



Proxy Voting

議決権行使

規律ある議決権行使により
モニタリング・ボードへの移行を後押し。

議決権行使の特徴

01

体系的かつ
継続的な働きかけ

エンゲージメントと合わせて
「望ましい経営のあり方」の
実現を目指す。

02

実効的かつ
堅牢なプロセス

責任投資委員会における徹底的な議論+
責任投資諮問会議が
リアルタイムで利益相反を監視。

03

高い水準の説明責任

全ての議案について
賛否の理由を開示。
特に説明を要する議案については詳細に。

04

反対要件の列挙に
とどまらない基準

取組みが遅れている場合に
反対するだけでなく、平均的な企業に
より高い水準を目指すよう
働きかける基準を導入。

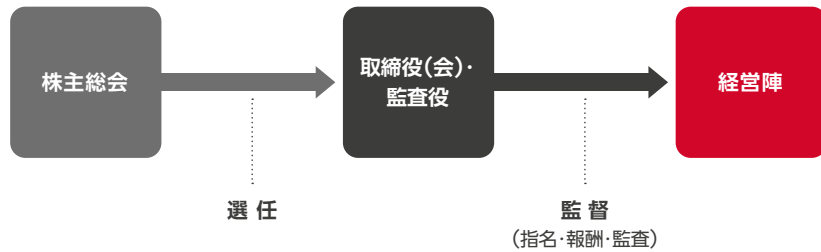


議決権行使

議決権行使において特に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。

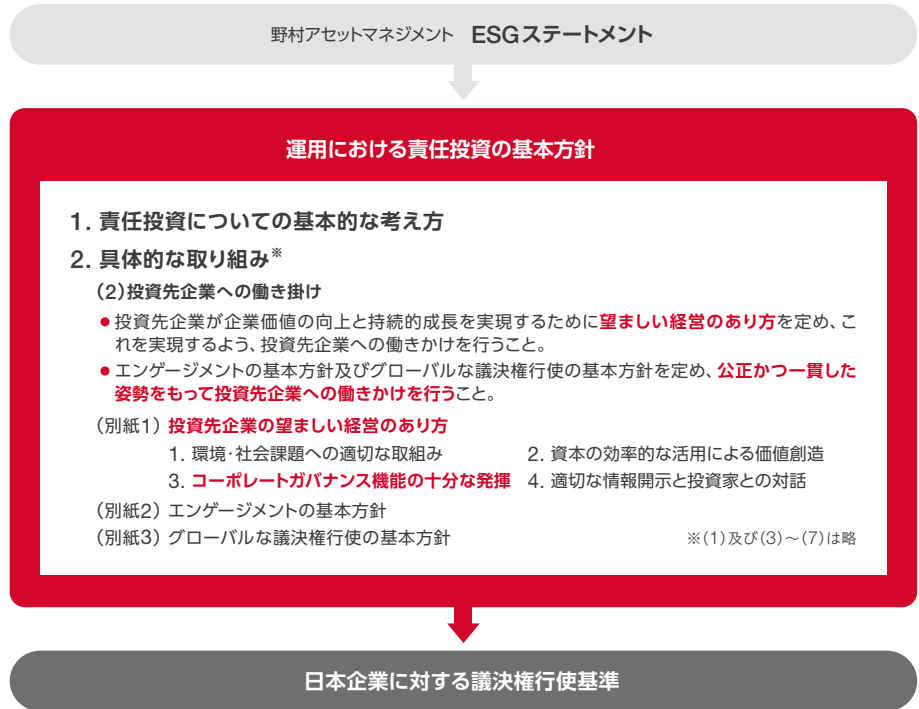
コーポレートガバナンスの基本的な構造



1 基本的な考え方

体系

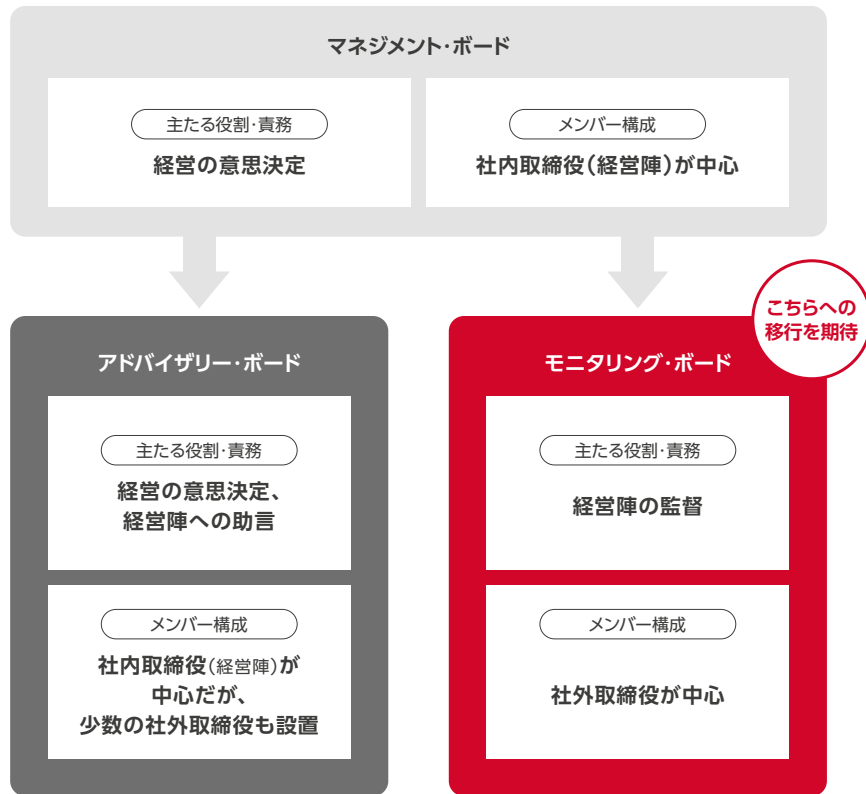
当社では、下図の通り議決権行使を含む責任投資全般に対する考え方を体系的に定めることで継続的な取組みを可能としています。全社レベルで策定したESGステートメントに則り、議決権行使やエンゲージメントを担う運用調査部門で定めたのが**運用における責任投資の基本方針**です。ここで「投資先企業の望ましい経営のあり方」を定め、それを実現するためエンゲージメントや議決権行使を通じて公正かつ一貫した姿勢をもって投資先企業に働きかけることとしています。以下では、投資先企業の望ましい経営のあり方のうち、「コーポレートガバナンス機能の十分な発揮」に沿って当社の考え方を説明します。



1 基本的な考え方

取締役会の監督機能を重視=モニタリング・ボードとして機能することを期待

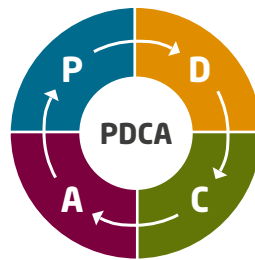
伝統的に日本企業の取締役会は社内取締役(≒経営陣)を中心に経営の意思決定を行うマネジメント・ボードとして機能してきましたが、コーポレートガバナンス・コード(CGコード)導入以降、社外取締役が増加する中で役割・責務が変化してきています。社外取締役から経営陣が助言を受けるアドバイザー・ボードと、社外取締役が中心となって経営陣を監督するモニタリング・ボードという2つの方向性が考えられますが、当社が期待するのは後者です。



なぜモニタリング・ボードか？

CGコードはコーポレートガバナンスを「**透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定**を行うための仕組み」と定義しています。これに沿って考えてみましょう。まず意思決定が透明であるためには、意思決定に責任を持つ者を明確にする必要があります。具体的には意思決定者である経営陣が取締役会で説明責任を果たすこと、その成果に対して責任を負うことが要件となります。また、公正であるためには意思決定が企業価値の向上に資することが要件となります。これらの要件を満たしたうえで、会長・社長を中心とする経営陣に適切に権限が委譲されれば、迅速・果敢な意思決定が可能となります。下図の通り、このような意思決定はPDCAに沿って整理できます。経営陣がPDCAを自律的に機能させることも重要ですが、特にCheckの段階で独立社外取締役が中心的な役割を担うことで経営陣の監督という他律的な要素が加わり、透明性と公正性が向上します。

伝統的なマネジメント・ボードが重視するのはDoですが、当社は透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定のためにCheckの重要性が高まっていると考えており、そのための仕組みとして監督を主たる役割とする取締役会、すなわちモニタリング・ボードが望ましいと考えています。CGコードは独立社外取締役の役割・責務として「経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」を挙げていますから、方向性は一致していると言えるでしょう。



- P PLAN**
経営戦略等について経営陣が取締役会で説明責任を果たし、企業価値の向上に資する内容となるよう議論する。(→透明・公正)
- D DO**
経営戦略等に沿った意思決定を経営陣に委譲。取締役会は経営陣から報告をうけて情報を把握し、ACTの必要性を議論する。(→迅速・果敢)
- C CHECK**
意思決定の成果を評価し、経営陣の指名(=統投/交代の判断)・報酬に反映。(→透明・公正)
- A ACT**
評価結果を経営陣にフィードバックするとともに、経営戦略等を見直し。(→迅速・果敢)

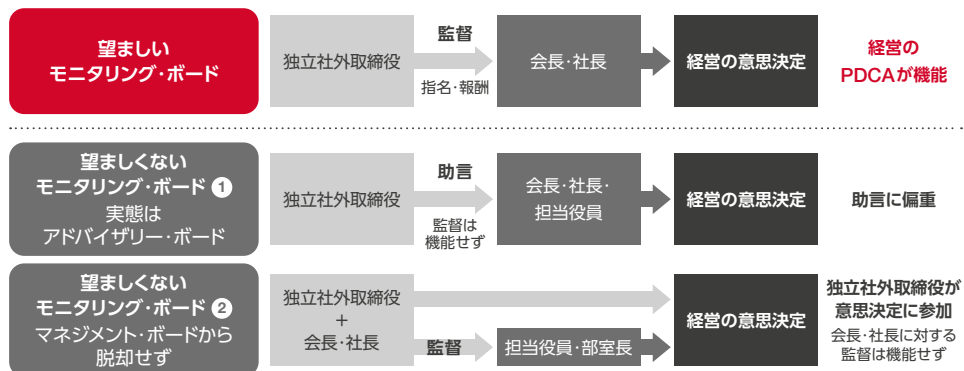
1 基本的な考え方

望ましいモニタリング・ボードとは

コーポレートガバナンスは「仕組み」と定義されている以上、モニタリング・ボードとして機能するには独立社外取締役の人数などの形式要件を満たす必要がありますが、それだけでは十分ではありません。形式要件を満たしていても、経営陣に対する監督が実効的に機能している場合と、そうでない場合があります。ここでは前者を「望ましいモニタリング・ボード」、後者を「望ましくないモニタリング・ボード」として説明します。望ましいモニタリング・ボードの主な監督対象は、経営陣の最上位の意思決定を担う会長・社長(呼称は企業によって異なります)です。独立社外取締役は会長・社長と経営戦略等を十分に議論し、成果を評価して指名と報酬に反映します。指名とは会長・社長を再任するか交代するかの判断であり、後継者計画も重要です。報酬はインセンティブであると同時に目標達成へのコミットメントでもあるため、売上・利益に加え、株主資本利益率(ROE)などの資本効率性指標や環境・社会課題への取組みも踏まえた経営努力を反映できる設計が求められます。

一方、望ましくないモニタリング・ボードとしては二つのケースが考えられます。一つは、独立社外取締役が助言に偏り、監督が機能しないケースです。実態はアドバイザー・ボードと呼ぶ方が適切でしょう。

もう一つは、独立社外取締役が会長・社長とともに意思決定に関与する一方で、監督の対象が会長・社長ではなく担当役員や部長になっているケースです。社内取締役の新任候補者や次世代の経営陣を育成する目的で担当役員や部長を評価するプロセスがあっても、会長・社長を定期的に評価し、再任または交代を審議するプロセスがなければ、監督が機能しているとは言えません。



取締役求められる能力・経験(スキル)

事業特性等によって取締役に求められる能力・経験(スキル)は異なりますが、モニタリング・ボードの役割が持続的な企業価値の向上を目指す経営陣の監督であることを考慮すると、各社共通で求められるスキルとして経営、財務およびESGが挙げられます。各取締役が有するスキルをマトリックスの形式で開示すると分かりやすいえ、交代を想定した後継者の選定にも有用です。なお、スキルについては監督を担う独立社外取締役と監督される側の経営陣(社内取締役または執行役員)を分けて考える必要があります。独立社外取締役の助言を重視するなら経営陣に足りないスキルを独立社外取締役で補うという考え方もあり得ますが、求められるのが監督である以上、経営陣と独立社外取締役それぞれが必要スキルを有しているべきでしょう。

少数株主の利益保護と買収防衛策

大株主等の利害関係者と取引を行う場合や買収提案を受けた場合等、利益相反が生じる局面では取締役会、特に独立社外取締役の判断が重要になります。当社は、利益相反が生じている以上、賛成するためには当該取引等が少数株主の利益を毀損しないことを示すだけでは不十分であり、少数株主の最善の利益の観点で適切であることを示すことが必要と考えています。

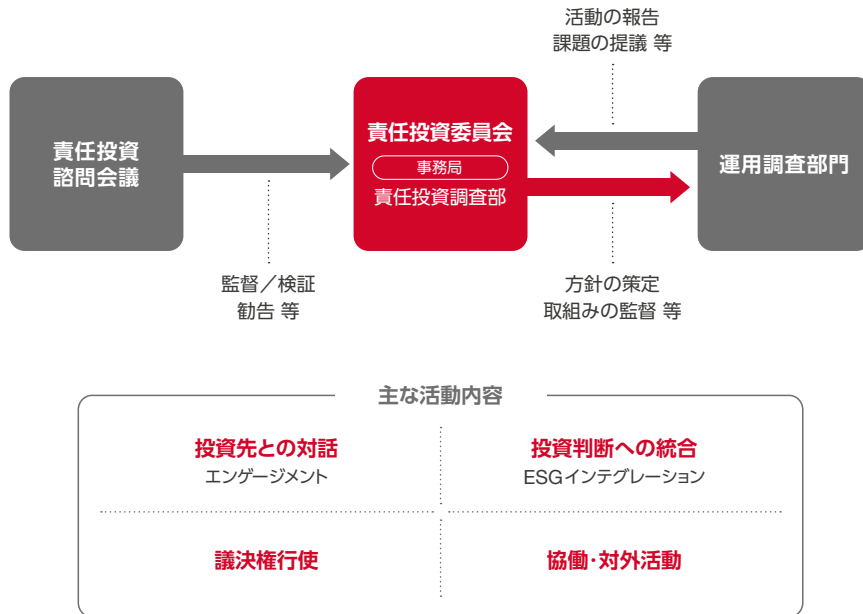
少数株主の利益保護が端的に問われるのが買収防衛策です。当社は、買収防衛策は投資家が株式を自由に売買する権利を制約するものであり、経営陣および取締役会が企業価値・株主共同の利益のために適切に取り組んでいる限り、必要のないものと考えています。例外は企業価値・株主共同の利益を著しく害する恐れがある場合ですが、取締役会はその恐れがあることについて少数株主の最善の利益の観点から説明責任を果たすことが求められます。近年は買収者を特定した有事導入型の買収防衛策も注目されていますが、平時導入型でも新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動する前に株主意思確認総会を開催する設計になっている場合は有事導入型に近い特徴を有することになります。当社では、平時導入型でも有事導入型でも取締役会の説明責任が重要という点で本質的な違いはないと考えています。

2 議決権行使の体制

責任投資委員会・責任投資諮問会議

議決権行使に係る組織体制は下図の通りです。最高意思決定機関である責任投資委員会および同委員会を監督する責任投資諮問会議を設置しており、同委員会で運用における責任投資の基本方針や議決権行使基準を策定する他、同基準に則って判断することができない議案について審議・決定しています。責任投資委員会の委員は6名、責任投資諮問会議のメンバーは3名で独立社外取締役が2名、利益相反管理統括責任者が1名です(いずれも2025年12月末時点)。責任投資諮問会議の議長は独立社外取締役が務めています。

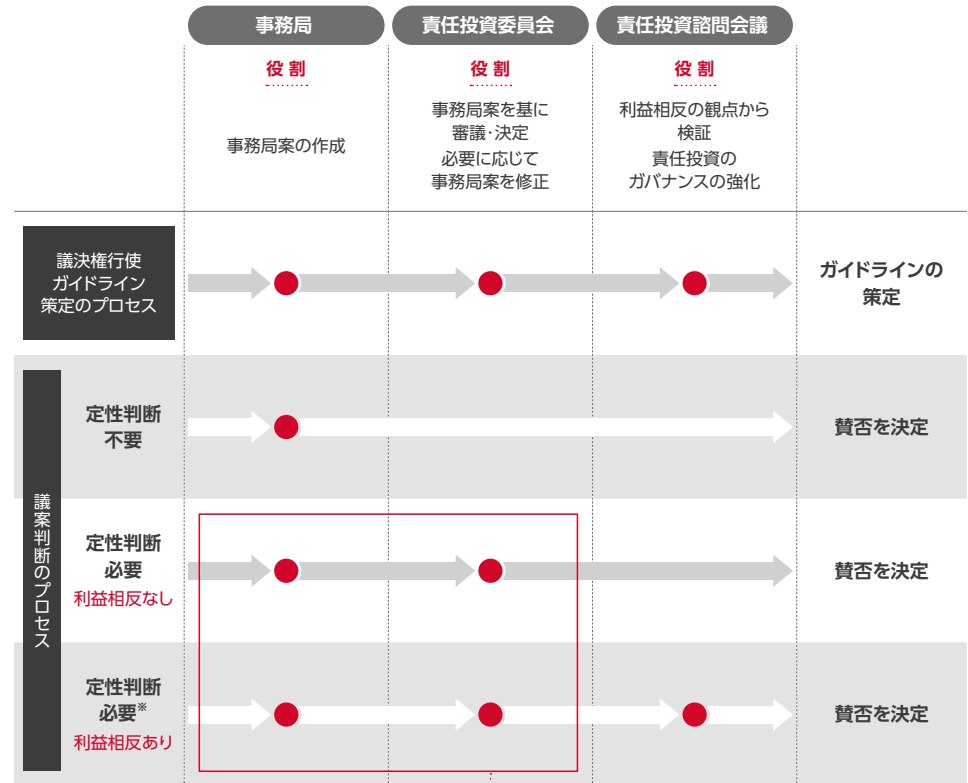
責任投資における組織体制



議決権行使のプロセス

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。グループ関係会社に対しても、他の投資先企業同様、議決権行使基準に則って賛否を判断します。



*グループ関係会社の議案はここに含まれます。

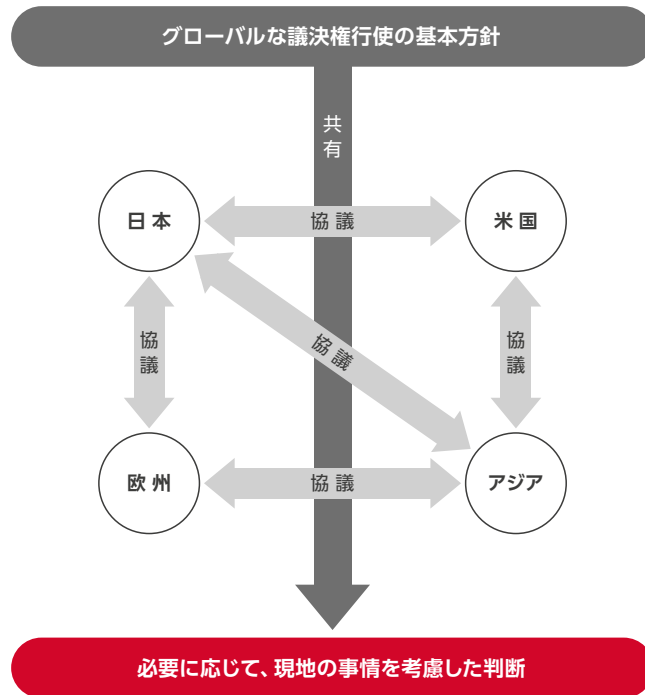
参考 複数の議決権行使助言会社の意見

2 議決権行使の体制

議決権行使のプロセス

外国株式の議決権行使プロセス

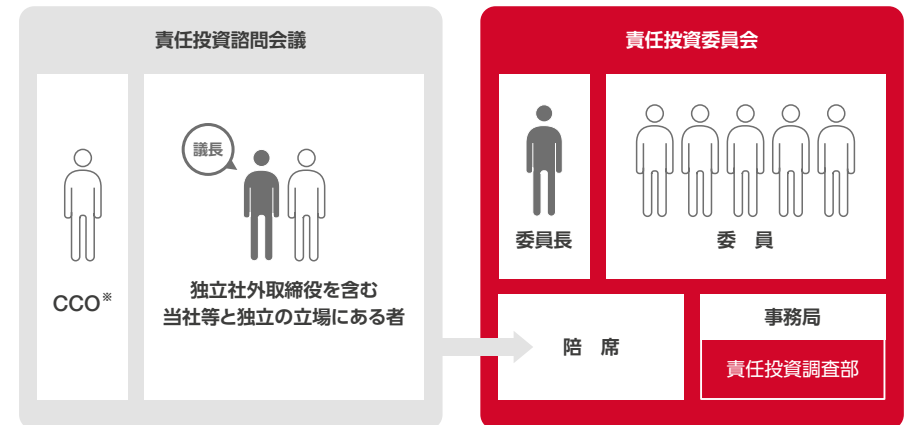
議決権行使(日本株以外)は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針(行使の基本方針)」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当者が必要と判断した場合は、拠点との議論を踏まえて賛否を判断することがあります。



利益相反管理について

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。さらに、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)

利益相反管理方針についてはこちらをご参照ください。
<https://www.nomura-am.co.jp/conflict/>

2 議決権行使の体制

エンゲージメントと議決権行使の関係

当社は投資先企業が望ましい経営を行い、企業価値の向上と持続的成長を実現する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に関する情報を **1** 議決権行使基準の策定、**2** エスカレーション、**3** 個別議案の判断に反映します。

この中で最も重要なのは **1** です。当社では議決権行使の担当者が投資先企業の全ての株主総会議案に目を通すことでコーポレートガバナンスの現状を把握していますが、エンゲージメントを通じてさらに理解を深めるとともに、議決権行使基準の考え方を伝えています。責任投資調

査部が情報を集約し、**① 基本的な考え方** で説明した当社の考えに則って事務局案を作成したうえで、責任投資委員会で徹底的に議論して決定しています。通常の議案は同基準に則り判断しますが、同基準を策定する過程で想定していない事情等が確認された場合等には、責任投資委員会の議論を経て **3** 個別議案について同基準と異なる判断をすることがあります。**1** で議論を尽くしている分、**3** が必要となる議案の識別や責任投資委員会における審議も合理的に行っていると自負しています。



3 日本企業に対する議決権行使基準

コーポレートガバナンスの強化が遅れている企業の会社提案に反対する要件を列挙するだけでなく、平均的な企業により高い水準を目指すよう働きかける内容にしています。

基準の概要

当社はグローバルな議決権行使の基本方針を定め、それに則って策定した日本企業に対する議決権行使基準を日本企業に適用しています。概要は以下の通りです。

ポイント	考え方	以下の場合に会社提案に反対する可能性があります(太字は2025年11月の改定)
エスカレーション※1	望ましい経営(P.22-24 ▶ 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。	<ul style="list-style-type: none"> ● 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、十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合
コーポレート・アクション、利益相反取引、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。	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 ● TOPIX100を構成する企業において、ESG課題への取組みが明らかに不十分な場合(P.92 ▶ 参照) ● 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(P.91 ▶ 参照)は、ROEが低迷し、かつ経営改善努力が認められない場合(業績基準) ● モニタリング・ボードの要件(政策保有株式に関する要件を除く)を全て満たす場合を除き、政策保有株式が特に多い場合 ● 財務健全性が高くネット金融資産を多く保有する上場子会社が親会社に貸付等を行っている場合 ● M&A等において少数株主の利益が保護されない場合
取締役会の構成等	経営陣を監督するため、適正な人数で構成するとともに多様性と独立性を確保する必要があります。	<ul style="list-style-type: none"> ● 取締役の人数が5名未満又は20名以上の場合 ● 社外取締役の人数が最低水準(以下)を下回る場合 最低水準:過半数。ただし、支配株主のいない会社で指名ガバナンスを整備^{※2}している場合は1/3 ● 女性取締役の人数が最低水準(10%)を下回る場合 ● 監査役会設置会社において取締役の任期が2年である場合
社外取締役の独立性・実効性	独立性の高い社外取締役が、経営陣を実効的に監督することが求められます。	<ul style="list-style-type: none"> ● 社外取締役の在任期間が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 ● 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)が機能することが必要です。	<ul style="list-style-type: none"> ● 報酬ガバナンスが整備^{※2}されていない企業で、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。	<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
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。	<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

※1 エンゲージメントが所定の期間内に成功しなかった場合に投資先企業への関与を強化するために取る手段

※2 指名・報酬ガバナンスを整備している場合とは、法定又は任意の指名・報酬委員会を設置し、その委員のうち過半数を社外取締役が占める場合を言います。ただし、2026年10月までに開催される株主総会においては、当該指名・報酬委員会の委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合を言います。



詳細は以下に掲載のファイルを参照ください。

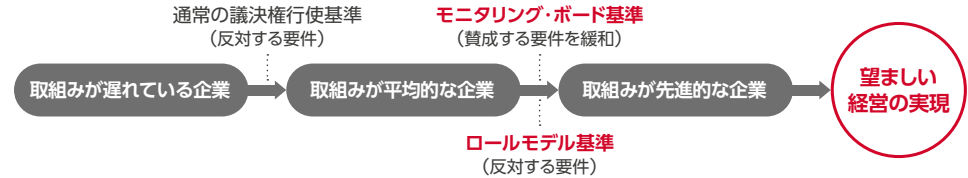
<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/vote/>

3 日本企業に対する議決権行使基準

当社は、投資先企業が持続的に企業価値を高めることができるよう、「運用における責任投資の基本方針」において、投資先企業の「望ましい経営」のあり方を定め、この実現に向けて議決権行使とエンゲージメントを行っています。

伝統的な議決権行使基準では、財務・非財務の取組みが遅れている企業の底上げを主な目的としているため、平均的な取組みを行っている企業に対し、より高い水準を目指すよう働きかける手段としては機能しにくいのが実際です。当社は、平均的な日本企業であっても当社が考える「望ましい経営」とのギャップは大きく、より高い水準を目指すよう働きかける必要があると考えています。そ

こで2020年11月にモニタリング・ボード基準(後述)を導入し、これをESG課題全般に広げることを目指して2023年11月にロールモデル基準(後述)を新設しています。



モニタリング・ボード基準

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、日本企業の取締役会がモニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待し、2020年11月にモニタリング・ボードへの移行を後押しする議決権行使基準(モニタリング・ボード基準)を導入しました。

モニタリング・ボード基準とは、モニタリング・ボードの要件(右表1~8)を全て満たせば取締役会の意見を尊重し、会社提案に賛成しやすくする基準です。形式的な移行となることを避けるため、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すが、中長期的な移行を後押しするためモニタリング・ボードの要件を段階的に反対する要件に移行しています。

なお、本基準を導入した2020年9月末の時点でモニタリング・ボードの要件を満たす東証1部上場企業は約50社に過ぎませんでしたが、2025年9月末の時点では同要件[※]を満たすプライム市場上場企業は約190社と大きく増加しています。

※モニタリング・ボードの要件は導入後に改定しているため、定義が異なる点にご注意ください。

議決権行使基準上の扱い

形式的な移行を促すことなく、モニタリング・ボードへの自発的な移行を後押しするため、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(右表の「モニタリング・ボードの要件」)を明示します。
- モニタリング・ボードに該当しないことを理由に反対するのではなく、該当した場合に会社提案に賛成しやすくします。
- 上記要件は、段階的に(必要に応じて閾値等を変更したうえで)反対する要件に移行します。
- 実効的なモニタリング・ボードへの移行に向けてエンゲージメントを行うほか、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、社外取締役の再任に反対します。

2025年11月の改定

モニタリング・ボードに関する基準		会社提案に反対する基準	
モニタリング・ボードの要件 ^{※1}		反対する要件	反対する議案
1 取締役の人数	5名以上、20名未満	5名未満、20名以上	取締役選任
2 社外取締役の人数	独立性基準を満たす社外取締役が過半数	最低水準を下回る: 最低水準は過半数。支配株主がない会社で指名ガバナンスを整備している ^{※3} 場合は1/3	取締役選任
3 指名・報酬委員会	社外取締役が過半数を占め、社外取締役が議長を務める指名・報酬委員会を設置	報酬ガバナンスを整備していない ^{※3}	役員報酬、役員退職慰労金
4 多様性	改定 女性の取締役15%以上	最低水準を下回る: 2025年11月以降に適用 最低水準は女性取締役10%	取締役選任
5 買収防衛策	導入していない	導入している	買収防衛策又は取締役選任
6 政策保有株式	過大に保有していない(金融機関は純資産の25%未満、事業会社は投下資本の10%未満)	改定 政策保有株式に関する要件以外のモニタリング・ボードの要件を満たさず、特に多い(金融機関は純資産の40%超、事業会社は投下資本の15%超)	取締役選任
7 取締役の任期	監査役会設置会社の場合、1年	監査役会設置会社の場合、2年	取締役選任
8 取締役会議長	支配株主がいる場合、社外取締役	—	—

※1 当社は上表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。

※2 株主資本利益率(ROE)が低迷、かつ経営改善努力が認められない場合に直近3期以上在任した会長・社長等の再任に反対する基準。

※3 指名・報酬ガバナンスを整備している場合とは、法定又は任意の指名・報酬委員会を設置し、その委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合をいいます。**2026年11月以降に適用** 当該指名・報酬委員会の委員のうち過半数を社外取締役が占める場合をいいます。

3 日本企業に対する議決権行使基準

ロールモデル基準

ロールモデル基準は、モニタリング・ボード基準同様、より高い水準を目指すよう働きかけることを目的としており、「望ましい経営のあり方」(P.22-24▶参照)の実現に向けてTOPIX100を構成する企業にロールモデル(模範となる存在)になってほしいという当社の期待を発信するものです。特に注目するESG課題(下記1~4)に対する取組み状況によっては会長・社長等の取締役再任に反対することがありますが、より高い水準を目指すよう働きかけることが狙いですので、取組みが明らかに不十分と判断した場合に限定することとしています。対象はTOPIX100を構成する企業に限定していますが、その他の投資先企業においても、より高い目線で望ましい経営のあり方の実現に取組みきっかけになると期待しています。

1

ESG課題を統合した情報開示

統合報告書を含む適切な媒体により、国際的に同意された基準に則って情報を開示し、数値データについては可能な限り第三者の保証を得ること。

2

気候変動

中長期的なGHG排出量のネットゼロ目標を設定しSBTの認定を取得すること及び気候変動問題に対するガバナンス・戦略・リスク管理・指標及び目標を明らかにすること。

3

ジェンダーの多様性

管理職における女性比率を開示し、同比率を高めるための中長期的な目標を設定・開示すること。

4

実効的なスキルを有する
社外取締役

株主総会資料においてスキル・マトリックスを開示し、社外取締役が経営・財務・ESGを含む能力と経験を有することを示すこと。

直近の改定(2025年11月)

1. モニタリング・ボードの要件のうち、女性の取締役の人数に関する要件を引き上げます。

改定前

モニタリング・ボードの要件:女性の取締役が取締役の人数の10%以上

改定後

モニタリング・ボードの要件:女性の取締役が取締役の人数の15%以上

2. 政策保有株式が特に多い場合に反対する基準の閾値を厳格化し、モニタリング・ボードの要件に近づけるとともに、政策保有株式に関する要件以外のモニタリング・ボードの要件を全て満たした場合は取締役会の監督機能を尊重することとします。

改定前

以下に該当する場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対する。

金融機関について政策保有株式が純資産の50%を上回る場合又は金融機関以外の会社について政策保有株式が投下資本^{*}の20%を上回る場合(いずれの場合も、前年の有価証券報告書に開示された情報を基礎とする。)

改定後

以下に該当する場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対する。

取締役会がモニタリング・ボードの要件(政策保有株式に関する要件を除く)を全て満たす場合を除き、金融機関について政策保有株式が純資産の40%を上回る場合又は金融機関以外の会社について政策保有株式が投下資本^{*}の15%を上回る場合(いずれの場合も、前年の有価証券報告書に開示された情報を基礎とする)。

※投下資本:政策保有株式と同じ有価証券報告書に記載された連結財務諸表(連結財務諸表がない場合は、単体財務諸表)に計上された純資産及び有利子負債の合計を指します。

3 日本企業に対する議決権行使基準

直近の改定(2025年11月)

3.2026年11月以降、指名(報酬)に関するガバナンスを整備していると判断する要件を、委員のうち過半数を社外取締役が占める場合、に引き上げます。

改定前 26年10月まで

「指名(報酬)に関するガバナンスを整備している場合」とは、法定又は任意の指名(報酬)委員会を設置し、その委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合をいう。

改定後 26年11月以降

「指名(報酬)に関するガバナンスを整備している場合」とは、法定又は任意の指名(報酬)委員会を設置し、その委員のうち過半数を社外取締役が占める場合をいう。

4.2025年11月より女性の取締役の人数の最低水準を引き上げることとしていましたが、予定通り実施します。これに満たない場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対します。

2025年10月まで

女性の取締役の人数の最低水準:1名

2025年11月以降

女性の取締役の人数の最低水準:10%

5.会社提案の議案に反対するよう他の株主に呼びかけるキャンペーンが増加していることを考慮し、判断の考え方や情報開示のあり方を明記します。

社外取締役の実効性

議決権行使基準では以下3点を定めています。2はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、1、3についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

- 1 社外取締役が期待される役割を十分に果たさなかったことが明らかになった場合、その再任に反対します。過去に当該基準を適用した事例は以下の通りです。
 - ネット金融資産を多く保有する上場子会社において、親会社に対して資金を貸付け。
 - 特定の株主が保有する株式を取得する目的で、直近の株価を上回る価格で自己株式の公開買付けを実施。
 - 経営陣に不適切な関連当事者取引が確認されたにもかかわらず、責任の追及が不十分。
 - 買収提案への対応を適時的に行わなかった。
- 2 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「コーポレートガバナンス機能の十分な発揮」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の取締役再任に反対します。
- 3 TOPIX100を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、これらの企業において社外取締役のスキルが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の取締役再任に反対します。

環境・社会課題

環境・社会課題への取組みに関連して以下4つの基準を設けています。2はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、1、3、4についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

- 1 ESG課題への取組みの観点から問題がある行為が認められ、株主価値を大きく毀損する行為に該当すると判断した場合、責任を有する者の取締役選任議案に反対します。
- 2 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「環境・社会課題への適切な取組み」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の再任に反対します。
- 3 TOPIX100を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、これらの企業においてESGに関する情報開示や気候変動について取組みが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の再任に反対します。
- 4 ESGに関する基本的な方針や気候変動問題に対するガバナンス・戦略・リスク管理・指標および目標の開示に関する定款変更を求める株主提案については、個別具体的な業務執行に関わる内容を含まない等の要件を満たせば賛成します。

3 日本企業に対する議決権行使基準

基準の歴史

当社の議決権行使基準の変遷についてご紹介します。

改定年月	議案分類	ポイント	主な改定内容
		野村アセット	議決権行使委員会を設置(2001年)
2006年3月	取締役選任/役員報酬	ROEに基づく業績基準	新設(ROEの閾値は3%、経営改善努力を考慮)
2007年3月	取締役選任/役員報酬	ROEに基づく業績基準	ROEの閾値を3% ▶ 5%に引き上げ
	取締役選任	社外取締役の独立性要件	新設(当時の委員会設置会社に適用)
2010年1月	取締役選任	社外取締役の人数(上場子会社)	新設(親会社出身の取締役がいる場合は、最低水準1名)
	経済産業省	伊藤レポート*がROE8%を示す(2014年8月)	ISS社 ROEに基づく業績基準を導入(2015年2月)
2015年4月	取締役選任	ROEに基づく業績基準	5%に加えて相対値(業界中央値)も参照
		社外取締役の人数	新設(最低水準は1名、ROE8%未満の場合に反対)
	東京証券取引所	コーポレートガバナンス・コード施行(2015年6月、2018年6月改訂、2021年6月再改訂)	
2016年4月	取締役選任/監査役選任	社外役員の実効性	新設(出席率75%未満の場合反対)
		社外取締役の人数	最低水準を1名 ▶ 2名に引き上げ
2017年4月	取締役選任	社外取締役の人数(上場子会社)	最低水準を1名 ▶ 2名に引き上げ
		社外取締役の独立性要件	全ての企業について独立性を求めるとを明記 独立役員届出書を参照
2017年11月	取締役選任	社外取締役の独立性要件	大株主に関する要件を追加
	株主提案	定款変更	賛成する類型を明記
		社外取締役の人数(上場子会社)	下段「社外取締役の人数」に統合
	取締役選任	社外取締役の人数	ROEに関する要件を廃止 支配株主あり:最低水準を2名 ▶ 3分の1に引き上げ
2018年11月		社外取締役の実効性	新設(社外取締役が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に反対)
	役員報酬	報酬ガバナンス	新設(報酬ガバナンスが整備されていると判断される場合に、会社提案に賛成する要件を緩和)
	定款変更	配当の取締役会授権	株主総会決議を排除せず、剰余金処分と社外取締役の人数が最低限の水準を満たしていれば原則賛成とすることを明記
2019年11月	取締役選任	社外取締役の人数	支配株主なし:監査役会設置会社以外は最低水準を2名 ▶ 3分の1に引き上げ 支配株主あり:ROEに関する要件を廃止
	企業再編・資本政策	M&A、ファイナンス関連	少数株主との利益相反等を考慮する考え方を明記
2020年6月	取締役選任/剰余金処分	COVID-19	業績基準及び剰余金処分に関する一部の基準の適用を停止
2020年11月	取締役選任	モニタリング・ボードの要件	新設(ジェンダー多様性、政策保有株式等、満たすべき8つの要件を設定) ▶ モニタリング・ボードへの移行を後押し
		社外取締役の人数	監査役会設置会社について最低水準を2名 ▶ 3分の1に引き上げ
		社外取締役の独立性要件	在任期間(12年)を追加

改定年月	議案分類	ポイント	主な改定内容
2020年11月	役員報酬	モニタリング・ボードの要件	新設(該当する場合に、業績等に関する要件を緩和) 新設(該当する場合に、一定要件を満たす株式報酬については、社外取締役等への支給に賛成)
2021年6月	取締役選任/剰余金処分	COVID-19	剰余金処分に関する一部の基準の適用を再開
2021年11月	取締役選任	エスカレーション	新設 ▶ 望ましい経営(ジェンダー多様性、政策保有株式等、ESG課題への取組みを含む)の実現を促す
		ROEに基づく業績基準	相対値の閾値を業界中央値 ▶ 25%ileに引き下げ モニタリング・ボードに該当する場合のみ経営改善努力を考慮
		社外取締役の人数	支配株主あり:最低水準を3分の1 ▶ 過半数に引き上げ
2022年1月	取締役選任	COVID-19	業績基準の適用を再開
		ROEに基づく業績基準	相対値の閾値を業界の25%ile ▶ 33%ileに引き上げ
2022年11月	取締役選任	取締役会の多様性	新設(女性取締役が不在の場合に反対)
		政策保有株式	新設(政策保有株式が特に多い場合に反対)
		社外取締役の人数	(2024年11月以降)最低水準を2名又は3分の1 ▶ 過半数に引き上げ。但し、支配株主がない会社において指名ガバナンスを整備している場合は3分の1
2023年11月	取締役選任	取締役の任期	新設(監査役会設置会社において取締役の任期が2年の場合に反対)
		取締役の人数	新設(取締役の人数が5名未満又は20名以上の場合に反対)
		ロールモデル基準	新設(2024年11月以降、TOPIX100を構成する企業において、取組みが明らかに不十分と判断した場合に反対)
	役員報酬/役員退職慰労金	報酬ガバナンス	報酬ガバナンスが整備されていない場合に反対する対象を全ての議案に拡大
		モニタリング・ボードの要件	「社外取締役が過半数」に独立性の要件を追加
		ロールモデル基準	注目するESG課題にジェンダーの多様性を追加
2024年11月	取締役選任	ROEに基づく業績基準	キャッシュリッチ企業に対するROEの閾値について、絶対値を5% ▶ 8%、相対値を業界の33%ile ▶ 50%ileに引き上げ
		取締役会の多様性	(2025年11月以降)最低水準を1名 ▶ 10%に引き上げ
		モニタリング・ボードの要件	女性の取締役の人数に関する要件を10% ▶ 15%に引き上げ
	取締役選任	政策保有株式	政策保有株式が特に多いと判断する閾値について、金融機関は純資産の50% ▶ 40%、金融機関以外の会社は投下資本の20% ▶ 15%に厳格化。モニタリング・ボードの要件(政策保有株式に関する要件を除く)を全て満たす場合は基準の適用を猶予
2025年11月	取締役選任/役員報酬/役員退職慰労金	指名ガバナンス 報酬ガバナンス	(2026年11月以降)指名(報酬)ガバナンスを整備していると判断する要件を、指名(報酬)委員会の委員のうち過半数を社外取締役が占める場合に引き上げ

※「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜」プロジェクトの最終報告書。 ●特に重要な改定内容にはハイライトしています。

4 開示:高い説明責任

集計値の推移

暦年		2020		2021		2022		2023		2024		2025	
		議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)
会社機関に関する議案	取締役の選解任	17,959	5.8	18,429	6.8	17,924	8.1	18,337	10.1	18,022	9.1	15,995	8.7
	監査役の選解任	2,589	12.8	1,811	13.3	1,539	13.3	2,197	11.7	1,935	11.2	1,167	7.3
	会計監査人の選解任	63	0.0	91	0.0	83	0.0	78	0.0	52	1.9	53	17.0
役員報酬に関する議案	役員報酬 ^{※1}	826	24.0	1,087	23.7	945	18.8	736	20.2	776	32.1	742	23.3
	退任役員の退職慰労金の支給	165	85.5	123	78.0	120	76.7	73	94.5	85	97.6	52	94.2
資本政策に関する議案(定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,548	0.6	1,500	3.3	1,502	5.0	1,472	5.4	1,472	4.3	1,261	3.7
	組織再編関連 ^{※2}	38	7.9	61	9.8	43	14.0	35	14.3	32	12.5	30	16.7
	買収防衛策の導入・更新・廃止	92	100.0	57	96.5	63	100.0	82	100.0	42	100.0	41	97.6
	その他資本政策に関する議案 ^{※3}	59	6.8	100	9.0	77	13.0	68	1.5	86	10.5	93	7.5
定款に関する議案		530	1.7	630	3.0	2,402	1.0	572	3.3	507	4.7	480	4.4
その他の議案		8	25.0	5	40.0	2	50.0	3	0.0	2	0.0	0	0.0
会社提案合計		23,877	7.6	23,894	8.3	24,700	8.5	23,653	10.6	23,011	10.2	19,914	9.2
		議案数(件)	賛成比率(%)	議案数(件)	賛成比率(%)	議案数(件)	賛成比率(%)	議案数(件)	賛成比率(%)	議案数(件)	賛成比率(%)	議案数(件)	賛成比率(%)
株主提案	会社機関に関する議案	83	13.3	35	11.4	54	3.7	97	18.6	81	18.5	70	7.1
	株主提案合計	236	12.7	174	9.8	315	9.5	453	19.2	369	17.1	385	10.9

※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

参考

外国企業に対する議決権行使結果
2025年1月~12月

賛成(件)

会社提案	21,219
株主提案	408
合計	21,627

賛成比率(%)

会社提案	88.2
株主提案	61.3
合計	87.5

反対(件)

会社提案	2,828
株主提案	258
合計	3,086

反対比率(%)

会社提案	11.8
株主提案	38.7
合計	12.5

2025年の動向

取締役の選解任

反対比率は僅かに低下しました。女性取締役の人数および社外取締役の独立性が不足していることによる反対件数の減少が主要因となりました。

- **女性取締役の人数・社外取締役の独立性**
女性取締役や独立性を有する社外取締役の選任が進展したことにより、反対件数は減少しました。
- **社外取締役の人数**
原則として過半数の社外取締役の選任を求める基準を本格適用したことにより、反対件数が増加しました。

役員報酬

反対比率は低下しました。要因は以下の通りです。

- **報酬ガバナンス**
前年は報酬ガバナンスを求める対象を全ての役員報酬議案に拡大したことにより反対比率が上昇しましたが、本年は報酬ガバナンスを整備していないことを理由に反対する議案数が減少したため、反対比率が低下しました。

4 開示:高い説明責任

会社提案の反対比率が低く見える背景

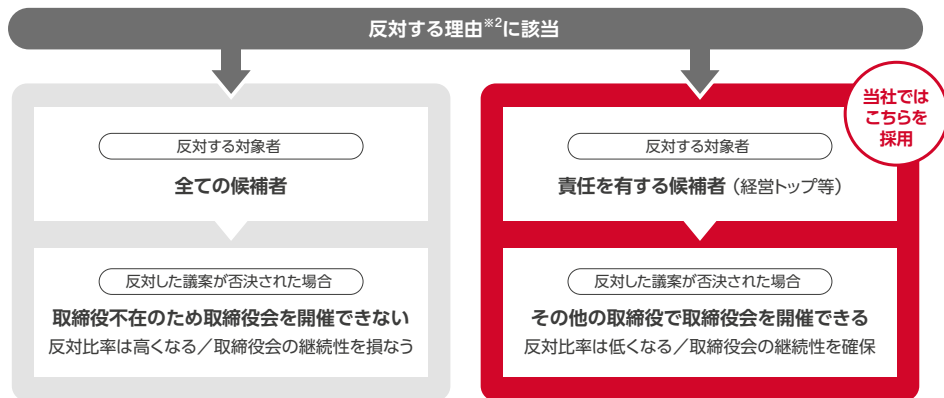
最も議案数が多く、反対比率に影響が大きいのは取締役選任議案です。当社は、取締役会の継続性に配慮^{※1}し、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定しています。このことが相対的に反対比率が低く見える原因になっています(下図)。

実際、2025年4-6月に開催された株主総会における取締役選任議案への反対率は7.7%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42.2%であり、特に低い水準ではないと考えています。

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一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



※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。 ※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど。

個別議案への賛否

当社が特に説明を要すると考える議案について、開示の具体例をご紹介します。

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	総会	賛否	賛否の理由
定時	会社	取締役の選解任	賛成	政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて縮減状況及び取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、賛成しました。
定時	会社	取締役の選解任	賛成	社外取締役の人数に関する当社基準を満たさないものの、指名ガバナンスが未整備である合理的な理由が認められること、再整備する意向を示していることを考慮し、反対の理由としませんでした。

特に説明責任を果たす必要性が高いと判断する議案

資本政策やM&Aに関する議案に加え、取締役選任を求める議案も見られます。

総会種類	提案者	総会	賛否	賛否の理由
定時	会社	取締役の選解任	反対	資本の効率的な活用を実現するための監督機能の強化に関するエンゲージメントの状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断するとともに、ロールモデルとして望ましい経営の実現に向けた取組みが明らかに不十分と判断し、当社基準に則り反対しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	反対	マネジメント・バイアウト(MBO)のために行われた公開買付けに応募しなかった株主をスクイズアウトするための議案。少数株主の利益保護のための一般的な取組みが確認されるものの、少数株主との利益相反が強く懸念され、経済的条件が不十分であることを考慮し、当社基準に則り反対しました。
定時	会社	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成。なお、特定の株主が不正行為が疑われる取引への対応を問題視し当該議案に反対するよう要請しましたが、企業価値向上に対する効果が不明と判断しました。
臨時	株主	取締役の選解任	賛成	内部統制及び品質管理の問題を指摘し、社外取締役3名の追加選任を求める議案。品質を含むリスク管理の強化と企業文化の変革は急務と判断し、候補者のスキルも考慮したうえで当社基準に則り賛成しました。

4 開示:高い説明責任

個別議案への賛否

対象企業

情報・通信業A社 —— 取締役の選解任:会社提案・株主提案

背景

特定の株主(以下、提案者)は、当該企業の株主価値を大きく毀損する行為に起因する業績の急激な悪化及び株価の低迷を指摘し、ガバナンス改革や非中核事業のスピンオフ、政策保有株式の解消、中核事業の改革を要求、A社はガバナンス改革やアクションプランを示し提案を拒否していました。当社は、A社が提案者から指摘された課題に迅速に対応しており外部から方向転換を迫る必要性は乏しいものの、取締役の指名は刷新前の取締役会が実施しており、指名プロセスが最善とは言い切れないこと、A社において株主価値を大きく損なう行為が認められたことから、監督機能を強化する必要があると判断しました。

議案の概要と賛否

取締役候補者は会社提案が11名、株主提案が12名でした。定款上の員数上限は18名であったため、残る7名の選任が論点となりました。詳細は以下の通りです。

賛否の理由

会社提案 | 株主価値を大きく毀損する行為が認められましたが、次期社長候補を除き経営体制は刷新されており、責任を有する者の取締役候補者への選任状況を考慮し反対の理由としませんでした。

株主提案 | 監督機能の強化が必要と認められることから、定款に定める員数上限および候補者のスキル・独立性を考慮し、業界内で上場企業の経営経験を有する候補者1名と、業界外で同経験を有する候補者1名の計2名の選任に賛成しました。一連の事案の背景には業界固有の特殊性があると考えられるため、実効的に監督機能を発揮するには、業界内外双方の知見が必要であると判断しました。



気候変動問題に関する株主提出議案

気候変動問題に関する株主提出議案について、議案ごとの判断理由だけでなく、当社が気候変動関連議案に対して判断を行った背景を包括的に説明しています。次頁では、気候変動問題への対応を求める株主が提出した定款変更議案をご紹介します。

複数の企業に対して気候変動問題への対応を求める定款変更議案が提出されました。気候変動問題は当社が持続的な企業価値向上のために特に重要と考える環境・社会課題の一つであり、情報開示の充実や監督機能の強化を求める議案については前向きに審議することとしています。

過去には同様の議案について個別に審議したうえで賛成したケースが複数ありますが、今回は該当する議案はありませんでした。社会的・政治的な主張を目的とした議案や個別具体的な業務執行に関わる議案、法規制等が求める水準に比べて過大な要求を含む議案のほか、提案の理由や当該企業の取組みを考慮したうえで取締役会の意見を尊重すべきと判断した議案に反対しました。

なお、一部の提案株主から定款の変更ではなく当該企業への勧告として判断してほしいとの意向が示されました。当社は議案が可決された場合の影響を十分に考慮する方針としており、環境・社会課題への対応を定款に記載することの適切性については柔軟に判断するものの、勧告として審議するのは適当でないと考えています。

利益相反が生じ得る議案

当社の親会社である野村ホールディングスを含むグループ関係会社の議案やグループ関係会社に関わる案件に係る議案は理由を詳細に説明しています。次のページでは、グループ関係会社である野村證券が財務アドバイザーおよび第三者算定機関として買収や組織再編に関わった議案をご紹介します。

4 開示:高い説明責任

個別議案への賛否

総会種類	提案者	総会	賛否	賛否の理由
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題等の財務リスク監査の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できる面があるものの、法規制等が求める水準に比べて過大な要求を含んでおり定款への記載は妥当でないと判断し、当社基準に則り反対しました。
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題に対する財務的影響の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できる面があるものの、現行の法規制等が求める水準を上回る要求が含まれていること、当該企業は更なる取組みを行う意向を示していることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断し、当社基準に則り反対しました。
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題に対する顧客の移行計画の開示に関する定款変更を求める議案。提案者の指摘に賛同できる面があるものの、当該企業の取組みはすでに一定の水準にあることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断し、当社基準に則り反対しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	反対	親会社による公開買付けに応募しなかった株主をスクイズアウトするための議案。少数株主との利害の相反が強く懸念されること、少数株主の利益保護の取組み及び経済的条件が不十分であることを考慮し、当社基準に則り反対しました。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ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として関わりました。
定時	会社	取締役の選解任	反対	候補者は当社基準を満たしますが、買収提案への対応を適時的に行わなかった責任は重いと判断し、反対しました。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ファイナンシャル・アドバイザーとして関わりました。

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1,300社、この3か月を合わせると1,700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



7月~10月

1 議決権行使ガイドラインの改定

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月~5月

3 株主総会を見据えたエンゲージメント

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。

通年 特に11月~3月

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

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。

11月~1月

2 改定を周知するためのエンゲージメント

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月~6月

4 株主総会の集中期

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。

1月・4月・7月・10月

6 議決権行使結果の開示

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。

キャッシュリッチ企業への対応

野村アセットマネジメントは、「投資先企業の望ましい経営のあり方」として、資本の効率的な活用による価値創造、コーポレートガバナンス機能の十分な発揮などを掲げており、スチュワードシップ活動を通じて投資先企業に積極的に働きかけています。

特にキャッシュリッチ企業に対しては、エンゲージメントにおいて、中長期的に資本コストを上回る価値を創造できる成長性と効率性の高いポートフォリオを構築できているか、その前提としてコーポレートガバナンスが十分に機能しているかの議論を深めています。

議決権行使基準においては、キャッシュリッチ企業に該当する定義を定め、株主資本利益率(ROE)の最低基準を引き上げる、親会社またはグループ会社への貸付等は望ましくない、剰余金処分についてROEと株主還元率の要件を求めるなど、より厳しい基準を設けています。

以下、当社がキャッシュリッチ企業に対して行ったエンゲージメントの代表的な事例のうち、エンゲージメントが奏功した事例とうまくいかなかった事例を紹介します。

1つ目は奏功した事例です。当該企業は日本を代表する素材企業としてグローバルに競争力を発揮し高いキャッシュ創出能力を持つ優良企業ですが、手元資金の蓄積が資本効率の低下要因となっており、適切な資金配分方針の策定・実行が求められていました。エンゲージメント開始当初、当該企業は、資金配分方針の重要性には同意しつつも、定量的な内容の開示には消極的でした。しかし、資本配分の重要性、特に定量的な資本政策の策定・開示による市場の不確実性軽減を繰り返し伝えた結果、決算説明会で、現預金を一定以下の水準に抑える方針が発表されました。さらに、次回の決算説明会では、大規模な自社株買いを実施することを表明し、資本効率性向上に向けた強い姿勢を示しました。現在も対話を継続し、ROEなどの資本効率目標の開示を促しています。

2つ目はうまくいかなかった事例です。当該企業は、日本を代表する電子機器企業として高収益の成長企業ですが、キャッシュリッチで、今後もキャッシュの積み上がり、ROEの低下が懸念される状況でした。そこで、経営経験のある社外取締役の設置、または役員報酬の改革(資本効率性指標をKPIとする業績連動報酬または株式報酬)を求めました。しかし、当該企業は、現状において必要と考えていないとし、進展は見られませんでした。また、監督機能を担う社外取締役との面談を求めましたが、実現しない状況が継続しています。当社は、十分な取り組みが行われず、改善も見込まれないため、中長期的に企業価値向上と持続的な成長を妨げる可能性があるかと判断、議決権行使にエスカレーションすることとし、会長・社長等の取締役再任に反対しました。現在も、ガバナンスの強化に向けて対話を継続しています。

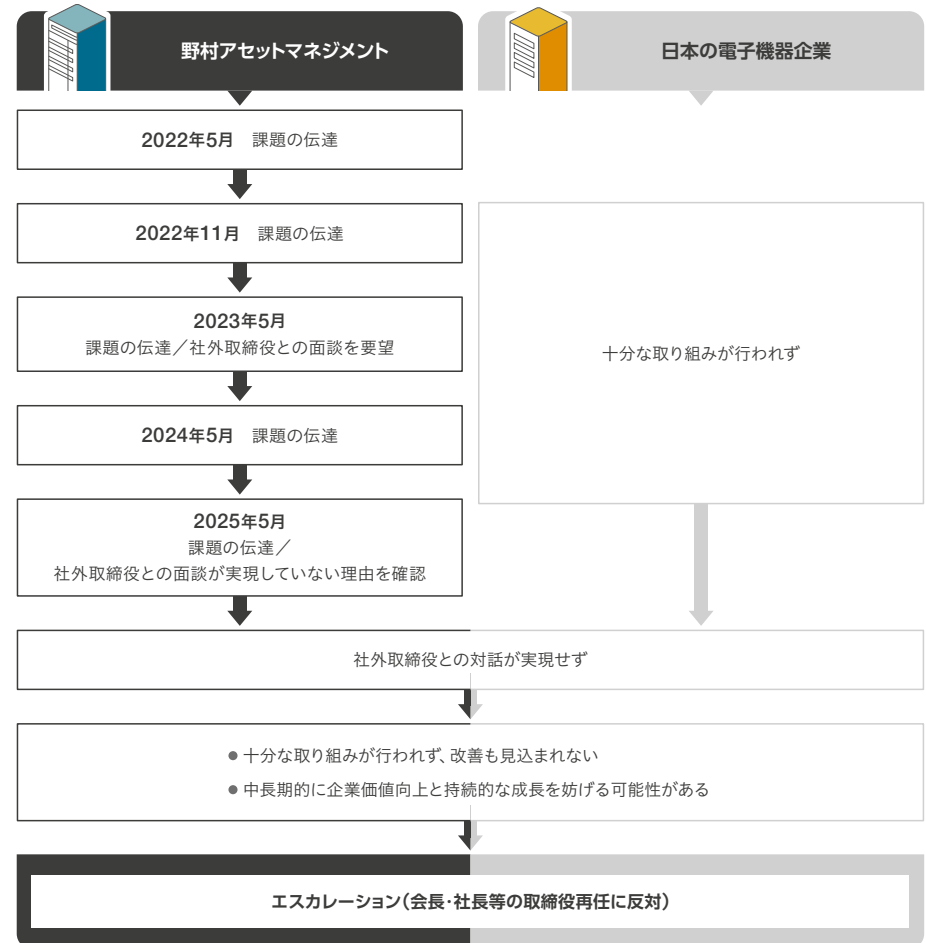
キャッシュリッチ企業への対応事例

課題

余剰キャッシュを抱えたバランスシート 社外取締役による監督の強化が必要

面談日

2020年9月～
2025年5月
直前面談者(先方):
取締役



議決権行使とエンゲージメントの一体運営

野村アセットマネジメントは、毎年議決権行使基準を改定し、望ましい経営の実現のために投資先企業に働きかけています。議決権行使基準は客観的な定量基準や形式基準であり、一定の条件のもと反対する蓋然性が明らかになっています。

一方でエンゲージメントを通じて望ましい経営の実現に向けた取り組みが確認できる場合もあります。そのような場合には、議決権行使において、基準通りの判断とせず、エンゲージメントの状況を踏まえて、責任投資委員会で検討し結論を得る場合もあります。例えば、政策保有株式に関する議決権行使基準を満たさない場合であっても、エンゲージメントを通じて政策保有株式の縮減状況、取締役会における検証状況が確認された場合には、取締役選任に反対しないこともあります。取締役会の検証状況とは、当社が考える取締役会の理想形であるモニタリング・ボードであることが一つの目安となります。

このように、機関投資家の議決権行使基準の厳格化は進んできましたが、企業との対話も積極的に行われるようになり、エンゲージメントを踏まえた議決権行使、つまり一体運営が進展しつつあります。

以下に、当社が行ったエンゲージメントにより改善が認められたため、議決権行使基準通りの判断をしなかった事例を紹介します。当該企業は電子部品を中心とした複合企業として成長してきましたが、多角化した事業の中には低収益の事業もあり、業績が伸び悩み、構造改革が必要でした。また、過去の事業投資の成功の結果ではありますが、政策保有株式を多く保有し、資本効率の低下が課題となっていました。当社は数年前からエンゲージメントにおいて、事業ポートフォリオの整理と政策保有株式の売却の検討を求めてきました。当初は各事業における改善に注力しているとの説明で抜本的な改革は想定していないようでしたが、当社より低収益事業の改善が遅いこと、政策保有株式の売却の必要性を再三指摘したことにより事業ポートフォリオの見直しと今後5年間で政策保有株式の中心になっている株式を売却する方針を公表しました。当社は公表の内容に賛意を示す一方でスピード感をもって実行してもらうよう伝えました。2025年2月に当該企業は事業売却の規模や政策保有株式の売却期間を短縮する方針を公表しました。その後のエンゲージメントで事業整理の具体的な検討状況、政策保有株式の縮減スケジュール、取締役会における検証状況を確認しました。2025年6月の総会の議案判断にあたっては、業績及び政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて業績改善及び監督機能強化のコミットメントが認められたこと、政策保有株式の縮減状況及び取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、会長・社長等の取締役再任に賛成しました。

議決権行使とエンゲージメントの一体運営の事例

面談日

2022年3月～
2025年5月

面談者(先方):
代表取締役会長、
代表取締役社長、
執行役員管理本部長、
財務部長 ほか

課題

**事業構造改革が遅れ、業績が低迷
早期の政策保有株式縮減、
ガバナンス強化が必要**

