

2017年1月6日 全10頁

トランプ政権での企業ガバナンス規制見直し

企業に対して情報開示充実等を求めるドッド＝フランク法は廃止へ

金融調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 米国のトランプ次期大統領は、現在の金融規制の中核を成しているドッド＝フランク法を廃止して、新たに Financial CHOICE 法を制定するとの政策を掲げている。
- ドッド＝フランク法には、企業のガバナンスや情報開示についても多くの規定が置かれているが、その多くは Financial CHOICE 法が制定されれば廃止される見通しだ。
- 米国は英国と並びコーポレートガバナンスに関して日本のモデルとなってきた。その両国で、これまでの取り組みを大幅に見直す動きがあるが、その見直しの方向は必ずしも同一ではない。

ドッド＝フランク法廃止を掲げるトランプ次期米国大統領

あと 2 週間ほどで就任日を迎える米国次期大統領ドナルド・トランプ氏は、ドッド＝フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、ウォール・ストリート改革および消費者保護法)¹の廃止を政策公約としている。ドッド＝フランク法に替えて、新たに Financial CHOICE Act² (以下、CHOICE 法) を制定し、金融規制の抜本的な見直しを行う。CHOICE 法の CHOICE は、“Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs” (投資家、消費者および起業家のための希望と機会の創造) を意味する。

ドッド＝フランク法は、リーマン・ショックなどを契機とする世界的な金融危機に対応して金融規制、監督を大幅に強化するもので 2010 年 7 月に成立した。システム上重要な金融機関の規制監督の強化、システム上重要な金融機関の破綻処理法制の整備、店頭デリバティブ規制の強化、ヘッジファンドなど私募ファンドの助言業者の規制強化など多岐にわたり、規則を含めると 22,000 ページに達するという。これをおよそ 500 ページの CHOICE 法に置き換えることとなる。

¹ <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

² <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114hr-hr5983-h001036-amdt-001.pdf>

本稿では、ドッド=フランク法における一般の上場企業に対する情報開示規制などが、トランプ政権では、どのように変わるか 2017 年半ばにも成立が見込まれる CHOICE 法を通じて概観するものである。

ドッド=フランク法の規制を大幅に緩和する CHOICE 法

ドッド=フランク法に含まれるコーポレートガバナンスに関する改正は数多い。本稿ではそれらのうち、“Say on Pay”、“Pay Ratio”、“Proxy Access”、“Conflict Minerals”を取り上げる。また、わが国のコーポレートガバナンス・コードの改定の中で CEO と取締役会議長を別人とすべきとも読める考え方が示されていることから、これに関するドッド=フランク法と CHOICE 法の内容を見る。同様に日本版スチュワードシップ・コード改定によって機関投資家の議決権行使結果開示の強化が検討される中で、議決権行使助言業者の利用についても言及されていることから、CHOICE 法における議決権行使助言業者規制についても概要を紹介する。

結論を先取りすると、ドッド=フランク法に含まれるコーポレートガバナンス規制のほとんどは廃止される見通しだ。

図表 1： 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事項と CHOICE 法

ドッド=フランク法		CHOICE 法
951 条	“Say on Pay”：経営者報酬に関する議案の株主総会決議に関する規則	Say on Pay は、経営者報酬の方針に重要な変更があった場合に付議する。
953 条	“Pay Ratio”：経営者報酬の業績連動、CEO と従業員の賃金格差に関する報酬報告書規則	廃止
971 条	“Proxy Access”：株主が提案した取締役候補者を会社が作成する株主総会議案説明書に記載することに関する規則	廃止
972 条	CEO と取締役会議長の兼務に関わる情報開示に関する規則	廃止
1502 ~ 1504 条	“Conflict Minerals”：紛争鉱物に関する情報開示規則 鉱山安全に関する情報開示規則 資源採掘会社に関する情報開示規則	廃止

出所：脚注 1、2 をもとに大和総研作成

経営者報酬に関する議案の付議頻度

経営者報酬の株主総会議案化は、経営者に対する報酬支払（pay）に株主が発言する（say）ということで、一般に“Say on Pay”という。ドッド=フランク法に基づき、SEC（米国証券取引委員会）規則の定めるところによって2011年1月21日以降に開催される上場企業の株主総会から適用されている。従来米国では個別報酬の詳細な開示はあったものの、株主に賛否を問うことはなく、報酬委員会の判断は受けたとしても経営者報酬の決定に際して株主の関与はなかった。Say on Payは、このような状況を変えるものとなった。

ドッド=フランク法でのSay on Payは、報酬の内容を議案とするものと、株主総会への付議の頻度を株主に問う議案の2種類があり、後者はSay on Frequencyとも呼ばれる。

- (1) 少なくとも3年ごとに、開示が義務付けられる経営者報酬の承認のために、株主による決議（法的拘束力はない）
- (2) 少なくとも6年ごとに、前記(1)の決議の頻度を定める株主による決議

CHOICE法では、株主総会における決議の頻度を事前に決めるのではなく、報酬の方針に重要な変更がある場合に付議するように制度を改正するというものである。

経営者報酬に関する情報開示

経営者報酬が、労働者の賃金の何倍であるかを示す数字は“Pay Ratio”（ペイレシオ）と呼ばれており、ドッド=フランク法では、CEOの報酬と労働者の賃金の中央値（median）の倍率を開示するとされている。関連規則も既に策定されており、2017年1月1日以降始まる事業年度から適用開始の予定だが、事業年度終了の時点で法律が有効かはわからない。

米国では、経営者の報酬が企業業績や株価、一般的な物価水準、労働者の賃金額などとは無関係に高騰し、格差の拡大を助長していると批判されることがある。Pay Ratioの公表によって、経営者と労働者の間での利益の分配状況がわかるようになる。労務政策と報酬政策を簡潔に表示する数値ということであろう。

経営者が企業業績や株価動向に利害関係を持ち、企業価値を増大させることが自身にとって利益となる状況に身を置くべきだという考え方から、機関投資家をはじめとする株主の中にも経営者報酬の在り方に対する関心は持たれている。経営者に適切なインセンティブが与えられているか、という問題意識である。

とはいえ、Pay Ratioが果たしてどのような意味で株主にとって有益な情報であるか、疑問も大きい。Pay Ratioの大小は、例えば投資判断にどう反映させるべきなのであろうか。企業ごとに報酬体系が異なるのに、単純化した数値を比較できるか問題であるし、経営者に付与される業績連動型報酬や株価連動型報酬の価値を正確に算定できるかも疑問だ。労働者の賃金が比較

的高い金融業とそうではない小売業の Pay Ratio は、経営者の報酬が同額であったとすると金融業の方が小さくなるが、これはどのような意味なのか疑問だ。特に国際的に事業を展開する大規模企業の場合に労働者の賃金額（労働者の賃金額の中央値）をどのように算定するのか問題であり、労働者の定義に全世界で雇用する者を含めるとすると、各国の各人別報酬を一定の基準に従って算定し、それを比較可能なように表示通貨を合わせるための為替換算を行って、中央値となる労働者の賃金額を測定しなければならない。労働者の範囲を確定するには、雇用形態や海外現地での慣行などを勘案する必要もあるし、月額賃金で見ると、時間給換算するのかなど、実際に Pay Ratio を算定しようとするとき々な考え方があり、企業間での比較が可能になるのか、疑問は尽きない。

CHOICE 法では、Pay Ratio の開示規則を廃止するとされている。しかし、CHOICE 法の成立と適用開始時期は未だ不明であるから、Pay Ratio の初年度の開示と CHOICE 法適用開始の前後関係次第では、開示をしなければならなくなる事態も生じ得る。また一方、CHOICE 法成立を見越して SEC が規則を一時停止したり適用開始を遅らせたりするなどの決定をする可能性もあり、行方は不透明だ。

株主による取締役候補者提案の容易化

株主主導での取締役選任を可能にする Proxy Access に関する規則制定は、未だに大きな混乱の中にある。ドッド＝フランク法に基づいて SEC が作成した Proxy Access の最終案では、株式の 3%以上を 3 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 1 名）の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する株主総会議案説明書（Proxy statement）に記載できるとされた。これによって、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになる。わが国の株主提案権に比べれば、持株数・期間の制限が厳しいし、提案取締役数の上限があるなど、株主にとってはかなり使いにくい制度であるように思える。しかし、従来は、取締役選任について株主が経営陣と争おうとするならば、委任状争奪を伴うかなりコスト高の方法しかなかったのに比べると、株主主導の取締役選任を劇的に容易化するものといえるだろう。

Proxy Access に対する経営者団体の警戒感は強く、これが許されれば特殊な意図を持った者が取締役になり、むしろ企業価値を減少させるような経営判断を下す恐れもあるとして反発していた。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、一般株主の利益とは一致しない経営が実現する恐れがある。また、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（これをエクイティ・デカップリングということがある）を作り出した株主が、株価下落を導くような経営判断を下す取締役の選任を求めるかもしれない。そうした恐れが払拭できないために、米国の経営者団体である米国商工会議所（U.S. Chamber of Commerce）とビジネス円卓（Business Roundtable）は、共同で Proxy Access の内容や実施時期の再考を求めて提訴していた。裁判所はこの訴えを受入れ、SEC が出していた規則案の無効が決定された。

SEC は、上訴する選択もあり得たが、性急な実施により不測のコストを要したり、不明確な規制が無用の混乱を生じたりする恐れがあるとの見方に配慮し、これを避けるために再検討を行うことを決めた。Proxy Access によって生じる利益と損失をあらためて推計した上で、新たな規則案を提案することになる。しかし、その後も規則制定作業は遅延しており、未だ新たな規則案の提案は予定に上がっていない。CHOICE 法では、ドッド=フランク法で SEC に与えられた Proxy Access に関する規則制定権限を廃止するとされている。

企業側では、ドッド=フランク法の成立とそれに基づく規則制定を先取りする形で、Proxy Access と似た内容の定款規定を設ける例も増えている。こうした企業独自の取り組みは、CHOICE 法の影響を受けることはないだろう。しかし、こうした定款規定の導入自体、ドッド=フランク法がいずれは適用されるとの見通しがあったからであろうから、トランプ政権においてドッド=フランク法が廃止されるとの予想が強くなった以上、企業側の対応にも自ずと変化が現れるものと考えられる。

取締役会議長と CEO の兼務に関する説明規則

ドッド=フランク法では、取締役会議長と CEO が同一人である場合にはその理由を、別人である場合にもその理由を、それぞれ説明すべきとされている。これは、企業側から株主等に向けて、取締役会の機能に関する考え方を説明すべきとする規定であるが、実際には、取締役会議長と CEO は別人にすべきであるとの規制を設けているのと同じだ。相互の牽制が働くので別人にしているとの説明は容易だが、牽制機能を犠牲にしてまで同一人にする積極的な理由は考えにくいのである。

CHOICE 法は、この規定を廃止する。

わが国のコーポレートガバナンス・コードの改正を検討している、金融庁と東京証券取引所が共同事務局を務める「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（以下、フォローアップ会議）では、「取締役会の独立性・客観性を向上させていく」ための取り組みの事例として、「CEO と取締役会議長を分離する」ことが紹介されている³。CEO と取締役会議長の分離が、コーポレートガバナンス・コードに規定されることになれば、そうしない場合にはその理由を説明すべきとなるだろうが、米国はこうした説明を不要とする方向での検討を進めているのである。

³ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」（「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（2））（平成 28 年 2 月 18 日）
http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf

紛争鉱物開示規則および資源採掘業発行体の対政府支出開示規則

ドッド=フランク法には、図表 1 の 1502 条以下に見られるように金融改革とは関係のなさそうな規定がいくつか設けられている。これらは、ドッド=フランク法が議会で検討されている中、決議の最終段階が近づいたところで新たに組み入れられた条項である。企業の情報開示に関するものなので、広い意味ではコーポレートガバナンス規制ともいえるが、かなり特殊な内容の開示を求めるものとなっている。この中で、Conflict Minerals、すなわち紛争鉱物に関する開示は、SEC 登録企業に課される規制だが、サプライ・チェーン全体のチェックが必要になることから、日本企業からの関心も強い。

紛争鉱物開示規則は、コンゴ民主共和国 (Democratic Republic of the Congo=DRC) またはその隣接国に源泉を有するスズ (Tin)・タンタル (Tantalum)・タングステン (Tungsten)・金 (Gold) の 4 種の鉱物 (これらを合わせて 3TG という)、またはそれらの派生物を「紛争鉱物 (Conflict Minerals)」と定義し、紛争鉱物を使用する企業に対して年次報告書等における報告・開示義務を課す内容となっている。米国証券取引法に基づき、SEC に報告書を提出している米国企業及び外国企業を対象としており、既に SEC 登録している日本企業は、影響を直接受けているが、紛争鉱物開示規則が企業に対して「鉱物の原産国に関する合理的な調査」の実施を求めていることから、SEC 登録していない日本企業についても、SEC 登録企業のサプライ・チェーンに含まれている場合には、SEC 登録企業から照会を受けるようになっていく。SEC 登録企業に提供している部品や原材料に紛争鉱物が使用されているか源泉をたどり報告しなければ、契約を打ち切られる恐れもある。

このような開示が義務付けられたのは、DRC とその周辺国を原産地とする紛争鉱物の開発・取引が、当該地域における紛争に用いられる兵器等購入の資金源となっており、この資金の流れに影響を及ぼし、紛争の解決・緩和に導くためである。製品に紛争鉱物を使用した部品が組み込まれていけば、国際的な不買運動の標的にもなりかねず、企業業績にも影響が生じることを避けようとするれば、企業は紛争鉱物を利用しなくなり、紛争地へ流入する資金が減少し、紛争自体が継続できなくなるとの期待だ。投資家にとっては、そうした不買運動の標的となるなどのリスクを評価するためにも、紛争鉱物に関する情報開示は必要であるとの主張もある。国際紛争によって深刻化する人権侵害の抑制と併せ、投資家が紛争鉱物を使用する企業への投資リスクを適切に評価できるようにしたものと考えられる。

しかし、紛争鉱物の使用の有無を調査するには、部品納入業者を遡る必要があり、鉱物産出の源泉がどこであるかを確認しなければならない。これには相当なコストがかかるものと考えられることから、企業側の反発は根強い。開示に関する規則は既に策定され 2014 年から紛争鉱物に関する報告書は SEC に届出および開示されているが、全米製造業者協会 (National Association of Manufacturers) などが原告となって、規則の無効化を求めて SEC を訴えていた。2014 年 4 月には、連邦控訴裁判所が憲法違反を理由として、紛争鉱物開示規則を一部無効とする判断を下している。この判断を受け、SEC は規則の一部を不適用とすることを表明したが、なおも開示規則の憲法適合性を争い、控訴裁判所での再聴聞が続けられたが、2015 年 8 月

に再度違憲判決が出て確定した。

控訴裁判所の判断の中核は、“not been found to be ‘DRC conflict free’ ”（DRC 紛争と無関係であるか判明せず）という表示を強制することは憲法で保障された企業の表現の自由を侵害するというところにある。企業は、自社の製品について説明を加える自由があるはずだ。しかし、“not been found to be ‘DRC conflict free’ ”との表示を強制することは、企業に対して製品の非倫理性を消費者に告げることを強いるものであるから、企業の表現の自由を侵害するという。立法目的を達成するために、より制限的でない手段（less restrictive means）を SEC は検討するべきであったのに、それが不十分であったという理由である。とはいえ、3TG の原産国を調査する義務は維持されているので、調査に要する企業側の負担が軽減されたわけではなかった⁴。

ドッド=フランク法 1504 条は、SEC に対し年次報告書を提出している企業で、石油、天然ガス又は鉱物の商業開発に関与しているものは、支払額が 10 万ドルを超える税金、ロイヤルティ、手数料（ライセンス料を含む）、生産権利金、賞与、配当、インフラ改善支出などを開示すべきとしている。

石油・ガス・鉱物資源等の開発に関係して資源採掘業者から資源産出国政府へ様々な名目で資金が支払われるが、政治腐敗を招いたり紛争における武器調達に利用されたりする恐れもある。そこで、資金の流れの透明性を高めることによって、腐敗や紛争を予防し、成長と貧困撲滅を容易ならしめることができると期待されている。こうした、腐敗や紛争に関わる資金提供を米国上場企業が行えば、それは企業の評判を下落させる恐れがあり、業績の悪化や株価下落を通じて投資家の損失につながりかねない。そこで、資源採掘業を営む企業に対政府支出開示義務を課し、投資家保護を図ることが 1504 条の目的とされている。

しかし、この開示制度には産業界からの強い反対がある。開示制度であって、対政府支出を禁じるものではないが、鉱山採掘権の獲得に向けた積極的な事業活動を抑制することになるのではないかという危惧が示された。対政府の交渉経過の一部を資金の移動という形で開示すれば、競争相手となる企業に手の内をさらすことになる。また、交渉過程等での秘密保持が契約に含まれる場合には、こうした開示規制を遵守することは不可能でさえある。結果的に有利な条件で鉱物資源を利用する機会を失うことになりかねず、資源採掘業を営む企業の業績に悪影響を及ぼすだけでなく、米国経済にも打撃を与える恐れがあると批判された。

CHOICE 法は、ドッド=フランク法 1502 条から 1504 条までを廃止するとしており、紛争鉱物の開示や資源採掘企業の対政府支出開示は、行われなくなる。これらの規定は、トランプ次期大統領が、コンゴ紛争や途上国政府の腐敗といった問題に関心を払わないから廃止されるというわけでは必ずしもないようである。民主党政権下での SEC 委員長自身が、この種の規則を SEC が管轄することへの疑問を述べている⁵。SEC は、法律に基づく規則制定義務から逃れることは

⁴ 鈴木裕「米国紛争鉱物開示規則に再び違憲判断」（2015 年 8 月 20 日、大和総研レポート）

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150820_010040.html

⁵ Mary Jo White, The Importance of Independence, 14th Annual A. A. Sommer, Jr. Corporate Securities and

できないものの、証券市場の秩序維持や投資家保護という本来の任務との整合性を確保しながら法の趣旨に従った規則を設けなければならない。

CHOICE 法によりこの種の開示規制は廃止される。コンゴ紛争の解決・緩和や鉱山の安全規制などについては、企業の情報開示以外に問題解決のための適切な方法を検討すべきということだ。

議決権行使助言業者規制の強化

フォローアップ会議の第10回会合（2016年11月8日）で、『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』意見書（3）⁶（以下、「意見書」という）がまとめられ、その中で機関投資家の議決権行使結果の公表に関して、個別の議案ごとに賛否を公表すべきとする方針が示された。

「意見書」では、さらに機関投資家の議決権行使における利益相反の管理について、「具体的方針を定め、公表すべきである」とされ、海外等における取り組みとして「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」することが紹介されている。議決権行使助言業者の利用を推奨しているかのようだ。意見書では特に金融グループ系列の機関投資家について、親会社やグループ企業の利益と顧客の利益が相反する恐れを十分に管理できていないとの指摘があり、大手の機関投資家を中心に議決権行使助言業者の利用が進むことになるかもしれない。

しかし、SEC規則によってミューチュアル・ファンド（投資信託）などの機関投資家による議決権行使結果開示を先んじて実施している米国では、機関投資家による議決権行使助言業者の利用は広まりを見せているのだが、議決権行使助言業者自体の業務が適正に行われているかが、疑問視されるようになってきている。議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を販売するだけでなく、上場企業向けにコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを行う場合がある。これが、利益相反となって議決権行使助言業が適正に行われていない疑いがあるという。また、多くの国々で上場する多数の企業の株主総会議案を正しく理解し、適正な助言に結び付けられているか、能力面での疑念も払拭できない。さらには、株主ではない議決権行使助言業者が、機関投資家の投票行動に大きな影響を与えているのは、果たして健全な状況なのかも問われている。株主ではない、ということは株価の変動に利害関係がないということに他ならない。このような問題が浮かび上がってきたため、現在では議決権行使助言業に対して何らかの政策対応が必要ではないかと考えられるようになってくる。

米国では、ドッド=フランク法施行後に、経営者報酬に関する株主総会議案を上程し、株主

Financial Law Lecture, Fordham Law School (Oct. 13, 2013)

<https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539864016>

⁶ <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/01.pdf>

の賛否を問うようになっているが、これに対して議決権行使助言業者が多くの反対投票推奨を出しており、企業側からの不満が高まった。企業経営者の団体が、議決権行使助言業への規制を議会や SEC 等に働きかけた結果、議決権行使助言業者の業務の適正化に関する法案「コーポレートガバナンスの改革と透明化に関する法律案」(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 (H.R. 5311)⁷) が審議されるに至った⁸。CHOICE 法では、この法案をほぼそのまま取り込み、新年から始まる議会で審議が進められることとなる。議決権行使助言業者への規制が大幅に強化されようとしている。

図表 2 : CHOICE 法における議決権行使助言業者規制の概要

SEC への登録及び情報提供

議決権行使助言業者は、SEC へ登録するとともに、登録申請にあたり、助言業の実施に関して次のような情報を提供しなければならない。

- 株主総会開催企業の規模をどのように勘案しているかなどの、総会議案の賛否推奨の基準についての基本的な考え方。
- 機関投資家向けの議決権行使助言業の他に上場企業向けにガバナンスに関するコンサルティングを行っている場合には、コンサルティング業務による収入の状況や、コンサルティング顧客である上場企業が議決権行使助言業に不適切な影響を及ぼさないような方策を取っているか。

議案の賛否推奨レポートの提示

上場企業は、その株主総会議案に関して議決権行使助言業者が作成するレポートを総会前に閲覧することができ、賛否推奨内容に意見を述べる機会が与えられる。

議決権行使助言業者は、組織内部に内部監査人を設け、助言の正確さに関する意見等が適切に反映されているかを審査する。

(出所)脚注 2 の CHOICE 法をもとに大和総研作成

米国で議決権行使助言業者規制が立法的な対応まで検討されるようになったのは、議決権行使助言業者の影響力が高まり、企業経営へ及ぼす影響が軽視できなくなった表れだ。実際に、議決権行使助言業者が経営者の報酬の在り方だけでなく、取締役選任の決議方法の変更、法定開示を超える様々な情報開示への取り組みを求めるなど、企業のガバナンスを変えるほどの影響力を発揮しているように見えるのであれば、影響力に見合うだけの適正な業務が行われている

⁷ Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016
<https://www.congress.gov/114/crpt/hrpt798/CRPT-114hrpt798.pdf>

⁸ 鈴木裕「米国における議決権行使助言業への規制法」(2016年7月19日、大和総研レポート)
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160719_011083.html

るかは、影響を受ける企業のみならず社会全体の関心の対象となろう。

コーポレートガバナンスは不断の変化

以上のように、トランプ政権で予想される様々な変化のうちからコーポレートガバナンスに関する主なものを拾い上げただけで、これだけある。本稿では触れなかったが、経営者報酬の決定に関わる報酬委員会の構成メンバーの独立性や、報酬コンサルタントの独立性に関する規則、会計不正などの発覚後の既払い経営者報酬の返戻（クローバック）の規則、経営者が付与された株式報酬等についてリスクヘッジを行っている場合の開示規則など、ドッド＝フランク法で設けられていた様々な規制の多くは、CHOICE 法で廃止となる見通しだ。今後、より詳細な施政方針が表れてくるだろうが、まさに抜本的と言うにふさわしい大きな変化だ。

また、EU 離脱を決めた英国と、トランプ氏を選んだ米国という、ともに大方の予想に反する選択をした両国が経営者報酬に対する投資家の関わり方について正反対に見える方向を選択したことは興味深い。本稿で記した通り、米国は Say on Pay 関連議案の付議頻度を緩和し、Pay Ratio 開示は廃止である。一方、英国は Say on Pay の決議の拘束力を強化し、Pay Ratio 開示を開始する方向での検討に入った⁹。こうした状況を見るだけでも、コーポレートガバナンス改革に正解はないということがわかる。

これまで、日本のコーポレートガバナンス改革では、英国や米国の事情が参考になってきたが、両国での対応にかなりの差異が見られるようになってきたように思える。日本でもフォローアップ会議で示された方針に従って、今後両コードの改定が進められるだろうが、参考にすべき海外の取り組みをどこから拾い上げるかによって結果は大きく異なるものとなるだろう。

⁹ 鈴木裕「英国ガバナンス改革のグリーン・ペーパー」（2016年12月1日、大和総研レポート）
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161201_011458.html