



PROXY VOTING

議決権行使

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

議決権行使プロセスの特徴

規 律	堅牢性	徹底的な議論	利益相反の管理
議決権行使 ガイドラインに 則って議案を判断	責任投資委員会を 中心とする 堅牢な 意思決定プロセス	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	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。

議決権行使のプロセス

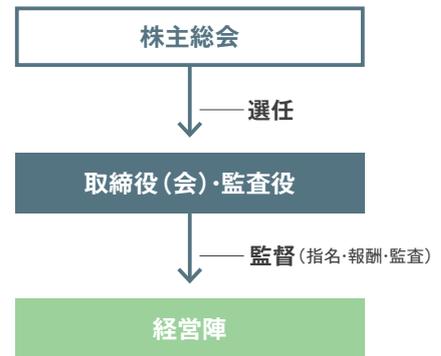
議決権行使において注目するのは投資先企業のコーポレートガバナンスです。その基本的な構造は、株主総会で取締役・監査役を選任し、取締役会・監査役が指名・報酬・監査を通じて経営陣を監督する、というものです。

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つです。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、全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前ページ下段に記載の4点です。

コーポレートガバナンスの基本的な構造



利益相反管理の体制

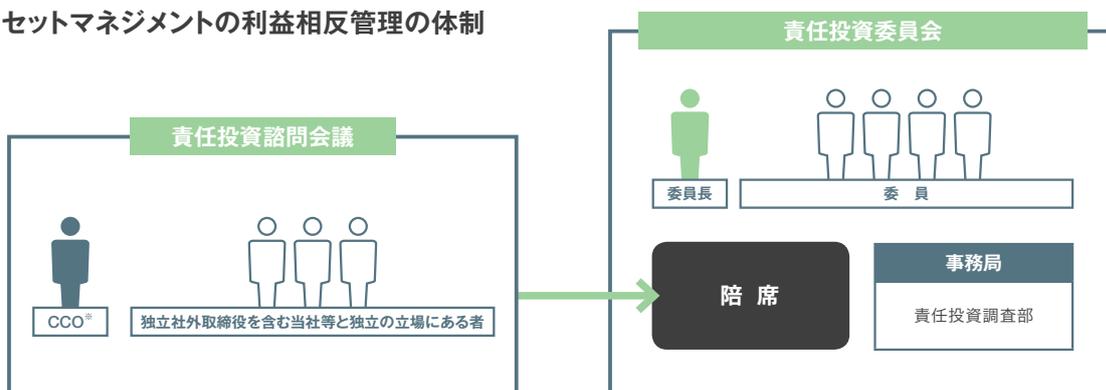
最高意思決定機関である「責任投資委員会」の委員は、原則として運用・調査における意思決定に係る責任者のみとし、利益相反の立場にある者またはそれを代弁する可能性のある者を除外します。また、監査等委員会のもとに、利益相反管理統括責任者と、独立社外取締役を含む当社等と独立の

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。

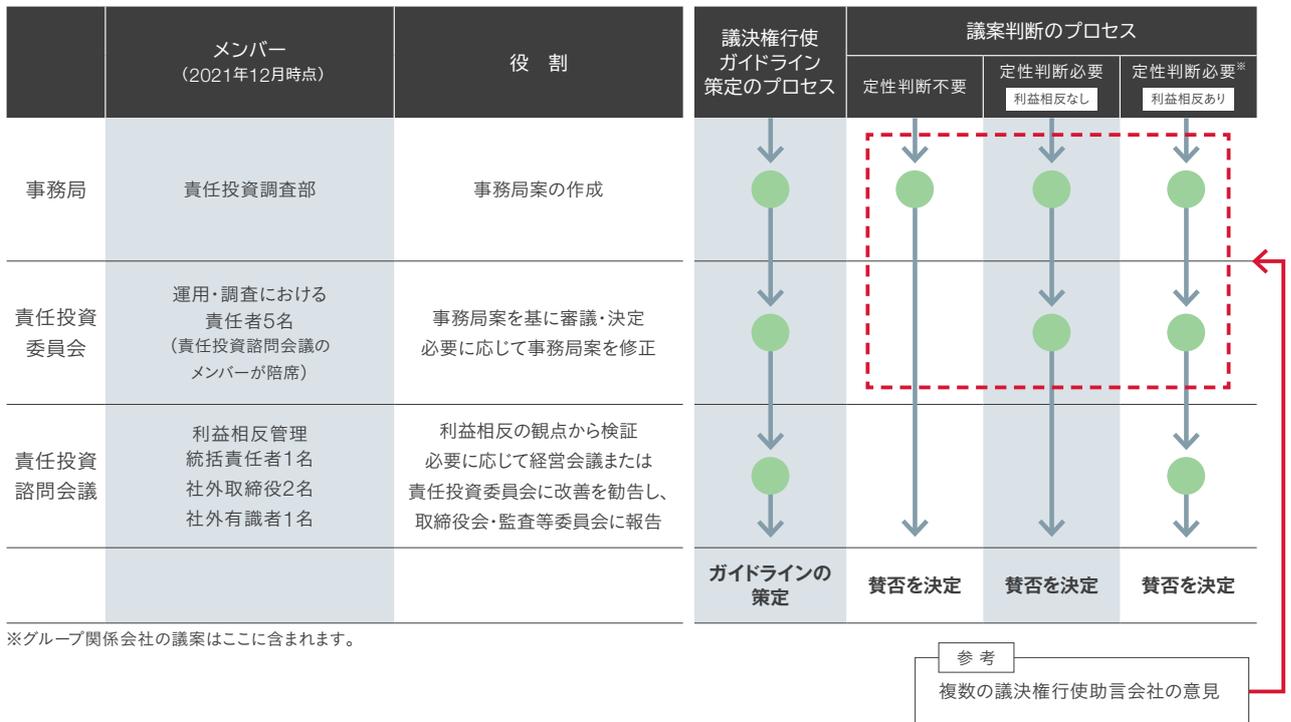
野村アセットマネジメントの利益相反管理の体制



※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)。

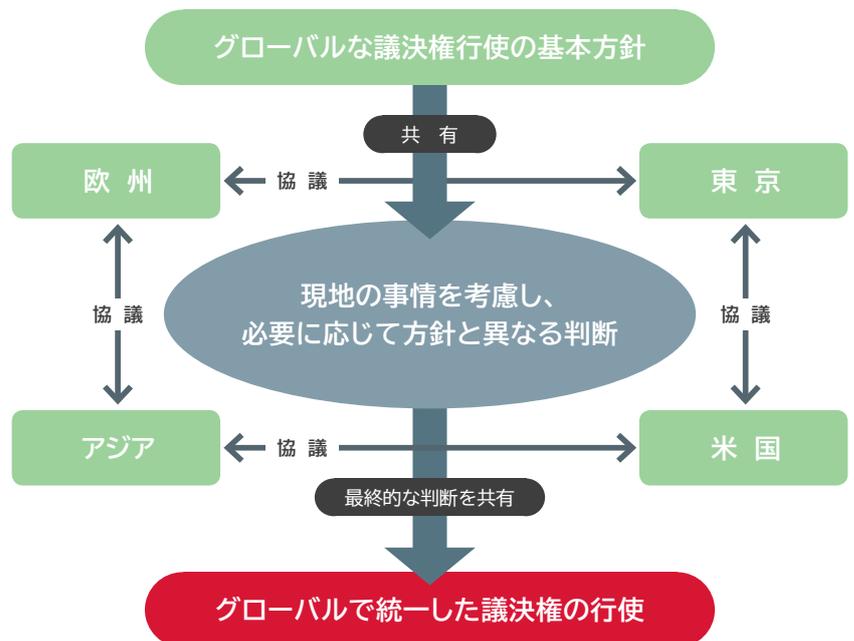
日本株式の議決権行使プロセス

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。



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。



日本企業に対する議決権行使結果の推移（暦年）

合計 会社提案

反対比率は下図の通りです。
詳細は右記参照。



合計 株主提案

賛成比率は下図の通りです。



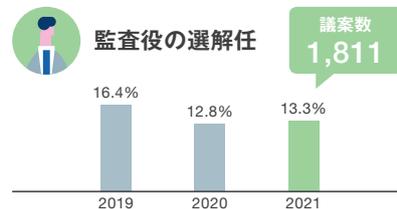
参考

外国企業に対する議決権行使結果 2021年1~12月

	会社提案	株主提案	合計
賛成	20,358	403	20,761
反対	2,587	167	2,754
合計	22,945	570	23,515
反対比率	11.3%	29.3%	11.7%

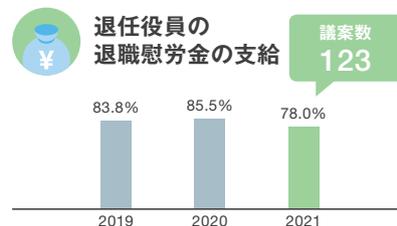
会社機関に関する議案（反対比率、以下同様）

2021年の反対比率は上昇。主な要因として、2020年11月以降は在任期間の長い社外取締役・監査役に反対としたことが挙げられます。



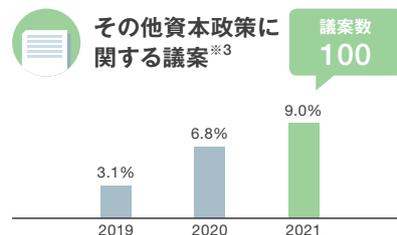
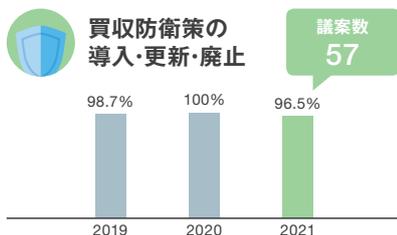
役員報酬に関する議案

2021年の反対比率は低下。主な要因として報酬ガバナンスの整備が進んだことが挙げられます。

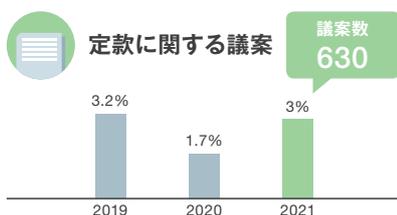


資本政策に関する議案（定款に関する議案を除く）

2020年6月~21年5月に剰余金の処分議案について基準の適用を停止（65~66頁参照）したため、2020、21年の反対比率が低下しました。また、21年は組織再編関連やその他資本政策に関する議案が多く付議されました。68ページの賛否の理由の事例もご参照ください。



定款に関する議案



※ 上記のほか、2021年は会計監査人の選解任に関する91議案およびその他の5議案について行使し、反対比率は0%および40%でした。

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改定、役員賞与等

※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

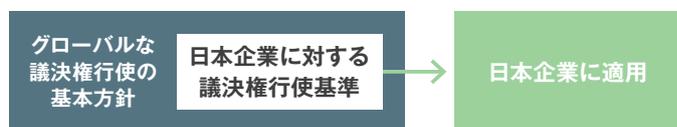
※3 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

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、2020年6月以降、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の影響を考慮し、業績基準(株主資本利益率(ROE)が低迷している場合に取締役選任に反対する基準)および剰余金処分に関する基準等について適用を停止していま

したが、21年6月以降は剰余金処分に関する基準等、22年1月以降は業績基準について適用を再開しています。COVID-19の動向は依然として不透明であり、投資先企業の業績に軽視し難い影響を与えています。COVID-19の影響が特に大きく、業績基準の適用が適当でないと考えられる企業・業種については個別に検討し、柔軟に判断します。

議決権行使ガイドラインの構造



議決権行使基準改定の概要 (2021年11月)

今回の改定のポイントは、エンゲージメントの結果を議決権行使に反映する項目を新設したこと、業績基準についてモニタリング・ボードに該当する場合とそうでない場合で異なる基準としたことです。前者は21~22ページに示した望ましい経営の実現を目指

すものです。後者については、改定前はROEが低迷していても、経営改善努力が認められる(経常利益・純利益のトレンドで判断します)場合には反対の理由にしませんでしたが、改定後は、これをモニタリング・ボードに該当する場合に限定することになります。

議決権行使基準とその概要

エンゲージメントの状況を反映

コーポレート・アクションや結果責任は厳格に判断

取締役(会)の構成

社外取締役の独立性

社外取締役の実効性

適切な報酬ガバナンス

適切なインセンティブ

金融資産の有効な活用

議決権行使基準とその概要

エンゲージメントの結果を議決権行使に反映する項目を新設

業績基準を変更

社外取締役の人数の最低水準を引き上げ

剰余金処分議案について、ネット金融資産^{*}の定義を変更

定款変更議案について、賛成する類型を追加

以下の場合、会社提案に反対します

望ましい経営(21~22頁参照)の実現に向けたエンゲージメントの結果を反映します。

- エンゲージメントにおいて望ましい経営の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、投資先企業において十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合であって、かつ、それが企業価値の向上と持続的成長を妨げている、あるいは中長期的に妨げになる可能性が高いと判断される場合

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。モニタリング・ボードの場合は、ROEが低迷し、かつ経営改善努力が認められない場合

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水準を下回る場合
最低水準は下表「議決権行使基準改定の概要」を参照

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しています。

- 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

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

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。

- 報酬ガバナンスが整備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

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

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

改定前

改定後

以下の場合に取締役選任議案に反対

- ・当社がエンゲージメントにおいて望ましい経営の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、
- ・投資先企業において十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合であって、
- ・かつ、それが企業価値の向上と持続的成長を妨げている、あるいは中長期的に妨げになる可能性が高いと判断される場合

以下の場合に、取締役選任議案に反対します。

- ・3期連続でROEが5%と業界の中央値の低い方を下回り、
- ・かつ、経営改善努力が認められない

以下の場合に、取締役選任議案に反対

(モニタリング・ボードに該当する場合)

- ・3期連続でROEが5%または業界の25%ileの低い方を下回り、
- ・かつ、経営改善努力が認められない

(モニタリング・ボードに該当しない場合)

- ・3期連続でROEが5%または業界の25%ileの低い方を下回る

- ・支配株主のいない監査役会設置会社:2名または20%の多い方
- ・その他の会社:2名または3分の1の多い方

- ・支配株主のいない会社:2名または3分の1の多い方
- ・支配株主のいる会社:過半数

ネット金融資産=現預金+長短保有有価証券-有利子負債

ネット金融資産=現預金+長短保有有価証券・預け金-有利子負債

会社提案・株主提案ともに以下の定款変更議案に賛成。また、株主提案については、定款に該当する項目がある場合には反対

- ・ESG課題を巡る基本的な方針の策定・開示に関わるもの
- ・上場子会社を有する企業において、上場子会社のガバナンス体制の実効性確保のための取組みに関するもの
- ・バーチャルオンリー総会の開催を可能とするもの

※ネット金融資産の総資産・売上に対する比率が30%を上回り、かつ株主資本比率、ROEおよび株主還元率が一定の要件を満たす場合、剰余金処分議案に反対。

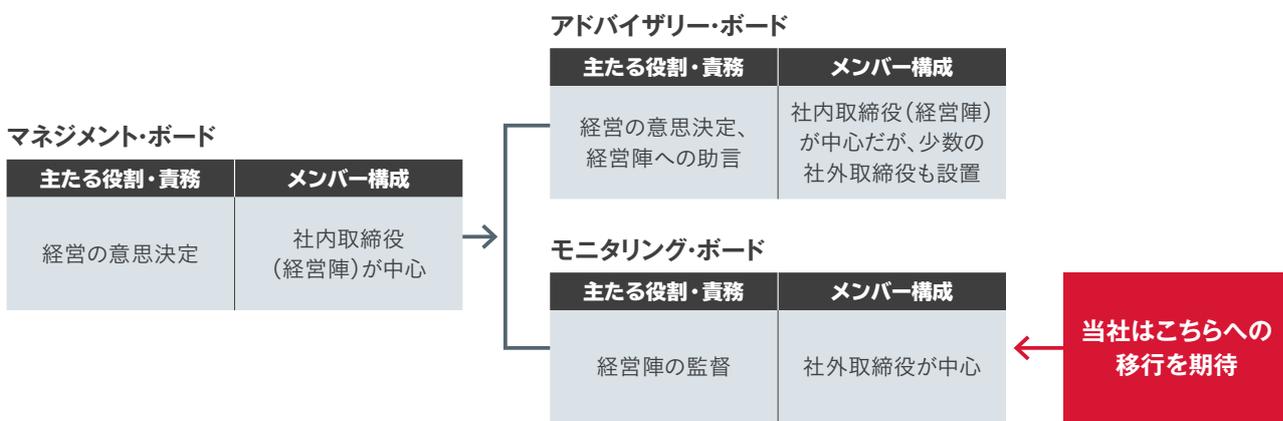
モニタリング・ボードへの移行を後押し

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、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、議決権行使基準では以下の扱いとしています。

- モニタリング・ボードに該当するか否かを判断する要件を示します。
- モニタリング・ボードに該当する場合は、業績基準や役員報酬に関する一部の基準について、会社提案に賛成する要件を緩和します。
- モニタリング・ボードに該当し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、役員報酬等について会社提案に賛成する要件を緩和します。

モニタリング・ボードの要件

右記の8つの要件を全て満たす場合はモニタリング・ボードと判断します。なお、これらの要件は、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
- 2 社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会を設置
- 3 指名・報酬委員会の議長は社外取締役
- 4 女性の取締役1名以上
- 5 買収防衛策を導入していない
- 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)
- 7 監査役会設置会社の場合、取締役の任期が1年
- 8 支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役

議決権行使結果の開示(賛否の理由)

当社では、2019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。これによって、議決権の適切な行使についての可視性をさらに高めるよう、努めています。ここでは、当社が特に説明を要する

と考える議案について、具体的な開示例をご紹介します。

議決権行使基準と異なる判断をした議案

エンゲージメントを踏まえて、議決権行使基準と異なる判断をすることがあります。

総会種類	提案者	議案分類	賛否	賛否の理由
定時	会社	役員報酬	賛成	株式報酬の期間に関する当社基準を満たさないものの、経営陣への支給について当社基準を満たすこと、従業員への支給について必要性が確認されることから賛成しました。
定時	会社	買収防衛策の導入・更新・廃止	賛成	大規模買付行為の過程で買付者から株式の大量保有目的について適正な情報開示が行われなかった可能性があるためと判断し、買収防衛策に賛成しました。

特に説明責任を果たす必要性が高いと判断する議案

様々な議案がありますが、M&Aや資本政策に関連した議案が多くなっています。

総会種類	提案者	議案分類	賛否	賛否の理由*
定時	会社	組織再編関連	反対	株式移転に関する議案。少数株主との利益相反が大きく、経済的条件が不利な内容であることについて説明責任を果たしていないと判断して反対しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	賛成	第三者割当により種類株式を発行する議案。資金使途が運転資金の確保および有利子負債の返済であり企業価値向上への貢献が不透明であることに加え、普通株式に転換された場合に支配権に影響するにもかかわらず少数株主の利益保護の取組みが不十分なことについて懸念はありますが、COVID-19の影響で業績が低迷している現状を考慮して賛成しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	賛成	第三者割当による優先株式の発行に関する議案。利益相反や少数株主の利益保護の取組みについて懸念はありますが、経営判断の合理性を考慮して賛成しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	反対	株式交換および第三者割当に関する議案。成立すれば大株主の上場子会社となることから少数株主との利益相反が懸念され、少数株主の利益保護の取組みが不十分であり経済的条件について説明責任を果たしていないと判断し、当社基準に則り反対しました。
臨時	会社	買収防衛策の導入・更新・廃止	反対	買収防衛策に則った新株予約権の無償割当てに関する議案。買収防衛策により当該株主が株式を自由に売買する権利が制約を受けることとなりますが、取締役会がそれを正当化するに足る理由を示していないと判断し、当社基準に則り反対しました。

*個社名に言及する箇所は割愛しています。

利益相反が生じ得る議案

ここでは、当社の親会社である野村ホールディングスの議案に対する議決権行使の結果をご紹介します。同社を含むグループ関係会社等の議案は一覧表ではなく、冒頭の文章の中でより詳細に記載しています。

グループ関係会社等の議案に対する賛否の理由

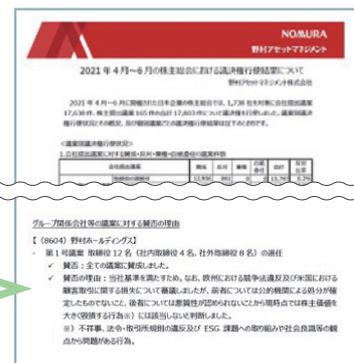
(8604)野村ホールディングス

・第1号議案 取締役12名(社内取締役4名、社外取締役8名)の選任

✓ 賛否:全ての議案に賛成しました。

✓ 賛否の理由:当社基準を満たすため。なお、欧州における競争法違反および米国における顧客取引に関する損失について審議しましたが、前者については公的機関による処分が確定したものでないこと、後者については悪質性が認められないことから現時点では株主価値を大きく毀損する行為[※]には該当しないと判断しました。

※不祥事、法令・取引所規則の違反およびESG課題への取組みや社会良識等の観点から問題がある行為。



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？

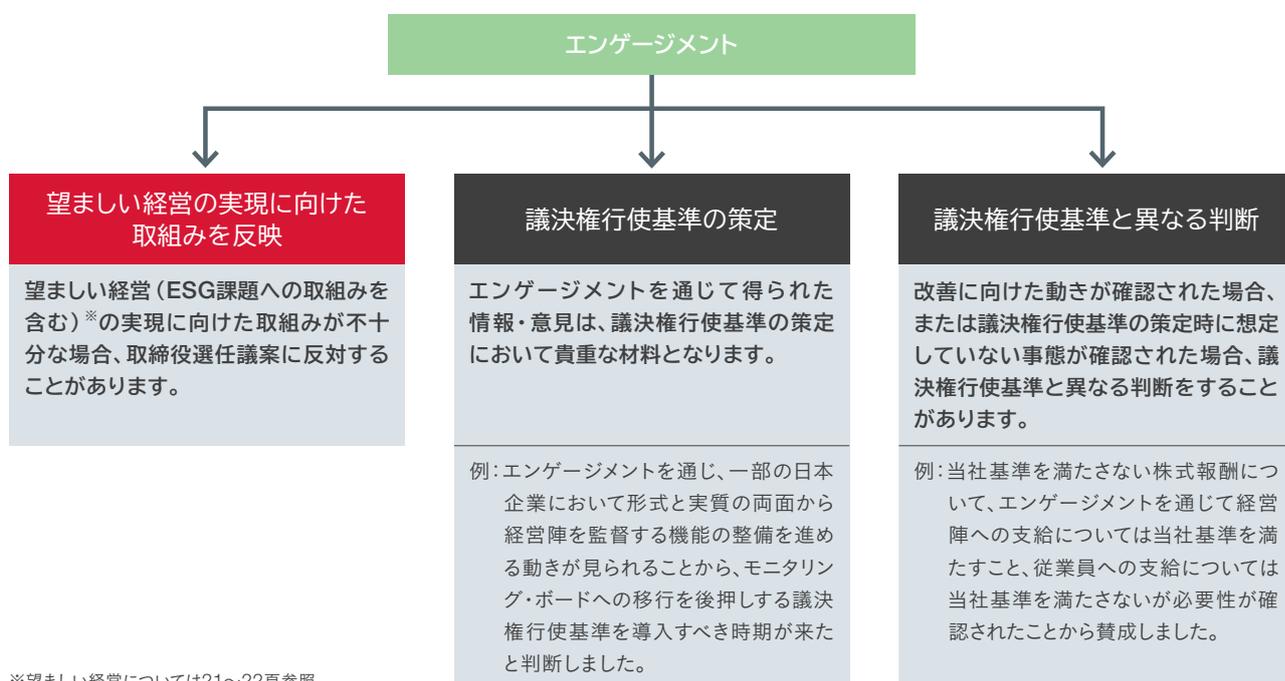
A 当社は投資先企業が望ましい経営 (ESG課題への取り組みを含む)^{*}を行い、企業価値の向上と持続的成長を実現していくようエンゲージメントおよび議決権行使を行っています。エンゲージメントを通じて得られた投資先企業からの意見や投資

先企業に関する情報を議決権行使基準の改定に反映するほか、実際の議決権行使に際してはエンゲージメントを通じて得られた情報も考慮し、実効性の高い判断を行います。

また、今回の改定以降は、当社がエンゲージメントにおいて望ましい経営

の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し中長期にわたって対応を促したにもかかわらず、投資先企業において十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合は、取締役選任議案に反対することがあります。

エンゲージメントと議決権行使の関係



COLUMN 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。

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・コードの改訂等の法規制の変更も反映させます。

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の対話に加え、セミナーに登壇して説明することもあります。

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。

Q 会社提案への反対比率が低いようですが？

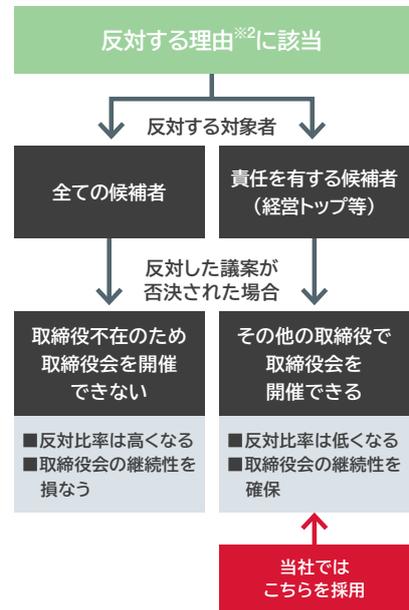
A 最も議案数が多く、反対比率に影響が大きいのは取締役選任議案です。当社は、取締役会の継続性に配慮^{※1}し、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定しています。このことが相対的に反対比率を低く見せる原因となっています(右図)。取締役選任議案への反対率は6%(2021年4-6月)ですが、同議案のうち1名以上の候補者について反対した企業の割合は33%(同)であり、特に低い水準ではないと考えています。一方で議案の数が少ないため全体への影響は小さいのですが、役員報酬や資本政策に関する議案に対する

当社の反対比率は相対的に高いようです。特にM&Aや資金調達に関する議案についてはコーポレートガバナンスの実効性が問われることから、否決された場合の影響も含めて慎重に審議し、少数株主の利益に資さないと判断される場合は反対しています。

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ることで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。

※1 会社法上、取締役会を設置するためには最低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



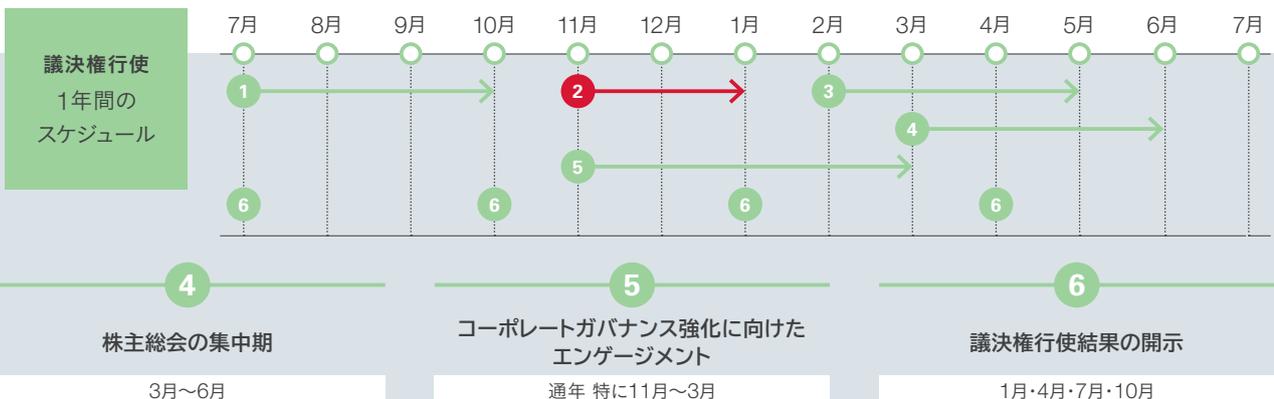
※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど。

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。



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。

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。

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。