



# グローバル・スチュワードシップ・レポート

対象期間: 2024年1月1日～12月31日



# はじめに



2024年はサステナビリティの課題を痛感させられる1年でした。相次ぐ記録更新で聞き慣れてしまいましたが、今年も記録が破られて観測史上最も暑い年となりました。そうしたなか事態の深刻さを一層思い知らされる展開として、EUの気象情報機関であるコペルニクス気候変動サービスによると、2024年は産業革命前の水準と比べた平均気温の上昇幅が、2015年のパリ協定で設定された抑制目標値の1.5℃を初めて上回りました。

課題をもたらしたのは天候だけではありません。地球が温暖化するなか、政治情勢も複雑さを増しています。とりわけ、気候変動による破壊的な影響があらゆる国で実感されているにもかかわらず、気候変動対策へのアプローチに足並みのズレが見られました。

6月には、ハリケーン・シーズンにおいて観測史上最も早い時期に最も猛烈なカテゴリー5へと発達したベリルが、米国のガルフコースト（メキシコ湾岸）に壊滅的な被害を与えました。年末には、カリフォルニア州で大規模な山火事が発生し、猛威を振るいました。

大西洋の反対側では、9月にポルトガルで山火事が発生し、時を同じくして中央ヨーロッパは洪水に見舞われました。また、10月にはスペインで洪水が起こり、被害が広範に及んで人々の命が失われました。異常な猛暑や洪水による同様の被害はアジアやアフリカでも相次ぎました。日本では、記録的猛暑の影響で富士山の初冠雪が11月上旬まで遅れました。これは130年前の観測開始以来初めての事態です。

サステナビリティ課題への対応において足並みの乱れが見られるなかでも、当社はお客様、地球や人々、そして投資先に対してサポートしていく姿勢を貫いています。紹介するケーススタディが示すように、当社の運用チームは定期的に投資先企業、そして他のステークホルダーとのエンゲージメントを実施し、ガバナンスの不備や非効率的な資本の活用から、生物多様性、気候変動に至るまで幅広い課題に対するスチュワードシップ活動を展開しています。

非常に喜ばしいことに、当社が長年にわたり粘り強くリードし議論や説得を重ねてきた成果が、次第に実を結びつつあります。とりわけ励みとなっている動きとして、サステナビリティ施策の導入に後れを取ってきたアジア地域で大きな進展が見られています。この変化は、当社全体のサステナビリティへの取り組みにおける前向きな進展を示しています。

スチュワードシップの実践は投資活動にとどまるものではないと考えます。当社では、スチュワードシップの重要性を、より幅広いオーディエンスに向けて積極的に発信してきました。例えば、私自身、2024年10月に金融業界関係者を集めて開かれたラウンドテーブルに出席し、サステナビリティに真摯に取り組んでいくには政治、企業、金融業界、学術界の連携が必要であることを訴えました。また、資産運用ビジネスにおける女性の活躍や幅広いダイバーシティの推進にも引き続き取り組んでいます。

当社の幅広い海外拠点の社員も、この業界で従来からマイノリティとなってきた層を支援する活動に積極的に取り組んでいます。英国では、都市部の低所得者層居住地域にある学校に通う若者への就業体験の提供や、企業への就職に関心を持つ女子学生を対象としたメンタリングを行っています。シンガポールでは、10代の子どもたちを対象として当社の仕事を見学する機会を設け、ニュージーランドでは、従来の人材採用プロセスでは漏れてしまいがちな応募者を意識的に考慮したインターンシップ・プログラムを開始したところです。

現在、スチュワードシップのために立ち上がる必要があるという想いを、これまで以上に強く持っています。2024年にはいくつかの後退もありましたが、サステナビリティや株主の力の前進を示す証左も数多く見られました。本レポートを通じて、アモーヴァ・アセットマネジメントが今後も発言と行動の両面においてスチュワードシップを推進し続けていくという姿勢をお伝えできたなら幸いです。ますます複雑化する逆風に直面するなかでも、引き続き強靱性と革新性を発揮して常に戦略を適応させながら、有意義な前進を続け持続可能でポジティブな変化を生み出してまいります。

ステファニー・ドゥルーズ／代表取締役社長兼CEO

# 目次

原則 1	署名機関の目的、投資哲学、戦略および文化によって、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。	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、適正に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスクおよびシステミック・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。	31
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顧客と最終受益者に伝える。	33
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、そして気候変動も含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合する。	38
原則 8	署名機関は、サービス・プロバイダーに対してモニタリングを行い、責任を問う。	49
原則 9	署名機関は、資産価値の維持または向上のため、発行体企業とのエンゲージメントを行う。	51
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。	60
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のエスカレーションを実施する。	64
原則 12	署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たす。	67

原則  
1

署名機関の目的、投資哲学、戦略および文化によって、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。

## 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。

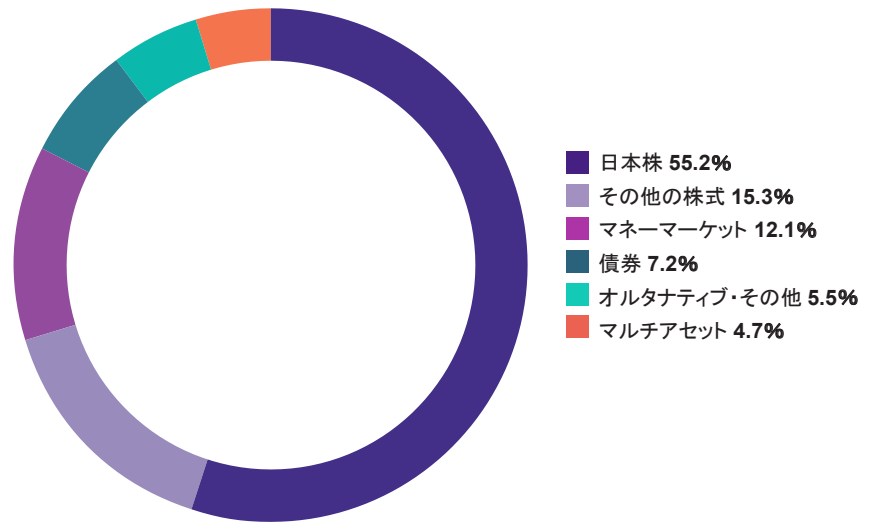
## 背景

日本で生まれたアモーヴァ・アセットマネジメント(以下「アモーヴァ・アセット」)は、2,348億米ドルの運用資産残高(以下「AUM」、2024年12月31日現在)<sup>1</sup>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を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。

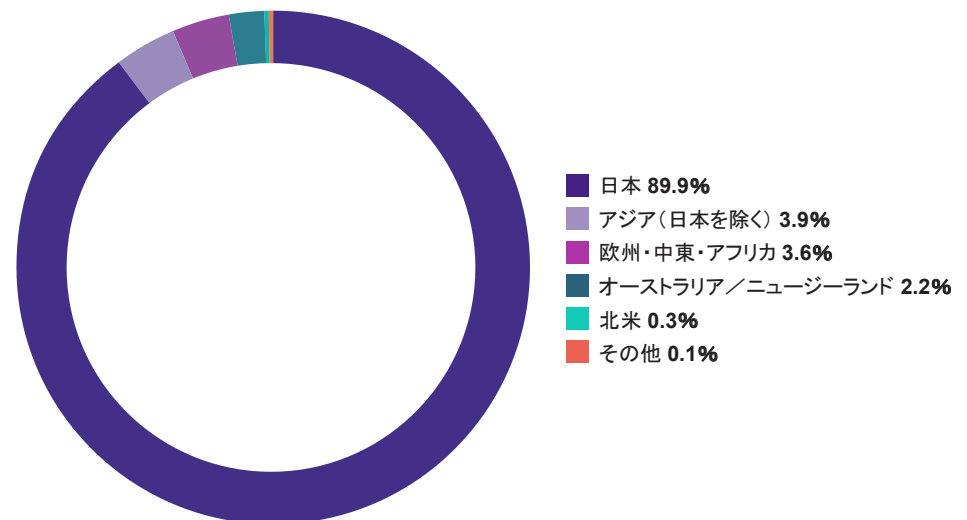
日本の文化は自然との調和、そして人との調和をともに重んじ、西洋の伝統に比べると、個人の重視度が相対的に低く、社会全体をより重視します。このため、当社では過去65年の成長過程にわたり、良き企業市民でなければならないという信念が浸透してきました。スチュワードシップとエンゲージメントに対する当社のアプローチは、このような背景の下で発展してきたものであり、英国のスチュワードシップ・コードへの対応に反映されています。

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<sup>2</sup>。

資産クラス別AUM\*



顧客居住地別AUM\*

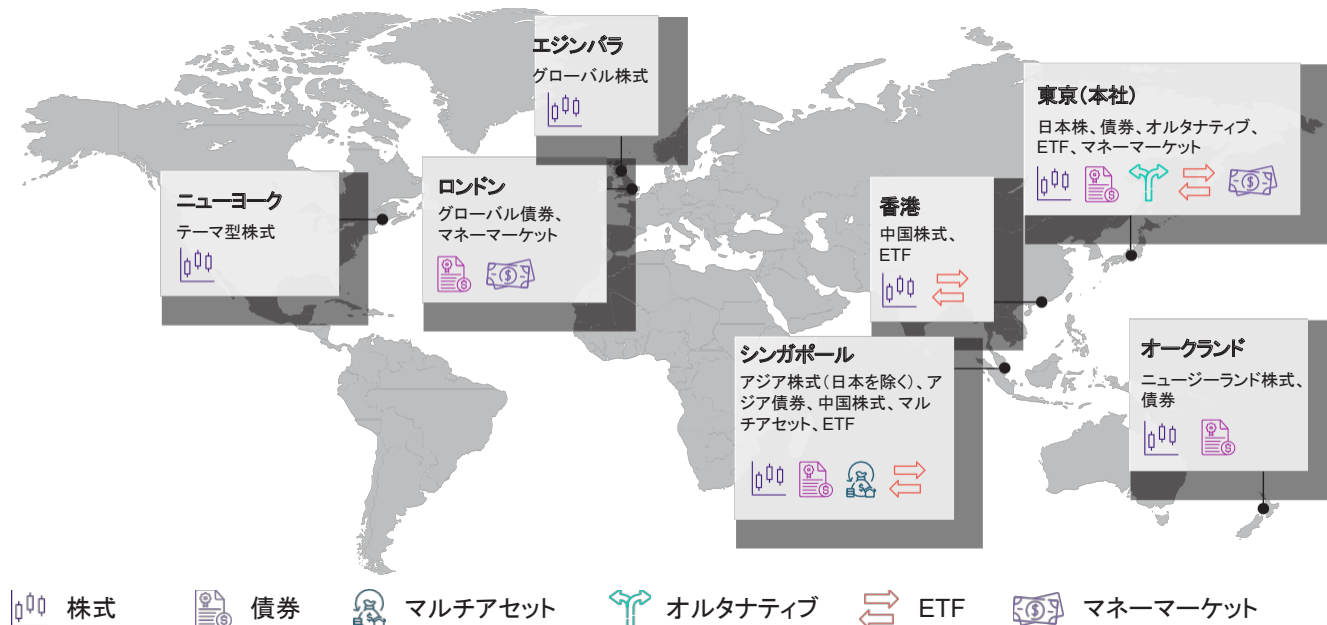


\*2024年12月31日現在

1 2024年12月31日現在。アモーヴァ・アセットマネジメント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、本レポート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0.9%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アモーヴァ・アセットマネジメント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

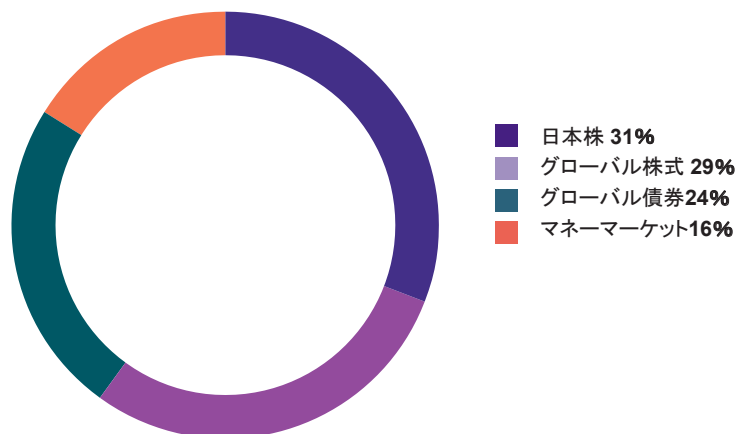


アモヴァ・アセットマネジメントは世界11か国に拠点を有し、4大陸7拠点に自社の運用チームを配しています。グローバルなネットワークにわたり、幅広いアクティブ運用の株式・債券・マルチアセット戦略で高い確信に基づく資産運用を提供しており、また、アジア最大級の上場投資信託(ETF)をはじめ、パッシブ運用戦略も充実させています。

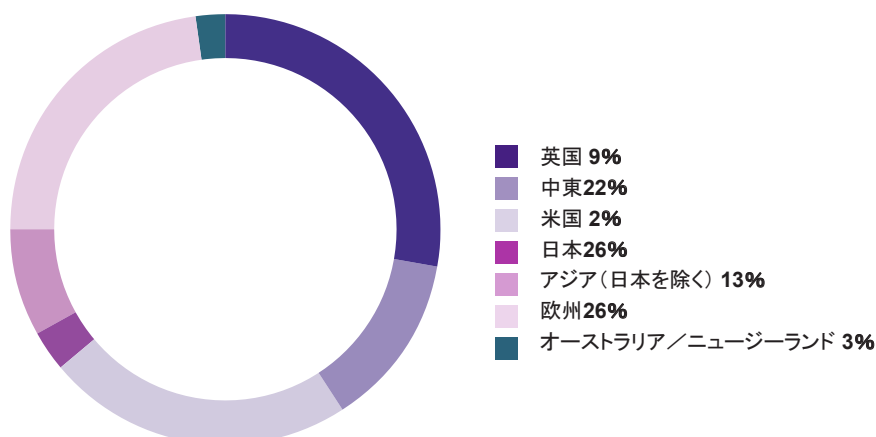
当社のAUMとお客様は大半がアジアに所在しますが、長期的な事業目標としては、世界中のお客様に最高クラスの投資ソリューションを提供することを目指しています。

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へ委託しています。例えば、グループ全体の約8%(2024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。2024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\*



\*2024年12月31日現在 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。



## 倫理規範

当社では、安定と調和を重んじるとともに、環境・地域社会、そしてまわり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に信頼と尊重に基づく長期的な関係を構築し、お客様・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、当社のバリューを投資哲学、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チ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ています。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、また当社従業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課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索しています。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。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の一部として世界中の拠点と連携しており、この一体化によって当社はESG面で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ます(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2024年1月、Osmosis(Holdings)の少数株主持分の取得を完了しました。同社は英国のリサーチ・ベースのクオンツ運用会社で、より高

いリスク調整後リターンを環境改善成果とともに提供することに注力しています。さらに、2024年6月には、サステナブル投資や特に脱炭素化戦略において高い専門性を持つオルタナティブ資産運用会社Tikehau Capitalと、アジアにおける戦略的提携を結びました。

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。国際基準を満たすための取り組みの一環として、原則5で説明する通り、既存の多くのフレームワーク、ポリシー、開示を、継続的に改善させています。ESG、責任投資およびスチュワードシップに関する当社のポリシーは、(各拠点の発行物のほか)当社ウェブサイトの「企業理念とフィデューシャリー・ESG原則」、「責任投資に対するアモヴァ・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」、「スチュワードシップ活動のご報告と自己評価」、「サステナビリティ・レポート」、「エンゲージメント&スチュワードシップ戦略」および「TCFD報告書<sup>3</sup>」の各項目でご覧いただけます。

3 気候関連の財務開示タスクフォース(TCFD)は、2023年末をもって正式に解散し、現在、気候関連の財務情報開示に関する責務は、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)に引き継がれています。このため、当社のTCFD報告書は2025年に名称が変更される予定です。

## 企業文化

倫理規範の部分で詳述したように、多様性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が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を総動員して、市場の一般的な見解に対して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様々な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。

こうした他の地域の伝統を当社が上層部から下層部にわたってどのように取り入れているかを示す一例として、ニュージーランド拠点の例があります。

2023年に、同拠点を訪問した西田豊会長は、マオリの世界観についての研修を受けました。2024年に、同拠点はマオリの開発コンサルタントである Mather Solutions による一連のトレーニング・ワークショップを通じて、マオリの世界観である「テ・アオ・マオリ」に関する認識や理解を引き続き深めました。全従業員は、マオリ文化の社会的伝承である「ティカンガ・マオリ」についていくつかの基本的概念に関するトレーニングを受け、また機関投資家を担当する従業員は会議の開始と終了時に行う祈り「カラキア」を行うためのトレーニングを受けました。今後、より多くのイベントでこれらを取り入れていく方針です。こうしたことは、全従業員を一堂に集める良い機会であると同時に、増加するマオリ族のお客様のニーズをより深く理解し、関係性を強化する上で役立ちます。お客様や受益者のニーズを考慮する方法の詳細については、原則6のセクションをご覧ください。マオリ族のものの見方は、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す。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。

## 投資哲学

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を果たす上で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、当社では引き続き効果的なスチュワードシップを育むべく、投資アプローチ、戦略、企業文化のレビューや調整を常に行っています。そのような措置の1つとして、お客様に正しい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っています。

当社では、気候変動対応戦略の展開の一環として、気候関連の情報開示を強化し、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取り組みの推進をサポートしています。情報開示では、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。

### 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」）・エンploy・リソース・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（ウィメンズ、LGBTQ、アビリティーズ、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、アビリティーズ・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経営陣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兼最高経営責任者（CEO）のステファニー・ドゥルーズです。ドゥルーズは、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。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課題について、現在も社内外で推進者として声を上げ続けています。2024年5月に、ドゥルーズは英国と日本の友好関係強化を主な目的とするグループ「ジャパソサエティ」が主催する「働く女性：日本」と題したシリーズの最初のイベントで、個人的な経験やキャリアについてビデオメッセージで語りました。

ドゥルーズ代表取締役社長が特に熱意を注いでいるのが、管理職に就く女性の数を増やすことです。2030年までに全管理職の30%以上を女性が占めるようにするという2021年に掲げたコミットメントのもと、当社では管理職の女性比率を高めるよう積極的に取り組んでいます。

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27%となっており、取締役の総人数が増加したことを受けて女性比率が以前よりも低下しています。一方、当社の全従業員に占める女性の比率は40%で、グローバルでの女性管理職の比率は24%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、すべての地域でアクション・プランを策定しています。

2024年に、ジャパン・ウィメンズ・グループは、「キャリア・チャット・ランチ」というランチをしながら学ぶセッション・シリーズを開始しました。このセッションでは、従業員は同僚のキャリアについて学ぶことができます。また、同ワーキング・グループは、2025年に日本の人事部と協力して、以下の3つの分野に注力しています。

- 非管理職の女性従業員を対象とした女性のリーダーシップ研修の実施。昨年の研修では、2名のグループ・マネージャーとのオープン・インタビュを実施して、参加者にキャリアについての視野を広げる機会を提供
- キャリア開発に携わる管理職を対象としたキャリア支援研修の実施。この研修は、継続的なキャリア支援を行うため、本社に勤務する全管理職に義務付けられている。また、オプションとしてキャリア形成に関する研修も実施
- 産休・育休や父親の育休から復帰する人のための、仕事と育児の両立に関する研修の実施

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。





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。例えば2024年には、グループ全体のオンライン・イベントを開催し、トランス・コミュニティのメンバーが個人的に、また社会全体の一員として直面している問題について認識を高めました。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。また、当社は「Pride指標2024」において、6年連続で「ゴールド」認定を獲得しました。「Pride指標」は、企業などの組織がLGBTQ+関連のダイバーシティ・マネジメントの取り組みを導入・推進するのを支援する非営利団体「work with Pride」が策定したものです。当社は、LGBTQをはじめとするセクシュアル・マイノリティの人たちを受け入れる職場づくりへの取り組みが評価され、ゴールド認定を獲得しました。加えて、Pride指標では、LGBTQ+の人々が自分らしく働ける職場環境および社会全体の実現に向けた中長期的な取り組みが評価され、初の「レインボー」認定を受けました。その他、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。当社では、2024年もLGBT Greatの取り組みを継続しました。

また2024年には、グローバル人種平等グループが各地域向けに一連のイベントを開催し、専門家が各地域の直面す

る人種・平等問題について講演を行いました。例えば、日本の部落ルーツの人々が受ける差別やニュージーランドのマオリ問題の歴史や現代における状況などについて講演が行われました。

## 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。

具体的には、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。この大会では、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。2024年は25の異なるコンクールに130を超えるチームがエントリーしました。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す得るものであり、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。

さらに、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、従業員データを収集し、同団体に共有（匿名ベース）することにコミットしています。このデータ収集は、金融サービスにおける最大級の社会経済的ダイバーシティに関するものであり、当社は3年連続で貢献しています。また、資産運用における社会経済的ダイバーシティ向上へのコミットメントの一環として、2024年にタワー・ハムレッツ・ロンドン自治区の中高等学校と正式なパートナーシップを結びました。2024年の夏に2名の学生を1週間の職業体験に受け入れており、2025年にはさらに4名の学生を受け入れたいと考えています。加えて、2024年の秋には、同校のキャリア・フェアに金融サービス業界を代表して参加し、幅広い学生たちに業界の見識を共有し、キャリアの選択肢を示すことに特に重点を置きました。さらに、2024年は英国拠点の多くの従業員が地元の学校や大学のスピーカー・イベントに参加し、当社の事業に馴染みのない人たちに対して資産運用の説明を行いました。

また、英国では当社の女性リーダーの一人が、慈善団体「Girls Are Investors」（以下、「GAIN」）で3ヶ月間にわたりメンターを務め、企業の世界や仕事、面接に関するアドバイスや指導を行いました。

GAINは、学びやキャリア開発、ネットワーキングを促進するプラットフォームを提供して、次世代の女性やノンバイナリーの投資プロフェッショナルを鼓舞しエンパワーしています。2025年の夏に、グローバル債券チームはGAINのインターンを6週間受け入れました。当社では、これが継続的なパートナーシップの始まりとなることを期待しています。

シンガポールでは、2024年に従業員の子供達を対象とした「Teens@Work」を開催しました。このイベントは、学校が休みになる6月と12月に、従業員の子供たちをシンガポールのオフィスに招くプログラムです。14歳から17歳にわたる10代の若者たちが、様々な部署で、シンガポール・オフィスで働くこととはどのような感じかを体験します。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。

ニュージーランドでは、従来の雇用プロセスで通常排除されかねない志願者を意識的に考慮したインターンシップ・プログラムを開始しました。例として、2023年7月には、現地のNGOである「Host International」の協力を得て、アフガニスタンからの研修生を受け入れました。この研修生はこれまで国際機関や銀行での経験があったにもかかわらず、この分野でなかなか仕事を見つけられずにいました。当社ニュージーランド拠点の最高執行責任者(COO)と法務部長は、この機会を促進する上で重要な役割を果たしました。当社は当該研修生に対して助言とともに金融市場局(FMA)への紹介を行い、当該研修生は2024年、FMAの支援により同局でポジションを得ることができました。当社では、従来の採用プロセスでは公正に検討してもらえない可能性のある志願者を対象としたインターンシップ・プログラムを継続していく方針です。

## 運用

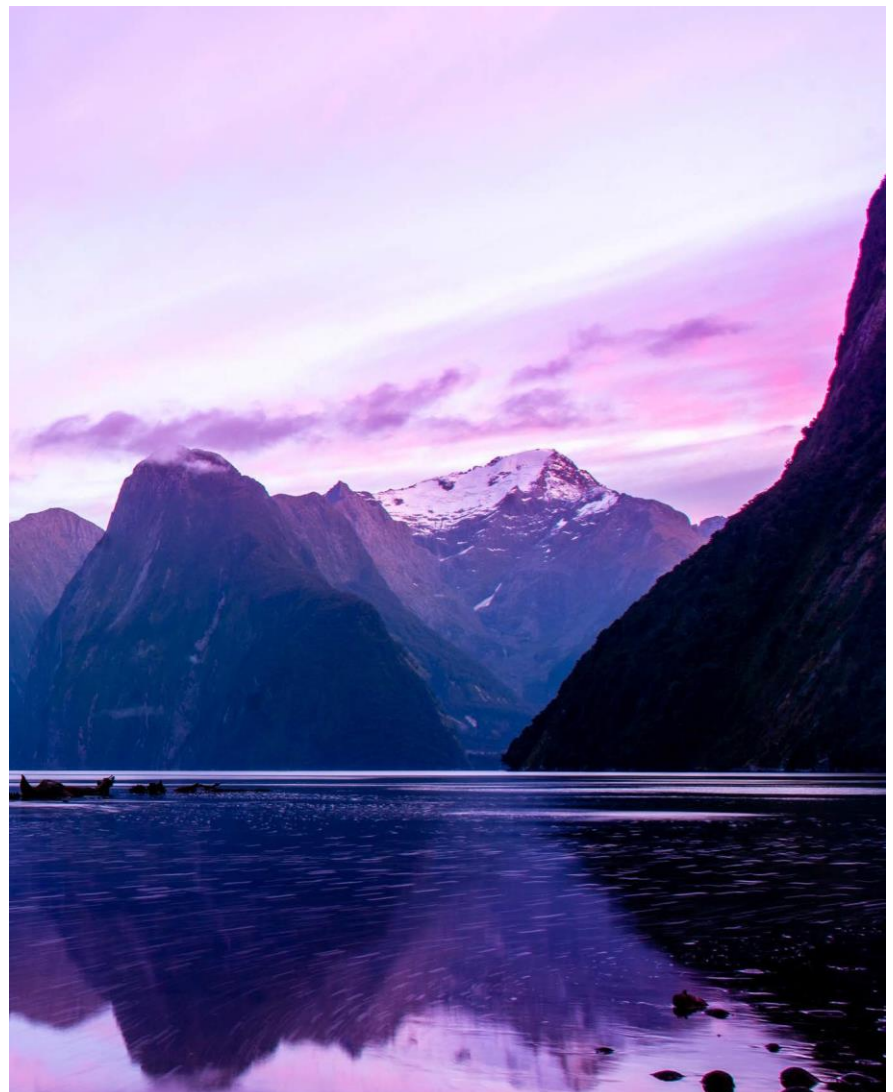
当社の投資哲学、戦略および文化を効果的なスチュワードシップに反映させる主要な手段は、運用チームです。スチュワードシップの遂行におけるアプローチや機会は運用チームによって異なりますが、詳細については下記および本レポートの残りの部分(具体的には原則7のセクション)をご覧ください。

## 株式

議決権行使や企業との対話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)。

## 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株式よりも難しい分野です。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2024年にスチュワードシップ活動を積極的に行っており、これについては本レポートで詳しくご説明しています。なかには、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9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2024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思っております。

投資先企業に課題を見出した場合は、より効果的な介入を行ってきたと考えていますが、場合によっては長期的な取り組みとなり、効果が現れるまでに時間がかかることも承知しています。同時に、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、変化をもたらすべく、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、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・調和させることは、困難ながら心躍る挑戦です。スチュワードシップを拡大・向上する取り組みにおいて、当社が立ち止まることはありません。

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コメント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するように、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。当社ではもっ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も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。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、当社を成功に導くと信じています。



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

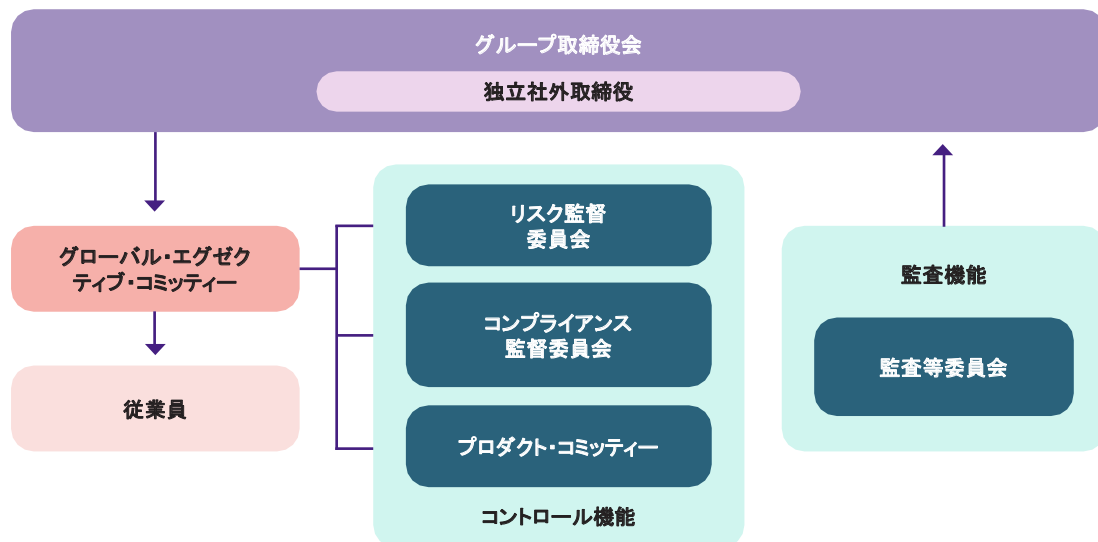
当社では、フィデューシャリーおよびESGの原則を、お客様の資産の運用においてスチュワードシップの責務を果たす最も重要な指針であると考えています。これらの原則を実践する上で、コーポレート・ガバナンスは極めて重要となります。当社のフィデューシャリーおよびスチュワードシップの責任を監督するのは、社外取締役・取締役会議長の岩間陽一郎、代表取締役会長の首藤邦之（西田豊の後任として2025年4月1日付で就任）、代表取締役社長兼CEOのステファニー・ドゥルーズを中心に構成されるアモーヴァ・アセットマネジメントの取締役会です。この取締役

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、11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80%以上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。近年、GECはグループの各地域拠点からの代表をさらに加え、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る取り組みを進めてきました。

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。

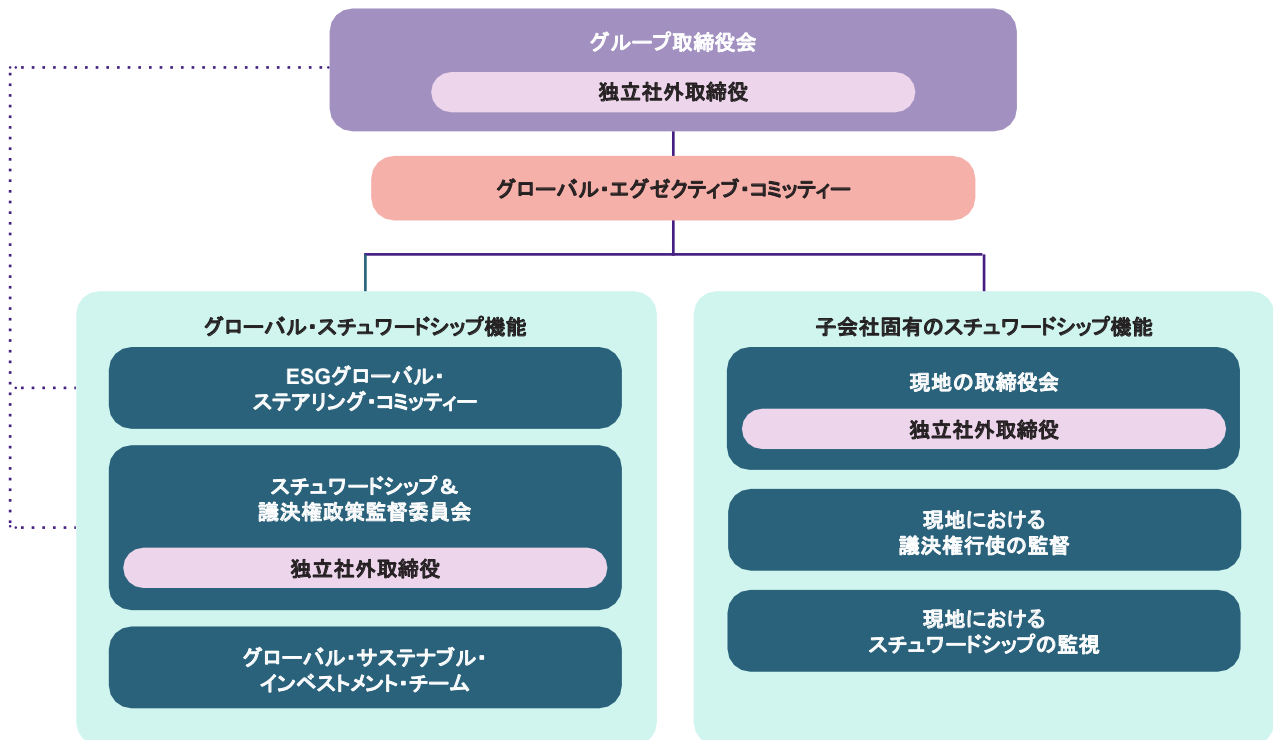
### アモーヴァ・アセットマネジメントのガバナンス



アモーヴァ・アセットマネジメントの監督・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。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、議決権行使などのスチュワードシップの実践を監督します。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）の実践も推進しています。

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・グローバルヘッドのナタリア・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、代表取締役社長と最高投資責任者（CIO）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能力を強化するとともにESG関連トピック全般に関する知見を提供

することです。例えば、2024年には当社グループ取締役会向けにESG関連トピックを紹介する機会を3度にわたって設け、サステナブル投資に関する様々なトピックを取り上げました。さらに、2024年も当社のESG能力の強化というミッションを経営陣が後押しし、代表取締役社長のドゥルーズと代表取締役会長の西田の両名は、当社グループにおけるESGの実践を継続的に強化していくべく具体的な重要業績評価指標を設定し、トップが自ら積極的に原則を実践に移していく姿勢を示しました。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。

## 各地域でのガバナンス

アモーヴァ・アセットマネジメントの各子会社は、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、各地域の目標・計画を策定しグループの取締役会およびGECの決裁を受けた上で、現地の規制や慣習に沿って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。これらのプロセスの子会社レベルでの運営方法については、現地の

監督体制の構成によって細部に違いがあります。

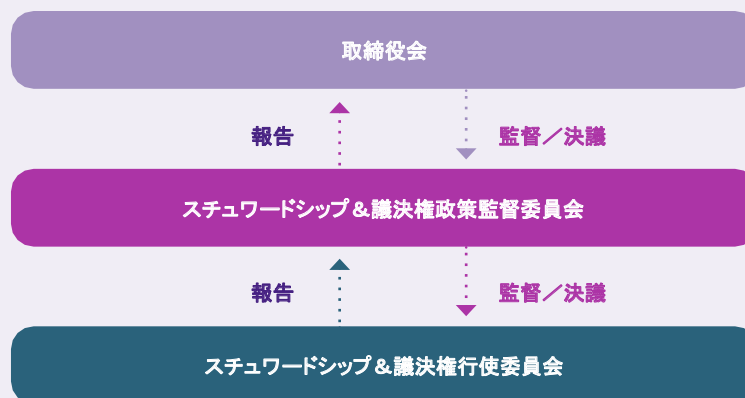
例えば、日本のスチュワードシップ&議決権政策監督委員会や英国のESG&スチュワードシップ監督委員会のように、専門の委員会を設置して、それがグローバルESGステアリング・コミッティーまたは各子会社の取締役会に報告する形になっている地域もあれば、ESGステアリング・コミッティーに参加している各地域の代表メンバーを通じて

同コミッティーに直接レポートする地域もあります。地域間でスチュワードシップ監督体制が異なる理由は、多くの場合、地域による規制要件の違いにあります。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企業を含め、日本企業とのエンゲージメントの強化を目指しています。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。同部はグローバル・サステナブル・インベストメント・チームに統合されており、日本拠点のサステナブル投資における中心的ハブとして機能しています。



## 英国の運用部門におけるスチュワードシップの監督

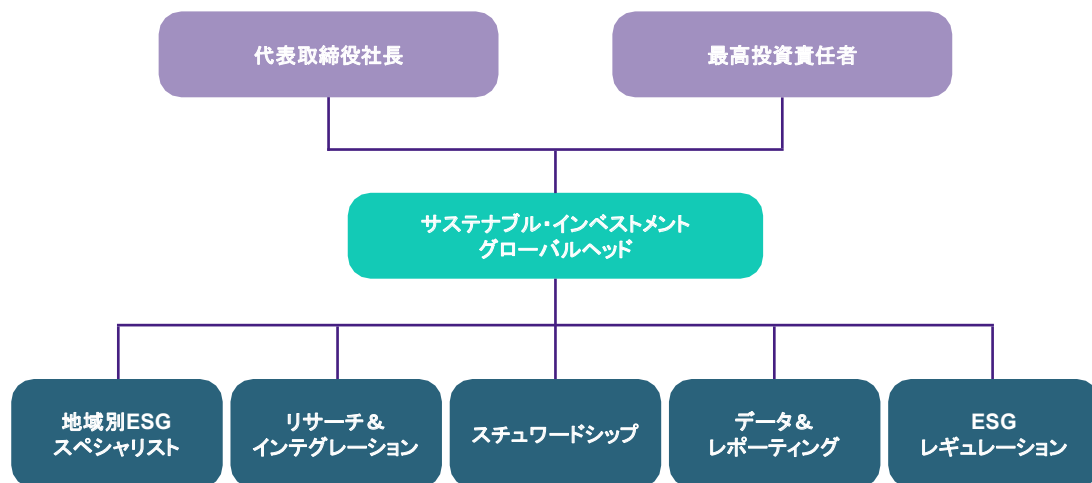
もう1つの例として挙げられる英国法人は、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームと連携して英国におけるスチュワードシップ活動を担当しています。当社におけるESG関連の規制・基準のレビューおよび採用プロセスは、現在3段階構成になっています。第1段階では、専門チームが当社グループに影響を与える可能性のあるESG要件を精査します。ここで重要と判断されたものについて、その後、主要業務部門で構成された専門のワーキング・グループによりレビューと評価が行われます。最後に、要件、影響評価および推奨事項が、ESGとスチュワードシップに特化した取締役会委員会に提示されます。

## 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・チームは、5つの部門に分かれています。

- **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。
- **リサーチ & インテグレーション**: 運用チームやESGスペシャリストを専門知識でサポートするとともに、インテグレーションの取り組みの継続的改善を図る役割を担います。変化していく会社や業界のニーズに対応するべく常に進化しているダイナミックな部門です。
- **スチュワードシップ**: 当社のスチュワードシップ活動へのサポートをさらに拡充していく上で中心的な役割を果たします。
- **データ&レポーティング**: 世界中のESGデータの調達・保管・検証・展開に加え、ESGデータの分析・報告
- **ESGレギュレーション**: 世界中のESG関連の規制および基準に対して当社が取るべきアプローチを特定・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・チームのガバナンス体制



## 長年の経験、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220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、グローバルで共通の理念を各拠点レベルで日々の活動やアクティブ・オーナーシップの実践において適用しています。

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、各自の利害とモチベーションをお客様のポートフォリオの運用成果と連動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銘柄のパフォーマンス）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。当社では、PRIの「6つの責任投資原則」の実践に引き続き重点的に取り組んでおり、その一環として当社のグローバル・ネットワーク全体の運用担当職員は、PRI Academyが提供する責任投資のオンライン研修コース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す。少なくとも1回は受講するよう推奨しています。2024年には、さらに3名が当社グループから受講しました。

当社は遡ること1999年に日本初の社会責任投資ファンドを立ち上げるなど、長年にわたりESGにコミットしてきました。現在では、全社的にESGインテグレーションを深化させて直接実践しており、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。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行っています。ESG専門のリソース、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・モニターする手段に至るまで、多岐にわたる分野に継続的に投資を進めています。

## 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の向上、また分析能力の拡充に取り組んでいます。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クライアント・レポート・チーム、気候関連の情報開示において利用できるよう分析・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います。当チームは様々な規制当局への報告も手掛けており、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、発行体の年次報告書やサステナビリティ・レポートといった公開情報に加えて、企業とのエンゲージメントで得た情報やMSCI、ISS、Bloomberg、Good Bankers等のESG情報提供会社から供給されるデータなどを組み合わせ、リサーチに利用しています。

複数のデータ・ソースにアクセスできるよう確保しておくことは、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を補完するものとして扱っています。

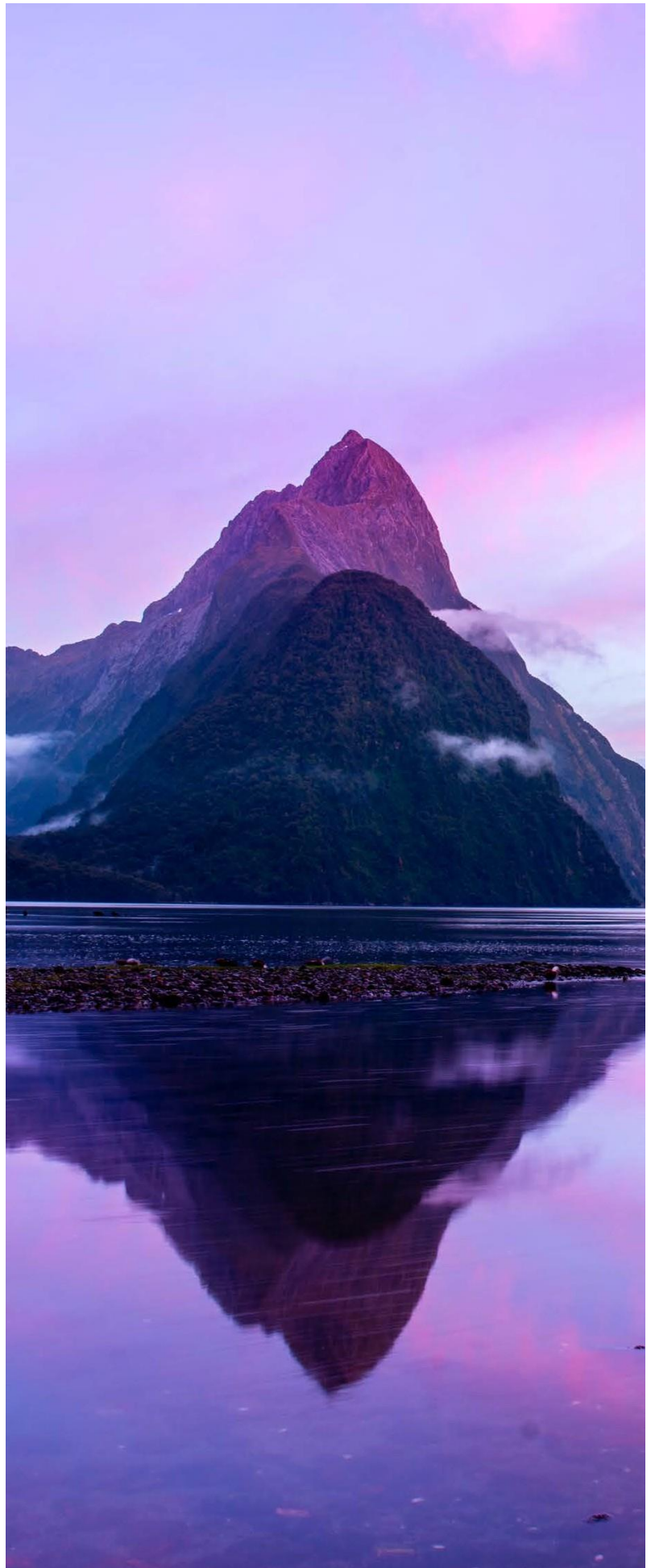
グローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーは、運用チームのほか、営業や営業支援の部署など主要なビジネス・ステークホルダーと緊密に連携し、共同で活動しています。チームの任務としては、とりわけ、ESGリサーチの実施とその運用プロセスへのインテグレーションが挙げられます。ESGアナリストは運用チームの一部であり、当社がESG関連の規制や業界基準の把握・組み込みに積極的に取り組むにあたり、その徹底を促す役割を担っています。



## 成果

当社はグループとして、積極的なスチ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チュワードシップ・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。

スチ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、効果的なスチ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確認して必要な場合は相当の改善を実施することを目指しています。



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。

## 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・管理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。

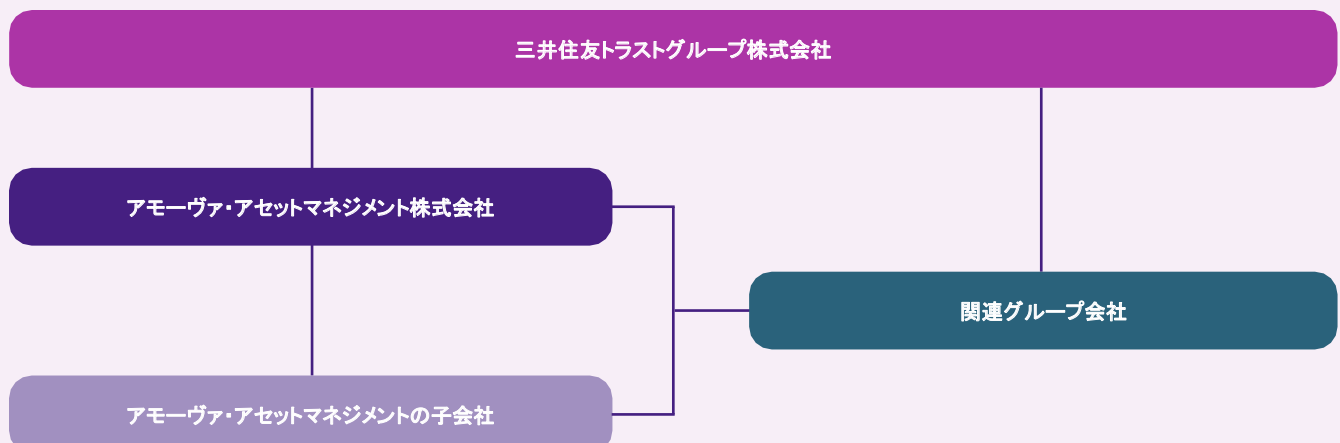
加えて、グループ各社では独自の利益相反登録簿を保持しており、子会社の活動において発覚した潜在的利益相反とその解決にとった措置を記録しています。各登録簿は、その子会社の取締役会によって定期的にレビュー・承認されています。

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、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や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役割を負っています。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報告します。

## 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グループ（以下「SMTG」、2024年10月に三井住友トラスト・ホールディングスから社名変更）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メリットです。

2024年時点で、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、ドイツとオランダに支店、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、「アモーヴァ・アセット

マネジメント 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はともに、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り得る。	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り得る。	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り得る。	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り得る。	すべての従業員は、外部企業の取締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、利益相反が生じる可能性のある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確認と、利益相反先に有利となるようなバイアスがないことの監督です。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います。

2024年、日本のスチュワードシップ&議決権政策監督委員会は、113社に関する議決権行使判断（定時・臨時両方の株主総会を合わせて合計114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。

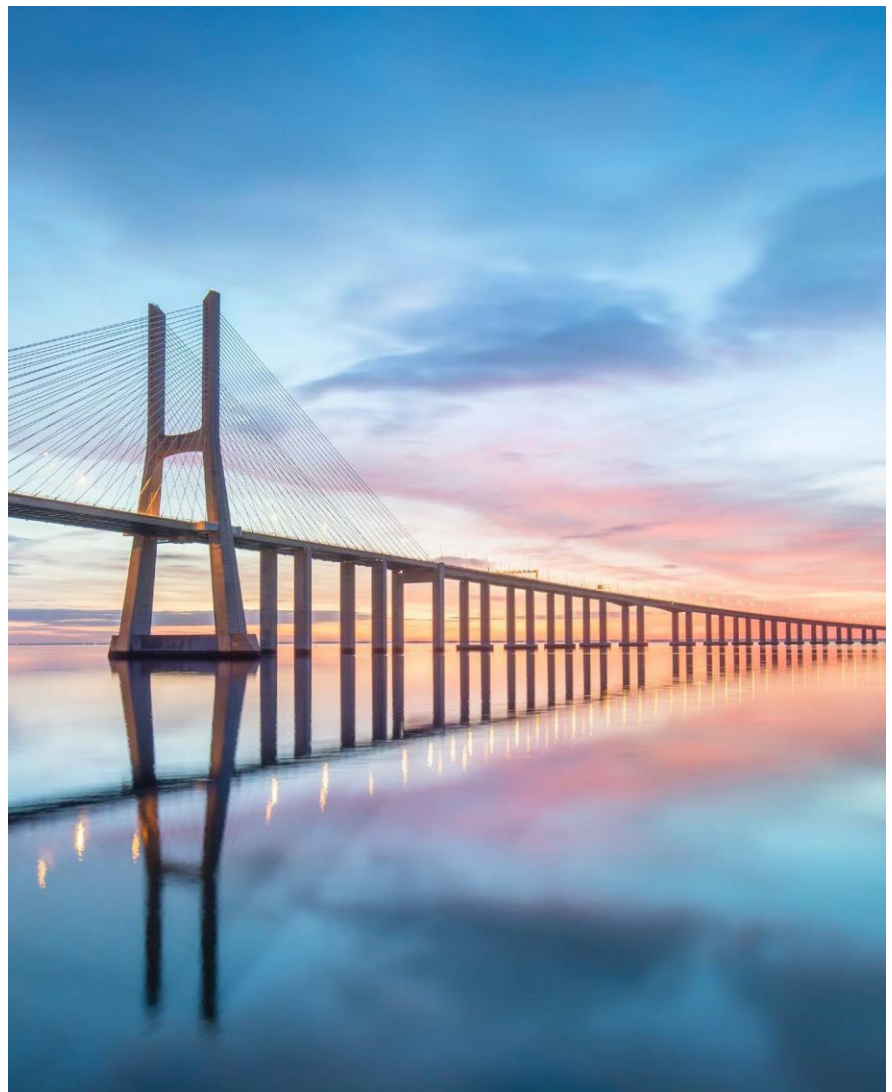
当社では、このように個別議案毎の投票内容のレビューを行うことにより、当社のスチュワードシップ活動の透明性を高め議決権行使に伴う利益相反を最小化しやすくなると確信しています。独立した監視の枠組みにより議決権行使の投票判断の理由をレビューすることで、潜在的な利益相反を管理しやすくなり、投資先企業との建設的なエンゲージメントが促進されと考えます。当社の議決権行使活動の詳細については、原則12のセクションをご参照下さい。

当社の英国法人は、「グリーンウォッシング」という形態での利益相反の可能性を危惧しています。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。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2024年に加えた変更としては、1社の追加を行いました。また、親会社の社名変更も記録されました。

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、適正に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスクおよびシステミック・リスクを認識し、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、投資環境の全体像の把握を深めるのに役立っています。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、格付機関などがあります。国によっては、企業に自社の気候変動への適応に関する報告を義務付けることで、有益な新情報源とすることができます。ニュージーランドは、28ページのケース・スタディ「ニュージーランドの新しい気候変動関連報告ルールから学んだ教訓(債券および株式)」で述べているように、この分野で先導的役割を担っています。

リサーチは、正式な定例会議に加え日常的に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。

グループ内運用チームのシニア・ポートフォリオ・マネージャーで構成される当社のグローバル投資委員会(以下「GIC」)が、四半期毎にオンラインで会合を開き、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。各会合に先立って、GICの議長を務めるグローバル・ストラテジストは委員会メンバーに対し、マクロ経済変数と資産クラスの予想(後者は各メンバーが専門とする分野毎)について、定量予想を提供するよう要請します。各メンバーは指定された変数に対し、中心的傾向の主観的推定値(中央値および四分位範囲)を提供するよう求められます。各メンバーには判断の参考として、コンセンサス予想(主に証券会社の予想)に加え、関連データに基づく当社グローバル・ストラテジストの定型見解がともに提供されます。GIC会合では、メンバーの見解が集約され、各メンバーが提供した見解を裏付けている動機について定性的な議論が行われます。マクロ経済の変数には、世界の各主要地域における向こう1年の経済成長率や中央銀行の政策金利、インフレ、金融市場環境が含まれます。このように、GICのメンバーは自身の投資テーマを反映したインプットを定量・定性の両面から提供し、これをまとめたGICの見通しが当社のハウスビューとなります。また、中心的傾向はリスクの分布をすべて適切に反映しているわけではないため、GICメンバーは、テールリスク(基本的には発生確率が25%

未満のリスク・シナリオですが、発生確率がより高いリスクについても議論する場合があります)について深く考察し、当該リスクに主観的な発生確率と影響度を割り当てることも求められます。つまり、GICのもう1つの要素は、メンバーが入念に作成したそのようなテールリスクを議論することであり、これも四半期毎の見通しに盛り込まれます。GICの議長は、定例会合に加えて、臨時会合を招集することができます。2024年8月には、日本株市場の大幅下落と米国のリセッション(景気後退)懸念を受けて、臨時会合が招集されました。議論した内容は、米国の経済政策やキャリア・トレードの巻き戻し、日本の特異な投資収益、日銀の政策、企業収益などでした。GICは、下方リスクが高まったことを認識する一方、世界の経済成長に対するポジティブな見通しを再確認しました。最終的にどのインプットを投資判断に用いるかは個々の運用チームの判断に委ねられますが、GICの枠組みは、ボトムアップで銘柄選択を行うチームにも、マクロ経済動向の取り入れ方を検討するとともに担当資産クラスを超えて投資テーマを共有することができるプラットフォームを提供しており、GICは様々な資産クラスにわたって貴重なリソースとなっています。



## 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。

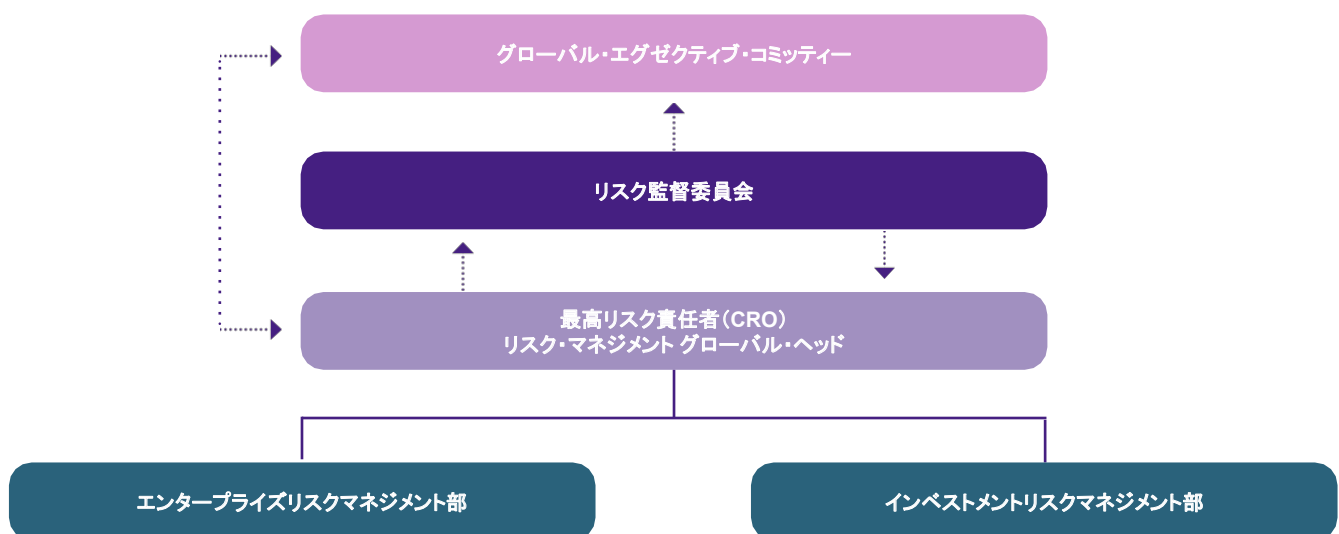
エクスポージャー、および市場ショックに対するポートフォリオの耐性をモニターするにあたっては、シナリオ分析やストレステストなど数多くの手段を用いています。これらの通常的手段に加えて、発展途上にある市場のリスクに対しては、特別なストレステストを実施します。これらのストレステストは、カバーする時間軸が短期の場合も長期の場合もあり、また様々なマクロ経済や当社固有の想定が用いられます。例えば、当社のアジア（日本を除く）株式・債券

運用のポートフォリオでは、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、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検証します。

加えて、気候変動対応に関する情報開示で詳述している通り、MSCIの気候バリュアットリスク・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、当社はアクティブ運用の資産運用会社として、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、他の金融商品への入れ替えまで、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や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。

### 当社グループのリスク管理の枠組み



## 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。2024年の金融市場は、例えば地政学的緊張や選挙、異例の市場変動、そして絶えず存在する気候変動の危険性をはじめ、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、運用チームの当該課題への対応方法は、各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しようとするのに伴い、それぞれ異なることになります。

例を挙げると、パッシブ運用のポートフォリオでは、運用チームはそれぞれのベンチマークに対して低いトラッキング・エラーを維持できるよう、ポートフォリオのリバランスを頻繁に行う一方で、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・スキャンニング」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が円滑に機能することを脅かすファンダメンタルズ面の課題とその軽減策を検討しています。2024年における運用チームにとっての大きな疑問は、世界の人口の半分超にあたる70超の国で選挙が実施されるという、おそらくかつてない規模の民主主義行使の結果に対して、市場がどう反応するかということでした。これについては、右のケース・スタディでご説明しています。

## ケース・スタディ:

### 昨年の極めて重要な選挙に備えた有利なポジショニング(債券)

**問題:** 2024年は、世界の人口の半分超にあたる70超の国で選挙が実施されるという、民主主義にとって極めて重要な年となりました。予想された通り、これらの選挙はポピュリズムへの顕著なシフトを反映する結果となり、中央銀行や金融市場、経済成長に重大な影響を及ぼす可能性があります。ポピュリスト的なリーダーおよび政策の復活が当面および長期の両見通しに不透明感をもたらしたのは、財政政策や規制の枠組み、地政学的安定性に影響を与えるからですが、これらの動向は投資家にとって、世界の金融政策の予想や資金フロー、リスク・センチメントを見極めるにあたり、非常に重要な考慮事項となります。このように変化する情勢下では、規律立った、将来に目を向けた運用アプローチを維持することが、そうした政治面のシフトによるマクロ経済への影響をうまく切り抜けるのに不可欠と言えます。

**活動:** 昨年の選挙に伴うリスクを判断・管理するために、グローバル債券チームは当社独自の債券リスク・スコアカード(次ページをご参照下さい)を活用して債券・為替両市場の動向を評価しました。当該ツールは、主要国の選挙結果に対する金利の動き、為替レートの変動および市場全体のセンチメントを追跡するのに役立ちました。

当チームは年を通じ、リスク・スコアカードから得た知見を定例の運用プロセス会議での判断材料に取り入れ、政治情勢が戦略的意思決定に確実に反映されるようにしました。特筆すべきケースとして、11月の米国大統領選挙に向けた動きが挙げられます。トランプ陣営の勢いが増していることを認識した当チームは、同陣営が勝利した場合の財政・通商政策への影響を踏まえ、トランプ氏が大統領選を制し共和党が上院で議席の過半数を獲得、民主党が下院議席の過半数を奪還するという基本シナリオを策定しました。

このシナリオ下では政策が転換する可能性があったため、当チームは選挙に向けてデュレーションと為替のポジションをともに中立スタンスとしました。このようなアプローチをとったのは、選挙直後におけるボラティリティの高まりと予測できない市場の反応に伴うリスクを軽減するためです。

選挙結果が判明すると、当チームは戦略的なポジション調整を行い、潜在インフレ圧力と金融政策予想の変化を考慮して、米国を含めデュレーション・エクスポージャーを全体的に短期化しました。加えて、選挙後に債券利回り格差と米国資産への信認回復を受けて米ドル高となったことから、米ドルを他のG10通貨に対して有望視する方向に通貨ポジションを戻しました。

## 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	3.5	2.5	3.0	0.50	4.0	3.5	4.00	0.00	2.8%	46.7	7	0.69%	51.6	10
AUD	4.5	2.0	4.0	0.50	3.0	4.5	3.50	-0.50	5.6%	45.0	3	1.68%	50.0	13
NZD	4.0	2.5	4.0	0.00	2.5	4.0	2.50	0.00	3.2%	36.8	5	1.01%	53.4	11
GBP	4.0	3.0	4.0	0.00	3.0	1.5	3.00	0.00	-1.8%	55.2	14	0.28%	45.8	8
CAD	3.0	5.0	3.0	0.00	2.5	3.0	2.50	0.00	2.3%	48.9	9	-0.64%	46.7	1
SEK	4.0	1.5	4.0	0.00	2.5	2.5	3.00	-0.50	2.2%	45.3	10	2.09%	45.9	14
CHF	3.0	4.0	3.0	0.00	3.0	4.5	2.50	0.50	5.8%	46.7	2	0.00%	0.0	6
NOK	3.0	3.5	3.0	0.00	2.0	5.0	2.00	0.00	6.1%	44.8	1	0.16%	49.7	7
EUR (コア国)	4.0	4.5	4.0	0.00	2.5	4.0	3.00	-0.50	3.3%	45.3	4	-0.46%	46.4	2
EUR (周辺国)	4.0		4.0	0.00										
JPY	3.0	4.5	3.0	0.00	2.5	4.0	2.50	0.00	3.0%	46.56	6	-0.42%	47.3	3
EM	3.3		3.2	0.09	2.9		2.92	0.0						
MYR	3.0	3.0	3.0	0.00	3.0	2.0	3.00	0.00	1.8%	45.86	12	0.45%	54.2	9
MXN	4.0	4.0	4.0	0.00	3.5	3.0	3.50	0.00	2.5%	50.63	8	-0.24%	72.1	4
PLN	3.5	4.0	3.5	0.00	3.5	2.0	3.50	0.00	1.2%	43.87	13	-0.01%	54.9	5
SGD	3.0	2.0	3.0	0.00	3.0	2.5	3.00	0.00	2.0%	47.93	11	1.61%	44.3	12
CNY	3.0		2.5	0.50	2.5		2.50	0.00						
ILS	3.0		3.0	0.00	2.0		2.00	0.00						

**成果:** ポピュリスト的な主張は、特に規制の変更や税制、外交政策などの分野でしばしば強い不透明感をもたらします。財政拡張を強調する政策は短期的には経済成長をもたらしますが、長期的には財政赤字やインフレ圧力を悪化させて経済の安定性をリスクに晒す可能性があります。当社の体系的な評価フレームワークにより、主要な選挙イベントにかけて中立ポジションを維持すべきとの確信が得られたため、政治・経済情勢の変化に機動的に対応できる態勢を確保することができました。

2025年を見据えても、こうした選挙による変化の余波はグローバル市場に影響を与え続けるとみられることから、継続的な警戒が必要と言えます。グローバル債券チームは、不透明感を増す地政学的・経済的環境の複雑さを乗り切るべく、短・長期の両視点で動向を注視しながら必要に応じてポジションを調整していく姿勢に変わりありません。



## 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。

### ポートフォリオにおける気候変動リスクのモニタリング・対応アプローチを強化(株式)

当社では、気候変動のリスクと機会を特定するアプローチを常に進化させています。スチュワードシップ・コードへの2023年の報告書(2023年4月発行「英国スチュワードシップ・コード2020への当社報告書」の29ページをご参照下さい)では、当社のグローバル株式チームがグローバル株式戦略で保有している全企業にアンケートを送付した取り組みについて説明しています。この取り組みの目的は、各企業における気候変動対策の戦略への理解を深め、科学的根拠に基づく目標の採用や役員報酬の当該気候変動低減目標との連動など、ベスト・プラクティスの追求を奨励することでした。

アンケートへの回答を踏まえ、2023年には、特に改善の必要な分野がある数社をエンゲージメント優先企業として特定しました(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の25ページをご参照下さい)。当社では、エンゲージメントが企業と当社の投資哲学の双方に確実に付加価値をもたらすようにしたいと考えました。いずれのケースも、各企業のカーボン・フットプリントの重要性に応じて期待値を調整しました。

2024年はこの取り組みを進め、ポートフォリオの投資先企業における事業戦略とネットゼロカーボンの未来とのアラインメント・レベルをモニターする枠組みを理解・開発することに、多大な時間を費やしました。当社で使用したのは、IIGCC(気候変動に関する機関投資家グループ)が開発したネットゼロ投資フレームワーク)で使われているアライメント評価手法です。これは、運用チームの既存のアクティブ運用プロセスおよび投資哲学を補完するもので、将来に目を向けて成長に焦点を当てており、期待において実利的であると同時に、手法を投資哲学に合わせられる柔軟性も備えています。

こうして開発した分類によって、グローバル株式の投資先企業におけるネットゼロへのアラインメントをモニターするのに、気候変動関連の情報開示、目標および戦略に明確に焦点を当てた、一貫した体系的なアプローチが可能となりました。この取り組みを実行するにあたっては、定量データと独自のリサーチを用いて、トップダウンとボトムアップの両面からポートフォリオのレビューを行いました。当社では、こうしたレビューが当社のエンゲージメント活動において通常の前動力となることを目指しており、この手法を他の投資戦略にも広げられるかを検討しています。

昨年の取り組みは、投資先企業の気候変動対策への意欲を理解する上で大きな前進であったと考えています。当社が投資先企業の長期的な方向性と意欲を体系的に評価する方向に進んでいることは、長期的な成長を重視する当社の投資哲学と整合しているとともに、これを補完するものです。

## ケース・スタディ:

### ニュージーランドで気候変動の影響をモニターするにあたっては絶え間ない警戒が必要(債券)

**問題:**世界の他の地域と同様、ニュージーランドでも気候変動により異常気象が常態化しています。このような異常気象の累積的影響が予想されることから、ニュージーランド債券チームは、バランスシートの安定性に加えて、気候変動を債券発行体とのエンゲージメントにおける主要なテーマとして優先的に取り上げています。

昨年のレポートでも述べたように(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」26ページをご参照下さい)、2023年1月にはニュージーランド最大の都市オークランドで壊滅的な洪水が発生し、続いて2月にはサイクロンが北島全域で大規模な洪水と地滑りをもたらしました。さらに最近では、南島のダニーデンとネルソンで暴風雨が発生し、洪水と深刻な物的損害をもたらした。このような気象現象は頻度と極端さが増しつつあり、債券保有者が保険がかけられていないか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あいだの収入減リスクに晒される可能性が高まっています。

**活動:**昨年のレポートで述べたように、ニュージーランド債券チームは2023年、保有債券全体にわたって潜在的リスク・エクスポージャーを見直すとともにそのモニタリングを継続しました。2024年度も引き続きこれらのリスクを積極的にモニターし、必要と思われる場合には対策を講じる態勢で臨みました。

特に焦点を当てたリスクは、自動車・設備ローンの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かもしれない資産に対するものでした。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、資金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:**最初の見直しは、当社ポートフォリオの異常気象へのエクスポージャーをよりよく把握する上で非常に役立つとともに、ポートフォリオが過度のリスクに晒されてはいないという安心感をもたらしてくれました。もちろん、将来リスクが増大する可能性のあることは認識していましたが、この1年間、当社では(結果的にまだ介入が必要な状況とはなっていないものの)最新の状況を把握し続けることができたと考えます。注目に値する点として、ニュージーランド当局もこの問題を意識しており、同国の銀行・保険規制当局が昨年中に業界全体で気候変動に関するストレステストを実施したほか、リスク・ベースのプライシングも進化を続けています。



## 他のステークホルダーとの協力:

より広範な面では、当社は他のステークホルダーと協力して、解決策の開拓を支援するとともに、二酸化炭素排出量を制限する国連バリ協定や国連の持続可能な開発目標など、気候変動問題に取り組む世界的なイニシアチブをサポートしています。例えばアジアでは、他の投資家と協力して影響力を結集することにより、気候変動問題に取り組もうとしています。詳細については原則10のセクションをご覧ください。また、当社が参加しているその他の集団での取り組みについては、次のセクションで説明しています。

### 気候変動対策における協力(株式および債券)

協働アクションが価値を生み出し得ると当社が考えるケースの例として挙げられるのが、当社が加盟しているCDP(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)です。当社では、同団体のイニシアチブ「ノン・ディスクロージャー・キャンペーン(NDC)」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、環境全般の保護など、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るからです。

2023年には、NDCの下、5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。このうち4社は、企業が森林に関連する影響、依存度、リスクおよび機会を測定・管理できるようサポートすることに特化するCDPの森林プログラムの対象となっています。もう1社は水関連の影響に特化するCDPの水プログラムの対象企業です。最初にコンタクトしたのは2024年の夏で、当該5社に対し、2024年の該当情報を開示するとともに情報開示を今後も継続するよう促しました。当社では、これらの開示をCDPのデータベースでモニターし、当該企業が投資家の要請に応えたかどうかを確認しながら、協働パートナーとともに次のステップ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、社会全体など、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参加しています。

- **英国投資協会**: TCFD推進フォーラムなどに参加
- **英国財務報告評議会**: 2024年5月・8月と2025年1月に事前協議ラウン

ドテーブル会議に参加、また英国スチュワードシップ・コードの変更案について2025年2月に回答

- **シンガポール金融管理局**: 2023年に行われた「移行計画に係るガイドライン」に関する協議への初回回答を受けて、2024年8月に同局と1対1の意見交換会を実施
- **日本金融庁**: 2024年4月に開催された協議フォーラム「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」に参加
- **ニュージーランド・コーポレート・ガバナンス・フォーラム**: 株主の権利の強化を支援すべく、買収に関する法律や上場ルールの見直しに積極的に関与
- **欧州証券市場監督機構**: ESG・サステナビリティ関連用語を使用したファンド名称について設定される予定のガイドラインに関し書面を通じた情報交換

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、2024年には以下のような活動を行いました。

取締役会議長で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。

代表取締役社長兼CEOのステファニー・ドゥルーズは、2024年10月に開催されたグラスゴー金融同盟(GFANZ)日本支部の協議会に参加しました。当社グループは2023年6月に設立された日本支部に加盟しています。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ける知識やベストプラクティスの共有を支援することを意



図しており、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・加速を促すことを目的としています。また、日本支部は、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、金融機関が該当する官民のステークホルダーと協力できるよう支援することも目的としています。

シンガポール子会社の社長であるエレン・ノア・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「金融サービス向けスキルズ・フレームワーク」の一部を成す「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。

サステナブル・インVEST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を通じて、またシンガポール金融管理局のグリーン・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。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。これは、企業や金融機関、国際機関、政府、学界などの気候変動対策の女性リーダーで構成される業界横断的な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。2024年末現在、ラジェスカはネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブのグローバル・アドバイザー・グループのメンバーも務めています。

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の会長を務めています。このグループ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。2024年の活動としては、投資先企業に現代奴隷制の排除を義務付ける制度の導入を支援する投資家向けプラットフォームの提供、ニュージーランドの規制当局と共同で行った業界内の不正行為削減を目指すワークショップの主催、業界監督当局および業界と共同で行った流動性リスクへの対応改善に関するワークショップの主催、新しい気候変動関連報告制度の問題に関する規制当局および政府とのエンゲージメントの主導などが挙げられます。

下のケース・スタディは、新しい制度の奏功具合について投資先企業と行った事前のエンゲージメントが、上述の規制当局および政府とのエンゲージメントに活かされていることを示しています。

## ケース・スタディ:

### ニュージーランドの新しい気候変動関連報告制度から学んだ教訓(債券および株式)

**問題:** 気候変動は世界的な市場リスクであり今後もなくなることはないという認識が高まっています。これを受けて、ニュージーランドでは2024年、気候変動関連報告制度が義務化され、当社ポートフォリオが同国で投資している大半の企業が対象となりました。現在では、気候変動リスクの所在や各企業における気候変動への備えの度合いが、はるかに明確さを増してきています。

**活動:** 気候変動関連データを開示する投資先企業が増えるなか、当社の運用チームはこれを機に、新制度の奏功具合について企業と意見交換を行いました。議論した内容は、気候変動関連の報告にかかるコスト、そのプロセスにおける企業の所感、学んだ教訓、企業の二酸化炭素排出量指標における傾向の変化の把握、低炭素世界への移行に対する企業の準備状況、過度に野心的な目標を達成するにあたっての課題などです。

**成果:** 投資先企業の多くは、低炭素社会への移行プロセスに真剣に取り組んでいます。それらの企業のなかには、達成したいと考えていた目標を達成できそうにない例もありました。一方で、二酸化炭素排出量の数値は市場全体で低下しているように見受けられますが、新しい計算方法では古い数値の再計算が必要となるため、変動が大きくなっています。また、新制度では、特に規模が小さめの上場企業発行体にとって、コンプライアンスのコストと複雑さが増しています。当社では現在、新しく義務化された内容を現実的なやり方でニュージーランドのような小さな市場に適合させられないか、政府に働きかけを行っています。

アモーヴァ・アセットの社員はこの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、そのいくつかでは以下のように基調講演者も務めました。

**日本証券サミット:** ドゥルーズ代表取締役社長は、2024年3月にロンドンで開催された日本証券サミットのパネル・ディスカッションに参加し、日本が目指す資産運用の中心地としての役割やそれにおける当社の取り組みについて、自身の見解を共有しました。また、参加者からの質問に答える形で、資産運用会社における人材・文化の多様性と言葉の壁を乗り越える努力の重要性を強調するとともに、日本市場へ参入したいと考える外資系資産運用会社は同国市場のこうした側面を十分に理解している企業・団体と協力すべきであると主張しました。

**日本の戦略的エネルギー計画に関するラウンドテーブル会議:** 当社の日本のサステナブルインベストメント部は2024年3月、当社グループもメンバーである気候変動に関するアジア投資家グループ(AIGCC)および気候債券イニシアチブ(Climate Bonds Initiative)と協力し、他の資産運用会社、日本の規制当局および政策当局からの上級代表者を交えたラウンドテーブル会議を主催しました。この議論のなかで、ドゥルーズ代表取締役社長は、日本のエネルギー転換の緊急性とパリ協定に沿った投資を推進する明確な政策の必要性を強調するとともに、気候変動関連の規制と国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)が監督する基準を統合し情報開示を一元化することへの支持を表明しました。また、気候変動リスクへの対応に尽力する者として、地球温暖化を摂氏1.5度に抑えるための世界的な取り組みを支持し、ネットゼロ経済の実現に向けた取り組みへの投資家の参加を促す政策の強化を求めました。

**英国大使館:** 2024年5月、ドゥルーズ代表取締役社長は駐日英国大使館が東京で主催した「英国資産運用セミナー2024」で講演を行いました。同セミナーは英国の年金制度とそのなかでの資産運用の役割に焦点を当てたもので、ドゥルーズ社長は年金改革の投資への影響に関するディスカッションでパネリストを務めました。日英のスチュワードシップ・コードの比較対照、運用プロセスにおけるESGその他の非財務情報の重要性、受益者エンゲージメントの必要性など、いくつかのトピックが取り上げられました。

**OMFIF:** 2024年9月、中央銀行、経済政策および公共投資向けの独立系シンクタンクである公的通貨金融機関フォーラム(OMFIF)は、欧州委員会と共同で、EU債券がグローバル市場で果たす役割に関しアジアに焦点を当てたイベントをシンガポールで開催しました。ラジェスカが参加したパネル・ディスカッションでは、グリーンボンドの複雑さやサステナブル・ファイナンスに対するEUのアプローチ、エネルギー転換におけるアジアとの協力の可能性、そして案件別アプローチと大規模ソリューション両方の必要性について、詳細な考察が行われました。

**GFANZ日本支部での協議会:** 前述した通り、GFANZアジア太平洋ネットワークの日本支部は2024年10月にラウンドテーブル会議を開催しました。これに参加したドゥルーズ代表取締役社長は、とりわけ、産官学および金融界の協力の必要性や、(政治面で困難に直面している現在の状況下だからこそ)ESG原則に真摯にコミットする必要性について語りました。また、サステナビリティを重視する投資家が二酸化炭素排出量の多い企業を避ける傾向にあっても、エネルギー転換へ投資を行うことの重要性を強調するとともに、アセットオーナーとの協力強化を呼びかけました。加えて、変化の促進におけるスチュワードシップの役割を強調したほか、日本における気候変動関連の株主決議への支持やスチュワードシップ・コードの進化に言及しました。最後に、グリーン・ファイナンスを推進し有害な活動を段階的に廃止していくために、政府主導の枠組みや政策をGFANZ日本支部を通じて運営していく必要性を示し、金融業界が率先して模範を示しサステナブルな変化を推進していくよう求めました。

**PRI in Person:** 2024年10月にトロントで開催されたPRI in Personの一環としてAIGCCがCapital Markets Malaysiaと共同開催したイベントで、ラジェスカが講演を行いました。東南アジアのエネルギー転換に関する投資家向けブリーフィングは、脱炭素化およびエネルギー転換の計画に関する洞察を機関投資家に提供しました。このセッションでは、新興国における市場の微妙な違いが取り上げられ、二酸化炭素排出量削減の国別目標やエネルギー開発の計画・規制に焦点が当てられました。企業と政策とのエンゲージメントの成功例として、AIGCCのアジア公益事業エンゲージメント・プログラムが取り上げられ(原則10のセクションのケース・スタディ「インドネシアの大手電力会社で変化を促進」をご参照下さい)、また、業界内のステークホルダーがどのように国有企業の脱炭素戦略を支援するかとともに、アジアの機関投資家間でピアツーピアの対話と気候変動関連エンゲージメントのベスト・プラクティス共有を促していけるかについても、議論が交わされました。

**日本経済新聞社のジェンダー・ギャップ会議:** 2024年12月、ドゥルーズ代表取締役社長は「企業のDE&I施策」と題したパネル・ディスカッションに参加しました。

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。

- Climate Action 100+(CA100+、詳細は原則10のセクションをご参照下さい)
- 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(詳細は原則10のセクションをご参照下さい)
- ネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ
- 責任投資原則(PRI)
- The Investor Agenda
- 女性のエンパワーメント原則
- LGBT Great(詳細は原則1のセクションをご参照下さい)



## 成果

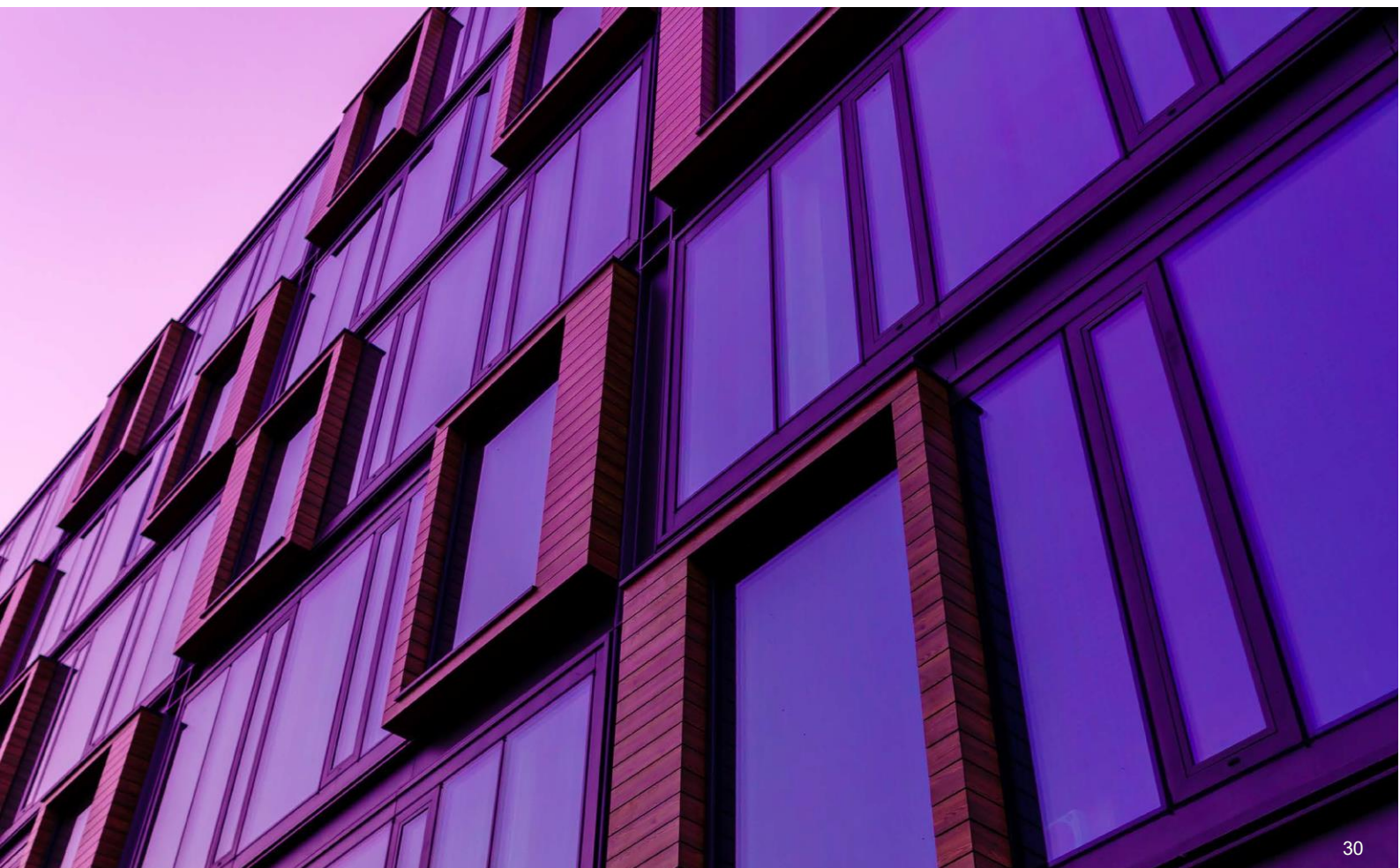
まとめると、当社のプロセスと行動はともに、当社がこの1年を通じて市場を跨るリスクおよびシステミック・リスクの特定とそれらへの対応を引き続き有効に行えたことを示している、と考えます。ケース・スタディが示す通り、当社の運用チームはこれらのリスクに迅速かつ創造的に対応し、ポートフォリオへの脅威の変化を高度なツールを用いてモニターしたり、ポートフォリオで気候変動から最も打撃を受けやすい分野を特定・管理したり、市場の円滑な機能と責任ある運営に努める政策当局や規制当局の取り組みに協力するなどしました。

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良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。当社では業界の様々な取り組みに全面的に参加し、サイバーセキュリティや政治面の不透明感から、厳しさを増すサステナビリティ関連の報告・規制要件、女性およびマイノリティにとっての機会改善まで、多くの新たな脅威と機会に対処してきました。

気候変動は進展を短期的に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・算定する戦略と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。

## 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、度々見直し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、2024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
- フィデューシャリー・ESG原則に関する取組みと遵守に係る規程

### 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。内部監査については、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、リスクの高い一部の部門については毎年実施しています。監査によって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。2024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、様々なスチュワード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。2024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、幅広いスチュワード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グループ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。これには、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チュワードシップ・レポートも含まれます。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。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。

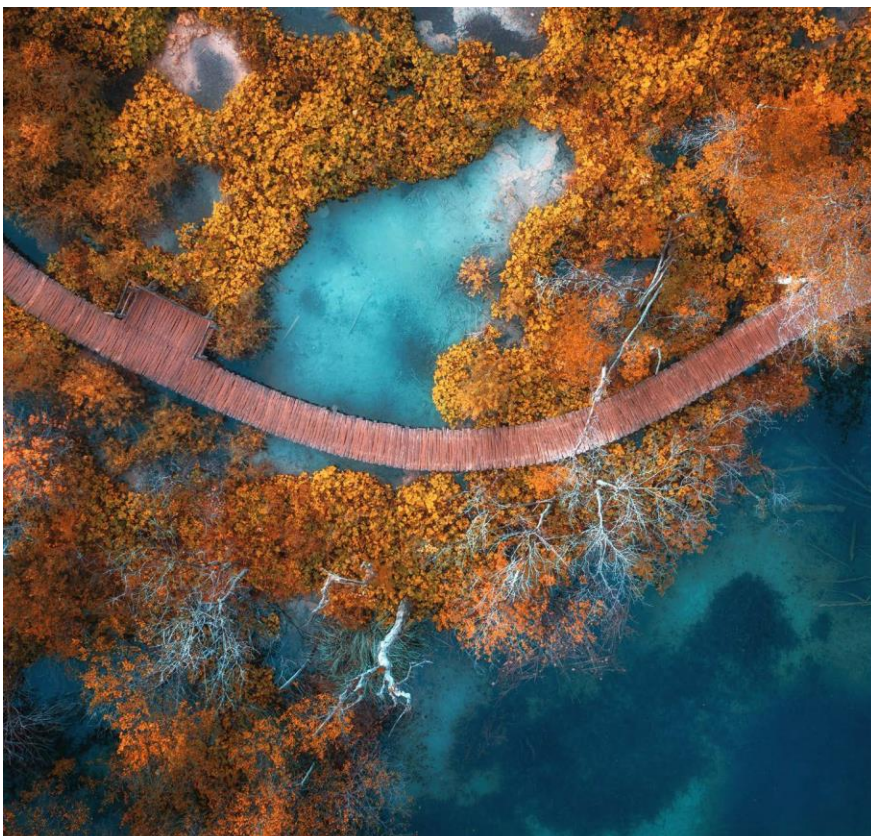
## スチュワードシップ・コード

グローバル・スチュワードシップ・レポートを作成するために、当社ではグローバル・サステナブル・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。このグローバル・レポートは、例えば英国およびニュージーランドのスチュワードシップ・コードなど、世界各地のスチュワードシップ・レポートで期待される内容に対応しています。本レポートは、英国拠点のESG&スチュワード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、代表取締役社長によって署名されています。

## 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。2024年は、こうした見直しの結果、グローバルなポリシーや手続きに重大な変更は生じませんでした。しかし、拠点レベルではいくつかの改定を行いました。例として、英国子会社は、議決権行使のプロセスや、取締役会の責任および環境・社会への取り組みの重点項目をより細かく拡大することで、拠点の議決権行使ポリシーを強化しました。日本では、2024年4月から適用された「日本株式議決権行使基準」について多くの改定を行いました。これらの改定の詳細と背景は当社ウェブサイトで詳述していますが、結果的に下記の姿勢を強化しました。

- 1. 取締役の任命:** 女性取締役の要件範囲を拡大しました。
- 2. 社外取締役の選任:** 取締役会出席率の要件を引き上げました。
- 3. 監査役の選任:** 監査役が会社の重大な不正行為に関与している、または責任があると判断した場合、監査役の選任に反対票を投じるという条件を新たに追加しました。
- 4. 監査役の出席:** 取締役会および監査役会への出席率の要件を引き上げました。
- 5. 気候変動関連の株主提案に対する当社のスタンスを明確化:** 各提案の利点を、株主価値への中長期的な影響に照らして検討するようにしています。原則として、企業の取り組みが既に提案に沿ったものである場合や、企業にとって不利益となる場合、事業活動を制限する場合を除き、より優れた開示を支持します。





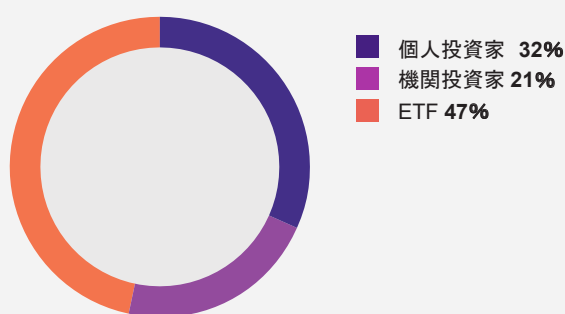
原則  
6

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顧客と最終受益者に伝える。

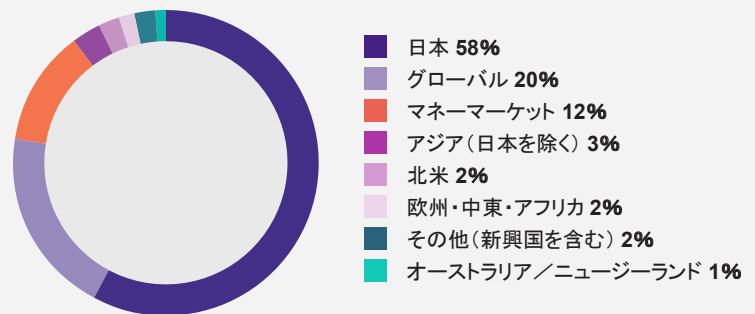
## 背景

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（2024年12月31日現在）をご覧いただきましたが、下のチャートはお客様のセグメント別4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\*



\*2024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、優れたスチュワード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当社の投資信託商品をご利用いただいております。機関投資家のお客様とは異なるアプローチで情報提供を行う必要があります。個人投資家のお客様は、明瞭・簡潔で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情報の提供を期待されており、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。それが実際にどれほどの期間なのかを厳密に定義はしていませんが、大まかには中期投資であれば3～5年、長期投資であれば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、これは原則的な考え方であり、状況に応じて加減する必要があります。例えば、政治や経済をめぐる動向を受けて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、気候関連の情報開示で詳述している通り、気

候関連のリスクおよび機会、特に2030年目標や2050年二酸化炭素排出量ネットゼロに向けた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、2024年12月末時点のグループ全体のAUMでは、その12%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。

当社の商品および戦略ラインアップは、お客様のニーズに十分合致していると考えています。

4 顧客セグメント別内訳のETFは、株式ベンチマークに連動する多数のファンドが対象。これらのピークルの構造上、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、当社独自のESG・AUM分類枠組みにより、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方法を統一し、報告の一貫性および整合性を担保しています。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、当社のお客様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、日本の個人投資家向け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、ご自身の投資資産をめぐる足元の状況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。例えば、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。特定のファンドについて異なる段階にある投資家を対象とし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、お客様に最新の情報をお伝えする定期的な動画やその他の資料

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。「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。

情報資料名	頻度
楽読(5分程度で読める簡潔にまとめたコメント)	週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
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
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
アモーヴァ・アセットニュースレター	随時
CHINA INSIGHT	随時
KAMIYAMA Reports(当社のチーフ・ストラテジスト神山直樹による市場アップデート・レポート)	随時
KAMIYAMA Seconds(神山直樹による簡潔なアップデート)	随時



## 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。販売会社は頻繁にお客様と接しており、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。

当社では、資産運用推進部と資産運用アドバイザー部の計約40名の日本人社員が個人投資家向けセミナーや、ファンド販促活動として勉強会を実施しています。これらのセミナーは以下のよう

- 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出張セミナー
- 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。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、「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で開催しています。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。こうした機会は当社の商品開発活動において非常に有益に働く

と期待されるため、例えば、新商品のアイデアに関する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。そうした事例の1つが「投信窓販、次の一手」をテーマに2024年6月に開催したイベント

「商品戦略アカデミー2024初夏」です。個人投資家のための税制優遇制度であるNISA関連を含め、投資信託ビジネスの長期的な発展に資するとみられる様々な既存商品や新商品アイデアを販売会社に紹介することを目的としたイベントで、日本全国から約150名の参加者が集まりました。

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。通常はこうした協議のミーティングの前に、当社のステeward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テeward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、様々なトピックに関する情報を提出します。こうした情報は当社のお客様に好評をいただいております。英国では、お客様がアセットオーナーとして2024年に自ら発行したステewardシップ・レポートにおいて、企業とのエンゲージメントとその効果などの当社提供情報が用いられています。

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、その他のステeward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設けることも可能です。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。内容や頻度、方法だけでなく、文化面に関してもお客様の要望に応えるべく尽力しています。例えば「原則1」で説明したように、当社ニュージーランド・オフィスでは、機関投資家のお客様に接する社員向けに、マオリ文化において会合の開始時と終了時に行われる祈り「Karakia（カラキア）」を練習する研修を実施しました。

お客様との定期的な運用パフォーマンス・レビュー以外にも、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に取り組んでいます。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。

絶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。これはお客様と双方向のやりとりを行いながら進められ、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。

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（通常は年1回）に持ち、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。こうしたミーティングでは、フィデューシャリーの責任を果たしてより良い社会の実現に貢献するために資産運用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・ステeward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、ステeward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。投資一任契約の場合は、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

適用するとともに、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。

こうした話し合いなどを通じて、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ています。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で重点を置いています。が、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、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、また、総じてお客様の期待・要望に応えられているように徹底して取り組みます。

当社の各拠点の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、東京本社のクライアント・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。



## 成果

当社では、コミュニケーションのアプローチを考案し推進していく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活用しており、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るなどしています。こうしたフィードバックを収集・把握・活用していく上で、販売会社のネットワークと当社のコールセンター・チームはともに不可欠な役割を果たしています。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、リテール市場向け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、第三者機関から定期的に良好な評価をいただけていることから、十分な水準にあるものと自負しています。その例として、2024年には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高いランキングを獲得しました（以下をご参照下さい）。



日本最大の格付会社「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6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、2024年は第2位にランキングされました。



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力調査の「販売会社一般」部門で、当社初の第1位となりました。

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に伝えることに成功している証しであると考えています。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、機関投資家のなかには、第三者資産運用会社に対して、正式な評価を行

いスコアを付けているお客様もあります。当社では常に、そうしたお客様からの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集約しその管理体制を向上させ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。

2024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も発生しました。そうしたケースではいずれも直ちに対応して原因を明らかにし、必要な是正措置を講じるとともに再発防止策を実施しました。また、規制要件とベスト・プラクティスに則ってお

客様に十分な説明を行い、その上で必要に応じて、お客様の投資・議決権行使方針の解釈において曖昧な点が出てこないように徹底する取り組みも行いました。

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、そして気候変動も含めて、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・チームを通じて、運用チームによるスチュワードシップ原則の遂行をサポートしています。アプローチは各地域で異なるとしても、グループのエンゲージメント&スチュワードシップ戦略やグローバル・サステナブル・インベストメント・チームによって当社全体で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、企業支配権の透明性、会計など、多くのファクターを考慮します。前述したようにESG基準が許容できる水準にあることだけでは、通常は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。例として、後述するケース・スタディ「H&M\*のグリーンボンドへの投資を見送り」をご参照下さい。

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、特定の問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。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の詳細な情報は、原則8および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。

## 気候変動

気候変動については、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。

当社グループでは「気候変動に対するポジション・ステートメント」を定めています。このステートメントでは、社内の分析能力の強化・拡張、投資コミュニティとの連携、積極的なスチュワードシップ、活動状況の報告という4つのアプローチを概説しています。

1	分析能力の強化・拡張
2	投資コミュニティとの連携
3	積極的なスチュワードシップ
4	活動状況の報告

当社ではこれら4つのアプローチを定義していますが、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重視しています。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、柔軟性を欠く場合があります。企業が将来的に低炭素経済への移行に対応する可能性を見落としてしまうリスクがあると考えています。

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、当社の見直しおよびお客様独自の投資哲学に沿った低炭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。後述の成果のセクションにあるケース・スタディ「H&M\*のグリーンボンドへの投資を見送り」で説明するように、当社では、当社の基準を満たす債券を厳格に選別しています。

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。

当社のコミットメントに基づき、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℃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

\* 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。



## 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状況も異なり、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、サステナビリティ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・コミッティーなどを通じて)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
<p><b>日本株式</b></p>	<p>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リサーチや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。</p> <p>当社では2013年から投資判断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。</p> <div data-bbox="523 607 1214 1229"> </div> <p>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。</p> <p><b>環境:</b> 生物多様性、脱炭素社会に向けた取り組み。生物多様性についての詳細は、この表の後にある例をご参照下さい。</p> <p><b>社会:</b> ダイバーシティ、人的資源・生産性、人権</p> <p><b>ガバナンス:</b> ガバナンスの実効性</p> <p>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(原則9に記載しています)。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、これらの権利を活用することで、上記の課題に対する当社の見解を強く示すことが可能です。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。</p> <p>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。</p>
<p><b>グローバル株式</b></p>	<p>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和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コミットメントを賄う資金調達能力などの分析を行います。</p> <p>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の取り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。</p>

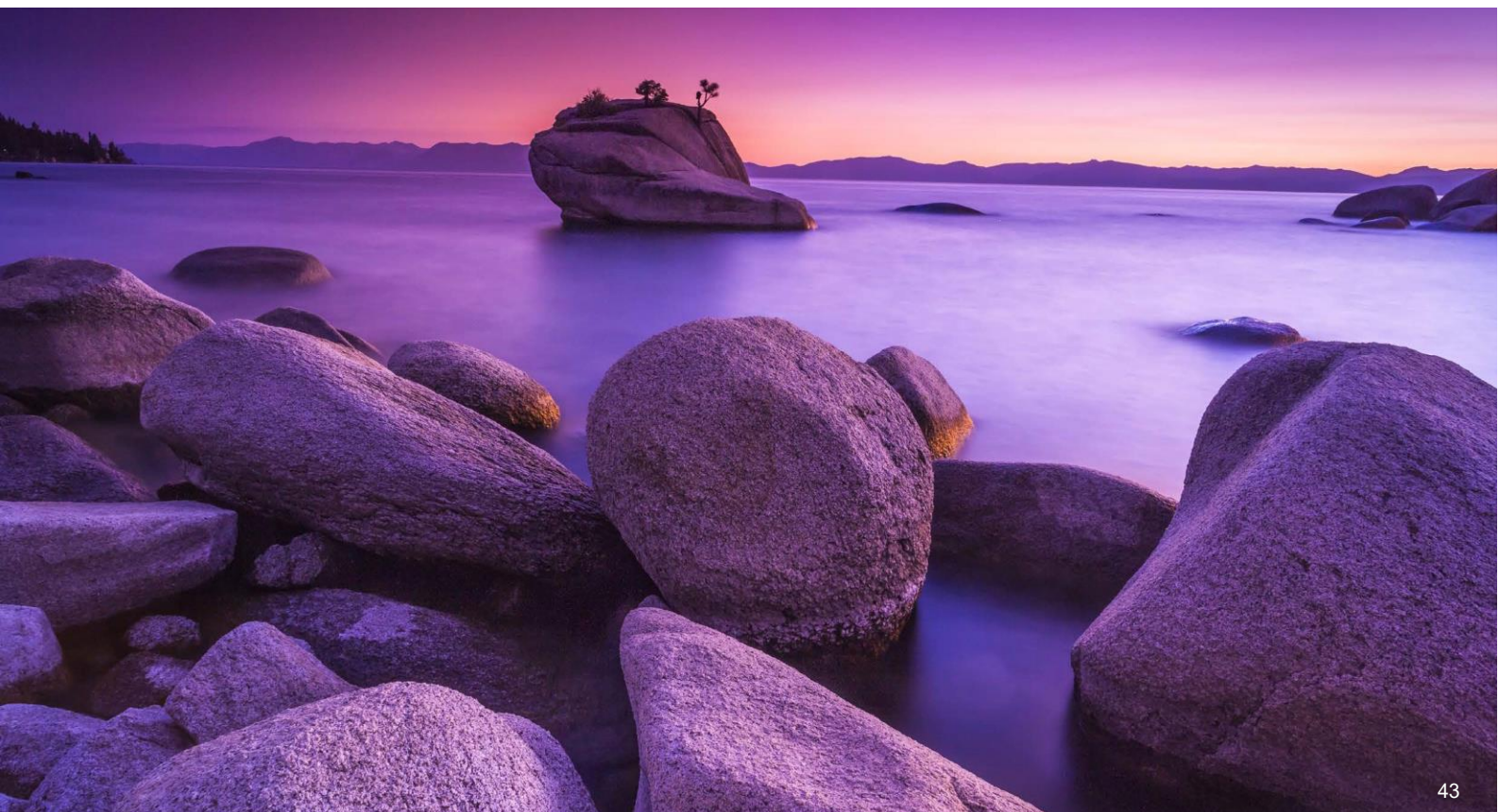


資産クラス	ESG・スチュワードシップ責任の運用プロセスへの組み込み方
<b>アジア株式 (日本を除く)と 中国株式</b>	<p>ESG分析は企業リサーチ、銘柄選択、ポートフォリオ構築に組み込まれています。当チームのESG「マテリアリティ評価基準」は、当チームがカバーしている各企業の重要なESG課題および機会にフォーカスしています。マテリアリティの評価基準は、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)(旧称サステナビリティ会計基準審議会、SASB)とMSCIが定義するESGファクターに基づいています。</p> <p>当社独自のESGスコアリング手法の一環として、個々の企業を複数の主要ESG項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「First Resources*ではサステナビリティが依然として課題」をご参照下さい。</p>
<b>ニュージーランド 株式</b>	<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、弱点となっている分野やステークホルダーにとって有益と思われる分野に焦点を当てて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>一例として、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があります(原則4のセクションのケース・スタディ「ニュージーランドで気候変動の影響をモニターするにあたっては絶え間ない警戒が必要」をご参照下さい)。より一般的には、企業の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思われる場合、エンゲージメントを行います。</p>
<b>日本債券</b>	<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分野でサポートを提供しています。</p>
<b>グローバル債券</b>	<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・フィードを利用し投資判断を向上させることができます。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。さらに、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>グリーンボンドやグリーンボンドの名称を冠した債券については、サステナビリティの観点から債券やその発行体の適合性をレビューする独自の評価プロセスも開発しました。このプロセスでは、各債券の資金使途や、発行体のサステナビリティ戦略と融資対象プロジェクトの整合性を評価しています。プロセスの詳細については、後述の成果のパートに記載したケース・スタディ「H&amp;M*のグリーンボンドへの投資を見送り」でご覧いただけます。</p>
<b>アジア債券</b>	<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。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(国民一人当たり対GDP比)、人間開発指数、政府の有効性など、ESGの分野を幅広くカバーする21の指標を使用しています。</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
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・アプローチはお客様の運用ガイドラインに沿って設計されており、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ファクターが長期にわたり、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>



## ポリシーの実践: 生物多様性(株式)

**問題:** 2023年5月、当社の日本のサステナブルインベストメント部は、ESGにおいて重要と考える課題について、従来の3課題に新たに「生物多様性」などを加え6課題に拡大しました(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の58ページをご参照下さい)。この変更に伴い、2024年は、議論を環境全体に広げる一環として、投資先企業に対し事業活動が動植物の生物多様性に与える影響に関するエンゲージメントを特に積極的に行いました。

**活動:** 2024年における当社の新ポリシー実践の取り組みについて、以下の4社5回のエンゲージメントを事例として取り上げます。

### 通信会社

2023年11月と2024年10月の2回にわたり、日本の大手通信・データ企業に対してエンゲージメントを行いました。議論において同社は、自社の自然資源消費量は事業規模に比べると小さいものの、自然資本(世界の自然資源のストック)と生物多様性への対応を改善できる機会は大いとの認識を示しました。生物多様性をモニターし資源を効率的に利用するための情報・通信技術への需要が拡大しているなか、同社の事業にとってのその重要性を議論しましたが、自然資本と生物多様性を同社の重要課題と見なすべきかについては、まだ内部で意見がまとまっていないと感じました。

**成果:** 同社に対し、当社が生物多様性の課題を重要視していること、当該課題について特に情報開示の改善を中心に同社へのエンゲージメントを続けていきたいことを伝えました。

### エンジニアリング

2023年10月、生物多様性に対する取り組みの一環として、日本の大手エンジニアリング・グループへのエンゲージメントを行いました。当社は、生物多様性および関連する情報開示の重要性、特に自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)の基準に準拠する必要性について強調しました。同社は、現在の製造工程において重大な生物多様性リスクがあるとは考えていないものの、自社事業が生物多様性、特に農業や水関連の分野に与える影響を検討し始めたことと述べました。また、TNFD基準の情報開示を行う意向も示しました。

**成果:** 2024年2月、同社は「TNFDアダプター」として登録し、2024年6月には、TNFDのLEAP<sup>5</sup>アプローチ(署名企業が自社の自然への影響を評価・報告するにあたっての指針)およびENCORE(企業の自然資本への影響および依存度を分析するための基礎的プロセス)を用いた評価について報告書を公表しました。当社ではこれを前向きなステップとみており、生物多様性における同社の進展を引き続きモニターしていく方針です。

### 食品

投資先の1つであるこの企業は、日本の食品・飲料市場において多くの有名なブランドを展開していますが、当社では、同社は生物多様性の観点から調達リスクを検討する必要があると考えています。同社は、ビール用の麦芽や飲料用の茶葉など、様々な植物由来の原料を使用

しています。当社は、持続不可能な調達方法が生物多様性に打撃をもたらす、その結果として同社の長期的供給や企業イメージに悪影響を与えるのではないかと懸念していました。また、生物多様性に取り組むことは気候変動適応策になるとともに、企業としてのレジリエンス向上にもつながります。

エンゲージメントにおいては、LEAPアプローチを用いた同社のTNFD基準の情報開示とリスク評価について話し合いました。当社は、同社の取り組みが同業他社に比べて進んでいることに対する評価を示すとともに、リスク評価の全体的な企業戦略への組み込みをさらに進めることを推奨し、自社が生物多様性に及ぼす影響を個々の製造拠点単位ではなく企業全体として把握することの重要性を強調しました。

**成果:** 同社とのエンゲージメントでは、当社が同社のベスト・プラクティスから学ぶことができる一方で同社にさらなる向上を促すことができ、双方にとって有益であると考えます。同社の定期的な情報開示を基に、引き続きエンゲージメントを行い進捗をモニターしながら強化を促していく方針です。

### 商社

日本の大手総合商社は石油・鉱業などの分野を中心に幅広い事業を展開しているため、自然資本や生物多様性に関する特有のリスクに晒されているとの認識の下、当社は、投資先企業2社について、自然および生物多様性の喪失との闘いに特化して設立された投資家主導のイニシアチブ「Nature Action 100」における協働エンゲージメント先候補として適していると考えました。

両社に対し、当社が「Nature Action 100」に加盟しており、両社をエンゲージメント対象の候補と考えていることを伝えました。両社からは、エンゲージメントに対応し情報開示の改善を進めたいとの意向が示されました。1社は、TNFD枠組みに基づいた鉱山開発の分析にすでに着手しており、将来的にはLEAP分析の結果を開示する予定だと述べました。もう1社は、このイニシアチブについて学んでいるところではあるものの、当社の助言に感謝の意を表しました。

**成果:** 両社は2024年、金属・資源事業に関するLEAP分析など、生物多様性への取り組みについて報告書を公表しました。当社では、高リスク分野に焦点を当てたこれらの取り組みを評価しており、今後も両社とのエンゲージメントを続けて進展をモニターしていく方針です。

5 TNFDは、LEAP(Locate:発見、Evaluate:診断、Assess:評価、Prepare:準備)アプローチと呼ばれる、自然関連問題の特定と評価を行う統合的アプローチを開発しました。このアプローチに関するガイダンスはこちら(<https://tnfd.global/publication/additional-guidance-on-assessment-of-nature-related-issues-the-leap-approach/>)からダウンロードすることができます。



## 成果

このセクションの内容から明らかなように、スチュワードシップは当グループの様々な領域に根付いており、投資プロセスの重要な要素となっています。当社の影響力が限定される場合があるとしても、ESGの考慮は投資判断に取り入れられています。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については、後述のケース・スタディや本レポートの他の箇所で紹介しているいくつかの事例で詳しく説明しています。

### ケース・スタディ:

#### H&M\*のグリーンボンドへの投資を見送り(債券)

当社のグローバル・グリーンボンド戦略の目的は、気候変動、自然保護、生態系、生物多様性に具体的なプラスの影響を与えるプロジェクトをファイナンスする債券への投資を通じて、投資家にリターンを提供することにあります。債券に投資するにあたっては、その銘柄のデューデリジェンスを行い、とりわけ以下を確認します。

- 発行体のサステナビリティ戦略が当社ファンドの目標に合致していること
- その銘柄のグリーン目標を目指す「債券の枠組み」が十分に野心的であること
- 提案されている発行後の資金配分およびインパクト報告書から判断して、報告および調達資金の影響が当社の期待を満たすものであること

懸念点が発覚した場合は、その重大性に応じて、発行体へのエンゲージメントによってさらなるデューデリジェンスを行い、当社のサステナビリティ目標との整合性を確認し、場合によっては投資を見送ることもあります。

**問題:** 上記のグリーンボンドのデューデリジェンス・プロセスを実施した一例として挙げられるのが、2023年にH&M Group(スウェーデンのストックホルムに本社を構えるファストファッション・ビジネスモデルでお馴染みの衣料品小売企業)が発行した債券です。同銘柄のサステナブル・ファイナンスの枠組みでは、債券で調達した資金の対象となるプロジェクトとして、顧客の不要となった衣類を回収できる仕組みなど「循環経済」型製品およびサプライチェーンの構築、「グリーン」な店舗・オフィス・物流センターの所有または賃借、物流およびサプライチェーンにおける再生可能エネルギーの生成とエネルギー効率の向上への支援、自社の事業活動や販売商品に関連する事業活動における淡水消費量の削減などが含まれていました。

**活動:** 最終的にこの銘柄については購入を見送ることとしましたが、その理由はいくつかありました。当社の判断としては、各プロジェクトにおいて満たす必要のあるサステナブル基準の最低水準が明確でなく、またサプライヤーの製造方法や使用済み製品の廃棄による環境負荷を抑制するための取り組みが不十分でした。

このような判断が正しかったことを裏付けたのは、同社のサプライチェーンに関して最近生じた論争でした。サプライヤーがバングラデシュ、カンボジア、エチオピア、ミャンマー、フィリピンの縫製工場で労働者に適切な賃金を支払っていなかったという疑惑などが取り沙汰されました。また同社は、アジアやアフリカの国々で使用済み衣料品の廃棄を行い環境破壊を引き起こしたことについても批判を受けています。

当社のレビューでは、債券で調達した資金が紐づけられているプロジェクトは十分に野心的ではなく、当社のグリーンボンド・ファンドが最も重要視している「環境を著しく阻害しない」という要件を満たしていないとの結論に達しました。

2024年5月、当社は他の機関投資家1社と共同でH&M Groupの経営陣と電話会議を行い、当該債券の購入を見送った理由を説明しました。その席で、この機関投資家も当該債券について当社と同様の結論に至ったことがわかり、当社にとって励みとなりました。

**成果:** 発行体は概してグリーンボンドの枠組みを頻繁に更新することがないため、H&M Groupの枠組みが見直されるまでには数年かかり得ると考えます。それでも、同社が電話会議における当社のフィードバックを検討し、今後より野心的なサステナビリティ目標の設定につながることを期待しています。

\* 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:

### First Resources\*ではサステナビリティが依然として課題(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姿勢で悪評を買い、論争の的となったことがあります。また、格付機関MSCIからも低いESGスコアを付与されています。この状況に関し、当社は同社とエンゲージメントを重ね、同社がどのような改善策を打ち出すかを見出そうとしています(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の48ページをご参照下さい)。

#### 株式投資におけるESG項目とウエイト

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)		553.5	160.0
総売上高対比のCO2排出量(トン/百万米ドル)		926.1	241.9
投資額百万ドル当たりの影響(米ドル)		-12,303.1	

■ 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:** 2023年3月に実施したアジア株式チームとのミーティングの結果、同社の事業がサステナビリティへのコミットメントに沿ったものであり、過去に批判を受けた生物多様性などに関する問題についても迅速に対応していることがわかりました。同社は2022年に自社事業の34%についてロビー団体「持続可能なパーム油のための円卓会議(RSPO)」による認証を取得しており、2020年の15%の2倍を超える水準となっています。これを受けて、2024年は競合企業のWilma International\*が達成している77%という認証取得率を計画通り達成できると考えました。また、MSCIのサステナビリティ・スコアに関しても、向こう2年間で改善するとの期待が持てました。最終的に、同社はサステナビリティ面で平均以上の企業であり、生産工程に関しては順調にサステナビリティ・パフォーマンスを向上させていると判断しました。

このようなポジティブな見方は、2023年12月に行ったエンゲージメントによって裏付けられました。同社は、川下事業拡大計画の一環として、同社が廃食油から燃料を生産する3億米ドル規模のプロジェクトを検討していました。この投資は、投資案件として有望であるだけでなく、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)の削減を促進するとともに、同社のサステナビリティ面での実績向上につながります。当時、最終決定は2024年内に行われるとのことでした。

しかし、2024年9月と12月に同社と再びミーティングを持つと、状況がそれほど単純でないことが判明しました。スコープ3排出量(同社の製品・サービスを使用する第三者による二酸化炭素排出量)の報告を含め、同社の短・中・長期のサステナビリティ・ロードマップについては、概して前向きな議論を交すことができました。同社は、2025年に取り組みをさらに進める意向を示しました。RSPO認証の取得に向けた継続的な取り組みと製造施設の監査についてもレビューを行いました。同社は事業におけるRSPO認証取得割合を現在の50%から2025年には67%に、2026年には100%へと引き上げることを目指していると述べました。



**成果:**2024年における同社とのエンゲージメントは前年ほどの成果が得られなかったものの、同社が進展を見せたことは心強かったと言えます。2025年には、同社はこれまでのスコープ1・2排出量削減への取り組みに加えて、スコープ3排出量の開示と具体的なカーボン・フットプリント削減目標の策定に注力していく予定です。サステナビリティは同社にとって引き続き中心的課題の1つであり、当社では、同社が生物多様性と持続可能な土地利用を重視する戦略にコミットしていると判断しています。

さらに同社は、環境面におけるパフォーマンスを向上すべく、インドネシアにおいてグリーン投資の機会を積極的に探究しています。しかし、経営陣は、サステナブル燃料油や廃食油燃料といった分野への投資については、資金面の不利な条件、そして実現性と経済的リターンへの懸念から、一旦見送ることを決定しました。その代わりとして、同社は工業用地の活用における新たなグリーン機会に注力しています。

当社では、同社のサステナビリティに対する取り組みの進展を引き続きモニターし、バイオ燃料開発プロジェクトを含む同社のサステナビリティへの取り組みが効果的な前進を見せるよう、エンゲージメントを継続していく方針です。

## ケース・スタディ:

### 系列企業グループに気候リスクを下げる政策を奨励(株式)

この日本の大手商社(系列企業グループ)は、エレクトロニクスから金融、重工業、エネルギーに至るまで、幅広い事業を手掛けています。

**問題:**同グループは、液化天然ガスおよびコークス用原料炭の関連資産を維持・拡大する計画を発表しましたが、液化天然ガスとコークス用原料炭はともに地球温暖化の原因であり、環境リスクやレピュテーション・リスク、「座礁資産」リスクを伴います。当社は、2023年6月の株主総会において、事業計画を気候変動に関するパリ協定に沿った内容にするとともに、多額の設備投資が2050年までにどのようにネットゼロ達成に寄与するかを開示するよう求める株主提案に賛成しました。

**活動:**2024年に入り、当社は、上記の株主提案の影響と同社の対応における変化について、同社と話し合いを持ちました。同社は、情報開示を改善させる必要性を認識しており、気候変動問題への対応について独立社外取締役と協議していることを明かしました。また、二酸化炭素排出量対策がすでに投資の意思決定プロセスに組み込まれていることを強調しました。

**成果:**当社では、上記の株主提案に賛成したこと、またその後に社外取締役との直接の話し合いを含め同社にエンゲージメントを行ったことで、同社の姿勢の積極化に寄与したと考えています。今後も同社へのエンゲージメントを重ね、気候変動リスクに関する開示や同リスクの軽減策においてさらなる改善を促していく方針です。

## ケース・スタディ:

### 有名食品企業の健全性を改善(株式)

この企業は日本の有名な健康食品グループです。

**問題:** 当社の株式運用部のリサーチにより、同社は低収益の医薬品事業を分離して中国事業で生じたキャッシュフローを有効活用する必要性が浮き彫りになりました。また、日本のサステナブルインベストメント部は、同社取締役会の高齢化や時代遅れの人事制度・企業文化が人的資本の有効活用の妨げになっていることを指摘しました。加えて、情報開示の不足も問題視されました。

**活動:** これらの問題を同社に提起した際、特に変化のスピードの遅さに懸念を示すと、同社も独立取締役からこの点を指摘されていることを認めました。また、若手社員を昇進させることが困難であることを同社も認め、当社からは、このことが若手人材の有効活用の阻害やモチベーションの低下につながる可能性を指摘しました。

同社は、当社の株式運用部のリサーチで指摘された問題点を認めてはいるものの、株主利益を向上する意欲が乏しいように見受けられました。当社のエンゲージメント後、懸念点の一部については確かに進展が見られ、同社は、財務状況だけでなくサステナビリティなどを含む幅広い項目をカバーした統合報告書を公表し、また医薬品事業の一部については売却を行いました。しかし、ガバナンスや企業文化に関しては、依然として改善すべき点が多く残っています。

**成果:** 日本のサステナブルインベストメント部と株式運用部が協働したことは、この企業を包括的に評価する上で極めて重要な役割を果たしました。この協働によって、同社に対する理解を深め同社の今後についてより徹底した評価を行うことができました。今後も、ガバナンスと企業文化の改善に向けた同社の取り組みをモニターしていく方針です。





原則  
8

## 署名機関は、サービス・プロバイダーに対してモニタリングを行い、責任を問う。

### 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。データ・プロバイダーの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にしています。レポートや見識の質および内容の深さに加え、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当該ベンダーがどれだけ効果的に提供してくれているかという点を考慮しています。また、マクロ的なサステナブル投資のトピックなどの理解をさらに深めるために、証券会社のESGリサーチ担当者とも情報交換を行っています。

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、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。モニタリングとして、適切な程度にて定期的にコンタクトを取り続けるほか、定期的なパフォーマンス評価が行われる場合もあります。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

当社では、データの大部分について大手データ・プロバイダーであるMSCIの1社に依存していることから、同社のデータをチェックし、そのデータ・セットの正確性や適時性、そして投資ユニバース全体にわたる一貫性を確保しています。さらに、MSCIがESG評価・データ商品提供機関に係る行動規範に署名しているという事実も幾分かの安心材料となっています。この規範は、ESG評価およびデータ商品の提供機関に明確な基準を導入するとともに、そうした機関が市場参加者全般とのやりとりにおいて取るべき行動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、ESG評価・データ商品提供機関に係る行動規範に関して、MSCIと定期的な対話を続けており、その一例として、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2024年の早い時期に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。

## 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。議決権行使助言会社は、リサーチや助言・推奨サービスを提供しています。当社は、投資先企業のガバナンスや戦略に関する議案に対して責任を持って議決権を行使することにより、スチュワードシップをしっかりと実践していく上で重要な役割を果たしていると認識しています。大半の議案については、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から受けた推奨を当社がどのように活用しているかについては、原則12のセクションのケース・スタディでご覧いただけます。

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。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。

この調査はISSが市場の期待を把握するために役立てられ、ISSのポリシーの更新が行われる際にお客様の方針とより一致したものとなるように参考にされています。

2024年のISS調査では、ポイズンピル（買収防衛策）や米国での役員報酬を含め、ガバナンスとサステナビリティに関する様々なレベルのトピックが取り上げられ、当社グローバル・サステナブル・インベストメント部門のメンバーがDEI（ダイバーシティ、エクイティ、インクルージョン）方針、社外取締役の任期、株式持ち合いなどに関する当社の見解を提示しました。当社がISSの推奨に反する議決権行使を行うケースの例については、原則9および原則12のセクションのケース・スタディで紹介しています。

ISSは、2022年に英国スチュワードシップ・コードの署名機関から除外されましたが、その後改めて提出した報告書が承認されて現在は署名機関となっています。入手可能なISSの最新の報告書は未だに2022年時点のものです。当社では、アップデート版を提供可能となり次第通知してもらうようにISSに働きかけています。英国スチュワードシップ・コードの今度の改定案では、初めて、特にスチュワードシップ・サービス・プロバイダー（議決権行使助言会社を含む）への適用を目的とした原則が導入されています。これは、スチュワードシップ・サービス・プロバイダーが提供するサービスの重要性を反映したものです。当社としては、ISSがこれを機会と捉え、レポートの内容を改めて、自らの活動とその影響をより重点的に取り上げていくことを期待しています。

## 成果

当社のレポートिंग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、そのような要請に応えるためにサービス・プロバイダーに求めるデータに関する当社の要求水準も高まっています。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ります。カバーしている対象が少なすぎてレポートिंग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、透明性の確保に真摯に取り組んでおり、対外的なコミュニケーションにおいてそうした限界を指摘し続けています。（運用チームから独立している）ESGデータ&レポートング・チームにより当社の最低基準を満たしてい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、これが必ずしも当該情報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、当社では必要に応じて、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整備しています。なお、基本的には、投資先企業に関する当社の深い知見に基づいて誤ったデータを修正することで、投資の基本方針やレポートが可能な限り最新の情報に基づくものとなるよう努めています。



原則  
9

## 署名機関は、資産価値の維持または向上のため、発行体企業とのエンゲージメントを行う。

### 活動

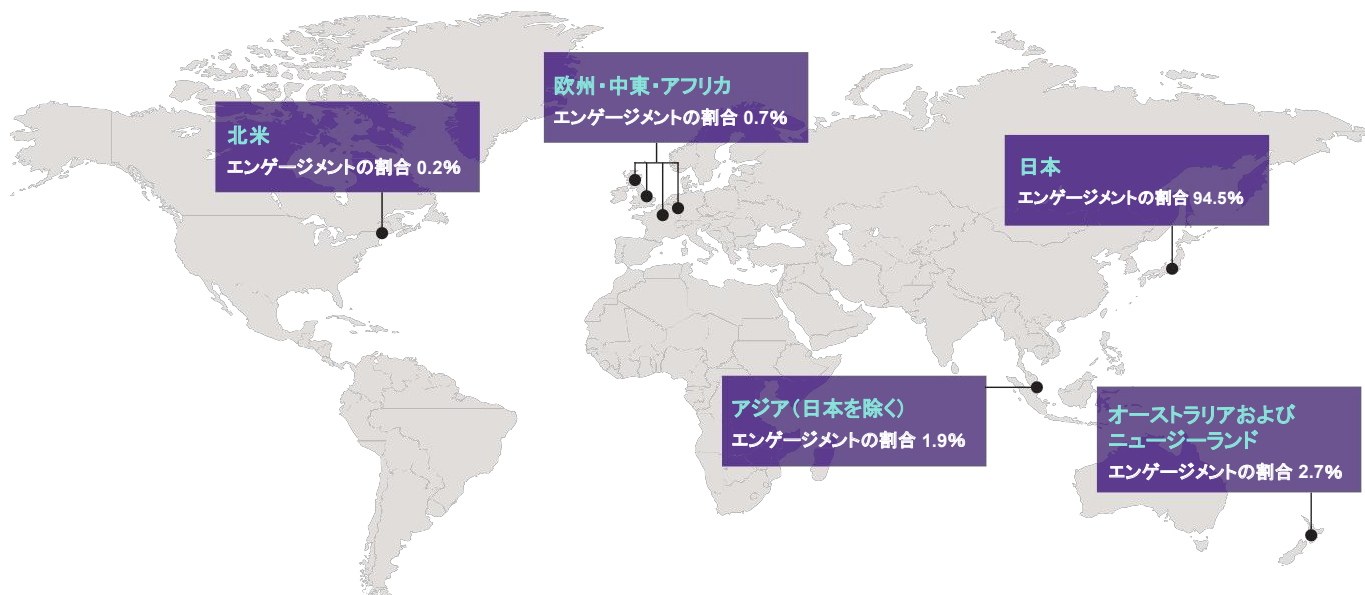
当社では、資産運用会社として、エンゲージメントとスチュワードシップが当社のフィデューシヤリー・デューティーの本質的な部分であると認識しています。投資先企業との積極的なエンゲージメントは当社の運用プロセスに組み込まれており、お客様から託された資金を運用する会社としてスチュワードシップの責務を十分に果たす上で不可欠な役割を担っています。本レポートでご説明している戦略については、「責任投資に対するアモヴァ・アセットマネジメントのコミットメント」および「アモヴァ・アセットマネジメント議決権等行使ポリシー」と併せてお読み下さい。

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、多くの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る可能性があり、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の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<sup>6</sup>で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。これは長年取り組んでいるプロジェクトであり、日本株の有力投資家として、バイサイド限定で行われる国内大手企業の経営陣とのエンゲージメントによく招待される数少ない会社の1つとなっていることは、当社にとって励みになっています。また、東証が近年要請しているコーポレート・ガバナンス改革を受けて、国内企業との建設的なエンゲージメントが引き続き拡充されていることも歓迎しています。

下の地図は、2024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います<sup>7</sup>。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。

### ESGエンゲージメント数の地域別割合\*

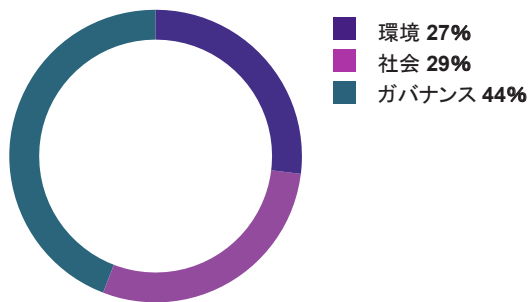


\*上記割合は2024年(暦年)実績。合計は四捨五入の関係で一致しない場合がある。

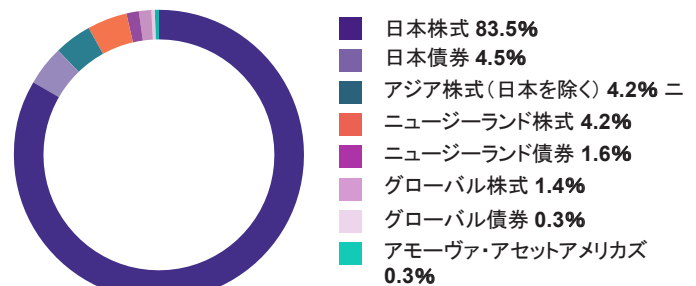
6 当社のパッシブ・ポートフォリオは、日本のインベストメント・テクノロジー運用部の一部であるパッシブ運用チームによって運用されており、様々な資産クラスにわたってパッシブ運用商品を提供している。

7 ESG関連以外の課題に関するエンゲージメントも多いことから、エンゲージメント総数はここに示されているESGエンゲージメント数よりも多い。

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\*



\* 上記割合は2024年(暦年)実績

## 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。こうしたモニタリング・指針提供を通じて、ESG情報開示の拡充やESGのベスト・プラクティスといった方針の定着を促すことで、企業行動を方向付けポジティブな変化をもたらすことを目指しています。

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、最高財務責任者(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の担当者などとも常に対話をするようにしています。このように合意を形成しながら進める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ている通り、ESGは当社の運用プロセスに組み込まれており、運用チーム(グローバル・サステナブル・インベストメント・チームを含む)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。当社各拠点のESGスペシャリストも、時にはそれぞれの運用チームのアナリストやポートフォリオ・マネージャーと連携しながら、特定のテーマに関する協働エンゲージメントを行っています。例えば気候変動をテーマとしたものでは、NZAMiやCA100+、AIGCCの「アジア電力会社エンゲージメント・プログラム(AUEP)」における当社の取り組みに関連したエンゲージメントを展開しています。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については、いくつかの重要な課題を軸として決定されますが、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
- 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、最終的に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。

## 日本企業に対する当社エンゲージメントの効果測定

2024年には、当社が日本国内で展開したエンゲージメント活動の有効性を測定評価するプロジェクトを実施しました。その結果、エンゲージメント活動は企業価値に統計的に有意な好影響を及ぼし得ることが実証されました。

このプロジェクトでは、当社による問題点の特定、それに応じたエンゲージメントの実施から18ヵ月後の168社の株価リターンを追跡しました。エンゲージメントが成功した企業は、まだエンゲージメントが進行中だった企業に比べて大幅に良好な株価パフォーマンスを示しました。今回の分析では統計的有意性の確認にまでは至りませんでした。成功したケースのうち、ESGをテーマとしたエンゲージメントも企業価値向上にプラスであることが一定示唆されました。

ESG課題や他の課題に対するエンゲージメントがまだ進行中だった企業については、株価パフォーマンスの低迷が目立ち、課題を解決できないでいることが企業価値の低下につながっていることが示唆されました。なお、サンプル数が幾分少なく、株価パフォーマンス測定期間も比較的短いため、この分析に限界があることは確かです。また、株式保有比率や企業規模の違いが考慮されておらず、それらを考慮した場合には結果に影響が及んだ可能性もあります。

今回の調査に限界があったことは承知していますが、エンゲージメントを成功させることで企業価値向上への貢献が期待できることを確かに示す結果になったと考えています。また、改善が必要な点についてエンゲージメントを開始または継続することの重要性を確認できたほか、総じて当社によるエンゲージメントのアプローチが機能していることも再確認できました。当社では引き続き、データの蓄積を進めるとともに、エンゲージメントの効果測定精度を今後より一層高めていく手法を研究・開発していく計画です。





## 資産クラスおよび地域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・債券

当社の国内運用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。当社の情報源は、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通常の公開情報にとどまらず、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の1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注力分野の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。当社のESG戦略・枠組みを統一して強化していく取り組みに沿って、同部は2024年にエンゲージメントの定義を改良し、「中長期的な企業価値向上を促すための課題について意見表明を行った対話」としました。こうした幅広い定義の下、当社の国内運用チームではエンゲージメントのカテゴリーを「環境」、「社会」、「ガバナンス」、「その他」の4つに分け、気候変動、DEI（ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョン）、コーポレート・ガバナンス、企業収益、資産効率、株主還元などの様々なテーマに対応しています。

### 日本企業に対する当社の重点ESGテーマ

日本のサステナブルインベストメント部では、国内投資先と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向上に寄与すると考える重点ESGテーマを設定しました。各項目を以下に列挙します。

- 環境 — 脱炭素化社会に向けた取り組み
- 環境 — 生物多様性
- 社会 — 人的資源と生産性
- 社会 — ダイバーシティ
- 社会 — 人権
- ガバナンス — ガバナンスの実効性

日本のサステナブルインベストメント部は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活用することで、株式運用部全体にわたる体系的かつ効果的なエンゲージメントの実施やポートフォリオ・マネージャーとセクター・アナリスト間の連携促進を実現しています。これに、各段階に分けられた体系的なモニタリング・プロセスを組み合わせることで、当社によるエンゲージメントの効果のモニタリングや測定評価の有効性がさらに高まると考えています。各エンゲージメントの実施後、進捗状況を追跡するためにレポートが作成され、社内で共有されます。また、アクティブ運用ポートフォリオ・マネージャーへのフィードバックも行います。

当社が日本国内の投資先企業に対してどのようにエンゲージメントを行っているかを具体的に示した例については、本セクションで後ほど紹介するケース・スタディや本レポート内の様々なセクションで紹介するケース・スタディをご覧ください。

### 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関連のもの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。根本的には、エンゲージメントとは継続的に働きかけていく取り組みであると考えています。

### 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や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係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・アクションに関与してしまふ事態は回避するようにしています。

### アジア株式（日本を除く）

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。持続的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。投資先のモニタリングを行う際、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。一方で、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。

### 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影響を及ぼし得ることや、長期にわたり持続的な利益創出に貢献し得ることを取り上げ、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。

企業経営陣と面談する際の目的は、その企業のESGに関する姿勢と今後見込まれる変化を把握することにあります。経営陣のESGに対する考え方を理解するべく努めるとともに、企業がESGのベスト・プラクティスを採用するように奨励します。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。そ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、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。また、お客様から託された資金を運用する者としてスチュワードシップ責任を積極的に果たすべく、時にはポートフォリオの枠を超えて、将来的に投資先候補とな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。

## 成果

エンゲージメントのプロセスは、短距離走ではなくマラソンのようなものです。また、前述の通り、当社は日本以外では規模が比較的小さい機関投資家であり、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、2024年もポートフォリオでの保有を問わず、新規開始および継続した企業とのエンゲージメントにおいて引き続き前進を遂げました。後退が見られたケースも多少あったかもしれませんが、それら以外では、当社による経営陣への働きかけを受けてサステナビリティ、社会的課題、ガバナンスへの対応を大幅に積極化させる流れが見られました。そのなかには、当社が粘り強く数年間にわたって対話を続けてきた結果であるものもありました。当然ながら、そうした対話は、当社内のチーム（株式チームと債券チームなど）が一丸となって取り組んだ時により一層効果を発揮しました。協働での取り組みは当社内に留まらず、他の投資家と協力して企業に改善を促すことで、当社が展開するエンゲージメントの効果がさらに高まった事例も複数ありました。その詳細については、原則10のセクションをご覧ください。

総じて、多くの投資先企業において言葉を実行に移す動きが進み、当社によるエンゲージメントの効果が実証された年になったと考えています。現状に満足しているわけではありませんが、2024年のエンゲージメント活動も、スチュワードシップへの当社のコミットメントを極めて明確に示すものになっていると考えています。

## ケース・スタディ:

### 韓国の大手鉄鋼メーカーの温室効果ガス排出量削減における緩やかながら着実な進展(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を所有しています。当社では、同社銘柄を債券と株式の両ポートフォリオで保有しています。

**問題:** 当該グループの上場子会社であるPOSCO Internationalは、ニューギニアにおける森林伐採の一因となっているとの批判を受けています。これを受けて、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ました。しかし、当社が同社へのエンゲージメントを行った2023年までは、自然により優しい事業の在り方を促進する企業イニシアチブ「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、グループ内の他の会社がすべてTNFDに署名しているとともに、同社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でした。

POSCOグループは2050年にネットゼロを達成するための二酸化炭素排出量削減ロードマップを策定していますが、短期の目標については、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計画の採用を企業に働きかけているScience Based Targets initiative(SBTi)が目指している水準に満たないと考えました。

下図は、当社の運用チームが同グループ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。

**活動:** 2023年9月、アジア債券チームの代表が同グループとミーティングを持ちました(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の62ページをご参照下さい)。同社の二酸化炭素排出量削減戦略に関する懸念を伝え、国際的なサステナビリティ目標への署名を促すことが目的でした。話し合った具体的なESG課題は、子会社POSCO InternationalがTNFDに署名するかどうか、SBTiについての意向、「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などでした。

同グループは、POSCO InternationalにTNFDへの署名を促す方針であると述べました。一方、SBTiへの準拠については、脱炭素化への政府の補助金制度がないことから、実現が難しいと強調しました。

当社では、炭素集約度を低減する計画の一環として、POSCOが100%水素を使用し結果的に二酸化炭素排出量を削減するプロセスで「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。

2024年初めに再び当該親会社とミーティングをもった際、POSCO Koreaの温室効果ガス集約度が2022年から2023年に約1.5ポイント改善し、2017年~2019年の基準値からは約3.3%改善していることが確認できました。しかし、同社の炭素削減計画(2030年までに二酸化炭素排出量を10%削減するなど)は、SBTiが求める水準にはまだ遠く及びません。さらに同社は、温室効果ガス発生量の多い高炉ではなくより環境に優しい電気炉を使用しているにもかかわらず、スクラップ鋼(鉄鋳石を使用するよりもエネルギー消費量が少ないため製鉄工程を「よりグリーン化」できる)の使用目標が先進国で操業する同業他社に比べて依然として低い水準にあります。現時点では、アジアの大半の競合他社は依然として主に石炭を燃料とする高炉を使っていることから、同社が製鉄工程のグリーン化を進めれば競争力の後退につながるでしょう。

一方で2024年には一定の前進も確認できました。6月には、POSCO InternationalがTNFDの諮問機関であるTNFDフォーラムへの加盟を認められました。同社は今後、生物多様性についてTNFD ガイドラインに沿った情報開示を行っていくことを明言しました。

**成果:** POSCOには、二酸化炭素排出量削減や生物多様性をはじめ、幅広い分野で改善の余地が残っています。当社では、モニタリングとエンゲージメントを継続し、変革の加速を促していく方針です。それでも、緩やかながら進展が見られていることは心強い傾向であり、株式・債券の両チームの代表がエンゲージメントに加わったことで、当社の要望に応じてもらいやすくなったと引き続き考えています。

#### 投資判断にとって重要なESGテーマ

環境: 温室効果ガス	二酸化炭素排出量、クリーン・テックの機会	環境: 水	衛生・安全、製品の安全性・質	環境: ガバナンス	所有、腐敗・不安定性、取締役会
------------	----------------------	-------	----------------	-----------	-----------------



## ケース・スタディ:

### 石炭の使用廃止で牛乳の製造過程を「グリーン化」(株式)

a2 Milk\*はニュージーランドの乳製品・栄養食品メーカーです。

**問題:** a2 Milkは、A2型タンパク質が天然に含まれているブランド乳製品の販売を手掛けています。A2型タンパク質のみが含まれる乳製品は、A1型とA2型の両タンパク質が含まれている通常の牛乳から作った乳製品に比べて、消化しやすいと言われています。同社は、本社を置くニュージーランドだけでなく、オーストラリア、中国、北米でも事業を展開していますが、従来、加工・製造を第三者に委託してきたため、固定資産をそれほど多く必要とせず、また、必要資本も比較的少額で済んでいました。

2021年、同社は上記の企業戦略を転換し、ニュージーランドに栄養食品専用の生産施設を擁するMataura Valley Milkの発行済株式の75%を取得しました。買収の理由として同社が挙げたのは、サプライヤーの分散強化でした。また、Matauraの残り25%を保有している中国国有企業China National Agricultural Development Groupがa2 Milkの中国における物流・販売パートナーChina State Farmの親会社であることなどから、市場アクセス・リスクも低減できるとのことでした。

**活動:** 当社はこの買収について懸念を抱きました。当該買収は、同社のビジネス・アプローチが純粋なブランドオーナーから資本集約型の垂直統合モデルへと変わることを意味するからです。懸念の主な要素の1つは環境問題で、Matauraが牛乳の乾燥に石炭焚きボイラーを使用していることでした。

同社との話し合いにおいて、当社は二酸化炭素排出量状況とその低減方法に関し同社へのエンゲージメントを定期的に行いましたが、議題には生産工程の電化も含まれていました。最終的に、Matauraは乾燥工程の動力を電力に転換し、石炭焚きボイラーを高圧電極蒸気ボイラーに置き換えて2024年度内に稼働を完了させました。

その結果、同社はスコープ1・2の温室効果ガス排出量(自社における直接排出量と自社が購入するエネルギー起源の間接排出量)を45%削減することができました。一方、同社は、供給を受けるエネルギーの(市場ベースのメカニズムで)100%が再生可能エネルギーであるとの認証を受けた電力の調達契約を締結しました。

**成果:** 当社は、アクティブ運用の投資家であることにより、企業に対してエンゲージメントを行うことができます。また、エンゲージメントを行う投資家が多くあるなかで、同社が当社の意見に耳を傾け対応してくれたことを嬉しく思っています。財務的にマイナスの影響が生じることを承知しながら、耐用年数が残っていた石炭焚きボイラーの使用中止とより割高な認証済み再生可能エネルギーへの転換を決断したことは、注目に値します。当社、そして同社は、この決断が長期的な企業価値の向上につながるかと考えていますが、同時に、特に業績面への短期的な影響を含め複雑なトレードオフが関わるということを再認識できたのは有益でした。



## ケース・スタディ:

### 目標を見失わず(株式)

日本の電子機器メーカーである当該企業に対し、当社は長年にわたってエンゲージメントを重ねてきました。このことは、変革を促すには忍耐強さと粘り強さの両方が必要であることを示しています。

**問題:** 2022年度には中国が売上高の約28%を占めるなど、同国はこの企業にとって最大の市場となっています。当社は、米中貿易摩擦が製造機器の出荷に与え得る直接・間接的な影響について懸念していました。2022年6月に発表した5か年の中期経営計画では当該リスクについての明確な言及がなく、事業にとっての重大な脅威から経営陣が目をそらしているのではないかという懸念につながりました。

**活動:** 当社は、同社の経営陣と面談した際、当該リスクについて懸念していることを伝えるとともに、同社の規模や幅広い海外展開を考えると、社外取締役が3名のみというのは不十分ではないかと指摘しました。また、同社

のグローバルなプレゼンスを考え、外国人の社外取締役を選任することを勧めました。同社は、地政学リスクに精通した重要な社外取締役が退任したことと言及し、その穴を埋める意向を示しました。

**成果:** 2024年6月、同社は資本市場および地政学のリスク管理に豊富な経験を有する経済アナリストを社外取締役として迎えました。この任命は、よりグローバルな視野を持った取締役会への転換という当社の期待に応えるものだと考えます。選任に至るまでには当初のミーティングから約1年半を要しましたが、これは、優れた社外取締役候補を見つける必要性を同社が認識していたことを反映しているとみています。

## ケース・スタディ:

### 取締役会のモチベーションの不整合を修正(株式)

この企業は日本の大手警備サービス会社です。

**問題:** 当該企業は強固な顧客基盤と技術力を誇りますが、取締役会の指名委員会および報酬委員会の委員長がいずれも社内取締役であったため、両委員会の有効性について懸念を持ちました。さらに、取締役報酬に占める株式報酬の割合が低いことから、取締役のインセンティブと株主利益とのアラインメントについても懸念が生じました。

**活動:** 当社は、ガバナンス体制および取締役報酬の方針について同社にエンゲージメントを行い、株主重視姿勢の強化の必要性を強調しました。同社は当社の懸念を認識し、報酬体系の見直しを検討する意向を示しました。2023年の年次株主総会においては、当社は役員報酬の大部分を自社株の長期保有に連動させるという株

主提案に(ISSの推奨に反して)賛成票を投じました。そのような報酬体系により、株主利益とのアラインメントが強化され、短期的な業績よりも中長期的な企業価値の向上との連動性を高められるからです。

**成果:** 同決議案に対する賛成票の割合は23.7%にとどまり可決には至りませんでしたが、2024年になると同社は、指名委員会および報酬委員会の両委員長に社外取締役を任命すること、および取締役の株式報酬の割合を5%から20%に引き上げることを発表しました。当社のエンゲージメント、そして上述の株主提案への賛成票が、このようなポジティブな変革に貢献したと考えています。当社では、ガバナンス体制と取締役報酬の方針を引き続きモニターしていく方針です。

## ケース・スタディ:

### ドイツの不動産会社で科学的根拠に基づく気候変動対策を促進(債券)

Vonovia\*はドイツの大手不動産会社です。

**問題:** 当社のグローバル債券チームでは、同社の気候変動対策には改善の余地があるとみていました。同社は、保有住宅における二酸化炭素排出量の削減や建設・改修活動におけるサステナビリティ性向上など、環境に重要な影響を及ぼす分野において多くの目標を設定していました。しかし、同業他社とは異なり、同社の目標は保有資産の89%しかカバーしておらず、また科学的根拠に基づいた認証も取得していませんでした。

**活動:** 当社は2023年に同社へのエンゲージメントを行った際、気候関連目標の対象範囲を保有資産の100%に拡大し、それらの目標について国際的な科学的検証機関SBTiの審査を受けるよう働きかけました。同社は、「気候変動対策計画」の策定に着手した時点では、SBTiがまだ当該業界向けの基準を公表していなかったと説

明しました。また、ドイツの有力応用研究機関であるフラウンホーファー研究機構とともに気候変動対策計画を策定し、2022年には科学的根拠に基づいた検証を受けたとのことでした。当社は、同社に対し、業界の最新のベスト・プラクティスに準拠し、より厳しい基準の検証を受けることを勧めました。

**成果:** 同社はSBTiの審査を受ける意向を示し、これによって目標達成への決意をさらに強めることが期待されました。当社の期待通り、同社はその後、目標の範囲を拡大し水準も厳しくしました。2024年4月、同社の気候関連目標はパリ協定の1.5°C目標と整合的であることが確認され、SBTiの認証を受けました。

## ケース・スタディ:

### スウェーデンのテクノロジー・グループではガバナンスが引き続き議題(株式)

Hexagon\*はスウェーデンを本拠地とする産業技術グループです。

**問題:** 米国の空売りファンドViceroy Researchは2023年、Hexagonに対し多くの疑惑を申し立て、同社の株価を下落させました。

**活動:** 空売り攻撃を受けた後、当社は同社に対し、独立取締役を選任すること、そして経営陣の重要業績評価指標(KPI)およびインセンティブ目標の報告を改善することを促しました。2024年4月の年次株主総会では独立取締役が2名選任され、独立取締役が取締役会の過半数を占めるようになりました。

それでも、当社の議決権行使助言会社であるISSが推奨した通り、監査委員会および報酬委員会の構成には改善の余地があると考え、年次株主総会において監査委員会のメンバーに反対票を投じました。

一方、重要社員向け株式報酬については、パフォーマンス目標が開示されていないことを理由に、ISSの推奨に反して反対票を投じました。また同様に、オラ・ローレン前CEO(最高経営責任者)の会長再選についても、ISSの推奨に反して賛成票を投じました。当社は、前CEOが会長を務めることは必ずしも理想的とは言えないものの、事業運営の構築において重要な役割を果たしてきた前経営陣メンバーの知識と知見を活用することで、事業を強化できる場合もあると主張しました。また、経営陣との議論を通じて、ローレン氏が新CEOに十分な権限を委譲することを確認できました。

**成果:** 年次株主総会では、経営陣によって出された決議案がすべて可決され、ローレン氏が再選されました。当社では、強化された取締役会が目標に沿った経営を行っていくよう、同社を引き続きモニターしていきます。



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場合もあります。そうしたケースでは、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パフォーマンスに影響を及ぼしやすくなる可能性があります。投資家の協働の取り組みは多くの地域で増加しつつありますが、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われていないところもあります。例えば、アジアでは、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見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。当社は、これまで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。議論が進んで制度改定が実現し、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、物言う投資家、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。原則9のセクションで議論した通り、多くの事例において、このように当社内で協働して行ったエンゲージメントが実を結んだと考えています。ケース・スタディについては、下の成果のセクションをご覧ください。

共通の目的の下に他の株主や外部の組織と協働するかどうかを選択する際、当社の各地域の運用部門は概して以下の基準を適用しています。

- 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方針と合致しているか
- 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

当社では、多くの取り組みにおいて他の株主と力を合わせてスチュワードシップの強化を推進し、引き続き前進を遂げたと考えています。その大部分を占めたのは、サステナビリティや気候変動という課題に立ち向かうように企業に促す取り組みでした。その例として、CA100+やアジア電力会社エンゲージ

メント・プログラム、Nature Action 100、CDPの下、日本の重工業グループやインドネシアの電力会社における二酸化炭素排出量の削減の取り組みから、日本の複数の総合商社におけるダイバーシティの促進に至るまで様々な協働エンゲージメントを実施しました。これらはいずれも、各組織に加盟する他の株主と協力して変化を促した事例であり、次頁以降のケース・スタディで紹介しています。その他にも、業界団体に

メンバーとして積極的に参加し、企業とのエンゲージメントを通じて業界全体の共通基準の導入に取り組んでいるケースもあります。そうした団体の例が「自然関連財務情報開示タスクフォース」や「科学的根拠に基づく目標イニチアチブ」などで、原則4のセクションにおいて詳細に取り上げています。

## ケース・スタディ:

### インドネシアの大手電力会社における変革を継続的にモニター(債券)

当社グループは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。前回の本レポートで述べた通り(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の68ページをご参照下さい)、AIGCCとの協働の一例として挙げられるのが、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)\*とのエンゲージメントです。国有企業であるPLNはインドネシアの有力な発電・送配電会社で、同国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:** 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、いくつかのコミットメントが確実に実行されるよう、同社の取締役会および経営陣と数年にわたってエンゲージメントを続けています(2023年4月発行「英国スチュワードシップ・コード2020へのアモーヴァ・アセットマネジメントの報告書」の65ページをご参照下さい)。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。

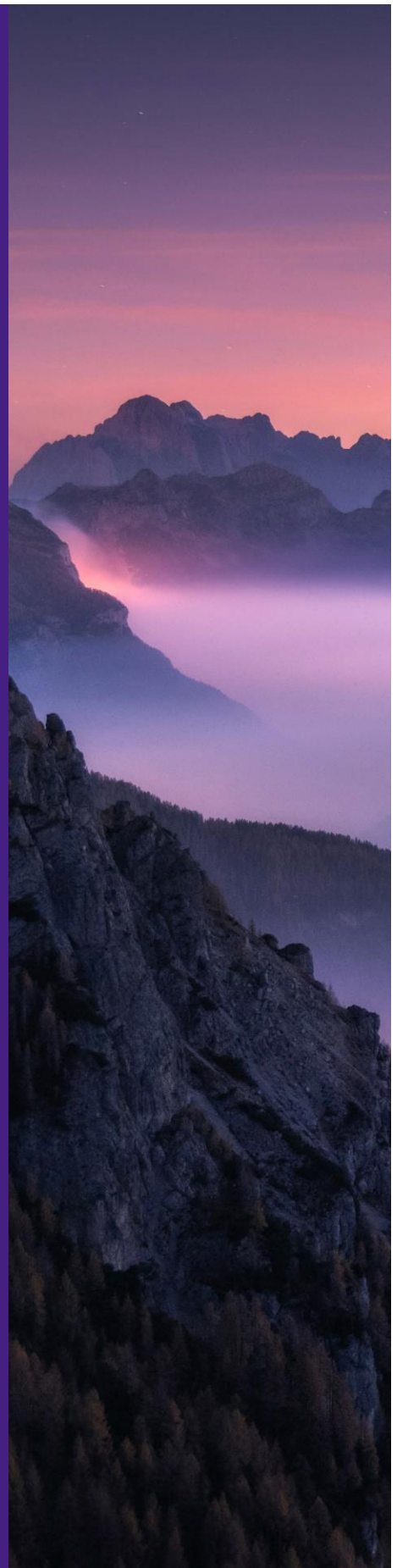
**活動:** PLNとのエンゲージメントのなかで盛んに議論されたのは、発電容量における石炭の早期段階的廃止です。AIGCCのAUEPエンゲージメントの一環として、当社は2023年にPLNと2回のミーティングを行いました。

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。

6月には、AUEPに加盟している他の投資家やインドネシアの財務省など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ラウンドテーブル会議を行いました。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、国有の公益事業会社としての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、投資家が期待することなどを議論しました。

国際エネルギー機関(IEA)によると、インドネシアは現在、エネルギー需要の80%超を化石燃料で賄っています。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2040年までに65%、2060年までに85%に引き上げ、残りの15%は原子力発電で賄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す。そのため当社では、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。同社はこれまでのところ概ね前向きな反応を示していますが、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も率直に認めています。

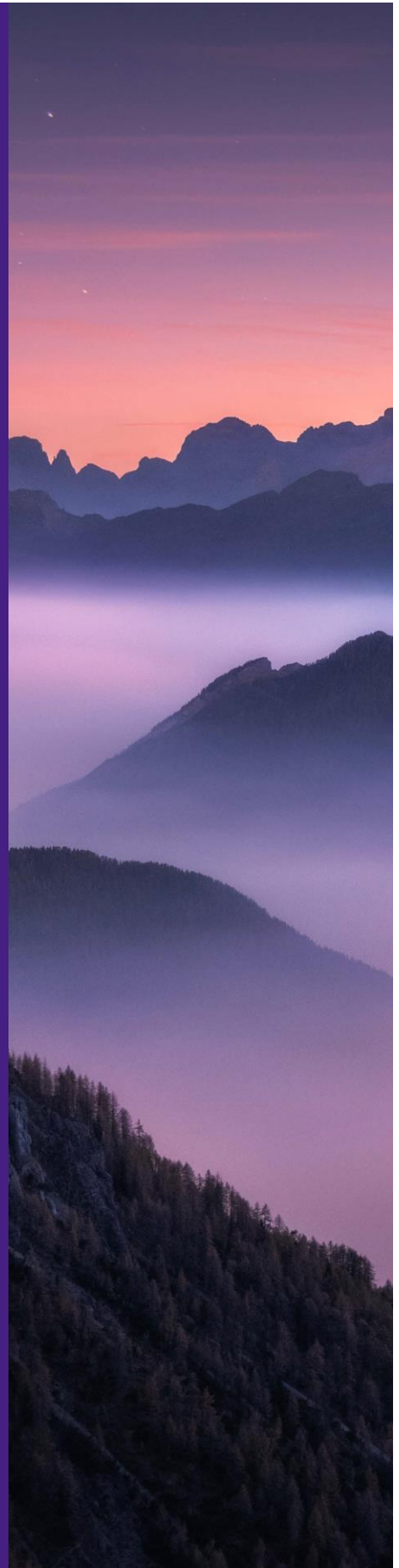


2023年6月のミーティング以降、PLNは2カ所の石炭火力発電所を予定より早い時期に閉鎖することを発表しました。1カ所に関しては、2023年12月のCOP28気候カンファレンスで、(同発電所の独立オーナーである)PLN、アジア開発銀行、インドネシア投資庁の間で交わされた条件付き合意により、同発電所の電力供給義務は、当初想定されていた2042年7月ではなく、2035年12月に終了することになります。

2024年も当社は、AIGCCの枠組みの下、引き続きPLNとエンゲージメントを行いました。その議題の中心はインドネシアの2カ所の発電所の閉鎖でした。閉鎖に関しては、政府の承認を取得するまで行動を起こすことができません。現在のところ、両発電所の閉鎖がいつ承認されるかは不明ですが、閉鎖のコストが異なること、そして電力供給システム全体に与える閉鎖の影響が異なることから、同時に承認される可能性は低いと考えます。

**成果:** PLNは、2022年に協働エンゲージメントを開始以降、石炭火力発電容量を大幅に削減するとともに、石炭火力発電による電力の購入契約を解除するなど、脱炭素化の取り組みにおいて順調なスタートを切りました。また、新たな石炭火力発電所の開発の中止の合意に加え、既存の発電所の操業を停止することに着手しました。

一見すると、進行のペースがやや遅いきらいがありますが、2カ所の発電所を閉鎖するという決意は、発電事業においてゼロカーボンへ移行するという同社のコミットメントの証しだと当社は考えています。進むべき道筋は明確です。これまでの成果は、投資家が協働して何年にもわたり忍耐強くプレッシャーをかけ続けることの有効性を示すものです。1債権者として当社が与えられる影響は大きくありませんが、この数年でPLNに起きたことを振り返ると、たとえ1債券保有者の影響力が大きくなくても、多くの債券保有者が協働することを通じて何かを実現させることが可能です。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の脱炭素化プロセスを加速させることに引き続きコミットしていきます。





## ケース・スタディ:

### 重工業グループにおける二酸化炭素排出量削減の強化(株式)

この企業は航空宇宙産業からエネルギー、産業機械まで幅広く手掛ける日本の大手重工業グループです。

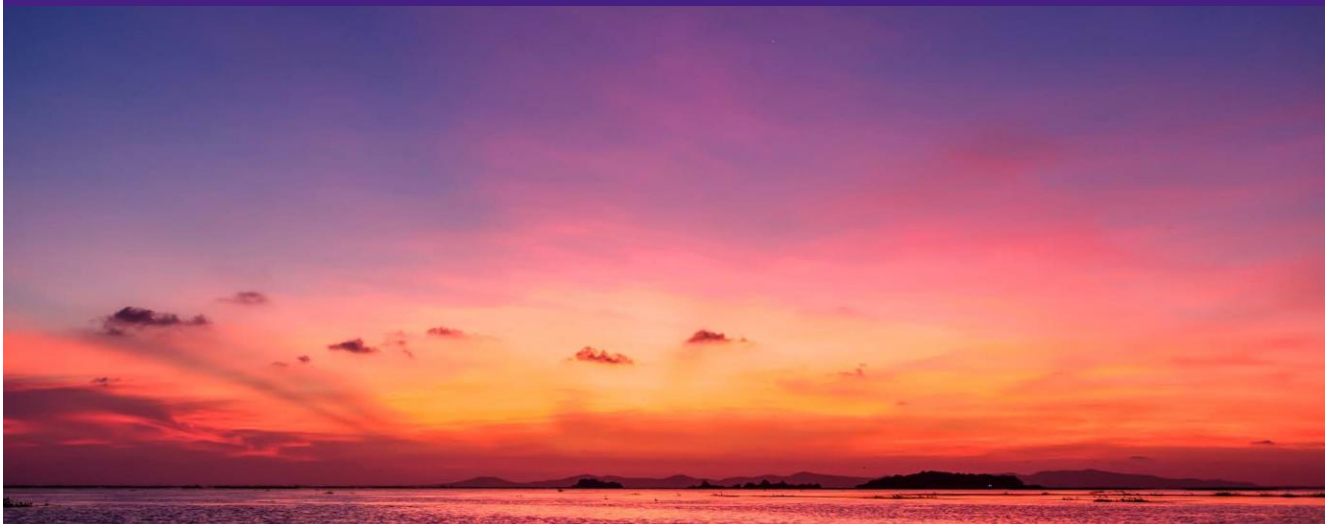
**問題:**機関投資家により2023年に設立された気候変動に関する協働エンゲージメントのイニシアチブ「CA100+」において、この企業グループは対象企業に選定されました。共同投資家代表である当社は、志を同じくする他の投資家と協働して、この企業グループとのエンゲージメントを主導しています。

**活動:**まず、2023年11月に同社のCFOと初めてミーティングを持ち、さらに2024年7月に2回目のミーティングを実施しました。2回目のミーティングにおいて、ガスタービン・コンバインドサイクルの発電所、化石燃料を使用する発電所における水素・アンモニア混焼発電、二酸化炭素回収・有効利用・貯留(CCUS)など、同社の脱炭素化技術の開発が進展していることが確認できました。温室効果ガス削減の進捗を経営陣の報酬に連動する重要業績評価指標(KPI)として採用する可能性について質問したところ、慎重ではあるが前向きに検討するとの回答が得られました。ロビー活動については、今後、統合報告書においてその内容の開示に努めるとの回答が得られました。

2025年1月、当社はカリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)や他の投資家とともに、同社の二酸化炭素排出量削減目標について話し合いました。同社は、2040年までに全事業におけるカーボン・ニュートラルの達成を目指しています。現在までに、同社は広島県の製作所における二酸化炭素排出量を98%削減することに成功し、年間約1万トンの排出量削減を達成するなど、心強い進展を見せています。今後、この種の低炭素技術が他の工場でも導入される予定です。

**成果:**同社の脱炭素化プロセスの進展や協働投資家との議論を受けて、当社は同社の排出量目標を修正しました。同社のスコープ3排出量(他社が自社の製品やサービスを使用することで生じる排出量)目標は、世界が削減目標を達成できるような水準に合わせて調整する必要が生じるでしょう。今後当社は、スコープ1・2排出量(自社が直接・間接的に排出する量)を重点的にモニターすることになりました。

当社は、CA100+の枠組みを通じたエンゲージメントを継続し、毎年ミーティングを持つことを目指しています。同社がより環境に優しいエネルギーへの移行の加速に貢献できるか、そしてそれを、例えば効率の高いガスタービン・コンバインドサイクルの発電所の受注につなげられるか、モニターしていきます。より直接的には、カーボン・ニュートラル目標の進捗状況を、引き続き株主総会での議決権行使における投票判断材料の1つとします。



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のエスカレーションを実施する。

### 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、満足のいく進展が見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。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、ケース・スタディで紹介しているように、企業

経営陣に働きかけて変化を促す場合があります。また、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。

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のアナリスト、または株式運用部のセクター・アナリストが各チームと適宜連携しながら分析評価を行います。アナリストは、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に取り組みます。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。エンゲージメントによってガバナンス面の問題や論争を解決できない場合には、議決権行使を通じて懸念点に関する働きかけを強めることもあります。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、当該銘柄の保有解消を選択する場合もあります。

その他にもエスカレーションが適切となる場合があり、2024年に働きかけの姿勢を強めた分野が、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、ネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブへの加盟や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いるとともに、日本における気候関連の株主提案への支持も強めています。

当社では、入念に検討を重ねた上で議決権を行使しています。対象企業や議案提案者との協議、社内での議論を経た上で判断するのが通例です。そうしたなかでも、2024年は国内の気候関連の株主提案議案の大部分に賛成し、これまでの年に比べて賛成比率が大幅に上昇しました（例として2023年の賛成比率は50%程度）。公開データに基づく、当社は2023年および2024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。また、気候変動関連の株主提案議案に関する日本の国内株式議決権行使基準の詳細や最新の改定内容については、当社のホームページで好評しています。活動事例については、原則7のセクションのケース・スタディ「系列企業グループに気候に優しい政策を奨励」や原則12のセクションのケース・スタディ「日本の大手銀行で気候変動対策方針をサポート」をご覧ください。



## 成果

既述の通り、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。こうした制約が障害となって、アジアの企業に対しては他の投資家とチームを組んで変化を推進していくことができない場合があります。

しかし、気候変動に関する問題を中心として、必要な場合には協働での取り組みを避けることはありません（原則4および原則10のセクションを参照）。また、企業とのエンゲージメントが効果を生まなかった場合には、躊躇することなく働きかけの圧力を強め、経営陣提案議案に反対票を投じることや、（可能な場合）保有を解消することもあります。当社のアプローチは、いくつかの例を通じて説明するのが最もわかりやすいでしょう。後述のケース・スタディでは、当社が経営陣提案議案に反対票を投じる場合があることや、たとえその時点では議案が可決される結果に終わったとしても、ガバナンスの改善をもたらすなど、長期的に見ると非常に有益な影響を及ぼし得ることを実証しています。

## ケース・スタディ:

### 減益決算にもかかわらず役員報酬を増額(株式)

この企業は先進諸国で事業を展開する日本の大手投資銀行・証券会社です。

**問題:** 同社では、2022年3月期決算で自己資本利益率が低下したにもかかわらず、最高経営責任者（CEO）の変動報酬が増額されました。この決定を受けて、CEOの報酬がはたして株主利益と合致しているかという懸念だけでなく、役員報酬の報告およびガバナンス全体に対する疑念が生じました。

**活動:** 当社は、2023年5月と2024年5月に同社とミーティングを持ち、役員報酬の決定方法に関する詳細な説明と開示の必要性、そして変動報酬額の妥当性を見直すことの重要性を強く訴えました。同社は当社のフィードバックを受け入れ、開示を改善させる意向を示しました。

**成果:** 同社の情報開示は内容が増えていますが、役員報酬額の決定方法の透明性や妥当性については懸念が残ります。当社はエンゲージメントのエスカレーションを行い、報酬委員会の取締役2名の再任に反対票を投じました。両名は結果的に再任されましたが、賛成票率はそれぞれ79%と83%で、他の取締役の賛成票率（89～94%）よりも低い結果となりました。当社は、同社へのエンゲージメントを継続し、改善を促していく方針です。





## 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企業に対して粘り強さとチームワークが結実(株式)

この日本の大手企業グループは、産業用セラミックスから半導体デバイス、太陽光パネル、医療機器など、幅広い分野の製品を製造しており、当社が運用する日本株式ポートフォリオとグローバル株式ポートフォリオの一部で同社株式を保有しています。

**問題:**不振が続いた同社の業績は、新社長のリーダーシップの下、ここ数年は徐々に改善してきています。しかし、自己資本利益率は依然として低水準にあります。この主因は、同社が他社と共同で設立し、その後出資持ち分を徐々に増大させた通信企業グループにあります。2022年3月末時点の持ち分は同社の純資産額の46%相当でした。このことに対する市場の評価は芳しくなく、株価純資産倍率(PBR)は1を割り込んでいます。

**活動:** 昨年の本レポートで述べたとおり(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の47ページをご参照下さい)、当社は2022年8月から2023年6月にわたって同社と8回のミーティング(うち社長とは3回)を持ちました。ミーティングにおいて、当社が同社の資本効率の低さや通信会社への出資の大きさを懸念していること、また、政策保有株式が純資産の20%を超えてはならないという当社の新方針に抵触していることを再三説明しました。

最終的に同社が打ち出した計画は、持ち分を簿価の5%分削減するという期待外れなものでした。これを受けて、日本株式運用チームとグローバル株式運用チームは、2023年の年次株主総会において、当社の議決権行使ポリシーに従い、社長・会長両名の選任に反対票を投じました。最終的に両名とも再選される結果となりましたが、賛成票率はそれぞれ66%と65%で、圧倒的な支持を得たとは言えない水準でした。

この行動が絶大な効果をもたらしたのは明らかで、2023年11月に開催された第2四半期決算説明会では、株式保有比率の見直しを検討していること、2024年秋までに改正案を策定する方針であることを社長が表明しました。また、株主総会において経営陣に対する支持が想定を下回ったことが、方針見直しの動機となったことも明らかにしました。

当社は2024年11月に再び社長とミーティングを持ちました。このミーティングの最大の目的は、同社の第2四半期決算説明会で発表された株式保有の大幅な削減方針についての意見交換でした。新たな削減計画では、5年間で保有株式の3分の1を売却します。

**成果:** その後、同社はさらに踏み込んだ削減策を決定しました。2025年2月に開催された第3四半期決算説明会で、保有株式の3分の1を売却する期間を2年に短縮するという計画が発表されました。同時に、自社株買いを次年度中に2,000億円(発行済株式総数の約9%相当)、さらに次々年度からの3年間に2,000億円実施する計画を発表しました。さらに、取締役の任期を2年から1年に短縮することも発表しました。

一連の発表を受けて、当社は再び社長とミーティングを実施し、当社の提言に対する行動計画を確認する予定にしています。これまでのところ、解決が困難に見えていた問題に対する当社の取り組み方法は正しかったと考えています。この例では、粘り強さ、チームワーク、そして必要な場合は積極的にエスカレーションを行う意志が成果につながったと考えています。



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0.9%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おりません。

## ポリシー

「アモヴァ・アセットマネジメント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議案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推奨、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、当社が運用する全株式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、お客様が独自に議案への賛成・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

(2024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推奨などをベースに、エンゲージメントの内容を考慮した上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アモヴァ・アセット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。

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好ましいケースです。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）。2024年は7,013社の株主総会において議案の分析を行い、70,125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、アイルランド、キプロスおよびドイツ市場の一部の株式などが含まれますが、2024年においてそうした事例は議案全体の2%未満でした。稀なケース（議案全体の0.03%未満）ですが、オペレーション上の理由から議決権を行使しなかった場合もありました。これらのオペレーション・プロセスについては、当該事例発生以降、当年中に随時対応が行われ是正されています。

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）	2,400	17,374	15,057	86.7%	2,317	13.3%
欧州・中東・アフリカ	1,011	16,106	14,699	91.3%	1,407	8.7%
日本	2,390	23,242	19,724	84.9%	3,518	15.1%
米州	1,212	13,403	12,227	91.2%	1,176	8.8%
合計	7,013	70,125	61,707	88.0%	8,418	12.0%

全体として見ると、全地域において経営陣提案に反対した議案の割合は12%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、企業の方角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チ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

グローバルで見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。そうしたなかでも、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。

以降のケース・スタディでは、2024年に実施した議決権行使の事例と、その根拠となった不十分なガバナンスや低水準の株主還元、気候変動関連などの様々な問題点について紹介します。

## ケース・スタディ:

### 日本のオートメーション企業グループの資本配分改善に向けて社内で協力(株式)

この企業は産業オートメーション機器と検査機器を製造する日本の大手メーカーで、当社の運用する日本株式ポートフォリオおよびグローバル株式ポートフォリオの一部で同社株式を保有しています。

**問題:** 当社は、数年にわたり、資本の活用方法についてこの企業とエンゲージメントを重ねてきました。昨年の本レポートでは、日本株式運用チームとグローバル株式運用チームが協働して同社に増配を促していることを詳述しました(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の71ページをご参照下さい)。そのような当社の取り組み、同社の財務状況の健全さや極めて小さい必要資本にもかかわらず、株主還元の水準は依然として低く、一方でキャッシュは積み上がっています。加えて、同社は株主還元を含めた資本配分方針を明確にしています。

**活動:** 当社は毎年、年次株主総会開催前のタイミングで同社へのエンゲージメントを行ってきました。2023年5月のミーティングで株主還元を含めた資本配分方針についての説明を求めたところ、同社は、配当水準は将来の収益見通しに基づいて策定され、社内のさまざまなレベルで議論された上で決定されていると回答しました。

回答内容が不十分であったため、当社は2023年6月に開催された年次株主総会において配当議案に反対票を投じるとともに、取締役全員の再任に反対票を投じました。2024年の年次株主総会においても同様の判断の下、不適切な資本配分の是正の不在、取締役会における多様性の欠如、財務情報の開示不足に対する危惧を示すため、経営陣による議案の多くに反対票を投じました。

**成果:** 同社の株主還元方針に大きな変更はまだありません。自己資本利益率は高い水準にありますが、資本配分の改善によってさらに上昇する余地があると考えています。当社は同社へのエンゲージメントを継続し、そのなかで資本効率の改善と株主還元の重要性を強調していく方針です。





## ケース・スタディ:

### 日本の大手銀行で気候変動対策方針をサポート(株式)

この企業は日本の大手銀行・金融グループです。

**問題:** 当社は、銀行業界で長期的なサステナビリティを担保するためには、気候変動に伴うリスクおよび機会の双方への対応が重要であることを、かなり以前から認識してきました。この銀行は、その規模の大きさや経済のあらゆる部分にわたる取引関係から、炭素集約型産業への融資に伴うリスクがかなり大きいと考えています。

**活動:** 2023年6月に行われた同行の年次株主総会で、当社は気候変動に関する株主提案に反対票を投じ、反対した理由と今後期待していることについて、同行に書簡を送付しました。同行からの回答は前向きで、脱炭素化へのコミットメントが示されました(この件の詳細と同行の気候変動への取り組みの概要については、2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の79ページをご参照下さい)。

2024年5月、当社は同行の最高戦略責任者および最高サステナビリティ責任者とミーティングを持ち、気候変動問題に対する取締役会の監視体制と同行顧客の気候移行計画の評価方法について議論を交わしました。2024年6月の年次株主総会では、気候変動について、①気候関連の事業リスクおよび機会の有効な管理に関する取締役の権限と②顧客の気候移行計画の評価に関連して、他の株主から定款一部変更の提案がありました。

提案者は、同行のガバナンス体制と脱炭素化戦略・方針をより効果的なものにすることができるはずだと指摘しました。

提案者はまた、同行の現在の気候変動対策方針は顧客にとって不明瞭であり、メガバンク各行は、顧客に対して1.5°C目標を達成するための実現性の高い移行計画や戦略の提示を要求していないだけでなく、顧客の進捗の評価や、脱炭素化への実現性の高い計画を持たない顧客との取引関係を継続するかを判断するための明確なプロセス・時間軸・測定基準を有していないと主張しました。このような不十分な態勢によって、メガバンクは資産の座礁化に伴うデフォルト・リスクや投資家の信頼喪失、法務・規制面のリスク(グリーンウォッシング)など、少なからぬリスクに晒されることになります。

議決権行使助言会社であるISSは、同行が移行評価の枠組みや現時点における化石燃料排出量削減目標とその進捗状況に関してすでに一定の情報開示を行っていること、また段階的な脱炭素化にコミットしていることを理由に、当該株主提案に反対することを推奨しました。しかしこの推奨に対して当社は、同提案が同行にとって有益となる可能性があり、当社の「国内株式議決権行使基準(改定版)」(詳細に関しては原則10のセクションをご参照下さい)に即しているとの認識から、開示の強化が同社の不利益になったり事業活動に悪影響を及ぼしたりすることはないと判断し、株主提案に賛成しました。

**成果:** 提案された2つの決議案は、賛成票率がそれぞれ25.8%と18.4%にとどまり、否決されました。当社は、同行を含め各行と継続的にエンゲージメントを行い、気候変動対策の維持・強化を促すとともに、進捗状況をモニターしていく方針です。



## ケース・スタディ:

### 米国の医療企業でアクティビスト的取り組みの結果ガバナンスが向上(株式)

Masimo Corporation\*は、ウェアラブル健康モニタリング機器など医療技術機器や消費者向け電子機器を製造する米国企業です。

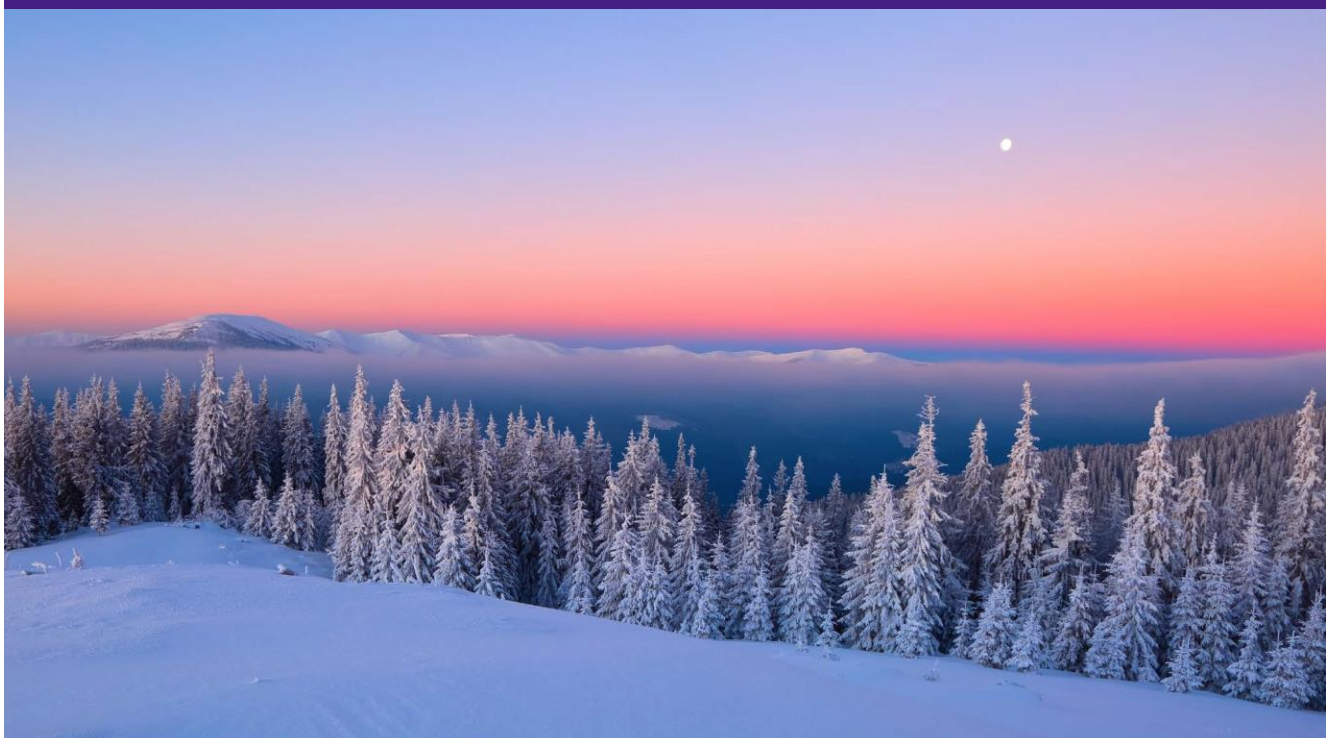
**問題:** この2年間、アクティビスト株主であるPolitan Capital Management(以下「Politan」)は、同社の資本配分、取締役会の監督体制、そして消費者向けオーディオ機器メーカーであるSound Unitedの10億米ドル規模の買収について、Masimoを追及してきました。

**活動:** 当社は2022年11月以来、Politanから提起されたガバナンスに関する懸念事項などについて話し合うため、Masimoと数多くのミーティングを持ち、一部のミーティングではCFOも出席しました。2023年5月のミーティングでは、Politanとの意見対立のアップデートに関する報告を受け、また、株主総会を控えた同年6月のミーティングでは、Masimoにさらなるガバナンス改善を促しました。2024年5月のミーティングでは、消費者向けのウェアラブル電子機器部門の分離を行う可能性や、Politanとの意見対立に関する進展について話し合いました。このミーティングを開催した背景には、Politanが2024年の年次株主総会において独立取締役の選任を提案すると発表したことがありました。

ミーティングを行う一方、当社は株主総会での議決権を積極的に活用してきました。2023年および2024年の年次株主総会において、Politanが指名した取締役の選任

案に賛成しました。当社は、経営陣による行動に対して独立した監督体制が必要であり、提案された取締役候補はその役目を果たすことができる、というPolitanの考えに賛同しました。Masimoの重要な経営判断のなかには、Sound Unitedの買収や最近の売却協議など、最高経営責任者(CEO)が独断で決定したと思われる事案が少なからずありました。このことは、株主利益を守るためには適切な監督体制が必要であることを浮き彫りにしました。このような見方の妥当性は、2024年7月の株主総会が直前になって延期されたことで高められる結果となりました。

**成果:** Politanが指名した取締役候補は、2023年と2024年の年次株主総会の双方において過半数の支持を獲得しました。対立の状況は、2024年の年次株主総会で転機を迎えました。同社の創業者でありCEOであったジョー・キアニ氏に対する支持は40%にも満たず、同氏は辞任しました。一方、Politanが指名した2名の取締役候補は、それぞれ70%と61%の支持で選任され、Politanが指名した取締役候補の1名が暫定CEOに任命されました。この決定を受けて、当社は、取締役会が経営陣から真に独立していると判断しており、Masimoが真のポテンシャルを発揮して株主価値を最大化できるようになると期待しています。この一連の動きを市場が好感しているのは明らかで、同社の株価は9月の年次株主総会後わずか4日間で約20%、年末までには約48%上昇しました。





## ケース・スタディ:

### Microsoftの事業計画に反対意見を有し、透明性の向上を求める株主をサポートする(株式)

Microsoft\*は世界最大級のソフトウェア・グループです。

**問題:** 昨年の本レポートで、同社がサウジアラビアなど人権問題を抱える国々にデータセンターを建設する計画に対し、当社の懸念を示しました(2024年4月発行「グローバル・スチュワードシップ・レポート」の82ページをご参照下さい)。当時、Human Rights Watchを中心とする18の人権団体が、同社に対し、人権侵害リスクを軽減するための具体的な措置を提示するまでサウジアラビアでのデータセンターの開設を延期するよう求めていました。

当社は、2023年の同社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・プロセスに関し報告書の作成を求める議案に賛成票を投じました。この議案は可決されませんでしたが、それでも投票者の3分の1から賛成が得られました。

**活動:** 2024年の年次株主総会では、2名の株主が、人権問題が深刻な国におけるクラウド・データセンター開設への評価について報告書の作成を外部機関に委託すること、また当該開設による影響の軽減策の報告を取締役に求めることを提案し、同年次株主総会の開催から1年以内に報告書を公表することを求めました。

議決権行使助言会社のISSは、人権侵害リスクの高い国においてデータセンターを建設した場合、Microsoftが人権侵害に加担していると見なされる可能性があることと分析しましたが、当社はその分析結果が正しく、懸念が存在すると判断しました。これはMicrosoft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ことを意味し、これらの疑念を払拭するためにデューデリジェンス・プロセスに関する情報開示を追加する必要

があることを示していました。したがって、当社は同議案に賛成票を投じました。同議案は可決されませんでしたが、それでも賛成票率は32%に上りました。

もう1つの懸念分野として挙げられるのが、倫理問題を監視して企業に対応を求める米国の非営利団体The National Legal and Policy Centerが2024年の年次株主総会において提出した、人工知能(AI)の普及に伴う著作権侵害リスクの高まりに関する議案です。この議案は、OpenAIの研究機関が個人データを無断で使用したケースを受けて提出されました。

MicrosoftはAI関連リスクについて一般的な評価は開示していますが、当該株主が求めたのは、AIトレーニングに外部データを使用することに伴うリスクの評価に関する報告書でした。当該株主は同社に対し、リスクを最小限に抑える対策と、対策が効果を発揮しているかどうかの測定基準の開示を求めました。ISSは、衆目を集めた訴訟がいくつか起きたこと、規制が強化されていることから考えて、保護されている著作権情報の利用に対する同社の評価についての開示が充実することは株主にとって有益になると結論付け、当該議案を支持しました。

**成果:** 当社は、ISSの推奨内容に同意し、賛成票を投じました。この議案も可決に必要な票数を獲得するには至りませんでしたが、それでも賛成票率は36%と3分の1を上回り、当該懸念が多くの株主で共有されていることが明らかになりました。



## 重要な情報

当資料は、アモヴァ・アセットマネジメント株式会社または関係会社（以下、当グループ）によって作成され、適用法令で許容されている状況においてのみの提供を目的としています。当資料は、個人に対する投資アドバイスまたは個別の推奨に相当するものではなく、当資料の内容の受領者個人の目的、財務状況、ニーズを考慮したものではありません。すべての受領者は、投資前に独立した税務、財務及び法律顧問に相談することをお勧めします。

当資料は、情報提供のみを目的としており、商品の売買の取引・勧誘を目的としたものでも、トレーディング戦略への関与の提供・勧誘を目的としたものではありません。また、当資料上の情報は当グループの投資戦略に何ら影響を与えるものではありません。当資料における情報及び見解は善意で信頼できると判断される情報・情報源に基づいていますが、独自に検証をしていません。当グループは当資料の正確性・完全性等を保証・表明・示唆するものではなく、正確性・完全性にかかる責任を負うものでもありません。当資料中の仮定、予測・推定・見込に依存するべきではありません。当資料は、受領者によって受領者の判断の代替としてみなされるべきではありません。当資料における意見は予告なしに変更される場合があります。

投資において、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス及び生じ得るキャピタル・ロスを示唆及び保証するものではありません。将来のパフォーマンスの予測は実現しない可能性のある仮定に基づくものです。投資家は自己資金投資にかかる損失に耐えられなければなりません。当資料における個別の株式、セクター、地域または国にかかる言及は、売買の推奨を示唆するものではありません。

当グループは、当資料において適用を受ける規制ルール・要件において当グループの責任を排除・限定しない場合でも、当資料の使用から生じるいかなる損失・損害についても責任を負いません。

当資料に含まれるすべての情報は対象とする受領者向けであり、受領者による使用のみを目的としています。

日本: 当資料に含まれる特定の投資商品にかかる情報は、日本の居住者を対象としたものでも、日本の居住者への提供を意図したものでもありません。

アモヴァ・アセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者  
関東財務局長(金商)第368号  
加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

United Kingdom: This document is communicated by Amova Asset Management UK Limited, 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.

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. Amova Asset Management Americas, Inc. is a United States Registered Investment Adviser.

Singapore: This document is for information to institutional investors accredited investors as defined in the Securities and Futures Act 2001, and intermediaries only. Amova 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. Amova Asset Management Hong Kong Limited is a licensed corporation in Hong Kong.

New Zealand: This document is issued in New Zealand by Amova 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 Amova Asset Management UK Limited, 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 Amova Asset Management UK Limited.

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, Amova Asset Management UK Limited 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.



Amova Asset Management UK Limited 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 Group or Sumitomo Mitsui Trust group and not available to Amova Asset Management UK Limited 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 Amova Asset Management UK Limited. No transaction will be concluded in your jurisdiction and any inquiries regarding the Strategies should be made to Amova Asset Management UK Limited.

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 Amova Asset Management UK Limited.

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. The Company 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.

Canada: The information provided herein does not constitute any form of financial opinion or investment advice on the part of the Company and it should not be relied on as such. It does not constitute a prospectus, offering memorandum or private placement memorandum in Canada, and may not be used in making any investment decision. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell a security in Canada. This information is provided for informational and educational use only.