

ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正

福本 葵

1 はじめに

アメリカにおいて、株主の権利行使を重視する傾向が強まってきている。SECのクロス委員は今年七月二九日、米国上院の銀行・住宅・都市問題委員会の証券・保険・投資小委員会で「コーポレート・ガバナンス改善を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化する」と題した議会証言を行った。クロス氏は、投資家の信頼は証券市場にとって不可欠であり、よいコーポレート・ガバナンスおよびタイムリーかつ完全な情報の開示は、市場における投資家の信頼を得るには無くてはならないものであると述べている。⁽¹⁾

金融危機後、市場は投資家の信頼を失っている。これに対する対策としてSECはディスクロージャールールの変更やその他の規則改正を行っている。クロス氏は先に述べた証言の中で、市場への信頼回復のためのいくつかの重要なテーマを取り上げている。その中には、取締役選任に関する株主提案の容易化やsay on payの導入、⁽²⁾ノミニーの自由裁量議決権行使 (discretionary voting) を制限する規則改正などがある。⁽³⁾

ノミニーの背後には実質的な所有者が存在する。一般の改正は、ノミニーの背後にいる実質的な所有者に、議決権行使の重要性を説き、積極的な行使を促そうとするものである。

ヨーロッパが原則、無記名株券であるのに対し、アメリカにおいては、記名株券が原則である。ただし、アメリカにおいては、便宜上、株主が株主自身の名義では登録せず、ブローカーや銀行などの名義で株式を所有する

ノミニー制度が古くから利用されている。株券の完全なペーパーレス化が行われていないにもかかわらず、DTCによるアメリカの保管振替制度が安価で、早い段階から発展してきた理由の一つはこのノミニー制度にある。ノミニー名義となっている株式については、議決権行使や配当金の支払いも、ノミニーを通じて間接的に行われることになる。

実質的な株主が株主総会における議決権を行使するか否か、行使する場合に誰を通じて行使するかは、本来株主自身が自由に決定すべきことである。⁽⁴⁾ 株主総会の議決権は、これまで、特に個人株主があまり関心を示さず、そのために株式の単なる名義人に過ぎないノミニーが自由に議決権を行使することができるものがある。しかし、近年の傾向は、市場の透明性、信頼性のためにも、議決権を行使することの重要性や影響について投資家を教育し、株主権の行使を促そうとするものである。

このノミニーの自由裁量議決権行使を規定していたのがNYSE規則452である。今年の改正でこの規則が改正されることになった。

本稿では、ノミニーの自由裁量議決権行使 (discretionary voting) を制限、その範囲を縮小するNYSEの規則改正について取り上げる。このたびの改正は、この改正が具体的にはいかなるものであり、どのような議論の流れの中で生まれたのか考察することとする。

2 NYSE規則452

このたびの改正となったNYSE規則452とはいかなるものであろうか。NYSE規則452は一九三七年に規定されたものである。ノミニーの制度はその後飛躍的に拡大し、現在ノミニー名義で保有されている株式は上場企業

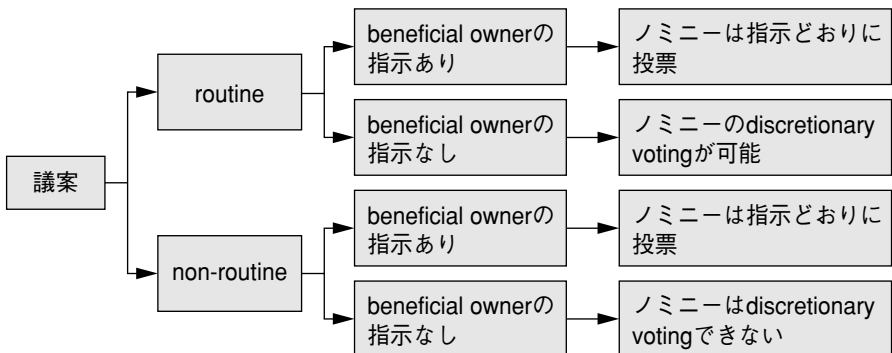
の株式の七〇%から八〇%に至っている。

まず、NYSE規則452には「慣例的な (routine)」の議案について、株主総会の予定日から少なくとも一〇日前までにノミニーとなっているブローカーや銀行に実質的所有者が特定の投票の指示をしない場合、ノミニーは実質的所有者に代わって議決権を行使することができるが規定されている。「慣例的ではない (non-routine)」の議案については、ノミニーに代理行使権限は与えられていない。つまり、これらの議案についてノミニーは、実質的所有者の指示がない場合には権利を行使することができない。

現行の規則452は代理行使権限が認められていない non-routine の議案について一八項目を列挙している。これらは、株主の権利や利益に大幅に影響を与える事項やM & Aなどで現在議論の最中である事項など、株主にとって特に重要なものである。具体的には、合併に関する決議、当該株式が委任状合戦の対象となっており反対株主から取締役の株主提案が提出されている場合、優先株式の発行や増加発行の許容、株主総会の定足数変更議案などである。

今回の改正では、この non-routine の項目に更に項目が加わった。それは取締役の選任決議である。これまで取締役の選任決議は、“contest”なものだけが non-routine の事項として、ノミニーの代理行使ができない議案であった。つまり、“contest”ではない通常の取締役選任について実質的所有者からの指

図1 routineおよびnon-routineの議案とノミニーのdiscretionary voting



示がない場合、ノミニーは自由に議決権を行使することができた。今回の改正によって、取締役の選任は“contest”であるか否かにかかわらず non-routine の事項となり、実質的所有者からの指示がない場合ノミニーは議決権を行使することができなくなる。

ここでいう“contest”とは如何なる状態をいうのであろうか。NYSE規則452条11項(2)は“contest”について「反対する者からの委任状勧誘がある議題または現経営者に反対する株主から株主提案の一部」と定義している。⁽⁵⁾ 敵対的買収提案や株主からの提案で、会社側の推薦する取締役と反対する者が推薦する取締役とが争う場合などがこれに当たる。

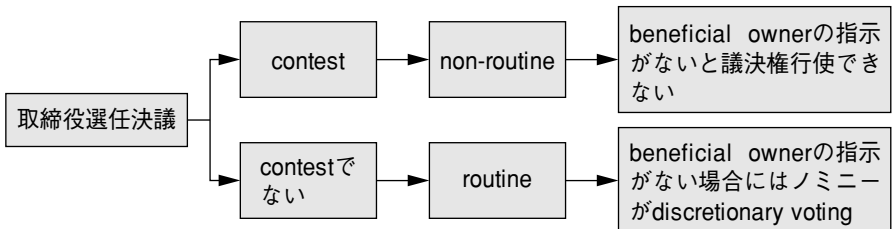
NYSEは今年二月二六日、SECに対し規則452改正の申請書類を提出した。これに対し、SECは七月一日にこの改正を承認し、新たな規則は来年一月一日から施行されることとなっている。⁽⁶⁾

3 Proxy Working Groupレポート

(1) Proxy Working Groupとは何か

このたびの改正は、NYSEに設けられたProxy Working Group (PWG) の勧告によるものである。PWGは議決権の代理行使プロセス、さらに特定し、NYSE規則450から460(特に452条)、および465条に関するNYSEの規則を見直すことを目的に、二〇〇五年四月に発足したワーキング・グループである。その構成メンバーは、発行

図2 取締役選任決議の分類 (改正前)



会社、ブローカー、機関投資家など広範囲に渡る。NYSEがSECに提出した規則改正の基となったのは、PWGが二〇〇六年六月五日に発表した"REPORT AND RECOMMENDATIONS OF THE PROXY WORKING GROUP TO THE NEW YORK STOCK EXCHANGE"と題するレポートである。レポートはNYSE規則452の改正に関するもののみならず、株主の議決権行使および発行会社と株主とのコミュニケーションに関係する様々な問題について言及している。その後、PWGは二〇〇七年八月七日に先のレポートの修正提案を発表した。修正提案では、基本的な内容に大きな変更はないが、最初のレポート発表以来寄せられた多くの市場関係者からのコメントを反映し、改正のためのより実質的、具体的な議論を展開した。

以下、レポートにおいて、今回の改正と関連する記述について、補足的な説明を加えて紹介する。

(2) ノミニー制度の実務と自由裁量投票制度 (discretionary voting) の役割

ストリートネームの実質的所有者リストは、ブローカーや銀行によって保管、管理され、発行会社が直接管理していない。実質的株主は、自己の氏名や住所を発行会社に知らせることに反対していない株主である Non-Objecting Beneficial Owner (NOBO) と知らせることに同意していない株主である Objecting Beneficial Owner (OBO) がいる。⁽⁷⁾

SECは、NOBOについては、発行会社の請求があれば、氏名、住所等の情報を提供するよう、ブローカーや銀行に要求しており、NYSEの規則はNOBOのリストにつき、氏名ごと (per name) の手数料を発行会社が銀行やブローカーに支払うことを課している。

NYSEの規則がブローカーや銀行を通じた代理資料の発送を要求しているため、発行会社はNOBOのリス

トを入手できるが、一般的には、実質的所有者に、議決権行使にかかわる資料をNOBOに直接、發送することはできないことになっている。実務的には、ブローカーおよび銀行のほとんどがNOBOに関する情報の管理のプロセスをAutomatic Data Processing Inc. (ADP) という会社に下請けに出しており、議決権行使の資料もADPから發送されている。

ノミニーの自由裁量投票制度のもっとも重要な役割の一つは株主総会での定足数を確保するのに利用されることである。先に述べたADPは実際にはブローカーの自由裁量議決制度がなければ、会社、特に中小の規模の会社が定足数を満たすのは、より困難であり割高なものとなるであろうと、そして、多くの会社は定足数を満たすかどうかを、株主総会の日が近づくまでは知ることもないであろうと予想している。

(3) "just vote no"キャンペーン

定足数確保には効果があるノミニーの自由裁量投票制度であるが、"just vote no"キャンペーンを含む新しいタイプの議決権行使キャンペーンを契機に、"contest"の定義が問題視されるようになってきた。"just vote no"キャンペーンとは、Joseph Grundfest教授が、会社側の提案する議案に不満がある株主に対して推奨した一種の株主運動である。Joseph Grundfest教授は、これを一九九〇年の機関投資家会議 (The Council of Institutional Investors) におけるスピーチおよび一九九三年のスタンフォード大学のローレビュウの記事において発表した。"just vote no"キャンペーンにおいて、会社側の提案する取締役選任に対して異議のある株主は、議決権の代理行使の "withhold authority" という欄にマークをする。"just vote no"キャンペーンは、それが単に株主が不信任票を投じるというシンボリックなものであるため、有効性の点で制限されていることが指摘されている。⁽⁸⁾

“just vote no”キャンペーンは対抗する側と委任合戦とはならないので、NYSE規則452のいう“contest”と考えられていない。従って、ノミニーであるブローカーが代理行使する権限がある。一般にブローカーは会社側の提案に賛成票を投じる傾向にあり、ノミニーによる自由裁量議決権行使は“just vote no”キャンペーンがある場合、投票に大きな影響を与える可能性がある。二〇〇四年、ウォルト・デイズニー・カンパニーの定時株主総会において、最も有名で組織化された“just vote no”キャンペーンが行われた。この時、CEOのマイケル・アイズナーは、五五%の票で再任され、不信任票は四五%あった。ブローカーの代理行使票がカウントされなかつたら、アイズナーは再任のために、獲得した票は四五%、多数決票の五四%は不信任票となつていた。⁽⁹⁾

日本の議決権行使書においては賛否の記載がない場合、賛成にカウントされるが、前述の“withhold authority”（権限を保留する）は否決を意味するものと考えられる。

(4) Majority voting

アメリカの投票制度は日本のそれとは大きく異なっている。デラウェアを含む多くの州法において、plurality vote（相対多数）制度が取締役選任の標準である。日本の場合、取締役の選任決議は普通決議による。つまり、定款で定足数は緩和できるものの、原則は過半数が出席し、その過半数の賛成で可決される。取締役一人一人につき、出席者の過半数の賛成が必要である。一方、plurality vote（相対多数）のシステムでは、取締役の定数内で賛成票の多いものから順に当選する方法である。取締役を三人選任する場合であれば、どんなに得票数が少なくても三名が選ばれる。このシステムによれば、“contest”でない取締役選任決議は極端なことを言えば、一票の賛成票で可決される可能性もある。

しかし、取締役の選任決議には、majority votingを採用している会社も増加している。majority votingは日本の制度と同様に株主の過半数の承認を必要とするものであり、多数の機関投資家、多くの労働組合、ISSやカルバースによって採用が要求されている。ファイザー、インテル、モトローラーなどの多くの会社がこの動きを反映して、自発的に取締役選任決議についてある種のmajority votingを採用している。majority votingを採用する会社にとってNYSE規則452の改正は、plurality vote(相対多数)を採用している会社よりも影響が大きい。ノミニーの自由裁量議決票なしに過半数を取ることが難しい場合もあるからである。これらの会社にとって、取締役の選任決議に議決権を行使することの投資家教育がより重要となる。

(5) ノミニーの自由裁量投票制度の代替案

ノミニーの自由裁量投票制度は、定数確保に利用されるというメリットはあるものの、近年は“just vote no”キャンペーンなどの株主運動を契機に問題視されているところであった。では、現在のNYSE規則452をどのように変更すればよいとの案が出されているのか。PWGのレポートではいくつかの選択肢を挙げて検討している。

まず、一つ目に、実質的な所有者からの特定の指示がない株式について、ブローカーの自由裁量行使を完全に廃止するというものがある。しかし、PWGは選択肢としては考えられるがあまり好ましくないとしている。二つ目に、PWGは、比例投票システム(proportional voting)の採用を提案している。proportional votingとは、指示のない株式は他の株主によって指示された株式と同じ比例で投票される制度である。つまり、ノミニーの議決権行使をすべて会社側の推薦する取締役に投票するのではなく、実質的所有者から受け取った指示に比例して

投票する。いくつかのブローカーが routine の議案の議決権行使についてこの制度を導入している。

このシステムを採用すると、non-routine な議案は現在のシステムより簡単に、短時間で承認を得られる。現行システムでは、non-routine な議案は実質的所有者からの指示がないと否決と同じである。しかし、proportional voting を採用すると、実質的所有者からの指示がない株式すべてが否決に回るのではない。いくらの票が否決に回るかは、実質的所有者から否決と指示された株式の割合で決まる。

このような利点を持つ proportional voting であるが、PWG は実際に導入することには多くの困難があると述べている。一つは中立な主体によって投票が集計される必要があることであり、かつ投票が正しく集計されているかを常に確認しなければならないことである。また、例えば、実質的所有者からの指示がされている株式が異常な投票を行っており、かつ、特定のブローカーが指示されていない多くの株式を保有している場合、指示あり株式の異常な投票によって、指示されていないブローカーの比例結果にはゆがみが生じる可能性がある。つまり票が操作されるおそれがある。

proportional voting は、指示のない株式に対して比例割合に応じて票を割り当てることであり、指示しなかった株主から更なる票を得ることになるので、投票することを選んだ株主の影響を強める結果になる。また、現在は routine ではない議案についても承認を取ることが容易になることに懸念を示す機関投資家もあつたとされている。このような検討の結果、PWG は proportional voting が、運営の方法によっては乱用されるおそれがあるため、現状では NYSE 規則 452 の代替案としては適切ではないと結論付けた。

現在の NYSE 規則 452 の最も差し迫った問題を解決するための三つ目の選択肢は、現在 routine および non-routine に分類される事項を見直すことによる改正である。結果としてはこれが採用されたことになる。取締役選

任は株主の重要な決定事項であると主張する意見が多い。そこで、取締役選任決議のすべてをnon-routineと分類し、実質的所有者から特定の指示を受け取っていない株式については、取締役選任決議にブローカーが代理で議決権行使することを許さないというものである。NYSE規則452のこのような改正は、実行が容易で、潜在的に規則452に関する主要な問題の最速の解決策であるとしている。

その他、ブローカーの自由裁量議決権行使制度がなくなると、定足数を確保するのが困難な中小規模の発行会社に対する影響を鑑みて、定足数のためにのみ、この制度を利用するという案、ブローカーの自由裁量議決権行使のための、“contest”という定義を拡大するという案も記載されている。

様々な代替案、解決策が検討されたものの、実行にはそれぞれに問題がある。結果としてPWGはNYSE規則452のnon-routineの項目に、それが“contest”であるか否かにかかわらず、取締役選任決議を追加することを提案することとした。PWGは二〇〇七年に一九四〇年投資信託法適用会社をNYSE規則452改正の対象から除外するなどの訂正を発表したが、基本的には二〇〇六年のレポートの内容を改正の軸としている。

4 おわりに

PWGが提言したように、NYSE規則452の改正の議論は数年前から持ち上がっていた。しかし、新政権の発足や金融危機後失墜した市場の信頼性回復を図る目的とも相まって改革が促進したということができらるだろう。コーポレート・ガバナンスを改善することによって株主を保護し、失墜した市場の信頼回復を図ろうとするものである。また近年、企業デモクラシー運動や株主権を重視し、株主に議決権行使を促す動きが見られるようになってきた。改正の議論のもととなったPWGのレポートの内容は、ノミニーの自由裁量議決制度のみならず、発

行会社と株主との直接コミュニケーションや majority voting⁶、その他広範囲に渡るかつ重要なテーマを含むものである。

取締役の選任決議について、これまでは、“contest”な場合にのみ non-routine の事項として、ノミニーの自由裁量議決権が認められなかった。今回の改正により、NYSE 規則 452 の non-routine の項目に、取締役の選任が加わることとなった。“contest”であるか否かにかかわらず取締役の選任決議には、実質的所有者からの指示が必要となる。これに伴って、実質的所有者、特に個人株主は議決権行使について指示することの重要性をより認識しなければならなくなる。そのための投資家教育が必要とされる。

日本においても、株主総会の決議結果開示を発行会社に求める動きが見られる。よいコーポレート・ガバナンスによる株主の保護や投資を決定する際に重要な透明性は、金融危機後の市場の信頼性回復には不可欠である。このような考え方は国際的な傾向であると言える。

(付記) 本項は平成二二年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(C)一般による研究成果の一部である。

注

- (1) <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072909nbc.htm>
- (2) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9046.pdf>
- (3) 株主が役員報酬に対し賛否を意思表示できる仕組。これによって年金運用法人が外国株式で株主提案に賛成する割合

が増加。(日本経済新聞、二〇〇九年一月二日)

- (4) 竹内昭夫「株券の保管振替制度と株主の権利行使」、『ジュリスト』八二〇号七頁（一九八四年）。
- (5) Rule 452.11(2) is the subject of a counter-solicitation, or is part of a proposal made by a stockholder which is being opposed by management (i.e., a contest)
- (6) S&Pリソース No. 34-60215
- (7) ストリークネームで保有する実質株主のうち、NOBOが二五%、OBOOが七五%である。
- (8) Vincent Falcone, "MAJORITY VOTING IN DIRECTOR ELECTIONS: A SIMPLE, DIRECT, AND SWIFT SOLUTION?" 2007 *COLUM. BUS. L. REV.* 844 84-47 Joseph Grundfest, "Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates", April, 1993, 45*Stan. L. Rev.* 857
- (9) Floyd Norris, *Corporate Democracy and the Power to Embarrass*, N.Y. Times, Mar. 4, 2004, at C1; Michael McCarthy, *Disney strips chairmanship from Eisner*, USA Today, Mar. 4, 2004, at 01B
- PWGのレポートでは、反対票が四五%との記載があるが、上記の二つの新聞記事によると、votes withheld 四三%となっている。レポートの記述からは、ノミニーの自由裁量票による得票数は賛成票のうちおおよそ一〇%とあるとの計算になる。

(ふくもと あおい・客員研究員)