

議決権代理行使を制限する NYSE 規則改正

福 本 葵

要 旨

アメリカにおいては株式の所有者が所有者自身の名義では登録せず、証券会社や銀行などの名義で所有するノミニー制度が利用されている。NYSE 規則452では、慣例的な (routine) 議案について、実質的所有者が株主総会の予定日から遅くとも10日前までにノミニーとなっているブローカーや銀行に特定の投票の指示をしない場合、ノミニーが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ことが規定されている。

一方、non-routine の議案については、ノミニーの代理行使が認められていない。non-routine の議案とは、株主の権利や利益に大きな影響を与えるものである。具体的には、合併に関する決議、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がある。

2009年の改正では、この non-routine の項目に取締役の選任決議が加わった。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。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自由裁量議決権を行使することができなくなる。

目 次

- | | |
|--|--------------------------|
| I. はじめに | 3. "just vote no" キャンペーン |
| II. NYSE 規則452 | 4. Majority voting |
| III. Proxy Working Group のレポート | 5. ノミニーの自由裁量投票制度の代替案 |
| 1. Proxy Working Group とは何か | 6. PWG の勧告 |
| 2. ノミニー制度の実務と自由裁量投票制度 (discretionary voting) の役割 | IV. 2007年の修正案 |
| | V. おわりに |

I. 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2009年7月29日、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な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。SECは、信頼回復策として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、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²⁾や株主が役員報酬に対し賛否を意思表示できる仕組みであるsay on payの導入、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。

これら三つはともに、株主権の拡大に関するものである。本稿では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を取り上げる。ノミニーの背後には実質的な所有者が存在する。今般の改正は、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。しかし、アメリカにおいては便宜上、株式の実質的所有者が所有者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所有するノミニー制度が広く利用されている。株券の完全なペーパーレス化は行っていないにもかかわらず、Depository Trust Companyを振替機関とす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、ノミニーであるブローカーや銀行を通じて間接的に行われることになる。ノミニー名義で株式を所有する実質的な所有者は、決済のために株券を物理的に移動させる必要がない。発行会社も配当金や各種書類等を個々の株主に送付する手間やコストを削減できる。

ノミニー名義の実質的な所有者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³⁾。これまで、株主総会の議決権は、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ていたものがある。しかし、近年の傾向は、市場の透明性、信頼性の確保のためにも、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。

本稿では、このたび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で生まれたものであるかについて考察する。

II. NYSE 規則452

このたび改正されたNYSE規則452とはいか

なるものであろうか。NYSE 規則452は株主の権利を守るために、1927年に最初に規定されたものである。1920年代、“floating stock”の権利に関して、株主の権利が奪われるような事態が発生していた。“floating stock”とは、便宜上転々と所有者が交代する株式であり、そのために、何年もの間、銀行や会社の名義のままとなっている株式である。無配の会社においては、このような floating stock の比率は非常に大きなものであった。

1927年、NYSEはこの問題を解決するために、ノミニーに対し実質的所有者の指示がなければ、議決権を行使できないことを規定した。これが規則452条である。

ノミニーの制度はその後、飛躍的に拡大した。更に、引き続いて発生した1929年の市場の暴落によって、多くの会社が無配となった。そのため、行使される議決権の数が減少し、これによって株主総会において定足数を満たすことができず増加した。

そこで、NYSEは委員会を組織し、委員会は1937年規則を改正する勧告を行った。新たな規則は同年末に採用された。これが一定の事項については、株主総会予定日の10日前までに指示がなければノミニーが代理議決権を行使できる現在の規定の原型である。

1937年以降、1941年、1967年等、NYSE 規則452は何度か改正されたが、基本的には1937年の10日ルールから大きな変更はない。過去50年間、NYSE 規則452改正のほとんどが実質的所有者から指示がない場合、ノミニーがどの議案に代理行使してよいとするかとするものであった。近年の改正は、実質的所有者からの指示がない場合、ノミニーが議決権を行使できる事柄について制限を設けようという傾向にあ

る。このもっとも顕著な例は2003年改正であり、これは株式報酬制度について投じるノミニーの自由裁量議決権を制限するものである。

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70%から80%に至っている。

度重なる改正を経て、現在のNYSE 規則452には routine（慣例的）な議案について、株主総会の予定日から遅くとも10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ことが規定されている。non-routine（慣例的ではない）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18項目を列挙している。これらは、株主の権利や利益に大きな影響を与える事項である。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 の項目に取締役の選任決議が加わった。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”ではない通常取締役選任について実質的所有者からの指示がない場合、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”とはいかなる状態をいうのであろうか。NYSE 規則452条11項(2)号は“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⁴⁾。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2009年2月26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7月1日、この改正を承認し、新たな規則は2010年1月1日から施行されている⁵⁾。

III. Proxy Working Group のレポート

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、具体的には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、2005年4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2006年6月5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

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2007年8月7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、レポートにおける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。実質的所有者には、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 Non-Objecting Beneficial Owner (NOBO)と知らせることに同意していない Objecting Beneficial Owner (OBO)がいる⁶⁾。

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、発行会社が氏名ごと (per name) の手数料を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、議決権行使にかかわる資料をNOBO に直接、発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. (以下 ADP) という会社の Investor Communications Services 部に下請けに出しており、議決権行使の資料も ADP から発送されている。

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、スタンフォード大学のジョセフ・グランフェストによって推奨された一種の株主運動である。グランフェストは、1990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1993年のスタンフォード大学のローレビューの記事においてこれを発表した。

委任状合戦となっていない場合、アメリカにおける議決権行使書の取締役選任議案は、多くの場合、「取締役会は以下に提案する取締役候補の全てに賛成するよう推奨する。」との一文があり、その下に各候補者の氏名が記載されている。そして、株主は、「for all (全てに賛成する)」、「withhold authority (権限を保留す

る)」または「for all except (〇〇以外の全てに賛成する)」と記載されている各々のボックスのうち一つにチェックをして返送することとなる。

日本の発行会社においては、賛否の記載がない場合、賛成にカウントされることが議決権行使書に記されていることが多いが、アメリカの発行会社の議決権行使書上の「権限を保留する“withhold authority”」は会社側の推奨する取締役候補に対して、不満の意思表示をするものである。多くの場合、議決権行使書には、“against(反対)”という表現は用いられていない。

SEC 規則14a-4(b)(2)は、委任状合戦になっていない場合の議決権行使書の形式を定めている。同条ではまず、取締役の候補者である者の指名を記載し、それとともに株式の所有者が各候補者に対して賛成または権限を保留する意思表示を明確に示すことができる方法を提供するように規定されている。個々の候補者に対し、権限を保留することを認めたこの規定は1967年に採用されたが、1979年には、これを“for(賛成)”および“against(反対)”に改正する提案がなされた。しかし、この提案は未だ採用には至っていない。後に示すようにこれはアメリカの取締役の選任制度が plurality vote (相対多数) 制度であることに起因する。

“just vote no” キャンペーンにおいて、例えば、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、議決権の代理行使書に“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⁷⁾。

“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場合に行われるので、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。2004年ウォルト・ディズニー・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、ディズニーのCEOであるマイケル・アイズナーは、55%の票で再任されたが、不信任票は45%あった。ブローカーの代理行使票がカウントされなかったら、アイズナーは再任のために、獲得した票は45%、多数決票の54%は不信任票となっていた⁸⁾。

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、1票の賛成票で可決される可能

性もある。

従って、plurality vote (相対多数) 制度において、株主は“against(反対票)”を投じたとしても、これは単に棄権を意味するだけであり、その法的な効果、影響力は疑わしいものである。“against”という用語は、自己の投じた反対票が法的にも投票に何らかの影響を及ぼすかのような誤解を招くおそれもある。従って、“against”よりも正確な概念を示す“withhold authority”という用語が用いられている。“against”も“withhold authority”どちらも会社側が推薦する取締役候補に対して、不満を示すものであることには違いない。そして、plurality vote (相対多数) 制度の場合、どちらも投票に直接影響を及ぼすものではないことについても共通している。

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きている。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、議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS) (現在は Risk Metrics Group の一部門) やカルパスによって採用が要求されている制度である。ファイザー社、インテル社やモトローラー社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) 制度を採用している会社よりも影響が大きい。plurality vote (相対多数) 制度では影響しなかった“against”票が取締役選任に法的に影響を及ぼす。

majority voting を採用している会社にとっ

では、通常会社側の提案に賛成票を投じる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。これらの会社にとっては、過半数の株主の賛成票が必要となる。従って、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

(1) ノミニーの自由裁量投票制度を完全に廃止する方法

ノミニーの自由裁量投票制度は、定足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、一つ目に挙げられたものが、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である。

株式について経済的利益を有していない者による議決権行使は、近年、議論の対象となっている事柄の一つである。これには例えば、カルパスを代表とする年金基金、カストディーやノミニーなどが挙げられる。さらにエンプティ・ボートイングを行うヘッジファンドや議決権行使助言会社などもこれに含まれる。近年、様々な形で、これらの者による議決権行使が活発になってきている。NYSE規則452の全廃は経済的利益を持たないノミニーの議決権行使を禁止するという利点があるとしている。また、ノミニーはこれまで圧倒的に会社が提案す

る取締役候補に対し、賛成票を投じてきた。このことは、取締役選任決議において、会社が推薦する取締役候補に対しアドバンテージを与えることになってしまっている。

これに対し、先に述べたADPからは、plurality vote（相対多数）制度を採用し続けるのであれば、ノミニーの議決権行使は取締役選任議案に及ぼす影響は少ないと報告されている。また、ノミニーに自由裁量議決権行使をまったく認めないということは、定時株主総会において、発行会社が定足数を確保することが難しくなることを認めている。会社が定足数を獲得することに失敗すれば、株主総会は閉会になる可能性もある。株主総会が延期されることになれば、時間や経費がかかるものとなる。また、定足数が得られないときや新たな取締役が選ばれないとき、旧取締役が新たな取締役が選ばれるまでは、引き続き就任するのが一般的なルールであるが、このような結果は明らかに理想的ではない。これらのことを勘案すると、ノミニーの自由裁量議決権行使を全廃してしまうという案は、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。

(2) 比例投票システム (proportional voting)

PWGは二つ目に、比例投票システム (proportional voting) の採用を提案している。proportional votingとは、実質的所有者から特定の指示のない株式は、他の株主によって指示された株式と同じ比率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によって決まる。

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、票の集計が中立な主体によってな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、指示がなされた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。言い換えれば、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、投票することを選択した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ったとされている。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。

(3) routine および non-routine に分類される項目の見直し (採用された案)

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 と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。これまで取締役選任は、“contest”であれば non-routine、“contest”でなければ、routine な議案であるとされてきた。しかし、取締役選任は、特に委任状合戦の対象となっていない場合、つまり“contest”でなくとも、株主の重要な決定事項であると主張する意見が根強い。そこで、取締役選任決議のすべてを non-routine と分類し、株主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。

④その他の案

その他、ブローカーの自由裁量制度がなくなると、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も考察された。この案では、議案が routine であれ non-routine であれ、ブローカーの議決権は定足数を確保するためだけに利用され、賛否を投ずることはできない。

この案の利点は、NYSE がある議案が routine であるか non-routine を判断する必要がないことである。しかし、現在、routine である

議案に承認を得るためのコストが上昇するおそれがあり、また、多少の混乱を招くおそれがある。デラウェア州では、ブローカーの票が中立的な立場を採っても、その票が定足数を確保するために利用されたことがあるとされている。しかしながら他の州では、このような考え方は発展していない。

この他、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挙げられている。

“contest”の定義を拡大し、例えば、“just vote no”キャンペーンを含むなどとすることも考えられる。しかし、その場合はまた“just vote no”キャンペーンが何であるかの定義を正確に行わなければならない。

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った。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。

6. PWG の勧告

PWG では、NYSE 規則452の改正について、以下のような4つの勧告をまとめている。

1. NYSE は取締役選任決議を non-routine な事項へと変更することによる NYSE 規則452改正を進めるべきである。

取締役の選任は、会社にとって重要事項であり、もはや routine として処理されるべきではない。そして、ブローカーは実質的所有者から指示のない株式については、取締役選任決議について議決権行使を認められるべきではない。

WG はこの提案された改正が取締役選任プロセスにかなりの影響を及ぼす可能性があるかと考

えている。例えば、発行会社がこれまでは投票しなかった株主と連絡を取るために、より大きなコストと労力を費やさなければならなくなるだろう。これまで議決権を行使することに関心がなかった株主から、多くの賛成票を得られるようにするためのコストは、取締役選任決議に majority voting を採用する会社が多くなれば、更に大きなものとなるであろう。このような傾向は、小規模な発行会社にとっては更に厳しいものとなる可能性が高い。しかし、これらは、より良いコーポレートガバナンスと投票プロセスの透明性のために支払われることを要求されるコストである。

2. NYSE は議決権行使システムについてのさらなる投資家教育において主導的役割を担わなければならない。

議決権行使プロセスには広範囲に渡る理解不足がみられる。例えば、WG の依頼による Opinion Research Corporation の調査によると、実質的所有者が日常的な事項に議決権を行使しなければ、その株式についてはブローカーが自由裁量で投票するという認識している者は4人に1人しかいない。従って、Working Group はNYSEがSECおよび上場会社とともに投資家に代理プロセスと議決権行使の重要性を認識させるために、投資家教育に努めなければならない。

3. NYSE は、実質的所有者とコミュニケーションする発行会社の能力を改善する努力をサポートしなければならない。

特に Majority voting に向かう傾向があれば、取締役選任における指示を受けてない株式のブローカー自由裁量議決権行使が認められなくなることは、発行会社に対し大きな影響がある。そのため、WG は、発行会社と株主の間の

より効果的コミュニケーションが必要であると考える。

4. NYSE は取締役選任決議を non-routine と定義した規則452の改正後も、ブローカーの自由裁量議決権行使の効率性と必要性を評価し続けなければならない。

IV. 2007年の修正案

PWG は2007年に1940年投資信託法適用会社を規則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2006年のレポートの内容を改正の軸としている。

2007年の主たる修正点の一つは、1940年投資信託法適用会社を改正の適用除外としたことである。これは、投資信託会社からのコメントレターによるところが大きい。これらの会社は、一般の事業会社とは異なり、ファンドの資金提供者に対する保護が規制されている1940年投資信託法の適用を受けている。また、投資信託は個人投資家の有する株式割合が高いために、ブローカーの自由裁量議決権が否定されると、定数確保のために多大なコストがかかることもその背景にある。従って、当初の勧告では考慮されていなかったが、2007年の修正勧告では、取締役選任決議からノミニの自由裁量議決権を排除するNYSE規則452の改正の対象から、1940年投資信託法適用会社を除外した勧告を行った。

その他、先のレポートでWGが提案した、proportional votingについても、更に検討した。新たなレポートでは、proportional votingをさらに発展させたClient Direct Voting (以下、CDV) という制度を紹介している。CDVはワーキング・グループのメンバーであるアメ

リカンエクスプレス社のスティーブン・ノーマンによって提案されたものである。CDVでは、全ての指示がなされた票に比例するのではなく、同じ問題に関してブローカーの個人投資家の指示割合に比例して投票される。現在、個人投資家が議決権を行使する割合は、半分以下であり、contestでない取締役選任議案ではその割合がさらに低下する。一方、機関投資家は90%以上が議決権を行使する傾向にあるが、議決権行使に関する事務負担を軽減するために、多くの場合、様々な議決権行使助言会社を利用している。

CDVによると、投資家とそのブローカーは、投資家が株式を有する会社の議案について、“good until cancelled” (キャンセルされるまでは有効) な指示をする。この指示には、(1)会社側の推薦に従って投票する(2)会社側の推薦に反して投票する(3)投票を棄権する(4)同じ問題に関して、ブローカーの個人顧客の指示割合に比例して投票する。という4つの選択肢がある。投資家がCDVの指示のまま、特定の意思表示をしない場合、発行会社側の提案にも、それに反対する側にも不相応な利点を与えないようにする制度である。考案されているCDVシステムでは、投資家の指示は常に取消可能であり、CDVの決定は、特定の指示がない場合に限り機能する。更に、委任状合戦がある場合には、各々の投資家がブローカーから通知を受け取る。その通知には、顧客の指示がCDVシステムの下にあることと、CDVの指示が、当該議案に関してどのように行使されるかを示している。この通知を見て、投資家はブローカーに対し、CDVの指示を覆して、異なる投票指示をすることができる。

このCDV提案についても、長所、短所につ

いて、PWGで議論がなされた。例えば、CDVが個人投資家が議決権を行使することに対して、抑制要因とならないかという懸念が示された。また、基本的議案についても詳細な説明なしで、前もって重要な投票決定をしなければならないのではないかという懸念も示された。また、一方では、CDVが投資家が議決権を行使することや行使プロセスに係わることを容易にすることができるという議論もあった。さらに、CDVによって、発行会社が定足数を得ることについての困難が払拭されるとするものもあった。

結果として、CDVは採用されなかった。しかし、一部のブローカーではこのCDVを採用を実現するよう検討し始めたところもあり、今後もその長所と短所を評価し続けると述べている。

V. 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よう。NYSE規則452の改正は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動きの一つである。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、ノミニエーの自由裁量議決権のみならず、発行会社と株主との直接コミュニケーションやmajority voting, その他株主の権利に関する重要なテーマを多く含

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、ノミニエ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。このたびの改正に伴って、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認識しなければならない。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21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。

本稿を作成するに際し、株式会社アイアール・ジャパンの北村雄一郎氏にご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- 1) <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072909mbc.htm>
- 2) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9046.pdf> SECのリリースNo.33-9046
- 3) 竹内昭夫〔1984〕「株券の保管振替制度と株主の権利行使」『ジュリスト』820号、有斐閣、7頁。
- 4) 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)
- 5) SECリリースNo.34-60215
- 6) ストリートネームで保有する実質株主のうち、NOBOが25%、OBOが75%である。
- 7) Vincent Falcone, [2007] "MAJORITY VOTING

IN DIRECTOR ELECTIONS: A SIMPLE, DIRECT, AND SWIFT SOLUTION?" 2007 *COLUM. BUS. L. REV.* 844. および Joseph Grundfest, [1993] "Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates", 45*Stan. L. Rev.* 857

- 8) Floyd Norris, *Corporate Democracy and the Power to Embarrass*, N.Y. Times, Mar. 4, 2004, at C1; および 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45%との記載があるが、前述の二つの新聞記事によると、votes withheld 43%となっている。レポートの記述からは、ノミニエーの自由裁量票による得票数は賛成票のうちおよそ10%あるとの計算になる。

(帝塚山大学法政策学部教授)