

Davis Polk

Davis Polk & Wardwell LLP (03) 5561 4421 tel
Izumi Garden Tower 33F (03) 5561 4425 fax
1-6-1 Roppongi
Minato-ku, Tokyo 106-6033

MEMORANDUM

日付: 2010年9月28日
送信先: 関係者各位
件名: プロキシシー・アクセス初年度:何を想定し、何を始めるべきか(参考和訳)

2011年の委任状勧誘シーズンからプロキシシー・アクセスが現実のものとなります。SECの新ルール14a-11によって、実質的な長期株主が、単独又は共同で、取締役総数の4分の1までの候補者を指名し、現職の取締役候補者に対抗して会社の委任状勧誘書類(proxy statement)にその候補者を記載することが可能となります。SECはまた、プロキシシー・アクセスを拡大する株主提案を可能とするため、ルール14a-8の修正も行いました。

株主は新たに与えられた権限をどのように利用し、会社はこの新たな世界にどのように備えるべきでしょうか。こうした質問は、かつては仮定のものでしたが、現在では目前に迫ったものとなりました。会計年度が暦年の会社は、早ければ今秋からこの通告を受け始める可能性があるため、今まさに、事前の想定を行い、準備し、可能であれば行動に移すことが必要でしょう。

当事務所はこれまで、企業、機関投資家株主、規制当局及びその他の市場参加者と、この問題について議論してきました。本メモランダムにおいて、2011年に何を想定すべきかについての当事務所の現時点における考え方と、推奨するアクション・プランを議論します。

プロキシシー・アクセスの利用者

まず始めに、当事務所は、2011年委任状勧誘シーズンにおいてプロキシシー・アクセス活動が急増するとは予期していません。参考となる前例がなく、プロキシシー・アクセスがどのように展開されるかについて実務上未知の要素が多数あり、また、大株主の側には、高リスクの企てに関与することについて、本来抵抗があります。当事務所は、コーポレート・アメリカへの正面衝突ではなく、アクティビストが攻撃しやすいような標的を選び、有望な候補者を提案し、株主及びそのアドバイザーを動かそうとするような、一連の前哨戦的な動きとなることを予想しています。換言すれば、2011年委任状勧誘シーズンは、控えめな規模での実験が行われる可能性が高いと思われます。

実験的に行動する者は誰か

- おそらく、貴社の筆頭株主ではないでしょう。合算した場合に米国公開会社株主という単一の最大カテゴリーとなる主要なミューチュアル・ファンド会社及び同様の機関投資家は、他の株主がたてた候補者を支持することはあったとしても、通常はこうした動きを主導しながらない傾向にあります。当事務所は、新ルールがこうした考え方を変える可能性は低いと考えております。
- 一部のヘッジファンドは、これまでも、自らが設定したアジェンダを推進する手段として委任状争奪戦(proxy contest)を利用してきました。当事務所は、これらのヘッジファンドがプロキシ・アクセスを多用することはないだろうと予想しています。こうしたヘッジファンドがこれまで自ら争奪戦を仕掛けることに非常に積極的であったことは明らかであり、その多くが、支配権を変更する意図がないことを認証することで自らの柔軟性が制限されることを嫌うだろうと当事務所は考えています。ルール 14a-11 は、委任状勧誘書類及び経営陣の委任状葉書(management proxy card)に対する低コストなアクセスを提供する一方で、こうしたヘッジファンドが魅力を損なうとみなすであろう様々な制限を伴っています。伝統的な委任状争奪戦においては、反対者は自らの委任状勧誘書類及び委任状葉書を保有していることで、メッセージの発信に関する統制を有しており、また重要なことに、その勧誘が成功するか否かに関するリアル・タイムでの情報を有しています。これとは対照的に、ルール 14a-11 に基づく場合においては、経営者が委任状葉書を収集する当事者であり、投票数を数えることだけでなく、委任状の有効性を評価することにおいても最初の機会を得ます。当事務所は、ルール 14a-11 はこのように委任状争奪戦の場を奪うものにはならないと考えています。
- それでは、誰が手段、動機及び機会を有しているのでしょうか。年金基金及びそのアクティビスト業界における同盟者(たとえば、組合)には注目すべきでしょう。こうした組織は、ガバナンス提案及び不同意キャンペーンの主要な提唱者であり、そのため、彼ら自身の候補者をたてることは、次のステップとして理に適っています。当事務所は、こうした組織の一部が、標的となる会社を特定しつつあり、プロキシ・アクセスの際に利用する候補者たりうる者の名簿を作成しつつあることを把握しています。また、年金基金は、まさにルール 14a-11 が強化しようと意図した種類の大規模な長期保有者です。一部の人々は、3 年間 3%という基準では、特に大企業の場合には、指名を行う集団を結集することが非常に困難になるであろうと示唆しています。しかし、基金であれば、個別の基金が会社の株式を 3 年間 3%所有していなかった場合でも、この目的のために同様の考え方を持つ基金集団を結集させることは可能であるかもしれません。

いずれの場合においても、プロキシ・アクセスが、会社に影響を及ぼすことを求める株主が自由に使用できるツールという成長領域の 1 つに過ぎないことを理解しておくことは有益です。こうしたツールは、対話及び説得から始まり、株主提案及び(ドッド・フランク法における)役員報酬に対する義務的なセイ・オン・ペイ投票を含めることへとエスカレートし、そしてプロキシ・アクセスを含めることへ到ります。さらなる要求を行う能力の信憑性が高ければ、それは交渉力へとつながるため、当事務所は、プロキシ・アクセスの真の影響には、その実際の展開と同様、脅迫的な意味合いでの利用があるであろうと考えます。

標的の選定

2011 年のプロキシ・アクセス活動用の候補会社のリストを誰が作成するのでしょうか。会社レベルで考えると、標的となる企業は以下を有する可能性があります。

- 反対者に賛同する可能性のある株主ベース(実質的な会社側内部者部分の不存在、年金基金の相当な集中、株主提案を支持した前歴)
- 取締役会への新顔参入に賛成するよう訴える際に興味を引くであろう業績、報酬又はガバナンスに関する話題

貴社が過去に重要な株主提案の標的であった場合、又は貴社の ISS GRiD 格付が 1 つ又はそれ以上の分野で重大な懸念を示している場合、貴社は自らが攻撃されやすい傾向があると考えべきであり、以下にさらに論じるように、貴社は、アクティビストの標的リストに記載されることを回避し、株主による指名が浮上してきた場合にそれを打ち勝つことを意図したアクション・プランを策定すべきです。

しかし、ここで標的であるのは、会社だけではありません。会社は全候補者を列記した 1 枚の委任状を配布し、株主はたとえば 10 名の氏名から 8 名を選択することを求められることを思い起こしてください。戦略上の問題として、株主は、自らの候補者を推薦するだけでなく、投票を差し控えるべき 1 名又は 2 名の取締役に焦点を当てる可能性があります。個々の取締役も、以下のような要因を理由として、攻撃される可能性があります。

- 出席率の低さ
- オーバーボーディング(多くの取締役職を兼務しているために、十分に職務を果たしきれないこと)
- CEO との関係が強いこと
- 業績に関する問題を抱えている会社において長年取締役職に就いていること
- 問題のある分野における委員会での職務(たとえば、リステイトメントがあった場合の監査委員会又は会社の報酬慣行が非難を受けている場合の報酬委員会)

アクション・プランの要素

事前通告に関する付属定款の再検討

多くの会社は取締役指名の事前通告に関する付属定款を有しており、同付属定款は通常、最低限の通告期間(しばしば株主総会の 90 日から 120 日前の範囲内)及び候補者及び指名する株主に関する情報を義務付けています。貴社は、おそらく、ルール 14a-11 に基づき有効な通知が付属定款に基づいても有効であることを規定する保留条項を設けることで、貴社の付属定款がルール 14a-11 と整合していることを最低限確保すべきです。こうした付属定款の例は [こちら](#)をご参照ください。

貴社の付属定款による通告期間をルール 14a-11 におけるものと一致させることが望ましいでしょうが、デラウェア州法上の問題としては、強引である可能性があります。不当に長いとみなされる通告期間は、法的強制力を持たない可能性があり、デラウェア州において広く受け入れられている慣行においては、株主総会の日から 120 日を越える期間は長すぎる可能性があると考えられています。前年の郵送日から計算されるルール 14a-11 の通告期間は、株主総会の日に先立つ 150 日以上前と解釈できます。

貴社は、付属定款によって、ルール 14a-11 によって要求されている情報以上の情報を義務付けることができます。たとえば、多くの付属定款は、新たなスケジュール 14N の対象とされていないデリバティブの保有についての開示を義務付けています。ルール 14a-11 によらない指名については、この種の追加的な要件は引き続き許容されると、当事務所は判断しています。

過半数議決方針 (majority voting policy) を採用している場合、プロキシ・アクセス状況においてその方針が機能停止されることの確認

過半数議決方針は、一般的に、委任状争奪戦下にある選挙においては適用されません。この目的における「争奪戦」には、空いているポストより多くの候補者があるようなあらゆる状況を含めるべきです。

標的となりやすいかどうかの評価並びに経営者及び取締役会への説明

貴社又は貴社の取締役が、特にルール 14a-11 による標的となりやすくなるいくつかの要因を上述しました。攻撃の受けやすさについてより詳細な分析を行うには今が良い機会です。貴社に危険があると結論付けた場合、取締役会とは、候補者指名が起きた後ではなく、今すぐに対話を開始すべきです。攻撃が予想されることにより、ガバナンス又はその他の慣行の変更についての議論が活発化し、これが株主の懸念に対処し始める可能性があります。いずれにしろ、今、活発に議論をすることで、その後の行動が必要となった場合に、動きが容易となるでしょう。

株主に対するコミュニケーションの強化に関する検討

近年、多くの会社、特に大企業が、大株主に接触を図りつつあり、一部のケースでは取締役会レベルでの対話が行われています。しかしながら、これらのプログラムにはプロキシ・アクセスによる指名を始めようとする、又はプロキシ・アクセスによる指名を支持することを求められる可能性が最も高い株主が含まれていない可能性があります。したがって、貴社のこうしたプログラムがどの程度包括的であるかを評価するには今が良い機会です。特にプロキシ・アクセスによる指名に関する通告期限前の期間に、主要株主に対する積極的な接触によって、標的リストに掲載されるか、されないかの違いが生じる可能性があります。

また、これは取締役の選任に関して浮上する可能性がある問題についての貴社のコミュニケーションの質を見直す機会でもあります。たとえば、当事務所は、多くの会社が、取締役会についての公開討論の強化によって利益を得ることができると考えています。この一年間で、S-K 401(e) は、各取締役又は候補者が取締役会に寄与すると会社が考える「具体的な経験、適格性、属性又はスキル」の議論を義務付けるよう修正されました。そして、多くの会社が、プロキシ・アクセスによる候補者を排除する根拠として有効ではないものの、この点に関する取締役会における広範な検討の記録を提供する公式の取締役適格基準を採用し始めています。取締役会の全体構成の背景にある設計原則 (design principles) について慎重な議論を行っておくことは、標的とされた取締役の解任によって取締役会が重要なスキルを欠く状態となる場合には、当該取締役を擁護する目的上、特に役立つこととなるでしょう。

スケジュール策定及び対策チームの特定

貴社の直近年度の委任状勧誘書類の郵送日から始まる、有効な通告を受領する可能性のある 30 日間の期間、紛争解決のための 2 回の 14 日間の期間、及びルールに反映されているその他の節目を記載したスケジュールを策定すべきです。こうしたスケジュールのサンプルは [こちら](#)をご参照ください。スケ

ジュールには、通告の有効性についての極めて迅速な審査及び結論の時期を定めるべきです(ただし、指名を排除する根拠は極端に限定されており、指名する株主はしばしば誤りを正す機会を有していることに留意してください)。貴社が指名に異議を唱える根拠を有していない場合(また、たとえ有していた場合でも)、貴社は、指名に対して交渉による代案がありえるかどうかを検討する時間が欲しいと考えるでしょう。こうした判断には、急に招集される会合が複数回に渡って必要となる可能性があります。

指名の通告はスケジュール 14N において公に入手可能であるため、また、ルールでは競合する指名があった場合に最大株主又は株主集団に優位性を与えているため、指名を行う株主は、指名が競合するリスクを軽減する目的で 30 日の期間中の遅い時期に提出を行いたいであろうと思われます。これにより、時間的プレッシャーはさらに高まります。

攻撃の受けやすさに関する貴社の評価によっては、貴社は、対策チームの結成を検討される必要があると思われます。対策チームには、委任状勧誘及び投資家に対するコミュニケーション分野の専門家並びに法務チームが含まれるものと思われます。いずれの場合においても、こうした役割のために起用を検討する専門家についてある程度絞り込んだリストを作成しておくことには意味があると考えられます。

* * * * *

以上の事項についてご質問、ご意見がありましたら、以下の担当者にご連絡ください。

セオドア・A・パラダイス

電話: 03-5561-4430

eメール: theodore.paradise@davispolk.com

本メモランダムは、一般的な情報提供のみを目的としたサマリーであり、本件に関する完全な分析ではなく、またリーガル・アドバイスとして依拠されるべきものではありません。また、本文は英語原文の参考和訳であり、本文と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します。