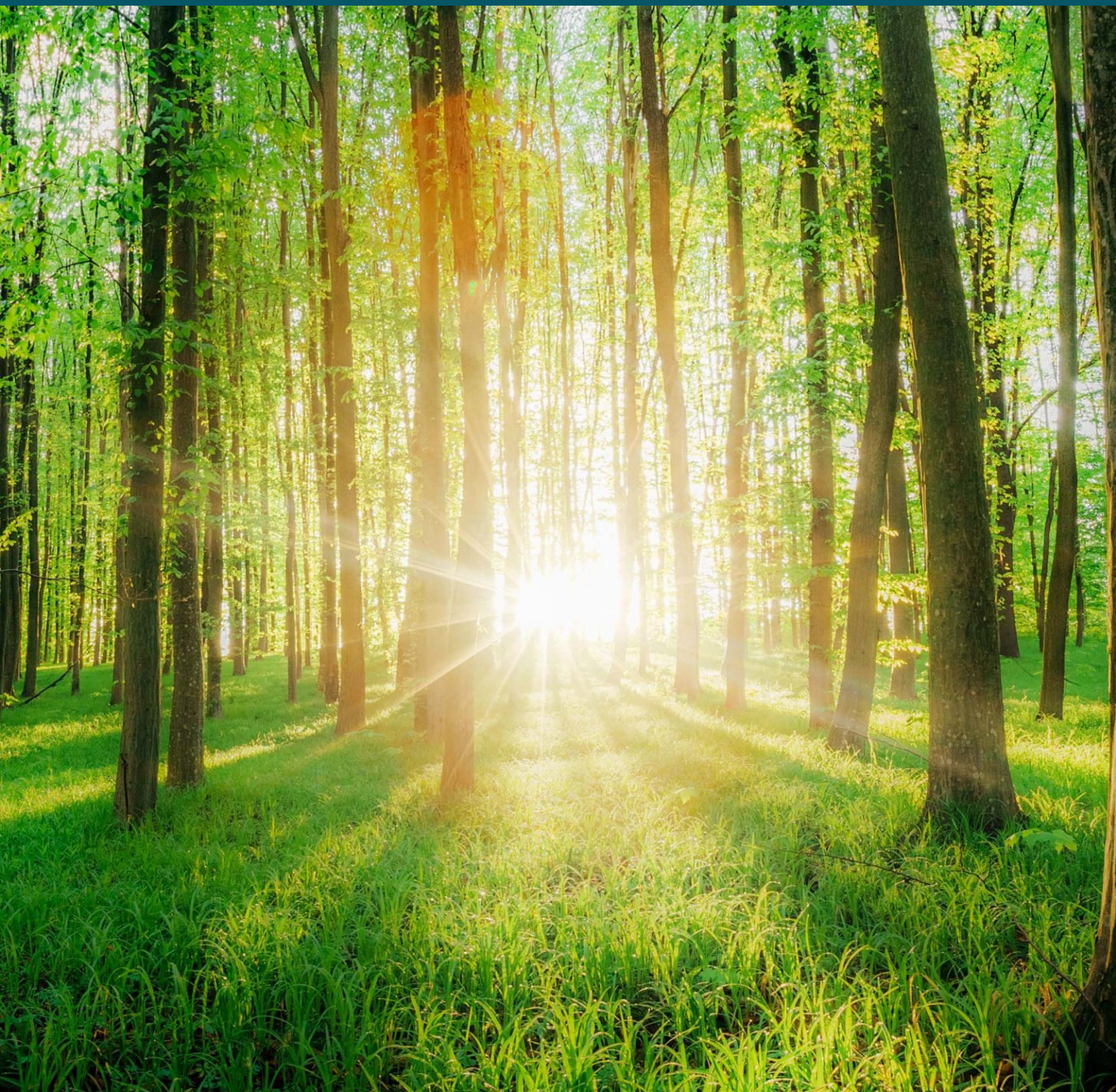


2024年4月

グローバル・スチュワードシップ・レポート

対象期間：2023年1月1日～12月31日



はじめに



我らが地球の「管理」を改善する必要性に疑問を抱いている人がいたとしたら、去年はきっとその必要性を確信させられたことでしょう。2023年には、環境・社会面で記録がいくつも塗り替えられました。過去最高気温がかなりの差で更新され、

この猛暑に伴い、カナダが過去最も悲惨な山火事に、アマゾンが観測史上最悪の干ばつに見舞われるとともに、日本・中国・韓国・インドの一部地域において雨季の降雨量が過去最高を記録するなど、世界中が気候関連の出来事に見舞われました。

このような背景から、スチュワードシップは資産運用業界にとって必須の責務となりつつあると当社では考えています。リスク調整後の投資リターンが地球の劣化という犠牲の下に得られたものだとしたら、今まさに成長過程にある世代は私達に感謝することはないでしょう。リターンの追求と環境・社会面でのコストを切り離して考えることは、もはや不可能なのです。2022年の報告書では、日興アセットマネジメントがこの課題にいかに率先して取り組んできたかをご説明しました。2010年に世界銀行と共同で世界初のグリーンボンド専用ファンドを組成したのをはじめ、2014年には日本版スチュワードシップ・コードの導入において主導的役割を果たし、2022年には私が当社で初めての女性社長に就任するなど、当社はパイオニアとして歩んできました。去年はその歩みのなかでさらなる節目を迎え、その際にも申し上げましたが、私が最優先課題としたのは、新設したグローバル・サステナブル・インベストメント・チームをさらに拡大させること、ESGインテグレーションとスチュワードシップ活動を推進すること、そして上級職に占める女性の数を増やすことでした。当社はこれらすべての分野で前進を遂げています。

拡大・効率化したESGリソース（およびサステナブル・インベストメントのグローバル・ヘッド）を戦力に、当社は様々なESG課題に関して企業とのエンゲージメントを大幅に深めています。それを表しているのが今年のケース・スタディで、より多くの投資先企業をより優れたESGの実践へと導くのに、当社がアジアを中心として着実な前進を遂げてきたことを示しています。当社はまた、株主総会で気候変動関連決議への支持を積極化するとともに、様々なESGラベリングの基準・規制の細分化が進んでいることを意識して、独自のESG運用資産残高分類の枠組みを構築する大規模な社内プロジェクトに着手しました。

女性の役割向上は、私が自身のキャリアを通じて提唱してきたことです。これについてはやるべきことがまだありますが、当社の確実な前進をご報告することができます。現在では社員の5分の2近くを女性が占めており、管理職においても4分の1に近づいています。当社では、女性や他のマイノリティを積極的に登用し続けており、それを様々な方法で実践しています。

より広範な活動としては、当社は引き続き、サステナビリティと企業慣行の改善を推進するいくつかの業界団体に積極的に参加しています。例えば、私自身、GFANZの日本支部の設立時から参加し、日本が2050年までにネットゼロを達成する方法についての議論に参加できたことを、大変嬉しく思っています。

当社のスチュワードシップの旅は続いており、2023年はその道程において大きく前進することができました。実績を認識しながらもまだ道半ばであることは自覚していますが、サステナビリティ能力の構築に労力を注いだこと、そして事業へのESGインテグレーションを進められたことは、将来に向けて幸先が良いと捉えています。

Stefanie Drees

ステファニー・ドゥルーズ／代表取締役社長

目次

原則 1	署名機関の目的、投資哲学、戦略、及び文化によって、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むスチュワードシップを可能とする。	04
原則 2	署名機関のガバナンス、リソース、及びインセンティブはスチュワードシップをサポートする。	12
原則 3	署名機関は、顧客と最終受益者の最善の利益を優先するために、利益相反管理を行う。	18
原則 4	署名機関は、十分に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスク及びシステムリスクを認識し、それに対応する。	21
原則 5	署名機関は、自身の方針を見直し、自身のプロセスを確実なものとし、自身の活動の効果を評価する。	30
原則 6	署名機関は、顧客と最終受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に係る活動とその結果を彼らに伝達する。	34
原則 7	署名機関は、スチュワードシップと投資を、重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する。	41
原則 8	署名機関は、アセットマネジャー及び／又はサービスプロバイダーをモニタリングし、責任を問う。	50
原則 9	署名機関は、資産価値の維持又は向上のため、発行体企業とのエンゲージメントを行う。	55
原則 10	署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、協働的なエンゲージメントに参加する。	66
原則 11	署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動のエスカレーションを実施する。	70
原則 12	署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たす。	75

原則
1

署名機関の目的、投資信条、戦略および文化によって、顧客と受益者に長期的価値をもたらすスチュワードシップが可能となり、経済・環境・社会にとっての持続可能な利益につながる。

趣旨説明

署名機関の目的、投資哲学、戦略および文化によって、顧客と受益者に長期的価値をもたらすスチュワードシップが可能となり、経済・環境・社会にとっての持続可能な利益につながる。

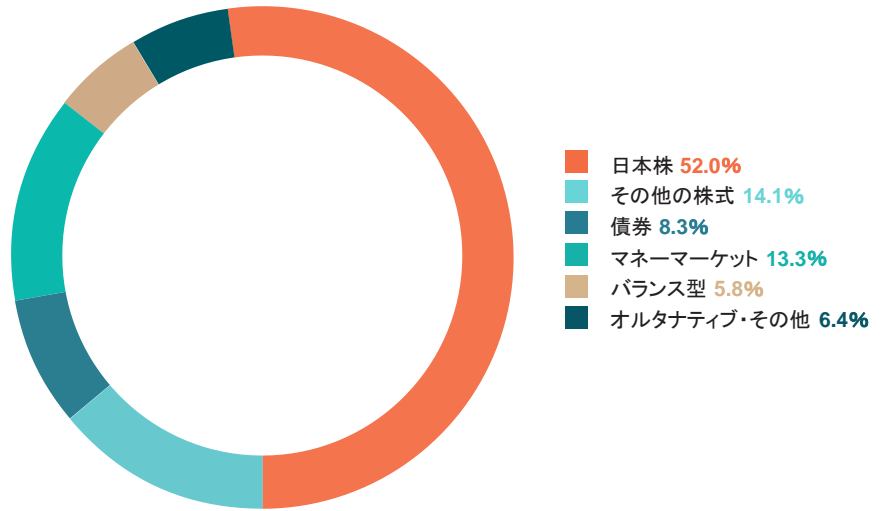
背景

日本で生まれた日興アセットマネジメント・グループ(以下「日興AMグループ」)は、2,287億米ドルの運用資産残高(以下「AUM」、2023年12月31日現在)¹を有するアジア最大級の独立系資産運用会社です。顧客とAUMの両方で大きな割合を占める日本に本社を置きながら、英国を含む世界各地の多くの拠点で資産運用を行っています。グローバルな視点とアジアのルーツを組み合わせることにより、お客様のニーズを満たす洗練された多様な投資ソリューションを生み出しています。こうしたニーズは、お客様が個人投資家か機関投資家かによって異なりますが、どのようなタイプのお客様に対しても、資産を運用する目的を確認してその目的に最も適う結果を導き出すことを指針としています。そのために、スチュワードシップを当社の活動、そして日本企業としてのルーツがもたらす特有の価値観の中心に据えています。

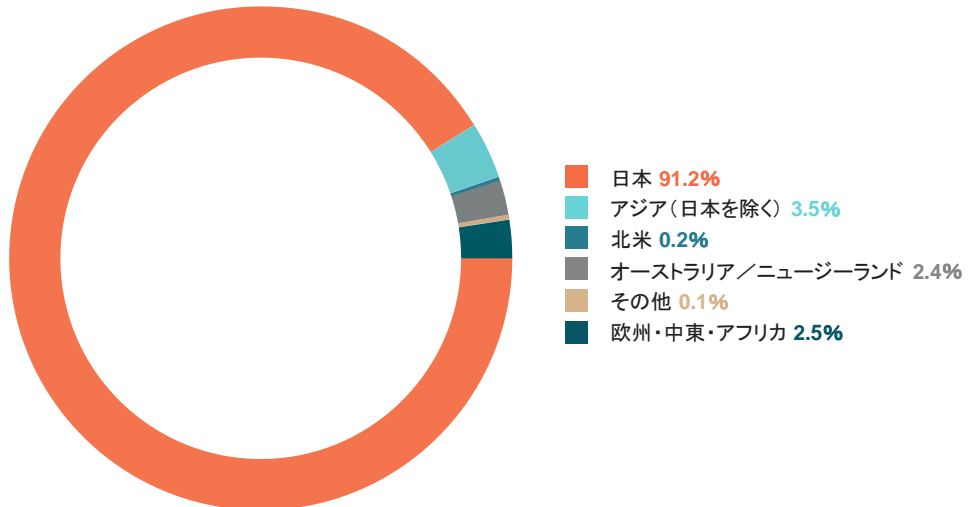
日本の文化は自然との調和、そして人との調和をともに重んじ、西洋の伝統に比べると、個人の重視度が相対的に低く社会をより重視します。このため、当社では過去60年の成長過程にわたり、良き企業市民でなければならないという信念が浸透してきました。スチュワードシップとエンゲージメントに対する当社のアプローチは、このような背景の下で発展してきたものであり、英国スチュワードシップ・コードへの対応に反映されています。

AUMの資産クラス別および顧客居住地別での内訳は、以下のチャートの通りです²。

資産クラス別AUM*



顧客居住地別AUM*

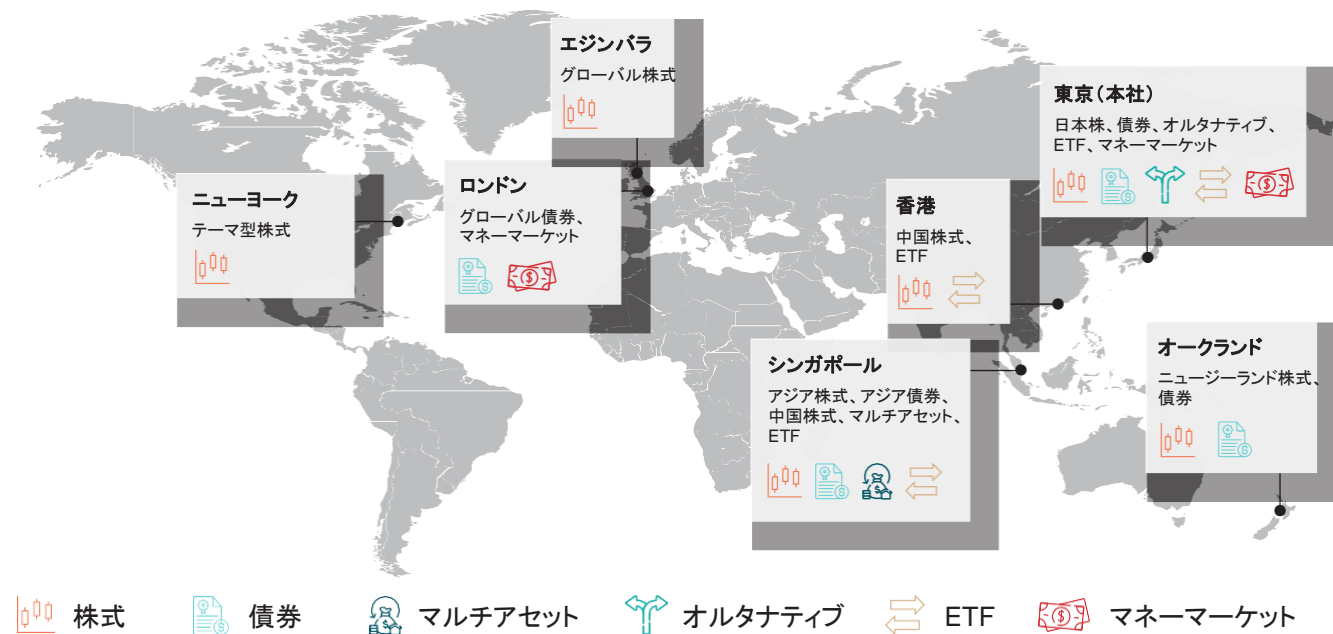


*2023年12月31日現在

1 2023年12月31日現在。日興AMグループの連結運用資産およびサブアドバイザー資産(子会社を含むが出資比率が50%未満の関連会社および合併会社は除く)。

2 出所におけるデータの四捨五入により合計が総和と一致しない場合がある。「マルチアセット」は資産が株式と債券で構成されているもの。これら各資産のスチュワードシップについては、本報告書で個別に取り上げている。「オルタナティブ」はリート、ロング/ショート戦略の株式、インフラ投資で構成される。グループ全体のAUMの0.8%を占めるインフラ投資は外部の運用会社によって運用されているが、これらの運用会社は、ESGポリシーのレビューを含め日興AMの外部運用会社デューデリジェンスの対象となっている。

運用チームの所在地

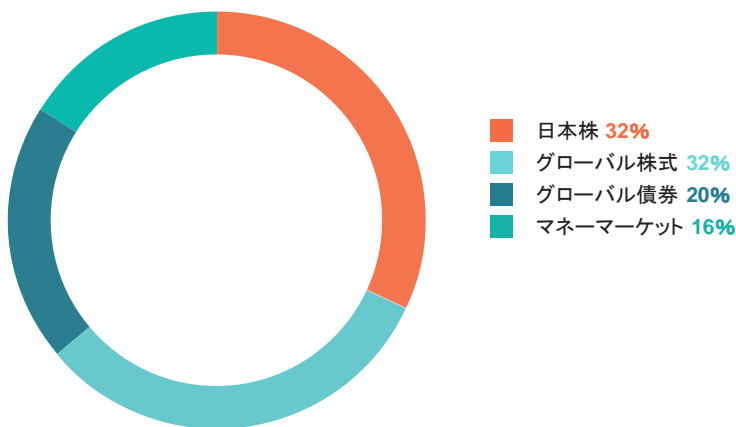


日興AMグループは世界11カ国に拠点を有し、4大陸7拠点に自社の運用チームを配しています。グローバルなネットワークにわたり、幅広いアクティブ運用の株式・債券・マルチアセット戦略で高い確信に基づく資産運用を提供しており、また、アジア最大級の上場投資信託(ETF)をはじめ、パッシブ運用戦略も充実させています。

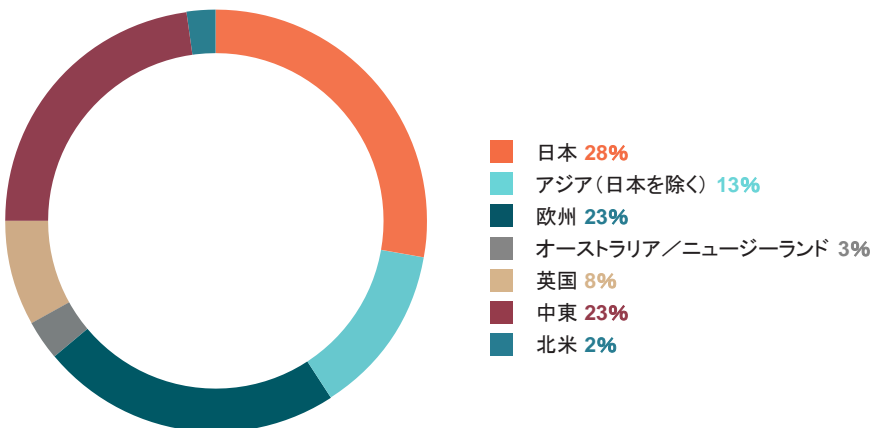
当社のAUMとお客様は大半がアジアに所在しますが、長期的な事業目標としては、世界中のお客様に最高クラスの投資ソリューションを提供することを目指しています。

当社ではクロスボーダーの運用委託を実施しており、グループ内の各拠点が現地のクライアント・サービス・チームのサポートを受けながらビジネス開拓を行う一方、運用については適切な運用チームがいる各地域のグループ会社に委託しています。たとえば、グループ全体の約7% (2023年12月31日現在) を占める当社英国法人のAUMは、様々なお客様に代わって運用しているものであり、これらのお客様は各国・地域およびグローバル両方の当社運用チームの運用能力を利用することが可能となっています。2023年12月31日現在における英国法人のAUMの内訳は、右のグラフの通りです。

英国法人の資産クラス別AUM*



英国法人の顧客居住地別AUM*



*2023年12月31日現在

倫理規範

当社では、責任感を大切に安定と調和を重んじるとともに、環境、地域社会、そして他の人々への敬意を育むことを信条としています。アクティブな投資家として、投資先企業とのあいだで信頼と尊重に基づく長期的な関係を構築し、顧客・経済・環境・社会にとってより良い結果となるよう促すことの価値を認識しており、そうすることで、より良いグローバル市民となるよう努めています。

以降では、当社の企業バリューを投資信条、企業文化、エンゲージメントに照らしてまとめており、また活動のセクションでは、これらの企業バリューがどのように効果的なステュワードシップにつながっているかについて説明します。これらの企業バリューは当社グループの**倫理規範**に集約されており、当社は当規範に基づいて以下を遵守することにコミットしています。

- お客様に対するフィデューシャリー・デューティー
- 資本市場の公正性
- 環境保全に対する責任
- 社会的責任

当規範は当社グループの取締役会によってレビューされており（レビュー・プロセスの詳細については原則5への回答に記載しています）、世界中の全従業員に年1回研修を実施して周知します。当規範は、当社が受託者としてお客様に対し忠実・注意義務を負っていることを認識するものです。受託者としての立場で行動する場合、全従業員はお客様の利益のために行動し、お客様の利益を当社グループ、第三者または自分自身の利益よりも優先しなければなりません。また従業員は、相当の注意をもって行動し、職務の遂行において賢明な判断を行わなければなりません。当規範は、規制当局や一般市民に対する義務、金融市場の公正性の維持に対する義務、倫理的な事業慣行や公正な競争、環境・社会的責任に対する義務など、多くの特定分野において指針を提供し基準を定めるもので

あり、また当社職員の個人取引にも適用されています。

当社の企業文化の根底にあるのは、お客様から託された資金を運用する者として、お客様の目標を達成するための適切な投資ソリューションを提供する義務があるという信念です。この義務を遂行するには、お客様の投資目的、リスク選好度、サステナビリティに対する意欲、規制や会計の枠組み、さらには我々全員が暮らす社会・環境情勢全体を把握する必要があります。

環境・社会・ガバナンスと全社的グローバル成長戦略

当社は、環境・社会・ガバナンス（ESG）への配慮が長期的な企業価値創造に不可欠であり、持続可能な経済成長の実現に貢献すると強く信じています。この観点から、ESG問題をお客様に対するフィデューシャリー・デューティーの不可欠な一部とみなし、すべての運用プロセスにESG原則を組み込むよう努めています。

ESGは当社が歴史的に注力してきた分野です。1999年に日本初となる社会的責任投資ファンドを、2010年には世界銀行と協力して同行発行のグリーンボンドに投資する「Global Green Bond Fund」を設定しました。後者については2023年に同様のファンドをあらためて設定しましたが、ファンドではソブリン債や国際機関債、政府機関債に加えて社債にも投資しており、特に、再生可能エネルギーや持続可能な輸送、グリーン建材など、ネットゼロ経済への移行を促進するような投資対象を探求しています。また、気候変動や環境、重要な社会的問題への行動を求める声の高まりは、当社の全社的グローバル成長計画をも方向づけています。当社のグローバル・サステナブル・インベストメント・チームは、当社の運用体制に組み込まれ世界中の拠点と完全に連携しており、これによって当社は、ESGの成果をお客様に提供し高い国際基準を満たすことができている（当該

部署の人員配置とガバナンスの詳細については、原則2のセクションをご覧ください）。当グループのグローバル成長計画の一環として、当社は2023年11月、より高いリスク調整後リターンをより良い環境成果とともに提供することに注力する英国のリサーチ・ベースのクオンツ運用会社Osmosis (Holdings)の少数株主持分取得に合意しました（2024年1月に取得完了）。Osmosisは資源効率性と環境へのポジティブな影響の実現にフォーカスしており、これが同社とのパートナーシップの基盤となっています。

ESGインテグレーションに対する当社のアプローチについては、原則7のセクションで詳しく説明しています。ESG、責任投資およびステュワードシップに関する当社のポリシーは、当社ウェブサイトの「[Fiduciary 企業理念とフィデューシャリー・ESG原則](#)」、「[責任投資に対する日興アセットマネジメントのコミットメント](#)」、「[気候変動についての意見表明](#)」、「[TCFD報告書](#)」、「[サステナビリティ・レポート](#)」、「[エンゲージメント&ステュワードシップ戦略](#)」および「[ステュワードシップ活動のご報告と自己評価](#)」の各項目でご覧いただけます。

国際基準を満たすことへのコミットメントの一環として、当社では既存の枠組み、ポリシーおよび開示の多くを継続的に改善しています。

企業文化

多様に富み包括的で協調的な当社の企業文化は、重要な競争優位性であり、これによって差別化された知見を生み出すことができます。当社の従業員は多様なバックグラウンドを持ち、アジアとヨーロッパの主要言語をカバーする語学力を備えています。お客様の長期的投資目標に最も適する方法でお客様の資産を保護し成長させるという共通の目的の下、30カ国の国籍にわたる従業員と一緒に働いています。

当社のチーム・ミーティングでは幅広い参加を奨励し、チームの知力や経験、文化・ジェンダー面での多様性、そして各個人の経験を総動員して、市場のコンセンサスに疑問を投げかけています。相互尊重に基づく共通の価値観も加わって、当社のチームは、多様で変化の速いグローバル・地域市場に投資するという難しい使命を全うする体制を十分に整えています。ダイバーシティ、公平性およびインクルージョンというバリューにコミットするグローバル企業として、当社のガバナンスに対するアプローチが欧米のパラダイムだけでなく他の地域の基準を反映していることは、適切であると言えます。例えば、当社グループの西田豊会長が2023年に当社のニューージーランド拠点を訪問した際、マオリ族の世界観についての研修を受けました。マオリ族のもの見方は、個人よりも集団に重きを置く、長期的な考えを重視するという点で、明らかに日本の世界観と共通する部分がありました。当社では、これらの原則が、倫理規範に定められているように、ダイバーシティおよび同僚の権利の尊重を浸透させる役割を果たしていると考えています。

当社の運用チームは、各自が専門とする市場や資産クラスにおいて、独自の投資哲学・プロセスを実践する自主性が与えられています。運用チームをサポートするために、サステナブル・インベストメントとスチュワードシップの両チームに投資を行い、前述の通り、ESG専任のリソースを開発・構築しています。これについては、原則2のセクションで詳述しています。

投資信条

当社は、お客様に対する受託者としての役割と社会に対する責任の両方を担っています。当社の企業文化、ESG戦略および倫理規範は、こうしたコミットメントの実現に必要な長期的価値と持続可能な成長という特性を育むものです。エンゲージメントは、お客様の資産に対するスチュワードシップにおいて重要な要素です。投資先企業との建設的な対話は、長期的価値と持続可能な成長という特性の育成を促し、お客様へのリターンと社会・環境に対する経営陣の説明責任をともに向上させると考えます。そのようなエンゲージメントには、投資先企業とその事業環境に関する深い知識と、当社の運用戦略に合致したサステナビリティの全般的考慮が必要となります。資産価値の維持・向上におけるエンゲージメントの役割の詳細については、原則9のセクションをご覧ください。



活動

スチュワードシップの強化

継続的改善へのコミットメントに則り、2023年に当社は、投資アプローチ、戦略、企業文化が引き続き効果的なスチュワードシップを確実に育めるような措置を講じました。そのような措置の1つとして、お客様に優れたソリューションを提供し続けられるよう、人材とインテグレーション能力のさらなる強化を行いました。

当社では、気候変動対応戦略の展開の一環として、「気候関連財務情報開示タスクフォース」(TCFD)に基づく報告を強化し、気候変動シナリオの分析能力を高めるとともに、二酸化炭素排出量ネットゼロというコミットメントに向けた進展をサポートしています。TCFDレポートの改訂版では、当社が気候変動のリスクおよび機会をどのように特定・管理・統制しているかについて、より深く説明しています。また、様々な気候シナリオについて、より詳細なトップダウン分析も行っています。この分析に関する詳細は、[TCFDレポート](#)をご参照下さい。

従業員のダイバーシティとインクルージョン

当社では、2015年に最初のダイバーシティ&インクルージョン(以下「D&I」)・ワーキング・グループを立ち上げました。現在は4つのD&Iワーキング・グループ(ウイメンズ、LGBTQ、障がい者、人種平等)が、コーポレート・サステナビリティ部のサポートを受けながら国際的に活動しており、社員がダイバーシティを促進する取り組みやイベントを企画しています。例えば、障がい者ワーキング・グループでは、障がいを持った従業員にとってより働きやすい職場環境の整備に取り組んでいます。また、互いの支援ニーズに対する従業員の理解を向上し部署を超えた協力関係を促進する活動も行っています。

ダイバーシティの尊重と差別やハラスメントのない職場環境づくりへのコミットメントを明確に示すべく、当社では「ダイバーシティ&インクルージョン・ポリシー」を定めており、そのなかで、個々の従業員の違いを尊重・奨励するとともに、いかなる差別も許容しないことを表明しています。この原則はとりわけ、採用・選考、報酬・福利厚生、能力開発・研修、昇進、異動、社交・レクリエーション・プログラム、人員削減・解雇などに関する慣行およびポリシーに適用されます。

ダイバーシティ&インクルージョン・ポリシーは、以下のような職場環境の確保を目指します。

- 全従業員が互いに敬意をもって接する。
- インクルーシブなチームワーク体制を敷いており、あらゆるグループや視点が反映される。
- 柔軟な業務スケジュールを通じて、健全なワーク・ライフ・バランスが促進・奨励されている。
- 会社と従業員がともに地域社会に貢献し、地域社会を支援するプログラムを展開する。

当社のダイバーシティ&インクルージョンの取り組みは会社の最上層部から支援されており、特に注力しているのが代表取締役社長のステファニー・ドゥルーズです。彼女は、2014年に機関投資家向けマーケティング・プロポジション部門の責任者として入社して以来、社内におけるダイバーシティおよびサステナビリティへの取り組みを支持してきました。組織内での立場が高まるなかで平等に関する社内の活動を推進し、能力と実績に基づく企業文化の育成に取り組んできており、サステナビリティとダイバーシティの問題について、現在も社内外で擁護者として声を上げ続けています。

ドゥルーズ社長が特に熱意を注いでいるのが、上級職に就く女性の数を増やすことです。従業員のダイバーシティという点では確実に改善が見られていますが、目標を達成するためにはこの勢いを維持する必要があります。当社では現在、世界全体で女性が全従業員の39%、管理職の23%を占めていますが、この数字を引き上げるよう積極的に努めています。この背景にあるのが、2030年までに全管理職の30%以上を女性が占めるようにしようという、2021年のコミットメントです。当社は、2030年までにTOPIX100構成企業の全取締役における女性比率を30%とすることを目指す「30% Club Japan Investor Group」に加盟しています。現在、当社グループの取締役会における女性比率は33%となっています。当社では、ダイバーシティがグローバル・レベルの取締役会にとどまるべきものではないと考えており、女性管理職の比率を高めるという目標を達成すべく、地域レベルでアクション・プランを策定しています。ダイバーシティ向上の取り組みは今や、採用や職場環境、人材開発、企業文化の構築など、グループの多くの分野に及んでいます。2023年には、会社の様々な役職の従業員を対象とした研修プログラムをさらに発展させました。

LGBTQ+の従業員がより働きやすい職場環境づくりについても、積極的に取り組んでいます。当社は、LGBTQ+の人達を支援するために日本の金融機関が設立した団体「LGBTファイナンス」の正式メンバーです。この取り組みは、従業員による目に見える草の根的支援と、経営陣による非常に積極的な後押しに恵まれています。2023年には、企業などの組織がLGBTQ+関連のダイバーシティおよびインクルージョンの取り組みを導入・推進するのを支援する非営利団体「Work With Pride」が策定した「Pride指標」において、5年連続で「ゴールド」認定を獲得しました。また、日本の資産運用会社として初めて「LGBT Great」の取り組みに参加し、「ブロンズ」の評価を受けました。LGBT Greatは、LGBTQ+の人材、顧客および投資家にとって金融サービス業界を信頼できる場所にする、というビジョンを共有する企業の団体です。

当社グループは昨年、人種平等への意識を高めるべく、全社からの従業員が講演者として参加するプログラムを開始し、手話レッスンのシリーズなど、障がい者支援に関する従業員研修セミナーもいくつか実施しました。2022年後半からは、聴覚に障がいのある従業員が社内のオンライン・イベントに参加できるよう、音声文字変換サービスを導入しました。また、日本車いすラグビー連盟の活動も応援している当社は、車いすラグビーの選手を雇用しており、うち2名は日本代表チームのメンバーです。

資産運用業界におけるベスト・プラクティスの推進と実践に向けた取り組みの一環として、東京本社では、業界における女性のエンパワメント推進とリーダーシップ向上に取り組む業界規模のネットワーク「Asset Management Women's Forum」に積極的に参加しています。

将来の人材に投資

当社は、この業界において将来の人材を育成することがいかに重要であるかを認識しており、若い人達にとって資産運用業界が重要で興味深いものになるような取り組みに参加することを目指しています。

当社のグローバル株式チームのメンバー数名は、スコットランドの女子学生を対象として資産運用に関する教育の向上に注力する団体「Future Asset」が年次で開催している「Growing Future Assets Competition」のメンターおよび審査員を務めています。このコンクールでは、女子学生のチームが投資アイデアの売り込みを行い、自身と学校の入賞をかけて競います。2023年には100を超えるチームがエントリーし、各チームがある企業について業種や企業、およびその評価方法に関する質問に答える短いビデオ形式で投資レポートを用意するよう求められ、それによって実際に審査員への売り込みが行われました。当社は、Future Assetの活動への参加を通じ、スコットランドの女子学生が、資産運用が誰にとっても重要で良い影響をもたらし得るものであり、充実したキャリア機会を提供できることを理解した上で社会に巣立っていく、その一助になればと願っています。

当社は、英国を拠点とする「Progress Together」にも加盟しています。この団体は、英国の金融サービス業界で特に幹部レベルでの社会経済的ダイバーシティと昇進を推進しており、この種の団体としては初めてのものです。当社グループは加盟企業として、Progress Togetherがベンチマーク化能力を強化できるよう、従業員データの収集および同団体との共有（匿名ベース）を開始することをコミットしています。2022年の初回提出に続いて2023年に提出された当社グループのデータと他の加盟企業のデータを合わせることにより、英国金融サービス業界初となる社会経済データの公式な現状報告が2023年に作成されました。このレポートにより、金融サービス業界でのキャリアアップにおいては、社会経済的背景がジェンダーや民族的帰属性よりも影響を与えやすいことが明らかになりました。同レポートの詳細については、こちらをご参照下さい。

シンガポールでは2023年、当社のチームが従業員の子供達を対象とした「Teens@Work」を2019年以来4年ぶりに開催しました。このイベントでは、若い人達が大人になってからも役立つハードスキルとソフトスキルの両方を学ぶことができます。



運用

当社の投資信条、戦略および文化を効果的なスチュワードシップに反映させる主要な手段は、運用チームです。スチュワードシップの遂行におけるアプローチや機会は運用チームによって異なりますが、詳細については下記および本レポートの残りの部分(具体的には原則7のセクション)をご覧ください。

株式

議決権行使や企業へのアクセスをはじめとする株主の権利により、当社は投資判断以外にも多くの方法で投資哲学を実行しスチュワードシップの責任を果たすことができます。これらについては、本レポートのなかでさらに詳しく説明しており、特に原則9、10、11および12のセクションでは、当社のエンゲージメントと議決権行使の活動を記載しています。スチュワードシップが当社の行動に影響を与える方法の1つとして挙げられるのは、運用チームが既存や見込みのお客様と優先事項や義務について話し合うことです。迫り来る気候変動の脅威は多くの人々の関心事であり、当社自身のネットゼロの意欲・目標に関する社内における議論だけでなく、投資先企業とのエンゲージメントにおいても、議決権行使においても、当社が常に念頭に置いている主題の1つです(後者においてはその傾向がますます強まっています)。当社では、温室効果ガス排出量に関する報告を行い、お客様が直面している発展的規制要件(例えばTCFDに基づく義務など)を満たせるよう、当該能力を強化するツールに投資しています。

債券

債券は、投資先企業の方向性に直接的な影響力を行使することがより難しくなり得る分野です。債券の保有者には株式の保有に付随する議決権がありませんが、企業の行動に対する不満を表明する方法として、新発債への不参加や保有債券の売却を選択することができます。また、スチュワードシップの観点から企業に改善すべき点があると判断した場合は、経営陣に働きかけてポジティブな変化を促すことも重要です。当社の債券チームは2023年にスチュワードシップ活動を積極的に拡大してきており、これについては本レポートで詳しくご説明しています。中には、株式チームと力を合わせることで企業への影響力を高めることができたケースもあり、いくつかの例を原則4、9および11のセクションのケース・スタディでご覧いただけます。



成果

今年のレポートは、スチュワードシップ文化の育成に向けた当社の取り組みの進展を反映していると考えます。サステナビリティ、ダイバーシティおよび健全なガバナンスをすべての業務に組み込むための堅固なインフラを整備した2023年は、基盤強化と成長の年となりました。当社の前進を示す最良の証拠は、各原則のセクションで例示されているケース・スタディでご覧いただけますが、これらのケース・スタディは、当社、お客様、投資先企業のいずれであれ、正しいことを行う決意が高まっていることを示すものだと確信しています。投資先企業での前進は、サステナビリティの優先度が高まりつつあるアジアにおいて特に顕著です。

投資先企業に課題を見出した場合は、単独であれ他の投資家との協働であれ、より効果的な介入を行ってきたと考えます。これは当社がESGインテグレーションを強化したためでもありますが、投資先企業の経営陣の間でも変革の風が吹きつつあると感じています。

当社は、超大型企業においては比較的小規模の投資家であることが多く、したがって当社の影響力が限定的であることを認識しています。しかし、スチュワードシップに関連することが多い主要課題についての業界のイニシアチブやカンファレンスへは、ますます積極的に参加するようにしています。これらの活動の詳細は、原則4、7および10への回答でご覧いただけます。

日本企業としてのルーツと日本およびアジアにおける大規模な資産基盤から、当社は欧州や北米の資産運用会社とは異なる立場からスチュワードシップ活動にアプローチしています。スチュワードシップは日本の文化に根付いていますが、日本の文化では多くの場合、欧米社会とは異なる視点からスチュワードシップにアプローチします。当社では、まず日本からアジア全体の投資市場へ、そして世界へと事業を拡大するにあたり、こうした東洋的なスチュワードシップの伝統を維持してきました。東洋と欧米のアプローチを両立させる余地はあると考えますが、両者を調和させることは困難ながら心が躍る挑戦となり得ます。つまり、スチュワードシップへのアプローチを広げ向上する取り組みにおいて、決して立ち止まることはできないということです。

お客様からのフィードバックは、当社のスチュワードシップ活動の成否を示す重要な指標の1つです。当社ではリテールと機関投資家の両方のお客様から頂戴したフィードバックを真摯に受け止めており、そのようなフィードバックは、本レポートの原則6などのセクションで詳述しているように、当社がお客様の資産を運用するにあたって、その方法や用いる資産の種類を判断する指針となっています。多くのお客様が、投資リターンが原則に則った持続可能な方法で生み出されるよう望んでいると承知しています。このため、後述するように、当社ではアプローチを調整したり、お客様のご要望により適した商品をローンチしたりすることもあります。これは、スチュワードシップの重要な要素であると同時に、お客様にもたらす長期リターンの向上につながり経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらすものでもあると考えます。当社ではもつとできることが常にあると認識していますが、お客様から寄せられるフィードバックと当社の顧客維持率は、当社がお客様および受益者の最善の利益に資するのに奏功していることを示唆しています。

本レポートで説明しているポリシーと活動は、当社がフィデューシャリー・デューティーに継続的にコミットしていること、また当社がスチュワードシップを効果的に会社全体に浸透させていることを反映していると確信しています。前述したように、今年の本レポートは、当社の役割においても、顧客や投資先企業の役割においても、コミットメントが着実に高まっていることを示していると考えます。先の道りはまだ長いですが、ここ数年間に実施してきたいくつかの取り組みが今では実を結び始めています。こうした非常にポジティブな兆しは、当社がスチュワードシップの取り組みを拡大していく励みとなります。これが短距離走ではなくマラソンであることは承知していますが、スチュワードシップと長期的視点という日本企業としてのルーツが、当社を特に成功しやすい立場にしてくれていると信じています。



原則
2

署名機関のガバナンス、リソースおよびインセンティブはスチュワードシップをサポートする。

活動

当社では、フィデューシャリーおよびESGの原則を、お客様の資産の運用においてスチュワードシップの責務を果たすにあたっての最も重要な指針であると考えています。これらの原則を実践する上で、コーポレート・ガバナンスは極めて重要となります。当社のフィデューシャリーおよびスチュワードシップの責任を監督するのは、社外取締役・取締役会議長の岩間陽一郎、代表取締役会長の西田豊、代表取締役社長のステファニー・ドゥルーズを中心に構成される日興AM

グループの取締役会です。この取締役会の構成には、ジェンダー・ダイバーシティへの当社のコミットメントが反映されており、9名のメンバーのうち3名が女性となっています。また、取締役会の81%を社外取締役で構成することにより、独立性を確保しています。

当社グループの取締役会は、日々の意思決定を、経営陣メンバー（詳細については当社[ホームページ](#)の「役員一覧」セクションをご参照下さい）で構

成されるグローバル・エグゼクティブ・コミッティー（以下「GEC」）に委任しています。この1年、GECはグループの各地域拠点からの代表が加わって拡大し、ダイバーシティを高めるとともに次世代のリーダーを迎え入れました。

下図は当社グループのガバナンス体制を簡略化して示したものです。



岩間陽一郎
社外取締役・取締役会議長

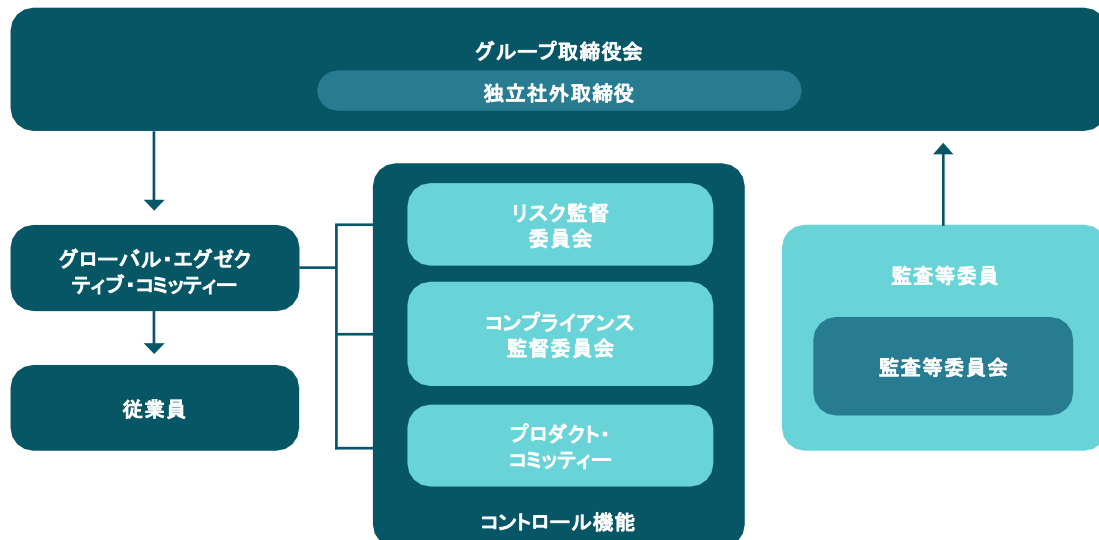


ステファニー・ドゥルーズ
代表取締役社長



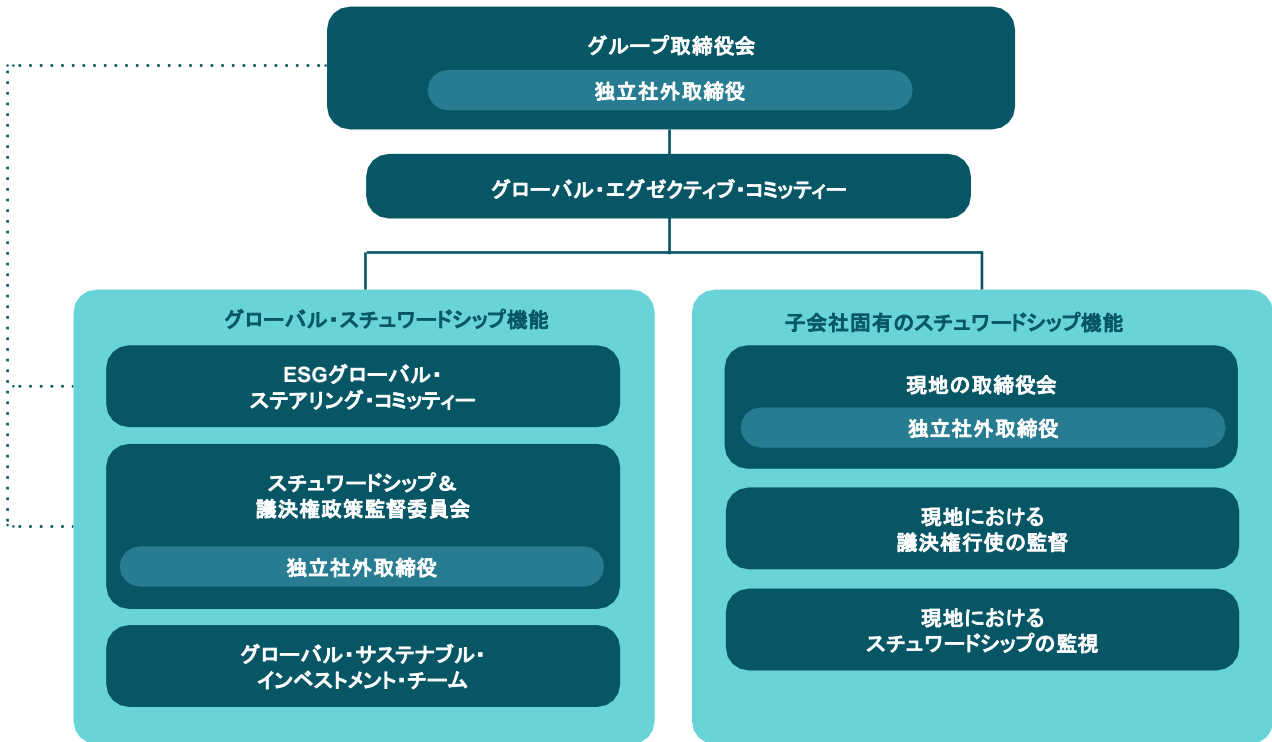
西田豊
代表取締役会長

日興AMグループのガバナンス



日興AMグループの監督・ガバナンス体制には監査等委員会が含まれます。同委員会の役割は、監督機能を強化してコーポレート・ガバナンスの枠組みを向上させることです。

スチュワードシップ・ガバナンス体制



スチュワードシップ活動のガバナンスは、グローバルと各地域の子会社の両レベルで行われます。ESG活動の全体的な監督を担当するのはESGグローバル・ステアリング・コミッティーで、運用チームにおけるESGインテグレーションの監督、ポリシーの設定、戦略の策定、対外的な情報開示、ESG関連の取り組みや外部機関への参加の推奨を行います。ESGグローバル・ステアリング・コミッティーはGECの管理下にありますが、加えてグループの取締役会にも直接レポートします。委員長は運用グローバル・ヘッドが務め、メンバーである世界中の各運用チームの責任者は、各自の運用プロセスにおけるスチュワードシップの遂行（ESGインテグレーション、企業とのエンゲージメント、議決権行使など）を担当します。さらに同コミッティーは、グローバル・サステナブル・インベストメント・チーム（詳

細は後述の「ESGリソース」の項をご参照下さい）の専門的知見に支えられています。また、モニタリングや指導といった活動だけでなく、国連が後押しする責任投資原則（PRI）の遂行も推進しています。

シンガポールを拠点とするサステナブル・インベストメントのグローバル・ヘッドを務めるナタリア・ラジェスカは、ESG関連事項に対して経営陣による適切な監督が行われるよう、代表取締役社長のステファニー・ドゥルーズと最高投資責任者（CIO）の楊浩に直接レポートしています。サステナブル・インベストメント・チームは、その5つの基本職務においてサステナブル・インベストメント・グローバル・ヘッドの直属となります。

ラジェスカの主要な職責は、サステナブル・インベストメント戦略を策定すること、当社グループのグローバル・サ

ステナブル・インベストメント・チームを構築すること、そして全地域の運用チームやその他の事業部門と緊密に連携し、当社のESG能力を強化して全体に係る知見を提供するESG主題ことです。当社のESG能力の強化というこのミッションは、経営陣の後押しを受けています。ドゥルーズと西田の両名は、グループのESG遂行を継続的に向上すべく、具体的な重要業績評価指標を2年連続で延長し、原則の実践に向けてトップダウンの積極的な姿勢を示しています。ラジェスカは2024年1月、グループの取締役会に対し、定期的なESGアップデートに加えて2023年のESG活動における成果を発表しました。

以降のセクションでは、子会社レベルでのガバナンスおよびESGリソースの詳細について説明します。

子会社レベルでのガバナンス

日興AMグループの各子会社は、独立した経営陣を擁しています。この経営陣を率いる各地域の責任者は、グループの社長にレポートし、グループの取締役会およびGECが決定した目標や計画を現地の規制や慣習に沿って策定・実行する責任を負っています。グローバルおよび各地域におけるスチュワードシップ監督体制は、前ページの図で示した通りです。これ

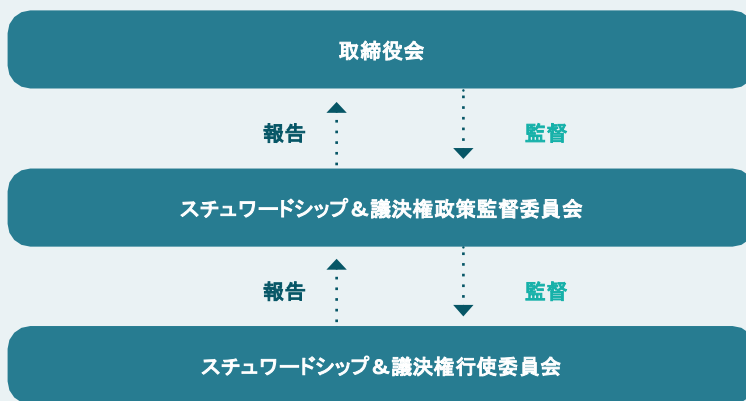
らのプロセスを子会社レベルで運営するやり方については、その監督プラットフォームの構成によって細部に違いがあります。例えば、日本のスチュワードシップ&議決権政策監督委員会や英国のESG&スチュワードシップ監督委員会のように、専門の委員会を設置して、それがグローバルESGステアリング・コミッティーおよび各子会社の取締役会の両方に報

告する形になっている地域もあれば、ESGステアリング・コミッティーに参加している各地域からのメンバーを通じて同コミッティーに直接レポートする地域もあります。地域間でのスチュワードシップ監督体制の違いは、多くの場合、一部の地域において規制要件が異なることによるものです。例として、日本と英国のアプローチを以下に概説します。

日本の運用部門におけるスチュワードシップの監督

当社の事業では日本が重要な部分を占めていることから、日本におけるガバナンスとスチュワードシップには多くのリソースを割いています。スチュワードシップ&議決権政策監督委員会は、日本の投資先企業とのエンゲージメントや議決権行使をモニター・監督しています。7名の委員のうち4名は当社グループ外のメンバーで、独立性の高い体制となっています。同委員会は、当社のスチュワードシップ活動のガバナンスや利益相反などの事項について、グループの取締役会に直接レポートします。同委員会の直下にあるスチュワードシップ&議決権行使委員会は、具体的なポリシーの策定を担当しスチュワードシップ活動に関して指針を示すほか、当社グループの議決権行使ポリシーの更新も担当しています。

当社日本法人におけるスチュワードシップ活動の監督



当社のサステナブルインベストメント部(旧アクティブオーナーシップグループ)は、まず当社の日本のポートフォリオにおける議決権行使やスチュワードシップ活動、次にアクティブ運用ポートフォリオにおいてセクター・アナリストがまだカバーしていない日本企業とのエンゲージメントを強化するために、2017年に設立されました。結果として、パッシブ運用のポートフォリオでのみ保有されている銘柄もエンゲージメントの対象となっています。

同部は2023年序盤にグローバル・サステナブル・インベストメント・チームに完全に統合され、その役割も、①日本の運用チームが管理するすべての資産クラスをカバーし、②日本拠点のESGにおける中心的ハブとして機能するよう拡大されました。

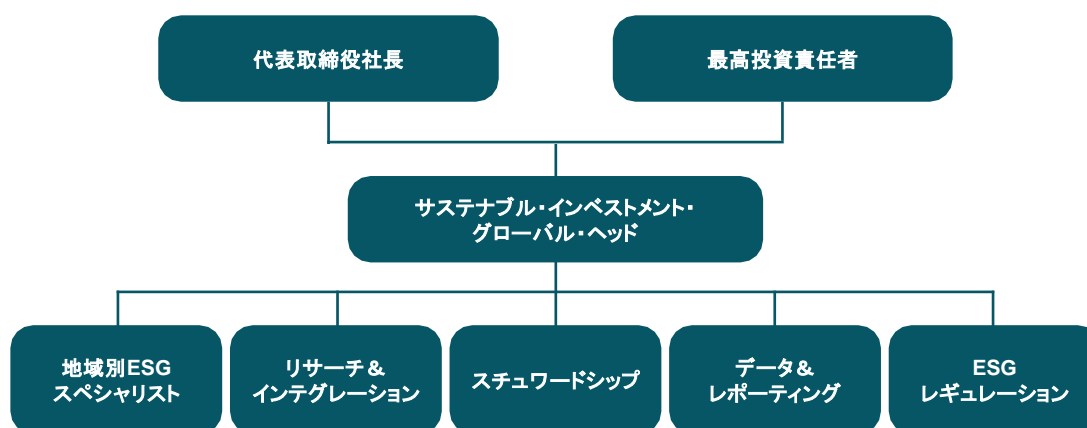
英国の運用部門におけるスチュワードシップの監督

もう1つの例として挙げられる英国法人は、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームと連携して英国におけるスチュワードシップ活動を担当しています。当社におけるESG関連の規制・基準のレビューおよび採用プロセスは、現在3段階構成になっています。第1段階では、専門チームが当社グループに影響を与える可能性のあるESG要件を精査します。ここで重要と判断されたものについて、その後、主要業務部門で構成された専門のワーキング・グループによりレビューと評価が行われます。最後に、要件、影響評価および推奨事項が、ESGとスチュワードシップに特化した取締役会委員会に提示されます。

ESGリソース

当社のグローバル・サステナブル・インベストメント・チームの職務は、5つの部門に分かれています。

グローバル・サステナブル・インベストメント・チームのガバナンス体制



- 地域別ESGスペシャリスト: ESGの「オールラウンド・プレーヤー」として、各地域の運用チームと密接に連携し、ESGインテグレーションやスチュワードシップの取り組みをサポートします。また、クライアント・サービスや商品開発など他部門とも密接に連携し、バリューチェーン全体にわたってお客様に最良の成果を提供できるよう努めます。
- スチュワードシップ: 現在も拡充中であるこの部門は、当社全体のスチュワードシップの取り組みをサポート・調整し、エンゲージメント、議決権行使、ESGリサーチおよびそれぞれの情報開示といったスチュワードシップ活動の継続的改善を目指します。
- データ&レポート: この部門は、世界中のESGデータの調達・保存・検証・普及に加え、ESGデータの分析・報告におけるサポート提供を担当します。
- ESGレギュレーション: この部門は、欧州・中東・アフリカ地域の規制を中心に、世界中のESG関連の規制および基準に対する当社のアプローチを特定・評価・決定・サポートする役割を担います。

グローバル・サステナブル・インベストメント・チームは2023年、シンガポールでグローバルESGインテグレーションの責任者、東京とロンドンで各1名のESGスペシャリストと、3つのポジションを新設しました。

スチュワードシップ・リソース

年功、経験、資格、研修およびダイバーシティ

当社のスチュワードシップ活動の最前線では、広範な経験を持った200名超の運用プロフェッショナルが、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームの支援を受けながら、グローバルなネットワークを形成しています。組織としてサステナブルな責任投資にコミットしている当社では、ポートフォリオ・マネージャー、アナリスト、ガバナンス・スペシャリストが全員でこのコミットメントを共有しており、日々の活動において様々なスチュワードシップの視点を遂行しアクティブ・オーナーシップを実践することで、その哲学を適用しています。

ポートフォリオ・マネージャー、アナリストおよびガバナンス・スペシャリストの報酬は、各自の関心やモチベーションを顧客ポートフォリオへの成果に一致させるよう意図した方法で決定されます。年次評価は、顧客ポートフォリオの長期リターン（例えば、運用スタッフの場合は加重ポートフォリオ・リターン、アナリストの場合は推奨した証券のパフォーマンス）といった定量的尺度だけでなく、個人およびグループのパフォーマンスの定性面（例えば、分析の質やチームへの貢献度）にも基づいています。

スチュワードシップは全運用担当職員が担うものであるため、当社では社内研修を重視しています。利益相反や個人取引、倫理規範などのトピックを含む年間の研修計画が、すべての従業員を対象に設定されています。PRIの「6つの責任投資原則」の遂行に対する継続的注力の一環として、当社の運用担当職員はグローバル・ネットワーク全体にわたり、PRI Academyが提供するオンライン・コースを通じて責任投資の研修を受講するよう奨励されています。この研修では、ESGの問題がビジネスや投資の意思決定に与える影響について、財務モデルや詳細なケース・スタディを通じて集中的に学びます。時間や業務専念のための制約を考慮し、運用担当職員にこの大掛かりな研修を毎年受けるようには求めていませんが、

少なくとも1回は受講するよう奨励しています。2023年には、新入社員やより高度な研修を希望する社員など、17名が当社から受講しました。

当社の長期にわたるESGへのコミットメントは、かなり前となる1999年に日本初の社会責任投資ファンドを立ち上げたという事実表れています。現在では、深く直接的なESGインテグレーションが全社的に実践されており、すべての運用チームと関連部署がESGを業務に直接組み込んでいます。当社では、当社のグローバルな運用チームが、特にメディアでは必ずしも報道されないような出来事や問題に関するリサーチ分析を共有できるよう、多くのシステムやプラットフォーム、フォーラムを導入しています。2023年には、お客様のニーズに応えるのに必要なレベルのサービスを提供できるよう、人材とインテグレーション能力への投資を進めてきました。この投資は、ESG専門のリソースやスチュワードシップをテーマとする研修、お客様とのコミュニケーションから、企業とのエンゲージメントをより大きな規模で実施・モニターする手段まで、多岐にわたっています。

システム、分析およびサービス・プロバイダー

スチュワードシップの責任を果たす上で重要な活動と考えている議決権行使の実施にあたっては、Institutional Shareholder Services（以下「ISS」）を利用しています。ISSはリサーチに加え、当社の議決権行使および責任投資のポリシーに基づいてカスタマイズされた議決権行使の推奨も提供していますが、議決権行使の最終意思決定については当社で行っています。ISSとのやりとりについては、原則8および12への回答で詳しく説明しています。

データ&レポート・チームは、当社のESGデータについて、その一貫性と正確性を支えるとともにカバー範囲を向上させており、また分析能力を拡充させています。社内の様々なステークホルダーと協働し、主要なESGデータ・プロバイダーから取得したデータを運用チームや顧客レポート・チームが利用できるような分析・統合することに注力しています。

この業務には、気候変動に関連するリスクおよび機会を特定・評価する能力の強化も含まれており、TCFDでの業務とも関連しています。これについては、原則1および7のセクションとTCFDレポートで詳述しています。当チームは様々な規制当局報告書も手掛けており、EUのサステナブル・ファイナンス開示規則への準拠を証明するデータを提供する重要な役割を担うとともに、進化するニーズへの対応に必要な優れたESGデータ能力の開発を任されています。

外部のサービス・プロバイダーからのデータは、投資の意思決定プロセスにおいて当社独自の分析を補完するためのインプットの1つとして使用しています。当社では、公開情報（発行体の年次報告書やサステナビリティ・レポート等）に加えて、企業やMSCI ESG、ISS、Bloomberg、Good Bankersなどの外部ESG分析会社およびデータ・プロバイダーとの直接的なエンゲージメントやコミュニケーションを組み合わせた幅広いデータを、リサーチの目的で利用しています。

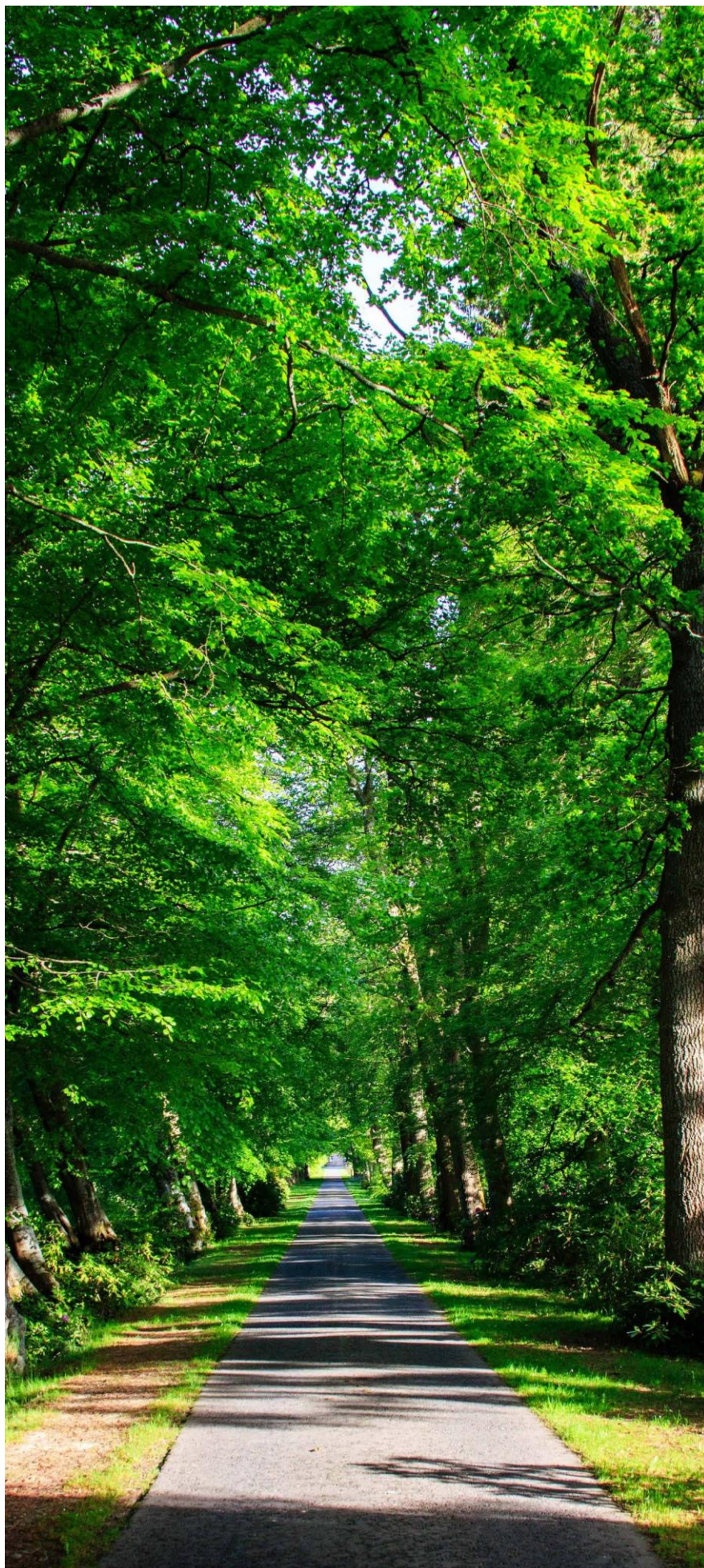
複数のデータ・ソースへのアクセスを備えることは、当社の想定をクロスチェックできるという点で有用です。しかし、第三者のデータ・プロバイダーには、手法の違いから生じる一貫性の欠如など、欠点があることも認識しており、したがって、原則8のセクションで概説しているように、アクティブ運用の戦略においてはこれらのデータを当社独自のリサーチへの補完として扱っています。

グローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーは、運用チームのほか、営業や営業支援の部署など主要なビジネス・ステークホルダーと緊密に連携し、共同で活動しています。チームの任務としては、とりわけ、ESGリサーチの実施とその運用プロセスへのインテグレーションが挙げられます。つまり、ESGアナリストは運用チームの一部であり、当社がESG関連の規制や市場標準の取り入れ・組み込みに積極的なアプローチをとれるよう、インテグレーション・スペシャリストがサポートしています。

成果

当社はグループとして、積極的なステュワードシップにコミットしています。当社のガバナンス体制とステュワードシップ・プロセスは、利益相反の管理、アクティブおよびパッシブ運用におけるエンゲージメント、サステナビリティへの取り組み、情報開示など、複数の分野に対応しています。

ステュワードシップのニーズと期待が進化を続けるなか、お客様から託された資金を運用する者として、当社では継続的に状況に適応し自社の責任と活動を微調整しています。これは、経済・環境・社会への責任の遂行を支える適切なリソース、ガバナンスおよびインセンティブを確保することを意味します。当社は、効果的なステュワードシップには継続的な改善が必要であることを理解しており、自社のアプローチをしっかりと診断して必要な場合は相当の変更を実施することを目指しています。ここ数年におけるESGリソースへの投資は、優れたステュワードシップへの当社のコミットメントを示すものだと考えています。



原則
3

署名機関は、顧客および受益者の最善の利益を最優先すべく、利益相反の管理を行う。

背景

当社では、あらゆる活動において、常にお客様の利益を最優先するよう努めています。実際の利益相反や潜在的な利益相反をすべて特定し、利益相反によってお客様の利益を損なう重大なリスクを引き起こされる可能性を最小化するような態勢を維持・運用することを目指しています。当社で制定しているグループの利益相反管理方針（各地域の要件に沿った附則を子会社レベルで適用できる）は、当社の業務遂行においてお客様の利益を毀損するのを防ぐことを目的としており、少なくとも年1回見直しが行われます。新規の事業開発や業務プロセスの変更にあたっては、その一環として新たな利益相反の可能性が検討されます。

加えて、グループ内の子会社では独自の利益相反登録簿を保持しており、子会社の活動において発覚した潜在的利益相反とその解決にとった措置を記録しています。各登録簿は、その子会社の取締役会によって定期的にレビュー・承認されています。

利益相反方針の運営状況の詳細は、後述の「活動」セクションに記載して

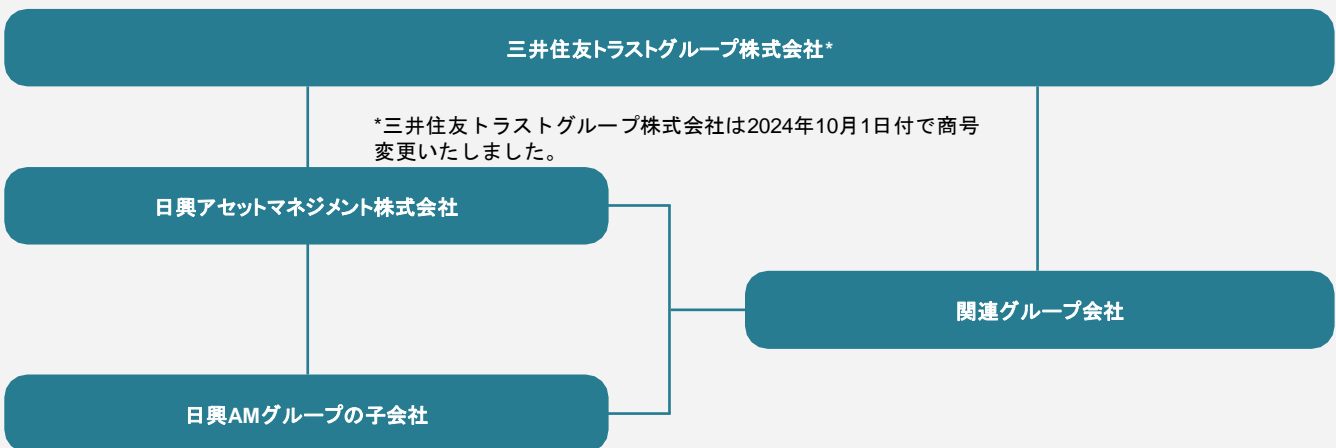
います。ただし、一般的に言って、生じ得る利益相反の種類を特定するにあたっては、最低でも、当社、当社の取締役、管理職、従業員、あるいは当社と直接・間接的に関係のある人物について、以下のいずれかに該当しないかを検討します。

- お客様の犠牲の上に金銭的利益を得るか金銭的損失を回避する可能性が高い。
- お客様に提供するサービスやお客様に代わって行う取引の結果において、お客様の利害とは異なる利害を有する。
- 金銭その他の面で、あるお客様またはお客様のグループの利益を他のお客様の利益よりも優先するインセンティブがある。
- お客様と同種の事業を営んでいる。
- お客様に提供したサービスに関連して、お客様以外の者から、そのサービスに対する標準的な手数料・報酬以外に、金銭その他の恩恵という形で報奨を受ける、または受けるとみられる。

利益相反を生じさせるとみられる取引その他の行為を管理する責任は、コンプライアンス部が担っています。

利益相反への対処の詳細については、後述の「活動」セクションをご参照下さい。グループ内各拠点のコンプライアンス責任者はともに、利益相反管理の枠組みを維持し、その有効性を定期的に検証するとともにその継続的改善に努める任を負っています。また、教育・研修プログラムを通じて、あらゆる面の利益相反管理を従業員に伝える責務も担っています。各責任者は、所属する子会社の取締役会か（日本で発生したインシデントについては）GECの一部であるコンプライアンス監督委員会のいずれかに直接レポートします。

当社の企業構造



利益相反が生じる可能性のある分野の1つは当社の資本関係で、関連グループ会社を資本関係のない会社よりも優遇してしまう可能性が挙げられます。当社グループの最終的な親会社である三井住友トラスト・ホールディングスは、銀行業や年金管理業務、不動産、株式移転、カストディ・サービス、資産運用などを手がける日本の大手金融コングロマリットです。

当社グループは英国、ルクセンブルク、米国、香港、シンガポール、ニュージーランドに子会社があり、ドイツに支店、中国、マレーシア、オーストラリアに関連会社があります。関連グループ会社の最新のリストについては、「日興アセットマネジメントグループ 利益相反の管理に関する規程」の別紙に記載しています。加えて、潜在的利益相反を防止するために、

関連グループ会社および上場企業である親会社の名前とともに、子会社レベルで取引制限リストに載せています。可能性のあるその他の利益相反は下表の通りです。

活動

発生する可能性のある潜在的なステュワードシップ関連の利益相反の例と、その管理方法を下表にまとめました。

利益相反	例	管理方法
関連グループ会社	関連グループ会社とビジネスを行うにあたって、当該会社を資本関係のない会社よりも優遇してしまうことがある。	本社および関連グループ会社の双方において、利益相反を回避・管理するための規範がポリシーおよび手続きに組み込まれている。
公正な配分	複数の顧客の代理として行動する場合、1人または複数の顧客にとって有利、他の顧客にとって不利となるような形で運用が行われることがある。	運用の実施状況を監督できるよう、公正配分ポリシーとコンプライアンスによる堅固なモニタリングの枠組みを設定している。
議決権行使	議決権の行使に影響を与えたりバイアスをもたらしたりするとみられるビジネス上などの利害が存在することがある。	当社の議決権行使ポリシーは、すべての議決権行使が顧客にとって最良の経済的利益をもたらすよう行われることを目的としている。当社では、各拠点で四半期毎に議決権行使結果の評価を行い、全社の議決権行使活動を年次でまとめて当社のホームページで公表している。
外部企業の取締役職	ポートフォリオ運用または議決権行使活動にアクセスできる従業員で、外部企業(1社または複数)の取締役役に就任している者、あるいは他の企業(1社または複数)で同様の役職に就いている取締役は、いずれかの企業で得た地位や情報を金銭的利益または損失回避のために利用できる場合がある。	すべての従業員は、外部企業の取締役役に就任しようとする場合、コンプライアンスおよび経営陣の承認を得る必要がある。他の企業を監督する立場ある従業員は、当該企業に関わる当社のステュワードシップ活動が議論される議題には参加できない。

四半期毎に行われるモニタリングの例として、日本のスチュワードシップ & 議決権政策監督委員会の仕事が挙げられます。同委員会は3ヶ月に1回会合を持ち、利益相反を引き起こす可能性のある投資先企業について、議決権行使の投票内容をレビューします。委員会の通常の議題は、利益相反に関わる投票内容のレビューと、利益相反先に有利となるようなバイアスがないことの確認です。さらに同委員会では、当社の親会社、お客様である上場企業、提携先企業、および当社の商品を販売している金融機関に関わる議決権行使について監督を行っており、その際には当社の議決権行使代行業者であるISSからの助言を参考にしています。

2023年、日本のスチュワードシップ & 議決権政策監督委員会は、118社に関する議決権行使の投票判断(定時・臨時両方の株主総会を合わせて

合計120議案)について利益相反の有無をレビューしましたが、投票内容にバイアスがあると判断された事例はありませんでした。

当社では、このように個別議案毎の投票内容のレビューを行うことにより、当社のスチュワードシップ活動の透明性を高め議決権行使に伴う利益相反を最小化しやすくなると確信しています。独立した監視の枠組みにより議決権行使の投票判断の理由をレビューすることで、潜在的な利益相反を管理しやすくなり、投資先企業との建設的なエンゲージメントが促進される考えます。当社の議決権行使活動の詳細については、原則12のセクションをご参照下さい。

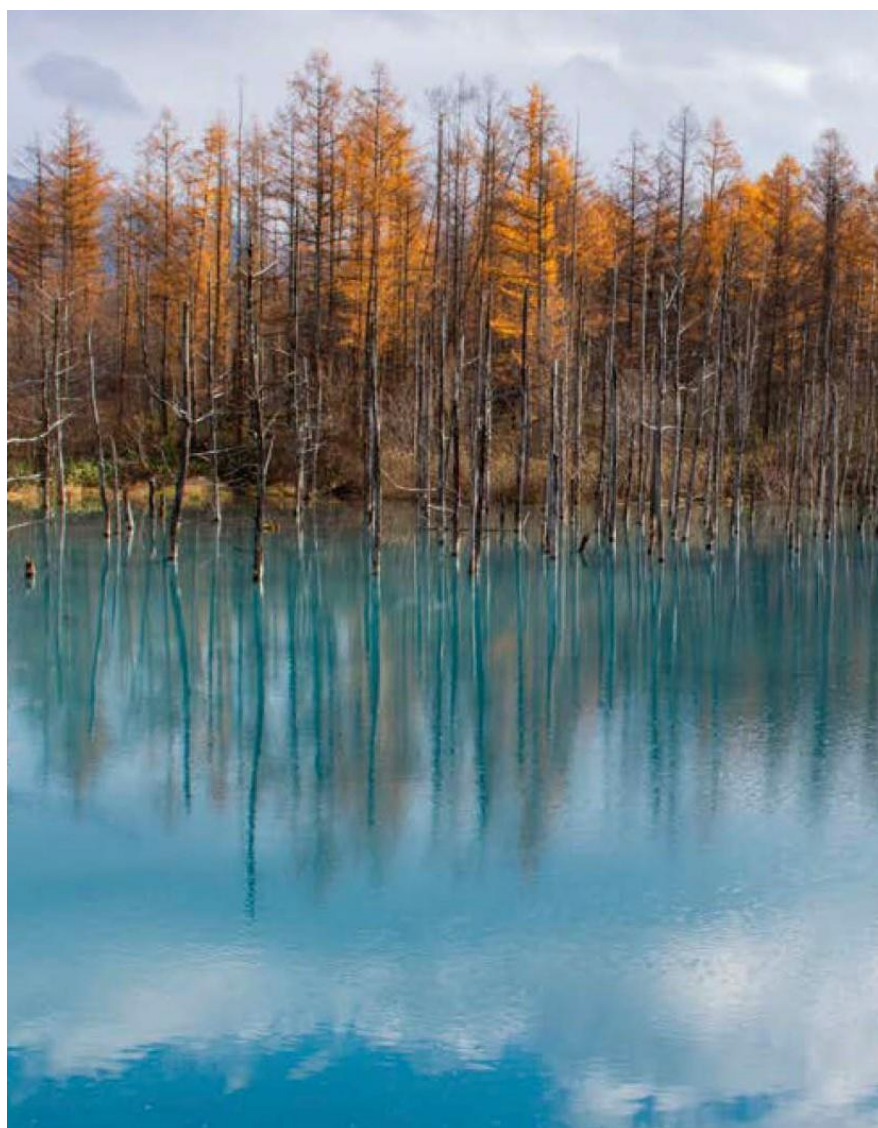
2023年、当社の英国法人は、「グリーンウォッシング」という形態での新たな利益相反の可能性を特定しました。グリーンウォッシングとは、企業

がESG原則の遵守状況や自社製品・サービスのESGパフォーマンスについて、虚偽の説明や誤解を招くような説明を行うことです。英国だけでなく世界中でサステナブルな製品に対する需要が高まっていることから、グリーンウォッシング問題は重要性が高まってきています。当社の情報開示やその他のコミュニケーションにおける潜在的なグリーンウォッシング・リスクを管理するため、社外に提供する資料についてはすべて、公表・配布する前に厳格なコンプライアンス審査プロセスを経なければならないことになっています。また、マーケティング手順の更新と従業員への研修を定期的に行っています。こうしたレビューの枠組みにより、どの資料も明確かつ公正で誤解を招かないようなものとすることができます。

成果

報告対象の1年間において、お客様の最善の利益に資するスチュワードシップ活動の遂行を妨げるような利益相反事例は発生しませんでした。当社グループの「利益相反の管理に関する規程」の別紙に記載している関連グループ会社リストにおいて2023年に加えられた変更は、追加が1社、削除が1社でした。

当社における利益相反管理のポリシーと実践は、前述の管理体制と監督部門によって統制されており、当社の日常的なスチュワードシップ活動の一部となっています。こうした利益相反管理の徹底によって、お客様と投資先企業双方からの信頼を維持し、可能な限り最も効果的なスチュワードシップ活動を行うことができると考えています。



原則
4

署名機関は、金融システムが適正に機能することを促進すべく、市場全体のリスクおよびシステムミック・リスクを特定し、それに対応する。

活動

資産運用会社である当社は、流動性・透明性が高く適正に機能している市場に投資できることを前提としています。市場を跨るリスクおよびシステムミック・リスクは投資先資産の価値に直接影響を及ぼすため、これらのリスクを管理してお客様への運用成果を向上させることは、フィデューシャリーとして当社が果たすべき重要な責任の1つとなります。市場を跨るリスクおよびシステムミック・リスクの低減を目指す取り組みを支援・推進することは、長期スタンスの投資家である当社の利益に適うものであり、責任ある投資家として、経済・環境・社会全体の利益に資するよう、市場の適正な機能と安定を促進する責任そして機会をともに認識しています。

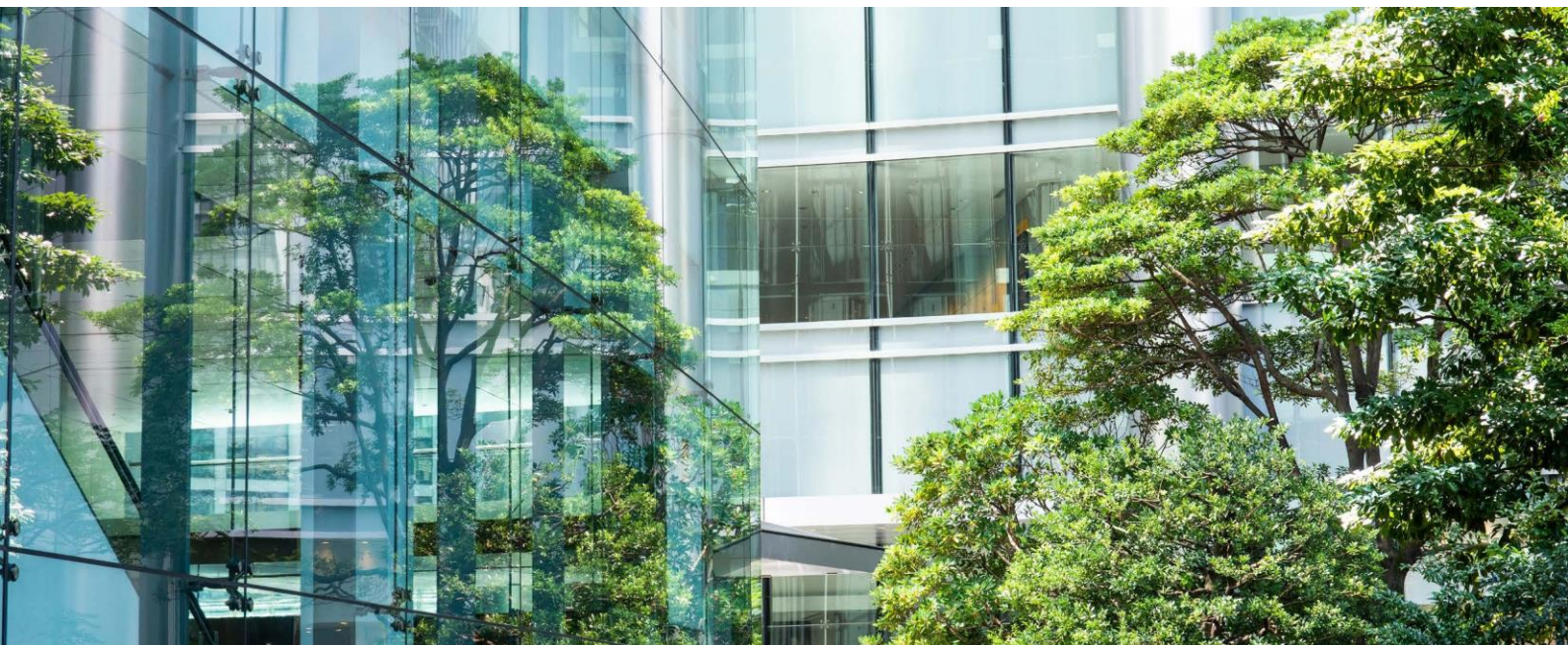
当社の投資哲学の中核を成しているのは、運用プロフェッショナルがそのリサーチやエンゲージメントを通じて市場を跨るリスクおよびシステムミック・リスクを特定するのに最適な立場にあるということです。その当然の結果として、運用プロフェッショナルは、組織全体のインフラとリソースのサポートを受けながら、自身が確信するアプローチで自由に当該リスクに対処することができます。

外部情報源は当社のファンダメンタルズ・リサーチを補完するものとして使用しており、投資環境の全体的な把握を深めるのに役立ちます。外部情報源には、マーケットメーカーや市場関係者とのコンタクト、企業との対話、証券会社のリサーチ、独立系リサーチ会社、ロードショー、プレゼンテーション、カンファレンス、格付け機関などがあります。

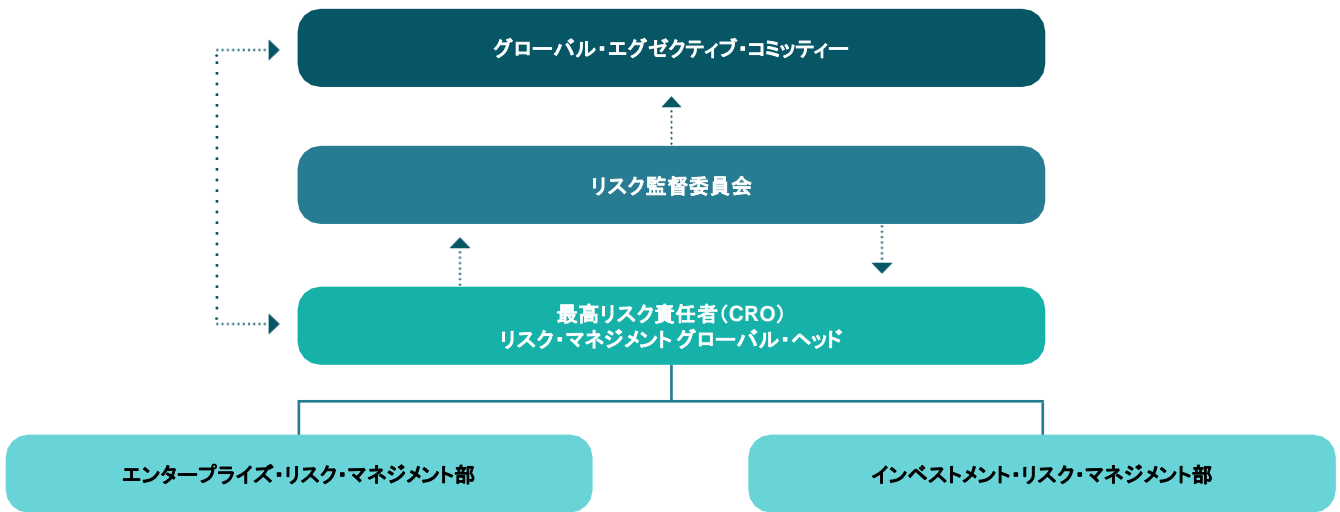
リサーチは、正式な定例会議に加え日常的な情報共有プラットフォームを通じてグローバルに共有されており、意見交換やシナジーの構築、議論、アイデアの練り直しに役立てられています。記録されたリサーチ・メモは様々な地域や資産クラスにわたって配布されます。また、重要なマクロ経済問題や政治問題について、メディアでは必ずしも取り上げられないようなものを中心に、独自のタイムリーな分析が運用チームのあいだで共有されています。市場の緊急ニュースや重要な展開について話し合うために、拠点間で臨時ミーティングを開催することもあります。

さらに、当社ではグループ内運用チームのシニア運用担当者で構成さ

れるグローバル投資委員会（以下「GIC」）を設定しており、四半期毎にオンラインで会合を開いて向こう1年の経済と市場に対する当社グループとしての見解を策定します。各会合に先立ち、GICの議長を務めるグローバル・ストラテジストは6つのグローバル・マクロ経済シナリオを策定します。これらのシナリオは、政治的・経済的イベントの様々な展開によって経済や市場が受ける影響を反映するもので、世界の各主要地域における向こう1年の経済成長率、中央銀行の政策金利、インフレ、金融市場環境について、異なる予想を前提とします。シナリオは各会合でGICのメンバーに提示され、十分な審議、および必要な場合はシナリオの調整を経て、メンバーの投票によって選ばれた1つのシナリオが当社のハウスビューとなります。他のシナリオは多くの場合、リスク分析に用いられます。当社グループの運用チームでは投資判断に用いるインプットを独自に決めています。ハウスビューは運用チームにとって貴重な判断材料となっています。



当社グループのリスク管理の枠組み



ポートフォリオ・リスクの管理

GICに加え、システミック・リスクに対する当社の重要な防御策の1つとなっているのが、グループのインベストメントリスクマネジメント部門です。同部門は運用部門から独立して運営されており、チーフ・リスクオフィサー経由でGECに独立してレポートします。ポートフォリオがお客様の最善の利益に資する状況にあるよう、リスク管理の枠組みを監督し、市場リスクやカウンターパーティー・リスク、流動性リスクなど様々なリスクへのエクスポージャーを継続的に把握しています。

エクスポージャー、および市場ショックに対するポートフォリオの耐性をモニタリングするにあたっては、シナリオ分析やストレステストなど数多くの手段を用いています。これらの通常的手段に加えて、発展途上にある市場のリスクに対しては、特別なストレステストを実施します。これらのストレステストは、カバーする時間軸が短期の場合も長期の場合もあり、また様々なマクロ経済や当社固有の想定が用いられます。例えば、当社のアジア（日本を除く）株式・債券運用で

は、主に一任勘定において、温室効果ガス排出量のモニタリングに対して投資リスク管理プロセスを適用しています。このプロセスを行うのはインベストメントリスクマネジメント部で、取り決められた尺度と閾値に基づき、各ポートフォリオの二酸化炭素排出量を該当するベンチマーク対比で毎月モニターしています。ポートフォリオが閾値を超えた場合は、同部がポートフォリオ・マネージャーに対して警告を発し、これを受けてポートフォリオ・マネージャーは保有銘柄の見直しを行います。二酸化炭素排出量が多いという理由だけで企業を投資対象から除外することはなく、むしろそのような企業のネットゼロ移行計画を診断します。

加えて、TCFDレポートで詳述している通り、MSCIの気候バリューアットリスク(CVaR)・モデルを用い、複数の気候シナリオの下で移行リスクおよび物理的リスクの両方についてポートフォリオを評価しています。当社では、気候関連リスクおよびその影響の理解、そしてその評価プロセスが絶えず進化していることを認識しており、時間の経過とともに自社のアプローチを適宜アップデートしていきます。

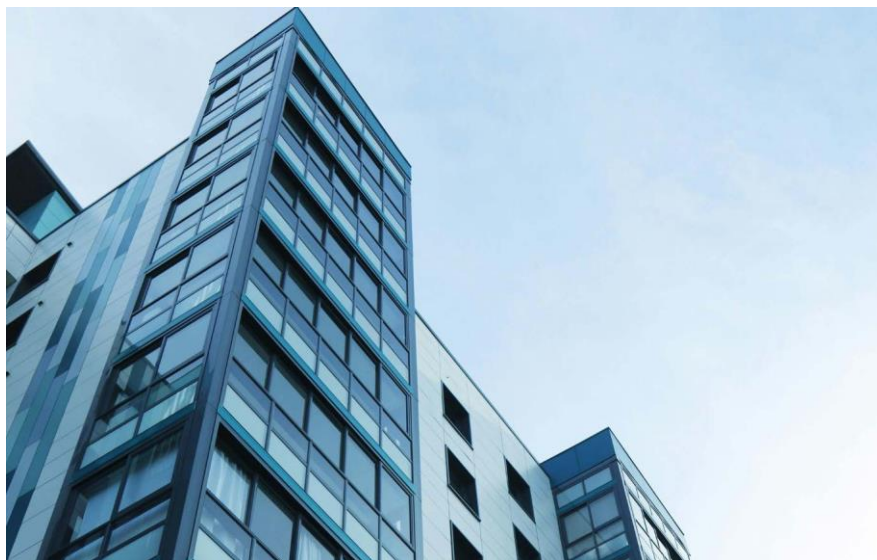
当社グループのリスク監督委員会は、四半期毎の会合で、全社的なストレステストおよびシナリオ分析、そしてそれらが当グループの事業に及ぼす影響をレビューしています。リスクが特定されると、アクティブ運用の資産運用会社である当社は、お客様にとって最良の運用成果を達成できるよう、当該リスクを低減する責任を負います。講じるアクションは、そのリスクの性質、戦略の資産クラス、さらには個々の運用チームのスタイルによって異なりますが、与えられた市場環境への適合性を担保すべく行うポートフォリオ保有銘柄の見直しから、他の金融商品へのローテーションまで、多岐にわたります。市場が大きく混乱する局面では、キャッシュ・ポジションの引き上げかより流動性の高い金融商品への入れ替えによって、ポートフォリオの流動性を高めることもあります。そうする目的は、市場のボラティリティに対するバッファーを設けること、もしくは買い好機が訪れた時に備えて投入できるキャッシュを準備しておくこと、またはその両方にあります。また、お客様からの解約に対応できる十分な流動性確保の必要性にも、常に留意しておかなければなりません。

エマージング・リスクおよびシステミック・リスクの管理

エマージング・システミック・リスクとそれが企業・業種に及ぼす影響については、定例の運用会議で議論しています。2023年の金融市場は、地政学的緊張や銀行危機、世界的なインフレ傾向、そしてかつてないほど顕在化した気候変動の危険性など、多くの課題に直面しました。各課題の影響は、資産クラスの性質や個々のポートフォリオの構成によって異なります。つまり、運用チームが最良の運用成果を獲得できるようポートフォリオをポジショニングするなか、運用チームの当該課題への対応方法はそれぞれ異なることとなります。

例えば、パッシブ運用のポートフォリオでは、運用チームはポートフォリオのリバランスを頻繁に行い、それぞれのベンチマークに対して低いトラック・エラーを維持する一方、取引コストを最小限に抑えるようにしています。アクティブ運用の債券ポートフォリオについては、為替・金利見通しの見直しを行う月次ミーティングと、運用商品や発行体の検討に気を取られることなく市場の長期的問題を検討する四半期毎の「ホライズン・スキニング」ミーティングを開催しています。後者のミーティングはグローバル債券チームの主導で行われ、グローバル債券市場の円滑な機能におけるファンダメンタルズ面の課題と、それを軽減するためにできることを検討しています。

システミック・リスクには様々な形態があり、それに対処するためには様々な方法が必要となります。2023年前半に複数の銀行を巻き込んだ銀行危機は、当社のお客様に深刻な影響を及ぼしかねないものでした。当社のケース・スタディ「銀行危機の波及的影響への対応」は、当社の債券チームのうち2つがまったく異なる方法で対処した例を示しています。



ケース・スタディ:

銀行危機の波及的影響への対応(債券)

問題: 昨年、銀行セクターが2007年～2008年の世界金融危機以来で最大の激変に見舞われ、複数の大手銀行が破綻するか、救済を受けることを余儀なくされました。そのなかでも特筆すべきなのが、米銀 Silicon Valley Bank Financial Groupと、スイスの「グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIB)」であるCredit Suisseです。

Credit Suisseをめぐる2020年以降、論争や悪いニュースが続いていましたが、危機の直接的なきっかけとなったのは2023年3月に発生した米Silicon Valley Bankの経営難と最終的な破綻で、これを受けて、相対的に財務体質の脆弱な銀行に対する精査が厳しさを増しました。その結果、Credit Suisseが今後も存続可能かどうか疑問視されるようになり、波及的影響を食い止めるべく、当局が介入しCredit Suisseと互角の競合UBSとの合併を画策する事態となりました。この合併発表は、G-SIB、すなわち大きすぎて潰せない銀行の初の破綻として、世界に衝撃を与えました。

活動: このような事象への債券チームの対応は、市場を跨るリスクに対する当社のアプローチをよく表しています。まずは、為替市場と債券市場における波及的影響にどのように対処したかに焦点を当てます。

通貨: 当社では、債券・為替両市場のリスク測定に債券リスク・スコアカード(次表参照)を使用しています。このスコアカードは、銀行危機の前にも最中にも、グローバル債券チームが通貨・金利への影響をモニターするのに役立ちました。当該銀行の破綻は銀行セクター全体への信頼の危機につながり、銀行の資産の質にかかわらず、2023年3月にかけて顧客が地方銀行から引き出した預金の額は10億米ドルを超えました。

当社では、銀行セクターは信頼感と収益性に打撃を受けたものの、ソルベンシー(支払能力)危機にはないと判断しました。金利面では、相対バリュエーションを反映し、ユーロおよびノルウェークローネに対して英ポンドのエクスポージャーを増やしました。

債券リスク・スコアカード

	定性								定量						
	デュレーション(最小1~最大5)				為替(最大1~最小5)				為替(オーバー)アンダー			デュレーション			
	チーム・ビューの中央値	定量	T-1	Δ	チーム・ビューの平均値	定量	T-1M	Δ	為替(オーバー)アンダー	RSI(30日)	為替ランキング	10年債オーバー(アンダー)	RSI(30日)	ファクター・ランキング	
USD	4.0	2.5	4.0	0.0	2.5	0.0	2.5	0.0	-0.4%	46.7	10	0.69%	51.6	10	
AUD	4.0	2.0	4.0	0.0	4.0	3.8	4.0	0.0	8.1%	45.0	3	1.68%	50.0	13	
NZD	4.0	2.5	4.0	0.0	4.0	3.8	4.0	0.0	8.0%	36.8	4	1.01%	53.4	11	
GBP	3.5	3.0	3.5	0.0	3.5	0.0	3.0	0.5	-3.2%	55.2	12	0.28%	45.8	8	
CAD	3.0	5.0	4.0	(1.0)	2.5	7.0	2.5	0.0	4.6%	48.9	6	-0.64%	46.7	1	
SEK	3.5	1.5	3.5	0.0	3.0	2.4	3.0	0.0	10.9%	45.3	2	2.09%	45.9	14	
CHF	3.0	4.0	3.0	0.0	2.5	8.4	2.5	0.0	2.0%	46.7	7	0.00%	0.0	6	
NOK	2.5	3.5	2.5	0.0	3.5	6.5	4.0	-0.5	12.2%	44.8	1	0.16%	49.7	7	
EUR(コア国)	3.5	4.5	3.5	0.0	2.5	4.8	3.0	-0.5	1.8%	45.3	8	-0.46%	46.4	2	
EUR(周辺国)	3.0		3.0	0.0											
JPY	2.0	4.5	2.0	0.0	2.5	0.0	2.5	0.0	-4.6%	46.56	13	0.42%	47.3	3	
EM	2.9	3.3	2.9	0.0	3.0	3.7	2.92	0.1							
MYR	2.5	3.0	2.5	0.0	3.0	6.0	3.0	0.0	-0.1%	45.86	9	0.45%	54.2	9	
MXN	4.0	4.0	4.0	0.0	3.5	0.0	3.5	0.0	-7.4%	50.63	14	-0.24%	72.1	4	
PLN	3.0	4.0	3.0	0.0	3.5	7.4	3.5	0.0	5.2%	43.87	5	-0.01%	54.9	5	
SGD	3.0	2.0	3.0	0.0	3.0	5.6	3.0	0.0	-2.5%	47.93	11	1.61%	44.3	12	
CNY	2.0		2.0	0.0	3.0		3.0	0.0							
ILS	3.0		3.0	0.0	2.0		2.0	0.0							

債券: 当社のアジア債券チームは、Credit Suisseがシンガポールドル建て債券市場で活発な役割を果たしていたことから、3月の危機に至るまでのイベントに特に関心を寄せていました。このような精査によって、同行のリスク管理が不十分で失望を招く可能性がある懸念が強まり、結果として、当チームは早期にCredit Suisseの債券*のポジションをすべて売却する措置を講じました。

しかし、この危機の影響はさらに広範囲に及び、救済措置のあり方が物議を醸しました。銀行はいわゆる追加的ティア1(AT1)債を発行し、経営難に陥った際に完全償却することで損失を吸収できる追加の財務資本を確保しています。通常、保有しているのがAT1債でも企業が破綻した場合は株主より優先されますが、UBSとの合併にあたってスイス当局が課した条件では、株主がUBSの株式を付与されることで一定の価値を保持することができる一方、Credit Suisseの転換社債型AT1債の保有者はその投資がゼロへと償却されました。

これは米国にも影響を及ぼし、銀行に対する信頼感喪失が波及的に広がる恐れがありました。リスクが表面化すると、当チームは金融規制当局のスタンス、そしてさらなる銀行破綻がポートフォリオに与える影響を評価しました。また、多くの銀行の資本性金融商品について目論見書等を再検討し、経営難や破綻の際

に最もリスクが高いのはどの債券か、Credit Suisseと同様の救済措置が繰り返され得るのかを探りました。結論として、当チームは、アジアの銀行監督当局は投資家重視の姿勢がより強いと判断しました。危機発生後、アジア各国の当局の多くが、銀行の破綻処理や救済に際して資本性金融商品の序列を尊重する必要性を再確認する声明を発表したからです。

アジアの当局は、銀行の破綻処理プロセスを秩序に則って管理できるような枠組みや法律を確立しており、最終的に、アジアの債券ユニバースへの影響は欧米に比べれば軽微にとどまりました。

成果: 銀行破綻処理でのAT1商品の取り扱いに関する規制当局の声明に加え、自社での分析により、当社はCredit Suisseで起きたことが前例になるものではないという見方を強めました。Credit Suisseの件は特殊な結果であり、他地域の銀行の基本ケースとすべきものではありませんでした。他のAT1債は市場が危機をめぐむイベントを消化するにつれて価格を回復し、アジアの銀行のAT1債は、当社の予想通り、シンガポールと韓国の銘柄を中心に最も早く回復しました。当社は、自社での評価を通じて、既存のエクスポージャーを維持すべきとの確信を持つことができました。その後、AT1債の新規発行市場は復活し、投資家からは再びAT1債に対する強い投資意欲が示されました。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

気候変動

当社では、気候変動は国際社会が直面する最大の課題の1つであると認識しています。気候変動は、市場規模のシステミック・リスクの代表例であり、お客様の資産を運用するにあたってこれに取り組むことがフィデューシャリー・デューティーであると考えています。

企業レベルでは、英国のコンサルタントCarbon Footprint Limitedの協力を得て、当社グループの事業活動から生じる温室効果ガス排出量を、会社全体のエネルギー消費と移動のデータに基づいて測定しています。また、事業活動から生じる温室効果ガス排出量は、二酸化炭素排出量を削減するとの認定を受けたプロジェクトからの同量のカーボンクレジットで相殺しています。



1

他のステークホルダーとの協力:

当社では、他のステークホルダーと協力するとともに(二酸化炭素排出量を制限する国連パリ協定や国連の持続可能な開発目標など)当該問題へのグローバルな取り組みを支援しています。アジアでは、他の資産運用会社と協力して気候変動対策に取り組んでおり、その詳細は原則10のセクションでご覧いただけます。原則1と原則7のセクションで述べる通り、当社はネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ(NZAMi)やTCFDといった環境への取り組みにもコミットしています。当社が関与しているその他の集団での取り組みについては、このセクションの最後に記載しています。

ケース・スタディ:

企業の二酸化炭素排出量の開示をサポート (株式および債券)

当社は、気候変動関連の情報開示の改善を目指す国際的な非営利団体であるCDPIに数年前から加盟しており、同団体のイニシアチブのうち、「ノン・ディスクロージャー・キャンペーン(NDC)」と「科学的根拠に基づく目標イニシアチブ(SBTi)」の2つに取り組んでいます。当社が参加している理由は、気候変動や生物多様性、環境全般など、社会が直面している最も重要な分野のいくつかに取り組むためには、企業は透明性と情報開示においてより高い基準を適用する必要があると考えからです。2023年には、NDCの下、2社の企業に対するエンゲージメントで投資家代表として主導的役割を果たしました。この一例として、8月に日本の再生可能エネルギー発電会社と電話会議を行い、情報開示の重要性を強調しました。嬉しいことに、この企業はその後、二酸化炭素排出量データをCDPIにおいて初めて開示しました。

2

ポートフォリオにおける気候変動関連リスクへの対応:

当社では、気候変動ファクターについて、主要なESGリスクであると同時に投資先企業にとっての潜在的な機会であると考えています。したがって、リスクと機会の両方に適切に対応できるようなポートフォリオとなるよう、気候変動は資産クラスを問わず運用チームの運用プロセスに組み込まれています。

ポートフォリオにおける気候変動関連リスクへの対応:

2022年におけるスチュワードシップ・コードへの報告書のなかに、当社のグローバル株式チームが投資対象企業に対して行ったアンケートを含めました。このアンケートは、将来の低炭素世界の実現を支援しそれに貢献するという当社のコミットメントの意味を、投資対象企業の経営陣が理解しているかどうかを判断するために実施したものです。

このアンケートの回答を踏まえ、2023年にはポートフォリオ内のホットスポット、つまり、炭素集約度が最も高い企業や、自社のカーボン・フットプリントが比較的低くても所属セクターが気候変動リスクに最も晒されている企業に焦点を当てました。このようなプロセスを通じて、特に改善が必要なエンゲージメントの優先事項を多数特定することができました。

当社のエンゲージメントが企業と当社の投資判断の双方に付加価値をもたらすようにしたいとの思いから、これらの優先事項は各企業固有のものとなりました。期待値は、各企業のカーボン・フットプリントの重要性に応じて調整しました。例えば、当社がエンゲージメントを行ったある企業は、(国連の奨励するSBTiで検証された目標や役員報酬に連動させた目標など)同業他社に比べて野心的な気候変動対応戦略をすでに策定していました。しかし、当社ポートフォリオのなかで温室効果ガス排出量が圧倒的に多い同社に対しては、より高い期待と精査が必要であり、エンゲージメントの優先順位が高いと考えました。

ケース・スタディ:

ニュージーランドにおける気候変動の影響を予測(債券)

問題:気候変動は、予測できる限り長期にわたって付きまとう市場リスクです。他の多くの地域と同様、ニュージーランドにおいても、気候変動は定期的に異常気象をもたらす市場リスクです。2023年1月、ニュージーランド最大の都市オークランドは、豪雨によって悲惨な洪水に見舞われました。続いて2023年2月にはサイクロンが発生し、北島全域で深刻な洪水と地滑りが発生しました。この2つの災害はいずれも、大規模かつ広範囲な物的損害を引き起こしました。このような気象の頻度や極端さが増せば、債券保有者は、保険がかけられていない、または不十分な財産の損失や損害を受けた資産が使用できない間の収入を失うリスクにますます晒されることになります。

活動:ニュージーランドの債券チームは、保有銘柄全体にわたる潜在的なセクター・リスク・エクスポージャーを見直しました。自動車・設備ローンにかかる証券化商品やそのようなローンを提供する企業など、天候によって大きな損害を受ける可能性のある資産や、潜在的損失を軽減するのに保険では十分にカバーしきれない可能性のある資産を、リスクとみなしました。このようなリスクの理解と管理を向上させるべく、当チームは該当するタイプの資産について、すべての発行体と一次資金提供者に以下の点を確認する一連の質問を行いました。

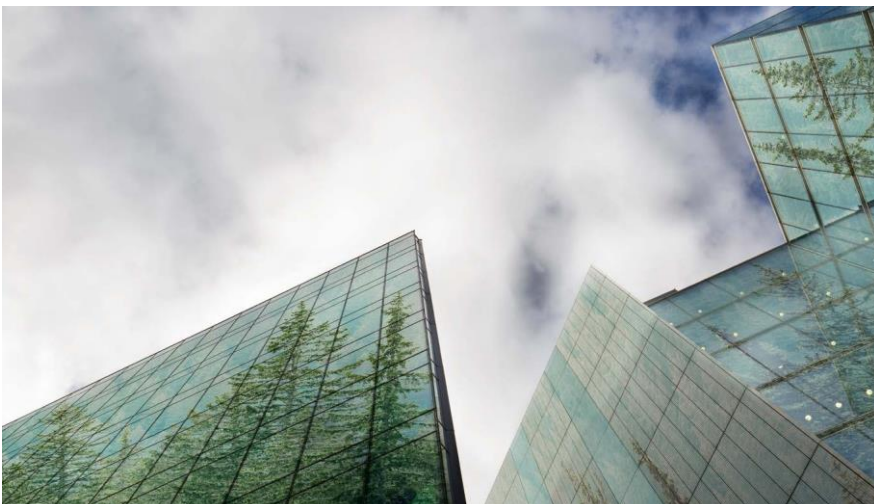
- ローンやリースの利用にあたって全額をカバーする保険への加入が必須条件であること
- ローンの借り手やリースの利用者が保険を失効させないようにする仕組みがあり、ファイナンス提供者がそのような保険契約の通知先であること
- ローンの経年が進むにしたがって保険がメンテナンスされるようなリスク管理システムがあること

成果:この調査によって、当チームは異常気象イベントに対するエクスポージャーをよりよく理解することができ、現在のところ過度のリスクはないと安心しています。しかし、将来的にリスクが増大し得ることも認識しており、引き続きこの分野の動向を把握しながらリスクの調整が必要かどうかを判断していきます。

市場の適正な機能を促進するよう協力

当社が金融市場の適正な機能を促進する重要な方法の1つは、業界の団体やフォーラムへの参加を通じたもので、これによって市場リスクやシステミック・リスクの特定とそれへの対処がしやすくなるとともに、当社のプロセスやポリシー、手続きを適切な状態に保つことができます。その他の活動としては、ソート・リーダーシップ・レポートを発行し、お客様や資産運用業界関係者、政策当局、市民社会など、幅広いステークホルダーとコミュニケーションをとっています。当社グループの各子会社は、該当する地域の規制・業界団体に加盟しており、多くの場合、以下の例が示す通り、現地の協力案件や協議に積極的に関与しています。

- 英国の投資協会(IA)。英国子会社の社員は、ネット・ゼロ・フォーラム、(EUのサステナブル・ファイナンス開示規則に関する)SFDR推進フォーラム、TCFD推進フォーラムなど、IAの同業者間知識共有フォーラムに参加しています。
- ニュージーランド・コーポレート・ガバナンス・フォーラム。政府系ファンドなどハイレベルの機関投資家で構成され、ガバナンス・ルールや買収慣行の策定に影響を与えることを目的としています。
- 2023年にシンガポールで行われた複数の協議会。シンガポール金融管理局(MAS)が主催した石炭火力発電所の段階的廃止に関する協議会、同局の「銀行その他の金融機関の移行計画に関するガイドライン」案に関する協議会、インドネシア省庁との円卓会議、サステナビリティ報告諮問委員会の提言から生まれた「気候変動対策への熱意を行動に移す協議会」などが挙げられます。



■ PRI自然レファレンス・グループ。グローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーは、生物多様性や自然関連リスクに関する理解を深めようと、このグループに加盟しました。2023年に開催された複数の電話会議に他の投資家とともに参加し、自然関連リスクに対する当社グループの見解や、自然関連のリスクやトピックに関わってきた経験に加え、直面している課題、自然や生物多様性に関するお客様からの質問(あった場合)について話し合いました。この会議では、プレゼンテーションや同業者間の情報共有、小グループでのディスカッションが行われ、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームはそこで得られた内容を自然関連リスクに係る社内教育に活用しています。

■ 機関投資家の団体であるスチュワードシップ研究会が主催した協議会。日本のサステナブルインベストメント部のメンバーは、他の日本の資産運用会社6社とともに、日本におけるスチュワードシップ関連規則の現状、その限界、そして日本市場におけるスチュワードシップ活動を推進し得る様々なアプローチについて、意見を述べました。この協議会は金融審議会による全体的な検討事項の一環で、今国会での法制化を目指して答申案がまとめられました。その目的は、パッシブ・ファンドの運用を行う国内機関投資家が実質的に制限なくエンゲージメント活動を行うようにする規制緩和です。

業界の取り組みに加え、日本のサステナブルインベストメント部のメンバーは、早稲田大学大学院会計研究科の客員教授である柳良平博士、当社のシニア・クオンツ・アナリストである長谷川恭司とともに、企業のESGへの取り組みが株主価値に与える影響、その変化、そして見込まれる将来の利益を分析する共同リサーチ・プロジェクトを実施しました。このリサーチは、従来の研究では見られなかった幅広い日本企業を対象とし

て行われ、その結果、投資モデルの予測力、スチュワードシップ活動、ESGへの取り組みを向上させて投資先企業の株主価値を高めるための貴重な示唆を得ることができました。この研究結果は、日本の実務向け専門誌にも掲載される予定です。

また、当社グループの役員は、市場の機能向上や幅広い問題への対策を推進する国内外の団体にも積極的に参加しており、2023年には以下のような活動を行いました。

取締役会議長・社外取締役の岩間陽一郎は、引き続き「スチュワードシップ・コード及びコーポレート・ガバナンス・コードのフォローアップ会議」の委員を務め、これら2つのコードの見直しについて提言を行いました。岩間の社外取締役および取締役会議長としての監督の下、当社は今後も最高水準のガバナンスとスチュワードシップの遂行に努めていきます。

代表取締役社長のステファニー・ドゥルーズは、2023年6月に設立されたグラスゴー金融同盟(GFANZ)アジア太平洋ネットワークの日本支部に参加しました。このネットワークは、国内の金融機関が経済の脱炭素化に取り組み移行関連機会を捉えていくなか、ネットゼロ移行計画の策定において知識やベスト・プラクティスを共有することを支援することを意図しており、これによって、日本が国内のネットゼロ目標を達成するために必要な変化の誘発・加速を促すことができます。日本支部はまた、公正な移行の実現に必要なその他のポリシーや取り組みにおいて、金融機関が官民の関係ステークホルダーと協力するのを支援することも目的としています。当社では、移行ファイナンスに関するGFANZのグローバル公開諮問書への日本支部による回答案に対してフィードバックを提供することで貢献しました。この日本支部の回答案の要点は、グローバルの最終報告書に取り入れられました。

シンガポール子会社の社長であるエレン・シートは、シンガポール資産

運用業界の代表機関であるシンガポール資産運用協会(IMAS)の執行委員会の副委員長を務めています。同国で業界の発展を主導するIMASは、Singapore Green Finance Centreと提携し、銀行・金融協会の「サステナブル・ファイナンスの専門スキルおよびコンピテンシー」に沿った初の気候変動管理コースを導入しました。シートがやはりメンバーを務めるIMASカンファレンス企画委員会は、英国のIAとの連携強化につながった「IMAS- Bloomberg投資カンファレンス&マスタークラス2023」など、ネットワーキング・イベントを企画しています。

ETF事業共同グローバル・ヘッドであるフィリップ・ヤオは、IMAS推進委員会の一員を務めています。同委員会は、最高投資責任者(CIO)や最高執行責任者(COO)の円卓会議など、会員のエンゲージメントやアドボカシー、教育を強化するイベントを推進しています。これらのフォーラムの目的は、デジタル資産やファンドのトークン化、ESG投資、サイバー・レジリエンスおよびセキュリティなど、重要なトピックに関する議論を深めることにあります。

サステナブル・インベストメントのグローバル・ヘッドであるナタリア・ラジェスカは、IMASのESGワーキング・グループに参加しています。このグループは、一連のマスタークラス、そしてMASのグリーン・ファイナンス業界タスクフォースやシンガポール・ファンド業界グループといった様々な業界の取り組みへの参加を通じて、ESGの計画を積極的に推進しています。またラジェスカは、Bloombergのイニシアチブ「Women in Climate」のメンバーでもあります。このグループは、企業や金融機関、国際機関、政府、学界などの女性リーダーで構成される業界横断的な気候変動関連の共同イニシアチブで、それぞれの所属組織で気候変動を中心議題とすることを目的としています。

ニュージーランド子会社の法務・リスク・コンプライアンス部門責任者であるサイモン・ヘインズは、Boutique Investment Group (BIG)の会長を務めています。BIGはニュージーランドの資産運用会社の集まりで、業界に影響を与える規制やコンプライアンス、ガバナンスの問題について、知識や批判的思考を共有しています。BIGは2023年序盤、慈善団体で個人投資家の顧客にポートフォリオの保有銘柄に関する情報を提供する最も人気の高いプラットフォームの1つである「Mindful Money」とミーティングを持ちました。その結果、Mindful Moneyのウェブサイト上で資産運用会社が自社の投資理由を説明できるようにし、同ウェブサイトの利用者が保有銘柄についてMindful Moneyの分析と資産運用会社の分析間における意見の相違を理解できるようにすべきであるとの合意に達しました。より長期的には、BIGとMindful Moneyとのあいだで用語・表現を統一していくことも検討されています。こうした取り組みは、新たな規制を必要とすることなく投資家の理解を深めるのに役立つと考えます。

日興AMグループの社員はこの1年間、数多くのカンファレンスやパネル・ディスカッションに参加し、以下のようにいくつかでは基調講演者も務めました。

IMpower Incorporating

FundForum: ドウルーズ代表取締役社長が2つのパネル・ディスカッションに登壇し、資産運用業界を方向付けている主なトレンドや資産運用会社が直面している成長動向・戦略面の課題について、日本およびアジア全般の視点を提供しました。他の経営幹部は「Women Mean Business」のオンライン・パネル・ディスカッションに参加し、バリューチェーン全体にわたるESGのベスト・プラクティスについて議論するとともに、ネットゼロその他の持続可能な開発目標を達成するために必要な新たなグリーンボンド・ユニバースの在り方について、

パネル・ディスカッションで意見を述べました。

Bloomberg Key Account

Summit: Bloombergの東京・香港・シンガポール拠点でバイサイドの顧客を担当している社員20名が参加した非公開の社内イベントで、ドウルーズ代表取締役社長が講演を行いました。これによって、Bloombergの社員が当社の経営幹部に直接質問する機会が提供されました。当社にとっては、世界の資産運用業界における当社の立ち位置を説明し、当社や他の顧客に対するBloombergのサービスの方向付けとBloombergとの強固な関係のさらなる強化を試みる機会となりました。そのような既存の試みとしては、「Bloomberg Women's Buy-side Network」や「Bloomberg Philanthropies」などのサステナビリティへの取り組みが挙げられます。

Asia Research & Engagement:

サステナブル・インベストメントのグローバル・ヘッドであるラジェスカが、アジアにおける脱炭素化の促進と持続可能な成果の達成に関するプレス・イベントで講演を行いました。ラジェスカは、当社の運用プロセスにおけるサステナビリティのインテグレーション、気候変動その他のESG課題への取り組み、ESGデータにおける課題の克服、ESG分析をアジアのポートフォリオに合わせて調整することの重要性について、考察を共有しました。

PRI in Person: ESGスキルの格差を埋めるためのパネル・セッションで、ラジェスカが講演を行いました。このパネル・セッションでは、最近のリサーチやケース・スタディを基に、企業が責任投資戦略のメリットを実現するにあたっての社内ESG研修の重要性が議論されました。

フィリピン証券取引所のInvestor Relations Workshop: シンガポール拠点に勤務するESGスペシャリストのデボラ・ロークが、フィリピン証券取引所主催のワークショップに参加し、フィリピンに上場する企業のIR担当

者とサステナビリティ報告を強化する方法について議論しました。

欧州金融市場協会のSustainable Finance 2023 Conference:

効果的なデューデリジェンスを通じて人間と地球の両方にとってより良い結果となるよう金融機関が果たす役割について考えるパネル・ディスカッションに、グローバルESGデータ&レポート部門の前責任者が参加しました。

その他に当社が支援・参加・署名している取り組みには、以下のようなものがあります。

- 気候変動に関するアジア投資家グループ (AIGCC) のアジア公益事業エンゲージメント・プログラム (詳細は原則10のセクションを参照)
- CDP
- Climate Action 100+ (CA100+, 詳細は原則10のセクションを参照)
- 気候危機に関する政府へのグローバル投資家ステートメント
- 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク
- Nature Action 100 (NA100, 詳細は原則10のセクションを参照)
- NZAMi
- PRI
- TCFD
- The Investor Agenda

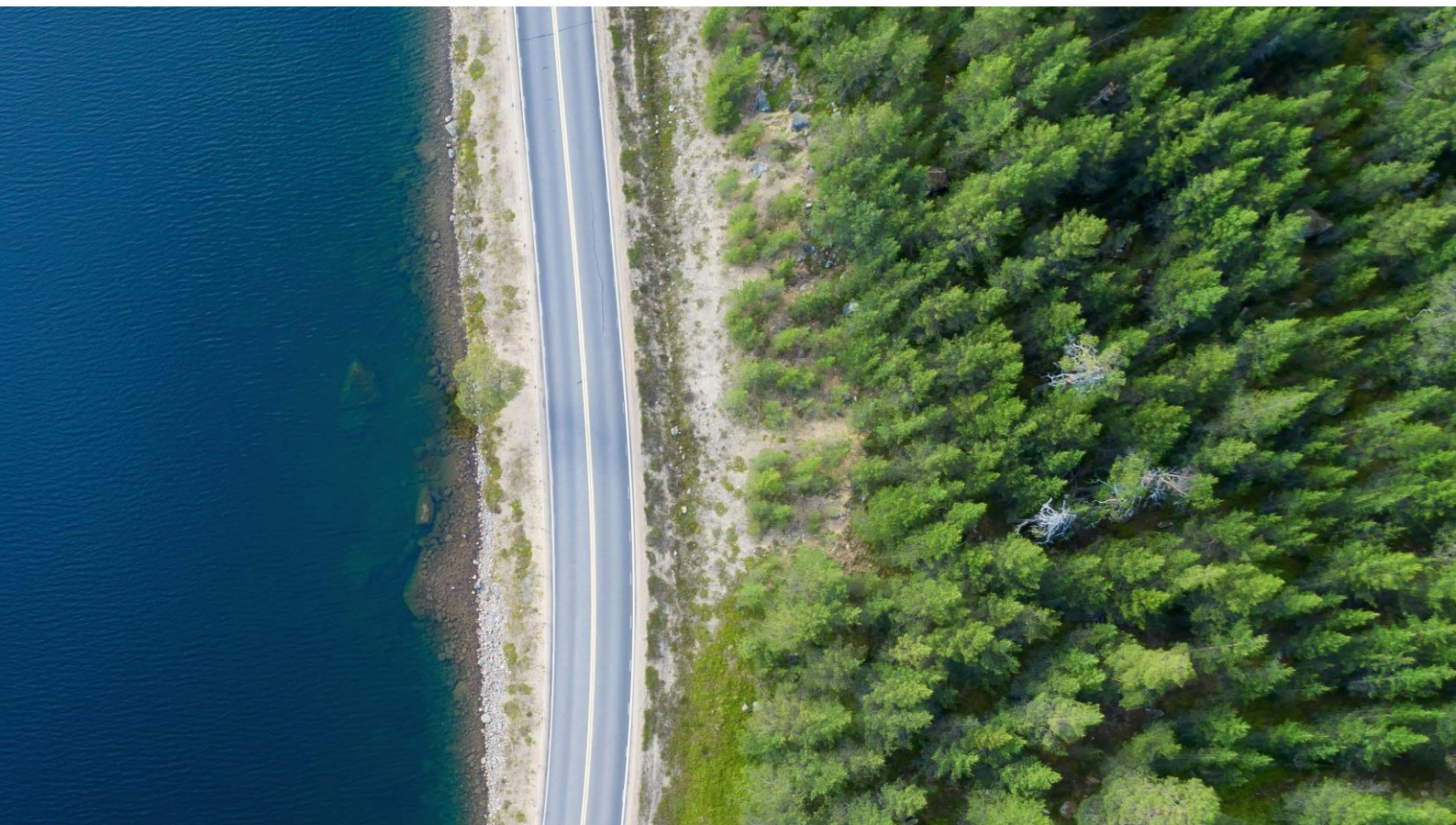
成果

まとめると、当社のプロセスと行動はともに、当社がこの1年を通じて市場を跨るリスクおよびシステミック・リスクの特定とそれらへの対応を引き続き有効に行えたことを示している、と考えます。ケース・スタディが示す通り、当社の運用チームはこれらのリスクに迅速かつ創造的に対応し、債券ポートフォリオに対する脅威の変化を洗練されたツールを用いてモニターしたり、気候変動から最も打撃を受けやすいグローバル株式の分野を特定・管理したり、市場の円滑な機能と責任ある運営に努める政策当局や規制当局の取り組みに協力するなどしました。

そのようなリスクに対処するにあたっての当社の基本原則は、常にお客様を第一に考えることです。つまり、お客様にとって最良の成果が得られるよう、お客様のポートフォリオをポジショニングすることです。当社は大きな投資市場においては小さなプレイヤーですが、お客様の資産が責任を持って運用されるようにすることで、お客様の資金が賢明かつ倫理的に運用されて適正に機能する市場と環境により優しい未来を支えるようにする一翼を担うことができます。

業界全体に目を向けると、新たなシステミック・リスクを特定するとともに既存のシステミック・リスクに対処するより有益な方法の1つは、そういったリスクについて他の業界関係者と議論することです。当社では業界の幅広い取り組みに全面的に関与し、ESG投資の開発や規制の強化からデータの改善やESGの脅威への取り組みにおけるデジタル技術の活用促進まで、多くの新たな脅威と機会に対処してきました。

気候変動は短期的に進展を判断するのが容易でない分野の1つですが、この理由は、気候変動がもたらすリスクの長期的性質と将来の政策や技術革新をめぐる不透明感にあります。当社では、運用戦略の気候への効果をモニター・算定する戦略・手法を引き続き強化するとともに、地球温暖化を最小限に抑えるアプローチを開発していく方針であり、そうするなかで、市場の適正な機能を促進する取り組みにおいて他のステークホルダーとのエンゲージメントを継続していきます。



原則
5

署名機関は、自身のポリシーをレビューし、プロセスを担保するとともに、活動の有効性を評価する。

活動

リスクのガバナンスおよび
監督

グループ・レベルでは、リスクのガバナンスおよび監督の責任は「3つの防衛線」モデルに従って分担されています。

- **第1の防衛線**: フロント・オフィスの事業部門および所属社員が、その目的の達成を脅かし得る所属部門のリスクを特定・管理します。同部門および所属社員は、割り当てられたリスク・エクスポージャーの限度内でリスクを受け入れ、その業務のリスクの特定・評価・制御に対して担当責任と説明責任を負います。
- **第2の防衛線**: リスク・マネジメントやコンプライアンスなどのサポート部門が、会社レベルでリスクを評価・監督し、全社的なポリシーを含めリスクの枠組みを確立・維持します。これらのサポート部門はそれぞれ、フロント・オフィスの事業部門と緊密に連携しながら、事業のリスクが適切に特定・管理されているよう担保します。
- **第3の防衛線**: 社内の監査部門が、内部統制の設計および有効性について、独立した客観的な確認を行います。すなわち、第1・第2の防衛線で構築されたプロセスの有効性を独自に評価し、これらのプロセスを確実なものとしします。

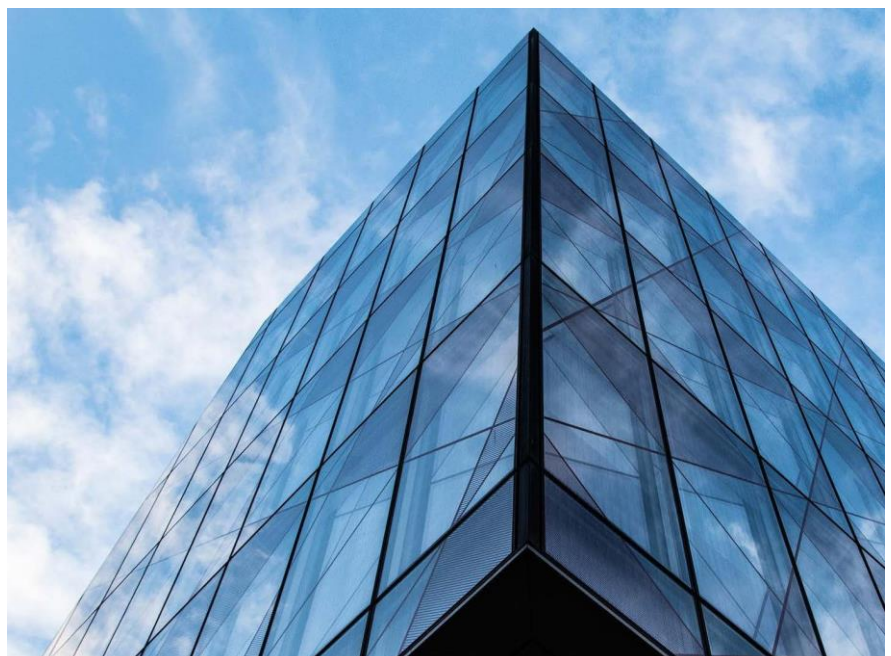
ポリシーおよび手続きの
見直し

スチュワードシップ方針を含め、当グループのすべてのポリシーおよびプロセスは、その適切さと有効性が維持されるよう、少なくとも年1回見直し・確認が行われることになっています。見直しのプロセスはポリシーの内容によって異なりますが、原則として、作成・起草（新規ポリシーの場合）、関係部署による改定、該当する場合は関係委員会によるレビュー、その後、各拠点のポリシーの場合は子会社の取締役会、グローバル・ポリシーの場合はGECおよびグループの取締役会によるレビュー、という流れで行われます。

世界のESG規制状況の進展に対応するため、枠組みとプロセスは継続的に見直し・改善が行われています。スチュワードシップ活動に適用されるグループの主要ポリシーは以下の通りで、2023年に加えられた変更は「成果」のセクションで詳述しています（スチュワードシップに直接関係のないポリシーについては説明していませんが、そのようなポリシーも上述したのと同様のプロセスで見直しが行われます）。

- グループの倫理行動規範
- グループのダイバーシティ&インクルージョン・ポリシー
- グループの責任投資へのコミットメント
- グループの利益相反の管理に関する規程
- グループのエンゲージメント&スチュワードシップ戦略
- グループの議決権行使ポリシー
- グループの最良執行方針
- グループのトレーディング・ポリシー
- グループの環境ポリシー
- フィデューシヤリー・ESG原則に関する取組みと遵守に係る規程

定期的な見直しプロセスの一例としては、株式持ち合いに関する社内ガイドラインの変更が挙げられ、次ページのケース・スタディで詳細をご覧くださいいただけます。



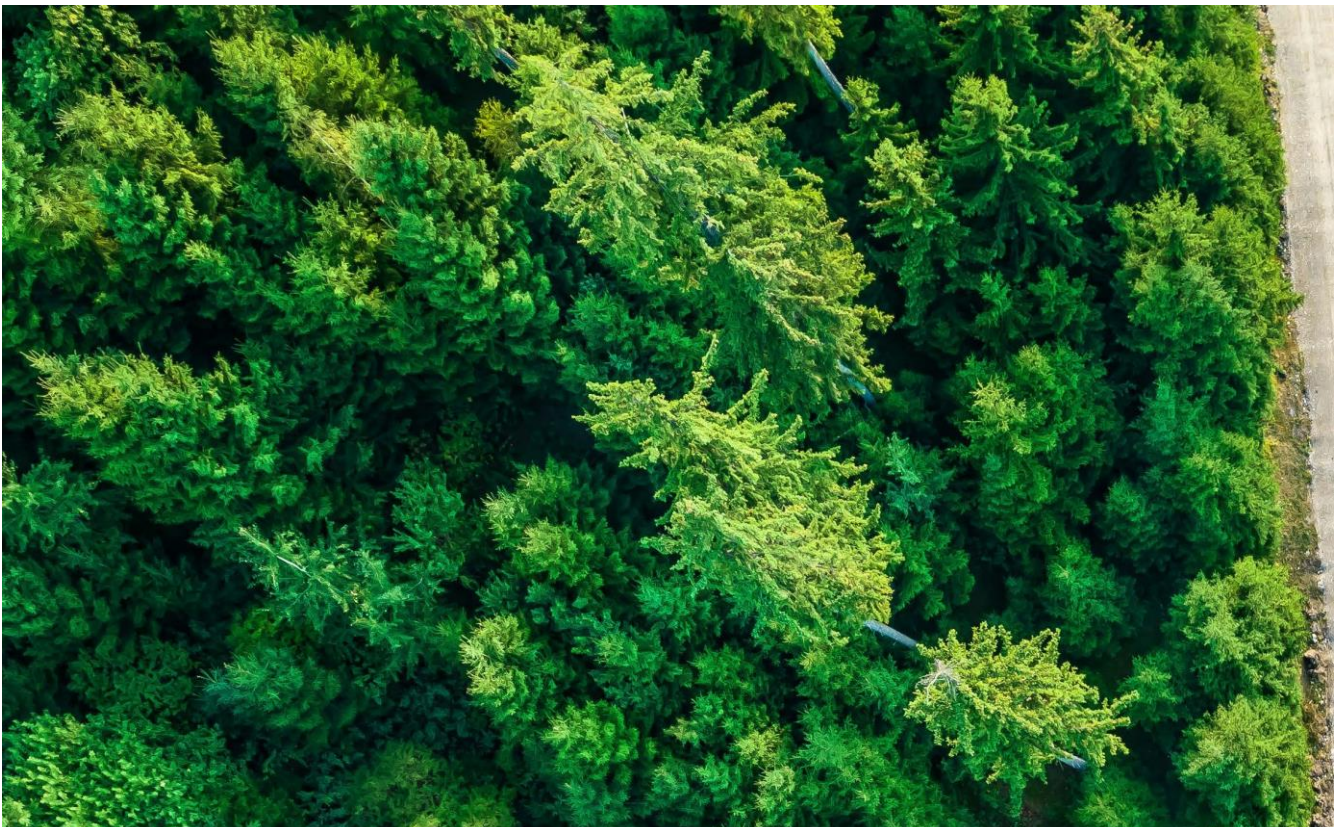
ケース・スタディ:

ルール強化で政策保有株式を解消(株式)

問題: 公開企業が他の公開企業とお互いの株式を大きな割合で保有し合う「株式持ち合い」は、日本で、そしてある程度はドイツなど他の国でも、長年にわたって物議を醸すビジネス慣習となっており、これらの国々でコーポレート・ガバナンス改革が遅々として進まない一因と言われてきました。持ち合い株式への投資は事業の拡大に使えるはずの資本を非効率的に使っているケースが多いと言われていました。さらに、公開市場で取引される株式数が減ることで企業が買収から守られやすくなるため、経営者が少数株主の利益よりも自らの利益のために行動しやすくなる可能性もあります。

活動: 日本のサステナブルインベストメント部は長年にわたって、日本における株式持ち合いからの段階的脱却をエンゲージメントを通じて積極的に働きかけてきており、このポリシーはグループ全体の議決権行使ガイドラインにも反映されています。政策保有株式残高の開示にはタイムラグがあるため、当該ポリシーの適用には従来、運営上の難点がありました。しかし、お客様との協議と社内での幅広い議論を経て、当社では、議決権行使ポリシーに定量的尺度を適用することで、当該テーマにおける自社スタンスを強化することとしました。結果として、現在では、政策保有株式の合計が純資産の20%以上である場合、経営トップの再選に反対票を投じています。ただし、政策保有株式を減らす適切な計画が設定されている場合は、このルールが適用されないことがあります。

成果: このポリシー変更は2023年3月の議決権行使基準の改定において加えられました。以降、2023年の議決権行使においては、日本のサステナブルインベストメント部は、バランスシート上で政策保有株式の残高が連結純資産の20%以上あり、かつその削減計画が明確に示されていない127社について、経営トップの選任に反対票を投じました。このポリシー変更の適用事例は、原則7のセクションのケース・スタディ「セラミックスから太陽光パネルまで手掛ける日本の大手グループ企業の利益に光を当てる」でご覧いただけます。また、昨年は日本市場全体でも、かつては株式持ち合いの慣習を頑なに維持しようとしてきた大手自動車グループや建設セクターを中心に、株式持ち合いの段階的解消に向けた大きな進展が見られました。



社内外からの保証

監査・保証に関しては、コンプライアンス部に加え、例えば独立社外取締役を含む監督委員会など、数多くの内部牽制機能を備えています。当社のポリシーでは、各部門に対して2年毎に監査を実施し、その結果特定された是正措置が確実に実施されるようフォローアップを行うことになっています。2023年においては、内部監査で指摘された重大な問題は特にありませんでした。

また、様々なステewardシップ活動について外部機関の監査を受けています。最も基本的なレベルの例としては、年次決算を監査する外部の会計監査人が挙げられますが、その他にも多くの独立監査人から評価を受けています。例えば、独立監査人が監査基準SSAE18（米国）およびISAE3402（その他の地域）に基づき、当社の管理手続きとその有効性、サービス提供、情報セキュリティ、データ・プライバシーの管理の評価を行っています。2023年の外部・独立監査では、重大な事項の指摘はありませんでした。

国連が提唱するPRIの署名機関として、当社は同組織による年次評価を通じて外部レーティングを受けています。この評価では、責任投資のポリシー・対象範囲・目的、利益相反ポリシー、ガバナンスと人材・パフォーマンス管理・報酬、人材育成・研修、責任投資の協力・推進など、幅広いステewardシップ活動が対象となっています。当社が提出するPRI報告は、社内での広範なレビューを経て最終的に取締役会の承認を受け、最終レーティングも取締役会に報告されます。PRI評価は、責任投資の理解・発展をサポートするようなフィードバックの提供を目的としており、当社では受けたフィードバックを検討して適宜活動に取り入れています。

業界団体との協力により、投資家や市場全体にとって重要な様々な問題について常に最新の状況を把握し、当社のポリシーやプロセスを継続的に刷新するようにしています。PRIに加え、これらの団体には、原則4および10のセクションでそれぞれ述べているように、当社グループの子会社が加盟している規制やコーポレート投資の取り組みなどがあります。

公正でバランスの取れた わかりやすい報告となるように

お客様への定期的な報告を含め、社外向け資料はすべて各拠点で作成され、各拠点のコンプライアンス部によってレビューされています。各地域のコード要件を満たすために現地レベルでのみ必要となるようなステewardシップ・レポートも、本レポートとは別に各拠点で作成されています。社外向け資料はすべて、社内の厳正なレビュー・承認プロセスを経ていますが、当社の報告が公正でバランスの取れたわかりやすいものであるかどうかを最終的に判断するのは、当社のお客様であると考えています。このため、お客様と緊密に連携するようにしており、例えば、機関投資家のお客様の多くとは数十年にわたって関係を築いてきています。したがって、当社の報告は、ESG重視の高まりといった市場の標準環境に沿っただけでなく、お客様固有の要件を当社が認識するようになった結果としても、時間とともに進化してきました。お客様とのコミュニケーションやお客様が当社の報告を評価するプロセスについては、原則6のセクションで詳述しています。

ステewardシップ・コード

今年の英国ステewardシップ・コードへの報告書を作成するために、当社ではグローバル・サステイナブル・インベストメント・チーム、コンプライアンス、オペレーション、クライアント・サービスおよび運用チームのメンバーなど、会社全体から多くのチームを集めました。社内外のリソースを活用し、できるだけ有益でわかりやすい報告書にするようにしました。本レポートは、英国拠点のESG&ステewardシップ監督委員会によるレビューに加え、英国子会社およびグループの取締役会とESGグローバル・ステアリング・コミッティーによるレビューおよび承認を受けており、代表取締役社長のステファニー・ドゥルーズによって署名されています。

現在のところ、英国、日本、ニュージーランドなど個別のコードについてはそれぞれ該当するグループ会社でレビューが行われており、対応する報告書については個別に作成されるか、本グローバル・レポートが他コードの原則に明確に言及することなく活用されています。今年のレポートのタイトルを「英国ステewardシップ・コード2020への日興アセットマネジメントグループの報告書」から「日興アセットマネジメント グローバル・ステewardシップ・レポート」に変更したのは、本レポートのカバー範囲がグローバルであることを十分に示すためです。



成果

社内の牽制機能、外部からの保証・監査、そして業界団体や規制機関への幅広い参加を組み合わせることにより、当社のポリシー、手続きおよびプロセスが継続的かつ厳格な見直しを受ける体制を担保できると考えます。効果を発揮するには、このような見直しを、ポリシー・手続き・プロセスが常に最新で有効なものであるようにするアクションにつなげる必要があります。このことを念頭に、当社は2023年、見直し・保証プロセスの結果として、スチュワードシップ活動に適用される主要なポリシーにいくつか変更を加えました。グループの倫理行動規範

- 原則2のセクションで述べた通り、グローバル・エグゼクティブ・コミッティー規程が、日興 AM グループの各地域拠点の代表者を含めるよう改定されました。
- ESGグローバル・ステアリング・コミッティー規程が、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームの設立を正式に反映するよう改定されました。同チームの設立については昨年のレポートで詳述しており、現在の体制については原則2のセクションに記載しています。
- グループの「利益相反の管理に関する規程」の別紙に記載している関連グループ会社のリストが、最近の変更を反映して修正されました。
- グループの「利益相反の管理に関する規程」に、子会社の現地のポリシーおよび附則を追記しました。2023年における各拠点のポリシーの変更については、原則3のセクションで詳述しています。

- 日本のスチュワードシップ & 議決権行使委員会規程が、債券運用部長とサステナブルインベストメント部長を含めるよう拡大されました。従来は株式が中心であったスチュワードシップ & 議決権行使委員会に債券運用部が正式に加えられたことは、スチュワードシップの対象をすべての資産クラスに拡大させるという当社の前進を反映しています。
- 日本の「国内株式議決権行使基準」を改定し、(前述のケーススタディ「ルール強化で政策保有株式を解消」で説明したように)政策保有株式の合計が純資産の20%以上である企業における経営トップの再選など、議決権行使において反対票を投じる場合のガイドラインを修正しました。また、二酸化炭素排出量の削減目標、TCFD開示、取締役会の独立性評価など、具体的な考慮項目も設定しました。さらに、日本の「国内株式議決権行使基準」の2024年4月から適用される改定では、気候変動に関する株主決議へのアプローチが成文化されました。



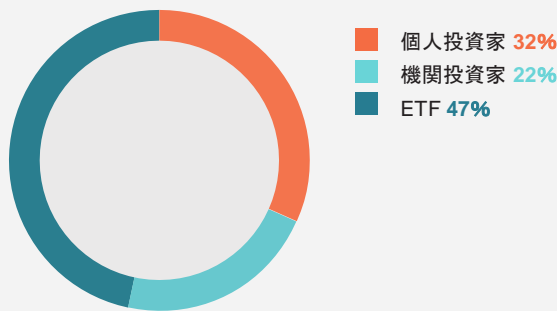
原則
6

署名機関は、顧客および受益者のニーズに配慮し、ステewardシップと投資に係る活動と成果を顧客と受益者に伝える。

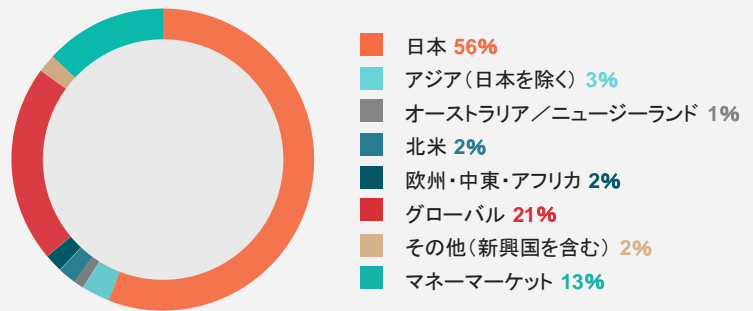
背景

原則1のセクションではAUMの資産クラス別および顧客居住地別での内訳(2023年12月31日現在)をご覧いただきましたが、下のチャートはさらにお客様のセグメント別³およびマンドートの対象地域別での内訳を示したものです。

顧客セグメント別AUM*



マンドートの対象地域別AUM*



*2023年12月31日現在

お客様と継続的にコミュニケーションをとることは資産運用会社の基本的な義務であり、優れたステewardシップにおいて不可欠な一部と言えます。しかし、求められるものはお客様によって異なります。当社の顧客基盤で最も大きい割合を占めているのは日本国内のお客様で、主な投資先は株式です。個人投資家のお客様は、第三者の販売会社経由で投資信託を通じて当社の商品にアクセスしているため、機関投資家のお客様とは異なるアプローチでコミュニケーションをとる必要があります。個人投資家のお客様は、明瞭・簡潔で見た目もよい、わかりやすい資料を求めます。機関投資家のお客様からは、より直接的で、時により専門的な、そしてもちろんよりカスタマイズされたコミュニケーションを期待されており、その量やタイミングは契約上の関係によって左右されます。

投資ホライズン

個人投資家であれ機関投資家であれ、ほとんどのお客様は中長期的な視点で投資を行うことが最良の成果をもたらすと考えます。これが実際に意味するところについて断言はしませんが、大まかには中期投資家であれば3~5年、長期投資家であれば10年以上の保有期間が妥当とみています。個人投資家の場合、これは長期貯蓄のニーズに合致しているとともに金融市場の変動を乗り切るのに最も適しており、証券投資から得られる価値を最大化しやすいと言えるでしょう。同様の判断が、年金基金や保険会社、銀行、政府系ファンドといった投資ホライズンが長期の投資家を主に対象とする機関投資家向け戦略の大半にも当てはまります。

もちろん、この包括的な哲学は、状況に応じて加減する必要があります。政治的・経済的イベントの場合、お客様へのリスクを軽減するために保有期間を通常よりも短縮せざるを得ないことがあります。反対に、TCFDレポートで詳述しており原則7のセク

ションでも言及する通り、気候関連のリスクおよび機会、特に2030年関連のものや2050年の二酸化炭素排出量ネットゼロへのコミットメントに関連するものを検討するにあたっては、はるかに長期的な時間軸を見据えなければなりません。また、留意すべき点として、2023年12月末時点のグループ全体のAUMでは、その13%超が通常は保有期間が1年未満と短い現金同等物またはマネーマーケット・ファンドで占められていました。

こうした視点はお客様とのコミュニケーションにも反映されており、人口動態の変化や開放性が後退した世界におけるグローバル化の行方など、長期的な経済・市場トレンドの説明に焦点を当てる傾向があります。また、気候変動その他のESG関連の考慮点を運用プロセスに組み込むという当社のポリシーにも、同様の視点が反映されています。

当社では、当社の商品および戦略の組み合わせが、お客様のニーズに十分合致していると考えています。

3 ETFは株式ベンチマークに連動する多数のファンドに関連している。これらのビークルの構造上、当社がファンドの最終的所有者を把握することは不可能であり、したがって機関投資家または個人投資家のいずれが所有しているかを当社が分類することはできない。



活動

お客様に対する説明責任は当社のフィデューシャリー原則の中核を成すものであり、したがってコミュニケーションは極めて重要となります。これはつまり、すべてのお客様に対して、当社の投資アプローチや商品のリスク特性、運用報酬を説明するわかりやすい資料に加え、お客様が投資とそれに伴うリスクを理解するのに役立つツールを提供するということです。例えば、各市場で様々なESGのラベリング基準や規制の台頭・細分化が進むなか、当社では独自のESG・AUM分類の枠組みを開発すべく大規模な社内プロジェクトを実施しました。この枠組みによって、当社は自社のAUMを様々なサステナブル投資カテゴリーに分類する同一の方法を確保し、報告の一貫性および整合性を一層担保することができます。さらに、対外的なコミュニケーションについては、各拠点で堅固なコンプライアンス・レビュー・プロセスを確立しており、あらゆる資料が明瞭・公正で誤解を招くことのないものであるようにしています。

前述の「背景」セクションで述べたように、当社のAUMの大部分は販売会社経由の個人投資家向け運用であり、また地理的な観点からは、当社の顧客の大半は日本の居住者です。したがって、次の「個人投資家」のセクションでは、日本の投資家とのコミュニケーションに焦点を当てています。

個人投資家

当社が運用する数多くの投資信託⁴は、日本の機関投資家だけでなく、銀行その他の販売会社を通じて個人投資家にも販売されています。したがって、当社では、日本の個人投資家とのタイムリーでわかりやすくアクセスしやすいコミュニケーションに、大きく注力しています。個人投資家への直接販売は行っていないため、当社のコミュニケーションの取り組みは主に販売会社（銀行、証券会社、そして最近増えつつあるネット金融機関）向けに行われています。

当社では、販売会社や投資信託を購入する日本の個人投資家の皆様に、特定のファンドに関するものだけでなく経済や市場など幅広いテーマに関するものも含め、様々な情報を提供しています。個人投資家に向けたコミュニケーションの目的は、市場や投資の動向への理解を深めていただくと同時に、ご自身の投資資産に起きることとその理由を把握していただくことです。

個人投資家の間では金融知識のレベルに大きな差があることを踏まえ、同投資家層内の異なる読者層に合わせたコミュニケーションを行っています。このため、当社のホームページでは、販売会社と最終投資家の双方を対象とした動画を提供しています。例えば、特定のファンドについて以下のようなサポートを提供することもあります。

- ファンド販促のための、初見の人を対象とした動画
- ファンドのコンセプトをより詳しく説明する動画
- ファンドに影響を与える潜在要因やパフォーマンスについて、お客様に最新の状況をお伝えする定期的な動画その他の資料

また、販売会社や最終投資家を対象としたウェビナーやオンライン講座・研修にも力を入れています。こうした取り組みについては、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的感染拡大）が始まってから、さらに強化してきました。「日興AMファンドアカデミー」のブランドの下、個人投資家や販売会社の皆様、さらには既存のお客様以外の方々にも、ファンドに関して必要不可欠と考える知識・情報を提供しています。

「日興AMファンドアカデミー」のブランドで定期的に作成している情報資料

アイテム	頻度	備考
楽読(5分程で読める簡潔にまとめたコメント)	週に2、3回	
こよみ(さっと読める短いコメント)	月次	
語句よみ(特定のテーマの深掘り)	随時	2023年は4回
マーケット5ミニッツ	月次	
ウィークリー・マーケット	週次	
データウォッチ	週次	
フォローアップ・メモ	随時	2023年は4回
グローバルREITウィークリー	週次	
マンスリー・マーケット	月次	
JAPAN in Motion	四半期毎	
日興AMニュースレター	随時	2023年は3回
CHINA INSIGHT	随時	2023年は16回
KAMIYAMA Reports(当社のチーフ・ストラテジス神山直樹による市場アップデート・レポート)	随時	2023年は15回
KAMIYAMA Seconds!(神山直樹による簡潔なアップデート)	随時	2023年は47回

個人投資家の意見を求めて

こうしたコミュニケーションは、当社が話し手となりお客様が聞き手となるのにとどまりません。当社では、販売会社の意見も真摯に受け止めています。販売会社はお客様に頻繁にコンタクトしており、個人投資家の意見を当社に伝えていただく重要なパイプ役であるからです。こういったフィードバックは、販売会社に提供する資料においても、新商品の設計においても、当社にとって重要な指針となっています。販売会社からの意見、また場合によっては個人投資家からの直接の意見をともに頂戴するには、いくつかの方法があります。東京を拠点とするリテール事業では、約40名の専任スタッフが実施する様々なセミナー・プログラムに多大な労力が費やされています。これらのセミナーは1回に200名程度の参加者を対象として企画・開催されており、以下のように分類することができます。

- 販売会社が自社の支店にお客様を招待して行う個人投資家向けのオンサイト・セミナー
- 販売会社の営業担当者向けの勉強会

いずれの場合も、当社グループから社員が講師として当該金融機関を訪問し、通常60分程度のプレゼンテーションを行います。2023年には、オンライン・セミナーと対面セミナーの両方を実施しました。セミナーの内容とお客様からのフィードバックはその後、社内の顧客管理システムを通じて担当マネージャーに報告されるため、担当マネージャーは、投資家や販売会社における最近の動向や意見の変化を常に把握することができます。

当社では、「日興AM商品戦略アカデミー」というシリーズで、販売会社の商品企画担当者を対象としたイベントを定期的に開催しています。既存商品の情報提供に加えて、今後の投資家ニーズを満たすと期待される新商品のアイデアも紹介しています。このイベントは、販売会社とオープンなコミュニケーションが持てる貴重な機会となっており、販売会社の担当者から率直な意見を直接聞くことができます。例えば、新商品のアイデアに関する多くのプレゼンテーションの後には、参加者による投票を行っています。この投票で強い支持を得たアイデアは、その後に新ファンドとして実現することがしばしばあります。2023年には2回の商品戦略アカデミーを開催し、3月分では100の金融

機関から160名、11月分では90の金融機関から140名の参加がありました。

このようなあらゆるフィードバックを収集すべく、東京の社員は販売会社の本支店に定期的にコンタクトしています。こうした情報は、個人投資家から当社のコールセンターに直接寄せられた意見とともに、顧客管理システムを通じて関係する当社グループの社員と共有されます。また、特に重要なコメントや販売会社からの強い意見については、速やかに営業のシニア・マネージャーに報告されるよう、社内プロセスを整備しています。

機関投資家

機関投資家とのコミュニケーションについては、お客様の個別のニーズに合わせて頻度や方法を調整するのが、当社のグループとしての方針です。これらについては通常、投資一任契約の設定時に交渉の一環として話し合い合意しますが、機関投資家のお客様とのコミュニケーションにおいて中心となるのは、直接の話し合いです。当社の営業担当者とクライアント・サービス・チームがお客様と連携し、すべての定期運用報告書について、求められる内容とタイミングを確認します。こうした協議のミーティングの前に、通常は様々なトピックに関する情報を提出します。情報には当社のスチュワードシップ・ポリシーや議決権行使ポリシー、実行の枠組み、企業とのエンゲージメントとその効果、当社のESGインテグレーションおよびスチュワードシップ活動に関する第三者評価（例えば直近のPRI評価）などが含まれます。

ほとんどの機関投資家のお客様とは、運用レビューを年1回以上行いますが、議決権行使や企業とのエンゲージメント、その他のスチュワードシップ活動などのテーマに関し、必要に応じて臨時のミーティングをアレンジすることも可能です。パフォーマンスに関する通常の議論や報告に加えて、お客様からの要望に応じ幅広い運用関連トピックについて説明を行っています。

お客様への定期的なパフォーマンス・レビュー以外では、マンドートの変更やパフォーマンスに影響を与え得る重要な市場イベントなど、ポートフォリオに影響を与えるような重要な情報について、お客様に常に最新の情報を積極的にお伝えするようアプローチをとっています。投資先企業とのエンゲージメントのポリシーに関する詳細は、原則9のセクションをご参照下さい。

たえず拡大し続けるお客様からの要望に応えるべく、当社では投資先企業について、炭素集約度その他の炭素関連情報開示、ESGスコアや関連情報に関するレポートを提供することもできます。これは双方向のプロセスで、お客様から追加情報の提供や特定のフォーマットでの提示を求められることも多くあります。このようなニーズへの対応例が、次の「お客様からのフィードバックを受けて炭素集約度の報告を改善」と「お客様へのESG課題の報告を合理化」という2つのケース・スタディです。

ケース・スタディ:

お客様からのフィードバックを受けて炭素集約度の報告を改善(株式)

問題:あるお客様から、日本株式チームが運用するポートフォリオの保有銘柄について、炭素集約度に関する追加報告を求める連絡を受けました。クライアント・サービス・チームと運用チームがそのお客様に会い、今回の要望の背景に、お客様自身が投資に関して約束した炭素関連のコミットメントがあることがわかりました。

活動:お客様の要望に応えるべく、当該戦略が日本で投資可能なユニバースにおいて、ポートフォリオで保有している企業に関し現在の炭素集約度（および将来見込まれる炭素集約度の低減）の詳細を提供することができました。また、他の様々な資産クラスや地域との比較についても説明しました。

報告の目的を理解した上で、お客様とポートフォリオの報告形式を相談し、それに必要なデータポイントを明確にしました。これを踏まえ、当社からは、情報源や計算方法の違いが結果に影響を及ぼす可能性があるため、一部の分野では背景を意識しながらデータを解釈する必要があることを指摘しました。

成果:このやりとりの結果、当社ではこのお客様のために、ポートフォリオの保有銘柄の炭素集約度に関するデータ報告様式の提供を新たに開始しました。この新しいフォーマットにより、お客様はポートフォリオ全体にわたってカーボン・インパクトを評価し、傾向をモニターするとともにさらなる分析が必要な分野を特定することができるようになりました。この点について、お客様からは当社が提供できた情報と知見に対し感謝のお言葉を頂戴しました。

ケース・スタディ:

お客様へのESG課題の報告を合理化(株式)

問題: 四半期毎に行うESGレビューの席で、英国の主要な機関投資家から、当社の運用チームと投資先企業とのエンゲージメントに関してもっと情報が欲しいとの要望がありました。特に、エンゲージメントのミーティングの主な目的および成果について知りたいので、四半期毎に数件作成している株式銘柄のケース・スタディと同様の形式で情報を提供してほしいとのことでした。このお客様の最終的な目的は、すべての資産運用会社から標準化した形式で情報を収集することでした。こうすることで、このお客様は、英国スチュワードシップ・コードの要件に沿う形で、フィデューシャリーとしての責任を果たすのに有用な指標・データを作成できるようになるとみられました。

活動: 従来、各企業とのミーティングの概要については、議事録の形でお客様に提供していました。今回のフィードバックを受け、運用チームはグローバル・サステナブル・インベストメント・チームと協力し、この特定の戦略に関して四半期毎のESG報告書の作成方法を改善しました。その結果、これらのエンゲージメント報告はより簡潔で体系立った使いやすい形式となり、現在ではESGトピックや目的、現況、エンゲージメントの日付け、活動で分類されています。

成果: お客様は新しい形式に満足し、各エンゲージメントをセクションに分けるという方法は、報告を標準化するというお客様の目的に役立ちました。このようなやりとりの結果として、当該戦略に投資している機関投資家向けに作成する四半期毎のESG報告書については、すべてこのアプローチを採用しています。

議決権行使の判断について、当社では通常、特定の議案にどのように対応したかなど、経営陣の提案に反対票を投じた場合は特に詳細な説明を提供しています。また、社内で意見が分かれたケースや、社内でコンセンサスに達した経緯についても説明しています。議決権行使のポリシーおよび行使結果に関する詳細は、原則12のセクションをご参照下さい。議決権行使の方法と2023年に実施した企業エンゲージメントの数については、当社のホームページで開示しています。

加えて、お客様とコーポレート・サステナビリティ・ミーティングを定期的に(通常は年1回)持ち、運用だけでなく企業レベルでのその他の活動も含むより広範なサステナビリティの取り組みについて報告しています。このようなミーティングでは、フィデューシャリーの責任を果たし社会をより良くするのに貢献するために資産会社やアセットオーナーとしてできること、そしてすべきことについて、よく意見交換が行われます。

当社では、お客様の資産を運用するにあたってお客様が当社に採用してほしいと考える投資・スチュワードシップ原則を理解したいと常に考えており、その一方で、当社のポリシーおよび実施アプローチについても説明しています。両者の見解に食い違いがある場合は、スチュワードシップ&議決権行使委員会の事務局やその他の該当する専門家の協力を得て、差異を調整するように努めています。ポリシーに必要な修正を加える際には、柔軟な対応を目指しています。例えば、株式マンドートのお客様から要望された場合は、議決権行使やエンゲージメントにおいてお客様のポリシーを採用します。分離口座マンドートの場合は、可能な範囲内で、お客様から提供された投資制限・除外リストを遂行するとともに、運用アプローチをお客様固有の要件に合うように調整します。

このような話し合いによって、当社と機関投資家のお客様が互いに理解し合い、お客様の意見が社内の関係者、特に運用チームに正確に共有されていることを確認しやすくなります。機関投資家のお客様との緊密なコミュニケーションを維持するため、当社ではオンラインやオフラインのミーティングを通じた対面でのやりとりに重点を置いています。その他のコミュニケーション手段も活用しています。当社の営業担当者は努力を惜しまず、詳細なフィードバックを求めるとともにミーティングでの説明が十分かどうかを確認し、お客様の期待・要望が概ね満たされているよう担保しています。

コンプライアンス部は、運用するポートフォリオがお客様の投資方針および該当するガイドラインを遵守しているかどうか、独自のチェックを行います。同部は必要に応じ、レビューの所見や対応が必要なオペレーション上の問題について、運用チームや各拠点の経営陣、本社と協議します。

当社で日本以外の拠点に属している運用チームは、東京本社のカライアント・サービス・チームを通じて、日本のお客様と活発な対話を継続的に行っています。当社では、月次での投資ポジションとパフォーマンス・レポートに加え、市場見通しのアップデートを提供しています。ポートフォリオに関するお客様の要望にまず対応するのはクライアント・サービス・チームですが、そういった要望の多くはその後、さらなる対応のために現地のチームに伝えられます。ポートフォリオ・マネージャーは通常、定期的に日本を訪れ、お客様とのミーティングでポートフォリオに関するアップデートを提供するほか、勉強会などのワークショップも行います。例えば、グローバル債券チームは、既存のお客様や潜在的なお客様に、欧州市場やデンマークのモーゲージ債市場に関するセミナーを提供しています。また、一部のお客様については、市場やその日々の動きを学ぶ手段として、ロンドンに代表社員を派遣することもあります。こうしたコンタクトによって、当社ではお客様との対話やお客様のニーズへの理解を深めています。なお、直近のセミナーは2023年10月に開催されました。

成果

当社の最大の顧客基盤は販売会社経由の個人投資家であるため、リテール市場とのコミュニケーションの有効性を評価するのは、他の資産運用会社に比べると困難です。しかし、日本で最も影響力のある3つの独立系業界調査において定期的に高いランキングを獲得している(下記参照)ことから、十分な水準にあるものと自負しています。当社のリテール・コミュニケーションに対して第三者機関からこのような評価をいただけたことは、当社のメッセージを個人投資家のお客様へ伝えることに成功している証しと言えます。

当社では、コミュニケーションの形成・推進にあたって個人投資家のお客様からのフィードバックをますます活用するようになっており、例えば、作成するレポートにおいて特定の懸念点を取り上げています。このようなフィードバックの収集・把握・活用には、販売会社のネットワークと当社のコールセンター・チームがともに不可欠です。

当社の個人投資家へのコミュニケーションについて、個人投資家のお客様がどう感じているかを直接知ることはできませんが、当社は第三者機関から定期的に良好な評価をいただいています。例えば、2023年には以下のような評価を頂戴しました。

日本最大の格付け会社「格付投資情報センター」が毎年実施する投信会社満足度調査で、当社は5年連続で第1位を獲得しました。

日本のニュース配信企業「ニッキン」が実施する運用会社ブランド力調査でも同様に、昨年、5年連続で第1位にランキングされました。

また、日本の有力金融専門誌「Ma-Do」が実施した直近の運用会社ブランド調査で、第2位となりました。

これらの調査の結果は、当社のカスタマー・サポートの質、そして当社が市場に対して行っている情報発信の方法や内容について、販売会社やコメンテーターから大きな信頼を得ていることを表していると考えています。



機関投資家のお客様については、当社が採用している運用戦略をお客様が理解できていると感じているか、同戦略がお客様のニーズに引き続き合致しているかを、お客様とのミーティングにおいて定期的に確認するようにしています。それ以外にも、当社が提供するサービスの範囲や質に加え、運用結果に対する満足度について、常にお客様のコメントを伺うようにしています。これを行う手段としては、個別のフィードバック・セッションや、クライアント・サービス・チームが実施する定期的なポートフォリオおよびオペレーションのレビュー・ミーティングが挙げられます。また、機関投資家の中には、当社のような第三者資産運用会社に対して、正式な評価を行いますスコアを付けているお客様もあります。当社では、お客様からのそのようなフィードバックを重視しています。当社が提供するサービスの有効性をより客観的に評価し、改善できる分野を特定することができるからです。

当社では、お客様のニーズにより応えられるよう、例えばESGインテグレーションの強化や追加的な投資手法(デリバティブ等)の活用、エンゲージメント活動を一元化しその管理を向上するための社内エンゲージメント・プラットフォームの強化など、お客様の意見に基づいて採用する戦略に変更を加えることもやぶさかではありません。また、当然ながら、投資活動やスチュワードシップ活動の定期的な報告についても、お客様のニーズに応えられるよう常に拡充を図っています。

2023年には、例えば市場動向など当社のコントロールが及ばない外的要因により、お客様の投資方針に違反する事例が発生したケースがありました。そのような場合はいずれも直ちに事態に対処し、原因を明らかにして必要な回復措置を講じるとともに再発防止策を実施しました。また、規制上の求めとベスト・プラクティスに則ってお客様に十分な説明を行い、必要に応じて、お客様の投資・議決権行使方針の解釈においてあらゆる潜在的な曖昧さを排除するよう、追加の取り組みを行いました。

原則
7

署名機関は、自身の責任を果たすために、重要な環境・社会・ガバナンスの課題や気候変動を含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。

背景

原則1のセクションで述べたように、スチュワードシップは、フィデューシャリーおよびESGの考慮を含め、長期的な企業価値創造に不可欠であり、持続可能な経済成長の実現に貢献すると強く信じています。したがって、ESG課題の考慮をお客様に対するフィデューシャリー・デューティーの不可欠な一部とみなし、すべての運用プロセスにESG原則を組み込んでいます。

ESGインテグレーションにおいて、当社では画一的なアプローチは採用していません。フィデューシャリー・デューティーの履行を担う中心となるのは運用チームであり、同チームには、当社グループが提供するグローバルおよびローカルのガバナンス枠組みの範囲内で、お客様の最善利益のために行動する権限が与えられています。つまり、当社のESGインテグレーションおよびエンゲージメントのプロセスは運用チームごとにカスタムメイドされており、各チームが最も適切で効果的な方法を選択できるようになっています。資産クラスや運用戦略、お客様の要望によっては、一部の運用チームが投資哲学や運用プロセスに関連した特定のESGポリシー・手続きを保持することがあります。

資産クラスや地域の違いを考慮した上で、ESGグローバル・ステアリング・コミッティーがグローバル・サステナブル・インベストメント・チームを通じ、運用チームによるスチュワードシップ原則の遂行をモニター・改善する責任を担います。アプローチは各地域で異なるとしても、このグローバ

ル・プロセスによって当社全体での一貫性が確保されており、結果として、お客様の最善の利益に資することができる体制になっていると考えます。投資判断においてESG課題が唯一の考慮材料になることはほぼありませんが、ESG課題を理解することで、運用プロセスが活性化され運用チームが企業をより包括的に把握することができるようになります。運用チームはESGのポリシー・手続きを特定の状況に適用するにあたり、環境や気候変動、人権と労働基準、人材管理、製品の安全性、多様性、取締役会の構造および独立性、報酬のアライメント、所有と支配の透明性、会計など、多くのファクターを考慮します。しかし、ESG基準が許容できる水準にあることだけでは、決して投資の決定要因とはなりません。一方、ESGに関して十分ネガティブな問題が特定され是正措置が講じられることはないとは判断した場合は、担当運用チームはその企業を投資対象から除外するなど適切な措置を講じます。既存の保有銘柄については、ESGファクターに大幅な悪化が見受けられれば、レーティングを引き下げたりポートフォリオでの組み入れを解消したりする可能性があります。これは単発的な行動ではなく、継続的な評価の一環です。ESGの考慮は、投資前・保有中・売却前のいずれの段階でも適用されます。当社独自のポリシーおよび考慮点に加え、機関投資家のお客様からのフィードバックに基づき、マンドートの開始時やその後時間が経過するにつれ、特定の課題が優先されることもあります。

サービス・プロバイダーが明確で実行可能な基準を受け取ったことを確認

当社は、サービス・プロバイダーとも活発な対話を継続し、当社におけるESGの優先事項を明確にしています。例えば、議決権行使の助言サービスを提供するISSとの年次レビューでは、当社の責任投資および議決権行使のポリシーにおける更新をすべて共有しています。ISSとのサービス・レベル契約はグループ・レベルでの関係を定めるものですが、各子会社はISSと直接連携し、ESG関連を含め必要とされるあらゆる基準に対応できるよう、現地のプラットフォームを調整しています。当社では、ESGデータ・チームの設立以来、運用チームが利用するデータについて、質だけでなく可用性を向上するよう注力してきました。主な焦点は、当社の使用するデータが正確かつタイムリーで、全ての投資対象にわたり一貫性があるようにすることです。現在ESGデータ分析の提供に利用している重要なサービス・プロバイダーの1つが、MSCIです。当社とMSCIの双方がMSCIの提供するデータを理解しその利用方法を把握できるよう、当社では、継続的な社内プロジェクトの一環として、MSCIと電話会議や勉強会、メールでの話し合いを何度も行ってきました。このようなセッションの結果はその後、ESGデータ・チームと運用チームの議論に反映され、データの実際の利用方法を決定します。また、エラーを発見した際も、MSCIと連携してタイムリーな解決に努めています。これについては原則8のセクションで詳しく説明しています。

ESGデータ・チームは、MSCIとの連携に加え、投資先企業にコンタクトして、第三者から提供されるデータを検証するとともに(本レポートで後述する通り)SBTiに沿った気候変動関連の情報開示および目標設定を促しています。これについては、当社の分析とお客様への報告で使用されるESGデータが、現地で企業から受け取る情報や公開されている情報と一致していることが確認できれば、目的達成と呼べると考えます。サービス・プロバイダーとの関わり方やサービス・プロバイダーへの責任の問い方については、詳細な情報は、原則8および12のセクションをご覧ください。

気候変動

気候変動は、ESG課題のなかでも国際社会が直面する最大の課題であると認識しています。したがって、お客様の資産の運用にあたっては、気候変動に対応することがフィデューシャリーとしての原則であると考えます。当社では、2019年に発表した「気候変動に関するポジション・ステートメント」において、当該原則へのコミットメントを強化するとともに気候変動に対する当社のアプローチを説明しています。

現在のポジション・ステートメントには、当社のアプローチにおける4つの構成要素が含まれています。

1	社内の分析能力を強化
2	投資コミュニティと協力
3	積極的なスチュワードシップを実施
4	当社の活動を報告

これらは当社のアプローチの概略ですが、各運用チームがそれぞれの運用プロセスにおいて原則を実践するやり方を規制するものではありません。しかし、どのような場合においても、必要に応じて気候変動に関し積極的な対話および議決権行使を行うことは、投資先企業、お客様、そして当社にとってプラスの結果をもたらすと考えます。当社では、投資家主導のCA100+など、該当する協働エンゲージメント活動に参加し、投資先企業に当社の期待を伝えています(協働エンゲージメント活動の詳細については、原則10のセクションをご参照下さい)。

通常は、お客様からの指示がない限り、気候変動ファクターに基づいて包括的な投資除外銘柄リストを適用することはありません。当社では、積極的なエンゲージメントと議決権行使を好選しています。その方が、お客様にとっても、経済全体や環境にとっても、ESGおよびスチュワードシップの基準を維持するのにより有効だと考えるからです。気候変動リスクの判断に定型的なフィルターに基づいて除外銘柄をスクリーニングするのは、時として柔軟性に欠け、場合によっては企業が将来低炭素経済への移行に対応し得る可能性を捉え損ねる可能性があると考えます。

ESGファクターを評価し投資成果への影響を判断するには、企業と直接エンゲージメントを行って課題の認識度合いを直に得ながら、チーム内で徹底的なリサーチと活発な議論を行うことが、依然としてベストな方法だと考えます。また、気候変動関連の影

響が複雑かつ不確実であることも認識しており、したがって科学的な所見・情報やそれらに対する規制当局やステークホルダーの対応を常に把握しておく必要があります。

当社では、自らの気候変動関連原則をポートフォリオに反映させる一方、お客様と連携してお客様独自の投資哲学に沿った低炭素投資ソリューションを提供しています。例えば、当社のグローバル・グリーンボンド・ファンドは、気候変動の緩和と適応プロジェクトの資金を賄う証券を主要投資対象とする低炭素投資商品です。また、グローバル株式チームが運用する水素ファンドによって、お客様は水素経済の実現と化石燃料からの脱却への資金提供に参加することができます。

当社は、TCFD勧告を遂行することに賛同した企業として、投資先企業に対し以下の対策を講じることを促しています。

- 適切な時間軸で、様々なシナリオ(世界の気温上昇が2°C未満に抑えられる場合を含む)における重大な気候変動のリスクおよび機会を特定する
- 重大な気候変動のリスクおよび機会を、全体的な事業戦略とリスク管理に組み入れる
- 上記の活動から導き出された目標(およびその結果としてのパフォーマンス)を達成するために設定した経営方針・プロセスを開示する

活動

アクティブ運用戦略の運用チームは、独自の哲学とアプローチに基づき、綿密なボトムアップ・リサーチを通じて魅力的な銘柄を特定します。ESGファクターとそれが株式・債券にもたらすリスクおよび機会はこのプロセスに組み込まれており、銘柄選択において考慮すべき追加の材料を提供します。

このようにESGファクターは当社の投資哲学・プロセスに深く根差しており、別の活動の一部として扱われてはいません。当社では、ESGファクターへの注目は優れた運用規律の一部であり、あらゆる事業の中核を成すとともに長期的な価値創造に不可欠で、同時に幅広い持続可能な経済成長の実現に貢献するものであると強く信じています。このような見地から、当社ではすべての資産クラスと地域にわたってESGの考慮を取り入れるよう努めています。

とは言え、資産クラスが異なれば動向も異なり、地域や業種での違いが複雑さを増しています。したがって、各運用チームは独自の視点でESGの取組みを評価することができるようになっており、会社全体で多様なアプローチをとっています。どのようなアプローチであれ、当社はすべてのESGポリシーを最高基準に合わせており、継続的に改善・革新を図っています。

ESGリスクの分析は、別チームに任せるのではなく、運用リサーチ機能に組み込まれています。各運用チームは、ポートフォリオ保有銘柄の成長や長期的サステナビリティに影響を及ぼし得るリスクについて、評価を行う責任を担います。投資候補銘柄へのストレステストの実施や銘柄選定、ポートフォリオ構築を含め、当社の詳細な運用プロセスにより、運用チーム全体がESGリスクの管理に関わる態

勢を担保できています。

ESGスペシャリストは、すべての運用プロフェッショナルが運用プロセスにESGを最大限に組み込むという当社の目標の一環として、運用チームをサポートしています。また、ESGに特化する様々な組織と関係を築くとともに、世界各国におけるESG関連の法改正などの進展について、ESGグローバル・ステアリング・コミッティーに定期的に情報を共有しています。ESGグローバル・ステアリング・コミッティーはグループの取締役会にレポートしており、英国子会社においては、同拠点に属する運用チームがESGの取組み状況を現地の取締役会に報告することになっています。

次の表は、当社が運用する様々な資産タイプや地域でのESGインテグレーションへのアプローチについて、その概観を示したものです。



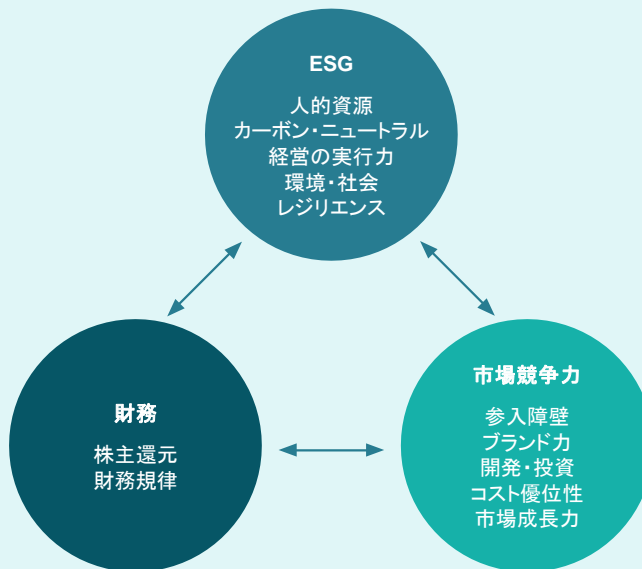
資産クラス

ESG・スチュワードシップ責任の運用プロセスへの組み込み方

日本株式

ESGは、「共通価値の創造」(CSV)評価に基づく銘柄選択プロセスの活用を通じて投資判断に組み込まれています。CSV評価の概念は、社会的価値の創造が経済的価値につながることを見出したハーバード大学のマイケル・ポーター教授の研究に由来します。

当社では2013年から運用プロセスの一環として独自のCSV評価を行っており、2021年にはCSV株価分析を導入しました。これを運用プロセスに追加したことによって、CSV評価に基づいた適正株価の算出が可能となり、運用プロセスがさらに強化されました。CSV評価は現在、ESG、市場競争力、財務の3つのカテゴリーに分類された12のファクターで構成されています。



企業経営陣とのESGエンゲージメントに関しては、主要テーマが6つあります。

環境:生物多様性、脱炭素社会に向けた取組み

社会:ダイバーシティ、人的資源・生産性、人権

ガバナンス:ガバナンスの実効性

エンゲージメントへのアプローチの詳細については原則9のセクションをご覧ください。

当社の企業とのエンゲージメントにおいて重要な部分の1つは、議決権の行使です。当社では、上述したような課題に対する当社の見方を強固にするために議決権を行使できますし、実際に行っています。例えば、企業が気候変動やサステナビリティに関連する深刻なリスクに直面している場合や、それらに対処する経営陣の取り組みが不十分とみなされ状況が改善していない場合、取締役の選任に反対票を投じることがあります。

スチュワードシップの責任全体の観点からは、ガバナンスや財務パフォーマンスなど他の分野で企業が劣後していると考えられる場合も、経営陣に対して反対票を投じることがあります。その具体例は、後述のケース・スタディ「エンゲージメントにより日本のメディア・グループで実現した配当と多様性」および「セラミックスから太陽光パネルまで手掛ける日本の大手グループ企業の利益に光を当てる」をご覧ください。

グローバル株式

ESGの分析は各ポートフォリオ・マネージャーが実施しており、各ファクターの重要性と将来の潜在的影響を評価できるよう、銘柄選定プロセスに完全に組み込んでいます。4つの柱から成る当チームの「フューチャー・クオリティ」分析にはESGファクターの詳細な評価が含まれており、これによって同ファクターの企業のリスクおよびリターンへの影響を判断しています。リサーチでは、企業のコーポレート・ガバナンス、社会的慣行、製品・サービスの環境サステナビリティ、自社の成長およびESGコミットメントの賄う資金調達能力などの分析を行います。

当運用チームは、ESGの観点で改善の余地があると判断すれば、投資先企業と連携してESGの取組み改善を促します。これには、グローバル株式チームが特定したESG不祥事も含まれます。議決権行使は、当社の議決権行使ガイドラインに沿って、お客様の利益に資するよう実行されています。

資産クラス	ESG・スチュワードシップ責任の運用プロセスへの組み込み方
<p>アジア株式 (日本を除く)と 中国株式</p>	<p>ESG分析は企業リサーチ、銘柄選択、ポートフォリオ構築に組み込まれています。当チームのESG「マテリアリティ・マップ」は、当チームがカバーしている各企業の重要なESG課題および機会にフォーカスしています。マテリアリティの評価基準は、国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB、旧称サステナビリティ会計基準審議会 (SASB))とMSCIが定義するESGファクターに基づいています。</p> <p>当社独自のESGスコアリング手法の一環として、個々の企業を複数の主要ESG項目に照らしてレーティングし、その結果をファンダメンタルズ分析と総合して企業レベルのスコアを算出しています。また、ESGに焦点を当てたリサーチを使って、企業のエンゲージメントおよび改善の領域を特定しています。実際の適用事例については、ケース・スタディ「大手パーム油生産会社でサステナビリティ基準を引き上げ」をご参照下さい。</p>
<p>ニュージーランド 株式</p>	<p>当チームは、業種および企業のESGファクターが投資、ひいてはお客様のポートフォリオに与える影響の把握に努めています。ESGファクターは、企業が直面しているリスクおよび機会の全体像を明確化する全体的な分析の一側面として考慮されます。ポートフォリオの保有銘柄でESGスコアが低い企業に対しては、弱い分野やステークホルダーにとって有益と思われる分野でのパフォーマンスを改善すべくエンゲージメントを行います。</p> <p>また、よく発生するようになってきた異常気象など、ニュージーランド企業全体に影響を及ぼすような問題についても、能動的に特定し対応しています(原則4のセクションのケース・スタディ「ニュージーランドにおける気候変動の影響を予測」をご参照下さい)。この取り組みの一環として「日興AMフリーダム・ファンド」を立ち上げ、すべての運用報酬と投資リターンを慈善団体「Tearfund」に寄付しています。同基金は、世界のいくつかの最貧地域でパートナーシップを通じて活動しており、これらのパートナーとともに、人身売買や奴隷制度との闘いをサポートしながら、持続可能な開発を通じて貧困や不正に取り組んでいます。</p> <p>より一般的には、経営陣が当社の最終的なお客様である株主の最善の利益のために行動していないと考える企業に対し、エンゲージメントを行います。その一例が、後述のケース・スタディ「取締役会および企業に対する精力的なエンゲージメントの結果、判断を変更」です。</p>
<p>日本債券</p>	<p>日本債券チームでは、財務分析ではカバーしきれない定性的なリスクを分析するにあたって、ESGの考慮が重要な要素になると考えています。当チームのクレジット・アナリストは、各発行体のファンダメンタルズに加えてESGファクターも考慮しています。ESGファクターは、当チームがカバーしている業種セクターや発行体への投資判断に組み込まれています。日本のサステナブルインベストメント部も、ESGエンゲージメントなどの項目でサポートを提供しています。</p>
<p>グローバル債券</p>	<p>当チームが運用する債券資産の大半は、世界銀行のような国際機関や各国政府、大手企業などが発行する投資適格債です。こういった組織は規模が大きく、また債券保有者の権利は限られていることもあり、発行体のESG方針に対する影響力は限定的となります。しかし、特に社債の場合は、投資案件にとって重要であるとみなされる範囲内で、またお客様のリスク選好度やESG投資に対する考え方に沿って、ESGファクターを考慮しています。ソブリンや大手銀行の保有銘柄については、当社の知見や市場インテリジェンスを強化する手段として、ESGテーマについて発行体と活発な対話を続けています。</p> <p>ソブリンや国際機関、政府機関、企業といった発行体のESG評価を強化するために、ESGデータの集約には当社独自のESGプラットフォームを使用しています。このツールによって、各債券分野・セクターに最も適していると考えられる変数に基づいてESGランキングを算出することができ、また使用するデータ・ソースを完全にコントロールできることから、複数のデータ・フィードを利用することができます。</p> <p>特に、グローバル・グリーンボンド・ファンドでは、発行体のサステナビリティの尺度として当社独自の評価プロセスを採用しています。このボトムアップのレビュー・プロセスは、発行体のサステナビリティ戦略、発行前の債券の枠組み、発行後の資金配分およびインパクト・レポートという3つの主要な要素で構成されています。原則9のセクションのケース・スタディ「グリーン企業としての輝きを保つ Iberdrola*」では、グリーンボンド・ファンドの組み入れ候補の選定前に行う徹底したデューデリジェンスの事例をご覧ください。</p>

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

資産クラス	ESG・スチュワードシップ責任の運用プロセスへの組み込み方
アジア債券	<p>ESG分析は、ボトムアップのファンダメンタルズ分析とポートフォリオ構築の一環として、すべての企業リサーチに組み込まれています。このリサーチは、ISSBおよびMSCIの定義するESGファクターを用いて企業を分析するESGマテリアリティ・マップに基づいていますが、アジアの状況を反映した調整を加えています。また、ESGに焦点を当てたリサーチを使って、企業のエンゲージメントおよび改善の領域を特定しています。</p> <p>世界銀行や国連、欧州委員会の地球規模大気研究のための排出量データベースといったソースからの公開データを利用した独自のESGソブリン・レーティング・モデルも開発しました。このソブリン・レーティング・モデルでは、温室効果ガス排出量(国民一人当たりと対GDP比)、人間開発指数、政府の有効性など、ESGの全3分野を幅広くカバーする21の指標を使用しています。</p>
ニュージーランド債券	<p>当チームは、業種および企業のESGファクターが投資、延いてはお客様のポートフォリオに与える影響の把握に努めています。ESGファクターは、発行体が直面しているリスクおよび機会の全体像を明確化するためのデューデリジェンスに組み入れられています。投資を行った後、ポートフォリオの保有銘柄でESGスコアが低い企業に対しては、弱い分野やステークホルダーにとって有益と思われる分野での改善を求めてエンゲージメントを行います。</p>
マルチアセット	<p>ESGインテグレーションは、トップダウンとボトムアップの両観点から行われます。ボトムアップ・アプローチは、当社のESGスペシャリストおよびリサーチ・アナリストの両チームが担っており、ファンダメンタルズ・リサーチのプロセスの一部を構成しています。トップダウン・アプローチでは、国連グローバル・コンパクトの原則のようなESGセーフガードやOECDガイドラインに違反している企業を特定すべく、規範に基づくスクリーニング手法を用いています。</p> <p>既存の保有銘柄について、企業が不祥事に関与していたり社会的セーフガードに違反していると確認されたりした場合は、ポジションを売却すべきかどうかを決定する前に、さらなるデューデリジェンスを実施します。</p>
パッシブ運用とクオンツ運用	<p>日本に拠点を置くインベストメント・テクノロジー運用部は、パッシブ運用チームとクオンツ開発運用チームで構成されています。パッシブ運用チームは幅広い資産クラスを対象としたパッシブ運用商品を提供しており、クオンツ開発運用チームは国内外の株式を対象としたクオンツ・アクティブ戦略やスマート・ベータ戦略を提供しています。</p> <p>当チームは、ESGファクターが長年にわたり、かつ様々な形で株主価値に影響を与え得ることから、ESGファクターを理論・実証の両面から理解することが重要であると考えています。したがって、ESG投資の環境・社会・ガバナンスの各要素について、定量的アプローチを用い、またグローバル・サステナブル・インベストメント・チームの専門知識を活かして、綿密なリサーチを実施しています。このリサーチでの所見は、既存商品へのESG要素の組み込みに加え、新商品の開発にも活用されています。</p>
マネーマーケット	<p>ESGおよびスチュワードシップの考慮は、投資案件にとって重要であるとみなされる範囲内で、またお客様のリスク選好度に沿って、発行体選択プロセスの一部として取り入れています。</p>

成果

スチュワードシップ、特にESGの考慮を投資活動に組み入れた実践的な成果を、いくつかの事例がさらに示しています。したがって、本レポートの他セクションと同様、このセクションでもケース・スタディを追加しました。

ケース・スタディ:

エンゲージメントにより日本のメディア・グループで実現した配当と多様性(株式)

この日本の大手メディア・グループは、幅広いコンテンツ事業に注力しています。

問題:取締役に女性がいなかったこと、そして配当水準が低いことを、当社では問題視していました。

活動:2022年6月の年次株主総会で、同社の方針に対する不支持を表明するため、取締役の選任に対し反対票を投じました。その後、同年10月に同社へのエンゲージメントを行い、配当性向の引き上げと女性取締役の選任を促しました。もし何もアクションがなければ、次回の年次株主総会で会社側の取締役選任提案に再び反対することを伝えました。

成果:足元の総還元性向が当社の要求を満たしたことで、女性取締役が新たに選任されたことを受けて、2023年6月の株主総会では取締役選任議案に賛成しました。同議案は賛成88%で可決されました。

ケース・スタディ:

セラミックスから太陽光パネルまで手掛ける日本の大手グループ企業の利益に光を当てる(株式)

この日本の大手グループは、産業用セラミックスや半導体デバイスから太陽光パネルに至るまで、幅広い製品を製造しています。

問題:同社の業績は何年にもわたって低迷しています。新社長の下、2020年代初頭から、成長への積極的な投資と複数年の組織再編計画が進められています。売上高はここ数年回復していますが、当社では自己資本利益率の低さが依然課題であると考えています。

当社では、会長との話し合いのなかで、経営陣の重要業績評価指標として投下資本利益率を導入することなど、いくつかの改善策を提案しました。会長はこれを持ち帰って取締役会で検討することに同意しました。しかし、同グループの資本効率が低い主因は、同社が共同設立した大手通信会社への出資持ち分が時の経過とともに拡大してきたことにあります。この持ち分は、2022年3月末時点で株主資本の46%に相当していました。

活動:当社ではこの大規模な保有株を政策保有株式に分類していますが、この分野については最近基準を厳しくしています(原則5のセクション参照)。2022年3月から2023年3月までの間に、同グループと8回のミーティング(うち社長とは3回)を持ち、議決権行使ポリシーを変更するため、今後、政策保有株式が純資産の20%以上となった場合は、経営トップの選任に反対票を投じることになると説明しました。

2023年3月、当社は社長に対し、政策保有株式の純資産比率を引き下げる適切な計画が提示されれば、議決権行使にあたって考慮すると伝えました。残念ながら、5月に公表された提案は、2026年3月までに削減する持ち分が簿価のたった5%強という期待外れの計画でした。

当社では、社長が会社に与えているプラスの影響を概して評価していましたが、年次株主総会では社長・会長両者の選任に対して反対票を投じるという難しい決断を下しました。資本効率を向上させるためには、政策保有株式の削減に向けてより積極的なアプローチが必要であり、それが株主の最善の利益につながると考えたからです。

成果:株主総会では会長・社長ともに再任されましたが、賛成率はそれぞれ66%、65%と低い水準にとどまりました。2023年11月の第2四半期決算説明会で、社長から当該政策保有株式に関する方針を見直すとの発表がありました。社長はこの決定の理由として、株主総会で2人の経営トップが受けた株主からの賛成率が予想より低かったことを挙げました。今後も、当社では同社に対する継続的モニターの一環として、フォローアップとエンゲージメントを続けていきます。

ケース・スタディ:

大手パーム油生産会社でサステナビリティ基準を引き上げ(株式)

First Resources*は、インドネシア有数のパーム油生産会社で、パーム油のプランテーション・製造・精製を中核事業としています。

問題: First Resourcesは、生物多様性と森林伐採に対するアプローチで悪評を買い、論争の的となったことがあります。このことを踏まえ、同社の言い分と両分野での改善意欲をヒアリングするため、当社のデューデリジェンス・プロセス拡大の一環として同社に対しエンゲージメントを行いました。

環境面 (50%)				社会面 (30%)			ガバナンス面 (20%)		
気候変動	自然資本	公害・廃棄物管理	環境関連の機会	人的資本	製造物責任	社会関連の機会	コーポレート・ガバナンス	企業行動	ガバナンス関連の機会
事業からの温室効果ガス排出量	水	有害物質の排出と廃棄物	クリーン・テック	労働管理	製品の安全性・質	基本的サービスへのアクセス (食料、医療、金融、電力、通信、教育)	実質的支配の評価 (個人、国有企業または資本市場)		所有・経営陣における変更
製品・顧客からの温室効果ガス排出量	土地・生物多様性	包装材と廃棄物	グリーン・ビルディング	労働開発	プライバシーとデータ・セキュリティ		少数株主利益のアライメント	企業倫理と不正行為	
物理的リスク	資源管理	電子機器廃棄物	再生可能エネルギー	衛生・安全	責任投資	健康・福祉における機会	株主・経営陣のアライメント	反競争的行為	
環境への影響に対応するための資金の調達				サプライチェーン管理	金融システムの不安定性	コミュニティ開発	取締役会	腐敗と不安定性	
							報酬	過去の取引	
							会計慣行	透明性と情報開示	

	カーボン・フットプリント	企業	ベンチマーク
時価総額対比のCO2排出量 (トン/百万米ドル)		283.0	160.0
総売上高対比のCO2排出量 (トン/百万米ドル)		377.3	241.9
投資額百万ドル当たりの影響 (米ドル)		-4,566.5	

■ 主要リスク: 企業を廃業に追い込む可能性のあるリスク
■ 二次的リスク: 株主利益に重大な影響を及ぼす可能性のあるリスク
■ 機会: 株主利益の大幅拡大につながる可能性のある課題
■ 事前に定義された一般的な二次的リスク: 気候変動およびESGガバナンス

活動: 当社のアジア株式チームは2023年3月にFirst Resourcesと面会し、とりわけMSCIの最近のサステナビリティ・ESGレポートなどについて議論しました。このミーティングによって、生物多様性を中心に同社のサステナビリティ方針およびプロセスに対する理解を再確認することができました。この他に、2020年に解決されたもののその事実がMSCIによって記録されていない(ただし、同社と対話のトピックとはなり続ける)問題について話し合いました。また、同社がまもなく、気候変動対応戦略やロビー団体「持続可能なパーム油のための円卓会議(RSPO)」による完全認証に向けた進捗状況に焦点を当てた2022年のサステナビリティ・レポートを発行することもわかりました。

当社の見るところ、First Resourcesの事業はサステナビリティへのコミットメントという点で順調であり、過去の不祥事への対応においても迅速です。当社が注目した点として、2022年には同社事業の34%がRSPO認証を取得しており、これは2020年に達成した15%の倍以上の水準です。競合のWilmar International*が達成している認証取得率77%にはまだ遠く及びませんが、当社ではFirst Resourcesが来年にはWilmarの水準を満たせるだろうとみています。また、同社のMSCIサステナビリティ・スコアは今後2年間で改善すると考えます。結果的に、まだまだ完璧とは言えないものの、First Resourcesが平均を下回るとは考えておらず、同社自体のプロセスとしては、サステナビリティ・パフォーマンスのさらなる向上が順調に進んでいます。

同社とは12月にもさらなるエンゲージメントを行い、廃食油を使った燃料生産など、川下事業への進出も視野に入れていることがわかりました。これは、2025年~2026年の期間で3億米ドルもの大規模な投資となります。投資案件としての強かさもさることながら、この投資は同社が排出するパーム油および食用油の廃棄物(年間約4万トン)の削減を促し、同社のサステナビリティ面での信用を向上させるとみられます。決定は2024年末までに行われる予定です。

成果: 生物多様性の向上と持続可能な土地利用、およびバイオ燃料開発プロジェクトの進捗状況について、引き続き同社をモニターしエンゲージメントを行っていきます。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

取締役会および企業に対する精力的なエンゲージメントの結果、判断を変更(株式)

ニュージーランド株式戦略で以前保有していたこの企業は、専門的なソフトウェアおよび機器を開発・販売しており、北米市場での大きな成長を目指していました。

問題:2022年2月と4月に、まず同社の最高財務責任者(CFO)が、次いで最高経営責任者(CEO)が辞任しました。これらの辞任の少し前、同社は前年に買収を目的として新株の発行を行い、当社も参加しましたが、同投資先企業によると、この増資によって買収した企業は、北米市場において補完となる技術とシナジー効果をもたらすとのことでした。しかし、経営幹部の辞任は、買収企業の統合が期待されたほど順調には進んでいないことを明確に示していました。

2022年通期決算で16%の減益やキャッシュバーンの継続、コスト上昇の加速、北米市場での苦戦が明らかになると、当社の懸念はさらに深まりました。経営幹部の辞任や進展が見られない北米成長戦略に決算での悪材料が加わったことで懸念を強めたニュージーランド株式チームは、同社に対してエンゲージメントを行うことにしました。

活動:取締役会からは、CEO交代のプロセスは順調に進んでおり、有望な候補者も特定されていると伝えられていました。その後、「同社が社内の候補者の選任を決定する」というCEOの採用に関する同社からのコミュニケーションを信用したのは見当違いであったと感じました。有望な社外の候補者が指名されなかった理由については、未だに確信が持ていません。

取締役会とのエンゲージメントの結果、当社は懸念を表明する書簡を送りましたが、最終的にそれへの回答は当社にとって満足できるものではありませんでした。

成果:当社では、エンゲージメントの結果、特に北米の成長戦略や追加資本が必要となる可能性、業績面での成果の水準・時期をめぐる不透明感に関して、同社に対する確信を失い、2023年6月に保有していた同社株を売却するに至りました。



原則
8

署名機関は、アセット・マネージャーとサービス・プロバイダーの両方またはいずれかをモニターし、説明責任を持たせる。

活動

当社が運用する資産のステュワードシップを支援している外部のサービス・プロバイダーは多数あり、MSCI、Bloomberg、ISS、Good BankersなどからESGに関する情報や分析の提供を受けています。また、社外のESGアナリストとも定期的にミーティングを行い、当該アナリストの企業とのエンゲージメント方法について理解を深めるとともに、当社が受け取るリサーチの質を高めてもらうようしています。レポートや見識の質および深さに加え、当社がお客様に代わってステュワードシップの責務を果たすのに必要な知見を提供してもらうにあたってのベンダーとしての有効性を考慮しています。

第三者のプロバイダーから提供されるデータには価値があるものの、特に当社のアクティブ戦略においては

当社独自の分析を補完するものとして扱うことが多く、強化材料となるかどうかはその情報の運用プロセスへの取り入れ方にかかっていると考えます。当社のAUMの大部分は、日本株など第三者プロバイダーによるカバレッジがまだ発展の途上にある資産です。データに欠落や遅れがあることもあれば、データがあっても分析結果や評価に当社として同意できないこともあります。したがって、当社ではそのようなサービスのみには依存することはありません。加えて、当社は投資先企業とのすべてのエンゲージメントを自社で実施しており、議決権行使における判断は最終的に社内で行っています。

外部のサービス・プロバイダーを採用する際には、まずデューデリジェンス分析を実施し、その後リスク・ベース

のアプローチにしたがって継続的なモニタリングとデューデリジェンスを行います。精査の水準はベンダーの種類によって異なります。該当する外部サービス・プロバイダーを利用している部署はそれぞれ、受けているサービスのコスト、有効性および利用状況について、年次でレビューを実施します。また、ベンダーはアンチ・マネーロンダリングおよびネガティブ・ニュースのスクリーニング・チェックの対象となります。英国子会社においては、今では審査項目にESGおよび現代奴隷制に関する追加質問も含まれています。モニタリングは適切なレベルで定期的なコンタクトを続けることを意味し、定期的なパフォーマンス評価を含む場合もあります。最初に行うデューデリジェンスでカバーする領域は下図の通りです。

サービス・プロバイダーのモニタリング方法



主要ESGデータ・ベンダーのモニタリング

ESGデータ・チームは、運用チームが利用するESGデータの質および可用性とともに改善することに注力しています。主に重点を置いているのは、データの正確性や適時性、そしてカバーするすべての投資対象にわたる一貫性を担保することです。

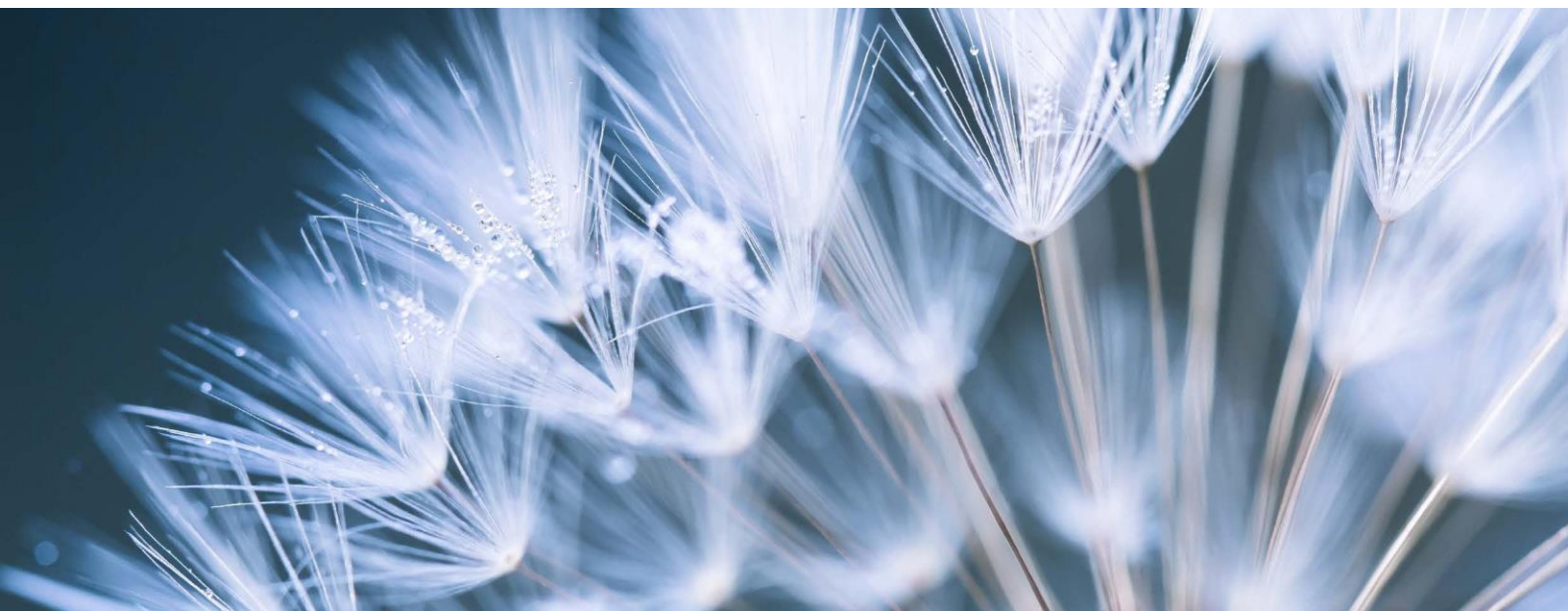
当社では、データの大部分について大手データ・プロバイダーのMSCI社に依存していることから、データの正確性や使いやすさを向上させるべく、必要に応じてMSCIとコミュニケーションをとっています。こういったやりとりには、データセットに関する一般的な問い合わせもあれば、特定のデータの質に関する問題であることもあります。データの質に関する問題は2023年も引き続き生じましたが、全般的にはデータの質は改善しており、これに加え、当社のESGデータ・チームが不正確と判断したデータポイントは使用しないようにできる戦略が設定されていることから、データ・ベンダーに対する個別の問い合わせ件数は大幅に減少しました。

排出量データの正確性を向上するためにMSCIのデータを使用しないことも

当社の日本株ポートフォリオの1つで保有している企業の温室効果ガス排出量について、MSCIの更新したデータでは2023年9月時点で約300%の増加となっていました。この大幅増加を受けて、当該ポートフォリオは、温室効果ガス排出量の標準的な尺度である加重平均炭素集約度が6~7%上昇しました。調べたところ、MSCIが同社の排出量について使用するデータを、公表されているものから推定値に切り替えていたことがわかりました。この問題を解決するため、当社のESGデータ・チームは、同社が公表しているデータとBloombergおよびFactsetのデータに基づいて数値を修正し、より正確と考えられるこのデータをMSCIの推定値に代わって用いることにしました。2023年12月にMSCIが推定値を修正すると、当社のESGデータ・チームは再びMSCIのデータを用いるようにしました。



現在、ベンダーへの問い合わせの大半は、アドホックな手法の問題に関するものです。例えば、当社はあるデータ・プロバイダーと連絡を取り、国際規制戦略グループと国際資本市場協会の2つの業界団体が昨年発表した「[ESG評価・データ商品プロバイダーに係る行動規範](#)」に同社が署名しているか確認しました。この規範は、ESG評価およびデータ商品のプロバイダーに明確な基準を導入し、そのようなプロバイダーが市場参加者全体とやりとりできる方法を明確化することで、市場の信頼性、効率性および透明性を促進することを目的としています。また別の機会には、当社のグローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーがシンガポールで開催されたMSCI ESG Ratings Consultation Roundtableに参加し、評価方法の変更案について他の業界参加者とともに意見交換を行いました。



ケース・スタディ:

シンガポールのコングロマリットに関するMSCIの誤った分析を修正(株式)

Sembcorp Industries*はシンガポールを拠点とするコングロマリットで、エネルギーや都市開発などの事業を手掛けています。

問題: Sembcorp Industriesはゼロカーボン・エネルギーへの移行戦略の一環として2023年1月にインドで保有していた残り最後2件の石炭火力資産(Sembcorp Energy India Limited、「SEIL」)を売却するとともに、中国の重慶松藻石炭火力発電所についてすでに減損処理を行っていましたが、これにもかかわらず、MSCIは2023年7月、Sembcorp Industriesの売上げに占める石炭火力発電の割合が45%に拡大したと報告しました。

活動: エネルギー転換はSembcorp全体と当社のお客様の両方にとって重要であることから、MSCIのレポートの発行を受けて、アジア株式チームは石炭火力発電の売上げへの寄与度を明確にすべく、Sembcorpにコンタクトしました。同社によると、MSCIのレポートの数字は誤りで、重慶松藻の資産は減損処理を行っており(したがって現在は収益に寄与していない)SEILは2023年1月に売却していることから、石炭火力発電が売上げに占める割合はゼロになるはずとのことでした。

そこで、当社はMSCIの手法、そして売上げに占める石炭火力発電の割合が45%という数字を導き出した経緯を明確にすべく、MSCIに問い合わせました。MSCIによると、自社の「非継続事業の取り扱い(電力)」の手法に従い、SEILをまだ石炭火力発電からの売上げ寄与要因に含めているとのことでした。また、Sembcorpが石炭火力発電からの売上げを分けて開示していなかったため、MSCIの手法では石炭火力発電からの売上げを年次報告書の石炭火力発電設備容量との比較によって推定しており、これには重慶松藻発電所とSEILがともに含まれていました。

当社では、以下の理由から、MSCIのアプローチが誤りであると指摘しました。

- 1) Sembcorpは2021年に重慶松藻発電所について完全に減損処理を行っており、2023年の売上げへの寄与がないことは明らかだったはずである。
- 2) MSCIは「非継続事業の扱い(電力)」の手法を用いてこれまでの計算にすでにSEILを含めおり、したがってSEILからの寄与が二重に含まれている。

協議と見直しの結果、MSCIは当社の指摘に同意し、Sembcorpにおける石炭火力発電からの売上げの割合を17%弱に修正しましたが、非継続事業に関する自社の手法に従い、考慮されたのはSEILの売却のみにとどまりました。

成果: この成果について、関係するお客様とSembcorpの双方に伝えました。データの全体的な質を向上させるために更なる明確化が必要であると判断した場合には、引き続きデータ・プロバイダーと対話を行っていく方針です。

議決権行使サービス・プロバイダーのモニタリング

当社がスチュワードシップ活動に幅広く利用しているサービス・プロバイダーの一例として、議決権行使の代行サービスを提供するISSが挙げられます。大半の議案については、ISSから投票判断の推奨を受け取ると、当該証券を担当するポートフォリオ・マネージャーまたはアナリストがそのレポートに目を通し、問題が指摘されている場合はさらなるリサーチを行います。

ISSは基準となるポリシー・ガイドラインを定めており、定期的に更新しています。これらのガイドラインについては、当社の年次レビュー・プロセスの一環として、当社独自の議決権行使ポリシーと併せてレビューを行っています。その結果、ISSのガイドラインが当社の期待に満たない場合は、ISSと協議を行います。さらに、当社のグローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーが、ISSが年次で実施する「グローバル・ベンチマーク・ポリシー調査」に回答し、規制やガイドライン、基準、枠組みの発展を踏まえて、気候変動を中心に数多くの世界の環境・社会トピックについて、建設的なフィードバックや当社の見解を提供しています。

ISSから受けた助言を当社がどのように活用しているかについては、次のケース・スタディや本レポート全体(特に原則12のセクション)でご覧いただけます。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

Macquarie Group*での報酬を抑える試み(株式)

オーストラリアのMacquarie Groupは世界最大のインフラ投資会社であり、エネルギーから電気通信まで幅広い事業に関わっています。

問題:グローバルな大手金融機関における株主に配慮した報酬体系のベストプラクティスでは、透明性の高い基準、目標および最大目標があらかじめ設定されているべきです。しかし、Macquarie Groupの場合、経営陣主要メンバーの報酬の大部分を占める個々の利益配分報酬は自由裁量となっています。さらに、利益配分の決定プロセスは投資家に配慮した重要な特性や開示を欠いており、あいまいな財務・非財務要素がベースとされ続けています。結果として、個人のパフォーマンス・ハードルやそれに伴う成果の厳しさが不明瞭なままとなっています。

オーストラリアの会社法は、上場企業に対し、監査済みの報酬報告書を年次報告書に含めるとともに、報酬報告書を年次株主総会で株主投票にかけるよう求めています。Macquarie Groupのケースでは、以前から指摘されていた報酬に関する懸念が2023年にかけても続き、最高経営責任者、そして特にCommodities and Global Markets Groupの責任者について、(同事業の業績が好悪混合で1年の株主総利回りが後退したにもかかわらず)報酬が大幅に増加しました。

活動:これらの材料に照らすと報酬とパフォーマンスが見合わないことから、当社では報酬報告書を支持することは適切ではないと判断しました。したがって、当社のグローバル株式チームはISSの推奨に沿って反対票を投じました。

成果:当社の投票もISSの推奨も報酬報告書の承認には反対でしたが、同議案は80.2%の賛成で可決されました。

ケース・スタディ:

インドの医薬品メーカーの取締役選任で職務経験を考慮してISSのアドバイスに反し賛成票を投じる(株式)

インド企業Sun Pharmaceuticals*は世界最大級のジェネリック医薬品メーカーです。

問題:同社の社外取締役にサンジェイ・アッシャー氏を選任するという取締役会の提案に対し、同氏が既に6社以上の取締役を兼任しており同社での職務に十分な時間を割くことができないだろうとの理由で、ISSは反対の姿勢を示しました。

活動:アジア株式チームは多くの点でISSの分析に反対しました。

→ まず、同氏に十分な時間がないとの主張には「固有バイアス」があると考えました。同氏は、インド最古の法律事務所であるCrawford Bayley & Co.のシニア・パートナーとして、会社法・商法、合併・買収、ジョイント・ベンチャー、プライベート・エクイティ、資本市場を専門としており、極めて優れた素養を備えています。また、公認会計士の資格も持っています。

→ 同氏は他社の取締役会での経験から複数の分野で外部の専門知識をもたらすことができ、これによって責任負担が過大になるとの懸念は克服できるとみられます。

→ これまでSun Pharmaceuticalsでは監査・税務面の透明性が強みとは言えなかったため、同氏の取締役就任はポジティブな変化と捉えることができます。

当社では、同氏のこれまでのキャリアを考えれば、アッシャー氏を取締役に選任することは株主としての当社に不利益とはならないとの結論に達し、したがってISSの推奨に反する投票を行いました。その後、同氏は80.3%の賛成票を得て取締役に選任されました。

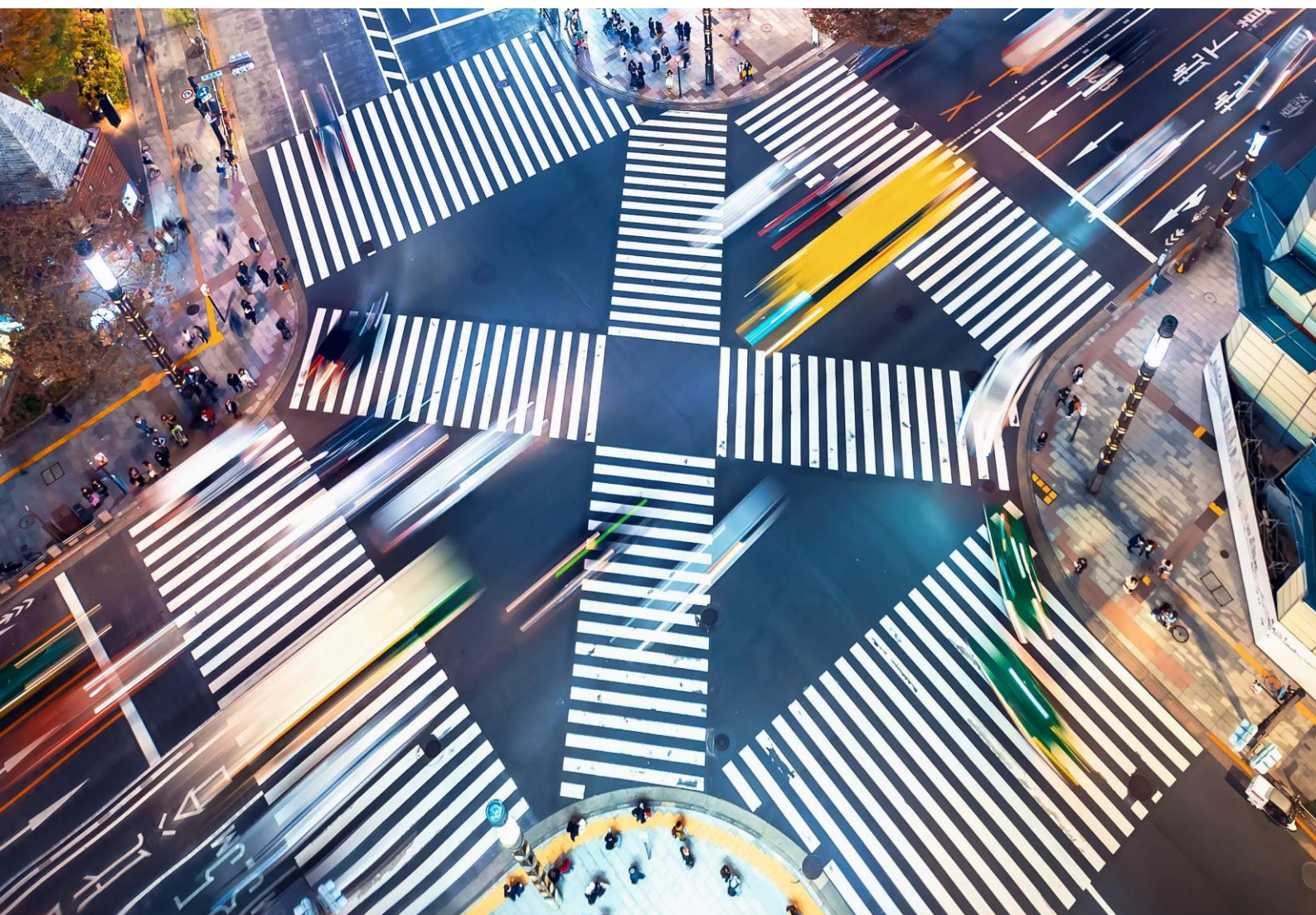
成果

当社の活動報告に対する規制当局やお客様からの期待は常に高まり続けており、これを受けて、そのような要請を確実に満たすことのできるようなデータを提供するために利用するサービス・プロバイダーへの当社の期待も高まっています。当社では、ESGデータを照合・処理する能力を向上してきましたが、受け取っている情報の一部については、その深さとクオリティに決して満足していません。公開される情報が古かったり不正確であったりする場合もあれば、カバーしている対象が少なすぎてレポートが事実上無意味であったり、結論を導き出すにあたっての方法や想定が明確に定義されていなかったりする場合もあります。

当社では、透明性へのコミットメントに則り、対外的なコミュニケーションにおいてそのような限界の指摘を続けています。例えば、気候シナリオ分析において第三者機関のデータに大きく依拠している当社の最新のTCFDレポートでは、第三者機関のデータを適用するにあたっての限界と課題について詳述しています。

(運用チームから独立している)ESGデータ・チームにより当社の最低基準を満たさないと判断されたデータについては、日常業務の一環として、該当するサービス・プロバイダーに懸念点をフィードバックしています。残念ながら、これが必ずしもデータの更新につながるとは限りません。このような

欠陥に対処するため、当社ではベンダーから受け取ったデータを使用せずに社内に対応できるプロセスを開発しました。それでも基本的には、引き続き投資先企業に関する当社の深い知識に基づいて誤ったデータを修正することで、投資テーマとレポートが可能な限り最新の状態であるよう努めています。



原則
9

署名機関は、資産の価値を維持または向上するために、発行体企業とのエンゲージメントを行う。

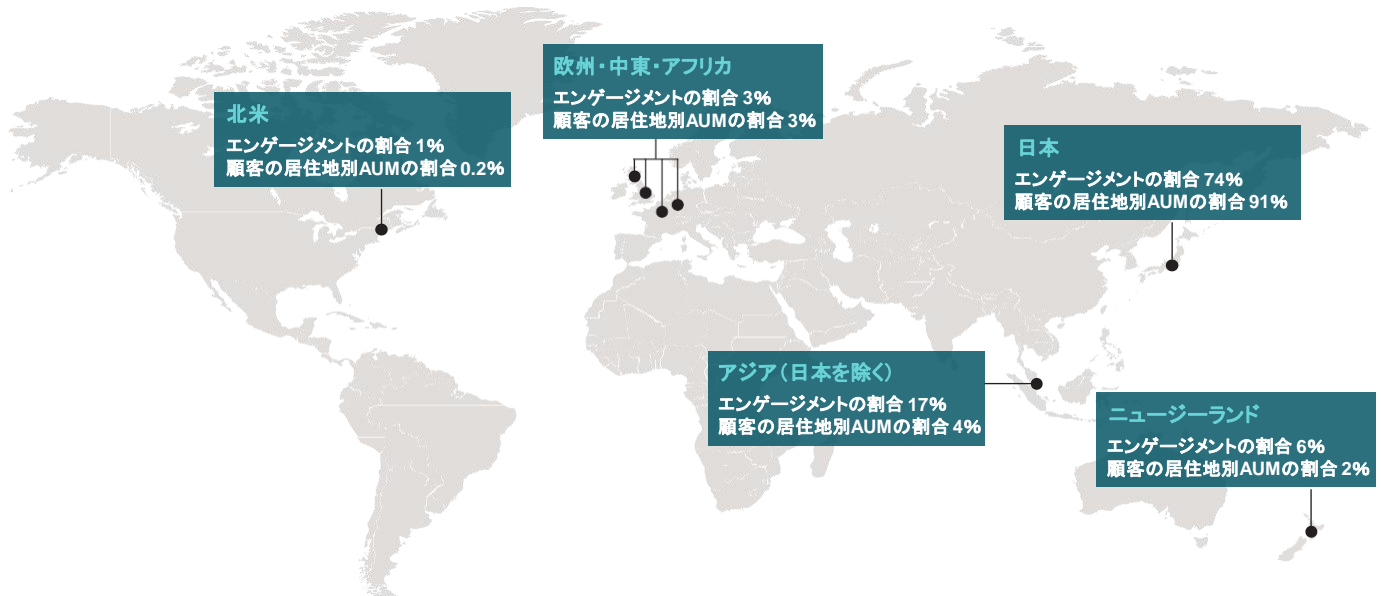
活動

当社では、資産運用会社として、エンゲージメントとスチュワードシップが当社のフィデューシャリー・デューティーの本質的な部分であると認識しています。投資先企業との積極的なエンゲージメントは当社の運用プロセスに組み込まれており、お客様からお預かりした資金においてスチュワードシップのコミットメントを果たす上で不可欠な役割を担っています。本レポートでご説明している戦略については、「[責任投資に対する日興アセットマネジメントのコミットメント](#)」および「[日興アセットマネジメントグループ議決権等行使ポリシー](#)」と併せてお読み下さい。

ここで説明する一般的なアプローチはすべての投資一任口座に適用されますが、状況に応じて調整しています。例えば、日本でのエンゲージメントは、欧米社会とは文化的に異なる観点からアプローチされています。変化をもたらそうと公にエンゲージメントを行うことは調和を乱すと見なされており、長年にわたって築き上げた関係を壊しかねないからです。さらに、(原則6のセクションの円グラフで示した通り)当社の日本株AUMはパッシブ運用のポートフォリオが大部分を占めており、これらの保有資産についてはアクティブ運用のように組み入れを解消することができないため、当社がもたらし得る影響力は限られています。とは言え、日本のサステナブルインベストメント部は、たとえパッシブ運用のポートフォリオ⁵のみ保有されている企業であっても、対象企業において中核的なESGテーマに関しポジティブな変化が起きるよう、積極的な働きかけを行っています。これは複数年にわたるプロジェクトです。

また、日本では2023年、エンゲージメント活動を株式以外の資産へとさらに拡大しました。日本のサステナブルインベストメント部は現在、日本のすべての資産クラスの運用チームと協働しており、スチュワードシップ活動において日本の国内債券チームやインベストメント・テクノロジー運用部とより緊密に連携しています。

下の地図は、2023年に各地域で実施したESGエンゲージメント数の全体での総数に対する割合を示しており⁶、これをお客様の居住地別AUMの全体に対する割合と比較しています。その次のチャートは、ESGエンゲージメントのテーマ別・運用チーム別の内訳です。

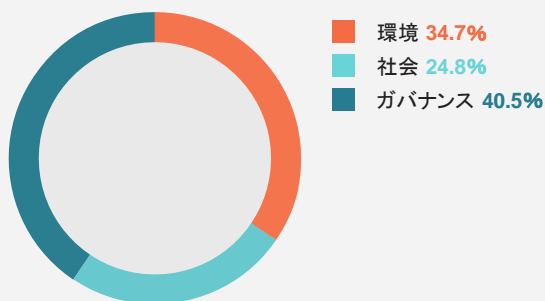


合計は四捨五入の関係で一致しない場合がある

5 当社のパッシブ・ポートフォリオは、日本のインベストメント・テクノロジー運用部の一部であるパッシブ運用チームによって運用されており、様々な資産クラスにわたってパッシブ運用商品を提供している。

6 エンゲージメント総数(2023年12月31日時点)の範囲は、ここに示されているESGエンゲージメント数よりも広い。

全社のESGエンゲージメントのテーマ別内訳



ESGエンゲージメントの運用チーム別内訳



エンゲージメントの目的

当社では、投資先企業に対し、戦略や事業運営、財務上の意思決定に加え、重要な環境・社会・ガバナンス課題に関するパフォーマンスおよび管理について、エンゲージメントを行っています。エンゲージメントの目的は、投資先企業が、高い利益を達成・維持して価値を創造しながら、良き企業市民であり続けられるよう、サポートすることです。この目的を遂行するにあたって、当社では重要な課題に対する経営陣の姿勢や戦略を把握し、必要に応じて目標を設定し、その後のパフォーマンスをモニターします。このモニタリング・指針提供のプロセスの目的は、ESG情報開示やESGのベストプラクティスの拡充といった方針を促すことで、企業行動を方向付けポジティブな変化をもたらすことにあります。

当社のエンゲージメントでは、以下の3つの包括的な原則を指針としています。

- **重要性:** エンゲージメントはESGファクターを中心に重要なファクターを主題として行う
- **意図性:** エンゲージメントの目的および期待値を明確に定める
- **有効性:** 建設的でポジティブ、実利的な姿勢でエンゲージメントを行う

エンゲージメントの手法と遂行

当社のエンゲージメント手法は状況に応じて異なりますが、例として以下が挙げられます。

- 企業訪問など、企業との1対1の対話
- 経営陣による説明会やロードショー
- 文書によるコミュニケーション
- 協働エンゲージメント

アジアの一部の地域では、公の場での対立よりも機密性に配慮した対話の方がより良い結果をもたらし得ることから、1対1のエンゲージメントが信頼を築く上で最も建設的で文化的に適切な方法となるケースが多いと言えます。当社では、こうした地域による微妙な違いの重要性や建設的でポジティブかつ実利的なエンゲージメントへのコミットメントを念頭に、エンゲージメント手法を慎重に選択するとともに、適宜協働エンゲージメントの支援にもコミットしています。協働エンゲージメントの詳細については、原則10のセクションをご覧ください。

エンゲージメントの手法に関わらず、創業者や会長、CEO、CFO、執行役員といった主要な意思決定者に加えて、サステナビリティやIRの担当者なども常に対話をするようにしています。こういった総論的なアプローチで望ましい結果が得られない場合、またはその企業により深刻な問題点がある場合は、当該課題をエスカレーションすることがあり、他の投資家と一緒に協働するなどします。このようなアプローチについては、原則10および11のセクションで詳述します。

本レポートの他のセクションで説明したように、ESGは当社の運用プロセスに完全に組み込まれており、運用チームは投資前も投資期間中も関連するESG課題について企業とのエンゲージメントを行っています(また、場合によっては組み入れ解消後もエンゲージメントを実施しています。ケーススタディ「投資家からの継続的な圧力がアジアの大手不動産グループで引き続き効果をもたらす」をご参照下さい)。

当社各拠点のESGスペシャリストも、NZAMiやClimate Action100+における当社の責任に関連して、気候変動など特定テーマに関する協働エンゲージメントを行っています。しかし、ポートフォリオでの売買判断の材料となるESGリスクおよび機会の評価と、カバーしている企業とのエンゲージメントについては、運用チームのアナリストとポートフォリオ・マネージャーが最終的な責任を担います。



エンゲージメントを行う企業の優先順位を決めるのはいくつかの主要課題ですが、これらは地域や資産クラスによって異なります。優先順位付けにあたって考慮される要素には、以下のようなものがあります。

- 保有ポジションの規模や当社の影響力
- ESGスコアの低さまたは改善余地
- 課題の性質や違反の重大性
- 重要性
- 議決権行使イベント
- 当社で優先しているESGテーマ
- お客様の優先事項
- 企業の対話受け入れ姿勢

エンゲージメントの結果は、投資分析やリスク管理の枠組み、延いては投資判断を補完する役割を果たします。しかし、主な目的は、エンゲージメントの結果として、当社の運用チームやグローバル・サステナブル・インベストメント・チームが提起した重大な懸念について、企業の経営陣に取組みを実施してもらうことです。

資産クラス別のエンゲージメント

実施するエンゲージメントのタイプは、対象となっている資産クラスに加え、その地域によって異なります。以下では、当社が運用する主な資産クラスの一部で採用しているアプローチについて、概要を説明します。

日本株式

当社の日本株式チームは日本の市場や複雑な企業文化を熟知しており、それが投資先企業との関係構築に役立っています。情報源は財務諸表や証券会社などのリサーチ、国内のニュース記事といった文書形態のものにとどまらず、運用担当者は企業訪問を含め、経営陣に直接コンタクトすることを重視しています。日本市場は海外の資産運用会社によるリサーチが概して不十分な傾向にありますが、それに対して当社は、東京に本

社を置く日本最大級の資産運用会社であることが企業との対話の促進に役立っています。長年にわたり日本で築き上げてきた強固な関係を通じて独自の知見を形成し、その関係なしには見逃していたかもしれない投資機会を見出すとともに、非常に広範囲にわたるスチュワードシップ活動を展開することが可能となっています。

日本のサステナブルインベストメント部の主なフォーカスの1つは、ポートフォリオ・マネージャーやリサーチ・チームのアナリストと連携し、大・中規模企業とESG課題に特化したエンゲージメントを行うことです。エンゲージメントを行う企業を決めるにあたっては、とりわけ、主要なESGテーマ（気候変動、DE & I、コーポレート・ガバナンスなど）や企業収益、資産効率、株主還元など、いくつかの要素を考慮して優先順位付けを行っています。

日本企業に対する当社のESG優先事項

日本のサステナブルインベストメント部では、日本株投資のエンゲージメントにおいて中長期的な投資リターンの上昇に寄与すると考える重点ESGテーマを設定しました。各項目をそれぞれの背景とともに以下に列挙します。

環境 — 脱炭素社会に向けた取り組み

脱炭素社会への移行は、環境に優しい技術を擁する企業に成長機会をもたらしています。同時に、脱炭素化などの変化によって、企業はコスト上昇の可能性というリスクに晒されているほか、十分なアクションを起こすことができなければ企業のブランド力が損なわれる可能性もあります。これを受けて、脱炭素化は将来の企業価値を高める原動力としての重要性がますます高まっています。当社では、企業へのエンゲージメントを通じて、関連分野への経営資源の配分や付随するリスクへの備えなど、脱炭素化等の変化への対応を企業に促しています。当該分野における企業のアクションを分析することは、企業価値の評価において極めて重要となっています。

社会 — 人的資源と生産性

人的資本の活用は中長期の収益および企業価値にとって明らかに重要であり、少子高齢化が一段と進み続けるなか、その重要性はますます高まっていくとみられます。新型コロナウイルス感染症のパンデミックを受けて、働き方が変化し同様の環境変化に対する柔軟な対応が求められるようになったことも、企業サステナビリティの向上を後押ししています。労働生産性に加えて人事戦略・制度に焦点を当てながら、企業とのエンゲージメントと企業の分析を深めることで、当社は企業価値の向上をサポートしています。

ガバナンス — ガバナンスの実効性

コーポレート・ガバナンス・コードの効果もあり、日本企業はガバナンスの枠組みの構築において大きく前進してきました。当社では引き続き、ガバナンスの枠組みの持続的な発展・強化を通じた企業価値のさらなる向上を企業に呼びかけています。当社が実施するエンゲージメントでは、企業の長期的ビジョンや経営戦略の妥当性、これらの計画を実行する能力、監督・諮問部門の有効性などをカバーしています。

2023年は、上述した3つのESGテーマを、以下の項目を追加することでさらに拡大しました。

- 環境: 生物多様性
- 社会: ダイバーシティ
- 社会: 人権

拡大したテーマのリストは、「日興アセットの考える重点ESGテーマ」として当社のホームページで公開しており、適宜更新しています。

日本のサステナブルインベストメント部は2022年に情報共有のためのエンゲージメント・プラットフォームを設立し、株式運用部全体が体系的かつ効果的な方法でエンゲージメントを行うとともにポートフォリオ・マネージャーとセクター・アナリストの協働を促進することができるようになりました。2022年末時点で、同部は重要課題についてエンゲージメントを実施したいと考える日本企業187社を特定しました。2023年には、それらの企業

の94%とミーティングが行われ、そのうちの25%が経営陣とのミーティングで、14.5%においてエンゲージメントの初期段階から前進が見られました。

また2023年には、お客様からのフィードバックとチーム内の専門家間の広範な議論を受けて、ESGの優先分野について中長期的な主要パフォーマンス指標を導入しました。これを段階ごとの体系的なモニタリング・プロセスと組み合わせることで、

エンゲージメントの効果をモニター・測定する方法を強化できると考えます。各エンゲージメントの後には、進捗状況を確認するためのレポートが作成され、社内で共有されます。また、アクティブ運用のポートフォリオ・マネージャーにフィードバックも提供されます。日本の投資先企業と行っているエンゲージメントについては、後述のケース・スタディや本レポートの各セクションでご覧いただけます。

グローバル株式

当社のグローバル株式チームは、必要に応じて投資先企業とのエンゲージメントを行い、ESGを含め機会およびリスクがどのように管理されているかを把握しています。このようなミーティングは、当初のリサーチからポートフォリオへの組み入れ、そして時には保有銘柄の売却後まで、運用プロセスのあらゆる段階で行うことがあります。こういった議論は、各企業・業種に関する知識を深め、経営陣の質やESG課題を中心とする戦略について見解を得る機会となります。ESG基準に改善の余地があると考えられる場合は、例えばESG情報開示の強化やESGのベストプラクティスに沿ったパフォーマンスの向上を奨励するなど、ESGの実践の向上を促すようなエンゲージメントを行います。また、右のケース・スタディが示すように、エンゲージメントは継続的なプロセスであると考えています。

ケース・スタディ:

IT企業において紛争鉱物の調達を排除(株式)

Hexagon*は設計・測量・視覚化技術のグローバル・プロバイダーで、当社のグローバル株式運用のポートフォリオで保有しています。

問題: Hexagonは以前MSCIから、世界の紛争地域からの原材料調達に関与している可能性のあるサプライヤーについて、審査の開示や手順が平均を下回っていると指摘されていました。同社とのエンゲージメントを受けて、同社が着実な改善をみせていることを本レポートの昨年版で報告しましたが、今回はそのアップデートとなります。

活動: グローバル株式チームは、2021年から2022年にかけて、戦闘や人権侵害のある国からの鉱物、いわゆる「紛争鉱物」の調達に伴う問題について議論していた際、同社との対話を始めました。その後、MSCIは同社のESGレーティングを引き上げ、当社ではHexagonがサプライヤーの審査で前進を見せていることを歓迎していました。

当社では、同社がサプライヤー審査へのコミットメントを継続していることを確認すべく、2023年にかけてエンゲージメントを続けました。同社は4月、アップデートを掲載したサステナビリティ・レポートを発行しました。同社は従来、2023年までにリスク国のサプライヤー(合計75社)を100%審査するという目標を掲げていました。2022年末時点でリスク国のサプライヤー数は56社に減少しており、うち11社の審査が完了していました。このレポートで、2023年末までにすべてのサプライヤーを審査するという目標が堅持されていることが確認できました。8月には同社のCEOおよびIRチームと定例の電話会議を行い、年内にさらなるアップデートの提供を約束してもらいました。

成果: 12月に行われたプレゼンテーションで、Hexagonのサステナビリティ部門の責任者が同社のサステナビリティへの取り組みに関するアップデートを発表しました。そのなかで、年末までにサプライヤーを100%審査することへのコミットメントがあらためて述べられ、「このコミットメントはほぼ達成しつつある」ことが示されました。その後、2024年1月に行われた同社の通期決算発表のプレゼンテーションで、コミットメントの達成が確認されました。

こうした取り組みの結果として、原材料を確実に紛争のない地域から調達するようにする同社のプロセスは現在では業界一般よりも優れており、MSCIは紛争地域からの調達に関して同社を業界平均よりも高く評価しています。この特定の問題における同社とのエンゲージメントは完了したと考えますが、グローバル株式チームが投資銘柄の評価に使用しているフューチャー・クオリティのプロセスを通じて、同社のサステナビリティへの取り組みを引き続きモニタリングしていく方針です。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

グローバル債券

当社のグローバル債券のポートフォリオでは、AUMの大半をソブリン債その他投資適格債とマネーマーケット商品に投資しています。また、割合は小さいものの、大手銀行や一部の大手企業が発行する債券も保有しています。発行体とは積極的な対話を維持しており、このような対話を知見やマーケット・インテリジェンスを強化する手段と考えています。

社債については、グローバル債券チームのポートフォリオ・マネージャーとリサーチ・アナリストが投資先企業とのエンゲージメントを行います。こうした議論は、企業の業績や財務戦略に加えてその他の非財務情報（経営方針、事業戦略、重大なESG事項など）を対象として、企業価値評価の一環として行っており、最終的に投資判断を下す際の材料となります。企業固有のリスクやシステムック・リスクを見出した場合は、リスクが管理されていることを確認するために、ミーティングや企業訪問、電話会議、文章でのやりとりを通じてそうした懸念を提起することがあります。

エンゲージメントの優先順位は、保有銘柄や債券発行にかかる課題に基づいて決めています。エンゲージメントのレベルは資産クラスや地域によって異なります。当社では社債や新興国市場のエクスポージャーが比較的小さいことから、当社の影響力が実質限定的であることを現実的に認識しており、見合わないリソースと時間を費やさせられるようなコーポレート・アクションに陥る事態は回避するようにしています。しかし、(2023年10月に再設定されソブリン債、国際機関債、政府機関債のいわゆるSSAだけでなく社債にも投資できるようになった)当社のグリーンボンド・ファンドでは、エンゲージメントが主要な特徴となっています。当社では、デューデリジェンス・プロセスの一環で浮上した問題、特に発行体や調達資金の用途に関連し投資後に生じ得る潜在的なダメージについて、その解決にエンゲージメントを活用しています。右のケース・スタディはそのようなエンゲージメントの一例です。

ケース・スタディ:

グリーン企業としての輝きを保つ Iberdrola* (債券)

Iberdrolaはスペインを本拠地とする世界有数の多国籍電力会社で、風力発電で世界最大級の規模を誇ります。

問題: グローバル・グリーンボンド・ファンドの組み入れ候補として、当社が発行した債券のデューデリジェンスを行っていたところ、当社に関して過去に不祥事があったことがわかりました。これは、当社がブラジルに建設した水力発電所、特にテレス・ピレス川のダムが環境や社会に与えた影響に関するもので、当社はダム建設の際に先住民との協議を行わなかったとして批判されていました。

Iberdrolaは現在ではテレス・ピレス川のダムを所有していませんが、報道によると、所有していた時には周辺環境や先住民に与えた悪影響を補償する軽減策を講じていたとのことでした。とはいえ、当社では、当社が過去の問題から教訓を学んでいること、国連グローバル・コンパクトの原則に抵触しないことを担保する適切なプロセスが実行されていること、そして当社の投資が他の環境・社会目的に重大な損害を及ぼすプロジェクトに資金を提供することにならないことを確認したいと考えました⁷。そのため、この投資については強化デューデリジェンスを行う必要があると判断し、2023年12月に当社にコンタクトして2024年1月初旬に当社のIRチームのメンバーと状況を話し合う電話会議を設定しました。

活動: Iberdrolaは、これまでに直面した不祥事についても、ブラジルのダム・プロジェクトにおける社会・環境面の取り組みについても、当社に対して非常に率直に話してくれました。当社は、体系的なステークホルダー・エンゲージメント・プロジェクトを実施し、将来の同様のリスクを低減するのに、政府に頼るのではなく自社で大規模かつ綿密な評価を実施しています。また、ダムをめぐる是正措置については、プロジェクトが別の企業に買い取られた際に新しい所有者に引き継がれたことも確認できました。さらに、南米で新たな大規模水力発電プロジェクトは計画していないとのことで、現在も続いているブラジルのダム・プロジェクトに関しては、社会・環境への影響やその低減活動について詳細な報告をタイムリーに提供してくれました。

成果: Iberdrolaとの対話を受けて、当社では、水力発電プロジェクトに伴う環境・社会面のリスクを低減するために当社が講じてきた措置に納得しています。したがって、当該保有銘柄のステータスを「強化デューデリジェンスが必要」から「モニター」へと引き下げました。現段階では、これ以上の措置は必要ないとみています。

⁷ 欧州連合(EU)のサステナブル・ファイナンスに関する法令では、「(環境目的を)著しく阻害しない」という原則が重要な要素となっている。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

アジア株式(日本を除く)

アジア株式(日本を除く)チームのファンダメンタルズ分析の中核は、重要なESGリスク・リターン要因について企業を理解しスコアリングすることにあります。当社ではESG分析を運用プロセス全体に組み込んでおり、各アナリストは独自のESGスコアリングを担当しています。持続可能な利益向上を達成するためには優れた、または改善しつつあるESGファンダメンタルズが不可欠である、というのが当社の考えです。

非常に複雑で動きの速いアジア市場では、積極的なアプローチが求められます。当社では、まず重要性評価を行い分析後の検証用のデータソースとして独立した第三者ESG評価プロバイダー(MSCIなど)を利用しますが、一般的にアジアの大部分では一貫性のある検証可能なデータの欠如という問題があるため、当社のアナリストによる積極的な企業エンゲージメントと定性評価を優先しています。

当社では、アナリストは担当セクターのリスクおよび機会という観点から投資リターンに最も重要なものは何かを評価するのに最も適した立場にあると考えており、したがって企業のESGリサーチはアナリストが行います。当チームは、徹底したESG分析を行うために、また、お客様の代理として行動する資産運用会社としての立場から当チームの意見を表明するために、企業の経営陣とのエンゲージメントを活用しています。ガバナンスと労働者の権利の2つは、アジアのいくつかの企業で浮き彫りとなっている問題です。右で紹介するケース・スタディは、当社がエンゲージメントを通じてこれらの問題にどのように取り組もうとしているかを示しています。

ケース・スタディ:

韓国の医薬品グループにおいて透明性を改善(株式)

この韓国企業は、バイオ医薬品の開発・製造・販売を手掛けています。

問題:アジア株式チームは、数年にわたり、同社における以下のような多くのガバナンス慣行の不備を指摘してきました。

- 会長および創業者が支配する関連会社とのあいだで多数の取引があった
- 会計の特徴として、在庫に対する強引な会計処理、疑わしい収益認識、研究・開発費の資産計上問題が挙げられる
- 全般的に情報開示のレベルが低い

当社では、同社のガバナンス慣行をよりよく理解し、フィードバックを提供して改善を促すために、同社へのエンゲージメントを行いました。

活動:2022年に行った最初のエンゲージメントでは、韓国の金融規制当局である金融監督院が長期にわたって行った調査と、関連会社3社の合併案に焦点を当てました。これは、姉妹会社との高水準の関連当事者取引や、開発費の過大評価や在庫評価損の未反映などの不正会計疑惑に対する懸念を受けたものでした。

当社は株主として、関連当事者取引の排除と透明性の向上につながる合併を支持し、エンゲージメント・プロセスの一環として、同社にフィードバックと提言を行いました。注目したのは、当面の計画や将来の戦略に関する投資家とのコミュニケーションが大幅に改善したことでした。これによって、投資家が同社を長期的な視点から見るようになることが期待されています。また、当社や他の投資家、お客様にとってのESGの重要性を同社に印象づけることができたと言えます。

韓国企業は概してESGのスコアが高くありません。同社にMSCIのESGレポートを見せましたが、同社は知らなかったようでした。同社については評価の低い分野が2つありました。

- ガバナンス:高水準の関連当事者取引は、まず赤信号でした。合併はこの問題を解決し、透明性とガバナンスを向上させるはずでした。
- 人的資本:従業員の待遇や人材の育成・確保という点で、同社に対する一般の評価は高くありません。管理職の育成や研修、苦情の報告、エンゲージメント調査など、従業員の育成・昇進に向けた方針およびアプローチについて、もっと説明する必要があります。

成果:待ち望まれた合併は、年明けによりやく実現しました。この合併によって、会計と透明性に関する問題は一部解決されると考えます。しかし、当社では同社のガバナンス慣行について同社へのエンゲージメントを継続し、取り得る改善措置について引き続きフィードバックを提供していきます。

アジア債券(日本を除く)

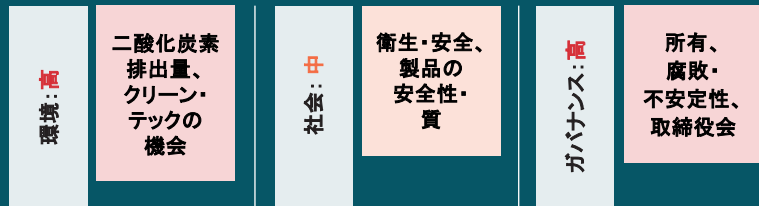
ESGインテグレーション・プロセスの一環として、当社のクレジット・アナリストは、ESGファクターの下振れ・上振れリスク、そしてそれらが事業運営に与え得る影響と長期的にもたらし得る持続可能な利益の促進について、投資先企業と積極的なエンゲージメントを行っています。

企業と面談する際、当チームは、その企業のESGにおけるポジションと今後見込まれる変化を把握すべく、経営陣とエンゲージメントを行います。当チームのエンゲージメントの大半は、経営陣のESGに対する考え方を理解しESGのベストプラクティスを検討するよう企業に奨励することに重点を置いています。ESG面(温室効果ガス排出量目標など)で後れをとっている企業については、より深いレベルでのエンゲージメントを試みます。特定の企業が株式と債券の両ポートフォリオで保有されている(または投資候補となっている)場合、可能であれば、エンゲージメントの効果を高めるために、(ESGスペシャリストに加え)両チームの代表者が共同でエンゲージメントを行います。これをよく表しているのが、ケース・スタディ「韓国の大手鉄鋼メーカーで自然への配慮を向上」です。また、お客様の資金においてスチュワードシップの責務を積極的に果たす立場から、時にはポートフォリオの枠を超えて、将来購入するかもしれない企業とエンゲージメントを行うこともあります。その一例が、ケース・スタディで取り上げた企業との数年にわたるエンゲージメント「投資家からの継続的な圧力がアジアの大手不動産グループで引き続き効果をもたらす」です。

ケース・スタディ:

韓国の大手鉄鋼メーカーで自然への配慮を向上 (債券および株式)

POSCO Holdings*は韓国の持株会社で、鉄鋼、貿易、電気自動車用電池材料などを手掛ける複数の企業および上場企業を所有しています。同社の銘柄は、債券と株式の両ポートフォリオで保有されています。下の図は、運用チームが同社の分析において重要と考えるESGテーマを示したものです。



問題: 当該グループの上場子会社であるPOSCO Internationalは、ニューギニアの森林伐採の一因となっているとの批判を受けています。以降、同社は「森林伐採を行わない、泥炭地を生まない、搾取を行わない」という方針を発表したが、自然により配慮した事業を促進する企業の取り組みである「自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)」が推奨する情報開示については、グループ内の残りの会社がTNFDに加盟しており同社の事業が生物多様性にとって非常に重要であるにもかかわらず、コミットしていません。

POSCOグループは、2050年にネットゼロを達成するための炭素削減ロードマップを策定していますが、短期の目標においては、国連の支援する団体でパリ協定の目標に沿った明確な二酸化炭素排出削減の道筋を採用するよう企業に働きかけているSBTiの野心的な目標に及びません。当社では、POSCOの炭素削減戦略をよりよく理解するとともに国際的なサステナビリティ目標への署名を同社に促すために、同社へのエンゲージメントを行いたいと考えました。

活動: アジア債券チームの代表者が2023年9月にPOSCOと面会し、いくつかの主要なESG課題について議論しました。当社では、POSCO Internationalの生物多様性管理の実践に関する懸念を強調し、TNFDに署名するかどうかを尋ねました。また、同社のサステナビリティの実践全般とSBTiに関する意図、グリーン・スチールにおける機会、そして物理的リスクの低減と気候変動への適応に向けた取り組みについても触れました。

このミーティングのなかで、POSCOの代表者は、同グループがTNFDに署名しているのにPOSCO Internationalは署名していないことに矛盾があるとの理解を示しました。同グループ自体には生物多様性ポリシーがありますが、今回のミーティングで、POSCO Internationalが2023年から2024年にかけて同社事業における生物多様性の保護に関するベストプラクティスの遵守状況を報告する予定であることがわかりました。同子会社は生物多様性を調査する専門家を採用しており、これについて年次での報告を開始することになっています。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

当社は、POSCOの子会社のうちSBTiに準拠しているのが1社のみであることを指摘し、POSCOがSBTiへの準拠をグループ全体に拡大しようとしているかどうか尋ねました。同社の代表者は、SBTiへの準拠が限定的なのは、脱炭素化のコストを削減するための政府補助金が不足しているためだと説明しました。

このミーティングに続き、当社では、9月に台風11号(ヒンナムノー)が3.3億ドルの被害をもたらしたことを受け、同社グループがどのように物理的リスクを軽減しようとしているのかについて質問しました。同社によると、既存の鉄鋼製造拠点のうち9カ所で沿岸部の洪水リスクを評価しており、新規拠点の設計には工場を2100年に予想される海面よりも高くする計画が盛り込まれる予定だということです。

当社では、炭素集約度を削減する計画の一環として、POSCOが100%水素を使って二酸化炭素を排出しないプロセスで「直接還元鉄」を製造する水素還元製鉄を検討していることに注目しました。また同グループは、燃料供給を石炭から天然ガスに転換することで、現在の鉄鋼生産と比較して二酸化炭素排出量が30%削減されます。

成果:当社では同グループのモニタリングを継続し、TNFD開示への署名や生物多様性リスクを低減する他の方法の発見における進捗状況をレビューしていきます。また、POSCO*の炭素削減戦略についても引き続きモニターしていきます。まだ始まったばかりですが、株式・債券両方の代表がエンゲージメントに関わることで、同社が当社の要望に応えやすくなると思います。



* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

投資家からの継続的な圧力がアジアの大手不動産グループで引き続き効果をもたらす (債券)

この企業は不動産に特化した非上場の大手ファンド運用会社で、中国、日本、欧州で事業を展開しています。当社では保有していた上場債券を2022年に売却しましたが、引き続き同社をモニターしています。

問題:本レポートの2022年版で述べたように、同社は従来、最低限のグリーン・ビルディング目標しか掲げておらず、「サステナブル」と分類できる資産はポートフォリオのごく一部にとどまっています。非上場企業であるため、上場している競合他社に比べてガバナンスの水準が著しく低く、関連当事者取引や配当政策管理への制限が少ない状況にあります。また、報告義務も最低限にとどまっています。

活動:当社はもう同社の債券を保有していませんが、将来の投資を視野に、同社がグリーン・クレデンシャルを向上させることを望んでいます。そのため、経営陣とエンゲージメントを行い、ポートフォリオにおけるグリーン・ビルディングの割合を増やす意向があるかを確認したいと考えました。また、特に重要な取引や関連当事者取引に関して、情報開示と透明性の改善を求めたいとも考えました。

2021年5月に行われたグリーンボンドの投資家向け電話会議で、当社は同社のポートフォリオ全体における既存のグリーン・ビルディング資産の割合が低いことを指摘しました。当社からの質問に対し、同社はポートフォリオの具体的なサステナビリティ目標は設定していないと答えました。また、社債保有者を保護するために株式配当に上限を設けるという提案について、当社は効果がないと主張しました。非公開会社である同社は、企業間融資という形でグループ内で現金を容易に移すことができるからです。

2022年の5月と8月、当社は複数回にわたってエンゲージメントを行い、特に前年の多額の企業間融資と関連当事者取引に関して、さらなる情報開示を求めました。しかし、経営陣は最低限の内容しか開示せず、詳細は後日公表すると述べるにとどまりました。これらの取引の規模、不透明さおよび影響を考えると、当社ではこの対応は容認できないと感じ、その後すぐに同社の債券を売却しました。

もう投資家ではなくなったものの、2023年も電子メールやグループ電話会議を通じて同社へのエンゲージメントを続けました。その例として、投資家からの圧力に応じて2022年10月に新たに設置された関連当事者取引委員会に対し、サポートを提供しました。ただし、関連当事者取引については、管理強化への働きかけを継続しました。

成果:当社からの継続的な圧力が同社における着実な前進につながったと考えています。2021年、当社からの批判を受けて、企業間融資も配当制限の対象となるよう社債の構造条件が変更されました。その翌年、同社は初となる環境目標を発表し、すべての新規不動産開発は不動産における国際的に認知されたESGパフォーマンス基準「グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク」の要件を満たさなければならないとしました。そして2023年には、新たに関連当事者取引委員会を設置されたのに伴い、同社の関連当事者取引は大幅に減少しました。

当社では、将来的に再び投資するかどうかを判断するのに、情報開示と関連当事者取引の防止についてさらなる進展があるか、同社を引き続きモニターしていきます。

成果

エンゲージメント・プロセスはマラソンであり、短距離走ではありません。また、先に述べたように、当社は日本以外では規模が小さめの機関投資家であり、それに応じて企業に対する影響力も小さくなりがちです。しかし、昨年はポートフォリオでの保有を問わず、企業経営陣とのエンゲージメントにおいて著しい進歩が見られたと考えます。これをよく示しているのが、今年の本レポートの各セクションに記載したケース・スタディです。そのな

かには、サステナブル慣行やグッド・ガバナンスの導入に消極的だった経営陣や取締役会が投資家の介入をきっかけに方針を転換するなど、当社の粘り強さと積極的な姿勢が実を結んだ事例がいくつかあります。また、株式チームと債券チームが協働することでより良い方向への変化をもたらすことができるという好結果も出ています。

当社では、企業に圧力をかけてきた数多くの投資家の1人であることが、エンゲージメントにおいて役立っていると認識しています。多数のなかの1人とは言え、当社は非常に有効なサポートを提供し、時には企業に正しい行動をとらせるにあたり先導役を果たしていると自負しています。行動は言葉よりも雄弁であり、2023年のエンゲージメント活動はスチュワードシップへ当社のコミットメントを示す最良の証左であると考えています。



原則
10

署名機関は、発行体企業に影響を与えるために、必要に応じて協働エンゲージメントに参加する。

活動

企業との1対1のエンゲージメントでは十分な進展が得られないケースもありますが、同様の考えを持つ投資家とともに協働エンゲージメントを行うことで、企業の行動およびESGパフォーマンスに対する株主の影響力を強めることができると考えます。投資家の協働の取り組みは多くの地域で増加が見られていますが、世界にはこうしたエンゲージメント手法がまだあまり行なわれていないところもあります。例えば、アジアの一部では、1対1のエンゲージメントが信頼を築く上でより建設的で文化的に適切だとみなされることがあります。(当社の株式AUMの大半を占める)日本では、共同保有や大量保有に関する国内の規制により、協働エンゲージメントがより困難となり得ることを認識しています。したがって当社では、あらゆる潜在的な影響を慎重に考慮した上で、こうしたエンゲージメントに参加しています。しかし、原則4のセクションで述べたように、当社は、色々な機会を通じて日本におけるスチュワードシップ関連規則の現状、その限界、そして日本市場におけるスチュワードシップ活動の推進に役立つ様々なアプローチについて、意見を述べてきました。今後変化が予想されているなか、当社を含め市場参加者がより自由に企業とエンゲージメントを行えるようになることを期待しています。

当社が参加する協働エンゲージメントでは、業界内のパートナーや研究者など他のステークホルダーと連携することが多く、これによって、特定のESGテーマや発行体企業のESGパフォーマンス、業界のベストプラクティスに対する理解を深めることができます。これまで、当社が実施するエンゲージメントの大半は、単一の資産クラスに制限されてきました。株式と債券で保有銘柄の発行体が重複するケースは限定的で、当社のエン

ゲージメントは各資産のポートフォリオ・マネージャーやアナリストが実施するのが通常だからです。しかし、一部の地域では、株式と債券の両方を保有している発行体企業について、当社の影響力を高めるべくエンゲージメント活動を統合し始めています。その例として、2023年には、企業の気候関連情報の開示改善を目指すCDPが立ち上げた取り組みの一環として、数社とのエンゲージメントを主導しました。いずれのケースも、当社の株式チームと債券チームがともに関与しました(この詳細については、原則4のセクションのケース・スタディ「企業の二酸化炭素排出量の開示をサポート」をご参照下さい)。当社の株式・債券両チームが社内で協働した事例は、原則9のセクションの「韓国の大手鉄鋼メーカーで自然への配慮を向上」や原則11のセクションの「力を合わせて日本のオートメーション・グループに変革を迫る」をご覧ください。

当社の各地域の運用部門は、それぞれの協働エンゲージメントにおいて最適かつ最も効果的な手法を選択していますが、概して言えば、共通の目的の下に他の株主と協働するかどうかは、以下の基準に基づいて判断しています。

- その取り組みが、当社が提起したい特定の問題や当社の責任投資ポリシーと合致しているか
- 過去の成果や当該取り組みの他の参加者などから考えて、その取り組みが奏功する見込みはあるか
- かかるコスト・時間・労力が期待される効果に見合っているか
- その取り組みを支援しているのが、提携したいと考える組織か

成果

当社は2023年に大きな前進を遂げ、様々な協働エンゲージメントに、より積極的に参加しました。CA100+やAIGCCなどによる業界の取り組みの下で協働エンゲージメントを継続するとともに、NA100に投資家として加盟したほか、「持続可能な開発のためのオランダ投資家協会(VBDO)」が主導するイニシアチブを公に支援しました。これらについては、いずれも後述のケース・スタディでご紹介しています。加えて、CA100+の理念の下、日本の機械メーカーとの長期的なエンゲージメントにおいて積極的に主導的役割を果たすなど、2023年には複数の企業エンゲージメントを実施しました。この機械メーカーとのエンゲージメントは複数のフェーズで2030年まで継続される予定であるため、今後のレポートでその進捗状況をより詳細に報告できればと考えています。こういった例以外にも、気候変動対策を中心としてスチュワードシップの向上を推進する数多くの業界団体(その目的や成り立ちについては本レポートの昨年版で概説しています)に、引き続きメンバーとして積極的に参加しています。

ケース・スタディ:

インド最大のセメント・メーカーで二酸化炭素排出量削減への道を開く(株式および債券)

本レポートの昨年版では、世界の温室効果ガス排出量上位企業が必要な気候変動対策をとるよう促す投資家主導の取り組みであるCA100+への支援の例として、UltraTech Cement*への協働エンゲージメントについて取り上げました。昨年は、このエンゲージメントにおいてさらなる前向きな進展がありました。

問題: UltraTech CementはCA100+が対象としている170社のうちの1社です。このインド企業は、中国を除くと世界最大級のセメント・メーカーであり、アジア全域で事業を展開しています。また、世界最大級の温室効果ガス排出企業でもあり、排出量の削減が困難なセクターの1つであるセメント分野で事業を営んでいます。

同社はゼロカーボンへの移行に能動的に取り組んできました。例を挙げると、グローバル・セメント・コンクリート協会(GCCA)の創設メンバーであり、GCCA Climate Ambition 2050の署名機関であるとともに、GCCAが発表したネットゼロ・コンクリート・ロードマップにコミットしています。また、同社が掲げている当面の目標は、2032年までの世界の気温上昇を産業革命前対比で2°Cを十分に下回る水準に抑えるものとして、SBTiに認証されました。同社は、ゼロカーボンへの移行を推進する2つのロビー団体EP100とRE100にもコミットしています。

活動: UltraTech Cementは2020年からCA100+が重点的に取り組む企業のリストに入っていますが、当社は2022年からUltraTech Cementのエンゲージメント・グループに支援投資家として参加し始めました。前回の本レポートを2022年に発行してから、当社では再び2023年11月にUltraTech Cementと協働エンゲージメントの電話会議を行いました。この電話会議では、2023年における同社の脱炭素化への取り組みを中心に議論し、当社のアジア株式およびアジア債券チームのアナリストがともにこの協働エンゲージメントに参加しました。

投資家グループは、同社の2050年のネットゼロカーボン目標がSBTiの認証を受けていない理由について質問しました。同社の回答によると、同社の目標が2°C抑制のシナリオに基づいているのに対し、SBTiは1.5°C抑制のシナリオに沿ったものしか認証しないとのことでした。UltraTechは、SBTiへの準拠を検討する意向であるものの、顧客からのセメント要件に照らしてより厳しい排出量目標でバランスを取る必要があることも意識していると説明しました。同社が検討している排出削減方法は以下の3つです。

- 再生可能エネルギーへの投資
- 資源効率の改善
- 排出量削減のために従来の燃料をバイオマスに置き換え

同社はGCCAの一員として、脱炭素化目標をサポートするのに適している技術を判断すべく、複数の試験的プロジェクトに着手しています。

投資家グループが知りたいと考えたのは、2023年度に19%だった再生可能エネルギーの割合を2050年までに必要な電力の100%に引き上げるという目標を達成するための、環境により優しい電力供給源の使用拡大におけるUltraTechの次の計画でした。石炭火力発電への依存を低減するため、同社は複数の太陽光発電所を開発するとともに、再生可能エネルギー電力の購入契約を締結したほか、廃熱回収システムについても検討しています。

同社によると、この電話会議の時点で、電力消費量に占める再生可能エネルギーの割合は30%近くでした。目標は、再生エネルギーと熱回収の両方を用いることで、この割合を2026年までに50~60%に引き上げることです。しかし、同社からは、インドでは風力は利用しやすい発電源ではないとの指摘がありました(ただし、同社は沿岸部で風力発電施設の購入を試みたことがあります)。

インドの様々な地域では、利用できる再生可能エネルギー由来の電力が限定的で実行面の問題に直面していることもあり、UltraTechの脱炭素化計画には再生可能エネルギー以外も含まれており、その戦略は以下の4要素をカバーしています。

- クリンカー製造プロセスを中心とする運営効率の改善
- 事業の多角化
- 同社の二酸化炭素排出量の30%を占める火力発電への依存度の低減
- ゼロカーボンへの移行

成果: この電話会議を好意的に受け止めた同社からは、進捗状況や改善可能と思われる分野についてフィードバックを求められました。同社は、投資家の意見だけでなく、世界の同業他社が行っている脱炭素化の取り組みにも注目しています。当社はUltraTechとのエンゲージメントを継続し、脱炭素化戦略の進展をレビューしていきます。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

インドネシアの大手電力会社で変革を推進(債券)

日興AMグループは2022年、地球温暖化に対する投資家の意識向上を目指す業界団体AIGCCの「アジア電力会社エンゲージメント・プログラム(AUEP)」に加盟しました。このエンゲージメント・プログラムにおけるAIGCCとの協働の一例として、当社のアジア債券ポートフォリオで保有しているPerusahaan Listrik Negara (PLN)*が挙げられます。インドネシアの国有企業であるPLNは同国の有力な発電・送配電会社であり、発電におけるシェアは70%近くに上ります。また、インドネシアの独立系発電会社にとって唯一の売電先でもあります。

問題: 総設備容量がおよそ45.9ギガワットにのぼるPLNは、発電量の90%近くが火力発電で占められており、ゼロカーボンへの移行において高いリスクに晒されています。当然ながら、同社の二酸化炭素排出量関連スコアは、絶対ベースでも相対ベースでもアジア太平洋地域の公益事業企業のなかで低い水準にあります。加えて、PLNのガバナンスは世界の同業他社に劣後し続けています。同社の取締役の半数はインドネシア政府によって選任されており、独立性が大きく制限されています。

こうした環境・ガバナンス面の問題に鑑み、AUEPは、(本レポートの2022年版で概説した)いくつかのコミットメントを確実なものとするべく、同社の取締役会および経営陣と数回エンゲージメントを行っています。これらのエンゲージメントで概ね対象となるのは、温室効果ガス排出量、企業情報の開示、物理的リスク、政策当局との対話、コーポレート・ガバナンスなどです。

活動: PLNとのエンゲージメントのなかで盛んに議論されたのは、発電容量における石炭の早期段階的廃止です。そのためには、アジア開発銀行による官民参加の枠組み「エネルギー移行メカニズム(ETM)」のような国際規模のサポートが必要となります。

本レポートの2022年版で報告したAIGCCのAUEPエンゲージメントへの参加以降、当社は2023年に他の投資家とともにPLNとさらに2回のミーティングを行いました。

2023年5月のミーティングでは、PLNのゼロカーボン移行計画の進捗状況に関するアップデートが示され、計画の積極性や直面している限界について議論を深めることができました。また、同社がインドネシアのエネルギー鉱物資源省と協力して、複数の石炭火力発電所の早期閉鎖を最終決定しようとしていることもわかりました。そして、早期閉鎖プロセスを資金面で支援するために、同社が利用し得る資金調達スキームについても話し合いました。

6月には、AUEPに加盟している他の投資家や財務省などインドネシアの省庁の代表も参加し、同国のネットゼロへの移行について同社と円卓会議を行いました。

ミーティングでは、インドネシアのネットゼロ移行計画が説明され、国有企業としてのPLNの関与、PLNの石炭火力発電所の早期段階的廃止に必要な資金の調達、投資家の期待などを議論しました。投資家からは、移行計画への期待についてフィードバックが行われたほか、PLNが石炭火力発電所を段階的に廃止するのに必要な資金について、考えられる調達スキームのアイデアがいくつか示されました。

国際エネルギー機関(IEA)によれば、インドネシアは現在、エネルギー需要の80%超を化石燃料で賅っています。したがって、2060年までに二酸化炭素排出量のネットゼロを達成するというのは、野心的な目標と言えます。政府は、一次エネルギーにおける再生可能エネルギーの利用割合を2030年までに65%、2060年までに85%に引き上げ、残りの15%は原子力発電で賅いたいと考えています。

この目標を達成する上でPLNが重要な役割を果たすことになるのは明らかであり、そのため当社は、PLNの経営陣と積極的なエンゲージメントを行い、進展を加速させるよう働きかけています。同社からの反応はこれまでのところ概ね前向きですが、特にインドネシアのエネルギー安全保障を確保するという役目から、移行計画で直面している問題があることは率直に認めています。

成果: PLNは脱炭素化の取り組みにおいて前進を見せています。2022年に協働エンゲージメントを開始してから、同社は計画されていた13.3ギガワットの石炭火力発電所の建設中止を公表するとともに、石炭火力発電による1.3ギガワットの電力の購入契約を解除し、また新たな石炭火力発電所の開発を停止することにも合意しました。

同社のコミットメントを示す最新の証左として、最近発表したインドネシア初となる石炭火力発電所の早期停止が挙げられます。12月のCOP28気候カンファレンスで、(同発電所の独立オーナーである)PLN、アジア開発銀行、インドネシア投資庁のあいだで交わされた条件付き合意により、同発電所の電力供給義務は、当初想定されていた2042年7月ではなく、2035年12月に終了することになります。

早期停止に関するETM枠組みでの合意は、まだデューデリジェンスの必要があり、加えて多くのレビューや調査も必要です。とは言え、総合的に見れば、これらの取り組みはクリーン・エネルギーへのPLNのコミットメントを示すものであり、インドネシアにおけるゼロカーボンへのエネルギー転換を加速させるために同社がとっている協働アクションの例と言えると思います。当社では、志を同じくする他の投資家とともにエンゲージメントを継続し、PLNの取り組みをモニター・サポートしていくことに引き続きコミットしています。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

プラスチック汚染問題への取り組みでNestléやCoca-Colaに改善を促す(株式)

問題: 食品・飲料大手のNestléとCoca-Colaはともに、「循環型経済」を推進する圧力団体「エレン・マッカーサー財団」から、世界最大級のプラスチック汚染企業であると非難されてきました。一方で、両社は同財団の戦略的パートナーであり、プラスチックに関する国連条約の制定を求める「国際プラスチック条約企業連合」にも加盟しています。NestléとCoca-Colaの両社は業界をリードするプラスチック汚染対策ポリシーを策定しているものの、この問題への取り組みにはまだ長い道のりがあります。

活動: 当社のグローバル株式運用チームは、両社それぞれに影響を及ぼしている特定の問題について、フォローアップを行いたいと考えました。

- **Coca-Cola:** 2023年5月、海洋保護に特化するロビー団体Oceanaのレポートにおいて、Coca-Colaは2030年までに製品の25%を再利用可能な容器包装で販売するという目標を達成できない見通しであると指摘されました。実際、2022年には当該比率は16%から14%へと低下しました。
- **Nestlé:** MSCIは、2023年序盤に実施したレーティング方法の変更に伴い、プラスチック容器包装汚染に関する同社のレーティングを「中程度」から「深刻」へと変更しました。7月には、インドネシアでのパーム油調達および森林破壊における同社の活動をめぐり、不祥事のレーティングが「中程度」から「非常に深刻」へと引き下げられました。これは、2017年に同社が森林破壊に関与したサプライヤーからパーム油を調達していると非難されたことを受けたものでした。

当社では、Coca-ColaとNestléの両社が生物多様性に及ぼしている影響を重大なリスクとみなしています。2023年6月にCoca-Colaへ質問書を送付し、再利用可能な包装容器の目標などのコミットメントに関する進捗状況についてコメントを求めましたが、同社のIR部にフォローアップを行ったにもかかわらず、回答は得られませんでした。

Nestléについては、6月末にミーティングを持ち、同社のプラスチック汚染対策方針について進捗や問題を議論しました。同社のプラスチック問題における目標に加え、この分野での進展をサポートする規制やインフラが大半の国で欠如していることへの懸念について、建設的な議論を行いました。また、サプライチェーンを監視し森林破壊問題に対処するためにここ数年講じてきた措置についても質問しました。

両社とも業界をリードする目標を採用しているものの、両社が使用するプラスチックの総生産量は毎年増え続けています。現行の目標は、容器包装の軽量化やデザイン変更など、材料の使用方法の変更に重点が置かれおり、両社とも使い捨てプラスチックの削減目標は定めていません。

プラスチック生産量を削減するための有意義な計画がないこと、そしてCoca-Colaからの回答がないことを踏まえ、当社の懸念をエスカレーションすべく他のエンゲージメント手段を検討した結果、2023年第3四半期に以下のように決定しました。

- プラスチック容器包装を大量に使用する企業に対してプラスチック削減への緊急アクションを呼びかける投資家声明に、公けに支持を表明することにしました。この声明はオランダのVBDOが呼びかけたもので、Coca-ColaやNestléなどの企業に対する明確な要求が設定されており、そのなかには絶対値での使い捨てプラスチック削減目標の実行奨励が含まれています。このように他の投資家と協働することで、Coca-ColaとNestléへの新たなエンゲージメント経路にアクセスできるようになりました。
- 自然を支え生物多様性の喪失と闘う投資家主導の新たな取り組み「NA100」に、投資家として加盟しました。Nestléに対して直接エンゲージメントを展開しているグループへの参加を要望しましたが、当社はアジアに強みを持つ運用会社であることから、代わりにアジア地域の企業を担当することになりました(なお、Coca-ColaはNA100の対象企業に含まれていません)。

成果: NestléとCoca-Colaに対して生物多様性およびプラスチック汚染対策の方針改善を促す取り組みは、まだ始まったばかりです。この2つの企業における当社の持ち株比率は比較的低いことから、当社が及ぼし得る影響力は限られています。しかし、新しい2つの投資家グループに参加することで、経営陣にアクセスしやすくなるとともに、変化をもたらすための影響力が高まるものと期待しています。当社では、両社の生物多様性目標への取り組みが順調に進み続けるよう、進捗状況をモニターしていきます。また、懸念点が出てきた場合には、両社の次回の年次株主総会における議決権行使を通じて、そうした懸念をエスカレーションすることも検討していきます。

原則
11

署名機関は、発行体企業に影響を与えるために、必要に応じてスチュワードシップ活動をエスカレーションする。

活動

当社は、企業に行動を起こすよう働きかけ、良好な変化を促すべくエンゲージメントを実施しており、満足のいく進展がみられなければ働きかけを強化していく場合があります。働きかけの強化、すなわちエスカレーションの方法は様々に異なりますが、概して以下が含まれます。

- 面談やエンゲージメントを追加実施、適切な場合はよりシニアレベルの経営陣との面談なども実施
- 同様の考えを持つ株主と協働して企業へ変化を求める協働エンゲージメント
- 株主総会での議決権行使や株主提案議案の支持（当社が株式を保有している場合）
- 当社による保有ポジションの削減または保有の解消

当社の運用チームはそれぞれの裁量において、問題の内容に応じた最も適切な方法でエスカレーションを行います。運用チームによってはフォローアップが必要と判断する場合もあれば、保有を解消すべきと判断する場合もあります。

投資先企業のESGパフォーマンスについて懸念が生じる事例の場合、二面的なアプローチを取ります。一方では、その企業を当社独自の評価フレームワークで分析評価し、ポートフォリオでの保有を継続すべきかどうかを見極めるとともに、企業経営陣に働きかけて変化を促すことがあります。他方では、働きかけを強化していくために他の投資家と協力することもあります。その好例が原則10のセクションで言及した協働エンゲージメント・グループ「CA100+」です。CA100+については、原則10のセクションのケース・スタディ「インド最大のセメント・メーカーで二酸化炭素排出量削減への道を開く」でも取り上げています。

エスカレーションの時間軸は、地域や問題の内容によって異なる場合があります。多くのエンゲージメントで触れるトピックは長期的な性質すなわち、改善に時間を要するものである一方、一部のトピックは早急に精査する必要があります。当社では、これらの検討事項を考慮しながら、エスカレーションの方法を選択しています。

日本株式の保有銘柄については、議決権行使やエンゲージメントを担当する日本のサステナブルインベストメント部が最初の分析評価を行います。アナリストは、担当ポートフォリオ・マネージャーおよびセクター・アナリストと協力し、問題の重大度、企業の対応、ポートフォリオでの組入比率に基づく優先順位に従って、投資先企業とのエンゲージメントを行います。株主価値の毀損を回避することを第一の目的として、経営陣との対話を開始します。

改善がみられず、長期的にその企業に損害をもたらす可能性が高いと判断される深刻なケースでは、サステナブルインベストメント部の権限で当該銘柄の保有解消を決定することができ、そうした評価をポートフォリオ・マネージャーによる投資判断とは無関係に決定することができます。さらに、当該評価プロセスによってガバナンス面の問題が明らかになった場合には、議決権行使を通じて当社の意見を表明する場合があります。

その他のエスカレーションの形態で、当社が2023年に強化したのが、日本における気候関連の株主提案です。日本国内において気候変動対応に関する株主提案は目新しいものではありませんが、その重要性はますます高まっています。当社では、NZAMiへの加盟や2030年の温室効果ガス排出量削減目標の設定など、ポートフォリオの脱炭素化にコミットしており、日本における気候関連の株主提案への支持をさらに強めています。対象企業や提案者とのエンゲージメント、社内での議論を経て、2023年は国内の気候関連の株主提案議案の約50%に賛成し、これまでの年に比べて賛成比率が大幅に上昇しました。公開データに基づく、当社は2023年に気候関連の株主提案議案を支持した数少ない国内投資家のうちの1社となっています。残りの50%の日本企業に対しては、気候変動に関する当社の要望と議決権行使の賛否理由をより詳細に伝える書簡を送付する予定です。また、2023年12月に日本の国内株式議決権行使基準を改定し、気候変動対応に関する株主提案議案の今後の取り扱いについて詳しく明記しました（2024年4月発効）。この点に関する詳細については、当社のホームページで公表しています。

成果

これまでの原則のセクションで示してきたように、当社では、概してアジア事業においては可能な限り1対1のエンゲージメントを柱としていく方針です。特に日本では、大量保有や共同保有に関連する複雑な問題や、公に異議を唱えることや対立することを避ける傾向にある文化的背景から、投資家グループを巻き込んだエスカレーションはまれです。しかし、財務

状況とガバナンスの両面で問題があると考える企業に対しては、ためらうことなく断固とした態度で臨みます。2023年に国内の気候関連の株主提案議案に関する取り組みを強化したことはその一例です。さらに、当社のお客様のためにより良い結果をもたらせると考える場合は働きかけを強化していく方針です。以下のケース・スタディでは、問題が発生した際に当

社がどのようにエスカレーションを行っているかを紹介しています。株主総会で経営陣提案に反対することもあれば、エンゲージメントが奏功しない場合には保有を解消することもあります。その他の例についても本レポートのなかで取り上げています。

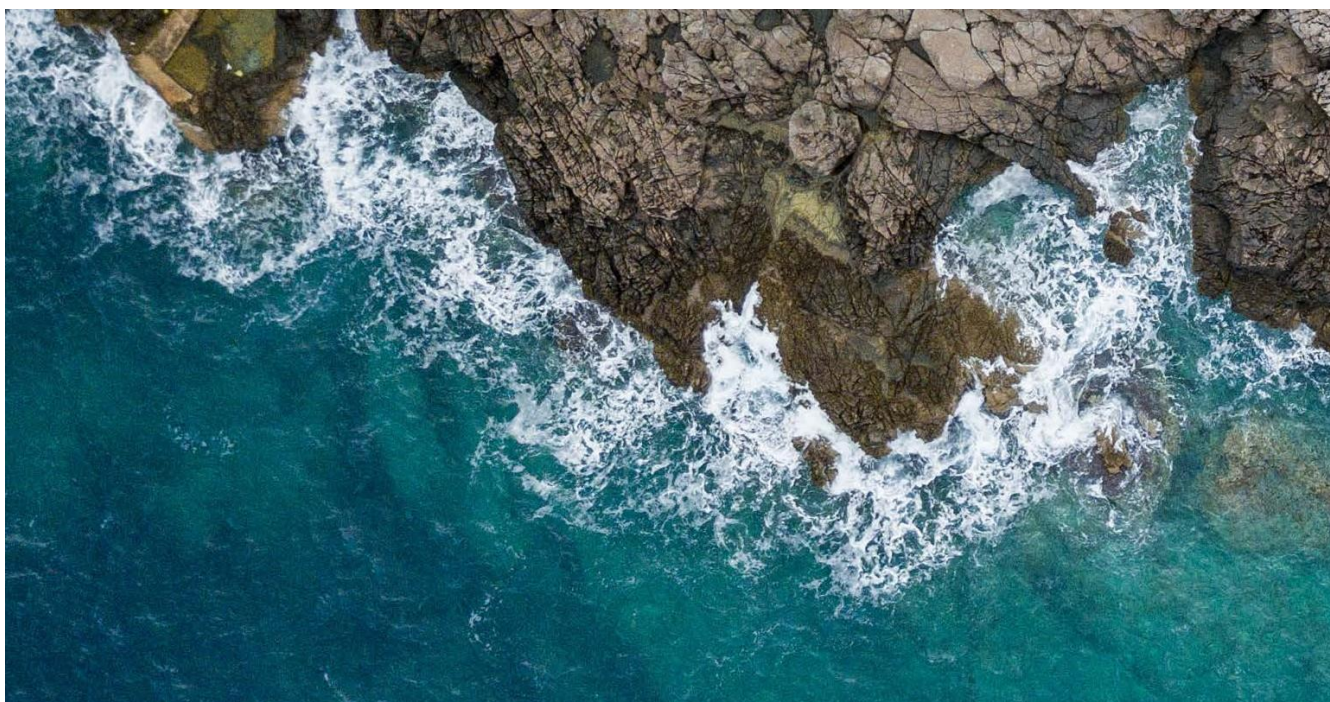
ケース・スタディ:

力を合わせて日本のオートメーション・グループに変革を迫る(株式)

この企業とその子会社は、ファクトリー・オートメーション・システムの開発、製造、販売を手掛けています。当社の日本株式ポートフォリオおよび一部のグローバル株式ポートフォリオで保有していました。

問題: 同社グループは総資産の35%に相当する多額の余剰資金を抱える一方、提案した年間の配当性向が20%にとどまり、当社ではこれが低すぎると判断しました。2023年5月、日本のサステナブルインベストメント部の担当者が同社経営陣とエンゲージメントを行い、より効率的な資本配分を促しましたが、状況が変わるか不安視される結果に終わりました。

当社では、同社の現取締役には余剰資金問題を是正する十分な時間があつたものの、状況に進展がみられなとの結論に至りました。したがって、6月に開催された同社の年次株主総会において配当支払いの承認を求めた会社提案に対し、当該銘柄を保有する当社の2つの運用チームが共に反対票を投じることを決定しました。また、現職取締役全員の再任に反対し、新たに提案された1名の取締役の選任のみを支持するように協調して議決権を行使しました。これは、2つの運用チームが力を合わせることで、投資先企業に対する影響力を高めることに成功した好例です。



ケース・スタディ:

品質管理がずさんな日本の大手建設会社においてリスクを感知(株式)

問題:当社が株式を保有する日本の大手建設会社が、発注者からの問い合わせを受けて建築プロジェクトの品質管理不備を発見しました。使用されている鋼材の等級が発注者の定めた基準を満たしていないことや、コンクリートスラブの厚さが仕様書と異なっていることが判明しました。

活動:施工不良に関する報道を受けて、同社の総務部に問い合わせを行いました。その議論において、同社はその問題が特定の支店に限定されたものであり、組織ぐるみのものではないこと、また、問題に対処するために支店レベルでの品質管理体制を強化済みであることなどを主張しました。建設に携わった支店では検査が元々予定されており、その検査直前に問題が発覚したものの、もし検査が実施されていれば施工不良は発見されていたろうとも主張しました。今回、この欠陥が発端となり、同社が建設中の全プロジェクトについて直ちに調査が行われましたが、それ以外に問題は見つかりませんでした。

それにもかかわらず、同社は建築部門の責任者である取締役兼専務執行役員と支店長で取締役兼常務執行役員の辞任を発表しました。このことは、責任の所在に関する同社の見解を明確に示しているように見受けられました。

成果:当社では、企業のガバナンス・リスクについて最も良好な「A」から最も深刻な「C」までのレーティング付けを行っており、企業の抱える問題が取締役再任に反対するほど深刻ながら、保有解消を正当化するほどではない場合には「B」が適用されます。したがって、この建設会社は今回の施工不良に組織ぐるみで関与しているわけではなく、品質管理体制も機能している様子であったことから、当初は「B」レーティングを適用しました。

現時点において業績への影響は明らかになっていませんが、株式市場では、建設中のビルを一旦解体する必要や、テナントと発注者の両方に補償金の支払う必要があり、費用は300億円にのぼる可能性もあるとみられています。

同社は、当該不正事件の原因について完全に独立性と透明性が担保された調査を別途実施した上で、早急に再発防止策を策定し、適切な情報を開示するとしています。当社の見解では、今回の事態は当社独自のガバナンスリスク評価において「C」(より深刻なケースに適用)に値するものではありませんが、重大なガバナンス・リスクの存在が明らかになったことから、担当ポートフォリオマネージャーが同銘柄の全売却を決定しました。



ケース・スタディ:

AdaptHealth*におけるガバナンス不全(株式)

当社のグローバル株式ポートフォリオで保有していた AdaptHealthは、米国で在宅医療機器、医療用品および関連サービスを提供しています。

問題: 当社では、本レポートの2022年版で、AdaptHealthにおけるガバナンスの不備について論じました。2019年に AdaptHealth Holdings が DFB Healthcare Acquisitions によって買収された後、AdaptHealthが株式上場した際に採用された定款または細則のいくつかの規定(会社設立時に定められた企業統治・運営方法に関するルール)について、ガバナンスのベストプラクティスと考えられる内容には程遠いものでありとみていました。その中に含まれている「取締役会の期差任期制」は経営体制を確固たるものとし、買収や委任状争奪戦を抑止することができる米国の制度であり、株主の権利を阻害する構造であると考えます。

取締役会の期差任期制が採用されている結果、2022年6月の年次株主総会では、ガバナンス委員会の委員を務める取締役3名が対立候補不在で再任されました。期差任期制を変更せず、「サンセット」条項も適用しないなど、取締役会機能の有効性が疑問視されたことから、当社ではその見解に沿って棄権票を投じました。(対立候補不在がない場合の取締役再任議案では、選任に反対票を投じることはできず、そして1票のみでも選任されます。このような場合、議決権の不行使は単に株主が決めかねているとみなされる可能性があるのに対し、棄権票は反対の意思表示とみなされています。)

また、同社と議論を行うなかで、売上げは好調なもの

の利益率は芳しくない状況にあるなど、戦略的ビジョンと現実の財務状況の間のズレも浮き彫りとなりました。当社では、その後の同社の業績をみる限り、経営陣がKPMGのコンサルタントに推奨された改善計画を順調に進められていないとの見解に至りました。投資支出は拡大されていましたが、経営陣がコストを度外視しており、収益期待の低下につながっているようでした。

活動: 同社の戦略的ビジョンは強みと感じられるものの、取締役会の期差任期制の廃止や財務管理の向上へのコミットメントが強く望まれました。

2023年3月に最高財務責任者と面談を行いました。その後の早急な改善を期待できる兆しはほぼみられませんでした。5月には会長とも面談しましたが、安心感を得られる結果とはなりません。その後、発表された業績も芳しくない結果に終わりました。また、最高経営責任者を解任したものの、経営不振を招いた責任がより重いとされる他の上級管理職を留任させたことを受けて、ガバナンスや経営陣の説明責任が一段と問題視されるようになりました。

2023年の年次株主総会では、会長の選任議案に棄権票を投じました。同社は事業戦略面では引き続き優位に立っていましたが、経営陣が業績改善について常に過大な約束をしてきており、約束を果たす能力についての懸念が深まっていた。その代償として最高経営責任者は職を失いましたが、当社では、こうした状況は先行き不透明感を強めるだけだと考え、結果的に同社株式を全売却しました。



* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。



ケース・スタディ:

ニュージーランドの決済サービス・プロバイダーに株主還元の拡大を迫る(株式)

Pushpay*は、学校、教会、教育機関などの組織による寄付データの一元管理や決済業務の運営をサポートするクラウドベースのオンライン決済システムを展開しています。

問題: 2022年に当社ニュージーランド株式チームはPushpay株の組み入れを進めていました。同年10月、同社経営陣はコンソーシアムによる買収提案に合意したと発表し、取締役会は全会一致で買収価格を1株当たり1.34ニュージーランドドルとすることを推奨しましたが、これは当社独自のバリュエーションモデルが示す公正評価額を大幅に下回るものでした。当社は、同社経営陣および株主の双方にとっての最大の利益を考え、同社の公正な企業価値評価を反映した水準へと買収価格を引き上げるように同社経営陣および取締役会に働きかけることを決定しました。

活動: 2022年11月に当社の運用チームは同社経営陣および取締役会と初回の面談を行い、提示価格は同社の価値を過小評価しているとの見解を伝えました。この見解は、2023年2月にPushpayが発表した第三者評価機関によるバリュエーションレポートによって裏付けられました。それによると同社の企業価値評価は1.33ニュージーランドドルから1.53ニュージーランドドルにまで及ぶ可能性があり、提示された買収価格はこの広いレンジの下限水準であることが分かりました。運用チームは再び取締役会と面談を行って当社の懸念を説明し、取締役会による推奨と買収案に反対票を投じる意向を伝えました。そしてプレスリリースを発表し、当該買収スキームに賛同しない方針を表明するとともに、同社取締役会と議決権行使助言会社の推薦の両方に反対する票を投じる意向を発表しました。これに続き、ニュージーランド国内のいくつかの金融専門紙でも当社の見解についてコメントしました。2023年3月、株主総会において当社を含む株主の過半数が買収スキーム案に反対票を投じ、当該議案は否決されました。

成果: その後、新たに買収提案が出され、2023年4月に当社および株主の過半数が買収価格を1株当たり1.42ニュージーランドドルとした修正案に賛成票を投じました。今回のエンゲージメントは当社のお客さまにもたらす価値を大幅に拡大できる結果となり、ステューワードシップの実践の好例と言えるでしょう。

* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

原則
12

署名機関は、積極的に権利を行使し責任を果たす。

背景

議決権行使は、当社が運用する株式ポートフォリオにおけるスチュワードシップ活動の主要な要素の1つであり、当社による議決権行使が投資先企業と当社のお客様双方の利益に資するよう細心の注意を払っています。パッシブ戦略で投資している場合は、適宜、議決権行使やエンゲージメント・プロセスを通じてスチュワードシップを組み込むよう努めています。

債券投資においては、株式のような議決権を持ちませんが、発行体とのエンゲージメントなど他のスチュワードシップ・ツールを活用することで、アクティブ・オーナーシップを実践していくことを目指しています。インフラ投資への配分は当社AUM全体の0.8%弱と小規模ですが、起用している外部委託運用会社のESG評価を毎年実施しています。現時点において、プライベート・エクイティやプライベート・デットの運用は行っていません。

ポリシー

「日興アセットマネジメントグループ議決権等行使ポリシー」は、より詳細な事項を定めた「議決権等行使指図ガイドライン」とともに、当社グループ全体の議決権行使に対する考え方を定めたものです。グループ全体のポリシーが各事業拠点で実践され、現地の実情に合わせてルールを解釈する裁量が与えられています。(ただし、日本では別途「国内株式議決権行使基準」を定めています。その詳細について後ほど紹介します。)そのため、議決権行使を含むスチュワードシップ活動の実施方法に当社グループ内で多少の違いが存在します。例えば、当社の英国法人では環境・社会面の原則に関する議決権行使ポリシー補足を定めており、グローバル株式戦略に適用しています。

グループ全体に適用されるポリシーにおいては、当社が議決権行使の判断においてESG面を重視することを明確に示しているほか、以下などの検討事項もカバーしています。

- 株主還元
- 業務の執行機能と監督機能の分離
- 取締役会の規模と構成
- 監査役
- 役員報酬制度
- 新株発行
- 支配権および買収防衛策

支配権の変更を阻止することを目的とした決議には原則として反対します。一方で、被買収リスクの存在が明らかであり、既存の株主価値を毀損しない範囲での買収防衛策は肯定的に評価することもあります。

当社は必ず議決権を行使しており、その際にはグループ全体のポリシーや(該当する場合は)議決権行使助言会社からの助言、さらにその他にも過去のエンゲージメントや地域毎のポリシーなどの検討事項を考慮します。投資先企業の状況を十分に考慮した上で当社の議決権行使の原則が適用されます。大半の議案においては、助言会社からリサーチ結果や議決権行使推奨を受領後、当該銘柄の担当チームがレポートを分析し、問題が指摘されている場合にはさらなる調査を行います。

当社は、お客様自身の口座に関してお客様から特に指示がない限り、当社が運用するすべてのビークルにおいて一貫性のある議決権行使を行うよう目指しています。お客様からの当社のポリシーに反する議決権行使の要請がある場合にはケースバイケースで検討します。投資一任口座のお客様が独自のポリシーを定めており、当社はそれを適用し、必要に応じて当社ポリシーで補足するという例も少数ながらあります。また、お客様が独自に概案への賛成・反対を決定し議決権を行使している投資一任口座もあります。合同ファンドのお客様は当社に議決権行使指図を行うことはできません。

行使

(2023年12月現在で当社グループの株式AUMの4分の3以上を占める)日本株式においては、「国内株式議決権行使基準」によって詳細な判断基準が定められています。日本のサステナブルインベストメント部が、アクティブ運用とパッシブ運用の両方のポートフォリオにおける保有銘柄のすべての議決権行使案を指図する責任を負っています。投資先企業との過去のエンゲージメントを考慮した上で、議案への賛成・反対を決定します。ISSが当社の議決権等行使指図ガイドラインに基づいて提供する助言をベースに、エンゲージメントの内容を考慮したうえで最終的な行使内容を決定しています。

運用企画部は、日本の投資家向けに設定された日本国内籍ファンド経由で保有する外国株式の議決権行使を担当しています。重要な議案がある場合には、投資先企業が所在する市場に最も近い海外運用子会社の見解を参考にするケースもあります。また、東京本社で運用する戦略での保有銘柄について、海外拠点の運用チームが運用企画部と連携して現地企業とのエンゲージメントを実施する場合もあります。議決権行使の実行に関する業務はISSに委託しています。

日本国外で運用する株式戦略については、ISSが個々の議案の分析、そして当社の議決権行使指図ガイドラインに基づいてカスタマイズした議決権行使推奨を提供する場合がありますが、これらの議決権行使の最終的な判断は日興AMグループの各拠点が行います。

当社グループ会社すべての議決権行使判断を取りまとめてISSが実行し、当社はウェブベースのプラットフォームを通じてモニタリングを行います。このプラットフォームは、ISSが議決権を行使する口座の表示、近く開催される株主総会に関する通知の送信、議決権行使判断の確定、議決権行使状況の追跡、議決権行使活動レポートの作成などの機能を備えています。ISSはすべての議決権行使記録も保存しています。これにより当社は過去の議決権行使記録を振り返って、すべてのサービス基準が満たされていること、すべての議決権が指図通りに行使されていることを確認できるようになっています。

貸株の回収

当社では、社内のストック・レンディング管理体制に従って貸株を行っています。当社の議決権行使ポリシーに沿って議決権を行使するために、貸株に回せる株数に上限を設けていることに加えて、貸付先から株券を回収することもあります。これは、責任あるスチュワードシップの観点から、議決権を行使することが貸株収入を得るよりも望ましいケースです。例えば、当社の日本株式運用では、議決権行使指図ガイドラインに基づき、経営陣や取締役再選任への反対票につながるようなガバナンス上の懸念が示された場合、議決権行使によってスチュワードシップ責任を果たすべく貸株を回収します。



活動

当社全体の議決権行使結果の概要は以下表の通りです(当該情報は毎年発行しているサステナビリティ・レポートにも掲載されます)。当年は7,216社の株主総会において議案の分析を行い、74,471議案について議決権を行使しました。

法律やお客様、技術上の制約がない場合は、すべての保有株式について議決権を行使します。議決権を行使できない場合がある例としては、お客様から委任状が交付されていない場合や、シェアブロッキング制度が適用されている市場の場合などがあります。後者にはスイス市場での無記名株式、ノルウェーおよびドイツ市場の一部の株式、エジプト市場の株式などが含まれますが、2023年においてそうした事例は議案全体の1%未満でした。

地域	株主総会の回数	議案数	経営側に「賛成」した投票数	賛成比率	経営側に「反対」した投票数	反対比率
アジア太平洋 (日本を除く)	2,502	18,161	15,816	87.1%	2,345	12.9%
欧州・中東・アフリカ	1,080	18,149	16,574	91.3%	1,575	8.7%
日本	2,405	23,939	19,883	83.1%	4,056	16.9%
中米	192	1,884	1,672	88.7%	212	11.3%
北米	1,037	12,338	11,340	91.9%	998	8.1%
合計	7,216	74,471	65,285	87.7%	9,186	12.3%

全体としてみると、全地域において経営陣提案に反対した議案の割合は12.3%となりました。経営陣提案への反対が最も多かった議案は取締役の選任に関するものでした。社外取締役の独立性が欠如している場合や、方向性を受け入れられない場合は、通常、経営陣提案に反対票を投じます。

日本株式および**グローバル株式**を中心とする当社の株式運用資産の大部分において、特定の議案に対して反対票を投じた理由など、詳細な議決権行使記録を当社ホームページで公表しています。公表されていない議決権行使記録(米国株式、ニュージーランド株式、アジア株式(日本を除く))については、要望するお客様に対し、現地の慣行や規制に従って情報を開示する方針としています。

債券

前述の通り、債券は保有しても議決権が付与されないため、債券ポートフォリオにおいて株式ポートフォリオの場合と同等の影響力を行使することはできません。しかし、当社では、市場参加者へのエンゲージメントや、お客様のニーズに沿った商品の提供など、他の手段を通じてステュワードシップ責任を果たすことを目指しています。

債券発行市場に参加する際、運用チームはデューデリジェンス・プロセスの一環として、各案件の目論見書を精査します。可能な場合、運用チー

ムは関心のある新発債銘柄の条件面について発行体やストラクチャリング・アドバイザーとエンゲージメントを行い、当社の意見を伝えたり、場合によっては債券の法定書面に記載されている条件の修正を求めたりすることもあります。当社の経験では、初めて債券市場にアクセスする発行体は、法定書面や契約に関する意見を受け入れやすい傾向にあります。非上場企業が発行する社債においては、例えば財務状況の開示など、信託証書に記載される詳細情報の閲覧も求めます。なお、国内債券市場の公募社債に対しては、こうしたアプローチを採用しにくい傾向にあります。

成果

グローバルでみると比較的小規模な投資家である当社は、企業の方向性に思い通りの影響を及ぼせないこともあります。また、当社だけが行動しているわけではないので、当社が成し遂げたと考えていることについて、その功績を主張することが難しい場合もあります。しかし、当社のお客様、そしてより広範なステークホルダーの最大の利益を考えて行動し、可能な限り投資先企業にベストプラクティスを促していくために、当社が持つ影響力を引き続き活用していきます。

すでに言及した通り、当社が保有する債券には議決権が付与されておらず、また、大半の債券市場においては当社の存在感が比較的小さく、ソブリン債への投資も含まれることから、当社が発行体に及ぼせる影響力は限られています。そうした中でも、当社では発行体へのエンゲージメント活動を着実に増やし、株式運用担当者と協力して可能な限り変化をもたらせるように取り組んでいます。その例が原則4のセクションケース・スタディ「企業の二酸化炭素排出量の開示をサポート」、原則9のセクションのケース・スタディ「韓国の大手鉄鋼メー

カーで自然への配慮を向上」、原則11のセクションのケース・スタディ「力を合わせて日本のオートメーション・グループに変革を迫る」などです。これらのケース・スタディで説明したように、また、Iberdrola*の例のように個々の債券運用チームが単独で取り組む際にも、持てる影響力を活用してステークホルダーにとって最良の成果をもたらせるよう促していくことを目指しています。

以降のケース・スタディでは、2023年に議決権を行使した議案の例を紹介します。

ケース・スタディ:

日本の大手警備会社で株主利益を保護(株式)

この日本の企業は、国内外の刑務所に警備や防火などの安全対策サービスを提供しています。

問題と活動: 同社は取締役報酬における株式報酬割合の上限を5%としていました。当社では、この水準はあまりにも低く、株主の利益に沿うものではないとみていたことから、2023年3月に同社と情報交換を行う機会を設けました。創業者の義理の息子が社長を務めている状況を踏まえ、指名プロセスの有効性と透明性を向上させることや、株主利益の重要性に対する取締役会の意識を高めることも求めました。6月の年次株主総会では、取締役の報酬問題が取り上げられることを期待して、株式報酬ガイドラインの策定を求める株主提案に賛成しました。

成果: 当該提案は賛成票の割合が24%にとどまり否決されました。しかし、提案は否決されたものの、同社は指名委員会委員長を社内取締役から社外取締役へと変更しました。また、取締役の報酬に占める株式の割合も5%から20%へと引き上げました。当社が対応を要求してきた両方の問題において同社が心変わりしたのは、投資家対話を通じて働きかけてきたことや、株主提案に対して一定の支持が示されたことを受けてのものだと考えています。今後は上記変更後の取締役会の運営成果を注意深くモニターしていきます。



* 個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、ポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買の推奨を示すものでもありません。

ケース・スタディ:

日本の大手金融グループにおけるグリーン目標強化に期待(株式)

この企業は日本の大手金融グループです。

問題: 気候変動に関する株主提案が環境関連NGO(非政府組織)である気候ネットワーク、マーケット・フォース、レインフォレスト・アクション・ネットワークの3団体によって出されました。当該議案は、同社グループが炭素集約度の高いセクターへの大きな関与によって相当な財務リスクにさらされていること、2050年までの炭素排出量ゼロ達成に向けて当該リスクを十分に低減するための取り組みが足りていないことを挙げ、同社グループに対し、国際エネルギー機関などの目標に準拠した適切な排出量ゼロ目標を設定するよう求めたものです。

活動: 同社グループは、気候変動への対応として、以下などに「真剣に取り組んできた」と述べました。

- 2021年には、炭素排出量ネットゼロを同社グループ事業全体では2030年までに、投融資ポートフォリオでは2050年までに達成する方針を打ち出す
- 2022年には、パリ協定の1.5°C目標の達成を目指し、電力、石油・ガス、石炭セクターへの融資において2030年の排出削減目標を設定

このように、株主提案で求められた取り組みは実施済みとの意見を持っていました。また、対策強化に向けた同社グループの計画も示しました。

- 2023年中に、鉄鋼や自動車セクターへの融資に排出量削減目標を設定
- 2024年10月までに、世界全体の温室効果ガス排出量の約90%を占める部門への融資に排出量削減目標を設定
- 2030年までに経済協力開発機構(OECD)加盟国の一般炭採掘セクター向け融資を終了、2040年までにそれを非加盟国にも拡大
- 2040年までに、石炭火力発電への融資をゼロに削減

議決権行使助言会社であるISSは、当社の日本株式

運用部門へのレポートのなかで、株主提案において同社グループに向けられた批判のいくつかは妥当であるものの、これらの欠点を十二分に補う取り組みを同社グループは行ってきたと示唆しました。例えば、IEA予測に沿った融資活動の目標を設定し、それらの順次拡大を予定しているほか、TCFD提言に準拠した報告を実施しており、また、業界内の複数のイニシアチブにも参加してきています。これらすべてを勘案し、ISSは株主提案を支持することを推奨しませんでした。

成果: 当社はISSの推奨に同意し、株主提案に反対票を投じました。提案者の主張に一理あることは認められましたが、同社グループが融資活動の3つの異なる分野に目標を設定していることや、来年までに情報開示を強化し、融資に関する新たな炭素排出量削減目標の公表を確約したことに注目しました。同社の活動はグローバルな枠組みに準拠していると考え、株主提案における要求をすでに満たしているとの見解に至りました。同議案は株主による賛成票の割合が27%にとどまり、否決されました。

当社は、今回の株主提案、そして2022年の同様の議案にも反対しましたが、スコープ3排出量の抑制において金融機関が果たす重要な役割を引き続き同社に熱心に伝え、この分野における企業とのエンゲージメントを強化していく重要性を強調してきました。脱炭素社会への移行を後押しするべく、今後も同社への働きかけを継続していきます。

ケース・スタディ:

大手建設グループにガバナンス改善を迫る株主に賛同(株式)

この日本の企業は、国内外で海洋・土木エンジニアリングやビル建設、不動産など様々な事業を手掛けています。

問題: 2022年3月に競合他社から提示された買収案において、同社取締役会は支持しましたが、ある大口投資家は同社の企業価値が過小評価されているとして反対しました。その後、当該投資家は5月に元の買収案での公開買付価格を30%近く上回る価格で逆オファーを提示しましたが、同社はこれに抵抗を示しました。数ヶ月にわたる両者の話し合いの後、2023年1月に当該投資家は、より高い価格を提示した買収提案に対抗できるレベルまで株主価値を高める意欲や戦略が同社取締役会と経営陣には欠如していると主張し始めました。

当該投資家は、現経営陣の下で同社株価が低迷してきたことを指摘し、同社が長年にわたって企業価値を毀損し続けてきたと主張しました。コーポレート・ガバナンスに重大な欠陥があるものの、現取締役会と経営陣はそれを認めず、対処することを拒否してきたとし、また、株価パフォーマンスを改善するための取り組みをすべて放棄していたことから、買収案を提示するに至ったと主張しました。経営陣に対して取締役会が効果的な監督機能を発揮できていない状況は株主と同社の双方に損害をもたらすとし、特に取締役会が買収案を検討しないことは、大きな価値を実現する機会を株主から奪うことになると指摘しました。

当該投資家は、同社のコーポレート・ガバナンスの欠陥を是正するために、2023年6月の年次株主総会で

は社長を含む3人の取締役の再任に反対し、代わりに経営陣刷新計画の一環として同社事業に精通した取締役を独自に推薦すると発表しました。

活動: 日本株式チームは、同社経営陣と当該投資家の両方と面談を行いました。両者の主張が食い違う中で真実を見極めていくのは困難を伴いましたが、最終的な分析評価結果として、経営陣のパフォーマンスは不十分であり、同社のガバナンスにも問題があると判断しました。したがって、6月の年次株主総会では、株主提案の取締役9名全員の選任に賛成票を投じました。

成果: 株主総会では、株主提案の取締役9名のうち7名の選任が承認されました。12月には新取締役会がガバナンス強化策、経営の監督機能と執行機能のさらなる分離、監督機能の改善を発表しました。後に当該投資家は買収案を撤回したものの、同社株価は買収提案前よりも高い水準で推移しており、より経験豊富な取締役会が引き続き企業価値を高めていくものとみられます。このように今回の取り組みは株主にとって良い結果をもたらしており、今後も監督機能と企業価値のさらなる向上を期待しています。日本企業の取締役会の説明責任を強化していく上で株主による働きかけは効果的であり、そうした取り組みが前進していることを示す事例となりました。



ケース・スタディ:

日本のエネルギー・グループにおいて持続可能な利益を守る買収防衛策に賛同(株式)

この日本のエネルギー・グループは、石油の探鉱・生産・精製や再生可能エネルギーなど、幅広い事業を手掛けています。

問題:ある大株主が同社株式の20%近くを取得し、一定の要求が満たされない場合は持分比率を25～30%に引き上げることを示唆しました。要求内容は、当該投資家が選んだ取締役の選任、少なくとも5,000億円規模の自社株買いによる株主還元の実施、同社グループの再生可能エネルギー事業の分社化および株式上場などでした。同社は、再生可能エネルギー事業を成長ドライバーとなるレベルにまで発展させていく方針をすでに長期事業計画に盛り込んでいること、また、当該投資家は過去の実績が示す通り、企業価値向上に向けた戦略や計画など、同社の中長期的な将来に関心がないことを理由として、これらの要求に反対しました。また、取締役候補者はアクティビスト投資家との繋がりが深いことも指摘し、当該投資家の法定代理人や、投資先企業の社外取締役を務めたことがあるとの報道も引用しました。

日本企業において株式保有率が20%を超えている投資家は、株主の3分の2以上の賛成が必要とされる一部の決議事項に対して事実上の拒否権を持つことになる場合が多いことから、同社はアクティビスト投資家によるこれ以上の株式取得を阻止するべく、買収防衛策を採用する議案をまとめて6月の株主総会に提出することを発表しました。

活動:当社は買収防衛策の議案には原則として反対しますが、今回は経営陣の中長期的な事業戦略を評価している一方で、アクティビスト株主による提案が長期的な企業価値向上につながるとは考えられなかったことから、当該買収防衛策の議案に賛成票を投じました。

成果:経営陣提案は、株主の60%弱の支持を得て可決されました。その後、2023年12月にアクティビスト投資家は他のエネルギー企業に同社株式を売却しました。売却先は、同社が水素関連プロジェクト・エンジニアリング事業においてすでに設立していた合弁会社のパートナー相手であり、これによってアクティビスト投資家との対立は事実上解消されました。当社では、今後も同社の動向、特に新経営陣による企業価値向上計画の進捗状況を注視していきます。



ケース・スタディ:

Microsoft*で人権政策を強化(株式)

同社は世界最大級のソフトウェア・グループです。

問題: 昨年5月、Microsoftは人権問題を抱える国々にデータセンターを開設する計画を立てたことで、多くの人権団体が反発を示しました。その結果、一部の投資家が2023年の年次株主総会において、高リスク国を対象とした人権デューデリジェンス・プロセスに関する報告書の作成を求める議案を提出しました。

提案者は、米務省の「人権慣行に関する国別報告書」で報告されている地域でのデータセンター拡大計画について特に懸念を表明し、例えば、一部の国ではクラウドコンピューティング関連法令が国際人権基準に準拠しておらず、プライバシーの権利が損なわれ、国家による監視が可能になっていると指摘しました。また、同社が人権インパクト評価を行った証拠を示しておらず、利害関係者とのエンゲージメントや評価・緩和計画の開示も行っていないと主張しました。

活動: グローバル株式チームは、高リスク国での人権侵害に加担してしまう可能性をめぐる議案提案者の懸念が妥当なものであり、そうならば同社のレピュテーション・リスクや法的リスク、労務リスクが高まるおそれがあるという点について、議決権行使助言会社のISSと同じ考え方をしていました。ISSの分析では、同社がさらにデータセンターを建設していくにつれ、人権デューデリジェンス・プロセスに関する情報開示が追加され、同社による当該リスクの管理態勢についての株主の評価は向上していただろうとの見解も示されました。

成果: 当社では、これらの主張に概ね同意できることから、株主として当該議案を支持することが妥当であると考え、ISSの推奨に沿って賛成票を投じました。しかし、賛成票の割合は33.6%となり、当該議案は否決されました。

ケース・スタディ:

Procter & Gamble*の森林破壊関連方針をクリーンに(株式)

Procter & Gambleは、パーソナルケア製品から家庭用クリーニング製品まで数多くの有名ブランドの下でグローバルに展開する、世界最大級の家庭用製品メーカーです。

問題: 2023年5月、同社は森林資源に関する方針を変更して、「劣化」した森林からの木材パルプを購入しないという2020年に誓約した内容を削除し、物議を醸しました。消費者製品の原料となる木材パルプの調達規模が最も大きい企業の1つである同社は、環境保護ロビー団体や投資家などから広く批判を浴びました。

その経緯として、2020年の年次株主総会において森林破壊に関する議案が3分の2以上の株主の支持を得て可決されていました。この議案では、「(同社の)事業全体を通じて森林破壊・劣化のリスクを低減するための包括的な計画」の欠如が指摘され、P&Gに「サプライチェーンにおける森林破壊や手つかずの森林の劣化をなくすための取り組みを拡大・加速・強化していくことができるか、またそれをどのように実現することができるか」を評価する報告書の発行が求められました。2021年には、これらの問題への対応が同社の方針に盛り込まれましたが、昨年、森林劣化に関する文言が削除されたことから、取り組みが明らかに後退しているように見受けられました。

成果: 当社では、こうした動きに反対する姿勢を示すために、年次株主総会でガバナンス・公共責任委員会委員長の再選に反対票を投じ、森林劣化に関する誓約が同社の森林破壊関連方針から削除されたことについて委員長の監督責任を問いました。これはISSの推奨とは反対の議決権行使判断となりました。残念ながら、株主の89.4%が委員長再選を支持し、同議案は可決されました。

Important Information

This is a marketing communication. For detailed information on the UCITS funds please refer to the fund documentation including the Prospectus and the Factsheets.

Important information: This document is prepared by Nikko Asset Management Co., Ltd. and/or its affiliates (Nikko AM) and is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable laws. This document does not constitute personal investment advice or a personal recommendation and it does not consider in any way the objectives, financial situation or needs of any recipients. All recipients are recommended to consult with their independent tax, financial and legal advisers prior to any investment.

This document is for information purposes only and is not intended to be an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any investments or participate in any trading strategy. Moreover, the information in this document will not affect Nikko AM's investment strategy in any way. The information and opinions in this document have been derived from or reached from sources believed in good faith to be reliable but have not been independently verified. Nikko AM makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, and accepts no responsibility or liability for the accuracy or completeness of this document. No reliance should be placed on any assumptions, forecasts, projections, estimates or prospects contained within this document. This document should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions stated in this document may change without notice.

In any investment, past performance is neither an indication nor guarantee of future performance and a loss of capital may occur. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realised. Investors should be able to withstand the loss of any principal investment. The mention of individual securities, sectors, regions or countries within this document does not imply a recommendation to buy or sell.

Nikko AM accepts no liability whatsoever for any loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of this document, provided that nothing herein excludes or restricts any liability of Nikko AM under applicable regulatory rules or requirements.

All information contained in this document is solely for the attention and use of the intended recipients. Any use beyond that intended by Nikko AM is strictly prohibited.

Japan: The information contained in this document pertaining specifically to the investment products is not directed at persons in Japan nor is it intended for distribution to persons in Japan. Registration Number: Director of the Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments firms) No. 368 Member Associations: The Investment Trusts Association, Japan/Japan Investment Advisers Association.

United Kingdom: This document is communicated by Nikko Asset Management Europe Ltd, which is authorised and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority (the FCA) (FRN 122084). This document constitutes a financial promotion for the purposes of the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (FSMA) and the rules of the FCA in the United Kingdom, and is directed at professional clients as defined in the FCA Handbook of Rules and Guidance.

Luxembourg and Germany: This document is communicated by Nikko Asset Management Luxembourg SA, which is authorised and regulated in the Grand Duchy of Luxembourg by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (the CSSF) as a management company authorised under Chapter 15 of the Law of 17 December 2010 (No S00000717) and as an alternative investment fund manager according to the Law of 12 July 2013 (No. A00002630).

United States: This document may not be duplicated, quoted, discussed or otherwise shared without prior consent. An offering of any investments, securities or investment advisory services with respect to securities may only be made by receipt of relevant and complete offering documentation and agreements, as applicable. Any offering or distribution of a Fund in the United States may only be conducted via a licensed and registered broker-dealer or a duly qualified entity. Nikko Asset Management Americas, Inc. is a United States Registered Investment Adviser.

Singapore: This document is for information to institutional investors as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289), and intermediaries only. Nikko Asset Management Asia Limited (Co. Reg. No. 198202562H) is regulated by the Monetary Authority of Singapore.

Hong Kong: This document is for information to professional investors as defined in the Securities and Futures Ordinance, and intermediaries only. The contents of this document have not been reviewed by the Securities and Futures Commission or any regulatory authority in Hong Kong. Nikko Asset Management Hong Kong Limited is a licensed corporation in Hong Kong.

New Zealand: This document is issued in New Zealand by Nikko Asset Management New Zealand Limited (Company No. 606057, FSP22562). It is for the use of wholesale clients, researchers, licensed financial advisers and their authorised representatives only.

Kingdom of Bahrain: The document has not been approved by the Central Bank of Bahrain which takes no responsibility for its contents. No offer to the public to purchase the Strategy will be made in the Kingdom of Bahrain and this

document is intended to be read by the addressee only and must not be passed to, issued to, or shown to the public generally.

Kuwait: This document is not for general circulation to the public in Kuwait. The Strategy has not been licensed for offering in Kuwait by the Kuwaiti Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. The offering of the Strategy in Kuwait on the basis a private placement or public offering is, therefore, restricted in accordance with Decree Law No. 7 of 2010 and the bylaws thereto (as amended). No private or public offering of the Strategy is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of the Strategy will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the Strategy in Kuwait.

Kingdom of Saudi Arabia: This document is communicated by Nikko Asset Management Europe Ltd (Nikko AME), which is authorised and regulated by the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (FSMA) and the rules of the Financial Conduct Authority (the FCA) in the United Kingdom (the FCA Rules). This document should not be reproduced, redistributed, or sent directly or indirectly to any other party or published in full or in part for any purpose whatsoever without a prior written permission from Nikko AME.

This document does not constitute investment advice or a personal recommendation and does not consider in any way the suitability or appropriateness of the subject matter for the individual circumstances of any recipient. In providing a person with this document, Nikko AME is not treating that person as a client for the purposes of the FCA Rules other than those relating to financial promotion and that person will not therefore benefit from any protections that would be available to such clients.

Nikko AME and its associates and/or its or their officers, directors or employees may have or have had positions or material interests, may at any time make purchases and/or sales as principal or agent, may provide or have provided corporate finance services to issuers or may provide or have provided significant advice or investment services in any investments referred to in this document or in related investments. Relevant confidential information, if any, known within any company in the Nikko AM group or Sumitomo Mitsui Trust Holdings group and not available to Nikko AME because of regulations or internal procedure is not reflected in this document. The investments mentioned in this document may not be eligible for sale in some states or countries, and they may not be suitable for all types of investors.

Oman: The information contained in this document neither constitutes a public offer of securities in the Sultanate of Oman as contemplated by the Commercial companies law of Oman (Royal decree 4/74) or the Capital Markets Law of Oman (Royal Decree 80/98, nor does it constitute an offer to sell, or the solicitation of any offer to buy non-Omani securities in the Sultanate of Oman as contemplated by Article 139 of the Executive Regulations to the Capital Market law (issued by Decision No. 1/2009). This document is not intended to lead to the conclusion of any contract of whatsoever nature within the territory of the Sultanate of Oman.

Qatar (excluding QFC): The Strategies are only being offered to a limited number of investors who are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such Strategies. The document does not constitute an offer to the public and should not be reproduced, redistributed, or sent directly or indirectly to any other party or published in full or in part for any purpose whatsoever without a prior written permission from Nikko Asset Management Europe Ltd (Nikko AME). No transaction will be concluded in your jurisdiction and any inquiries regarding the Strategies should be made to Nikko AME.

United Arab Emirates (excluding DIFC): This document and the information contained herein, do not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The Strategy is only being offered to a limited number of investors in the UAE who are (a) willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such Strategy, and (b) upon their specific request.

The Strategy has not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. This document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof).

No transaction will be concluded in the UAE and any inquiries regarding the Strategy should be made to Nikko Asset Management Europe Ltd.

Republic of Korea: This document is being provided for general information purposes only, and shall not, and under no circumstances is, to be construed as, an offering of financial investment products or services. Nikko AM is not making any representation with respect to the eligibility of any person to acquire any financial investment product or service. The offering and sale of any financial investment product is subject to the applicable regulations of the Republic of Korea. Any interests in a fund or collective investment scheme shall be sold after such fund is registered under the private placement registration regime in accordance with the applicable regulations of the Republic of Korea, and the offering of such registered fund shall be conducted only through a locally licensed distributor.