

## 2

## Proxy Voting

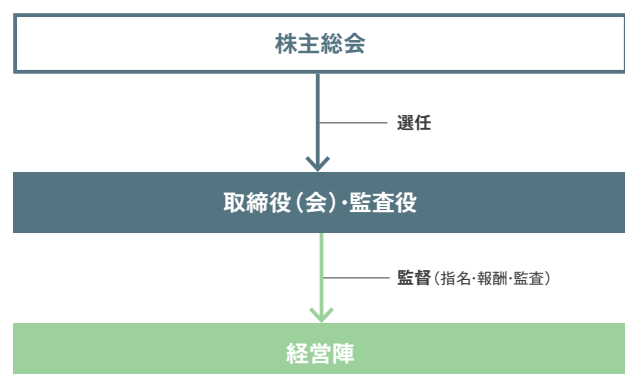
**堅牢な意思決定プロセスにより、規律と実効性を重視した議決権行使**

投資先企業の株主総会において、取締役選任をはじめとする様々な議案に対して議決権を行使します。議決権行使ガイドラインに則り規律ある行使を心掛けていますが、定性判断を要する議案については、企業価値の向上や実効性の高いコーポレートガバナンスに繋がるよう、徹底的な議論を行っています。また、責任投資諮問会議を設置し、リアルタイムで利益相反を管理する体制を構築しています。

## 議決権行使に対する基本的な考え方

議決権行使において注目するのは投資先企業のコーポレートガバナンスです。その基本的な構造は、株主総会で取締役・監査役を選任し、取締役・監査役が指名・報酬・監査を通じて経営陣を監督する、というものです。そのため、議決権行使で特に重要なのは取締役の選任（指名）、役員報酬（報酬）、監査役の選任（監査）の3つになります。加えて、日本企業の場合には現預金を多く保有する一方、配当や自己株式取得といった株主還元にも消極的である、との批判を受けるケースが多いため、剰余金処分も重要です。また、近年は株主提案が増加している点も見逃せません。法規制の違いから、日本では欧米よりも株主提案が容易であり、かつ企業経営に直接的に影響を与える内容が多いため、慎重な対応が必要になります。当社では、議決権行使を投資先企業に対するエンゲージメントの一環と位置付け、当社独自の議決権行使ガイドラインに則り、すべての投資先企業について議案の判断を行っています。議決権行使が「ガバナンスのためのガバナンス」の要求になることのないよう、議決権行使ではその時々における「必要最低限のライン」を示すにとどめ、それ以上の内容については投資先企業の状況を踏まえ、エンゲージメントを通じて働きかけることとしています。一方で、結果責任については議決権行使を通じて厳格に判断することとしており、経営実績が芳しくない場合や、不祥事等があった場合は会社提案に反対することがあります。

### コーポレートガバナンスの基本的な構造



## 議決権行使のプロセス

議決権行使におけるプロセスは下図の通りです。意思決定の最高機関である責任投資委員会に加えて、利益相反を防止するため、責任投資諮問会議を設けています。利益相反管理の体制については41頁をご参照ください。

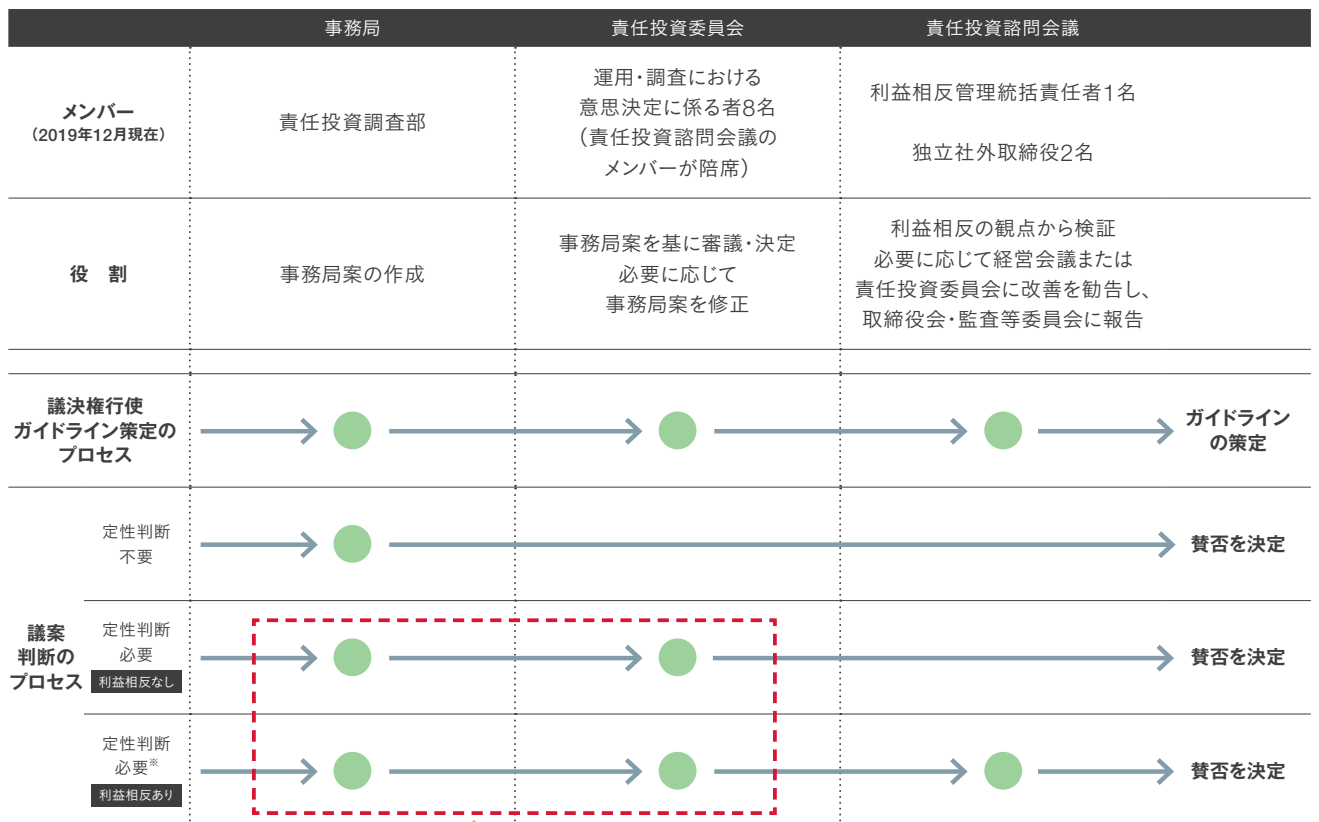
最初に、議決権行使ガイドラインの策定プロセスについて説明します。事務局が作成した案を基に責任投資委員会で審議し、必要に応じて事務局案を修正したうえで決定します。責任投資諮問会議は責任投資委員会の後に開催され、利益相反の検証を行います。責任投資諮問会議メンバーが責任投資委員会に陪席することで、審議・決定の過程から利益相反の監視を行っています。意思決定の結果を事後的に検証するのではなく、意思決定の過程に利益相反の監視・検証を組み込んでいるのが当社の特徴です。

次に議案判断のプロセスは、大きく3パターンに分けられます。議決権行使ガイドラインに則って判断可能（定性判断が不要）な議案については事務局が賛否の決定を行います。その他の（定性判断が必要な）議案については責任投資委員

会を開催し、審議・決定します。更に利益相反を伴う議案については議決権行使ガイドラインの策定時同様、責任投資諮問会議を開催し、複数の議決権行使助言会社の意見も参考にしつつ、利益相反の監視・検証を行います。責任投資委員会および責任投資諮問会議は年4回の定例開催に加え、必要に応じて臨時開催を行っており、2019年はそれぞれ合計で18回、4回開催しました。

議決権行使プロセスの特徴	
規 律	議決権行使ガイドラインに則って議案を判断
堅牢性	責任投資委員会を中心とする堅牢な意思決定プロセス
徹底的な議論	事務局案の追認ではなく、責任投資委員会自身が賛否を判断
利益相反の管理	責任投資諮問会議によるリアルタイムの監視

※責任投資委員会については、3~4頁もご参照ください



※グループ関係会社の議案はここに含まれます。

参 考

↑  
複数の議決権行使助言会社の意見

## 日本企業に対する議決権行使基準の概要

当社の日本企業に対する議決権行使基準（議決権行使基準）の概要についてご説明します。詳細は当社Webサイト<sup>※</sup>をご参照ください。

### 議決権行使ガイドラインの構造



### 議決権行使基準とその概要

### 以下の場合、会社提案に反対します

#### コーポレート・アクションや結果責任は厳格に判断

経営陣・取締役会の判断や結果責任については精査のうえ、厳格に判断します

- M&A等のコーポレート・アクションにおいて少数株主の利益が保護されない場合
- 株主価値を大きく毀損する行為（不祥事等）が認められる場合
- 株主資本利益率（ROE）が低迷している場合

#### 取締役（会）の構成

経営陣の監督のために、一定数の社外取締役が必要です。特に支配株主のいる会社（上場子会社等）では支配株主との利益相反が懸念され、より高い水準が求められます。

- 社外取締役の人数が最低限の水準を下回る場合（詳細は41頁参照）

#### 社外取締役の独立性

経営陣を監督するため、社外取締役には一定の独立性が求められます。なお、実効性を優先するため、当社では独立性について過度に厳しい基準にならないようにしています。

- 独立役員としての届け出が確認されない場合
- 大株主となっている会社に在籍したことがある場合

#### 社外取締役の実効性

社外取締役は、経営陣を実効的に監督することが求められます。

- 取締役会への出席率が75%未満の場合
- 経営陣幹部の選解任や会社と経営陣・支配株主等との利益相反の監督等、期待される役割を果たさなかったことが明らかである場合

#### 適切な報酬ガバナンス

役員報酬の決定プロセスには透明性が求められるため、適切な監督（＝報酬ガバナンス）が機能することが求められます。

- 社外取締役が過半数に満たず、かつ独立性のある報酬委員会が設置されていない企業で、一定の水準以上の役員報酬や役員退職慰労金に関する議案が付議される場合

#### 適切なインセンティブ

経営陣に対するインセンティブとして株式報酬は重要ですが、適切な設計になっていないと逆効果になる可能性があります。

- 経営陣に対して短期志向を促しかねない設計になっている場合
- 支給対象者が適切でない場合
- 過度な希薄化に繋がる場合

#### 金融資産の有効な活用

企業価値向上のために金融資産を有効に活用することが求められます。

- 金融資産を有効に活用しておらず、かつ株主還元（配当・自己株式取得）が適切でない場合

※ [http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility\\_investment/pdf/vote\\_policy.pdf](http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/pdf/vote_policy.pdf)

## 議決権行使基準改定（2019年11月）のポイント

コーポレートガバナンス改革は形式から実効性の段階に移行しています(46頁参照)。日本企業には指名・報酬や経営陣・大株主との利益相反の管理といった監督機能の強化が求められており、2018年11月の改定では報酬委員会や社外取締役に期待される役割(経営陣幹部の選解任や利益相反の監督等)に関連した項目を新設しました。今回の改定も監督機能の強化を重視する内容になっています。主な変更点は以下のとおりです。

### 1. 監督機能を強化するため、社外取締役の人数について最低限の水準を引き上げる。

機関設計		改定前	改定後
監査役設置会社	支配株主がない	2名	2名。但し、取締役の人数が12名超の場合は3名。
	支配株主がいる (上場子会社等)	過去3期の平均ROE8%以上:2名 過去3期の平均ROE8%未満:1/3	1/3
監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社		2名	1/3

### 2. 最低限の報酬ガバナンス(社外取締役が過半数または独立性のある報酬委員会を設置)が整備され、監督が機能している場合は希薄化の上限を10%とする(改定前は報酬ガバナンスの状況を問わず5%)。

### 3. 取締役選任を求める株主提案の増加・多様化を反映し、会社提案と同列に判断するよう変更する(改定前は会社提案による提案者が適切な場合は株主提案に反対)。

### 4. 企業再編・資本政策を判断する要因として少数株主との利益相反の可能性や少数株主の利益保護の取り組みの重要性が高まっているため、基準にその旨を明記する。

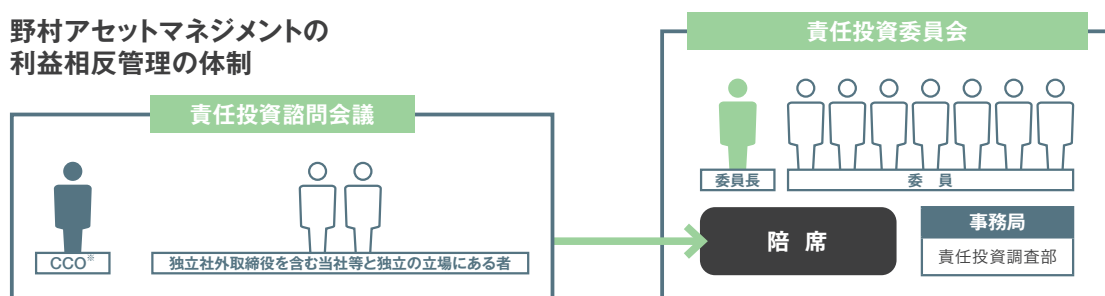
## 利益相反管理の体制

最高意思決定機関である「責任投資委員会」の委員は、原則として運用・調査における意思決定に係る者のみとし、利益相反の立場にある者またはそれを代弁する可能性のある者を除外します。また、監査等委員会のもとに、利益相反管理統括責任者と、独立社外取締役を含む当社等と独立の立場にある者のみによって構成される「責任投資諮問会議」を設け、特に利益相反を伴う議決権行使等のスチュワードシップ活動については、利益相反によりお客様の利益が損なわれることなく意

思決定されるよう監視する体制としています。

責任投資諮問会議は、必要に応じて、経営会議または責任投資委員会に改善を勧告し、その内容を取締役会および監査等委員会に報告します。更に、責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーが陪席し、利益相反の観点から問題がある場合は速やかに意見を述べるができるようにすることで、責任投資諮問会議がスチュワードシップ活動に係る利益相反を適切に監視し、未然に防止できます。

### 野村アセットマネジメントの利益相反管理の体制



※チーフ・コンフリクト・オフィサー(利益相反管理統括責任者)

## 2019年1月～12月 日本企業に対する議決権行使

2019年1月～12月の日本企業に対する議決権行使結果は以下のとおりです。特に断りのない限り会社提案に対する反対比率と反対した理由を記載しています(株主提案の場合は賛成比率と賛成した理由)。



参考

外国企業に対する議決権行使結果  
2019年1月～12月

	賛成	反対	合計	反対比率
会社提案	18,814	3,330	22,144	15%
株主提案	677	225	902	25%
合計	19,491	3,555	23,046	15%

## 定性的な議案判断の事例

近年、上場子会社のコーポレートガバナンスが注目されています。親会社が議決権の過半数を保有して実質的に経営を支配する権利(支配権)を持つことから、その他の株主(少数株主)との利益相反が懸念されるためです。当社も議決権行使基準において上場子会社に対して1/3の社外取締役を求めており、一段厳しい内容にしています。

では、上場子会社はどのように生まれるのでしょうか。典型

的なのは(1)子会社を上場する、あるいは上場会社の株式の過半数を取得して子会社化するといった形式ですが、(2)第三者割当増資や株式交換によって上場子会社が生まれることもあります。(1)の場合は株主総会は開催されませんが、(2)の場合は株主総会が開催され、議案が付議されるのが通常です。ここでは、(2)の場合にどのような判断をしたのか、ご説明します。

### 議案の概要

賛成した事例(事例1)、反対した事例(事例2)を1つずつ取り上げます。形式こそ異なりますが、いずれもS社がP社の上場子会社となる事例であり、S社の株主総会に付議されました。詳細は右頁図をご覧ください。

### 議案判断のプロセス

まず議決権行使ガイドラインを参照します。事例1、2では以下の基準<sup>※1</sup>が適用されましたが、定性判断を要するため、責任投資委員会で審議しました。なお、両事例とも野村アセットマネジメントに利益相反が生じない議案だったため、責任投資諮問会議は開催していません。

#### 企業再編・資本政策(合併、買収、事業譲渡・譲受、会社分割、増資等)

企業再編・資本政策に係る議案については、その内容、経済的な条件(プレミアムを含む)、株主価値への影響、経営判断の根拠および合理性、開示状況等を総合的に考慮し、適切と判断される場合には賛成し、それ以外の場合には反対する。企業再編・資本政策に関して一般株主が株式、金銭等の対価を受け取る場合は、かかる賛否の判断に当たって、対価の適正性を重視する。

※1 両事例を踏まえ、本基準は2019年11月に改定しています(41頁参照)。  
上記は改定前のものです。

### 議案判断の結果

このような事例では支配権に対するプレミアム<sup>※2</sup>の適正性が重要な論点となります。両事例ともにプレミアムが実質的にゼロであり、かつ独立委員会が外部の専門家の意見・情報を活用してプレミアムの適正性を検証するという対応を行っていないため、慎重に検討する必要がありました。

賛否を分けたのは、S社の経営陣と大株主以外の株主の間の利益相反の有無でした。事例1については経営陣と大株主以外の株主の利害が一致していることから会社の意見を尊重して賛成、事例2については経営陣に利益相反の懸念があるため、独立性の高い専門家や委員会による検証がない中で会社の意見を尊重することはできず反対、との結論に至りました。

※2 P社が公開買付けによりS社の株式の過半数を取得する場合、直前の株価に上乘せた価格を支払うのが通常です。これは支配権を得る対価と考えられ、上乘せ分を「プレミアム」と言います。株式交換や第三者割当増資の場合は新たに株式を発行するなど公開買付けとは異なる部分もありますが、プレミアムの適正性が重要な論点であることに変わりはありません。



定性判断の事例 (S社の株主総会)

	事例1: 賛成	事例2: 反対
形式	X社はP社の完全子会社でした。 P社が保有するX社株式をS社株式と交換することで、P社はS社の株式の過半数を取得して親会社となります。	第三者割当によってP社に株式を発行します。 P社はS社の株式の過半数を取得して親会社となります。
経営判断	事業上のシナジーが認められ、合理性はあると判断しました。	事業上のシナジーが認められ、合理性はあると判断しました。
発行価格・交換比率	交換比率はX社の株価算定レンジの範囲内 (プレミアムは実質的にゼロ)。	発行価格は公表直前の株価とほぼ同水準 (プレミアムは実質的にゼロ)。
独立委員会による検証	外部の専門家がX社の株価算定を実施。但し、独立委員会は非設置。	独立委員会を設置。但し、外部の専門家による株価算定は行われず、法規制上の確認にとどまる。
利益相反	S社の経営陣も株主のため、利益相反の懸念は小さい。	P社はS社の大株主のため、利益相反の懸念は大きい。



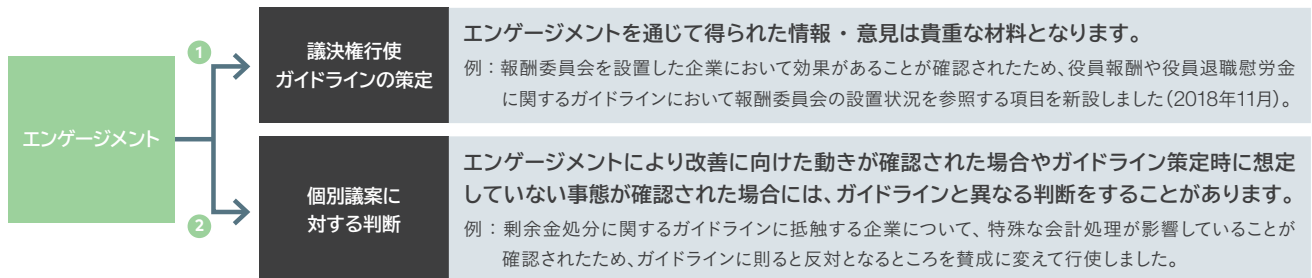


## 議決権行使に関するFAQ

### Q エンゲージメントが議決権行使に影響することはありますか？

A エンゲージメントを通じて企業の状況や議決権行使に対する意見を把握しますが、その内容は議決権行使ガイドライン（以下ガイドライン）の策定および個別議案に対する判断に影響します。具体的な内容は下図をご参照ください。

### エンゲージメントと議決権行使の関係

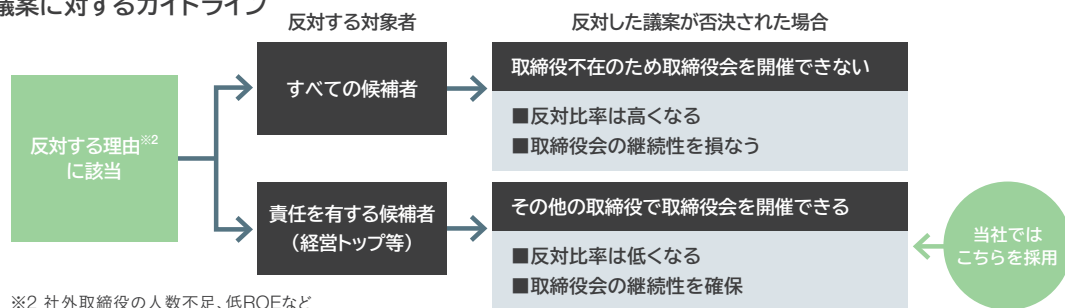


### Q 会社提案への反対比率が低いようですが？

A 38頁で述べたとおり、当社は議決権行使をエンゲージメントの一環として位置付けており、議決権行使では当社として考えるその時々における「必要最低限のライン」を示すにとどめています。このことが反対比率の上昇を抑えている可能性があります。また、取締役会の継続性に配慮<sup>※1</sup>するため、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定していることも影響しています(下図)。実際、取締役選任議案への反対率は5%(2019年)ですが、同議案のうち1人以上の候補者について反対した企業の割合は30%(同)であり、特に低い水準ではないと考えています。

※1 会社法上、取締役会を開催するためには最低3名の取締役が必要です。

### 取締役選任議案に対するガイドライン



※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど

### Q グループ関係会社に対する議決権行使は？

A グループ関係会社に対しても、他の投資先企業同様、ガイドラインに則って賛否を判断します。利益相反のある議案として、責任投資委員会において複数の議決権行使助言機関の意見を参考に審議します。同委員会には責任投資諮問会議のメンバーも参加して審議に加わるほか、同委員会終了後に責任投資諮問会議を開催し、利益相反の観点から検証します。議決権行使プロセスについては39頁、利益相反管理の体制については41頁をご参照ください。

### Q 投資先企業へのメッセージはありますか？

A 議決権行使に際しては、招集通知を含む株主総会関連書類、独立役員届出書、コーポレートガバナンス報告書等を参照しています。最近では株主総会関連書類の内容が充実しており、スムーズな判断ができるようになってきています。引き続き分かりやすい情報開示をお願い致します。

また、議案の説明を含む投資先企業とのエンゲージメントは常に貴重な機会と考えており、議決権行使がピークとなる5月下旬から6月中旬を除き、通年で対応しています。議決権行使担当者のスケジュール(46頁参照)もご確認のうえ、当社までコンタクトいただくと幸いです。

Column  
1

コーポレートガバナンス改革の現状 ―形式から実効性へ―

コーポレートガバナンス改革を受け、日本企業の取締役会は様変わりしています。数年前は社外取締役を設置するか否かという形式面の議論が主でしたが、今日では論点は実効性へと移りつつあります。では、コーポレートガバナンスの実効性とは、どう考えればよいのでしょうか？

38頁で基本構造を示したとおり、コーポレートガバナンスに求められるのは経営陣の監督ですから、重要なのは指名・報酬・監査の実効性です。指名と報酬に注目すると、問われるのは右図の①～③に集約されます。

日本企業の現状はどうでしょうか。①～③をすべて高いレベルで実践できている企業もあれば、未だ形式面の対応に追われている企業もあるようです。全体で見ると、経営陣が①～③の重要性を認識しつつあり、できるところから着手する、というケースが多いように思われます。当社としても、議決権行使とエンゲージメントを通じて①～③の実践を働きかけていきたいと思えます。

① 適切なメンバー構成

取締役会や指名・報酬委員会を適切なメンバーで構成する。  
③を担うため、経営陣からの独立性、企業経営の経験、多様性等の条件を満たす社外取締役が中心になります。

② 経営戦略・計画

経営陣が提示した経営戦略・計画について議論を尽くす。  
経営戦略・計画は③で経営陣を評価する際の尺度となります。

③ 指名・報酬

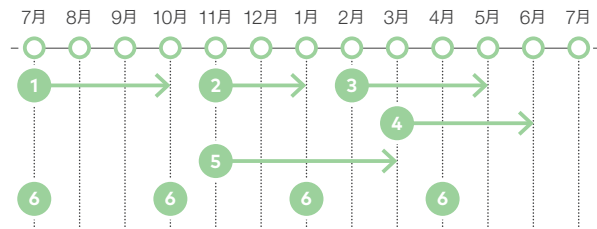
経営陣を評価し、交代の要否（指名）や報酬を決定する。②と整合的な後継者計画の策定と報酬体系の設計が前提となります。  
評価の結果を②にフィードバックすることも重要です。

Column  
2

議決権行使担当者の1年間

日本企業の株主総会が最も多いのは6月、次いで3月、5月の順になります。当社の場合には6月だけで約1,600社、この3カ月を合わせると1,900社以上の投資先企業について議決権を行使します。ここでは、この集中期を中心に、議決権行使に関する1年間の大まかなスケジュールをご紹介します。

議決権行使 1年間のスケジュール



① 議決権行使ガイドラインの改定

7月～10月

集中期が終わるとすぐに、議決権行使ガイドラインの見直しが始まります。エンゲージメントや議決権行使を通じて得られた日本企業の現状を踏まえつつ、コーポレートガバナンス・コードの改定等の法規制の変更も反映させます。

③ 株主総会を見据えたエンゲージメント

2月～5月

集中期が近づいてくると、株主総会を見据えたエンゲージメントが活発になります。株主総会に付議する議案が固まりつつある時期（すでに固まっているケースもあります）のため、投資先企業の関心は個別議案に対する賛否の見通しに偏りがちですが、当社としては、議論の方向性を中長期的なコーポレートガバナンス強化に向けてのよう心がけています。

⑤ コーポレートガバナンス強化に向けたエンゲージメント

通年 特に11月～3月

当社の議決権行使の考え方について説明するとともに、投資先企業からコーポレートガバナンス強化の取り組みについて説明を受け、議論を行います。典型的には、投資先企業の事業・財務の状況を踏まえ、中長期的な企業価値向上のため、どのような取り組みが求められるのか、それを監督する仕組みとしてのコーポレートガバナンスはどうあるべきか、といった内容になります。

② 改定を周知するためのエンゲージメント

11月～1月

議決権行使ガイドラインの改定による影響が特に大きいと考えられる投資先企業を中心にエンゲージメントを行い、当社の考え方を伝えるとともに、コーポレートガバナンスの強化等を働きかけます。投資先企業との個別面談に加え、セミナーに登壇して説明することもあります。

④ 株主総会の集中期

3月～6月

多数の議案を正確に判断することが求められる時期です。6月のピークでは1日で100社以上について議決権を行使するため、分かりやすい情報開示を願う気持ちが最も強くなる時期でもあります。

⑥ 議決権行使結果の開示

1月・4月・7月・10月

各四半期が終わると、議決権行使結果を賛否の理由とともにホームページに開示しています。