに逃げている。今後の細則作りもSECは組織縮小のため進めにくい。また規制当局の数も多く混乱してしまい、実施に移しにくい状況である。⑩資金の流れ、ヘッジファンドのresearchやfollowを図ることが重要になる。asset bubbleの傾向になりかねない。証券会社への規制であればパイも小さいが、ヘッジファンドにこうした機能が移っていくとなると市場がより危険なものになる(一種のproyclicalityでありparadoxともいえよう)。⑪一方で米国経済が景気回復すると規制をかけてもよいという規制強化の方向になる。先週バーナンキ議長が記者会見し、金融緩和も終わ

りに近づいているといったハト派的発言をしている。QE2も二〇一一年六月で終了する。連銀は金融引締めに向かって軟着陸させる方向に向かってくることが予想される。もつともその後低迷する失業率などの回復のため、オバマ政権の再選戦略も睨み、GDP三%成長を目指したQE3（金融規制緩和）に向けた動きも出始めている。米国は資本市場が成立しており銀行機能の部分は大きくないため、規制をかけても他にも調達手段はいろいろ揃っている。しかしながら海外の他国においては市場における銀行の比重が大きく、米国で規制が強化されるとグローバル・マーケットの中で他国にも規制強化のプレッシャーがかかり銀行ひいては市場の活動が停滞する懸念がある。これでは反発を招き、米国の規制強化を海外へ押しつけにくい状況となる。資金がリヒテンシュタイン、シンガポールなどの規制の少ない市場に逃避する動きも出てくる。現時点では、こうした規制強化と強化をためらう二つの方向性が交錯した神経質な状況下にある。⑪バーナンキはQE2を止めて銀行への規制をタイトに持っていきたいが、銀行規制による影響について十分理解していない面がある。またそもそも経済全体の中でドッド・フランク法からホットイッシュューとしてのウエイトが他の債務削減問題などに移行しつつある。

(20) Tony Jackson 'Regulators and banks caught in game of cat and mouse' Financial Times 31 January 2011, Anat Admati and Martin Hellwig 'The battle has only just begun to regulate the banks' Financial Times 9 June 2011. 銀行と規制当局の攻防、リスク増加等による新興国のアセットバブルなどにも言及する。金融規制強化を図るべきで、distortionをなくし、talented peopleの最善の活用を図る。規制があれば、shadow bankingの弊害の防止も図れる。ボルカー・ルールについて、Edward Kuceand Tom Braithwaite 'Invocation of Volcker rule' is surprise for everyone' Financial Times 22 January 2011.

第四章 ドッド・フランク法の域外適用ならびに一律規制に関する考察

一、ドッド・フランク法の域外適用

ドッド・フランク法の域外適用について、多くの事項が想定され、概要について示してきた。ドッド・フランク法

の影響の中でも議論の大きな部分であり、以下で検討を深めたい²¹。域外適用に関して主要な論点をまとめると、第一に、ボルカー・ルールでは、外国金融機関の主要論点として、①外国金融機関の米国国外業務への域外適用による影響、②外国金融機関による米国市場インフラ（清算・決済等）の利用への影響、③外国ファンドが対象ファンドに含まれること、④外国金融機関本体へのコンプライアンス・プログラム策定・維持・実施義務の適用などがあげられている。「米国国外のみ」で行われる行為にかかる適用除外の要件が厳格であることが懸念され、自己勘定取引について、①売買を行う銀行組織が米国法・州法で組織されているものでないこと、②売買当事者がいずれも米国居住者でないこと、③銀行組織における売買への直接関与者が米国に物理的に所在しないこと、④売買がすべて米国国外で執行されることが要件とされる。対象ファンドについては、①銀行組織が米国法・州法で組織されているものでないこと、②対象ファンド持分の売付け勧誘・売付け関与者が米国法人でなく、かつ米国に物理的に所在しないこと、③持分が米国居住者に対して売付け勧誘・売付けされないことである。

第二に、デリバティブ規定の域外適用については、ドッド・フランク法の非証券デリバティブ (swaps) 関連規定は原則として米国国外の活動には適用されない。例外として、第一に米国通商 (commerce) における活動に直接的かつ重要な関連 (direct and significant connection) を有し、もしくは当該活動に直接的かつ重要な効果 (effect) を有する場合、第二に CFTC (商品先物取引委員会) が当該規定の脱法を防止するために必要若しくは適切なものとして定めることのできる規則・規制に違反する場合には適用される (七二二条(d))。修正効果主義の考え方をとるものと思われる²²。ドッド・フランク法により追加された諸規定、同規則・規制も、SECがドッド・フランク法により追加されたいかなる規定の脱法防止のために必要又は適切なものとして定めることのできる規則・規制に違反して取引をしない限

り、米国管轄外で証券デリバティブ (security-based swaps) 取引をする者に適用されない (七七二条(b)による一九三四年証券取引所法三〇条(c)追加)。一九三四年証券取引所法三〇条(b)と同旨の解釈規定 (rule of construction) である。

第三に、スワップ・プッシュアウト条項の影響がある。第七一六条において、銀行からデリバティブ部門の分離を求めるスワップ・プッシュアウト条項 (swap pushout provision) が設けられる⁽²³⁾⁽²⁴⁾。スワップ・プッシュアウト条項においては、銀行が連邦支援 (federal assistance) を受ける場合、スワップ・エンティティを分離することを求める規定である。連邦支援として、PRBのディスクカウント・ウインドウ、クレジット・ファシリティ (連邦準備法一二三条(3)項に基づくものを除く)、FDIC提供の預金保険、債務保証等が規定されている。スワップ・エンティティ (swaps entities) の定義においては、スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者が含まれ、FRBのディスクカウント・ウインドウを利用してFDICの預金保険の対象となる銀行は、スワップ・エンティティを切り離さなければならない可能性があるが、結果的に多くのデリバティブがスワップ・プッシュアウト条項の対象外となるとみられる⁽²⁵⁾。

我が国の金融機関は、プッシュアウト・ルールによる影響を受ける可能性がある。他方で、外国銀行の米国外の活動は、一般的にプッシュアウト・ルールによって影響を受けないと考えられる。またプッシュアウト・ルールは、預金保険対象機関が、Fedの監督下にある銀行持株会社又は貯蓄貸付機関の持株会社の一部である場合には、一定の条件下で、スワップ事業体関連会社を保有し、かつ連邦政府による支援を受けることができると規定する。連邦準備銀行の特別融資枠を利用できる邦銀または外国銀行の米国支店に関しては、例外措置を利用できるかは明らかでない。我が国の事業を有している米国の銀行に関しては、プッシュアウト・ルールの影響は若干異なる。プッシュアウト・ルールは、米国において認可された銀行の日本の支店を含む全ての支店に適用される可能性が高いと考えられる⁽²⁶⁾。

このように保険加入預金金融機関について適用除外をみると、①その業務に直接関連するヘッジその他類似のリスク軽減業務又は国法断が投資可能な利率・参照資産にかかるデリバティブを行うことができることの適用除外、②FRB監督銀行持株会社の一部である場合における当該保険加入預金金融機関の係会社であるデリバティブ業者には連邦支援禁止が適用されないとの適用除外について、外国金融機関の保険加入していない米国支店・代理店が当該適用除外の恩恵を受けられないことという問題が指摘され、リンカーン上院議員（当時）は保険非加入の外国銀行支店・代理店に対する適用除外の否定を意図してはいなかったようである明示的な適用除外規定がないため懸念されている²⁷。外国金融機関の米国拠点の組織構造に影響し得る問題である。

第四に、不利益な影響として、外国銀行及びノンバンクと内国民待遇原則の関連がある。ドッド・フランク法は、基本的に外国金融機関に対して内国民待遇の原則を適用している。銀行持株会社の外国銀行、即ち米国銀行を保有かつ連結資産五〇〇億ドル以上を有する外国銀行はSIFIsと定義され、またリビングウイル規制案では全世界で連結資産五〇〇億ドル以上かつ米国内に支店又は代理店を有する外国銀行もSIFIsとみなされる。後者に対しては、米国内資産ではなく全世界の資産をベースとすることにつき、米国議会の意図に反し不必要として各国の銀行業界から反対の声が上がっている²⁸。外国ノンバンク金融機関は米国内事業のシステム上の重要性に応じてSIFIs指定の有無が決定される。

ボルカー・ルールは、米国内事業を営む外国銀行の米国外事業に対し、当該規則が定める禁止事項が適用されないような免除規定を設けており、国際銀行法（International Banking Act）原則とも整合する。外国銀行及び外国金融機関は、適用過程における法律上・事実上の取扱いを評価する場合、米国金融機関以上にドッド・フランク法・関連規則

に注意を払うことが求められる。⁽²⁹⁾

二・域外適用の可否と実質的な域外適用

1. 域外適用の可否

米国外金融機関への影響として、ドッド・フランク法などの新規制による負担は一般的に米国事業に限定され、その意味では国内法であり、M & A取引などに関しても同様である。従って、米国企業が世界的競争において不利益を受ける可能性があり、他方で米国外政府が米国基準の一部を採用する可能性もある。

2. 実質的な域外適用

ボルカー・ルールの域外適用の可能性については、同ルールはドッド・フランク法成立から二年後またはFSOCが定める最終規則公表から一二月後のいずれか早い時期に施行される。同ルールの適用範囲について、米銀は自己勘定取引が行われた場所に関わらず適用されるが、非米銀（外国銀行）については、米国内で実施された取引、あるいは米国外の取引でもそれが米国の居住者を相手とする取引であれば適用される。

米国以外の市場参加者の懸念としては米国法の域外適用の問題があり、米国の裁判所及び証券取引委員会が証券諸法の規定を域外適用した例は多く存在する。二〇〇二年サーベンス・オクスリー法（上場企業会計改革及び投資家保護法（SOX法））が実質的に域外適用となっている事例もあり、ドッド・フランク法も本邦金融機関に実質的に域外適用される可能性があるとの見方も出される。⁽³⁰⁾

金融規制強化の潮流は今後も後戻りはせず、金融規制が市場に及ぼす影響について、全体が同一の方向性を向くことによるリスク増幅、政治・経済環境による適用のさじ加減の変化の可能性も指摘され、運用の厳格さなどの面の影

響が注視されよう。

三・重要な銀行持株会社の定義

米連邦準備制度理事会（FRB）から二〇一一年二月八日公表された、「『主に金融業務に従事する』ことの定義および『重要な』ノンバンク・銀行持株会社の定義」に係る提案に対するコメントとして、全銀協は外国銀行における「重要な銀行持株会社（significant bank holding companies）」の定義について、①外国銀行に対しては、規制を課すことのコスト・便益の観点から、外国銀行の連結総資産ベースでの判断に代えて米国拠点における連結総資産が一定水準以上の場合に適用すること、②外国銀行に対して適用する場合には、グループの資本構成上、中間持株会社（Lower Tier BHC）は除き、最上位レベル（Top Tier）の銀行持株会社のみを対象とすること、重要な銀行持株会社に対するエクスポージャーの報告を行う際に報告対象となるエンティティ等の明確化を図ることが可能となること、③外国銀行が銀行持株会社のステータスを有するか否かに依らず公平な扱いとなること、外国銀行が銀行持株会社ステータスを有しない場合、重要なノンバンクに該当するかの判定が行われることとなり、最上位（Top Tier）に位置する会社の資産を基準とした判定が行われない可能性も懸念されること、を提言している。³¹

四・ボルカー・ルールの一律適用ならびに域外適用に関する考察

1. ボルカー・ルールの一律適用の考察

ボルカー・ルールに対しては極端な制限、禁止行為は銀行が取り巻く環境に応じて行う施策、手段、方法を狭め、かつ各市場そのものが縮小され、逆に銀行経営の安全性、健全性並びに社会の健全性が損なわれるリスクがあることが指摘される。³²

特に外国銀行に対するボルカー・ルールの適用に関して、ドッド・フランク法第六一九条(d)(4)(I)の域外適用の例外条項などの細則策定に際し、法文上は米国BHC（銀行持株会社）法上の免許を有する米国外の銀行が、米国外で行うファンドへのLP（リミテッド・パートナーシップ）持分投資についても当該ファンドのLP持分が米国で売却される場合はボルカー・ルールの対象となる可能性があり、米国外の銀行が米国外で（solely outside the United States）事業を運営する場合は同ルールの対象外であることを明確化して欲しい旨が述べられる。⁽³³⁾

2. ボルカー・ルールの域外適用の考察

邦銀など米国で活動する外国銀行に対して域外適用されるべきではない旨が述べられ、理由として（注）、①後述の *Morrison v. National Australia Bank Ltd* ケース（*Morrison* 事件）を引き合いに出し、ドッド・フランク法一七一条（コリンズ修正条項）の条文と意図に反すること、②外国銀行もしくは親会社に対し不要なコスト負担を強いること、信用リスクに関し先進的内部格付手法（AIRB）へ移行した銀行はもはやバーゼルIにもとづくリスクベースの自己資本フロアの計算を必要とされていないこと、③バーゼル銀行監督委員会の合意である自己資本規制に関する母国基準の尊重という長年のFRBの方針から逸脱し、同様の環境におかれた米銀と外銀は同様の規制下に置かれるべきとの内国民待遇（National Treatment）の方針とも合致すること等を挙げる。⁽³⁴⁾

また、①米国外に本店を置く外国金融機関が米国外で事業を運営する場合、同ルールの対象外であることを明確化して欲しいこと、②過度の規制が顧客利便性、経済成長、金融サービス発展に影響を及ぼすことを最小化することも重要で、ホーム・ホスト両国の監督当局が従来以上に緊密に連携して対応するよう配慮されたいこと等が述べられる。⁽³⁵⁾

- (21) 松尾直彦「米国ドッド・フランク法の域外適用問題」神作裕之編『企業法制の将来展望』資本市場研究会（二〇一二年一月）二一九―二三四頁。
- (22) 松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー VOL.6（二〇一一年九月）二七六―二八六頁。
- (23) 上院法案の議論の中で、CFTC所管の上院農業委員会のブランシェ・リンカーン委員長から提案されている。小立敬「米国における金融制度改革法の成立―ドッド・フランク法の概要―」野村資本市場クォーターリー二〇一〇年夏号一二七―一五二頁。
- (24) スワップ・プッシュアウト条項については、ドッド・フランク法は法律の成立日から二年後に有効になる旨を規定する。
- (25) スワップ・エンティティの定義として、主要スワップ参加者である銀行が除かれ、銀行がスワップ・ディーラーでない限り、スワップ・エンティティの分離は求められない。銀行のスワップ業務が直接的に自らのリスクをヘッジし、同種のリスクを緩和するものである場合、または、CDS（資産担保証券の信用リスクを参照するものを含む）を除き、国法銀行に取引が認められる金利や資産を参照するスワップについて、適用対象外となる。国法銀行法ではエキイティ証券のディーリングを禁止するが、それ以外のアセットへの投資は広く認められる。
- (26) 我が国の金融機関は、プッシュアウト・ルールによる影響を受ける可能性がある。①同ルールは、基本的に米国事業を有している銀行グループに関係する。一定の事業体が特定の目的において、連邦準備制度の信用枠もしくは特別融資枠（discount window）又はFDICの保険もしくは保証を利用することを禁止する。邦銀の米国における銀行子会社、我が国またはその他の外国銀行の米国の支店を広く対象としていることを意味する。外国銀行の米国の支店は、一般的にFDIC保険を有しておらず、またはFDIC保証も利用できないが、Fedにおける制度や特権に関しては一般的に利用することが可能である。他方で、外国銀行の米国外の活動は、一般的にプッシュアウト・ルールによって影響を受けないと考えられる。連邦政府による支援の禁止に関しては、預金保険対象機関に対し主に二種類の例外措置（ヘッジングおよび米国の国法銀行が投資することのできる金利又は参照資産に関するスワップ）を認め、これら例外措置は、我が国および外国銀行の米国銀行子会社が、

仮にスワップ事業者とみなされた場合であっても、利用することができる。さらに、主要スワップ参加者であるもののスワップ・ディーラーには該当しない預金保険対象機関については、スワップ事業者の定義から除外される。またプッシュアウト・ルールは、預金保険対象機関が、FDICの監督下にある銀行持株会社又は貯蓄貸付機関の持株会社の一部である場合には、一定の条件下で、スワップ事業者関連会社を保有し、かつ連邦政府による支援を受けることができる」と規定する。連邦準備銀行の特別融資枠を利用できる邦銀または外国銀行の米国支店に関しては、例外措置を利用できるかは明らかでない。我が国の事業を有している米国の銀行に関しては、プッシュアウト・ルールの影響は若干異なる。プッシュアウト・ルールは、米国において認可された銀行の日本の支店を含む全ての支店に適用される可能性が高いと考えられ、我が国の支店における活動は、米国の銀行が米国内において行うことができるものと同じ種類の活動（ヘッジング、米国の国法銀行が投資することのできる金利又は参照資産に関するスワップ、主要スワップ参加者としてのみの活動等）に限定されることになると思われる。「ドッド・フランク・スワップ・プッシュアウト・ルール」U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP. (二〇一〇年七月二二日)。

(27) 松尾直彦・前掲「米国ドッド・フランク法の域外適用問題」二三四頁。デリバティブ押し条項施行が先であるため、当局は関心を払っていないと指摘され、当局は議会を怒らせることのないように緩やかな実務的取扱いをすることを避けているとの見方がある。

(28) 全世界の資産ベースの定義が適用される場合、リビングウィル対象二四社のうち九八社が外国銀行となり、大半は米国内の事業規模は比較的小さく米国にシステミックリスクを及ぼさない銀行という不可解な結果となる。「A Closer Look The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Unfinished Business Dodd-Frank - Entering year two PwCJapan」あらゆる監査法人総合金融サービス推進本部「残された課題ドッド・フランク法―成立二年目をむかえて」(二〇一一年九月)。

(29) 外国金融機関はOTCデリバティブ規制の重複を防ぐべく、CFTC及びSECに対して相互承認を推進し、米国顧客の保護の必要が明らかにある場合にのみデリバティブ規制適用を求めるといった慎重な検討を要求している。

(30) ボルカー・ルールに関して、JPモルガン・チェースは同ルールの対応策として、資産運用事業部内に自己勘定取引部門のトレーダーで構成する新たな代替部門を新設する方針である。国際的な流動性規制の動きも注目され、英国では金融機関に対し安全性の高い流動性資産を一定以上保有することを義務付ける規制が導入される見通しで、各国においても導入が検討される。同ルールの有無に関わらず、ポジションを持つ行為は従前以上にコストがかかり、コストに見合うパフォーマンスを得られる投資機会は簡単には見つからないとの指摘もある。HSBC北米部門はドッド・フラנק法によりコスト面などで少なくとも年間一億一〇〇万ドルの影響があること、ウェルズ・ファーゴは同法の影響で二〇一〇年中に五億三〇〇万ドルのコスト増になることの見通しを表明した。ドッド・フラנק法はノンバンク金融会社による自己勘定取引は規制しないが、ノンバンクには銀行持株会社より厳格な自己資本、流動性、レバレッジ、リスク管理等の規制が適用され、コスト上昇は避け難い。石田仁志「[焦点] 動き出す米金融規制改革法、国内金融機関に域外適用のリスクも」REUTERS (二〇一〇年九月三〇日)、野村資本市場研究所小立敬および佐々木百合教授談(同)。

(31) ①外国銀行に対する連結総資産の判断基準は米国税務局の総資産をベースとすべきである。②外国銀行グループの持株会社への適用は最上位の銀行持株会社にすべきである。「FRY-7Q」(外国銀行の資本・資産に係る報告)を提出している銀行持株会社は「重要な銀行持株会社」に該当する可能性がある一方で、最上位(Top Tier)ではないために「FRY-7Q」を提出していない中間持株会社(Lower Tier BHC)等は、重要な銀行持株会社に該当しないことが想定される。一方でドッド・フラנק法第一一三条は、FRBの監督に服し健全性基準の充足が求められるノンバンク金融会社であるかを判定する際に、重要な銀行持株会社との取引等を勘案することを求める。第一六五条(d)(2)では、五〇〇億ドル超の連結総資産を有する銀行持株会社等に対し、「重要な銀行持株会社」に対する信用エクスポージャー(与信)及び重要な銀行持株会社からの信用エクスポージャー(債務)に係る報告義務を規定する。連結ベースの把握、エクスポージャーの報告が求められるのは明確で、グループの資本構成上、最上位の銀行持株会社に該当しない銀行持株会社については、一律的なたちで重要な銀行持株会社に該当するものでないことを明確化すべきである。③銀行持株会社と非銀行持株会社の公平性を確保すべきである。外国銀行がレギュレーションYに基づき銀行持株会社のステータスを有する場合、グループの資本構成上、最上位に位置する銀行持株会社

(FRY-7Qの提出先)の連結総資産を基準として判定され、連結総資産の額が500億ドル以上であれば重要な銀行持株会社に該当する。一方、外国銀行が銀行持株会社ステータスを有しない場合、重要なノンバンクに該当するかの判定が行われるが、最上位 (Top Tier) に位置する会社資産を基準とした判定が行われない可能性も懸念される。提案では、外国銀行が銀行持株会社ステータスを保有しているか否かにより重要性の判断基準が異なる懸念がある。銀行持株会社を有する外国銀行と銀行持株会社を有しない外国銀行が米国で同規模・同業務を行う場合、公平な扱いが確保されることが望まれる。全国銀行協会「米連邦準備理事会 (FRB) による『主に金融業務に従事する』ことの定義および『重要な』ノンバンク・銀行持株会社の定義」に係る提案に対するコメント」(二〇一一年三月三〇日) 参照。

(32) 全国銀行協会「米国ボルカー・ルールに対するコメント」(二〇一〇年一月五日) 参照。また全国銀行協会金融調査研究会では以前より一貫して、一般の金融危機後の新たな金融規制の枠組みの一律適用には消極的な姿勢をみせている。金融調査研究会第一研究グループ報告書「金融危機下における金融規制・監督等のあり方」について(二〇一〇年九月一七日)、同「金融危機を踏まえた規制・監督のあり方」世界一律規制から、地域特性を考慮した規制への転換(二〇〇九年一月二七日)、金融調査研究会シンポジウム「金融危機を踏まえた規制・監督のあり方を考える」(二〇一〇年二月四日)。

(33) ドッド・フランク法六一九条(d)(4)(I)の域外適用の例外条項によれば、ボルカー・ルールは、「外国金融機関による、米国外のみで持分 (ownership interest) が売却される (されている) PEファンド・ヘッジファンドに対する、米国外での (solely outside the United States) 投資には適用されない」とあるが、“solely outside of the United States”の具体的な定義が必要である。ファンドの国籍、運営される場所、ブックイングの場所等を考慮することを提案し、外国籍(ケイマン諸島を含む)のファンド、米国外で運営されるファンド、「ブックイングが米国外(邦銀であれば東京)で行われているヘッジファンド向投資」は、米国外での取引に該当することから規制対象外であることを明確化すべきと考える。

(34) 全国銀行協会「米国ドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法による自己資本規制のプロアール改正等に係る市中協議文書に対するコメント」(二〇一一年二月三日) 参照。

(35) 全国銀行協会「米国ボルカー・ルール of の経過期間に係るFRB提案に対するコメント」(二〇一一年一月七日)。

第五章 ドッド・フランク法のコーポレート・ガバナンス規定とTOB・M&Aの交錯

一・ドッド・フランク法のコーポレート・ガバナンス規定

1. ドッド・フランク法におけるガバナンス関連規制の強化

ドッド・フランク法におけるガバナンス関連規制の強化に焦点を絞り、近時司法判断が下され、注目を集めるプロクシ・ファイトなどTOB・M&Aの交錯局面の問題に関して更に考察を進める。ドッド・フランク法のガバナンス関連条項について、³⁶⁾①第九五一条（一九三四年証券取引所法一四A条の改正）は、株主に役員報酬および敵対的買収防衛策である役員退職金に関するゴールデン・パラシュート（Golden Parachute）についての定期的な株主のセイオンペイ（Say on Pay）の任意の投票権（a periodic advisory vote）を賦与する。②第九五二条等は、報酬委員会が完全に独立し、委員会が特定の指定された監督責任を与えられること、報酬委員会が独立性の基準と独立したコンサルタントおよびアドバイザーのための要求項目を強化することを要求する。ブローカーが取締役の選任ならびに役員報酬につき自由裁量の投票を行使することを禁じる。③第九五三条では、SECが企業に役員報酬に関して追加の情報公開を提供することを規定する。④第九五四条は役員報酬に関してサーベンス・オクスレー法（Sarbanes-Oxley Act SOX法）の規則を拡大する。誤って与えられた報酬に対してクローバック（clawback）政策を行う場合の要求事項を設定する。⑤第九七一条は、SECに対してプロクシ・アクセス（proxy access）ルールの採用についての認可権限を与える。株主が会社の株主総会招集通知を候補者を取締役に指名するために使用を許される同ルールを広める権限をSECが有することを確認する。⑥第九七二条は、企業が同一人がCEOと取締役会長の地位の双方を有するか、理由についての

公表を求める。報酬、従業員および取締役間のヘッジング取引 (employee and director hedging transactions)、CEOと取締役会議長の役割の分化 (separation of the CEO and Board chair roles) に関する会社決定の開示を強化する。⑦第九八九G条では、小規模発行者に対して、SOX法第四〇四条(b)の要求する内部統制に関する監査人証明 (the internal controls auditor attestation requirement of Section 404 (b) of the Sarbanes-Oxley Act) の要求からの免除を賦与する⁽³⁷⁾。

ドッド・フランク法においては役員報酬と企業実績の連動性ならびにCEO報酬と他の役職員報酬の比率の開示などの規定につきSEC規則策定が求められ、SECは議決権行使助言機関の利益相反、不透明性について問題提起し、規制強化の可能性も指摘される。

①金融機関のインセンティブ報酬・今回の金融危機の一因とされる金融機関のインセンティブ報酬規制については、連結資産一〇億ドル以上の金融機関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、加えて金融機関を重大なリスクに晒し得る職員を特定してインセンティブ報酬を承認・文書化すること、役員⁽³⁸⁾のインセンティブ報酬の五〇%以上を三年以上繰り延べる⁽³⁹⁾ことなどが求められる。②セイオンペイ・セイオンペイは、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し、SECの委任状勧誘規則により株主総会等の委任状等には、少なくとも三年ごとに開示が義務付けられる役員報酬の承認のために株主による決議、および少なくとも六年ごとに前記決議の頻度を定める株主による決議が含まなければならない。背景には、デラウェア州会社法などが企業経営者寄り⁽⁴⁰⁾で、株主が企業に対して発言する機会が少ないこと、最多得票制 (plurality voting) では会社提案の取締役選任は事実上確実であり、棄権・反対票が死票となる⁽⁴⁰⁾ことが挙げられる。③公益通報保護—インサイダー取引における通報者保護の拡大・通報者保護について、米国においては一九八八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通報者に報奨金を支払うことが可能となっている。⁽⁴⁾SOX法により、上場企業における通報者保護が図られ、今時金融危機を受けて、保護の拡大を証券法違反に拡大し、公益通報(Whistle blowing)の促進と保護の強化から、ドッド・フランク法第九二二条において、自社の証券法違反に関する独自に知り得た情報をSECに任意で通報した結果、一〇〇万ドル以上の民事制裁金賦課に至った場合、SECは通報者に民事制裁金の一〇—三〇%を報奨金として支払うことが規定され、また企業側が公益通報者に対して告発を理由とする不利益を与えることを禁じる。SECは二〇一一年一月三日公益通報の促進と保護に関する規則案を採択し、第一に、報償の対象とならない公益通報者として、法律・契約上SECに既に情報提供義務を負う者、弁護士・会計士などの顧客情報により報奨金を得る者、不正情報等により社内に対処する役目の者を定義づける。第二に、公益通報者が自社のコンプライアンス部門やコンプライアンス・プログラムをないがしろにしないための措置も規定する。自社のコンプライアンス部門に報告し、九〇日以内にSECに報告すれば、コンプライアンス部門報告日をもってSECへの報告日とするが、その間にSECが情報を得ることや他の内部者に先に告発されることがなくなり、内部告発者にとって利点がある。さらに、コンプライアンス・プログラムに沿う最初の報告者により高い報奨金を与えることをSECが検討できる。従前の証券法違反に関わる制度はインサイダー取引関連に限定され、報奨金上限も一〇%であり、活用されていないのが実態である。課題として、第一に、従業員が報奨金目当てにSECに違反事案を直接持ち込み、企業の自主的コンプライアンス活動を阻害しかねないこと、第二に州法曹協会によりSECへの情報提供が認められる場合は弁護士等も報奨金対象の公益通報者となり得ることについて、批判・懸念が表明される。第三に、同法では公益通報制度の担当部署をSECに設置するが、臨時予算のために組織編成が進んでいない点も指摘され、執行部門の確

立が必要とされよう。

2. ドッド・フランク法における報酬規制と我が国への影響―ガバナンスの相違と接点―

ドッド・フランク法の報酬規制と我が国法制度に与える影響についても、今後の考察すべき課題となる⁽⁴²⁾。株主総会の権限などを定める会社法に相当する法律は米国では州法管轄、同法が改正した一九三四年証券取引所法は連邦法、金融商品取引法に相当する市場法であるなど、⁽⁴³⁾会社法との関係で制度設計などの相違がある。我が国上場会社の大多数を占める監査役設置会社はガバナンス構造も異なり、実務の運用はともかく、法律・制度面でセイオンペイが問題となる余地は現状では多くないと理解されよう。セイオンペイは、取締役 (director) 報酬でなく、SEC規則により個別開示義務が課される一定の上級役員 (executive officer) 報酬を対象とし、上級役員は監査役設置会社における業務執行取締役、執行役員 (法律上は使用人) のいずれかという議論もあろう。CEO、CFOなど一定の上級役員の人別報酬額の開示を前提に、開示内容に対して法的効力のない承認決議をとる仕組みで、個々の役員が最終的に受領した報酬額も含め、事後チェックを行う性質を有するが、他方、会社法では法的効力のある承認決議を必要としつつ、事前に総額の報酬枠を設ける。二〇一〇年連結報酬等の総額が一億円以上の取締役等について個人別報酬額の開示を義務付ける制度が導入されるが、金融商品取引法に基づく有価証券報告書の開示であり、会社法上の取締役の報酬等決議とはリンクしない。もともと、会社の業務執行者の報酬等に対する株主のチェック機能の制度的担保の面で共通点はあるが、私見であるが、実質的なガバナンス構造の調和と共に、収斂する方向に働く面があるだろうか。

3. プロクシ・アクセス・ルールとゴールデン・パラシュート—米国におけるガバナンス改革の不透明さと今後の展開—

米国におけるガバナンス改革の不透明さも指摘され、今後の展開が注視される場所である。プロクシ・アクセス、ゴールデン・パラシュートに関する考察を深めてみたい。

(1) プロクシ・アクセス・ルール SECによるプロクシ・アクセス・ルールについては、二〇一〇年八月二十五日に全ての米国公開会社に対して義務的なルールを採用し、ある会社の議決権付株式の三%以上を三年間保有する株主または株主集団は、当該会社の委任状加入資料 (proxy materials) を用いて、取締役総数の四分の一までを指名する権利を有する。支配目的でないことの証明として、同ルールを利用する株主または株主集団は、支配権の変化を生じさせる、または同ルールによつて許容されている数を超える取締役のポストを獲得する意図のないことを認証する必要がある。取締役候補者数の制限として、会社は、その委任状勧誘資料において、その取締役会の二五%超を占める取締役候補者について記帳の義務はないとみられる。会社が二五%超の上限を超える対立する候補者に指名を受けた場合、対立する候補者指名を先着順で配分するというSEC提案からの変更点として、議決権付証券の持分比率が最も高い株主または株主集団が優先されることがある。候補者の適格性として、候補者に指名されるためには、該当する国法証券取引所または協会による客観的な独立性基準を充足する必要がある。他方、指名する株主、指名される候補者との関係には制限がない。開示および記述に関する法的責任として、指名される株主候補者と指名を行う株主との関係性について、一定の開示が求められる (スケジュール⁴⁴N)。

(2) ゴールデン・パラシュート 連邦金融監督である連邦預金保険公社FDICは、二〇一〇年一月一四日金融機

関向け通達「銀行等におけるゴールデン・パラシュートの申請に関する解釈ガイダンス (Guidance on Golden Parachute Applications)」を⁽⁴⁵⁾発出している。ガイダンスの主要な内容としては、①ゴールデン・パラシュートの報酬支払は、問題金融機関が、関連事業会社 (institution-affiliated party IAP) の関連性廃止に伴い支払う報酬にも関与する。②預金保険法 (FDI Act) および適用規則は、問題金融機関 (銀行検査で総合評価の格付けが四および五に合致する金融機関) については規則に別途の定めがある場合を除き、ゴールデン・パラシュート報酬の支払を禁止する。例外は、特定の状況でかつ特別な承認がなされた場合のみ申請により許可される。③銀行の上級管理者に利するゴールデン・パラシュート報酬支払の申請は、当該受給者の銀行への影響、主要な法人の主導性および政策決定、就中ハイリスクな銀行戦略にかかる活動への関与など、個人の実績評価を含む高度な精査結果 (scrutiny) に従う。④本通達は、申請時に要求される情報の類型の詳細なガイダンスならびに監督機関職員が申請や支払額案を評価する際の考慮すべき要素を提供する。⑤申請手続きの簡素化や申請数の削減を意図して、本ガイダンスはほとんどのケースに該当する一人あたり最高五千ドルのゴールデン・パラシュート報酬の支払については申請不要とした。ただし、その場合、銀行は受取人の署名および受取り金額について確定日付とともに支払い記録の保管が義務付けられる。⑥複数件をまとめたゴールデン・パラシュート報酬の申請形式として、金融機関が同様の責任を持つ比較的低水準の従業員に対し、または人員整理や組織再編に伴う低額の支払を求めて来た場合も同様に認められる。⑦FDICは、ゴールデン・パラシュート報酬の支払申請の承認に際し、段階的分割支払または報酬を条件付で減らす条件付回収条項 (clawback provision) を求めることができる。

(3) 米国ガバナンス改革の停滞 米国の経営者団体である米国商工会議所 (The U.S. Chamber of Commerce) およびビ

ジネス円卓 (the Business Roundtable) は、ガバナンス改革の実施延期を目指してロビー活動を行なっている。プロクシ・アクセスと称される役員選任に関する株主提案の容易化について、SECが規則制定し、株主による経営者へのチェック機能が高まることが期待された。プロクシ・アクセスの実施により、株式の3%以上を三年間以上継続して保有する株主または株主グループは、取締役数の25%以下または一名の取締役候補者を提案できる。提案は会社側が作成する株主総会招集通知に記載され、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができる。我が国の株主提案権に比べ、持株数・期間の制限が厳しく、提案取締役数の上限があり、株主にとって使いにくい制度でもあろうが、取締役選任を株主が経営陣と争う場合に、従前は委任状争奪を伴うコスト高の方法しかなかったのに比べて、株主主導の取締役選任を容易化するものといえよう。

プロクシ・アクセスに対する経営者団体の警戒感は強く、特殊な意図を持った者が取締役になり、企業価値を減少させる経営判断を下す懸念もあるとして反発し⁽⁴⁶⁾、米国商工会議所およびビジネス円卓は共同でプロクシ・アクセスの内容および実施時期の再考を求めて提訴していた⁽⁴⁷⁾。SECは、規則の実施時期について裁量権を有し、性急な実施は不測のコストを要し、不明確な規制および無用な混乱を生じる懸念があるとの見方に配慮し、再検討を行なうことを決めている⁽⁴⁸⁾。

(4) コーポレート・ガバナンスの新展開とTOB・M&Aの交錯 米国ガバナンス改革の不透明さを示すものとして、プロクシ・アクセスの問題が大きな注目を集めてきている。TOBなどM&Aとコーポレート・ガバナンスが交錯する先鋭化した局面として、プロクシ・アクセスとSEC規則の問題が米国におけるガバナンス改革の不透明さを示すものとして指摘される。このほか、現下のガバナンスの問題として、Independent Chairman (取締役会議長とCEOの

分離)、Classified Boards (期差任期制)、Compensation Committee Independence (報酬委員会の独立性) などがある。国際金融法制のうち、米国金融改革法を中心に述べてきたが、セイオンペイなど同法のガバナンス関連規定は重要である。役員選任に関する株主提案の容易化に関するプロキシ・アクセス・ルールについて、SECは規則制定し、株主による経営者へのチェック機能が高まることが期待された。二〇一〇年八月二五日全ての米国公開会社に対して義務的なルールを採用し、議決権付株式の三%以上を三年間保有する株主または株主集団は、当該会社の委任状加入資料(proxy materials)を用いて、取締役総数の四分の一以下、または一名を指名する権利を有する。我が国の株主提案権に比べ、持株数・期間の制限が厳しく、提案取締役数の上限があるが、取締役選任を株主が経営陣と争う場合に、従前の委任状争奪というコストのかかる方法に比べ、株主主導の取締役選任を容易化するものといえよう。

二、セイオンペイおよびプロキシ・アクセスとRed Flagの相関ならびに法実務の影響

1. ドッド・フランク法の報酬規制と日本法実務の影響—SOX法とドッド・フランク法の規制強化—

二〇〇二年SOX法は三つの委員会のうち、事後的に監査委員会の機能を強化してモニタリングされる内部統制システムの実効性を高め、米上場企業のコーポレートガバナンスを強化せんとする。他方、ドッド・フランク法は、報酬委員会の機能を強化し、CEOによる高額報酬を目当ての経営を未然に防ぎ、コーポレートガバナンスの質を高めんとする。第一に、米上場企業の報酬委員会のメンバーは、全て独立取締役でなければならないとし、ニューヨーク証券取引所やナスダック上場の外国籍企業は規制の適用を免除される(九五二条(a)項)。第二に、全ての米上場企業にセイオンペイを取り入れ、株主総会が役員報酬について勧告的決議ができるようにすることを義務づけ(九五一条)、また米上場企業の報酬委員会が会社役員員の報酬水準、報酬内容などを決定する際に用いる外部報酬コンサルタントに

ついて、会社からの独立性を考慮すべきことを義務づける（九五二条(a)項）。さらに、CEOが取締役会議長を兼務している場合、理由を今後制定される米証券取引委員会規則に従い開示すべきとする条項（九七二条）、CEOなどに関する報酬開示規制強化も盛り込まれる。

同様の改革はEU諸国でも実施され、我が国では会社役員報酬の総額と内容は監査役会設置会社の場合は株主総会が決定し、米国内企業よりも厳しい規律がされる。しかしながら、株主総会で決定された役員報酬総額の範囲内で、個別役員への分配は代表取締役社長に委ねられていることが多く、透明性に課題がある。このため、役員報酬の決定メカニズムに関する透明性向上、代表取締役社長と取締役会議長との分離、または分離しない場合の理由の説明の必要性について議論がなされることになろう。⁽⁴⁹⁾

2. セイオンペイと法実務への影響

Red Flagについては、ドッド・フランク法のガバナンス改革であるセイオンペイ、プロクシ・アクセスとの相関も注視されよう。ドッド・フランク法の実質的域外適用の影響などから、我が国のガバナンス実務あるいは組織体制が変容する可能性もあろう。先ず、セイオンペイの我が国への影響についてみると、法律・制度面で問題となる余地は少ないことは述べたが、実務面では以下の検討がされる。

(1) セイオンペイの実務導入と影響

第一に、報酬委員会メンバーに関する独立性要件強化について、米証券取引所は上場基準において報酬委員会委員全員が独立取締役であることを求めており、ドッド・フランク法は独立性要件を強化し、当該取締役に対し支払われるその他の報酬および当該取締役と当該会社の関係会社との関係について考慮すべきことを定めている。

第二に、外部報酬コンサルタントに関する独立性の考慮について、米国において外部の報酬コンサルタントの意見を取り入れることは任意であり、多くの企業は外部コンサルタントの助言を受け、役員報酬額算定の方針、個別の報酬額を決定している。ドッド・フランク法は、外部コンサルタント等を導入する場合、選定手続、報酬額、当該会社の株式保有の状況等に関して、独立性を考慮することを求めている。

第三に、取締役の役員報酬に関する株主総会での勧告的決議導入について、米国では取締役報酬は報酬委員会が決定し、取締役の個別報酬額については年次報告書等において開示している。ドッド・フランク法は、従来の開示に加えて、三年に一度以上、株主の信認を得るため、取締役の報酬額が妥当かについて株主総会における拘束力のない株主投票（勧告的決議）の実施を求めている。勧告的決議導入により、株主による意見を反映し、適正な報酬額の形成を期待しているといえよう。

そこで、我が国会社法下で制度導入が可能かについて検討したい。⁵⁰⁾

① 報酬委員会設置および要件加重

報酬委員会設置および要件加重は可能となる。

(i) 委員会設置会社

社外性の要件の加重に関して、委員会設置会社における報酬委員会について、過半数を社外取締役とすることが義務付けられ（会社法四〇〇条三項）、報酬委員会委員を全員社外取締役とし、社外取締役の要件を加重して独立性を高めることは有効となる。実際の加重の内容として、東証等が求める独立役員⁵¹⁾の判断基準が指標になろう。

現状を維持する場合は、当社の報酬委員会は法律の要件を満たし、過半数は社外取締役で構成され、独立性に問題

はないものと考えていると回答することが最低限要請されていよう。

(ii) 監査役設置会社

(イ) 任意の機関として設置

監査役設置会社には報酬委員会の設置義務はないが、社外取締役が過半数を占める報酬委員会を任意の機関として設置することは禁止されていない。取締役報酬について、総額が定款または株主総会で定められれば、個々の報酬額については取締役会に委ねてもよいと解され、報酬の総額が定款または株主総会で定められている場合、任意の委員会として報酬委員会を設置して、意見を参考に取締役会または委任を受けた代表取締役が個別の報酬額を決定する設計は問題はない。

(ロ) 社外監査役は報酬委員会委員となるか

報酬委員会委員に社外監査役を加えることについては、否定的に解される。監査役の職務は取締役の職務執行監査にあり、報酬委員会の活動は職務執行の一部であるため、監査役は報酬委員会が出す意見、結論に至るまでの手続き、取締役会における委員会が提出した意見の取扱いなど報酬決定までのプロセス、金額をチェックすべき立場にある。

(ハ) 任意の委員会でも報酬委員会規程を作成する

任意の報酬委員会を設置する場合も、委員の要件、運営方法を明確にし、社内において報酬委員会規程を作成することが望まれる。

② 任意の外部コンサルタント導入

外部の報酬コンサルタントの導入については、企業の任意であり、問題ないが、人選について会社との取引の有無、

資本関係を選任の基準として独立性を確保し、また複数のコンサルタントを選任して適正な役員報酬決定の体制を検討することが望まれる。

③ 勧告的決議の導入

(i) 我が国の法制度には馴染みにくい

個別報酬額に関する勧告的決議は、(a)役員報酬の決定権限が報酬委員会にあること、(b)個別の役員報酬を開示していることを前提とする制度であるため、取締役の報酬総額を株主総会で決定し、原則として個別の役員報酬の開示を義務付けない我が国の法制度には馴染みにくい面がある。一般株主は役員報酬額の適正性について判断能力があるかとの指摘も日米においてされている。

(ii) 勧告的決議導入は可能

拘束力を有しない株主投票である勧告的決議の導入は可能とみられる。会社法には勧告的決議に関する規定はないものの、会社法において禁止されておらず、会社自治の観点から任意に制度を導入することは可能と解される。任意の制度導入を株主総会決議で行う事例として、敵対的買収防衛策導入がある。実際には、事前警告型買収防衛策の導入・継続については、定款変更を伴う場合とそうでない場合がある。⁽⁵¹⁾

実務としては、株主アンケートは行わないとしても、報酬コンサルタントや報酬委員会への諮問結果を入手するなど、勧告的決議と同様の趣旨を取り入れる対応を検討することが考えられる。

(2) 株主提案による導入

経営陣が独立性の高い報酬委員会、外部コンサルタント、勧告的決議について導入を見合わせる判断をした場合、

株主から導入について株主提案がされることが考えられる。プロキシ・アクセス (proxy access) ではないものの、こうした検討も必要となろう。株主提案には定款変更を伴わずに制度導入を求める場合、制度導入と併せて定款変更を求める場合の二つのケースがある。

① 監査役設置会社

(i) 定款変更を行わずに制度設置を求める場合

(イ) 委員会設置会社の報酬委員会と同等の機関設置を求める場合

株主は監査役設置会社制度と矛盾する機関設置を求めていることになり、委員会設置会社の移行を求める定款変更の提案を前提としない限りは株主総会の決議事項とすることはできない。

(ロ) 任意の報酬委員会や外部コンサルタント、勧告的決議などの導入を求める場合

会社法はこれらの制度導入を義務としておらず、会社の判断に任せられ、不要と判断すれば採用する必要はなく、株主総会決議を求める必要もない。定款変更の提案を伴うものでない限り、株主提案は会社の経営判断に介入する違法なものとなり、議題として取り上げる必要はない。

(ii) 定款追加を求める場合

(イ) 委員会設置会社の移行を求める場合

委員会設置会社移行の場合には定款に報酬委員会の定めを置かなければならない (会社法三二六条二項)。株主が委員会設置会社移行のための定款変更を求める場合、株主提案は有効となる。併せて、委員会委員の要件加重規定を加えることも可能である。

(ロ)任意の報酬委員会や外部コンサルタント、勧告的決議などの導入を求める場合

任意の機関であり、定款に定めなければ効力を有しないわけではない。その他の事項でこの法律の規定に反しない（会社法二九条）事項について、任意に定款へ記載することが可能と解され、定款変更は許される。制度導入の株主提案が会社の判断で任意機関を設けることができるとする定款変更を求める趣旨であれば有効と解される。

②委員会設置会社の場合

(i)定款変更を行わずに制度設置を求める場合

法定の報酬委員会が設置されており、報酬委員会に関する株主提案は、委員会設置でなく、委員会委員の要件の加重を求める提案になる。しかしながら、報酬委員会が法定要件を充足する以上、会社が要件を加重する義務を負うことはない。従って、外部コンサルタント、勧告的決議同様に定款変更の提案が伴わない限り、株主提案として取り上げる必要はない。会社が要件加重が必要と判断すれば、会社の選択として導入することは許される。

(ii)定款の内容について要件加重など追加を求める場合

委員会設置全社は報酬委員会について定款に定めを置くこととされ、要件を加重する定款変更の提案は許される。また外部コンサルタント、勧告的決議について、その他の事項でこの法律の規定に反しない事項として定款変更の手續を経た上での記載が可能と解され、制度導入の前提としての定款変更を求める株主提案は会社として取り上げざるを得ない。株主総会に諮る必要が生じてくる。もつとも、定款変更の特別決議要件は厳しく（会社法三〇九条二項一号）、実際において株主提案が成立に漕ぎ着けることは困難を伴おう。

三．プロクシ・アクセスに関する司法判断

プロクシ・アクセスに関する司法判断が近時出され、SECの申し立てが退けられ、規則案の無効が決定されたことから、議論がさらに深まっている。⁵² プロクシ・アクセスはドッド・フランク法九七一条により制度化され、米国証券取引委員会（SEC）が規則制定を委ねられたが、実施に至っていない。SEC規則一四a—八においては、株主提案が取締役選任に関連する場合、提案を会社側は除外することが認められてきたが、米国金融改革法は例外としてSEC規則一四a—一一を設け株主のプロクシ・アクセスを認める。⁵³ 即ち、規則一四a—一一は、ある会社の株式の3%以上を三年間以上継続保有する株主（または株主グループ）は、取締役数の25%以下（または一名）の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する委任状勧誘書類に記載できるものとされた。委任状勧誘書類は株主総会議案を詳細に説明するものであり、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができることとなる。SECは、当初二〇一一年の株主総会での実施を予定していたが、プロクシ・アクセスに対する経営者団体の警戒感は強く、特殊な意図を持った者が取締役になり、逆に企業価値を減少させる経営判断を下す懸念もあると反論する。米国経営者団体のビジネス円卓（The Business Roundtable）は、プロクシ・アクセスの内容や実施時期の再考を求めて提訴し、規則案の無効が決定された。⁵⁴ 新規規則案の制定作業は遅延し、SECシャピロ委員長は新たな規則案の提案は予定に挙がっていないと述べる。⁵⁵

本件の司法判断について、申立人であるBusiness Roundtable（円卓会議）と米国商工会議所は、SECは取引所法三条(f)項、投資会社法二条(c)項で求められている効率性、競争および資本形成に対する規則の影響を十分考慮せず、行政手続法に違反して規則を制定したと主張した。SECは二〇〇九年規則を提案し（74 Fed. Reg. 29,024）、パブ

リック・コメントの後一部修正して二〇一〇年に二対一で採択した (75 Fed. Reg. 56,668)。概要は、委任状勧誘規則適用会社 (登録投資会社を含む) は、委任状資料に資格のある株主または株主グループの指名する取締役候補者名を記載しなければならない。資格のある株主とは、規則の利用を通知した日まで三年以上、議決権の三%以上を保有している者で株主総会まで当該議決権を保有しなければならない。候補者提案株主は、SECおよび会社に通知をしなければならぬが、通知には五〇〇語以内で理由を記載できる。会社は、提案株主が提供した当該株主および候補者に関する情報を委任状説明書に記載し、候補者を委任状行使書面 (proxy voting card) に記載しなければならない。本条適用について、制限が付され、規則は州法または会社の統治文書 (governing documents) が株主の取締役候補者指名を禁止している場合は適用されない。株主が、会社の支配を変更する意図を持って会社の証券を保有している場合、当該株主は規則を利用できない。会社は、一人または取締役数の二五%を超える数の多い数の候補者を委任状資料に記載することを求められない。複数株主が指名資格を有する場合、最も高い議決権割合を有する株主のみが候補者を指名できる。SECは、規則一四a一一が、取締役会および会社業績と株主価値を改善するという潜在的便益は潜在的費用を上回ると判断し、各会社の取締役会または株主の過半数が、規則一四a一一の内容を付属定款 (bylaws) に組み込むかを判断すべきだとする提案について、州法下の定款自治 (private ordering) に排他的に委ねることは株主の取締役指名権・選任権を促進するに当たり効果的でも効率的でもないとして斥けた。⁵⁶ 提訴に対する判旨では、審査の申立てを認め、規則を無効とする。⁵⁷ 行政手続法下では、行政機関の行為は恣意的、気紛れ、裁量の濫用、その他法違反がある場合 (arbitrary, capricious, an abuse of discretion, or otherwise not in accordance with law)、裁判所により無効とされる (5. U.S.C. § 706 (2) (A))。裁判所は申立人に同意し、SECは恣意的かつ気紛れに行動し、投資会社に当該

規則を適用するSEC決定も恣意的であったと判断する。

① 経済的効果の考慮

(i) 費用便益の考慮…申立人は、株主提案に反対する会社の負担費用をSECは考慮に入れていないことを主張する。SECは、採択リリースの中で、株主の取締役候補者指名に反対することに対して正当理由なく会社資金を用いることは取締役の信認義務違反になること、提案株主の資格要件のために提案数は制限されるために会社のキャンペーン費用は限定されるとする。裁判所は、取締役は株主側候補者に反対しないというSECの予想は根拠がない憶測であるという申立人の主張に賛成する。SECは、会社のキャンペーン費用の推計を行わず、規則の経済的効果を査定する制定法上の義務を無視している。SECは、反対派取締役が取締役会に加わる場合、会社業績が低下することを示している研究を過小評価し、逆の立場の説得力のない二つの研究に依拠したものである。(ii) 特別利益を有する株主…提案株主に対しては持株要件が課されるが、公務員年金基金や組合金基金も当該規則を利用するものと信ずるだけの十分な理由があるにも拘らず、SECは、特別利益を有する株主が、株主利益最大化以外の目的のために本規則を用い、会社に費用負担させることになるという有識者の懸念には対応していない点で、SECは恣意的に行動した。(iii) 選任合戦の頻度…規則一四a—11による指名の頻度について、SEC内の議論は矛盾し、恣意的であった。SECは、規則の便益を議論する場合は指名株主が委任状勧誘資料の印刷・郵送代を直接的に節約できる面を強調するが、この場合、SECは上場会社の一五%が本条の利用を予想しているものと報告した。便益を評価する場合は本条の活発な利用を予想しつつ、費用を評価するときは不活発な利用を仮定することは矛盾している。

② 投資会社への適用

通常は一つの投資助言会社がコンプレックスと称するミューチュアル・ファンドのグループを経営するが、ファンドの取締役会は一般的に、ある取締役グループがコンプレックス内のファンドの全取締役会を構成するユニタリー・ボード (unitary board)、複数の取締役グループがコンプレックス内の異なるファンドの組を監視するクラスター・ボード (cluster board) のいずれかの形態をとり、いずれも取締役会は複数のファンドの事業について一つの会議で対処する。申立人は、投資会社法規制は株主の委任状アクセスの必要性を減じ、委任状アクセスから得られる便益をも減じていること、本規則は投資会社のガバナンス構造を破壊することにより投資会社に多大の費用を負担させることについて、SECは十分に対応しないことを主張し、裁判所は申立人に賛成する。SECは、規則一四a—11により株主指名の取締役がファンドの取締役に加わる場合、ファンドごとに取締役会会議を別個に開催せざるを得ず、ガバナンスを非効率的にし、ユニタリー・ボード構造やクラスター・ボード構造を破壊し、投資会社に多額の費用を課すことになるとの懸念がある。SECは、投資会社の株主は多くはリテール顧客であり、三年間の保有要件を満たさず、投資会社に株主総会開催を強制しない州法もあり、投資会社の負担費用は少ないこと、ユニタリー・ボードおよびクラスター・ボードに対する破壊的效果はファンド・コンプレックスの地位を維持するために秘密保持契約を用いることで緩和されるはずであることを述べる。しかし、前者はSECは利用が少なければ便益も少ないことを見過ぎ、後者は株主指名の取締役は他のファンドに対する信認義務を負わず、秘密保持契約の締結義務も負わないため、秘密保持契約は何ら解決策にならないと反論がされる。

上記の司法判断に関して、SECは委任状アクセス (Proxy Access) の問題につき、一九四二年以降提案を行って

おり、二〇一〇年に規則制定に至ったものである。SEC規則で、株主提案を会社の委任状資料および委任状行使書面に記載させることができる株主提案権を定めているが、選挙提案は株主提案権の対象から除外されている。会社支配にかかわる提案は、委任状勧誘規則に則り委任状合戦を行わせる趣旨である。しかし、会社の委任状勧誘は会社費用で賄われ、株主は委任状勧誘の費用を負担することになり、不利な立場に置かれること、諸外国は株主に会社の委任状勧誘装置を利用させる例が多いことから、株主の選挙提案を会社の委任状資料に記載させるべきとする議論も強い。

本判決は裁判所が、行政手続法の規定に照らしてSEC規則一四a—11の制定を取り消し、同規則を無効としたものである。⁵⁸ もっとも本判決は、委任状アクセスについてSECに規則制定権がないことを無効の理由としたものではなく、ドッド・フランク法はSECに株主の取締役候補者指名権を認める規則を制定する権限を与えている。SECは最終的には、規則一四a—11と同様のルールを制定することになるという予想もある。⁵⁹

株主に委任状アクセスを認める理由について、SECは株主が州法上の権利を十分に行使できるようにすることに求めるが、規則一四a—11は州法上の権利行使を逆に破壊するとみる見解もある。黒沼悦郎教授は、会社内の事項が伝統的に州法に割り当てられているからでなく、大部分が任意法規で競争に直面し、漸進的發展をする州法が連邦法よりも株主と経営者の権限分配を扱うのに適していることを述べておられる。⁶⁰

四．取締役の善管注意義務とリスクマネジメントの実際

上記のRed Flagの活用も踏まえて、FCPAの域外適用に対するリスクマネジメントの具体的な考察を行いたい。第一に、不正競争防止法を念頭に、外国公務員贈賄罪における少額のファシリテーション・ペイメントをみても、不

正な利益供与でなく、社会的な常識の範囲内であることにつき、少額支払いを承認する取締役の経営判断における裁量権の逸脱の有無（善管注意義務違反）に関して、近時の判例実務が事実認識および判断推論のプロセスのみならず、プロセスに基づき行った取締役の判断の内容及体の合理性を追求し、判断過程も詳細に検討する傾向にあることを踏まえ、経営判断原則を構成する規準である①企業を取り巻く経済環境など、②一般的に期待される水準、③前提事実の認識過程の不当な誤り・合理性欠如、④事実認識に基づく判断の推論過程および最終判断自体そのものの内容の明らかな不合理の各観点から、取締役の判断の留意点は次の通りとなる。①外国の腐敗度、利益供与の外国国内法令の許容度、業務遂行の関連性など。②業界ごとの相違やODAの信頼確保など、③第三者・専門家の資料の参考度合いおよび稟議書の収集と検討。リサーチ懈怠（拓銀カプトコム事件⁶¹）や信頼の原則（拓銀ソフィア事件⁶²）が関連して問われる。④取引を獲得できない場合の企業の損失および外国公務員との継続的關係、接待などの必要性、取締役会における議論の充分性など。第二に、外国公務員贈賄罪関連事例において、不正競争防止法一八条違反の有罪が確定すれば法令違反行為として取締役の裁量は否定され善管注意義務違反となることは明白であり、損害賠償請求に対する攻撃防御方法を想定するしかない。他方、起訴に至らない場合、株価下落など株主代表訴訟提訴に対しては経営判断原則に基づく上記の四つの観点からの抗弁の主張も可能となろう。第三に、具体的なリスクマネジメントとして事前のコンプライアンス強化、不祥事発覚時の対応、事後的責任処理の三点から米国COSSO報告書に基づくERMの各要素毎に検討すると、①統制環境では担当セクションの組織的連携と独立性維持、②リスクの評価・対応では、外国の賄賂の法制度の事前評価がある。不正競争防止法とは独立して外国法令が適用され、また外国法令における賄賂の許容度が翻って同第一八条一項の嫌疑に影響するためである。英国賄賂防止法、FCPAの適用可能性について、従業

員雇用、通信手段など管轄権が及んでいることの確認が求められる。③統制活動からは、個別のリスク審査が客観的基準でなされることが重要となり、代理人やアシスタントを利用する場合は、国籍、業務委託契約における法的帰責の切断などの確認が必要である。④情報・伝達については、社内倫理規定策定、内部周知活動、各国の情報蓄積・共有化がある。⑤モニタリングについては、個別案件処理のプロセスを監査する独立セクションの設置・運用が重要となり、内部通報制度導入・不利益処分排除、会計報告の信頼性審査、第三者委員会設置が求められる。第四に、リスクマネジメント体制により、先ず株価下落、信頼失墜、海外事業撤退などの事前防止が図られる。次に法的側面でも、不正競争防止法の両罰規定から法人の責任が問われた場合に、従業員の選任監督上の過失がなかったことを主張するためには内部統制を含むリスクマネジメント体制策定が重要な事実となり得るとともに、善管注意義務違反による損害賠償請求においても体制整備と運用は経営判断原則の抗弁主張の前提となる。英国賄賂防止法における贈賄防止策懈怠罪適用においては、正しくリスクマネジメント体制の策定・運用が適正手続の抗弁となり、FCPAについてもDOJやSECとの司法取引における考慮要素となり得る。さらに企業の社会的責任(CSR)に関しても、その責任を果たしていることといえよう。第五に、行政指針と法律の錯誤につき、経済産業省ガイドラインなどを信頼しても責任故意は阻却されずに外国公務員贈賄罪が成立し得ることが指摘される。⁶⁴⁾

(36) 小立敬「米国における金融制度改革法の成立―ドッド・フランク法の概要―」野村資本市場クォーターリー(二〇一〇年夏号) 一二七―一五二頁。

(37) “The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank” Stephen M. Bainbridge, University of California, Los Angeles,

- (38) 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(二〇一一年春号)一一八―一二五頁参照。英国では、スチュワードシップ・コードにより、議決権行使の有無でなく、機関投資家による長期的な観点からコーポレート・ガバナンス強化を志向する動きが強まっている。スチュワードシップ・コードは、議決権行使や投資先企業のモニタリングなど、機関投資家によるエンゲージメントのあり方を規定するものであり、ケイ・レビューの反映も含めて二〇一二年九月に改訂されている。「遵守するか、遵守しない理由を説明するか (comply or explain)」の原則の下、機関投資家のエンゲージメントに係る指針として機能している。議決権を行使したかといった形式論ではなく、投資先企業の長期的価値向上に資するエンゲージメントを行ったかという実質論であり、柔軟性を持たせていると言える。同「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」資本市場クォーターリー二〇一三年夏号。私見であるが、従来の形式的な株主価値重視から、実質的・長期的な企業価値向上に向け、株主である機関投資家自身が視点を変えてきていることを伺わせようか。
- (39) セイオンペイ原則は英国、オーストラリアで導入済みである。米国においても、TARP (不良債権救済プログラム) 資金の受入企業について毎年義務付けられている。
- (40) 過半得票制 (Majority Voting) 導入を会社側が提案する事例も増加しており (二〇一二年二月アップル株主総会)、純粋な最多得票制採用企業の数は減少傾向にある。
- (41) 英国の公益開示法 (Public Interest Disclosure Act of 1998) 、『我が国の公益通報者保護法 (二〇〇四年制定、二〇〇六年四月施行) 』はあるが、報奨金制度は稀である。
- (42) 横山淳「取締役の報酬等の決議と“say on pay”」(二〇一一年九月一日) 大和総合研究所資本市場調査部。
- (43) 法律の文言が総会決議を直接義務付けるのではなく、委任状等に含まれなければならない (shall include) と規定しているのも連邦法管轄である委任状勧誘規制の範疇に収めるための工夫と推測される。
- (44) U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP. 「SECによるプロキシ・アクセス・ルールの

採択」(二〇一〇年九月七日)。

- (45) http://civilwatchdoginjapan.blogspot.com/2010_11_01_archive.html
- (46) SEC WEB Implementing Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act- Upcoming Activity. 鈴木裕「混迷深まる米国ガバナンス改革」大和総研資本市場調査部 Strategy and Economic Repor (二〇一〇年一〇月五日) 一―三頁。
- (47) 経済的利益を目的とせず、特定の政治的社会的な主張を実現することを目指す株主が取締役を送り込めば、一般株主の利益と一致しない経営が実現する恐れがある。オプションなどデリバティブ商品を用いて、株価下落が自身の利益になる状況(エクイティ・デカップリング)を作り出した株主が取締役選任を求めるかもしれない。
<http://www.uschamber.com/press/releases/2010/september/us-chamber-joins-business-roundtable-lawsuit-challenging-securities-an>
- (48) 当初は二〇一一年株主総会から実施されると見込まれていたが、今回のSEC決定により一年程度の遅れるものとみられる。 <http://sec.gov/rules/other/2010/33-9149.pdf>
- (49) 太田洋「報酬規制は日本にも波及か」NIKKEI BUSINESS (二〇一〇年九月二〇日) NIKKEI BUSINESS 一〇七頁参照。
- (50) 成和明哲法律事務所企業法研究部会・報告「米国金融規制改革法における役員報酬規制はわが国に影響を与えるか」issue 10.10.13' report no.010. 一―八頁参照。
- (51) 平成二〇年六月総会において事前警告型買収防衛策を導入または継続した一九五社のうち八九社は定款変更をせずに株主総会決議のみにより、一〇六社は定款変更を行い、導入・継続を図っている。
- (52) 鈴木裕「PROXY ACCESS」大和総研グループリサーチ(二〇一二年一月二〇日)
http://www.dir.co.jp/research/report/esg/keyword/141_proxy_access.html
- (53) Final Rule: Facilitating Shareholder Director Nominations
- (54) 黒沼悦郎「株主の選挙提案を認めるSEC規則の無効化」商事法務一九七四号五五―五九頁(二〇一二年)、同「Business Roundtable v. SEC (1), (2)」に司法の判断について詳しく述べられている。以下、参照した。神戸大学商事法研

突合 Business Roundtable v. SEC 647 F. 3d 1144 (DC Cir. 2011) 報告。

- (55) “SEC’s Schapiro: Won’t revisit proxy access rule soon” ロイター (二〇一二年四月二五日)。
- (56) 二名の委員 (Troy A. Paredes 及 Kathleen L. Casey) は、理論的見地および実証的見地から SEC を非難して提案に反対した。
- (57) 黒沼悦郎抄訳。
- (58) SEC 規則制定に経済界が反対して提訴され、規則が無効とされる例として、Chamber of Commerce v. SEC, 412 F. 3d 133 (D.C. Cir. 2005) [「投資信託のガバナンスルールを無効とする」]、Goldstein v. SEC, 451 F. 3d 873 (D.C. Cir. 2006) [「インシ・ファンドの登録規則を無効とする」]、American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC, 613 F. 3d 166 (D.C. Cir. 2010) [「証券の定義から除外される年金契約の定義規定を無効とする」]がある。黒沼悦郎教授は、本判決が規則を無効とした理由について、費用便益分析が不十分であったことに求められるが、費用や便益には数量化できないものもあり、判旨は揚げ足取りの感もあること、SEC の費用便益分析が、規則を無効なものにするほど恣意的なものであったかどうかについては論評の限りではないことを指摘される。
- (59) Choi & Pritchard, Securities Regulation, at 699 (3d ed., 2012). 他方、SEC スタッフは世界的金融危機、民主党政権の誕生等、政治状況が好機を提供しているものと考え、委任状アクセス・ルール制定を提案したとの見方もある。Jill E. Fisch, The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access (U. Penn. Law School, Institute for Law and Economics, Research Paper 11-05), at 45-46 (2011). 近い将来、SEC がルールを制定することは不可能ともみられる。
- (60) 黒沼悦郎教授によれば、委任状アクセスの議論はコーポレート・ガバナンス (株主と経営者の権限分配) を論じることであるが、SEC は議論を巧妙に避けている。委任状アクセスがコーポレート・ガバナンスの問題であるとすれば州法に委ねるのが適切である。理由は、会社内の事項は伝統的に州法に割り当てられているからではなく、大部分が任意法規であり競争に直面し、漸進的発展をする州法の方が連邦法よりも株主と経営者の権限分配を扱うのに適する。規則一四 a — 11 は州法上の権利行使を促進するのではなく、破壊するとみる見解もある (Fisch 教授の見解)。理由として、デラウェア州法は、株主が指

名する取締役候補者を会社の委任状資料に記載するよう会社を義務付ける付属定款を認めるが、規則一四a―一は、付属定款においては同規則よりも厳しい株主要件を定めることを認めていない。SEC提案は、実質的には、連邦法上、株主の取締役候補者指名権 (federal nominating power) を創設するものといえる。

(61) 松嶋隆弘「北海道拓殖銀行栄木不動産事件 (最判平成二〇年一月二八日判タ一二六二号六三頁) / 北海道拓殖銀行カプトデコム事件 (最判平成二〇年一月二八日判タ一二六二号六九頁)」平成二〇年主要民事判例解説 (別冊判例タイムズ二五号) 一六〇―一六一頁。

(62) 札幌高判平一八年八月三一日判タ一二二九号一一六頁 (ソフィア事件) 評釈に大久保拓也・税務事例三九卷一二号六二頁。
(63) 私見であるが、Red Flagとの接点となるか。

(64) 北島純『外国公務員贈賄罪 立法の経緯から実務対応まで』中央経済社 (二〇一一年) 三二九―三五〇頁参照。非常勤の外国公務員への賄賂供与が不正競争防止法一八条一項に違反しないと誤認した場合、違法性の意識不要説からは外国公務員贈賄罪が成立して責任軽減があり得るだけとなる。違法性の意識の可能性必要説からは、違法性の意識を欠いたことに相当の理由があれば責任故意を阻却するが、公的見解である所管官庁のガイドラインを信頼しても直ちに相当の理由があることにならない。東京高判昭和五五年九月二六非高集三三卷五号三五九頁 (石油カルテル生産調整事件)。

第六章 域外適用のリスクマネジメントとコーポレート・ガバナンスの実際

一・域外適用のリスクマネジメントならびにRed Flag規準

1. 域外適用とリスクマネジメントの実際―海外汚職行為防止法とドッド・フランク法の抵触局面における実務対応とガバナンスの方向性―

上記の全般的考察を踏まえて、海外汚職行為防止法とドッド・フランク法の抵触局面における実務対応を題材に、新たな域外適用のリスクマネジメントとコーポレート・ガバナンスのあり方について、改めて検討を深めていきたい。⁶⁵ 米国ドッド・フランク法においては、リーマン金融危機後の再発防止などを主旨とし、広範な内容を有するが、我が国に及ぼす影響について、①同法に内在するジレンマ・パラドックス、②コーポレート・ガバナンス関連の強化規定、③域外適用などが議論となる。

これらが交錯し、先鋭化した企業の喫緊の対処すべき一つの新しい典型事例として、域外適用とリスクマネジメントの実際について、海外汚職行為防止法とドッド・フランク法の抵触局面における実務対応とガバナンスの方向性を考察対象として検討し、コンプライアンスプログラムならびにERMの具体的な構築例も示した。

①については、シティグループと行ったヒヤリング・ディスカッション（二〇一二年五月）の中で、同法に内在するジレンマ・パラドックスが指摘されたが、その後、新たな法領域との間で別途のジレンマが生じてきているといえよう。米国の金融回復もあって、肝心のドッド・フランク法自体の方向性が極めて不透明となっている中、本来はパンドワゴン（便乗）条項であるが、金融危機再発防止のために緊急に整備された九二二条の内部告発に対する高額報奨

金条項が元来の法文上の限定のなから、一人歩きともいえる様相を呈し、FCPAという他の法領域において、要求されるコンプライアンス・プログラム体制整備の弱体化を誘発しかねず、ひいては②の企業の自主的なガバナンス整備にも支障が生じるといった懸念が米国などで報告されるという、新たなジレンマの顕現化を誘発している。自国企業の競争力保持という、独禁法などにおけると同様の競争法的視点もあり、FCPAなどの域外適用を米国等が強めてきている。我が国の国際展開を図る多国籍企業としては、米国はもとより、アフリカ、中南米など米国外の海外ビジネスにおいても、外国公務員賄賂罪の域外適用に対する事前防止のためのリスクマネジメント・内部統制の体制整備がFCPA、UKBAにおいて法文上要求される。国際的企業としては、事前予防またFCPAの法文上の要求事項としても、現地法人・事務所任せにせず、本社の情報と決済を集中させ、現地法人と対しても現地国の商慣習や法律制度の相違も含めて、分かりやすく説明させることで説明責任を課し、申請書や本社の役員会記録など記録書類を残すことが、FCPAの要求事項に応える内部統制・リスクマネジメント体制整備を整え、現地の安易な判断による贈賄の事前防止、さらには経営判断原則適用における事後の抗弁にも繋がる。こうした企業グループ全体の共通標準となるような内部規程を整備し、グローバル・コンプライアンス体制を整備することが焦眉の急となる。

このため、内部告発者に対して、直接SECに報奨金目当てで駆け込む前に如何にして自社のコンプライアンス部門に事前報告させるかが鍵となる。即ち、ドッド・フランク法とFCPAのジレンマの解消・調和を図り、自主的で実効性のあるリスクマネジメント体制を整備することが克服すべき課題となる。

2. 内部告発およびRed Flag 規準

②では、ドッド・フランク法がガバナンス関連条項を整備したにも関わらず、Citigroup 判決など、平時の事後的

な経営判断原則（BJR）適用による安易な金融機関の経営者責任の免責を許す司法判断が相次ぎ、経営者天国ともいえる様相を現出していることが、一方で大きな克服すべき課題となっている。内部告発者などによるRed Flag（危険な徴候）を等閑視せず、また隠蔽工作などを行わない、Red Flag 遵守義務の違反が原告からは主張される。裁判所は請求原因となることは認めつつも、まだ請求認容には至っていないが、その後のBear Stearns 判決、Dow Chemical 判決をみても徐々に法規範化・抽象化の過程にあるとみられることを述べたが、かかるRed Flag 遵守義務を経営陣の戦略面における帰責性を分ける規準として活用することが想定される。同時に、内部告発を共通項として、事前予防として自主的な体制整備、ひいては経営陣の遵守あるいは自己規律により、事後的なBJR適用局面でも抗弁となるものとみられ、こうした好循環の形成により、不正発生日の減少に繋がることも期待される。経営者の事後的に隠蔽、法律適用から如何に逃れるか、でなく、真正面から自主的にリスクマネジメントに取り組む姿勢への変化が求められる。その意味では、これまで繰り返されてきた総会屋、さらには近時の反社会的勢力に対して、経営陣の意識転換・改革こそが求められたことの延長線にあり、極めてコーポレート・ガバナンスの問題でもある。

内部告発条項およびRed Flag 規準をコンプライアンス・プログラムに内蔵し、内部告発者に対して、直接SECに駆け込む前に自社のコンプライアンス部門に事前報告させていくことになる。かかる対応によっても、ドッド・フランク法によるジレンマ自体が消失することにはならないが、危機の再発防止のための緊急・短期的対策として同法九二二条による内部告発奨励による不祥事・危機の防止があり、長期的には企業の自主的なコンプライアンス・プログラム構築により、総合的にコンプライアンス対策としての実効性を高めていくことで調和は可能であろう。従業員の社内的リニエンシー制度や長期的観点からの報酬インセンティブ導入を図り、内部通報に伴う不利益処分排除と併

せて、コンプライアンス体制整備を図る場合、Red Flagが一定の機能を果たし得る。即ち、企業の実際としては、内部告発すべき具体的な規準を従業員に示し、また認識させることが求められ、企業としてはRed Flagの判例蓄積を調べるなど、社内における内部告発規準を定めることになる。またFlagとしてリスクマネジメント段階に留まるか、進んでコンプライアンス段階にあるかにつき、従業員自身が自主的に判断できるような意識・規範の形成あるいは教育も重要となる。

グループリスク管理が求められ、リスクマネジメントとコンプライアンス融合した局面のリスクベース・アプローチ（重要性の原則）、さらにモニタリングなどリスク・アセスメントも必要となる。FCPAガイドなどをみれば、低リスクの部門と企業が評価し、コンプライアンス体制の未整備の部分から問題が生じても、結果責任を不問とするところが述べられる。即ち、コンプライアンスに立ち向かう企業経営者の姿勢として矜持を示すこと自体が求められており、米国の法規範らしさが窺えるところである。また、形式的One size fits allの考え方は不可となり、各社の実際としては業界・企業特性に応じたコンプライアンス体制が柔軟に整備されることになるが、この場合Red Flagは無過失責任たる忠実義務違反を念頭に置き、その戦略を採るべきではなかったという消極的妥当性に限定したメルクマールとなり、その厳格さ、あるいは限定性などから、あくまで内部告発すべきミニマム・スタンダードとして機能・導入が検討されることになる。他にもっと適切な戦略があったはずであるという積極的妥当性を判断する局面には不向きとなる。内部統制・コンプライアンスは上からの統制としての経営独裁に繋がりがかねない限界が指摘される。従業員からの内部告発をプログラムに採り込むことで、ひいては経営陣への自己規律にも繋がろう。経営陣がRed Flagを遵守することは、経営判断原則適用における抗弁となり、免責に繋がる。事前予防と共に、事後

的な抗弁としての機能も果たしうる。

二・内部統制に関する法制度の比較法的検討ならびに実務の齟齬と実践的ERMの構築

1. 消極的妥当性ならびに内部統制に関する法制度と実務の齟齬

内部統制に関してみると、経済産業省の定義⁽⁶⁶⁾における「事業機会に関連するリスク」(経営陣の戦略的意思決定)は、内部統制の対象ではなく、経営判断原則適用局面となり、他方「事業活動の遂行に関連するリスク」は内部統制構築により免責されることになる。戦略である限りは明確な過失がない限りは内部統制の及ぶところでなく、安易な免責がされがちとなるが、実務と法制度とのズレが指摘される。即ち、(a)内部統制の中で、リスクマネジメントとしては、会社法(三六二条ほか)ならびに規則(一〇〇条ほか)では「損失の危険の管理」と規定され、内部統制整備により免責されることになるはずのところ、消極的妥当性の部分であり、Red Flag規準に反した場合はリスクマネジメントとコンプライアンスが近接した融合部分における違反として、経営陣の責任が問われるべきである。内部統制の対象であっても、安易に免責されない部分となる。少なくとも、内部統制の対象としては残しつつも、当該部分はRed Flag規準により厳しい無過失責任たる忠実義務として別異に扱うことが望まれる。適用の射程範囲を狭め厳格適用することで、平仄も図れよう。(b)次に戦略面は、事業機会に関連するリスクの問題として内部統制対象からは外れ、経営判断原則適用の局面として安易に免責されがちであるが、この戦略面の中でもやはり消極的妥当性のかかる部分については、Red Flag規準により経営陣の責任を厳しく問うべきであり、実際も企業社会では経営陣はこうした局面では退陣を余儀なくされる。結局、消極的妥当性の判断対象に関しては、(a)、(b)の二つに跨がって存在するのではないか、と考える。(c)最後にERMでは、リスクテイクを積極的に把握しており、リスクマネジメントとしては損失

の危険に留まらず、積極的妥当性として「マイナスの影響」部分のみならず、「プラスの影響」の部分も対象として把握をすべきではないか。米国ERMも、文言解釈はともかく、この方向で広義に考えるべきであり、事業活動の遂行に関連するリスクにしても、損失も利益も発生するリスクも、企業経営の実際上は内部統制に入れるべきであろう。英国で二〇〇二年導入されているERM (A New Risk Management Standard) では、対象リスクの範囲を upside と downside の両リスクとし、対処するリスクの範囲を損失も利益も発生するリスクに拡大している。⁶⁷ 我が国における内部統制と英国の企業のERMについて、法制度と実務面の相違があることになる。もし内部統制をERMに拡大しない考え方に拠るとすれば、内部統制はコンプライアンスと財務報告の信頼性という側面を中心とした、オペレーショナル・リスク管理の手段と解することになる。④以上の点で、我が国の法制度上要求される内部統制体制を充足するのみでは、真に企業に求められるERMの体制整備を構築したことになる。経営判断における吟味の基準ともいえる領域で、会社法の要求と実務で展開してきた内部統制の整合性に関する射程範囲の微妙なズレが生じているといえる。我が国の法制度上の内部統制自体に内在する限界部分でもあろう。拡大して積極的妥当性の判断までも包含させる場合には、帰責性を分けるメルクマール鼎立・運用が方法論として未確立であることが次の課題となる。他の戦略を採れば明らかに更なる利益を上げることが可能であったということの立証責任を原告に課する形で、経営陣の無問責の推定規定を置くことにより、妥当な調整を図る方策も考えられよう。Red Flag 規準は、こうした我が国における法制度と実務におけるズレの調整・解消、さらには経営陣に対してリスク経営の事前予防、自己規律づけも意識させる役割も担うことになる。統制環境、ガバナンスを併せて、十全の機能発揮が求められよう。

2. 米国・英国の実践的ERMの構築と会社法制

リスクマネジメントは、純粹なリスク中心のリスクマネジメントから企業が直面する総てのリスクを対象とするERMへ移行しつつある。ERMと称されるCOSO2 (Enterprise Risk Management Integrated Framework) における定義をみると、ERMは事業体の取締役会、経営者、その他の組織体のすべての者によって遂行され、戦略策定に適用され、事業全体にわたる一つのプロセスである。ERMは事業体の目的の達成に関しての合理的な保証を与える為に、事業体に影響を及ぼす潜在的な事象を識別し、事業体のリスクの管理ができるように設計される。経営者が事業体を経営する手段には不可欠なものである。

米国では、リスクマネジメントと内部統制は別々に進化・発展し、リスクマネジメントは企業実務に定着し、リスクマネジャーの職種が存在する。COSOレポートのリスクマネジメントは米国の伝統的リスクマネジメントとは生い立ちが異なり、両者に連続性は無いものと考えられる。

一九九〇年代の主要国におけるコーポレート・ガバナンス議論の先駆となったものとして、英国において一九九二年公表された「キャドバリー委員会報告書 (Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance)」がある。この中で、コーポレート・ガバナンスとは、会社がそれによって指揮され、統制されるシステムであると定義されている。所有と経営が分離し、株主の代表である取締役会が会社を統治することがコーポレート・ガバナンスである、ということが米国・英国とも共通する。

英国のコーポレート・ガバナンスの議論では、内部統制によって支えられるリスクマネジメントが求められ、米国の二〇〇四年COSO2 (ERM) 公表により、内部統制にリスクマネジメントが内蔵されたことと符合する。とか

く論者によって相違があるコーポレート・ガバナンス、内部統制とリスクマネジメントの結び付きの理解に繋がろう。英国「統合規範」⁽⁶⁸⁾においてコーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合がみられ、英国のコーポレート・ガバナンスでは、内部統制はその一部という位置付けとなる。かかる「統合規範」の内部統制システムを維持するため、英国「ターンバル委員会報告書」⁽⁶⁹⁾はロンドン証券取引所上場企業が履行する要件を定めている。二〇〇二年「A New Risk Management Standard」は、対象リスクの範囲を upside、downside の両リスクとして対処とするリスクの範囲を損失も利益も発生するリスクにまで拡大している。ターンバル委員会報告書を考慮した内容となっており、リスクマネジメントと内部統制が融合している。

コーポレート・ガバナンス、内部統制とリスクマネジメントの問題は広範囲の理論・業務を包含し、我が国では区々に議論をされている感がある。また我が国の内部統制システムでは、会社法制においては損失の危険として利益にかかる記述はなく、また経営戦略面の安易な経営判断原則適用による経営陣の免責に繋がりがねないなどの実務との齟齬が指摘されるところであり、こうした米国・英国のリスクマネジメント体制を参考にして一層の充実を図ることが望まれる。

我が国会社法について、取締役の内部統制体制構築義務の観点から整理することが提案される。①取り扱うリスクの範囲…会社が直面する全てのリスクであるべきである。②リスク管理方法・リスク管理組織…事業機会に関するリスクと、事業活動の遂行に関するリスクとでは、管理方法・管理部門が異なることはあり得る。③危機管理・BCP もリスク管理の対象である。④日本版SOX法（J-SOX）の関係…不正な財務報告に関するリスクマネジメントはリスクマネジメントのごく一部である。⑤取締役の善管注意義務について、現実的視点からの整理が必要となる。

ERMならばに内部統制の実施基準につき、現実の実務との乖離・混同がみられ、解決すべき課題が多い。リスクマネジメントの実務においては、ERMと従来から行われていたリスクマネジメントとの相違点、内部統制の関わりについて十分な議論を尽くし、戦略的意思決定、コーポレート・ガバナンスを包含するリスクマネジメントをERMとして構築していく方向性が指摘される。

3. 長期的な企業価値経営

以上を通じて、ドッド・フランク法とFCPAの域外適用(③の問題)におけるジレンマ(①の問題)の解消・調和に資すると共に、ガバナンスの後退(③の問題)とも揶揄される経営者天国の克服にも繋がるものとみられる。もつともRed Flag導入には、その機能しうる局面が経営戦略面の消極的妥当性に限定され、無過失責任としての厳格さを有すること、またリスクテイクを忌避するという経営陣に対する萎縮効果も副作用として存在しかねないことなどから、現実にRed Flagを内部告発関連規定に織り込むには少なからず難点も想定される。また我が国においては、内部告発の気風が根付いているとはいえず、高額報奨金制度も存在しない。そうした危機意識の乏しい中で、FCPAの域外適用などに対する備えが急速に国際展開を図る企業において求められていることになる。また社内リエンジニアリング制度導入にしても経営トップが過去の過ちを問わないという英断が必要となる。経営トップの意識改革こそが鍵となる所以である。この点ではERMにおける要素である統制環境の整備が、ガバナンス強化と併せて、十全な機能を発揮することが求められよう。他方、昇進・昇格など長期的インセンティブ導入は、逆に従業員の長期雇用が根付く我が国においては容易さもある。長期的な企業価値あるいはCSR、従業員というステークホルダー型経営に向けたガバナンスの国際収斂に繋がっていく嚆矢ともなり得る。

三. コンプライアンス・プログラムの要諦

1. FCPAの摘発強化と対応

不正競争防止法の外国公務員贈賄罪の適用は、ここ一〇年間で三件に留まり、しかも事実上は略式罰金刑に留まるのが実態でもある。だからこそ、競争政策として米国は域外適用を強めており、現状の我が国の企業風土として、直ちに内部告発やコンプライアンス体制整備は大多数の企業においては危機感を得にくい面もあるが、米国や米国以外も含めた国際展開を図る企業においては、こうした企業風土の悠長な変化を待つ余裕もなく、既に緊急の対策が求められる課題となっている。域外適用についてはFCPAのほか、UKBAもガイダンスを示しており、民間人へ商業賄賂も禁止、営業活動に関する抗弁 (Affirmative defense) がないこと、業務円滑化の支払 (Facilitation payment) の例外もないことなど、一層厳しさを増している。中国も域外適用こそ規定してはいないものの、近時の案件摘発が俎上に上っている。特にFCPAは、現時点で一二〇件もの摘発予定案件を抱えるとされ、ナイジェリア贈賄事件 (二〇一一年―二〇一二年和解) をみても、捜査着手宣言後、八年の長期をかけて粘り強く我が国企業の摘発に漕ぎ着けるなど、容易ならざる面がある。現時点では人員や予算制約もあって、当局の摘発は大型案件に的を絞っている感があるが、今後はすべての海外展開企業が域外適用のリスクマネジメントに備える必要がある。米国司法省 (DOJ) の摘発手法は、連邦量刑ガイドラインに従った罰金額決定における裁量による捜査能力改善を基礎として、規準罰金額・有責点数を定め、最低乗数と最高乗数を示すことで、司法取引 (Plea Agreement)・訴追延期 (起訴猶予) 合意 (Deferred Prosecution Agreement) を活用する。本邦企業が二〇一一年合意したナイジェリア事件では六・二億ドルまでの幅を示し、最終的には規準罰金額を上回る二・二億ドルで和解に追い込んでいる。米国企業CEOの有罪答弁取

引（捜査協力による刑期短縮）、合弁先の米社、仏社、蘭社と次々に合意させ、周辺を固めた上で最後に本邦企業を司法取引に追い込んでいく。

2. リスクマネジメントならびにコンプライアンス・プログラムの要諦

域外適用に対する実務対応として、善管注意義務とFCPAのリスクマネジメントに関しては、既に述べてきた。かかる前提の下で、望ましいFCPAのコンプライアンス・プログラムの実際を検討する。

コンプライアンス・プログラムとしての機能は、従業員参加に関する補完的目的を果たすことになる。方針の遵守を監視し、従業員に対して懸念を早期に報告させ、指揮命令系統に上げることが奨励される。(a)海外腐敗行為防止システム整備・無策は善管注意義務違反の根拠となる。(b)単なるコンプライアンス・マニュアル言及では不十分である。実質的に機能するコンプライアンス・プログラム(PDCA)の必要性の周知が求められる。(c)先行事例の存在などから、内部統制システム整備義務の一般水準の上昇が認識される必要がある。(d)グループリスク管理、リスクベア・アプローチ、リスク・アセスメントの必要性が唱えられる。形式的One size fits allでは不可であり、柔軟性を持つて制度設計を図ることが重要である。重要性の原則の観点から、低リスクの領域から不正の結果が生じた場合もFCPAガイドは責任を不問ないしは軽減する旨を述べている。(e)予算と人員を割くことが求められる(二〇〇八年FCPAに対する支払額八億ドルに及んだSiemensは六〇〇人規模で体制整備を図る)。細かい解釈論よりも、トップの経営姿勢が重要である。社外役員からトップに吹き込むなどして、経営陣の意識改革を醸成する。その意味ではガバナンスの本質を有する問題といえる。(f)基本施策としては、基本スタンスの明確化、手続きの明確化(原則と例外、承認手続きの明示)、記録化の重要性(不正行為の抑止、摘発の防御、善管注意義務の証明)が挙げられる。独禁法の事例を想起

したグレーゾーンの原則禁止と全案件の事前承認化が必要となる。(g)内部通報制度の世界標準化の動向への対処ならびに実質的に機能するコンプライアンス・プログラム策定が重要である。海外グループ企業も対象に内部通報制度の存在と制度の周知、利用可能となる体制、海外通報案件の調査体制の整備が求められる。SECの前に従業員に社内通報させるべく、社内リニエンシー制度導入も考えられる。Flagとしてリスクベースのリスクマネジメント段階に留まるか、進んでコンプライアンス段階に達した案件か、の振り分けに関する従業員ならびに告発を受領するコンプライアン部門双方の認識と判断能力の醸成・研修などが前提となろう。また経営トップが、社内リニエンシー制度によつて自己申告してきた従業員の過去の責任を不問とする姿勢も必要である。経営トップの意識改革の問題でもあろう。

3. FCPAとUKBAのガイドライン

米国FCPAと英国賄賂防止法(UKBA)のガイドラインに関してみると、①FCPAガイドでは、コンプライアンス優先のトップ・コミットメントと方針の文書化、実践手続きの明記、責任者の任命・自立・経営資源提供、リスクベース・アプローチ、継続的研修、違反行為の制裁とコンプライアンス推進行為への人事評価・昇進・報奨インセンティブ、内部通報制度と内部調査の存在が示される。②UKBAガイダンスにおいてもほぼ同様の内容として、罰則・強制力、企業風土の経営トップのコミットメント、リスクベース・アプローチ(定期的、内部・外部リスク評価)と文書化、教育・コミュニケーション、手続きのモニタリングとレビュー、デュー・デリジエンスが記載される。違反行為の制裁とコンプライアンス推進行為のインセンティブが示されることが注視されよう。⁽⁷⁰⁾

4. セイオンペイ、プロクシ・アクセスとRed Flagの相関

ドッド・フランク法のガバナンス改革であるセイオンペイ、プロクシ・アクセスとRed Flagの相関も注視されよ

う。従来は株主より取締役の方が裁判においては経営判断原則適用などにより有利で、Dow Chemical 事件、Bearsterns 事件で株主の主張である Red Flag は影響力を及ぼさなかった。経営判断において取締役会が圧倒的に有利な立場にあり、株主の主張する Red Flag や過失責任の要求、損害賠償請求は認められにくい状況が続いてきた。ドッド・フランク法成立によりその溝が狭まっていく傾向がある。(a)株主の地位が上がり Red Flag の主張が通るようになる。取締役は経営判断の責任を問われ、解任されて新取締役をプロクシ・アクセスにより選任する過程において影響を及ぼすことになる。セイオンペイにより選任された取締役の報酬を株主が決定することが自然な流れとして考えられる。取締役にプレッシャーをかけ、不祥事の発生後に事後的に経営判断原則適用で取締役責任を免責するよりも、事前防止の点で慎重な経営判断を間接的に促すシステムと把握できる。短期的には、いかにして Red Flag の精神を ERM やプログラムに織り込みつつ、内部告発奨励を維持するという好循環体制の構築が経営課題となろう。上からの内部統制として研修などに Red Flag の過去の告発事案を活用すればするほど、ジレンマは残らざるを得ないが、そもそも告発対象となるような不正が長期的にみて徐々に時間をかけて社内が発生しなくなることを示しているともいえ、この場合には金融危機発生の事前防止という同法の趣旨は究極的には達成されている証左ともみることができようか。その過程ではジレンマと苦闘を続けることこそ、経営トップに求められたガバナンスの精神であろう。(b)内部告発した従業員の保護措置と主に、報酬・昇進制度の中に Red Flag あるいはコンプライアンス・プログラムを反映させること、ならびに社内リニエンシー制度により最初の告発に社内的な減免措置を施すことが考えられる。逆に Red Flag 規準により内部告発すべき義務を怠った従業員に対しては、厳罰措置を課すことが併せて必要であろう。長期的視点から業績評価等を図り、ステークホルダー重視の日本の経営の見直し、再評価にも繋がろう。短期的

には同法九二二条の内部告発により、中長期的には、限定局面にせよ、Red Flagを取り入れたコンプライアンス・プログラムをベースとするインセンティブ報酬・昇進・懲罰体系構築、従業員研修等によって、不正防止さらには危機管理を図ることになる。セイオンペイ自体は取締役の報酬の事後評価を図るものであるが、事前防止の側面も内包している⁽⁷⁾。その意味ではRed Flagとも接点がある。

四・域外適用に関する恣意性とグローバル内部統制―効果理論のズレと共謀罪適用―

1. 域外適用に関する恣意性の顕現化

関連して、③の域外適用の問題点を指摘しておきたい。捜査当局は我が国にない共謀罪（Conspiracy）を駆使し、その上で米国内のコレスポンデント銀行経由（二〇一一年和解案件）、あるいはオランダ銀行経由（二〇一二年和解案件）の送金について教唆・帮助罪とする。実質的には域外適用といえる実態を呈するが、前者では米国内の送金経由を問題とするのであれば、厳密には属地主義による域内適用であろう。FAX、Eメール（米国のサーバー経由）の送付を問題とする場合も同様である。後者では外国銀行であるが、米国社との共謀罪をベースとしている。共謀罪を安易に活用していないか、域内適用の問題として処理すべきではなかったのか、など議論の余地が残る。しかも最終的には、司法取引に持ち込む手法を採っている。

独禁法の域外適用において国益重視による摘発にかかる恣意性の顕現、裁判所の謙抑性が指摘されるところでもある。企業側の予測可能性の確保、域外適用ルールの統一的理解の必要性が唱えられる所以である。域外適用の先駆的検討がされる独禁法分野では、属地主義を超えて、効果主義による恣意性が問題となる。米国証券法一〇―b5？関連の訴訟においては、主観的属地主義（行為理論）と客観的属地主義（効果理論）として議論されてきた。

私見であるが、同じく効果主義あるいは効果理論といっても、両法域においてはズレがあるのではなからうか。域外適用に関する米国リステイメントをみても、独禁法では効果主義が全世界の共通の理解とされ、その行きすぎた効果主義の抑制として国際礼让主義 (comity) が記載されるが、証券法については行為・効果主義の是正を指摘するに留まる。即ち、独禁法に関する注釈法典である米国対外関係法第三リステイメント (restatement) § 四〇二—§ 四〇三では他国の利益のための譲歩の考え方を掲げるが、証券法適用にこれを応用した § 四一六では密接関連行為プラス実質的效果という行為効果基準に沿ったものとなっている。この点の統一的理解としては、独禁法は純粋な効果主義に依拠し、行き過ぎた部分の修正が求められるが、証券法ではあくまでも客観的属地主義として属地主義の範囲を出ないものとして扱われているのであろうか。またドッド・フランク法など金融法は市場の関連が強く、証券法と共通性がある。しかし、FCPAなどは刑法領域の規定であり、例えばSPCを迂回した送金などは金融法では規制は緩く、オフバランスを活用して隠蔽したことがリーマン危機勃発の一因ともなっているが、刑法領域では複雑な迂回経路の設定自体が主観的な意図・目的としてみなされ、不利益に扱われる。従って、FCPAの域外適用は、独禁法の効果主義、証券法・金融法の客観的属地主義よりもさらに戻って、主観的属地主義として域外適用を検討することが基本なのではないかと考える。域外適用をかける場合のハードルは高いこととなり、だからこそ、捜査当局は共謀罪を駆使し、また執拗に長期間をかけて最終的には訴追延期という司法取引に誘導する動機の一つともなっているのではないか。ナイジェリア事件でも、そもそもの摘発の理由を共謀罪としたことへの疑問が出されていることは述べた。さらに、裁判所の判断が出された事案として、マリンホース事件では、賄賂供与手続を進めたのは米国子会社であるが、日本国民、居住・勤務の本社海外部長が賄賂供与の交渉、承認を行ったとして、共謀罪の邦

人初のFCPA違反の実刑たる刑事責任（二年間拘禁刑）を問われた。海外腐敗行為防止システム整備・無策は善管注意義務違反の根拠となることへの大きな警鐘となった事件であり、一体的理解が検討されよう。当該事件はそもそも共謀罪により大きな網をかぶせたものであるが、域外・域内適用の議論を前提に理論構成をした場合について、今後根本的考察を深める必要性もあろう。

かかる摘発の先行事例の存在・蓄積も進み、企業に求められる内部統制システム整備義務の一般水準としては上昇してきつつあると考えざるを得ない。米国捜査当局は、単なる企業倫理ではなく、競争政策としてこのように域外適用を強めており、その事前予防、さらには事後的抗弁としてもコンプライアンス・リスクマネジメント体制の整備が急務となっている。ドッド・フランク法における意図されない潜在的な帰結ともいえる内部告発とのジレンマの新しい顕在化を克服し、実効性のあるコンプライアンス体制を整え、これをむしろ経営陣の自立的なガバナンス改革への意識改革の好機として、経営陣の自発的対応を呼び起こし、組織体制の整備を図っていくことがつとに求められている。

2. 経営トップ主導のグローバル内部統制

各国汚職行為防止法は強制力の意味合いからも域外適用を強めつつあり、海外進出国における不正防止法制に精通したグローバル内部統制を整える必要がある。同法は内部告発を金融危機の事前防止の手法として位置付け、国内法ながらボルカー・ルールなど域外適用の性格を持ち、法規範性の点でも我が国も影響を受けざるを得ない。国際的企業において、Red Flag機能を再評価して自社のコンプライアンス・プログラムに取り込み、実効性を備えた内部統制を利かせることで域外適用に対する事前の予防、事後の抗弁ともなろう。ドッド・フランク法によりガバナンス改革が企図されたが、CitiGroup判決など経営判断原則適用による経営者に有利な逆行する司法判断が下され、揺り戻

しが生じてきた一方で、近時の Southern Peru 判決（デラウェア州衡平法裁判所二〇一二年一〇月一四日）⁷²、格付け機関が敗訴したオーストラリア連邦裁判決（二〇一二年）⁷³、機関投資家の取締役会へのエンゲージメントを強める英国スチュワードシップ・コード改訂（二〇一二年九月）などの直近の動向を照らし合わせると、再び企業経営に関する司法判断は株主価値から、長期的観点に立って真の企業価値向上を念頭に置いたガバナンス強化へと舵を切りつつある感もある。事案の内容にも拠ろうが、硬軟の交錯した神経質な局面といえ、今後のガバナンス関連動向は極めて注視されよう。

五・会社法改正法案とコーポレート・ガバナンス改革―独任制、モニタリングシステムならびに独立性と専門性などの相克の克服に向けて―

1. 会社法改正法案

二〇一三年一月二十九日会社法の一部を改正する法律案（会社法改正法案）および会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案（整備法案）が閣議決定され、第一八五回国会（臨時会）に提出された（閣法第二二号および第二三号）。会社法改正法案は、会社法制の見直しに関する要綱（二〇一二年九月七日法制審議会第一六七回会議において採択）に基づき立案作業が進められていたものである。企業統治について本稿と関連のある部分を中心に会社法改正法案の概略を述べていきたい。⁷⁴

会社法改正法案の概要は、一・企業統治のあり方、二・親子会社に関する規律の整備、三・その他に分かれ、一・企業統治のあり方については、1. 取締役会の監督機能、2. 会計監査人の選解任等に関する議案の内容の決定、3. 資金調達に関する規律を内容とする。二・親子会社に関する規律の整備については、1. 親会社株主の保護等、

2. キャッシュ・アウト、3. 組織再編における株式買取請求等、4. 組織再編の差止請求、5. 会社分割等における債権者の保護が掲げられる。一・企業統治のあり方では、1. 取締役会の監督機能について、(1) 監査等委員会設置会社制度、(2) 社外取締役を置いていない場合の理由の開示、(3) 社外取締役および社外監査役の要件 (① 社外取締役等の要件における親会社等の関係者等の取扱い、② 社外取締役等の要件に係る対象期間の限定)、(4) 取締役および監査役の責任の一部免除が定められる。

2. 会社法改正法案におけるコーポレート・ガバナンス改革

監査等委員会設置会社制度では、取締役会および会計監査人を置かなければならず、監査役を置いてはならない (三二七条一項三号・四項・五項)。監査等委員である取締役は、それ以外の取締役とは区別して株主総会決議によって選任され (三二九条二項)、報酬等もそれ以外の取締役の報酬等とは区別して定款または株主総会決議によって定める (三六一条二項)。監査等委員である取締役の任期は二年とされ、監査等委員以外の取締役の任期は一年とされる (三三二条三項・四項)。監査等委員会は、監査等委員三人以上で組織され、監査等委員は取締役でなければならず、過半数は社外取締役でなければならない (三三一条六項、三九九条の二第二項)。

監査等委員会および各監査等委員は、旧委員会設置会社の監査委員会および各監査委員が有する権限と同様の権限を有する (三九九条の三・三九九条の七)。監査等委員会が選定する監査等委員は、株主総会において監査等委員である取締役以外の取締役の選解任等および報酬等について監査等委員会の意見を述べることができる (三四二条の二第四項、三六一条六項、三九九条の二第三項二号)。取締役 (監査等委員である取締役を除く) との利益相反取引について監査等委員会の承認を受けた場合、取締役の任務懈怠の推定規定 (四二三条二項) を適用しない (同条四項)。

監査等委員会設置会社の取締役会は、原則として重要な業務執行の決定を取締役に委任することができないが（三九九条の二三第四項）、取締役の過半数が社外取締役である場合または取締役会決議により重要な業務執行の決定の全部もしくは一部を取締役に委任することができる旨を定款で定めた場合、取締役会は決議によつて重要な業務執行（旧委員会設置会社において執行役に決定の委任をすることができないものとされている事項と同様の事項を除く）の決定を取締役に委任することができる（同条五項・六項）。現行会社法における委員会設置会社⁷⁵について、名称を指名委員会等設置会社⁷⁶とし、指名委員会、監査委員会および報酬委員会の総称を指名委員会等とする（二条二二号等）。

この他、企業統治関連では社外取締役を置いていない場合の理由の開示（三二七条の二）、社外取締役および社外監査役の要件（社外取締役等の要件における親会社等の関係者等の取扱い、社外取締役等の要件に係る対象期間の限定）、取締役および監査役の責任の一部免除（四二七条一項）などが規定されている。なお、社外取締役の義務付けは見送られたが、附則二五条において、施行後二年経過時点で企業統治に関わる制度の在り方について検討を加え、社外取締役の義務付けの再検討を行うこととなっており、異例の短時間での見直しを行うことが規定されている。

3. コーポレート・ガバナンス改革と独任制、モニタリングシステムなど——独立性と専門性などの相克の克服に向けて——

独任制、モニタリングシステムなどの観点から監査等委員会設置会社の規定をみていきたい。かねてより、CEOの独走防止の観点から監査役にCEO解任権を付与するべきとの議論があるが、⁷⁵監査等委員会の職務として、監査等委員である取締役以外の取締役の選任等および報酬等に関する株主総会の意見陳述に係る意見の決定を定める。要綱（第一部第一一(4)(7)(8)）からの変更点である（三九九条の二第三項二号）。解任権付与ではないものの、CEOへの牽制と

して機能しよう。独任制としての意見表明ではなく、委員会として行動することが明確にされたものである。

三六一条五項は、監査等委員以外の取締役の報酬等について株主総会における意見陳述権を定める。旧委員会設置会社における指名・報酬委員会に準じる機能を維持したもので、委員会設置会社でなくとも第三類型としてモニタリング型モデルを指向するものといえる。

三九九条の五では株主総会に対する報告義務を定め、監査役に関する三八四条を準用する。こちらは個別に委員が行う独任制であり、監査役に従った規定であるが、独立性が十分でない可能性があるため、書類のチェック機能が働かないことに備えて直接報告義務を定めている。監査等委員に関しては、監査役に準じた独任制と委員会としての性格が併存することになる。

三九九条の一三第一項第二項は取締役会の権限の原則規定（四一六ⅠⅡ）であり、同条三項は代表取締役の選定（三六二Ⅲ・四二〇Ⅰ）、同条四項は取締役会権限の委任可能な範囲（三六二Ⅳ）を定める。取締役の権限は旧委員会設置会社と同様となる。但し、同条五項六項では、取締役の過半数が社外取締役である場合および定款の定めに基づき、四一六条四項と同様の権限を取締役に委任できる。代表取締役への権限委譲を広く認めるときは四一六条四項と同様とし、委員会設置会社の形態こそ取らないが、旧委員会設置会社の執行役への権限委譲範囲と代表取締役への委譲の範囲が同じ場合、取締役会としては戦略、役員解任・選任に専念することになる。監査等委員会を指名委員会等と同視した規定ともいえる。監査等委員会における意見陳述権の存在、監査等委員以外の取締役は一年と短いことをもって、公正な機能の発揮が担保されよう。

私見であるが、社外取締役は日常業務を必ずしも熟知していないことから、独立性を高めんとすれば個別業界の専

門性に精通して経営判断を下しにくくなるなど、独立性と多様性ならびに業務の専門性などの面で種々の相克・ジレンマが生じうることが問題となり得るが、上記のコンプライアンス主体に社外取締役を活用し、監督機能に特化させた米国型モニタリング型モデルを採用する場合は、一定の機能の調和は図り得ることになる。社外取締役であっても経営の妥当性の判断はともかく、違法性の指摘は比較的容易であろう。また監査役会設置会社の場合、取締役会自体が具体的経営判断も行うため、社外取締役を導入してもこうした機能設計には限度があるが、今般の監査等委員会設置会社であれば、社外・社内の二分でなく、社内取締役とも協働して非執行業務取締役を構成させるものであり、業務にも精通し、違法性・妥当性の監査を併せ持った実効的な業務監査が期待できよう。旧委員会設置会社ではないものの、むしろ最低限二名の社外取締役を各委員に兼任させれば済むような委員会設置会社を中途半端に形式のみ導入し、不徹底の改革を進めるよりも、はるかに米国の本来の独立性・監督機能を追求した新たなモニタリング型モデルの理想型となり得るといえようか。監査等委員会設置会社が、社外取締役導入を進めんがための妥協案としての導入でなく、むしろ積極的にモニタリング機能を追求した実効的設計が可能となろう。独立性と専門性などの相克も克服でき、取締役会という one board の中で、社外・社内の二分でなく、業務執行取締役と非業務執行取締役に二分してガバナンスを利かせる英国型モデルの主旨を取り入れていく構造となり得よう。

六・今後の展望―ボルカー・ルール最終案における新たなジレンマとコンプライアンス・プログラムの域外適用、ガバナンス改革とソフトローなど―

1. ボルカー・ルール最終案の新たなジレンマならびにコンプライアンス・プログラムの域外適用

米国金融改革法を中心に、国際的展開を図る企業においてガバナンス改革、域外適用ならびにこれらの接点に関わ

る喫緊の重大課題に絞って考察を行った。直近の動向をみれば、米国金融改革規制強化の柱ともいえるボルカー・ルールに関して、米国金融当局（FRB、商品先物取引委員会、連邦預金保険機構、通貨監督庁、SEC）は二〇一三年一二月一〇日最終規則案を公表した。⁷⁷ 基本理念としては、金融システムの安定確保、信用秩序維持ならびに破綻防止等を主目的とする金融機関のプルーデンス規制（prudential policy）として、金融機関の行き過ぎたリスクテイクを抑え、本業に回帰させることにある。各金融機関におけるコーポレート・ガバナンス改革と表裏一体となって、改革が進められることとなる。

(1)最終案の概要と問題点―域外適用、経営陣の規制遵守プログラムなど―

銀行規制であるボルカー・ルール（ドッド・フランク法六一九条）は、二〇一〇年成立のドッド・フランク金融改革法に含まれ、銀行に対し自己勘定取引を制限、デリバティブ、ファンド、商品先物取引も規制して、銀行における銀行勘定を金融市場の価格変動リスクに晒さないことを目的とする。二〇一三年一二月を期限として最終案を策定することとなっていた。公表された最終規則案は、全体で九五〇ページ程度の膨大な内容となっている。グラス・ステイガル法と目的を同じくするが、金融ビジネスの現実と妥協し、厳格な銀証分離は求めずにルール作りを行おうとしている。ボルカー・ルールは二〇一四年四月一日施行の予定であるが、FRBは適合期間を二〇一五年七月二日に延長し、銀行等がルール対応の対策を行う時間的な余裕は残される。ボルカー・ルールについては、規制ルールにおける言葉遣いの違いにより細則、規制適用の実務に相違が出る可能性があるため、慎重な検討がされたものである。

最終案では、一般的に銀行業を行う主体に以下のことを禁ずる。①短期的な自己勘定による証券、派生商品、商品先物およびこれらのオプションの取引。②カバー・ファンドとして、ヘッジ・ファンドまたはプライベート・エクイ

ティ・ファンド（PEファンド）を所有したり、スポンサーとなるなど、何らかの関係を持つこと。①に関して、引き受け、マーケット・メイク、リスク低減のためのヘッジ、米国債および一定の条件のもとでの外国国債等、外国銀行による取引、その他一定条件のもとでの顧客のための取引などについて適用外としている。②に関しては、SEC登録投資会社や事業開発会社に加え、完全子会社、ジョイント・ベンチャー、買収手段を適用外とする。一定の適切な条件のもとで、ファンドの販売や引き受け、マーケット・メイキング、リスク低減のヘッジ、すべて外国で行われる取引などに関連して、ファンドを購入することは許容される。

最終案は、銀行の自己勘定取引や利益追求を目的とする投機的取引を総じて禁止、規制の中核部分を厳格化する。個別に内容をみると、①自己勘定取引では、銀行が証券、デリバティブ（金融派生商品）、商品先物・オプションの短期自己勘定取引を行うことは禁止される。以下の例外項目が設けられる。(i)引受業務・銀行の持ち分が目先の妥当な顧客需要見通しを越えない限り、公募または私募の公開に利用するための証券保有が認められる。(ii)マーケットメイキング・顧客のために定期的売買を行う用意ができている証券保有が認められる。銀行の持分が顧客の需要に沿うかを判断するための厳格要件が導入される。(iii)ヘッジ・構築ポジションにより、特定かつ識別可能なポジションが確実に縮小もしくは大幅に軽減されることが証明できる限り、リスク・ヘッジができる。銀行はポジションを監視・調整する必要がある。包括的ヘッジであるプロキシ・ヘッジ、ポートフォリオ・ヘッジの手法を用いての投機的取引の隠蔽はできなくなる。②国債では、適用除外範囲を拡大し、外国国債は米国債よりも規制が多いが取引は可能となる。③ファンドでは、銀行がヘッジファンドやPEファンドの総資産の3%以上の出資を行うことが禁止され、投資総額がファンドの総資産の3%、および銀行の中核資本の3%を上回ることも認められないが、ファンドの定義は緩和さ

れている。③経営関連では、銀行の経営陣は規制遵守のために適切なプログラムを社内ですべて実施していることを証明する必要はある。自行が規制を遵守していることを自ら確認する義務はない。④外銀関連では、外国銀行はリスクの所在が米国外であることを条件に自己勘定取引が認められる。米国機関との取引については特定状況に限り認め、安全性強化を図る。⑤遵守期限では、規制は二〇一四年四月一日施行され、期限は二〇一五年七月二一日とする。大手金融機関に対する一部の報告義務は先行導入される。

最終案を検討すると、①域外適用については、通常の金融規制は母国監督主義に依り、金融機関は本店所在国の規制に従うが、ボルカー・ルールは米国外で活動する米銀、在米の外国銀行にも適用するとし、母国規制と米国規制の両方を遵守するコストが増加し、矛盾する規制を受容する懸念があったが、最終案では緩和されている。②国債の扱いについては、金融庁・日銀などから日本国債の取引を規制すれば取引コストが増加し、米銀日本法人の撤退にも繋がりにかねないと懸念が出され、その意見を反映したものとなっているが、米国において米銀が日本国債を取引することは規制されるなどの影響は残る。

(2) 新たなジレンマの発生・増幅

ボルカー・ルールは、当初は規制の抜け道を防止する観点から、原則のみ規定したプリンスプル・ベース規制として議論されたが、現行規制はルール・ベースであり、想定される事象を網羅すべくルール化したため、膨大且つ複雑な規制内容となったものである。今後の問題点としては、①規制の及ばないファンドなどシャドーバンキング（影の銀行）への資金流出が指摘されるが、この点については、ボルカー・ルールによりシャドーバンキングに対する銀行依存度が低下すること、別の枠組みによりシャドーバンキングへの規制が強化されることが述べられる。②金融機関

のリスクヘッジ手段が限定され、逆に総合的リスクを増大させる可能性があること、銀行の行動として、国家債務が増大した後の金融抑圧 (financial repression) の結果、安全資産としての国債への過剰なポートフォリオ (資産構成) シフトが起りかねないことが挙げられる。新たなジレンマ、パラドックスの創出といえよう。①危機後の規制は厳格化しがちであり、規制の内容は長期的視野で決定することが求められる。金融危機が一段落した後も規制が残り、規制コスト増大による金融機関経営の呻吟が発生しかねないことになる。こうした新たな課題に対処し、過剰規制の経済に与える副作用などマクロ的影響を長期的視点から監視することが重要である。⁽⁷⁸⁾ ③に関しては、銀行業務と証券業務を厳密に分離し、競争阻害の要因となったと批判されるグラス・ステイガル法も一九二九年大恐慌後に制定された (一九九九年廃止)。この問題に関しては、欧米で導入が提案されている銀行の業務範囲規制につき、ボルカー・ルールは自己勘定トレーディングを禁止し、二〇一二年一〇月リーカネン報告書 (EU) は高リスク取引は法的に分離された別会社で行わせんとする。二〇一一年九月ヴィッカーズ委員会報告 (英国) ではリテール取引と他の活動を分離し (リテール・リングフェンス)、リテール業務に厳しい規制を課すなど異なる提案を行っている。リーカネン報告書の内容は、米国ボルカー・ルールと英国リテール・リングフェンスの折衷的規制ともいえよう。セーフティーネットですられた預金を扱う本来の銀行業務に他業務からの損失が及ばないように業務分離を図るといふ共通認識に立つた各規制であるが、この結果、銀行業のビジネスモデルが国ごとに変化し、規制の厳格な米国においては銀行業が連結ベースでの規制回避行動に走ることが懸念されること、銀行のビジネスモデルもグローバル化が進みにくくなり、銀行マーケットが分断され、多国籍企業としてのメガバンクの国境を超えた破綻処理手法も変化し、金融監督も困難となることも指摘されている。⁽⁷⁹⁾

(3) ボルカー・ルール最終案、コンプライアンス・プログラムと域外適用

コンプライアンス・プログラムに関しては、米国FCPAの関連で検討したが、ボルカー・ルールについてみると、対象取引を行うバンキング・エンティティは許容される活動であるか否かに関わらず、コンプライアンス・プログラムを具備する必要がある。ボルカー・ルールの対象となる活動を一切行わないバンキング・エンティティについては、そうした活動を行うことを予防する方針と手続きを具備すれば足りる。

自己勘定取引の禁止について規則原案は、マーケット・メイキング、ヘッジ取引などが許容される要件を定め、遵守を担保する詳細なコンプライアンス・プログラム具備、各種指標の計測・レポートイングを求めている。ヘッジファンド、PEファンドの出資等の禁止においても、ファンドへの投資顧問サービス提供、ローン証券化などが許容される要件を定める一方、同様のコンプライアンス・プログラムの具備を求めている。

今後の課題としては、①連邦預金保険公社(FDIC)がCEOのコンプライアンス認証の導入を求めたのに対して通貨監督庁(OC)が反対したこと、ドット・フランク法では共同で規則策定を行うことになっている商品先物取引委員会(CFTC)がコスト・ベネフィット分析の不十分さ、デリバティブ規制の作業などを理由に規則案に連名しなかったことなど合意形成に至らなかった部分が三九四もの設問として盛り込まれている。②FRB監督のノンバンク金融会社の扱いについて、ドッド・フランク法では自己勘定取引、ヘッジファンド、PEファンドへの出資等を行う場合、追加的自己資本規制および定量的規制に服するとしているが、規則案ではFRB監督ノンバンク金融会社の扱いについては触れられていない。③域外適用について、規則案では外国銀行の実務面の適用が明確でない部分がある。対象ファンドにおける外国銀行に関する適用除外の要件として当該ファンドが米国居住者に販売されていな

いことが求められるが、その詳細は規則案では明確でない。④規則案前文では、コンプライアンス・プログラムの段階的導入（グラント・ギャザリング）の是非について設問がされている。⁸⁰こうした問題点が最終規則案においてどの程度明確になったか、金融機関側としても早急な検討が求められよう。

2. ガバナンス改革とソフトローならびに企業実務の俯瞰

ガバナンス改革に関して我が国においては、二〇一四年一二月に示された会社法改正案により、監査役（会）設置会社、指名委員会等設置会社（委員会設置会社）に加えて監査等委員会設置会社制度を新たに導入する方向にある。米国の取締役会は監督機能中心で、株主の利益代弁者としての社外独立取締役がその主役となるが、我が国の監査役会（会）設置会社では業務執行機能も併有するため、独立性の追求のみでは取締役会などガバナンス改革は最終的な解決には至らない。社外役員のみでなく、業務面の経験に長けた非執行取締役を中心とした監督体制を築き、取締役を業務執行取締役と非執行取締役に二分する英国型のガバナンス構築を目指すことも今後の現実的な選択肢となることを述べた。

直近の動向として、不祥事に揺れるみずほファイナンシャルグループは、二〇一四年一月一七日委員会設置会社への移行を骨子とする業務改善計画を金融庁に提出した。持株会社の取締役会議長を社外取締役とし、指名・報酬委員会は全員社外取締役とする。⁸¹

私見であるが、直接業務を行わない持株会社を米国型組織として、社外者にも比較的明確に判別可能なコンプライアンス中心に社外取締役中心に監視・監督し、他方で完全子会社のみずほ銀行については監査役会設置会社のまま存置することで業務執行のスピード・円滑化は残すというバランスを取ったものといえよう。会社法改正と並行して、

金融庁は同年一月二一日、銀行および銀行持株会社に対し、社外取締役の採用を求める方針を固め、監督指針を改定し明記する予定である。⁽⁸²⁾ また東証が改正して二月施行する上場規則は、独立性の高い社外取締役の確保を企業に求めている。罰則規定はないが、これらはソフトローによるガバナンス強化を図るものといえ、世界的なガバナンスのコンバージェンス（収斂）・融合化の動きに即応したものであろう。⁽⁸³⁾ 大枠として、変容しつつあるドッド・フランクス法におけるガバナンス改革などの取り込みと並行し、あるいは相関して、個別には各国毎の法制度に基づいたガバナンス改革が進められることとなり、我が国企業としても注意深く、実効的なガバナンス構築を目指すことになる。

企業実務の実際として、長期的企業価値経営の視点から、監査等委員会設置会社制度は非執行取締役の配置先として想定されよう。株主については、社外取締役が短視眼的な株主の利益代表となりかねない懸念があるが、長期的観点に立つ機関投資家が監査・監督委員を通じて企業価値向上を図り、他方で社内取締役ではあるが、CEO等とは距離を置く非執行取締役が監査・監督委員に加わり、多様性と法律・会計面の専門性を有する独立社外取締役と協働する案も考えられる。委員会設置会社であれば、株主の忠実義務違反あるいは少数株主などの株主間差別化の問題が生じ得るが、監査等委員会設置会社制度ではこうした懸念は生じにくくなるか。今後は更に監査等委員に対するCEOの解任権賦与などの有効なスキームも想定されるが、実業界からの反発も予想され、また我が国独自の展開を進める場合の規制コストの問題など、乗り越えるべき課題も多い。引き続き、今後の研究課題としていきたい。

(65) 近時の域外適用に関して、拙稿・前掲「国際取引における域外適用ルール統一化ならびに秩序形成に向けて」、同「域外適用と銀証分離の交錯―グローバル金融法制の新潮流―」、同『国際取引法―理論と実務』尚学社（二〇一三年一月）参照。

独禁法、証券法の域外適用全般について、松下満雄・渡邊泰秀編『アメリカ独占禁止法「第二版」』東京大学出版会（二〇一二年三月）、小原喜雄『国際的事業活動と国家管轄権』神戸法学双書（一九九三年十二月）、清水章雄「米国の証券取引規制と国際法——一九三四年証券取引所法一〇条(b)および証券取引委員会規則一〇b—五の域外適用——」早稲田法学会（一九八〇年三月）、同「米国連邦証券取引法の域外適用の拡張と国際法における管轄権の原則」商学討究三二巻四号（一九八二年）、野木村忠邦「日本の独占禁止法における域外適用問題」日本大学法学紀要四四号（二〇〇二年）、上杉秋則『独禁法国際実務ハンドブック—グローバル経済下の基礎知識—』商事法務（二〇一二年）、石黒一憲『国際私法』新世社（二〇〇七年）参照。

(66) リスク管理・内部統制に関する研究会（経済産業省）『リスク新時代の内部統制—リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針』（二〇〇三年六月）。眞崎達二郎・小澤徹夫ほか「新たなリスクマネジメントの流れ—コーポレート・ガバナンス、内部統制とリスクマネジメント、ERM、との関係の整理—」日本ナレッジ・マネジメント学会リスクマネジメント研究部会（二〇〇七年六月二〇日）参照。

(67) 二〇〇二年英国の三大リスクマネジメント機関（IRM The Institute of Risk Management, AIRMIC The Association of Insurance and Risk Managers, ALARM The National Forum for Risk Management in the Public Sector）が「A New Risk Management Standard」を発表。米国ERMに相当すると考えられる。

(68) 一九九八年「コーポレート・ガバナンス委員会：統合規範（Committee on Corporate Governance: The Combined Code）」（好ましくコーポレート・ガバナンスの原則および最善慣行規範）。

(69) 一九九九年「内部統制・統合規範に関する取締役のためのガイダンス」（内部統制作業部会（Internal Control Working Party）の「Internal Control: Guidance for Directors on The Combined Code」）（ターンバル委員会報告書）。

(70) 国廣正「「外国公務員贈収賄」のリスクマネジメント—新興国ビジネスの重大リスクに対する実践的アプローチ—」商事法務研究会（二〇一三年一〇月七日）。

(71) 従来の流れは、①取締役の経営判断の過失、損害請求、②株主の訴えによりRed Flag提示、③裁判所はこれを認めな

かった。今後は、①取締役の経営判断の過失、損害請求、②株主の訴えにより消極的戦略面では無過失責任でもRed Flagで責任追及、③損害賠償請求・取締役解任、④裁判所容認、⑤プロクシ・アクセスにより新取締役決定、⑥取締役会の報酬決定、⑦セイオンペイの事後評価となろう。

(72) 拙稿・前掲「米国金融規制改革法など国際金融法制における新たなリスク・ガバナンス―規制強化とコンバージェンスならびに忠実義務などを通じた株主間差別化に向けて―」参照。

(73) 「米シテイ、MBS販売めぐりファニーメイに約九・七億ドル支払いへ」(二〇一三年七月二日)、「米S&Pが敗訴、判断誤らせたと認定―オーストラリア連邦裁」(二〇一二年一月五日)。

<http://jp.reuters.com/article/BusinessNews/idJPTJE96001S20130701>
<http://www.bloomberglaw.com/news/123-MCZNNW96K510101.html>

(74) 岩原紳作「会社法改正法案の解説」商事法務研究会・経営法友会(二〇一三年一月九日)、「会社法の一部を改正する法律案の国会提出と概要」商事法務二〇一七号(二〇一三年一月一日)四一―一〇頁参照。

(75) 奥島孝康名誉教授により、監査役会型の場合は代表取締役の解任権付与などが有効なモデルとして提示されている。委員会等設置会社制度の導入により、制度間競争が開始されようとしているが、いずれのガバナンス方式を採用にしても、内部統制システムの構築が必要不可欠であり、これが十分でないといずれの方式のガバナンスも十分機能しないという前提のもとでガバナンスの問題は検討されるべきであることを述べられ、米国型経営モデルの限界性、委員会設置会社方式の問題性、監査役設置会社の可能性等の緊要の課題に企業風土と経営モデルの観点から論及される。またCSR(企業の社会的責任)についても今後の俯瞰を示される。奥島孝康「アメリカ型経営モデルと日本の独自性―最近の商法改正に伴う経営(執行・監査)体制をもとに―」税経通信(二〇〇三年一月)二二頁、同「サステナビリティ会社法序説―CGとCSRの交錯と共働―」奥島孝康監修『企業の統治と社会的責任』金融財政事情研究会(二〇〇七年六月)四―三九頁参照。

(76) 神作裕之「取締役会の独立性と会社法」『株式保有構造と経営機構―日本企業のコーポレート・ガバナンス』日本私法学会シンポジウム(二〇一三年一月一三日)商事法務二〇〇七号四八―五八頁。

(77) Ted Paradise, DAVIS POLK TOKYO SEMINAR SERIES Volcker Rule - Proprietary Trading, January 14, 2014, Davis Polk & Wardwell LLP. 佐々木百合「金融規制の論点(下) 経済への副作用注視を」、翁百合「金融規制の論点(上) 市場不安定化の可能性も」日本経済新聞経済教室二〇一四年一月二五・一六日、神山哲也・関雄太「発表されたボルカー・ルール規則案」野村資本市場クォーター二〇一二年 Winter 号 一八―二二頁、岡野進「ボルカー・ルールはどう働くか? マクロ・プルーデンス政策の重要性は変わらず」大和総研グループ(二〇一三年二月二〇日)、水野裕二「米国ボルカー・ルール導入の最終案について」ムーディーズ・アナリティックス(二〇一三年二月一日) 参照。「ボルカー・ルール最終案の概要」、「米ボルカー・ルール最終版、邦銀へのネガティブ影響は限定的」REUTERS (各二〇一三年二月一日)。

(78) 前掲・佐々木百合参照。佐々木百合は②について、金融抑圧により、国債償還が容易となる。典型例は金利の上限規制などであるが、ボルカー・ルールも米国債のみを対象外とするなどの恣意性から、国債の需要を支える政府の金融抑圧になり得る(ハーバード大学カーメン・ラインハート教授)。もともと佐々木百合はこの点に関して、バーゼル規制、ボルカー・ルールともに銀行の健全性確保を目的とし、安全資産の国債へのポートフォリオシフトは当然の結果であり、金融抑圧と称することはオーバー・ステートメントであること、恣意的な選択はせず、現実のリスクに対して過剰な国債保有を避けるべく、国債リスク評価を細かく見直す必要があることを述べる。

(79) 前掲・翁百合参照。翁百合は、ボルカー・ルール細則の影響は複雑で不透明であること、逆に安定を阻害して金利上昇の感度が上がることを述べている。私見であるが、これまた新たなパラドックス・ジレンマといえようか。

High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector “Final Report,” Brussels, 2 October 2012 (http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf),

The Independent Commission on Banking released its Final Report on 12 September 2011

(<http://bankingcommission.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2010/07/ICB-Final-Report.Pdf>)

萬場大輔「英国銀行改革の動向―銀行改革法案と欧州各国の状況―」国際協力銀行(二〇一三年二月八日) 一―一六頁、小立敬「銀行のトレーディング勘定分離を求めるEUの検討―リーカネン報告書の役割―」野村資本市場クォーター二〇一二年

Autumn号一―一六頁、三谷明彦「英国の銀行制度改革〈ヴィッカーズ委員会報告とリテール・リングフェンス〉みずほ総合研究所（二〇一二年八月）。

(80) “Japan and Canada warn on Volcker rule impact”, Financial Times, January 11, 2012, “Regulators Defend ‘VolckerRule’”, Wall Street Journal, January 19, 2012, “Volcker Rule Divides Regulators” The New York Times DealBook, October 16, 2011. 前掲神山哲也・関雄太二二〇―二二二頁。

(81) 二〇一四年一月一八日読売新聞。

(82) 「銀行に社外取締役要請」監督指針に明記へ―金融庁」二〇一四年一月二二日時事通信。東証上場の銀行・銀行持株会社八七社のうち、独立社外取締役が不在な銀行は三二社で、地方銀行または第二地方銀行である。金融庁は東証規則に基づき、銀行の主要取引先、大株主など以外から登用を求めていくとする。

(83) 任意法規制および開示・説明責任と制度間競争、ガバナンス・システムの融合化議論などについて、拙稿『コーポレート・ガバナンスの理論と実務―商法改正とその対応―』信山社（二〇〇四年八月）七五七―七九四、九〇九―九三六頁、同「米国金融規制改革法など国際金融法制における新たなリスクガバナンス―規制強化とコンパージェンスならびに忠実義務などを通じた株主間差別化に向けて―」政経研究第四九巻第三号（二〇一三年一月）五九一―六二二頁。

「本稿は、財団法人民事紛争処理基金の研究助成金を利用した研究成果の一部である」