



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 後藤 潤一郎

—連載（第17回）—

米国の議決権行使システムを巡る課題

1. P&Gとトライアンのプロキシファイトの概要

2017年7月17日、アクティビストのTrian Partners（以下、「トライアン」）は、The Procter & Gamble Company（以下、「P&G」）に対して、トライアンの創業者兼CEOであるネルソン・ペルツ氏のP&Gの取締役就任に関する株主提案を行い、P&Gとトライアンの間でプロキシファイトが行われることとなった。

会社側の取締役候補者のうち、最も賛成票の少なかったメキシコの元大統領エルネスト・セデージョ氏と、ペルツ氏の得票数は僅差となり、この僅差の委任投票結果を解決するために、業界で「スネーク・ピット（蛇の穴）」と呼ばれる手続きが行われた。スネーク・ピットの手続きにおいて、3週間にわたって委任状勧誘者や弁護士等により、約20億票に相当する委任状が精査された。その結果、2017年10月16日に会社側の勝利を開示したものの、11月15日にはトライアンの勝利、12月15日に

は会社側の勝利を再び開示するなど、その結果は、図表1のとおり二転することとなった。

最終的には、両陣営は、スネーク・ピットのプロセスを長引かせるのではなく、交渉によって解決することを選択したものの^{（注1）}、本プロキシファイトに、P&G及びトライアンの両陣営合計で6,000万ドル（約66億円）が費やされた。FACTSETによると、この金額は歴代のプロキシファイトの最高額とのことであり、歴代のプロキシファイト費用の上位10件のうち4件が2017年の案件であることなどからも、近年、米国ではプロキシファイトに要する費用の高額化が論点となっている。

このような背景から、米国ではプロキシファイト費用の増加要因でもある複雑な議決権行使システムに対する関心が高まっている。そこで、本稿では、米国の議決権行使の仕組み及びP&Gのプロキシファイトにおけるスネーク・ピットに至る経緯を概観し、最後にSECにおける議決権行使の近代化に向けた検討状況を確認する。



(図表1) P&Gのプロキシファイトの結果に係る開示

	エルネスト・セディージョ氏 (会社候補者)		ネルソン・ベルツ氏 (トライアン候補者)		結果
	賛成票数	割合	賛成票数	割合	
2017年10月16日 臨時報告書	979,150,492	38.427%	972,999,075	38.185%	6,151,417票 (0.24141%) 差で会社候補者の勝利
2017年11月15日 臨時報告書	—	—	—	—	42,780票 (0.00168%) 差でトライアン候補者の勝利
2017年12月15日 訂正臨時報告書	973,264,684	38.196%	972,766,372	38.176%	498,312票 (0.01956%) 差で会社候補者の勝利

(出典) SEC Filing資料

2. 米国の議決権行使の仕組み

(1) 登録株主と実質株主

米国の株式は、その保管形態から、「登録株式」と「実質株式」の2種類に分けることができ、また、各株式の所有者は、それぞれ「登録株主」、「実質株主」と呼ばれている。

a. 実質株主

米国企業の上場株券の75～85%は、中央保管機関DTC^(注2)にて保管されている。多くの一般投資家は、DTCの参加者であるカストディ銀行や証券会社等を通じてDTC内に保管された株式を所有することとなり、株主名簿に自身の名前は記載されないものの、これらカストディ銀行や証券会社等との契約関係によって実質的な株主としての利益を受けることができる。このような株主を実質株主と呼ぶ。

なお、DTCにて保管される株式は、すべてDTCのノミニー（名義人）である「Cede & Co.」名義で上場会社の株主名簿に記載される。また、DTCは、DTCに口座を有するカストディ銀行や証券会社等の参加者名（い

わゆる「ストリート・ネーム」別の名簿である「DTC List」を日々作成している。

b. 登録株主

DTCにて保管されない残りの15～25%の上場株券は、株主名簿に直接株主の名前が記載される登録株主によって保有されている。登録株主は、株券を物理的に保有するか、電子的な振替を可能とするDirect Registration Systemのいずれかの方法で株式を保有することができる。

(2) 米国における議決権行使のプロセス

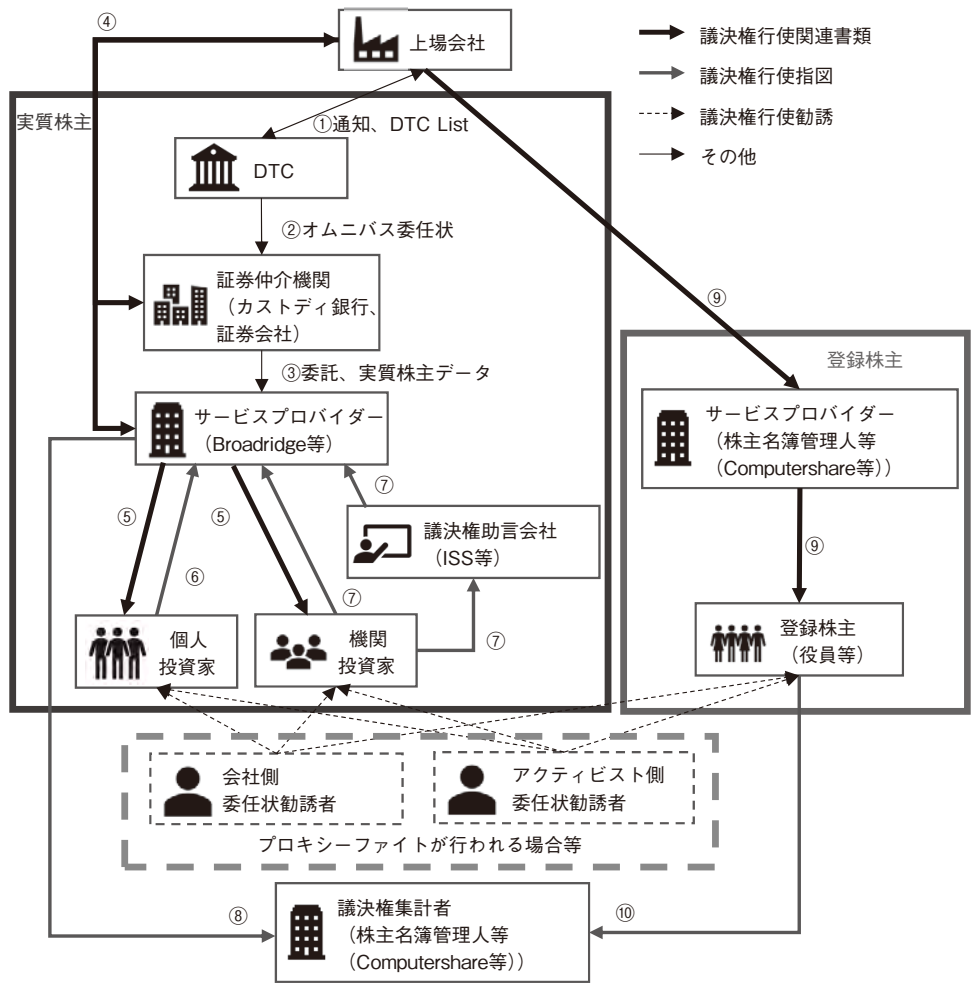
図表2に、米国における議決権行使のプロセスを図示する。以下に、各プロセスの詳細を記載するが、①～⑩の番号は、図表2中の番号に対応している。

a. 実質株主

- ① 上場会社は、DTCに対して基準日及び株主総会開催日を通知する。同時に、上場会社は、DTCに対して基準日時点のDTC Listを請求する。DTCは、基準日到来をもって、即日DTC List



(図表2) 米国における議決権行使のプロセス



(出典) 2010年7月公表SEC「Concept Release on the US Proxy System」、2016年4月公表経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」報告書 参考資料、BARRON'S、Forbes及びFACTSET等を参考に筆者作成。

を上場会社に提出する。

- ② DTCは、証券仲介機関（実質株主の口座を預かるカストディ銀行や証券会社）に対して上場会社からの通知内容を通知する。DTCは、基準日時点のDTC Listに基づき、証券仲介機関に

オムニバス委任状を送付する。

- ③ 証券仲介機関は、議決権行使関連の事務を委託している第三者のサービスプロバイダー（Broadridge等）に、実質株主に関する口座情報を送信する。
- ④ 上場会社は、実質株主に送付する資料



の部数を把握するため、DTC Listに記載されている証券仲介機関に対してSearch Card（サーチカード）を送付し、それぞれの証券仲介機関の傘下に実質株主が何名いるかを把握する。また、上場会社は、Broadridge等に対して、実質株主の数に応じて議決権行使関連書類を送付する。

- ⑤ Broadridge等は、上場会社から受け取った議決権行使関連書類を、書面、通知、又は電子通知の手段を通じて実質株主に対して送付する。
- ⑥ 個人投資家（実質株主）は、サービスプロバイダーへの議決権行使指図書^の返送、電子行使（Broadridge等の電子行使プラットフォームを利用）、電話による行使、又は株主総会への出席のいずれかの方法で議決権の行使指図を行う。
- ⑦ 機関投資家（実質株主）は、通常、ISSやGlass Lewis等の議決権行使助言会社の賛否推奨や、自社の議決権行使ガイドラインに基づき、各議案に対する投票を決定する。議決権の行使指図は、Broadridgeの電子行使プラットフォーム（ProxyEdge）や、ISSやGlass Lewis等の議決権行使助言会社の電子行使プラットフォーム^{（注3）}を介して行う。
- ⑧ Broadridge等を介して行使指図された実質株主の議決権は、議決権集計者によって集計される。

b. 登録株主の場合

- ⑨ 通常、議決権行使関連書類の送付は、株主名簿管理人（Computershare等）が上場会社の委任を受けて実施する。送付方法は⑤と同様。
- ⑩ 登録株主は、議決権行使書（委任状）の返送、電子行使、電話による行使、又は株主総会への出席のいずれかの方法で議決権を行使する。

■ 3. P&Gとトライアンのプロキシファイトのスネーク・ピットに至った背景と経緯

(1) 実質株式の議決権の処理

P&Gの発行済株式数の約94%が実質株式であり、実質株式の約98%はBroadridgeによって、約2%はその他の会社によって議決権行使の処理が行われた。プロキシファイトの過程において、Broadridgeが処理した全体の90%以上の株式は、最先端テクノロジーの議決権行使プラットフォームによって処理され、投票結果は、投票が終了してから数分以内に確定した。

(2) 登録株式の議決権処理

一方、発行済株式数の約6%を占める登録株式については、実質株式とは異なる方法で集計が行われ、その集計結果が疑問視されることがある。

プロキシファイトの際には、一般的に両

陣営のそれぞれが登録株主の投票を郵送及び集計するために委任状勧誘者を雇う。P&Gのケースでは、P&GはD. F. King、トライアンはInnisfreeを委任状勧誘者として雇い、両陣営から報告された200,000件の投票用紙1枚、1枚が、選挙管理人、両陣営の委任状勧誘者並びにP&G及びトライアンを代表する弁護士によって精査された。両陣営が持ち込んだ同一の株主による異なる日付の議決権行使指図書の日付及びサインを比較し、最終的な投票結果を確定させることになるが、この一連の確認手続き（このプロセスを「スネーク・ピット」という。）の正確性がしばしば論点となるのである。

■ 4. SECにおける株主提案及び議決権行使システム改善に向けた検討状況

スネーク・ピットの問題を解決するためにも、議決権行使システムの近代化の必要性は、多くの関係者が合意するところである。SECは2010年7月に、議決権行使システムの「正確性、信頼性、説明責任及び誠実性」に関する懸念を表明し、151ページに及ぶコンセプトリリースを発表して、議決権行使システムを改善する方法に関するコメントの募集を行っている。その後、議決権行使システムの改善に向けたフォローアップは行われていなかったものの、2018年7月30日、ジェイ・クレイトン委員長は、市場、テクノロジー及び企

業の運営方法の様々な変化を踏まえて、投資家、発行体及びその他の市場参加者から、SECの議決権行使に関する規則の改正の可否に関する意見を聞くために、今秋、ラウンドテーブルを開催すると発表した。

議決権行使システムは、株主の企業に対するエンゲージメントの基本的かつ重要な要素である。米国の議決権行使プロセスを変えるには数年を要するものと思われるが、SECのラウンドテーブルを含め、米国の議決権行使システムの変革の動きは注目に値するだろう。

【出典】

- ・ <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>
- ・ <https://www.barrons.com/articles/proxy-voting-is-broken-and-needs-to-change-1530924318>
- ・ <https://www.forbes.com/sites/richdaly/2017/10/27/pg-couldnt-avoid-the-snake-pit-better-tech-verification-will-stop-this-in-the-future/#7833c51f4f39>
- ・ <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-announcing-sec-staff-roundtable-proxy-process>
- ・ <http://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160421007/20160421007-3.pdf>

(注1) P&Gは、取締役の人数を11人から13人に増やし、ベルツ氏及びNovartisのCEOジョセフ・ジメネス氏の2名をP&Gの取締役に任命した。

(注2) Depository Trust Company

(注3) ISSやGlass Lewisの電子行使プラットフォームは、BroadridgeのProxyEdgeに接続されているため、最終的にはBroadridgeに議決権の行使指図が集約される。