



議決権行使

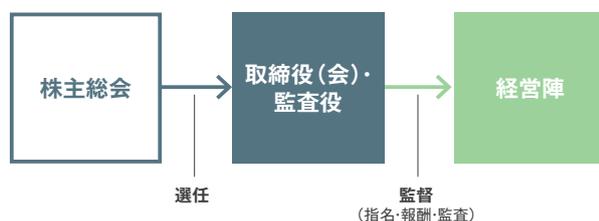
PROXY VOTING

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

議決権行使のプロセス

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、取締役会・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。

コーポレートガバナンスの基本的な構造



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。

当社の議決権行使プロセスの特徴は右記4点です。



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監視 |

※責任投資委員会については、5～6頁もご参照ください



日本株式の議決権行使プロセス

議決権行使のプロセスは下図の通りです。議案判断は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)

な議案とその他の(定性判断が必要な)議案によってプロセスが異なります。

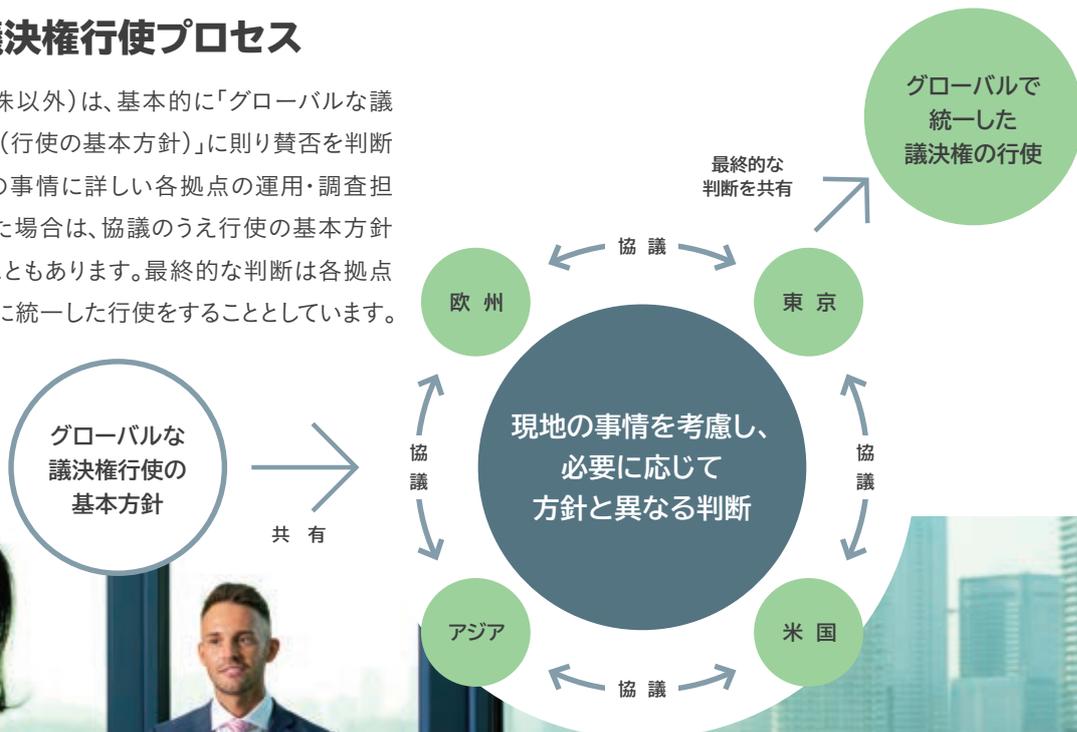
| | 事務局 | 責任投資委員会 | 責任投資諮問会議 | | |
|----------------------------|-----------------------|--------------------------------------|---|-----------------|---------|
| メンバー (2020年12月時点) | 責任投資調査部 | 運用・調査における責任者6名 (責任投資諮問会議のメンバーが陪席) | 利益相反管理統括責任者1名 社外取締役2名 社外有識者1名 | | |
| 役割 | 事務局案の作成 | 事務局案を基に審議・決定 必要に応じて事務局案を修正 | 利益相反の観点から検証 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、 取締役会・監査等委員会に報告 | | |
| 議決権行使 ガイドライン策定の プロセス | → ● | → ● | → ● | → ガイドライン の策定 | |
| 定性判断 不要 | → ● | → ● | → ● | → 賛否を決定 | |
| 議案 判断の プロセス | 定性判断 必要 利益相反なし | → ● | → ● | → ● | → 賛否を決定 |
| | 定性判断 必要* 利益相反あり | → ● | → ● | → ● | → 賛否を決定 |

※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

外国株式の議決権行使プロセス

議決権行使(日本株以外)は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針(行使の基本方針)」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当者が必要と判断した場合は、協議のうえ行使の基本方針と異なる判断をすることもあります。最終的な判断は各拠点で共有し、グローバルに統一した行使をすることとしています。



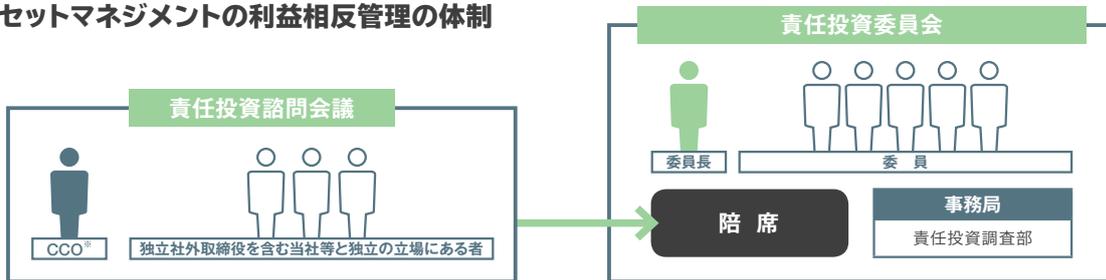
利益相反管理の体制

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責任者のみとし、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、責任投資委員会が決定した内容および運営全般について監視を行っています。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、速やかに意見を述べる運営を行っています。

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)

Column 1

賛否の理由の開示について

2019年4-6月以降は一部の議案について、同年10-12月期以降は全ての議案について賛否の理由を開示し、かつ当社が特に説明を要すると考える議案については理由を詳細に説明しています。2020年は24社・105議案(会社提案は65議案、株主提案は40議案)について、賛否の理由を詳細に説明しました。主なものは以下をご参照ください。

<個別議案ごとの議決権行使結果> (2019年10月1日~2019年12月31日)

- ・下表の賛否は当社基準による。顧客基準による賛否が当社基準と異なる場合は、当該議案の右端に*印を付与してある。
- ・キーワードで検索可能(「編集」→「簡易検索」をクリック→表示されるボックスに企業コードや企業名を入力してEnterを押す)

| 企業コード | 企業名 | 総会種類 | 総会日 年/月/日 | 提案者 | 議案 番号 | 候補者 番号 | 議案分類 | 賛否・理由 |
|-------|--------|------|--------------|-----|----------|-----------|--------|---|
| 1722 | ミサワホーム | 臨時 | 2019/11/26 | 会社 | 1 | | 組織再編関連 | 賛成 親会社であるトヨタホームが株式交換によりミサワホームを完全子会社化するものであり、少数株主との利益相反が懸念されましたが、少数株主の利益保護の取組みが確認されること、同様の事例に比べて遜色のないプレミアムが確保されていること等を考慮し、当社基準に則り賛成しました。なお、本件についてはグループ関係会社である野村證券が第三者算定機関として関わりました。 |
| 1997 | 暁飯島工業 | 定時 | 2019/11/22 | 会社 | 1 | | 剰余金の処分 | 賛成 当社基準に則り賛成 |

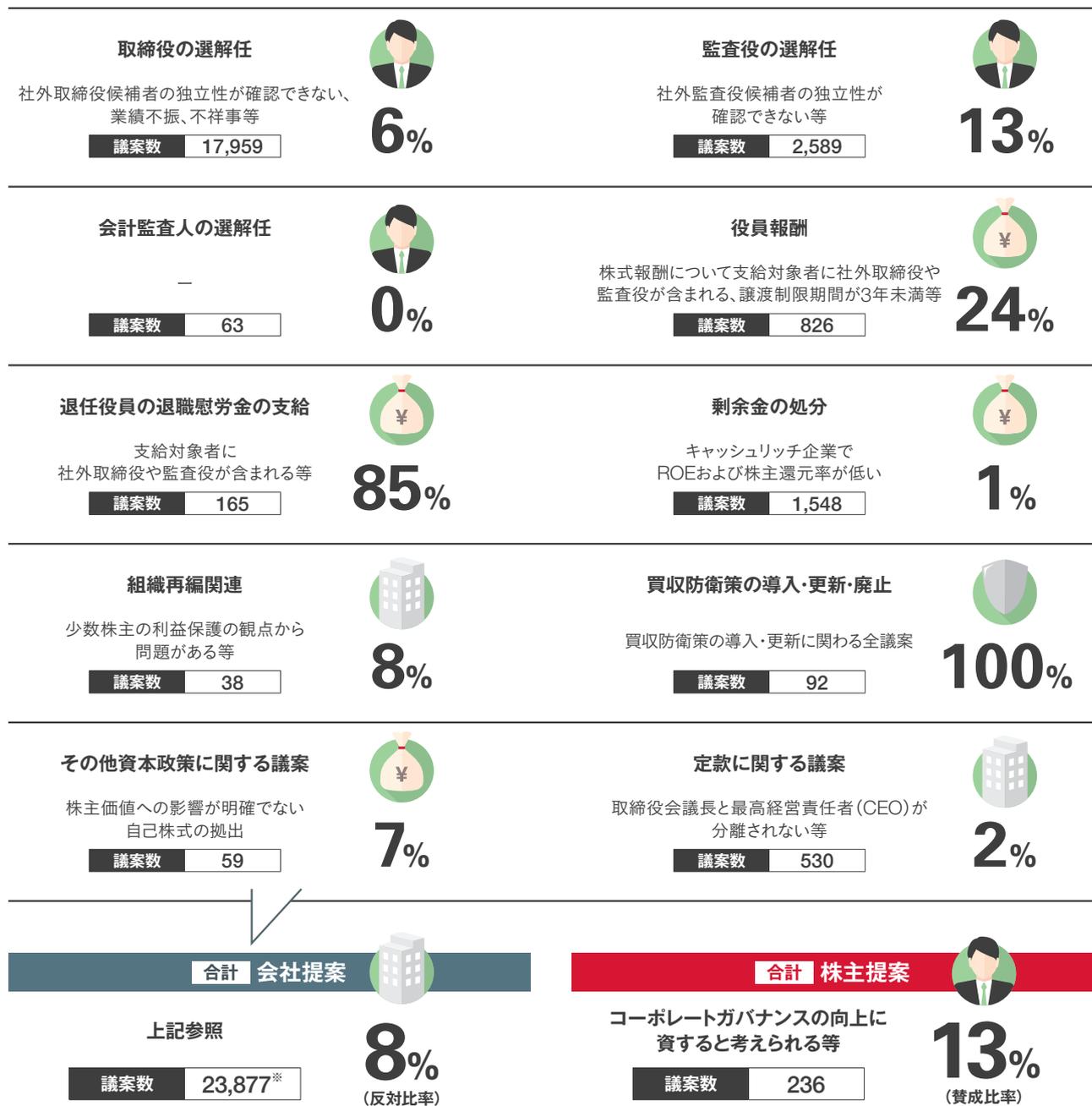
賛否の理由の事例

| 総会種類 | 提案者 | 議案分類 | 賛否 | 賛否の理由 |
|------|------|----------------|----|---|
| 臨時総会 | 会社提案 | 買収防衛策の導入・更新・廃止 | 反対 | 大株主による公開買付けを受けた買収防衛策の導入および対抗措置の発動について承認を求める議案。対抗措置を発動すると株主が株式を売買する権利に制約をかけることとなりますが、それを正当化するに足る理由が示されていないと判断し、反対しました。 |
| 定時総会 | 株主提案 | 取締役選任 | 反対 | 情報開示不足が企業価値向上を妨げているとして社外取締役の選任を求める議案。取締役会の構成に加え、提案の理由として説得力のある内容が示されていないこと等を考慮し、株主価値向上に対する効果が確認されないと判断し反対しました。 |
| 定時総会 | 株主提案 | 取締役選任 | 賛成 | 社外取締役の独立性・多様性が不十分として社外取締役の選任を求める議案。取締役会の構成、政策保有株式の多い財務状況、バリュエーションの状況等を考慮し、コーポレートガバナンスの強化に資すると判断し賛成しました。 |

日本企業に対する議決権行使 (2020年1月～12月)

2020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

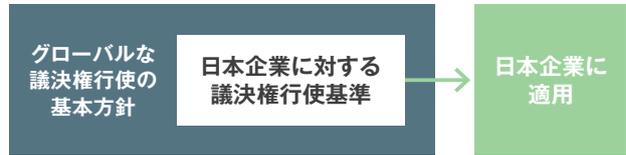
外国企業に対する議決権行使結果 2020年1月～12月

| | 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% |

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(以下、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サイトをご参照ください。なお、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)拡大の影響を考慮し、2020年6月以降に開催される株主総会においては、下記で※を付した基準について適用を停止しています(2020年12月末現在)。

議決権行使ガイドラインの構造



モニタリング・ボードへの移行を後押し

- 過半数の社外取締役など、モニタリング・ボードに該当するか否かを判断するための8つの要件を示します。
- モニタリング・ボードに該当する場合は会社提案に賛成する要件を緩和します。当面は役員報酬に関する基準を対象としますが、今後はROE低迷を理由に取締役選任議案に反対する基準(COVID-19の影響を考慮して適用を停止中)についても対象としていく予定です。
- モニタリング・ボードに該当しない場合でも、モニタリング・ボードへの移行に向けた取組みとして報酬ガバナンスを整備する企業に対しては、役員報酬について会社提案に賛成する要件を一部緩和します。

| 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 |
|--|---|
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 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※ |
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 社外取締役の人数が最低限の水準を下回る場合(詳細は次頁参照) |
| <p>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なっています。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 在任期間が12年以上の場合 ■ 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 |
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 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 |
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 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を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 |
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 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 |
| <p>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。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ■ 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※ |

議決権行使基準改定の概要 (2020年11月)

今回の改定のポイントは、モニタリング・ボードへの移行を後押しするという当社の姿勢を明確化したことです。背景にある考え方等については次頁をご参照ください。

なお、コーポレートガバナンス・コードの再改訂においては

取締役会機能の実効性向上に注目する中で過半数の独立社外取締役や指名・報酬委員会の設置と機能向上に言及[※]しており、当社が考えるモニタリング・ボードと方向性を同じくするものと言えます。

※「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第22回)資料より。

| 改定前 | | 改定後 |
|-----------------------------|---|--|
| モニタリング・ボードに該当するか否か判断する基準を新設 | | モニタリング・ボードの要件として「社外取締役が過半数」、「女性の取締役1名以上」、「政策保有株式を過大に保有していない」など、8つの項目を設けます。次頁右下を参照。 |
| 社外取締役の人数の最低水準 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 支配株主のいない監査役会設置会社は2名(取締役の人数が12名を超える場合は3名) ■ その他の企業は取締役の人数の1/3 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 原則として2名または1/3の多い方 ■ 支配株主のいない監査役会設置会社については2名または20%の多い方(2020年10月まで) |
| 役員報酬 | 下表を参照 | |
| 社外取締役・監査役の独立性 | 独立性が高いと判断する要件 <ul style="list-style-type: none"> ■ 独立役員としての届け出が確認される ■ 大株主となっている会社に在籍したことがない | 独立性が高いと判断する要件 <ul style="list-style-type: none"> ■ 在任期間が12年未満 ■ 独立役員としての届け出が確認される ■ 大株主となっている会社に在籍したことがない |
| 株主提案による定款変更 | 役員報酬の個別開示を求めるものには、原則として賛成 | 役員報酬または取締役でない顧問、相談役等の報酬の個別開示を求めるものには、原則として賛成 |
| 株主提案による定款変更 | 役員報酬の個別開示を求めるもの等の類型を示し、これに該当する議案に賛成 | 左記の類型に該当する議案であっても、 社会的・政治的な主張を目的とするものには反対 |

※ 太字は今回の改定により変更された内容

役員報酬に関する議決権行使基準改定の概要

| | | モニタリング・ボードに該当 | モニタリング・ボードに該当しないが、報酬に関するガバナンスを整備 ^{※2} | その他 |
|------------------------------|---------------------------|------------------------|--|------------|
| ROEが低迷している企業における賞与の支給、報酬の増額 | | 賛成 | 反対 | 反対 |
| 一定水準以上の役員報酬 | | 賛成 | 賛成 | 反対 |
| 社外取締役等 ^{※3} への賞与の支給 | | 反対 | 反対 | 反対 |
| 希薄化率 | | 10%超の場合に反対 | 10%超の場合に反対 | 5%超の場合に反対 |
| 株式報酬 | 株式を売却可能になるまでの期間 | 2年未満の場合に反対 | 2年未満の場合に反対 | 3年未満の場合に反対 |
| | 社外取締役等 ^{※3} への支給 | 業績条件がない場合は監査役以外への支給に賛成 | | 反対 |

※1 太字は今回の改定により変更された内容

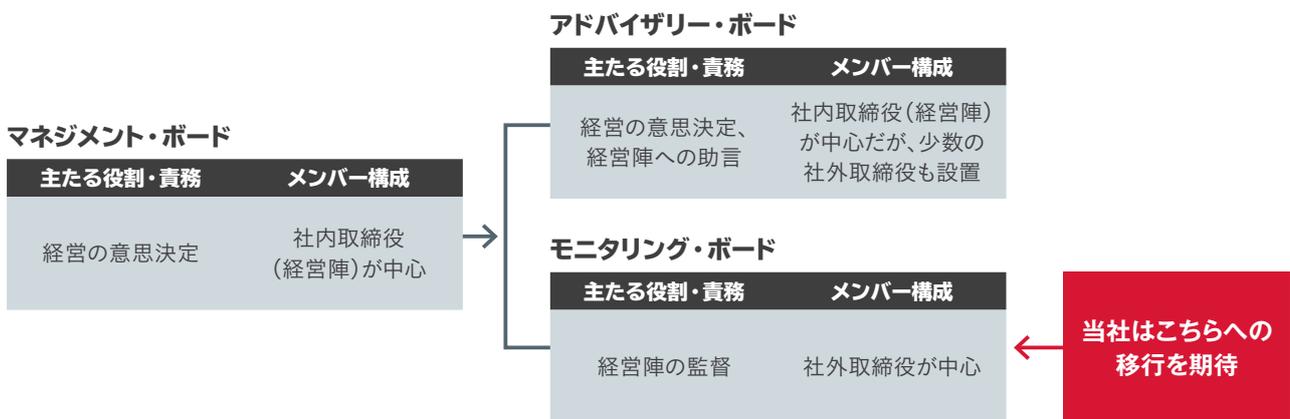
※2 社外取締役が過半数または独立性のある報酬委員会を設置

※3 社外取締役、監査委員・監査等委員である取締役、監査役

モニタリング・ボードへの移行について：背景にある考え方

モニタリング・ボードとは経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会のことです。伝統的に日本企業の取締役会はマネジメント・ボードが中心でしたが、社外取締役の設置・増員が進む今日、アドバイザリー・ボードまたはモニタリング・ボードのどちらに移行するのか、分岐点にあると言え

ます。上場企業では不特定多数の株主に代わって経営陣を監督する機能が不可欠であり、それを担うのが取締役会です。当社は、日本企業においても取締役会はモニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待しています。



監督と執行を分離するために執行役員制度を導入する企業も見られますが、取締役会がマネジメント・ボードの場合には取締役会が他の執行機関（経営会議、常務会など）よりも上位に位置付けられ、役位の高い執行役員が取締役

を兼務するのが通常です。一方、モニタリング・ボードに移行した取締役会は執行機関の監督を担う機関ですから、上下の関係ではなくなります。取締役と執行役員も役位の上下ではなく、違う役割を担う役職ということになります。

実効的な移行を後押しするために

- ・重要なのは監督機能の実効性であり、当社は議決権行使だけでなくエンゲージメントを通じて実効性の向上を促します。
- ・形式的な移行を促す結果にならないよう、モニタリング・ボードに移行していないことを理由に会社提案に反対することはありません。

モニタリング・ボード：議決権行使基準における判断基準

モニタリング・ボードに該当するか否かを判断する基準を新設します。具体的には、以下の8つの要件をすべて満たす

場合にモニタリング・ボードと判断します。なお、この要件はモニタリング・ボードとして最低限のものと考えます。

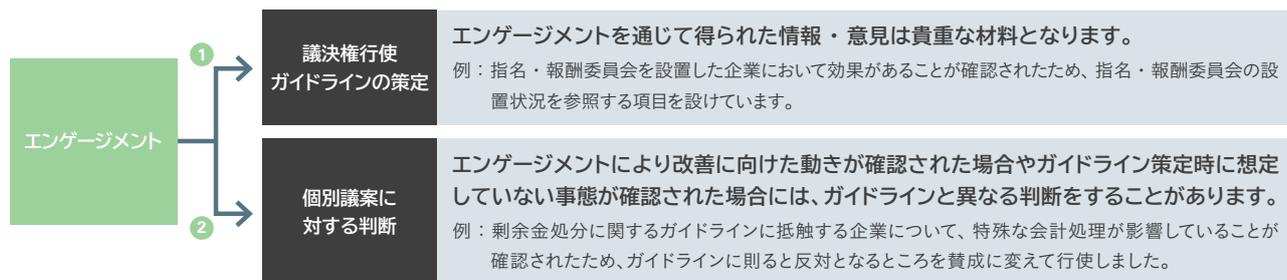
- | | |
|----------------------------|---------------------------------|
| 1 社外取締役が過半数 | 5 買収防衛策を導入していない |
| 2 社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会を設置 | 6 政策保有株式を過大に保有していない(投下資本の10%未満) |
| 3 指名・報酬委員会の議長は社外取締役 | 7 監査役会設置会社の場合、取締役の任期が1年 |
| 4 女性の取締役1名以上 | 8 支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役 |

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

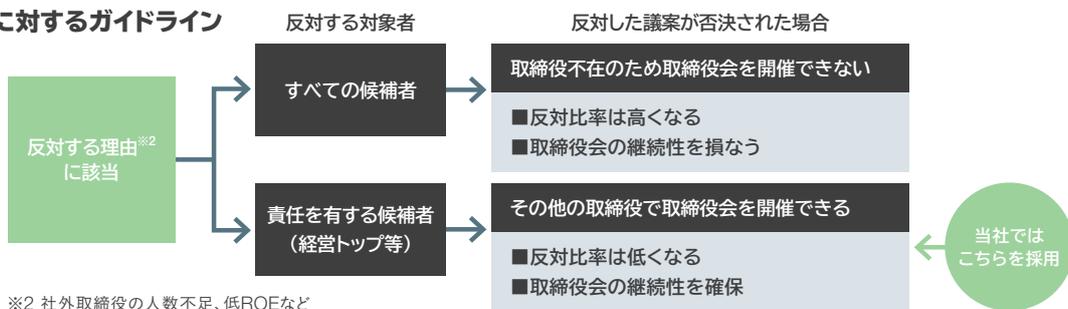


Q 会社提案への反対比率が低いようですが？

A 当社は、取締役会の継続性に配慮^{※1}し、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ます。このことが相対的に反対比率が低く見える原因になっています(下図)。取締役選任議案への反対率は5%(2020年4-6月)ですが、同議案のうち1名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。
なお、当社は議決権行使とエンゲージメントを組み合わせ、投資先企業に働きかけ、望ましいコーポレートガバナンスの実現と企業価値の向上を目指しています。議決権行使はそのための手段のひとつと位置付けており、反対比率の水準が当社のスタンスを示すものとは考えていません。

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51頁、利益相反管理の体制については52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(58頁参照)もご確認のうえ、当社までコンタクトしていただけると幸いです。

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か月を合わせると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。

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

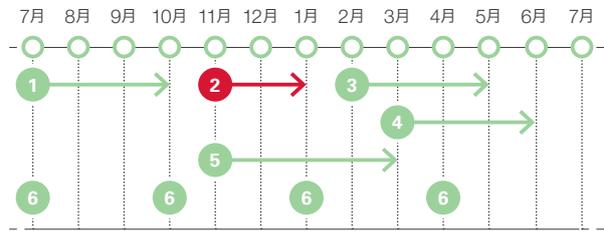
集中期が近づいてくると、株主総会を見据えたエンゲージメントが活発になります。株主総会に付議する議案が固まりつつある時期(すでに固まっているケースもあります)のため、投資先企業の関心は個別議案に対する賛否の見通しに偏りがちですが、当社としては、議論の方向性を中長期的なコーポレートガバナンス強化に向けてよう心がけています。

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。

議決権行使 1年間のスケジュール



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。

