

T.RowePrice®

サステナブル投資

環境・社会・ガバナンス

ESG

2019年版レポート



2020年4月発行
適格機関投資家向け資料
第三者への配布厳禁

INVEST WITH CONFIDENCE®



3 序文

4 2019年の振り返り

責任投資
ガバナンス

6 ティー・ロウ・プライスのESGへのアプローチ

ESGの知見に基づく投資
責任投資モデル（RIIM）
グローバルなESGフレームワークへの準拠

12 ESGインテグレーション事例

運用アナリストのケース・スタディ
ポートフォリオ・マネジャーの視点

20 注目のテーマ

気候変動：市場はリスク上昇をまだ織り込んでいない
所得格差拡大による社会・経済的影響
ガバナンス：上場企業と非上場企業とのエンゲージメント

28 エンゲージメント

エンゲージメント活動の概要

30 議決権行使

議決権行使の概要
注目の株主提案

34 協働

協働エンゲージメントと業界のリーダーシップ
責任投資原則

37 リソース

ESG説明責任
ESGチーム
ESGコミッティー

目次

ティー・ロウ・プライスのミッションは、お客様が長期的な資産運用目標を達成するお手伝いをすることです。

これには投資先企業の長期的なサステナビリティ（持続可能性）を理解することが欠かせません。

だからこそ、環境・社会・ガバナンスが投資プロセスにおいて重要な判断材料となるのです。

ESGに関する洞察、リサーチペーパー、議決権行使実績、エンゲージメント、責任投資に係る方針等、ティー・ロウ・プライスのESG関連についての詳細は、下記ウェブサイトでご覧いただけます。

troweprice.com/ESGpolicy/



序文



ロブ・シャープス
運用部門統括責任者兼
グループ・チーフ・インベストメント・
オフィサー

当社は、2017年に、社内の環境・社会・ガバナンス（ESG）のリサーチ機能強化の一環として責任投資チームを設立しました。この取り組みの目的は、すでに確立されていたガバナンスに加え、当社の運用プロフェッショナルが投資対象に関する優れた知見を得るのに役立つリサーチ機能を向上させることでした。能動的かつシステムティックなESG統合プロセスは、長期的なトレンドや、企業などの発行体が長期的なトレンドにどのように対応しているかを運用者がより明確に特定することを可能にします。また、他のステークホルダーを犠牲にして利益を生み出すといった、長期的に成功することが難しい事業戦略を取っているような企業の特定にも有益です。

ティー・ロウ・プライスは、データ分析チーム、定量分析ツール、政策・規制リサーチ専門アナリストなど、従来のファンダメンタルズ分析を補完する「付加価値」機能の追加を行い、リサーチ・プラットフォームを強化してきました。よって、従来の証券分析の枠を超えてリサーチ・プラットフォームを拡大することは新しいことではありませんが、環境と社会の分析には特有の難しさがあります。具体的には、データ開示が未整備で定量的データと定性的データが混在しているケースや、報告様式が統一されていないという問題や、倫理などの価値観に基づいた投資と混同されやすいことです。

手強いデータ開示をめぐる課題を克服するため、当社では多額の投資を行い、独自の責任投資モデル（RIIM）を開発しました。RIIMの開発にあたり、より事実に基づく指標を志向し、投資先にとって重要な環境・社会のデータを選別するよう絞り込み機能を強化しました。当社のポートフォリオ・マネジャーとアナリストはどこからでもこれらのデータに容易にアクセスできます。

今年のレポートでは環境・社会データに関する問題を強調したいと考えています。ESGに対する関心の高まりが、当社と顧客、投資先企業、規制当局との対話に影響を及ぼしているためです。より多くの顧客が、ESG統合や、ポートフォリオにおける特定の価値観の反映など、一定水準のESGをポートフォリオに組み入れるようになってきています。

当社では商品設計において、より良い投資判断を行うために環境・社会・ガバナンス要因を活用するといったシンプルなESGインテグレーションによる運用プロセスの適用を継続していく予定です。また、特定の価値観をポートフォリオに反映したいと考える顧客向け商品を拡大していくことも予定しています。2020年第1四半期には、欧州の顧客向けに一定の企業（成人向け娯楽、攻撃型兵器、石炭生産会社、非人道的兵器、たばこ生産会社、事業運営手法に問題がある企業）を投資先から除外したサステナブル・シリーズの商品を設定しました。

当社では、引き続き環境・社会に関するデータを思慮深く、積極的に投資判断に組み込んだ運用プロセスに基づいたESG関連の商品を今後数年間にわたり増やしていくことを計画しています。

企業や規制当局との議論では、企業開示に主な重点を置いてきた結果、常に多くの企業がESGの情報開示における指針を求めていることに気づきました。よって、昨年は企業のIR担当者向けに当社が推奨するESG開示のベタープラクティスを共有するセミナーを開催しました。世界規模で統一かつ標準化された環境・社会に関する開示基準の導入はすべての市場参加者に恩恵をもたらすと考えています。

当社は過去数年間にわたり、人材とテクノロジーへ投資を行い、より顧客にとって有益なESGプログラムを構築してきたと自負しております。本レポートでは2019年に行った、ESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使など当社のESGプログラムをご紹介します。

2019年の
振り返り

マリア・エレナ・ドリュウ
責任投資リサーチ部門
ディレクター

Maria Elena Drew

2019年はティー・ロウ・プライスのESGへの取り組みにおいて重要な一年となりました。責任投資チームは継続的に拡大しており、現在はポルティモア、ロンドン、香港の各主要拠点にてESG専任スタッフを擁しています。引き続き、アナリストとポートフォリオ・マネジャーが環境・社会・倫理の観点から投資対象を理解することを促進するESGデータツールの開発に重点を置いています。

2019年の大きな進歩の一つは、当社の運用プロフェッショナルが簡単にアクセスできる責任投資モデル（RIIM）のインターフェースをリリースしたことです。このインターフェースは、運用プロフェッショナルがRIIMにてカバーしている約14,000発行体のRIIM特性に随時アクセスすることができ、特性を構成するデータを詳細に分析することが可能になりました。これにより、企業のサプライチェーン、従業員の処遇、ビジネス倫理といった要素のスコアにおける主なドライバーが確認できます。RIIM分析の元データへのアクセスを容易にすることで、当社のアナリストが、企業のESG関連における物議の有無、ESG関連の目標や取り組み、ESGに関するレポートおよびデータを迅速に把握することができます。アナリストは、RIIMツールを利用して自身で分析を実施するだけでなく、責任投資チームにさらなる分析を依頼する場合があります。

ポートフォリオ分析にもRIIMを活用しています。2019年、RIIMポートフォリオ分析を自動化し、株式およびクレジットのポートフォリオをベンチマークと比較分析を行うプロセスを効率化しました。

その他の2019年の大きな進歩としては、ソブリン債の発行体向けのRIIMツールを開発したことが挙げられます。ソブリンRIIMツールは、責任投資チームが当社のソブリン・アナリストやポートフォリオ・マネジャーと協働して開発しました。社会およびガバナンスは、ソブリン債発行体の分析において常に中核部分を占めてきました。そのため、RIIMツールは、社会とガバナンスにおいては新たな視点を運用者へ提供するに止まらず、新たに環境の要素を取り入れました。ソブリン分析に環境の要因をシステムティックに組み込むのは、当社にとって初めてです（環境要因は以前から定性的に考慮していましたが、ケース・バイ・ケースでした）。

私自身も現在、ソーシャルディスタンス下にあり、自宅でこのレターを執筆しています。新型コロナウイルスのパンデミックと、それが市場に及ぼす影響を無視することはできません。パンデミックから生じるESG関連の投資テーマは多数存在しますが、当社と企業の対話の多くで議題となったのは、現在の変動が激しく不透明な状況における従業員の処遇です。当社の株式および債券アナリストが、発行体の財務・業績予測モデル、目標株価、投資テーマを見直す上で、RIIMは非常に有益となります。当社のRIIM分析は、従業員の処遇にかかる独立したカテゴリーが存在します。このカテゴリーにて収集されているデータは、従業員の離職率、研修、安全衛生に関する認証、インシデントなどサブ・インダストリーごとに重要と考えられる異なるデータによって構成されています。よって、当社のアナリストは企業との面談の際に当該企業の従業員の処遇についてあらかじめ十分な情報を得た上で臨むことができます。

当社は今後もティー・ロウ・プライスの投資リサーチ・プラットフォームにおいてESGリサーチ能力を深化させ続ける予定です。テクノロジーを活用し、ESGデータを運用プロフェッショナルにとってよりアクセスしやすく、より使いやすくしていくことが引き続き優先課題となります。また、当社のESGに関する取り組みについてお客様に対する透明性の向上についても引き続き努力して参ります。

2007

2008

2010

2012

2013

ティー・ロウ・プライス
によるESG統合の歴史

ガバナンス

ドナ・F. アンダーソン
がコーポレート・ガバ
ナンス責任者に就任

企業の社会的責任

当社における企業
の社会的責任方針
を策定

PRI

国連責任投資原則
(UN PRI) に署名

CSRレポート

当社の社会的責任
レポートを初めて
発行

[E]と[S]のリサーチ

ESGリサーチの専
門プロバイダーと
してサステイナリ
ティクス社のサー
ビスを採用

2019年の当社のESGへの取り組みを振り返っている今、グローバル市場は新型コロナウイルスのパンデミックに際し多大な不透明感に包まれています。ウイルスによる企業と経済への長期的な影響について結論を出すのは時期尚早と思われますが、現段階で明確なのは、世界中の企業発行体の文化と価値観がかつてないほど試されているということです。企業による人的資源の管理、安全衛生、地域社会への関与、事業にとってのステークホルダーの重要性に関するこれまでの声明が、投資家などのステークホルダーによって全く新しい文脈で評価されることとなります。当社はこうしたトピックが、投資家と企業のエンゲージメントにおいて中心的な存在になると予想しています。

2019年は、長年にわたって築いてきた堅固な基盤を土台として、引き続きガバナンスとスチュワードシップ機能を強化してきました。当社は引き続き責任投資とガバナンスチームに多額の投資を行っており、経験豊かな運用プロフェッショナルを採用するとともにテクノロジー・リソースを強化しています。こうした投資により、当社の投資プラットフォームにおけるESGに関するリサーチを拡大、深化、体系化しています。

人材とテクノロジーへの投資によって、顧客のポートフォリオにて投資している企業とのエンゲージメントの質と量を向上させることに繋がりました。本レポートの中では、こうしたエンゲージメントの性質や、それが上場企業から非上場企業まで幅広くどのように行われているかを説明しております。ESGを中心とした企業との対話に関するメモや資料は、当社独自のリサーチシステムにて保管しており、従来のファンダメンタルズ分析、定量分析に加え、ESG分析を含むこれらのリサーチは、債券と株式といった資産クラスの垣根を超えて運用部門全体で共有しています。リサーチ・プラットフォーム全体でのメモの共有は、複数の視点から投資先企業を分析し、企業の主要なリスクと特性に対する包括的な理解の向上に役立ちます。

2019年、当社のガバナンス・プログラムでは啓蒙活動にも重点を置きました。当社は、世界の主要な市場において、株主の重要な権利や投資家保護の低下について常に警戒しています。当社は、直接的な啓蒙活動とガバナンスを中心に据えた投資関連団体への参加を通じ、投資家が信頼できる公正で流動的かつ強靱な資本市場を維持するには、開示要件の強化と基本的な投資家保護が不可欠であることを規制当局に対して訴えてきました。

新型コロナウイルス危機のピークが過ぎ、回復の兆しが見え始める中、当社はこの期間における多くのガバナンス関連の副次的な影響に注目する予定です。当社の見解では、課題には次のようなものがあるとみられます。

- 報酬（経営陣と従業員）
- 危機によるステークホルダーへの影響
- 「バーチャル」株主総会の有効性
- 政府との関係とロビー活動
- 自社株買い
- 事業運営上の強靱性
- 危機後の規制改革

2020年、新型コロナウイルスに伴う変動がガバナンスの取り組みに新たな側面をもたらす中、当社は十分なリソースとプロセスを持って対応することが可能であると自負しています。

ガバナンス

2019年の振り返り



ドナ・F・アンダーソン
コーポレート・ガバナンス責任者

Donna F. Anderson

2014	2015	2017	2018	2019	2020
サステナリティクス社 サステナリティクス社のESG格付を自社の企業リサーチ・システムへ組み込む	ESGソブリン ソブリンチームが世界銀行のガバナンス指標を運用プロセスに組み込む	責任投資 マリア・エレナ・ドリューが、責任投資リサーチ部門（環境・社会）設立のため担当ディレクターに就任	企業のRIIMモデル 株式とクレジットに独自のインディケーターモデルを導入	ソブリンのRIIMモデル ソブリンに独自のインディケーターモデルを導入	社会的責任投資商品の設定 欧州で初のサステナブル運用商品を設定 ESGレポート 一部の運用戦略および商品の顧客に対し、ポートフォリオ・レベルのESGレポートの発行を開始

ESGの知見に基づく投資

ESG分析は当社の投資リサーチ・プラットフォームの基礎を構成する多くの要素の一つです。企業投資において環境・社会・倫理の要因を評価する包括的、システマティックかつ能動的なプロセスを開発するため、人材とシステムに多額の投資を行ってきました。

当社のESG哲学は以下の原則に基づいています。

インテグレーション

当社の環境・社会・ガバナンスの分析はファンダメンタルズ運用プロセスに組み込まれています。ESG要因は、財務、バリュエーション、マクロ経済、業界関連やその他の要因などの従来の基準とともに、投資判断の一環として考慮されます。当社のアナリストとポートフォリオ・マネジャーはESG要因を投資判断に統合する責任を負います。

協働

当社のアナリストとポートフォリオ・マネジャーはESGスペシャリスト・チームと協働しESGの分析にあたります。ESGチームは、投資判断に影響を与えうるESG要因を特定する独自のモデル開発のみならず、ESGに関するリサーチ（投資先特有のもの、テーマ別のもの両方）や、個別の問題に関する専門知識を運用部門に提供します。

重要性

当社は、投資先のパフォーマンスに重要な影響を及ぼす可能性が高いとみられるESG要因を重視します。このアプローチを採ることで、個々のビジネスモデルと最も関連性が高いESG問題に焦点を当てることができます。

ESGスペシャリスト・チーム

過去1年間で、当社はESG専任の運用担当者の人数を7人から11人に増やしました。当社のESGチームは、環境・社会要因をカバーする責任投資リサーチ部門（RI）、ガバナンス、規制リサーチにて構成されています。これらのチームは一体となって、投資先の長期的なパフォーマンスに重要な影響を及ぼす可能性が高いESG要因を運用者が特定、分析、そして投資判断へ統合するための支援を行います。

当社のRIチームは、個別銘柄とポートフォリオ、双方における環境・社会特性を分析します。2017年に設立された当チームは企業とのエンゲージメントも支援します。RIチームを設立する以前、2014年以降は、当社のアナリストとポートフォリオ・マネジャーはサステイナリティクス社のESGリサーチを採用していました。

当社では2007年よりガバナンス専門のリソースを設置しています。このチームは既存の投資先と投資先候補のガバナンスを評価し、アナリストとポートフォリオ・マネジャーに専門的な知見を提供します。また、企業とのエンゲージメントの支援、議決権行使、資産運用業界の先進的なガバナンス・イニシアチブへの参加活動を担っています。

能動的かつシステマティックなESG統合のための3つのステップ

1

識別

独自のリサーチ・ツールを使い、ESG問題を抱える銘柄を識別

2

分析

ESGリサーチ・ツールが特定した銘柄をESGスペシャリストがさらに分析

3

統合

アナリストおよびポートフォリオ・マネジャーにESG分析を提供

責任投資

責任投資モデル (RIIM)

RIIMが特定した銘柄についてさらに分析を行い、エンゲージメントおよび議決権行使に関する提言等を実施

アナリストとポートフォリオ・マネジャーがESG要因を以下に統合：

- 投資テーマ
- 格付
- 目標株価
- エンゲージメント
- ポジションのサイズ
- 議決権行使の判断

ガバナンス

当社独自の議決権行使ガイドライン

議決権行使ガイドラインを満たさない銘柄についてさらに分析を行い、エンゲージメントおよび議決権行使に関する提言等を実施

インテグレーションの結果得られたデータや洞察を、
識別／分析のステップへフィードバック

責任投資モデル（RIIM）

当社独自の責任投資モデル（RIIM）は、詳細なファンダメンタルズ投資リサーチを構成している多くの要素のうちの一つです。このモデルは、企業発行体の環境・社会・倫理面の特性と、ソブリン債発行体の環境・社会・ガバナンス面の特性を、主に非財務データと過去のインシデントといった従来の投資では活用されなかったデータに基づき構築します。

RIIMは世界の14,000以上の企業およびソブリン債の発行体の責任投資特性を能動的かつシステムティックに評価します。このモデルには、ティール・ロウ・プライス独自のデータベース、企業の開示レポート、非政府組織（NGO）、第三者ベンダーなどよりデータをインプットしています。

RIIM分析：個別企業レベル

RIIMは企業発行体ごとに、高いRIリスクまたはポジティブなRI特性など独自のRI特性を検知します。アナリストとポートフォリオ・マネジャーは、自身のデスクから各社のRI特性にアクセスできます。以下の表のとおり、赤、オレンジ、緑の色分けにより各発行体における環境・社会・倫理においてリスクからポジティブまでのレンジにて特性を明示しています。

このように企業のRI特性を評価することで、当社が分析を行う各発行体の投資判断要素として、RI特性を従来の財務、経済、産業などの分析とともにより簡単に利用できるようになりました。

RIIM 指標		— 重要ではない	● フラグ無/低	■ フラグ中程度	▲ フラグ高
○ 環境	● 業務	● サプライチェーン（環境）	▲ 原材料	■ エネルギーおよび二酸化炭素の排出	▲ 土地利用
		■ 水利用	● 廃棄物	● 運営	
	● 最終製品	▲ 製品のサステナビリティ	● 製品、サービスの環境問題		
○ 社会	● 人的資源	▲ サプライチェーン（社会）	▲ 従業員の安全衛生	● 実力や能力に基づいた評価・報酬体系	
	● 社会	● 社会や地域社会との関係			
	● 最終製品	● 製品のサステナビリティ	● 人間の健康と製品が社会に与える影響	● 製品の質・消費者問題	
□ 倫理		■ ビジネス倫理	● 贈収賄・汚職	■ ロビー活動・公共政策	▲ 会計・税務
		● 取締役会・経営陣の方針	▲ ESG責任		
		▲ データやプライバシー関連のインシデント			

RIIM分析：ソブリン債発行体レベル

第2のRIIMモジュールは、ソブリン債発行体のESGリスク特性の把握を目的に設計されています。モデルでは様々な環境・社会の要素に加え、政治的安定度、政府の効率性、規制と汚職などのガバナンスの要素も定量的に評価しています。

ポートフォリオ・マネジャーは、このESGリスク分析をソブリン債の財務分析と統合しています。

RIIM指標		— 重要ではない	● フラグ無/低	■ フラグ中程度	▲ フラグ高
○ 環境	● 気候変動に関する圧力		●		
	▲ エネルギーおよび二酸化炭素の排出				▲
	● 土地利用		●		
	● 生物多様性		●		
	▲ 淡水				▲
	● 海洋		●		
□ 社会	■ 人口			■	
	● 衛生		●		
	● 安全		●		
	■ 教育および雇用			■	
	● インフラ		●		
	■ 平等性（所得・性別）			■	
□ ガバナンス	■ 国民の声と説明責任			■	
	■ 政治的安定性			■	
	■ 政府の効率性			■	
	▲ 規制の質				▲
	■ 法の支配			■	
	▲ 汚職の取り締まり				▲

RIIM分析：ポートフォリオ全体

RIIMは、ポートフォリオ・マネジャーが、ポートフォリオの包括的な環境、社会または倫理の要素に起因するリスクの有無を把握する上で役立ちます。ポートフォリオ全体のESG分析とスコアリングは、株式と債券双方のポートフォリオに適用可能です。責任投資チームは、ポートフォリオ・マネジャーと定期的なレビューを実施し、ポートフォリオのスクリーニング・プロセスで発見されたリスクのホットスポットやポジティブなテーマについて議論します。

以下の表はポートフォリオ全体の評価の一例です。ポートフォリオの各保有銘柄と様々なESG要因のRIIM指標は、個別的なテーマと潜在的なリスクの特定に役立ちます。

		— 重要ではない ● フラグ無/低 ■ フラグ中程度 ▲ フラグ高									
		環境					社会				
		サプライチェーン	エネルギー、二酸化炭素の排出	原材料	土地利用	水	一般業務	環境インシデント	製品のサステナビリティ	従業員	安全
		倫理					倫理				
		取締役会、経営陣の方針	ロビー活動、公共政策	会計・税務	ビジネス倫理	汚職	製品の健康に対する影響	製品のサステナビリティ	地域社会との関係	格差社会	製品品質
企業A	□	●	●	—	▲	—	—	●	●	●	●
企業B	○	●	●	●	■	—	●	●	●	●	●
企業C	□	●	■	—	●	—	—	▲	●	●	●
企業D	□	■	▲	—	■	▲	▲	●	●	●	●
企業E	○	●	●	—	■	●	●	●	●	●	●
企業F	▲	●	●	●	—	●	●	●	●	●	●
企業G	○	●	●	—	●	—	—	■	●	●	●

RIIMポートフォリオ分析では、RIIM格付と個別要因のレベルでポートフォリオとベンチマークの比較が可能です。この分析は、ポジティブなテーマとリスク集中領域の両方を明らかにするものです。

グローバルなESGフレームワークへの準拠

国連の持続可能な開発目標（SDGs）

国連の持続可能な開発目標（SDGs）は、より持続可能性が高い世界の実現に向けた青写真です。SDGsの署名国は、17の目標を達成するための国家的な枠組みを定めることが求められます。

SDGsは、国がサステナビリティに関する規制を導入するためのツールであると同時に、企業のESGへの取り組みを評価するための枠組みとしても広く採用されています。RIIMIにはSDGsのサステナビリティ目標を様々なファクターにて取り込み、評価しています。

長期的には、企業は国連SDGsのサステナビリティ目標に対し、より厳しく精査されるようになるでしょう。そのため、規制対応への負担、税務、訴訟や消費者の不満などが増える可能性があります。対照的に、ESGの課題に対するソリューションを提供する企業は、非常に持続可能性が高いビジネスモデルを有することになります。よって、RIIMIにおいてSDGsに対するリスクまたは投資機会を特定および測定することは重要であると考えています。

国連グローバル・コンパクト（UNGC）

1999年に策定されたUNGCは、人権、労働基準、環境、腐敗防止に関する10の原則を定めています。RIIMIでは、企業がUNGCの署名者かどうかを捉えるのみならず、複数のレベルでUNGCの価値観に対してファクターを測定しています。

- **人権と労働基準**：人的資源の管理は、サプライチェーンにおける人権侵害の有無、および労働関連のインシデント、事故発生率などによる従業員の処遇などから評価します。
- **環境**：エネルギーの利用と二酸化炭素の排出量、水と廃棄物に関する排出量と目標、持続可能な原材料調達、最終製品のサステナビリティと環境への影響などから評価します。
- **腐敗防止**：企業の腐敗防止プログラムと実績に基づき、RIIMIにて倫理を評価します。

報告の枠組み

当社が投資先企業から頻繁に受ける質問の一つに、環境・社会データについて何をどのように報告すべきか、というものがあります。当社ではシンプルな原則に従うことを企業に勧めています。その原則とは、自社の事業にとって重要な環境・社会要因を特定し、財務データとともに報告することです。また、比較可能な過去データの開示も推奨しています。具体的には、**米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）**と**気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）**の基準の採用を推奨しています。



BAYER AG (バイエル)

ESG インテグレーション 実例



ジョニー・ロウルズ
株式アナリスト、ヘルスケア担当

バイエルの目標は、
中核的な事業戦略に
サステナビリティを
統合することです。

ESGエンゲージメントが投資テーマを裏付け

2019年、グローバル・ヘルスケア・アナリストであるジョニー・ロウルズは、バイエルとのエンゲージメントの結果、同社がESGを含む特定の主要リスクに積極的に対処しているという確信を抱きました。

概要

バイエルは、医薬品、クロップサイエンス、コンシューマーヘルス、動物用薬品の4つの主要部門から構成されるドイツの複合企業です。

投資の背景

- ⑤ バイエルは健全なフリーキャッシュフロー利回りを生み出し、資本を効率的に配分していました。
- ⑤ 同社の除草剤「ラウンドアップ」に発がん性があるという訴えに基づく訴訟リスクは、動揺した投資家による全面的な売却へと発展しました。
- ⑤ 取締役会の監督機能、製品のサステナビリティ、ロビー活動、ESGに関する説明責任などのESGに関するエンゲージメントの結果、バイエルが上記の問題（多くはモンサントの買収により引き継いだもの）の解消に取り組んでいると確信しました。

2020年初め、バイエルは新たなサステナビリティ戦略を公開しました。これにはESGに対する明確な説明責任を伴う組織編成、よりサステナビリティ基準に適合する殺虫剤の再開発へのコミットメントが含まれています。

ESGの詳細

- バイエルは最近、一連の包括的なサステナビリティ指標と2020年以降の新たなコミットメントを発表しました。これには、コンシューマーヘルス製品と医薬品へのアクセスビリティの向上、2030年までにカーボン・ニュートラルな運営を達成することが含まれます。
- ESG責任の強化の一環として、バイエルのCEOは最高サステナビリティ責任者を兼任し、サステナビリティ課題についても責任を負うことを明確化しました。同社は、サステナビリティ目標の設定やサステナビリティのトレンドの先を走り続けるため、第三者のサステナビリティ審議会を採用する計画も発表しています。
- バイエルは、製品に関して世論と規制当局を動かすために実施していた慣行について、ガイドラインと監督方法を改善したことを発表しました。これには、モンサントが以前実施していた多くの広報やロビー活動を廃止することが含まれています。

上記銘柄はティー・ロウ・プライスの運用プロフェッショナルによる銘柄調査のプロセスを説明するためのものであり、必ずしもティー・ロウ・プライスが購入または売却した銘柄を表示しているわけではありません。また、分析、購入、売却した銘柄から過去に利益が得られた、あるいは、今後得られると想定すべきではありません。これはいかなる銘柄の購入または売却を推奨するものでもありません。上記の見解および意見は2020年4月時点のものです。

ビジネス環境の改善とガバナンスの向上が 他国を抜きでジョージア

ジョージアがガバナンスの向上においていかに他の新興国をリードしているかについて、ソブリン債アナリストのピーター・ボトチャロフが説明します。

概要

欧州とアジアの交差点に位置するジョージアは、1991年にソビエト連邦から独立しました。2003年の通称「バラ革命」によって、同国は親欧米政権への政権交代を平和的に実現しました。ジョージアは2008年に初のユーロ債を発行し、外貨建て債券はムーディーズにより「Ba2」の格付けを取得しています¹（2020年1月31日時点）。

投資の背景

- ⑤ ジョージアは堅固なファンダメンタルズに支えられています。
- ⑤ バリュエーションの観点から見て、同国の米ドル債は他の債券に比べて魅力的です。
- 🔍 ジョージアのガバナンス水準は過去20年間で大幅に改善しました。現在同国は、慎重なマクロ経済政策、構造改革、およびビジネス環境の改善における堅固な実績を有しています。

ESGの詳細

- ジョージアは法の支配およびビジネス環境の改善において他の新興国をリードしています。2003年のバラ革命は幅広い改革政策が始まるきっかけとなり、新政府は革命後、まずは汚職撲滅に取り組みました。政府が採用した寛容度ゼロのアプローチは現在も続いています。
- ジョージアは革命から約20年を経て、未だ進歩を続けており、2018年には世界銀行の世界ガバナンス指標において、規制の質に関して同国史上最高位のランキングを獲得し、ほとんどの新興国を上回り、先進国との差を縮めました。
- ジョージアの法の支配とビジネス環境の改善は、世界銀行のビジネス環境インデックスにも反映されており、190ヶ国中7位につけています。当社アナリストは、多くの調査旅行を通じて改革が同国のガバナンスとビジネス環境に及ぼした影響を直接確認し、ジョージアの進歩を徹底的にモニタリングしてきました。

上記は投資助言または銘柄の購入もしくは売却の推奨とみなされるものではありません。上記の見解および意見は2020年4月時点のものです。

¹ © 2020, Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc.ならびにそのライセンサーおよび関連会社（総称して「ムーディーズ」）。全ての権利はムーディーズに帰属します。ムーディーズの格付およびその他の情報（ムーディーズの情報）は、ムーディーズおよびそのライセンサーの所有物であり、著作権およびその他の知的財産法により保護されています。ムーディーズの情報はムーディーズによって顧客にライセンスされます。ムーディーズの情報は、全てまたは一部を問わず、いかなる形態もしくは態様または手段によっても、またいかなる者によっても、ムーディーズの書面による事前の同意なく、複製またはその他の方法で複写、再パッケージ、転送、移転、配布、再配布もしくは再販、またはこれらの目的で後に利用するために保存してはなりません。Moody's ®は登録商標です。



ピーター・ボトチャロフ
ソブリン債アナリスト

ジョージアは法の
支配およびビジネス
環境の改善において
他の新興国をリード
しています。

ESG インテグレーション 実例



ゼノン・ヴォイアチス
株式アナリスト、保険担当

東南アジア地域のリーディング・カンパニーおよび主要投資家であるAIAにとって、サステナビリティは長期的な事業戦略に不可欠です。

AIA GROUP (AIAグループ)

責任投資を重視することでダウンサイド・リスクへの エクスポージャーを軽減

アジア全域で事業を展開する保険会社AIAグループ（AIA）のポジティブなESG評価が、投資分析における主要な要因となった背景について、保険セクター株式アナリストのゼノン・ヴォイアチスが説明します。

概要

AIAは東南アジア全域で事業を展開する生命保険会社です。2010年に米国の大手保険会社AIGから分離独立した同社は、現在、アジアにおいて抜群の知名度を誇ります。AIAは保険料収入の半分を香港、タイ、シンガポールで得ており、中国、マレーシア、インドネシアで急速に成長しています。

投資の背景

- ⑤ AIAは、構造的な成長市場である東南アジアにおいて唯一無二の基盤を築いてきました。また、事業の円滑な実施における実績を有する強力な経営陣を擁しています。
- ⑤ 当社の見解では、投資家はAIAの成長の持続性と耐久力を過小評価し続けています。
- ⑤ AIAが投資において責任投資に大きな重点を置いていることもプラス要因です。

ESGの詳細

- AIAは、投資するすべての資産クラスにおいて水不足、気候変動、環境規制、労働問題などのESGファクターを統合することで、資産ポートフォリオにおける潜在的な下振れリスクへのエクスポージャーを軽減しています。
- AIAは多数の市場でサステナビリティ上の課題に積極的に対処しています。多くの場合、同社は地域社会が主導するイニシアチブへの参加や支援を通じて課題に取り組んでいます。
- RIチームの分析によって、AIAが特に気候変動要因に重点を置いた堅固な環境マネジメント・プログラムを実践していることが確認されました。

上記銘柄はティー・ロウ・プライスの運用プロフェッショナルによる銘柄調査のプロセスを説明するためのものであり、必ずしもティー・ロウ・プライスが購入または売却した銘柄を表示しているわけではありません。また、分析、購入、売却した銘柄から過去に利益が得られた、あるいは、今後得られると想定すべきではありません。これはいかなる銘柄の購入または売却を推奨するものでもありません。上記の見解および意見は2020年4月時点のものです。

TAIWAN SEMICONDUCTOR (台湾積体電路製造)

業界をリードする環境マネジメントが投資判断の主要ファクター

台湾積体電路製造（TSMC）がESGへ積極的に取り組んでいることが、投資判断の主要な要因となった背景について、テクノロジー・セクター株式アナリストのアリソン・イップが説明します。

概要

TSMCは世界最大の半導体ファウンドリ専門企業の一つで、世界中の幅広い顧客向けにカスタマイズした半導体を生産しています。TSMCの先進的な半導体技術は、スマートフォンや高性能PCから自動車の電子部品、医療機器、戦闘機に至るまで様々な用途で活用されています。

投資の背景

- ⑤ TSMCは最先端の半導体生産におけるグローバル・リーダーとして強い価格決定力を有しています。
- ⑤ 同社は、「非主要」事業部門として半導体生産を外注する企業が増える中、市場シェアを拡大しやすい位置にあります。
- ⑤ TSMCによるESG関連への取り組みは、当社の投資判断における主要ファクターの一つとなりました。TSMCは大規模なファウンドリとして顕著な環境フットプリントを排出していますが、体系的な環境戦略に基づき入念に管理しています。

ESGの詳細

- TSMCでは過去に顕著なESGに関する問題は発生していません。同社の「グリーン」な環境マネジメント戦略は、二酸化炭素排出量の削減、省エネルギー、汚染管理、水管理、廃棄物削減に重点を置いた改善プロジェクトを通じて、ビジネスと環境の相互繁栄を促進するものです。
- 半導体メーカーにとって、入手困難な資源へのエクスポージャーは主要なリスクとなります。TSMCは、業界のコンプライアンスとして最高レベルの「責任ある鉱物保証プロセス」によって「コンフリクト・フリー」の認証を受けた製錬所の原材料のみを購入しています。
- TSMCは従業員の処遇や安全に関する優れた実績を有しています。過去、特に目立った従業員インシデントは報告されておらず、企業の多様性に関する開示という面でも優れています。

上記銘柄はティール・ロウ・プライスの運用プロフェッショナルによる銘柄調査のプロセスを説明するためのものであり、必ずしもティール・ロウ・プライスが購入または売却した銘柄を表示しているわけではありません。また、分析、購入、売却した銘柄から過去に利益が得られた、あるいは今後得られると想定すべきではありません。これはいかなる銘柄の購入または売却を推奨するものでもありません。上記の見解および意見は2020年4月時点のものです。



アリソン・イップ
株式アナリスト、テクノロジー担当

TSMCは明確なパフォーマンス目標を設定し、定期的の開示を行うことで、環境マネジメントへのアプローチにおける業界のリーダーといえます。

ESG インテグレーション 実例



アーシバルド・シガネール
日本株式運用戦略
ポートフォリオ・マネジャー

日本ではガバナンスの向上は トップダウンで推進

日本企業に見られる様々な変化の中でもESG水準の向上が目立つ背景について、日本株ポートフォリオ・マネジャーのアーシバルド・シガネールが語ります。

運用プロセスにおいてESGをどのように位置づけていますか？

世界の投資家はパッシブと上場投資信託（ETF）を通じて日本株式市場へ投資を行っているケースが多く見られます。こうした投資はインデックスを構成する全銘柄を保有しています。当社はアクティブ運用者として、ESGにおいて評価の高い企業を選び、そうでない企業を回避するという銘柄選択を行うことができます。例えば、高いESG水準を有していたり、改善途上にあるといった先進的な企業を積極的に選び出し投資することが可能です。したがって、ESGは当社の企業分析における主要なインプットの一部とみなしています。責任投資チームとコーポレート・ガバナンス部門のリサーチは、当社の運用プロセスに完全に統合されています。

日本市場にはダイナミックな変化と創造的破壊という特徴が見られます。当社は、日本株式投資で成功するには、変化の波の恩恵を享受できるサステナブルな企業の発見を目指すアクティブ運用が最適であると考えています。現地に拠点を置くアクティブ運用マネジャーとして、当社は潜在的な投資機会を発見する上で優位にあると自負しています。

日本においてESGはどの程度重要ですか？


従来、日本の企業と投資家はESGにあまり関心を払ってきませんでした。しかし、今や広く賞賛されている過去10年間の「アベノミクス」によって、ガバナンスの改善が進み、日本企業はより高度な規制上の基準と慣行を満たすよう求められています。

政府の指針、国内の大規模年金基金の要求、海外投資家の期待がESGの基準と慣行の向上を推進しました。こうした要因が、新たなコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードなどの規制の進歩をけん引したのです。

日本における注目のESGトレンドは何ですか？

新たなコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの導入は重要な規制の進歩を示しています。この規制が焦点を当てている領域の一つは、取締役会レベルでの多様性向上の推進です。2013年に安倍首相が導入したいわゆる「ウーマノミクス」政策は女性の労働参加率の向上を目的としていました。開示という課題は残るものの、当社の分析によれば、取締役会に占める女性の割合は依然として低いながらも改善が見られます。また、最も進歩的な企業と最も後進的な企業の差は非常に大きくなっています。

このことは当社にとって、ビジネスの多様性を促進することの長期的な価値を理解している企業とそうでない企業を積極的に区別する機会を意味します。この点に関して、当社の責任投資チームによる専門的なリサーチを大いに参考にしています。これにより、女性の取締役の有無に加えて、執行委員会、経営陣、従業員レベルのジェンダーにおける多様性や、企業と従業員間に起きた紛争実績にも焦点を当てることができます。非常に多くの学術研究が、企業の多様性と業績改善との正の相関を示しています。



新たなコーポレートガバナンス・コードと
スチュワードシップ・コードの導入に
よって、日本企業は高度なESG基準を
急速に取り入れています。

ESG インテグレーション 実例



マイク・デラ・ヴェドヴァ
欧州ハイイールド社債
ポートフォリオ・マネジャー

ハイイールド社債において ESG基準は真の差別化要因となり得る

ESG要因の調査プロセスへの融合過程と意思決定における重要なインプットとしての役割について、欧州ハイイールド社債ポートフォリオ・マネジャーのマイク・デラ・ヴェドヴァが説明します。

運用プロセスにおいてESG要因をどのように位置づけていますか？

ボトムアップのリサーチは当社のアプローチの中核です。そのため、当社は常にある程度、運用プロセスにESG要因を組み込んでいました。非投資適格の企業は設立から比較の日が浅く、実績が乏しい傾向にあるため、ガバナンス分野は特に重要です。こうした企業は往々にして、投資適格企業よりも債務比率が高く、資本構造もより複雑となっています。したがって、ESGがどのように投資対象企業に重大な影響を与えうるかを把握することが不可欠であり、徹底したかつ包括的なリサーチは非常に重要です。

当社のアナリストは、サプライチェーンの調達、健康・安全基準および実績、会計基準などの様々なESG要因を考慮します。さらにESG専任スペシャリストと協働し、投資判断においてESGを含むすべての重要な要因が考慮されるよう努めます。この協働型アプローチは、当社によるESGリスクの特定や、ESGリスクが将来的に企業に及ぼす潜在的な影響を測定する上で非常に有効です。

究極的には、当社は長期的に改善へ向かう投資ストーリーを求めており、ESGに関するポジティブな改善傾向があれば、それは通常投資にとっても良い兆候と言えます。

欧州においてESG要因はどの程度重要ですか？

ここしばらくの間、欧州におけるESGの重要性は高まっています。これは運用者の観点からだけのことではありません。特に環境に関しては、当局も重要な措置を実施しています。例えば、欧州委員会は最近「欧州グリーン・ディール」を公表しました。この計画は、2050年までに欧州を初のカーボンニュートラルな大陸とするため、様々な環境イニシアチブや目標を定めています。また、欧州中央銀行のクリスティーヌ・ラガルド新総裁が、気候変動に取り組むことは同行にとって極めて重要な優先事項であり、金融政策ツールの戦略的レビューの一部とする予定だと述べたことなども挙げられます。

その他では、欧州全域で、企業の取締役会の多様性向上を目的とした政府主導の取り組みが実施されています。こうした動向はすべて、ESG要因の欧州における重要性を浮き彫りにするものであり、企業にもその影響が及んでいます。

ハイイールド社債における注目のESGトレンドは何ですか？

ESGへの取り組みという点では、ハイイールド社債は他の主要な資産クラスに劣っています。その理由は、ハイイールド社債の発行体が通常、投資適格企業に比べて設立から日が浅く、実績も乏しく、過去の報告回数も少ないためです。その結果、一般的に改善余地および積極的なエンゲージメントの有効性が比較的大きくなります。また、ハイイールド社債の発行企業はプライベート・エクイティによる所有割合が高いことも重要な点です。こうした企業は通常、上場企業と比べて報告や開示の要件が緩やかです。それにもかかわらず、ハイイールド社債の発行体の間ではESGへの意識が高まっており、投資適格社債など、他のセクターに比べるとペースはやや遅いかもしれませんが、トレンドは確実に改善傾向にあります。

ESG要因が投資判断に直接影響を及ぼした事例を教えてください。

北米に本社を置き、様々な医薬品と医療機器を開発・製造する製薬会社に関する事例です。2018年、同社は新たな経営陣の就任とともに社名を変更し、事業戦略の変化を明確に示しました。

前CEOの下では、同社は積極的な成長戦略を追求しており、自社の研究・開発への投資よりも定評ある製薬会社の買収を選好していました。しかし、2015年には、既存医薬品会社の買収により医薬品の値上げを行うといった同社の慣行に対して社会・ガバナンス基準に深刻な懸念が浮上しました。経営者が大規模な詐欺で有罪判決を受けたオンラインに特化した医薬品会社と密接な関係にあったことも市場の評判を損ね、株価は急落しました。

こうした問題に対処し前進するため、同社は全面的な改革に乗り出し、その一環として新たなCEOとCFOを迎え入れました。大規模な債務負担の軽減を優先し、多くの事業を売却し、価格設定に係る慣行を変更、自社の研究・開発に再び重点を置くようになりました。こうした事業戦略の変更、そして新経営陣とのミーティングの結果、当社は同社のガバナンス基準が明確な改善傾向にあるという確信を抱きました。全般的な透明性の顕著な改善もポジティブな傾向を裏付けており、同社への確信は強まりました。



ESGへの取り組みという点では、ハイイルド社債は他の主要な資産クラスに劣ります。その結果、一般的に改善余地と積極的なエンゲージメントの有効性が比較的大きくなります。

気候変動： 市場はリスク上昇をまだ織り込んでいない

短期的なキャッシュフローへの影響が限られているため、長期的な脆弱性が覆い隠されている

注目のテーマ

マリア・エレナ・ドリュウ
責任投資リサーチ部門
ディレクター

2019年、気候変動への関心が大きく高まり、投資における課題としても目立つ存在となりました。このように注目が高まっているにもかかわらず、気候変動がバリュエーションに反映されているセクターは一部にとどまっています。具体的には、化石燃料の生産会社など、極めて高い移行リスクに直面しているセクターが挙げられます。当社はバリュエーションの押し下げ幅が限定的にとどまっている理由として、気候変動が市場全体の短期的なキャッシュフローにそれほど大きな影響を与えていないためであると考えています。

しかしながら、これは、気候変動に対する脆弱性が現時点で存在しないわけではなく、まだ直接的な影響を感じていないだけであることを意味します。多くの場合、物理的リスクは保険にてカバーされます。一方、政府は温室効果ガス（GHG）の排出、森林破壊など気候変動を引き起こす要因に対して、企業に規制や税金を課していません。いずれは気候変動をめぐるリスクや投資機会がバリュエーションに反映され、（銘柄によって影響度は異なるにせよ）投資ユニバース全体に影響を及ぼすと考えています。

気候変動の科学

世界が気候変動の影響を最小限に抑えるには、地球の気温を産業革命前の水準から+1.5℃以内に、気候変動による深刻な影響を軽減するには、地球の気温を+2.0℃以内に保つ必要があるとされています。国連の気候変動政府間パネル（IPCC）の「気候変動に関する特別報告書」によれば、地球の気温上昇を+1.5℃以内に抑えるには、2030年までに正味排出量を45%削減し、2050年までに正味排出量をゼロにする必要があります。気温上昇を+2.0℃以内に抑制するには、2030年までに排出量を25%削減し、2070年までに正味排出量をゼロにする必要があるとされています。

正味排出量の必要削減割合

地球の気温上昇幅の目標	2030年までに削減が必要な正味排出量	正味排出量ゼロの達成年
+1.5℃シナリオ	45%	2050
+2.0℃シナリオ	25%	2070

一般的な想定シナリオでは、人間の活動によって産業革命前の時代から累計で1,900GtCO₂のGHGが排出され、2017年時点で地球の気温は+1.0℃上昇したとされています²。GHGは熱を吸収し、（火が消えた後の暖炉のレンガのように）時間をかけて徐々にその熱を放出する性質があるため、過去の排出量は地球の気温にまだ完全には反映されていないと考えられます。IPCCの想定によれば、過去の排出による今後20～30年間の地球の平均表面温度（GMST）の上昇は0.5℃未満とみられます（つまり、2018年にすべてのGHG排出が停止していた場合、産業革命前からの気温上昇は1.5℃未満となります）。

もちろん、GHGの排出は2018年に止まっておらず、すぐに正味排出量をゼロにすることは不可能です。つまり、科学はGMSTの上昇を1.5℃未満に抑えるのは、不可能ではないとしても極めて困難だということを示しています。

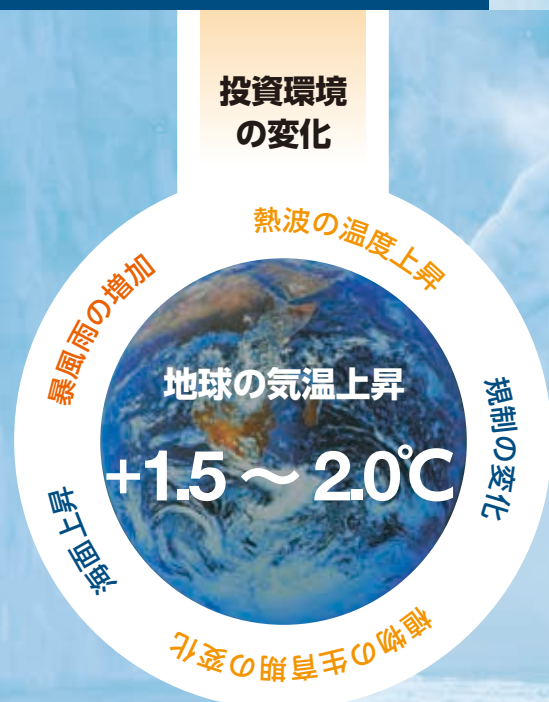
² 1.5℃特別報告書、気候変動政府間パネル、2019年。IPCCは上昇幅を1.0℃、可能性の高い範囲を0.8～1.2℃と想定。

1.5℃および2.0℃シナリオに基づいて投資先を検討する

当社は、投資対象が+1.5℃または+2.0℃のいずれかのシナリオに適応しなければならない可能性は高いとみています。たとえ気温上昇を上記の範囲内に抑えたとしても、海面上昇、暴風雨の増加、熱波の温度上昇と増加、植物の生育期の変化など、気候変動は投資環境にも影響を及ぼすものと考えています。多くの投資先企業にとっては、+1.5℃または+2.0℃のシナリオを達成するためにどういった規制が導入されるかが目下影響が高いと思われます。

2019年の1.5℃特別報告書で、IPCCは地球温暖化を1.5℃以内に抑えるための様々な科学的気候モデルをまとめています。これらのモデルの中央値を取ると、エネルギー効率の大幅な上昇や、現在から2050年までの間に化石燃料から再生可能エネルギーへの移行など、世界のエネルギーインフラを根幹から再構築する必要性が見えてきます。1.5℃のシナリオ下でも、森林やその他の植物、土壌、または人間の炭素捕捉によって吸収できる範囲内で、一部の化石燃料は引き続き使用されます。それでも、化石燃料による一次エネルギー量は大幅に減ることとなります（既存の自然の二酸化炭素吸収源のみに頼る場合、正味排出量をゼロにするには炭素排出量を3分の2以上削減しなければなりません）。

	一次的影響（収益）に 直面するセクターの例	二次的影響 （サプライチェーン、営業費用、設備投資）に 直面するセクターの例
エネルギー効率	資本財、テクノロジー	衣料・繊維、製造・建設、輸送、不動産、 その他の産業および大量のエネルギーを 消費する業種
脱炭素化	エネルギー、公益	
一酸化炭素以外の GHG削減	天然ガス・パイプライン、 農業、廃棄物管理	食品・飲料、食品小売り
土地改良	食品・飲料、林業・紙製品 およびその他パッケージ、 農業	衣料・繊維、食品小売り、パッケージ



すべてのセクターにおける 重要な気候変動要因

投資分析における気候変動要因の評価

投資先企業がどのように気候変動へのエクスポージャーを把握し、環境サステナビリティを長期的な事業戦略計画に融合しているかは、当社のアナリストとポートフォリオ・マネジャーが重要視している事項です。当社では投資ユニバース上のほぼ全ての企業が、収益、調達またはコスト構造を通じて、気候変動から一定の影響を受けると考えています。環境規制が強化される中、カーボン・フットプリントを低水準またはゼロに維持しつつ経済的価値を生み出すことができる企業は、競合他社よりも優位にあると考えています。前ページの図は、気候変動要因が株式および社債市場に対して最も重要な影響を及ぼすと推測される分野の例です。

投資分析において気候変動要因を評価するに当たり、当社のファンダメンタルズ分析と責任投資モデル(RIIM)分析を組み合わせる手法は真の強みであると考えています。RIIMは、当社のアナリストが様々な気候変動課題において投資先候補を比較するのに役立ちます。さらに、RIIMポートフォリオ分析を適用することで、ポートフォリオ・マネジャーが、ポートフォリオ全体における気候変動課題に関するリスクを定量化し、ベンチマークと比較することが可能です。


RIIM分析に加え、責任投資チームは気候変動要因を評価する際に投資アナリストと密接に協力しています。責任投資チームが担当する分野は、不動産企業の環境格付評価などの個別企業分析から、カーボン測定ツールの作成といったテーマ性の高い業務まで様々です。アナリストは国内総生産(GDP)、エネルギー効率、森林破壊・再生などの予想をこのツールに入力し、特定の想定シナリオを+1.5℃および+2.0℃のシナリオと比較することができます。

科学、政策、企業報告間のギャップ

昨年のESGアニュアル・レポートで指摘したとおり、気候変動に関する科学と政策の間には深刻なギャップがあります。2019年、気候変動に対する社会の関心は高まりましたが、気温上昇に対する政府の取り組み姿勢にはばらつきがありました。国際会議では、スペインのマドリッドで開催された国連気候変動枠組条約第25回締約国会議で参加国は合意に至ることはできませんでした。一方、地域および国レベルでは政策と科学のギャップを埋める動きが見られました。最も顕著なのは欧州グリーン・ディールの提案です。この政策には、欧州連合による温室効果ガスの正味排出量を2050年までにゼロとすることを目的とした一連の法案が含まれています。

これまでに可決された気候変動対策の様々な規制措置は、金融市場を対象としています。過去数年間で、投資家によるESGと気候変動関連のデューデリジェンスは徐々に強化されており、この傾向は、規制が可決された国や審議中の国において明らかに加速しています。政策が科学とのギャップを埋める方向に変化しているのは歓迎すべきことですが、金融市場に対する規制が企業への規制を上回るペースで変化していることから、企業が投資家に提供するESG開示に問題が生じています。例えば、もっとも幅広く採用されている環境関連指標である、GHGの総排出量と二酸化炭素排出量をとって見ても、開示されているベンチマーク採用企業数は低位です。

開示が不十分でも、(第三者が提供する)二酸化炭素排出量の推定量を利用することである程度補うことができますが、それでも多くの場合、ベンチマークとポートフォリオにおいて100%カバーすることはできません。さらに、個別企業の二酸化炭素排出量の推定は非常に困難であるため、推定量には正確性に一定の懸念が残ります。当社は、推定データはポートフォリオのカーボン・フットプリントの指標として参照するには非常に有効であると考えていますが、顧客がこの定量的データのみで意思決定を下すことには注意が必要であると伝えています。企業によってデータがより一貫した形での(および標準化された形式で)開示が進めば、顕著な変化が起きる可能性が高いでしょう。



投資分析において気候変動要因を
評価するに当たり、当社のファンダメ
ンタルズ分析と責任投資モデル
(RIIM) 分析を組み合わせる手法は
真の強みであると考えています。

所得格差拡大による社会・経済的影響

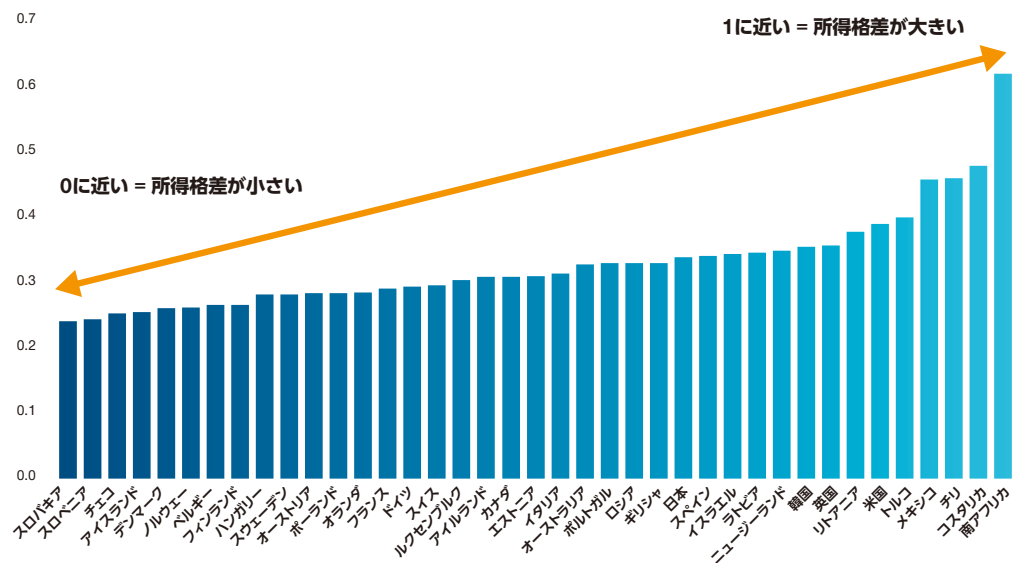
所得格差が世界の商品・サービスの需要の変化を促進

所得格差は現代を代表する社会・経済問題の一つです。所得格差の水準は国・地域によって大幅に異なりますが、所得の分配と格差を測定するジニ係数は、世界各国で所得格差が拡大していることを示しています。この状況が続いた場合、負債の増加、イールドカーブのスティープ化、インフレ、法人税の増税、貿易制限の厳格化につながる可能性が高いでしょう。一方、消費パターンの変化や、割安な商品・サービスへの需要の高まりによって、セクターによっては好機が生じると考えられます。

所得格差の拡大には複数の要因があります。要因の一つは、税免除に係る規制の厳格化や、上位1%の富裕層の税率低下によって、税金と所得移転による再分配効果が薄れたことです。もう一つの要因は、多くの業界で集中度が増し、少数の企業に経済力が集中する構造になっていることです。

低技能労働の自動化、パートタイム労働や短期労働の増加といった労働市場の変化も所得格差の拡大に寄与しています。先進国では、低賃金国への製造委託もこうした労働市場の変化をさらに強める一因になっています。

ジニ係数：国の所得格差の測定



出所：OECD所得格差指標モデル。2019年12月31日時点。

ジニ係数は所得格差の指標で、ある国の全体的な所得分配状況を0から1までの間の一つの数字で表します。数字が大きいほど所得格差が大きいことを意味します。2019年または利用可能な最新のデータを使用。ネット・ジニ係数は南アフリカが最も高く、先進国では米国が最高。

注目のテーマ



ロイ・アドキンス
ソブリン債アナリスト

賃金格差がポピュリズムを加速

所得格差は経済成長を阻害するため、投資家にとって重要な意味を持ちます。国際通貨基金によれば、富裕層が現状より1%豊かになるとその国はその後5年間に渡りGDP成長率が0.08%低下する一方、貧困層や中所得層が現状より1%豊かになるとGDP成長率は0.38%上昇します。所得格差は、低所得者層から健康や教育に投資する機会を奪い、機会の不平等を生み出しています。

所得の不均衡は政府の資源をめぐる争いを引き起こします。その結果、政治的な安定が損なわれ、ポピュリストの台頭を煽り、社会の分断が深まります。先進国のブルーカラー労働者の間では閉鎖経済への支持が高まっています。こうした労働者は、自分たちがグローバル化による恩恵を受けていないと感じていますが、彼らの主張にはある程度の正当性があります。一方、中央銀行が目指してきた投資促進を目指した環境整備の恩恵が社会全体に及んでおらず、中央銀行の独立性が脅かされています。

政治的に不安定な状況下では、一般的に右派と左派双方のポピュリストが社会の流動性と平等性を高めることを要求するため、財政支出の増加につながります。これは通常、負債の増加、イールドカーブのスティープ化、より緩和的な金融政策、インフレ期待の上昇を引き起こします。また、格差が貿易への反感を生むことから、多国籍企業は規制と課税の強化に直面するとみられます。

消費行動の変化が一部のセクターにて好機を生み出す

所得格差の拡大は、高級品メーカーにはマイナスの影響を及ぼしますが、その他の分野では事業機会を生むでしょう。例えば、潜在的な社会移動と雇用機会がより限定されると、格安なレジャーに対する需要が増大し、旅行・レジャー業界のイノベーションにつながるであろうと考えています。同時に、成長中の都市圏の宿泊費の高さに対し、解決策を提示できる企業にとっては好機を意味します。

ほとんどの低所得者層にとって、収入を増やせる可能性が最も高い方法は教育です。そのため、高水準で手頃な価格の教育を提供する企業である、南アフリカで独立系学校ネットワークを運営するCurro（クーロ）にとって、潜在的な市場は非常に大きいと考えられます。同様に、革新的なヘルスケア・プロバイダーも多くの事業好機を見いだすでしょう。

新興国では金融サービスへのアクセスを求める人が増えており、ロシアのTinkoff Bank（ティンコフ銀行）や、ケニアに本社を置くモバイル送金会社M-Pesa（Mペサ）など、テクノロジーを通じて低所得層の顧客による家計管理を支援する企業も好機を迎えています。

所得格差が投資判断に及ぼす影響

ティー・ロウ・プライスでは、社内のESGスペシャリストが投資プロセス全般にわたりソブリン債投資チームをサポートしています。当社独自に開発した責任投資モデルを活用し、ソブリン債の長期的なパフォーマンスに重要な影響を与える可能性が高いESGファクターを特定、分析、投資判断に統合しています。所得格差はESGの「社会」要素における重要な検討事項であり、ソブリン債の投資判断においては重要な要素となっています。

加えて、政府が手頃なサービスへのアクセス拡大や労働者の保護強化を求める動きに継続的に対応することで、さらなる政策の変化も見込まれます。企業がこうした変化に対応する中で、各セクターにおける事業機会も引き続き生まれるとみられます。当社は顧客の投資パフォーマンスを最大化するため、今後も世界各地の所得格差をモニタリングし、分析に取り入れていきます。

ガバナンス： 上場企業と非上場企業とのエンゲージメント

非上場企業に対する大手投資家として、当社の投資アプローチが非上場企業と上場企業でどう違うのかという質問を受けることがよくあります。この質問に回答するには、非上場企業の変化し続けるライフサイクルや、投資により当社が受け持つスチュワードシップ責任を理解することが必要です。

なぜティール・ロウ・プライスは非上場企業に投資するのですか？

非上場企業に投資する際、設立間もない企業から安定した成長企業へと移行するに伴い資産を大きく増やすことができる、革新的な事業を有する企業を特定することに重点を置いています。アーリーステージのダイナミックな非上場企業への投資は、上場企業への投資から得られるリターンを超える投資機会を提供します。また、非上場企業への投資は、業界の創造的破壊者になる可能性がある企業に関する知見、上場前の企業を評価する機会といったその他の潜在的なメリットも提供します。

しかし、上場に何年もかかる可能性がある非上場企業への投資は、常に難しさを伴います。こうした銘柄は、より長期的な実績がある大手上場企業への投資に比べて流動性が低く、リスクも大きい傾向にあります。

企業の監視と維持：詳細分析

ティール・ロウ・プライスが非上場企業に投資する際、投資家としての当社の責任は、上場企業への投資と非常に類似しています。アナリストは、企業の業務の進捗状況を予想と比べて詳細にモニタリングし、主要スタッフと会談するとともに、事業の業績や戦略が効果的に実行されているか経営陣から定期的にアップデートを受けています。違いを挙げるのならば、非上場企業への投資ではコーポレート・ガバナンスにおいて、投資家としての責任の水準が異なります。

非上場企業投資のスチュワードシップ

顧客に託された資本に対し、慎重かつ入念にスチュワードシップ責任を果たすことは、当社の投資哲学と投資プロセスの柱であり、すべての資産クラスに対して、また上場と非上場に関わらず適用されます。しかしながら、非上場企業への投資にはいくつか独特な点があり、受託者としての活動や監視にあたり若干異なるアプローチが求められます。

非上場企業の取締役会の構成は、企業がプライベートな資本市場から上場へと向かう際によく見られるガバナンス課題です。アーリーステージの企業では、取締役会は少人数の経営陣、ベンチャー・キャピタルの投資家、その他の主要ビジネス・パートナーからなる傾向にあります。事業規模の拡張、市場シェアの拡大、研究・開発といった事業に関する課題に企業が重点を置いている間は、このような取締役会の構成が適切です。

しかし、企業が上場に近づき、投資家層が拡大すると、取締役会はより多くのステークホルダーに対して受託者責任を負うため、精査や監視を行える機能が必要となります。これには、企業との間に取引上や血縁上の関係がない独立取締役が必要です。理想的には、似たような初期の成長段階にある企業を主導した経験を有する人物が望ましいでしょう。

上場企業については、取締役会の過半数が独立取締役であることが重要だと当社は考えています。しかし、新規上場企業に関しては、この独立性基準を新規株式公開（IPO）から2年以内に達成するのが合理的と考えています。

注目のテーマ

ドナ・F. アンダーソン
コーポレート・ガバナンス責任者

ティール・ロウ・プライスは、非上場企業と上場企業で同じ基準を適用しています。上場企業では認めていない慣行については、非上場企業でも認めていません。

非上場企業の議決権行使

非上場企業は年次株主総会を開催することはなく、議決権行使もありません。その代わり、非上場企業は書面同意と呼ばれる仕組みを活用して、取締役の選任や株式報酬制度といった事項に対する株主承認を得ます。

書面同意の下では、企業は一部の投資家に通知を行い、特定の項目について承認を求めます。企業はこうした項目をすべての株主と共有する必要はなく、事前通知も不要です。承認に必要な50%に達するまで投資家に1件ずつ同意を求め、その他の株主に事後的に決定事項を通知します。

こうしたプロセスは、すべての株主に対して公に開催日の数週間前に事前通知を行うことが義務付けられている上場企業の株主総会とは大きく異なるものです。上場企業の株主総会では、すべての株主に対し投票項目が同時に通知されると同時に、全株主は見解を表明する機会が与えられます。

書面同意は株主総会開催の複雑性とコストを明確に軽減するものであり、株主の承認を迅速かつ効率的に得ることが必要な非上場企業にとっては重要です。しかし、企業が同意を求めない投資家にとっては、透明性を低下させる仕組みでもあります。

当社で保有している非上場企業においても、コーポレート・ガバナンスに関する異例または不利な条項の下でIPOを実施するケースを度々目にしています。例えば、デュアルクラス株式構造で創始者に優先議決権が付与されており、創始者が企業の支配権を維持できる場合です。あるいは、多額のIPOボーナスが組み込まれた異例の報酬パッケージが存在する場合もあります。当然ながら、顧客より「なぜ非上場企業の場合はこのような条項を支持し、上場企業の場合は反対するのか」という質問を受けます。

重要な点として明確にしておきたいのは、ティー・ロウ・プライスは非上場企業と上場企業で同じ基準を適用しているということです。上場企業で認めていない慣行については、非上場企業でも認めていません。

残念ながら、上記の書面同意の仕組みが非上場企業への当社の影響力に対する制約となります。非上場企業は他の投資家や内部関係者から必要な同意を簡単に得られるためです。

ガバナンスの進化

当社のポートフォリオで保有する非上場企業に対し、問題と考える特定のガバナンス構造については、経営陣やその社外顧問に対して、懸念を表明することが重要だと考えています。具体的には、書面にて同意を拒否するほか、経営陣との面談において直接懸念を表明しています。

ただし、当社では非上場企業の非公式なアドバイザーとして、コーポレート・ガバナンス、資本配分、IR、事業戦略といった課題について助言するケースがより一般的です。例えば、企業のガバナンスについて最終的に変化しようとするガイダンスを示す場合があります。通常、IPO後1年目のガバナンス条項、買収防衛策、取締役会の構造は、上場後5～10年の企業が必要な構造とは大きく異なります。

潜在的な転換点

今後を見据えると、2020年は非上場企業のエコシステムにおける重要な転換点になるのではないかと考えています。ベンチャー・キャピタル・ファンドと、ティー・ロウ・プライスのような従来型の一般投資家の双方から、非上場の新興成長企業に潤沢な資金が流入する期間が長く続いたことで、こうした企業の創始者は資金調達先の候補という面で多くの選択肢を有していました。有望な成長企業への投資需要が非常に大きく、決定権は資本の提供者ではなく企業の創始者が有していました。創始者は数多くの投資家から出資金を募ることができたため、投資家が利益を守るための保護条項や株主の権利について交渉することは困難でした。

しかし、こうした力の不均衡には変化の兆しが現れています。ここ数四半期だけでも、重要な進展が見られています。主要な投資家と資本提供者が、資金提供を求める企業に対し厳格な要件を課すようになっています。最近では、市場のボラティリティの高まりによって、企業が安定した資金調達に苦戦していることもこの傾向を強めています。

今後同様の傾向が続けば、非上場の新興企業の市場にて、より健全でバランスの取れたダイナミクスへと変化していくでしょう。

エンゲージメント活動の概要

ティー・ロウ・プライスでは、アクティブ運用ポートフォリオを中心に、1兆2,000億米ドル³に及ぶ資産を運用しています。当社が企業とのESGエンゲージメントを実施する上で、当社の事業規模とその範囲が多くの競合他社との比較でも優位に働きます。

つまり、多大な資産を運用する当社は企業の経営陣と接触しやすいという強みを有しています。

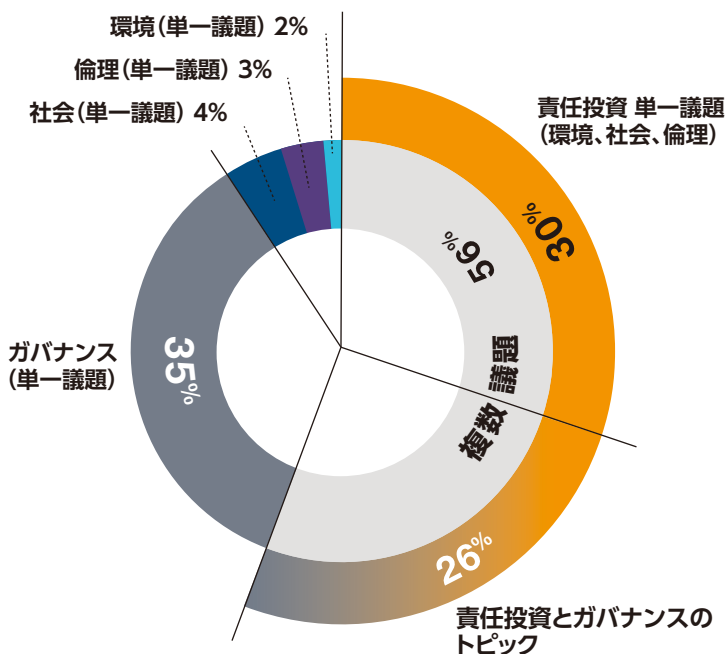
当社がアクティブ運用に主な重点を置いていることも、強い影響力を持つことができる一因となっています。ほとんどのケースにおいて、投資目標の達成を妨げる要因（企業の事業慣行や開示が不十分など）がある場合、当社には投資しないという選択肢があります。これはパッシブ運用の運用者とは対照的です。こうした運用者は通常、事業慣行や開示に懸念があるという証拠が存在しても、銘柄を保有し続ける以外の選択肢がありません。

当社のエンゲージメントは投資部門が主導となって行っており、独自のRIIM分析、ガバナンス・スクリーニング、アナリストのファンダメンタルズ・リサーチを通じてエンゲージメントの目標を特定し、行っています。株式および債券チームのポートフォリオ・マネジャーやアナリストに加え、ESGスペシャリストもESGエンゲージメント・ミーティングに参加します。

様々な観点から企業とのエンゲージメントを行っていますが、ESGエンゲージメントでは、企業のビジネスに影響を及ぼす環境関連の慣行、コーポレート・ガバナンス、社会問題について学び、提言し、意見を交換することに重点を置いています。

2019年、既存の投資先や投資先候補企業との間で11,000件以上のミーティングを開催しました。これらのミーティングのうち、656件はESG課題に関する議論が含まれ、ESGエンゲージメントとして分類しています。

2019年におけるエンゲージメントのテーマ別内訳

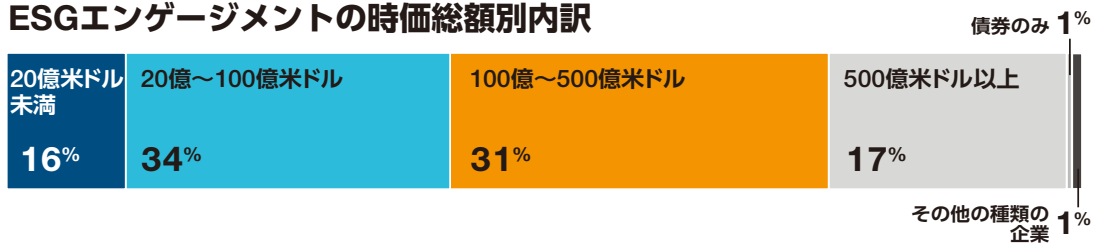


³ 2019年12月31日時点

エンゲージメントのトピック上位5位

環境	<ol style="list-style-type: none"> 1. 環境関連の開示 2. 製品のサステナビリティ 3. 温室効果ガスの排出 4. 責任投資 5. 環境マネジメント
社会	<ol style="list-style-type: none"> 1. 社会関連の開示 2. 従業員の安全・処遇 3. 議決権行使（社会） 4. 多様性 5. 社会や地域社会との関係
倫理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 贈収賄・汚職 2. ロビー活動 3. 議決権行使（倫理） 4. 規制の変化 5. コンプライアンス・プログラム
ガバナンス	<ol style="list-style-type: none"> 1. 役員報酬 2. 取締役会の構成 3. ガバナンス構造 4. 株主の権利 5. 後継者

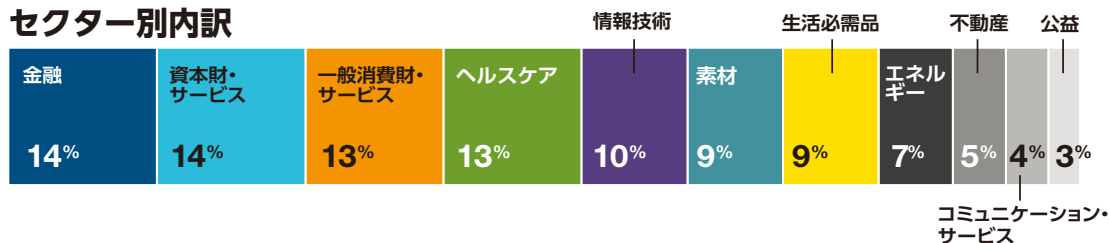
ESGエンゲージメントの時価総額別内訳



ESGエンゲージメントの地域別内訳



ESGエンゲージメントのセクター別内訳



環境問題に関する開示の改善

気候変動関連の開示は最近注目を浴びています。多くの顧客が、ポートフォリオの投資先企業に対する気候変動の影響について、透明性の向上を目指しています。そのため、資産運用会社がこうした問題の開示をどのように追求し、どのように開示に影響を及ぼしているかを理解することが益々重要になっています。

当社は気候変動を投資上の重大な問題と捉えています。これは当社の投資ユニバースのほぼ全体に関わる世界的な課題です。企業の業績と金融市場に対する気候変動の潜在的な影響は、依然としてかなり初期の段階にあります。気候変動を抑制するための規制はまだ限られていますが、今後数年間で規制が拡大・強化されるであろうと予想しています。こうした新たな規制の影響は、セクターや地域を超えて企業業績と利益に影響を及ぼすでしょう。よって、企業の規制の変化への対応への取り組み、また投資先としてどの程度魅力的かを測定する上で、企業による環境データの開示が不可欠な要素となっています。

過去数年間で環境データの開示は増加しています。しかし、ほとんどの場合、包括的な環境開示は存在しません。ティー・ロウ・プライスは、その資産運用規模と影響力を利用し、開示の向上を働きかけています。実際、ESG開示は当社の2019年のエンゲージメントにおける第1位のトピックで、環境開示はESGエンゲージメントの38%を占めました。

当社のエンゲージメント活動では、ESG開示の安定的な改善を促進することを目指してきました。これらのエンゲージメントでは、環境データの報告方法（統一的に採用されている基準が存在しないため）、当社が投資分析と意思決定においてESGデータを使用する方法、当社の顧客がポートフォリオ全体の評価においてESGデータを使用する方法について、投資先企業における理解の促進を目指しました。

2019年、開示関連のESGエンゲージメントの高まりを踏まえ、IR担当者向けのESG教育専門セミナーを開催しました。12月に初回のセミナーを開催しており、2020年内にも複数回開催する予定です。

議決権行使の概要

議決権行使は顧客のために運用者である当社が行使するスチュワードシップ責任として欠かせない、中心的な活動であると考えています。議決権は企業の株主として発生する、特典であると同時に責任であると捉えています。

当社は、顧客が有する議決権を熟考した上で行使する責任を重視し、コーポレート・ガバナンスにおける基本原則と企業特有の状況を考慮して行っています。当社の議決権行使における全体的な目的は、企業とその投資家が長期的かつ持続可能な成功を収める可能性を最も促進しうる選択肢を支持することです。

議決権行使に係る決定を行う最終責任は、各戦略の担当ポートフォリオ・マネジャーが担います。この責任を果たすために、ポートフォリオ・マネジャーは以下に列挙する社内外の様々なリソースを活用します。

- ティー・ロウ・プライスESGコミッティー
- 当社のグローバルセクターアナリスト
- 当社のコーポレート・ガバナンスおよび責任投資スペシャリスト
- ISS（当社が契約する外部議決権行使助言会社）

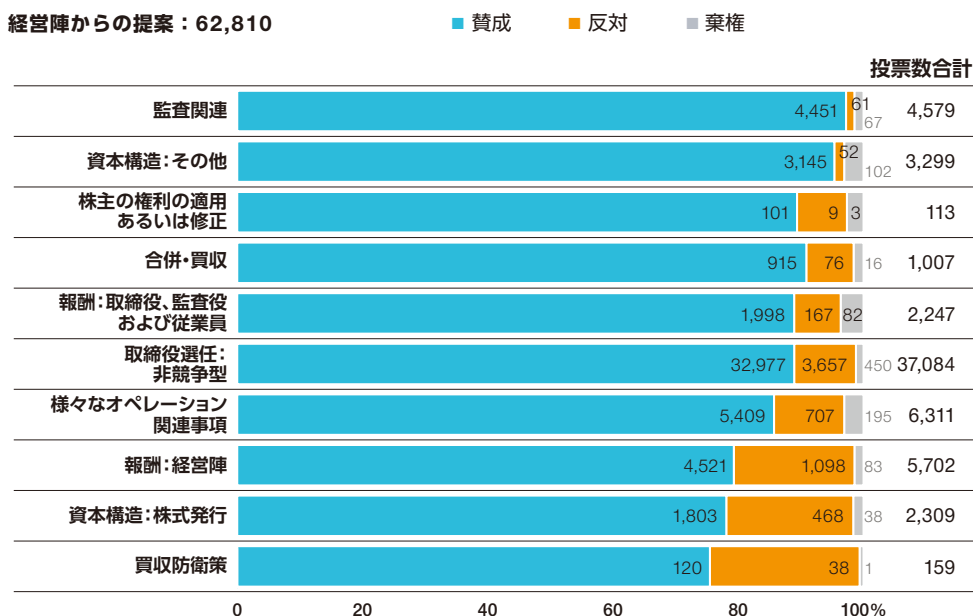
当社にとって議決権行使は、発行体との関係性を構成する一つの要素として捉えています。議決権行使は発行体企業と当社との包括的な関係（エンゲージメント、投資デューデリジェンス、投資判断など）を補完するものとしています。

2019年のハイライト

下図は、当社における2019年に行使した議決権について示しています。全体の99.2%に当たる全世界6,350の株主総会で64,249件の議案に対し投票を行いました。

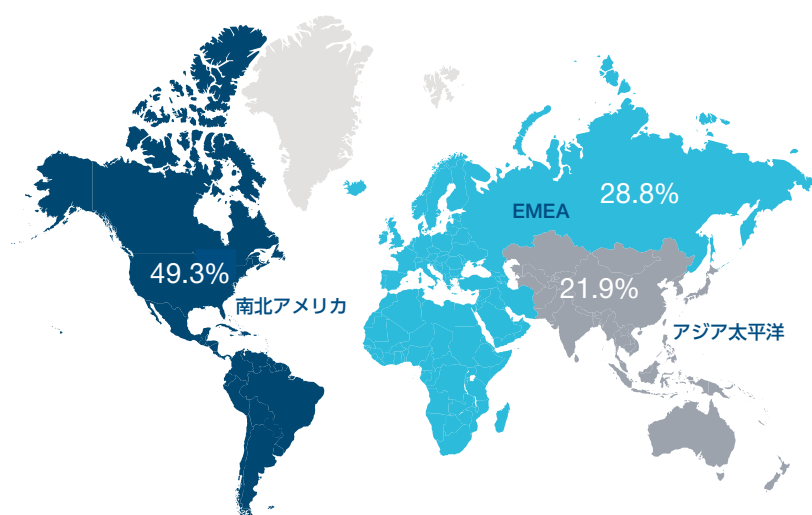
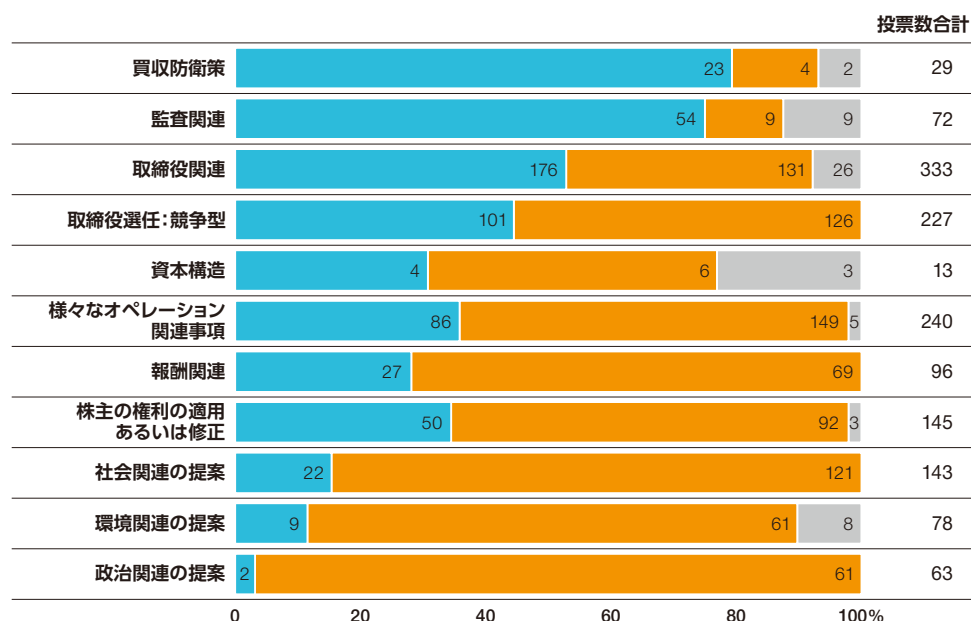
取締役の選任等、カテゴリーによっては投資を行う市場に共通するものもありますが、その他の多くのカテゴリーは地域特有となっています。経営陣による提案については、「賛成」票は取締役会による推奨に賛成したことを意味します。株主による提案については、「賛成」票は通常、取締役会による推奨に反対したことを意味します。

経営陣からの提案：62,810



株主からの提案：1,439

■ 賛成 ■ 反対 ■ 棄権



議決権行使の地域別特色 3地域82ヶ国

賛成票を投じた割合：地域別内訳

	南北アメリカ	EMEA	アジア太平洋
経営陣による提案			
取締役選任：非競争型	88%	86%	93%
様々なオペレーション関連事項	66%	87%	94%
報酬：経営陣	81%	74%	85%
監査関連	99%	92%	97%
資本構造：株式発行	49%	88%	69%
報酬：取締役、監査役、従業員	90%	87%	91%
株主による提案			
取締役関連	51%	44%	63%
株主の権利の採用、修正	34%	50%	—
様々なオペレーション関連事項	32%	8%	65%
社会関連の提案	23%	20%	0%
環境関連の提案	12%	14%	7%
政治関連の提案	3%	0%	—

2019年12月31日時点

注目の株主提案

世界の一部の市場では、株主が年次株主総会で議決権行使の対象となる項目を提案することができます。こうした決議に課される規制や条件の水準は様々です。日本、北米、北欧地域などの一部の市場では、議案提出の要件は最低限にとどまります。そのため、これらの市場では個人投資家による多くの決議案が提出されるのが一般的です。他の市場では、決議案を提出するには長期にわたって比較的大きい持ち分を保有している必要があるため、株主提案はあまり一般的ではありません。

2019年、当社のポートフォリオにて保有している企業では1,439件の株主提案がありました。取締役と監査役の株主推薦を除くと、ESGに関する株主決議案は738件でした。そのうち375件がガバナンス関連、330件が環境・社会課題に関する決議案で、33件が総会直前に撤回されました。

議決権行使



330件の環境・社会関連の決議案は、当社が投票したすべての決議案の0.5%を占めるにすぎません。しかし、この分野における投資家の関心が高まっているため、当然ながら、こうした決議案の投票に対する当社のアプローチも非常に注目されています。

ティール・ロウ・プライスは、環境・社会に関する事項についてあらかじめ議決権行使指針を定めていません。それぞれの議決権行使の判断は、ポートフォリオ・マネジャーによって案件ごとに検討しています。株主による提案は拘束力がなく、ほぼ常に企業の経営陣に反対され、通常は支持者も少数です。そのため、当社では開示に重点を置いた株主決議案（2019年に当社が議決権行使した330件の環境・社会関連の提案の大半を占める）では、より実務的または効果的なアプローチによって、企業への開示向上を促す方法を模索しています。以下は一部の例です。

明らかなディスクロージャーの欠如：環境への影響、二酸化炭素排出量、ビジネス慣行などを評価するのに必要な情報を企業が公開していないと思われることがあります。しかし、こうした場合でも多くの企業は透明性をより高める責任を公式に認めています。企業がESGデータを近い将来に公表すると確約する場合は、ディスクロージャーを求める株主提案へは賛成を投じる可能性は低くなります。

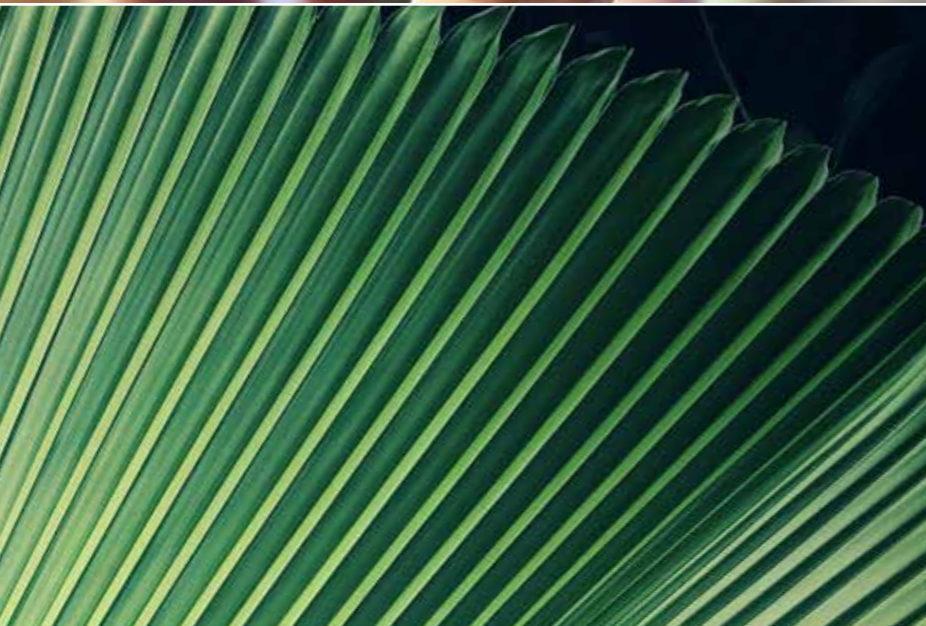
見当違いのディスクロージャー要求：追加的なディスクロージャーを必要とする株主提案を支持しない場合もあります。例えば、中小企業に包括的なサステナビリティ・レポート（持続可能な社会の実現に向けて企業がどのような取り組みをしているか開示する報告書）の策定を求める提案に関しては、これが会社の限られた資源の最も有効な使い方かどうかを判断します。レポートの代替として、当該企業の事業モデルにとって最も重要なデータの開示を推奨することがあります。また、当社では米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）や気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の基準に沿ったESGディスクロージャーを推奨しています。このため、それ以外の種類のディスクロージャーを求める株主提案を支持する可能性は低くなります。

過度に指図的な要求：環境・社会問題に関する株主提案の中には、少数ですが、企業に具体的な行動を求めるものがあります。例えば、具体的な雇用方針の遵守、特定の事業部門の縮小、取締役会委員会の設置、役員報酬体系の変更などを求める提案などが含まれます。

ティール・ロウ・プライスがこのような具体的な株主提案を支持することはほとんどありません。当社は株主よりも取締役会の方が会社の運営について判断を下すのに相応しいと考えています。取締役会の決定に納得がいかない場合には、取締役の選任に反対、企業との直接対話、および最終的にはアクティブ運用者としての特権である保有株式の縮小または売却、といった形で行使します。

不必要なディスクロージャー要求：一部の株主提案では、企業が既に高い透明度を実現しているにもかかわらず、ESGに関するディスクロージャーを求める株主提案が行われる場合があります。例えば、気候変動対策の評価に焦点を当てた徹底的な調査である投資家CDP（旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）への参加を求める提案が含まれます。

長年、ESG問題を運用プロセスへ取り込んで評価してきた立場から、株主提案よりも企業と直接対話を行う方が良い結果を生むと考えています。議決権行使はごく一部であり、経営陣の提案を含む議決権行使活動の全体や、より幅広いエンゲージメント・プログラムを踏まえて考えることが重要です。

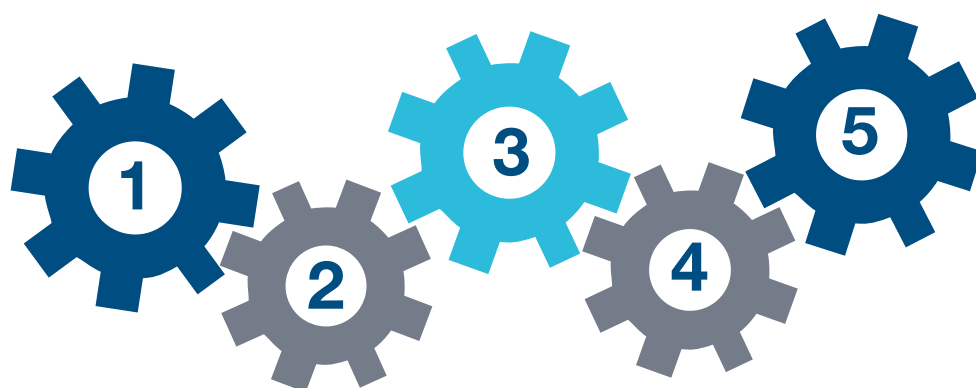


協働エンゲージメントと 業界のリーダーシップ

当社では、業界の協働イニシアチブに選択的かつ戦略的に参加しています。こうしたイニシアチブは、当社のエンゲージメントの一部をなしていますが、当社のエンゲージメントを牽引するものではありません。優れた社内の機能を補う事を目的に、当社のエンゲージメントを補完するようなイニシアティブなどの協働エンゲージメントに参加しています。

協働エンゲージメントにおける5つの主要な検討事項

当社が協働エンゲージメント・イニシアチブへの参加を検討する際は、以下の5つの要素を考慮します。



整合性

こうしたエンゲージメントの機会と当社の保有銘柄に整合性があるか？
それには当社が大株主となっている企業が含まれるのか？

潜在的な インパクト

我々の参加がそのエンゲージメント・イニシアチブにとって効果的か？
注目を集めるためだけに大手運用会社を必要としているか、それとも既に幅広い支持を得ているのか？

リソースの 有効活用

そのエンゲージメントは活動を担当する社内リソースの有効的な活用か？

実用性

我々は既に同様のエンゲージメントを行っているか？
または非常に似たエンゲージメントを単独で行い、成功を収めているか？

具体性

協働エンゲージメントの範囲は明確か、そして時間が経ってもそれが変わらないと確信できるか？

往々にして、当社が参加する協働イニシアチブは、市場全体における開示や事業慣行の改善を目標としています。例えば、ティール・ロウ・プライスは2017年、16社からなる大手投資家連合に参加し、投資家スチュワードシップ・グループ（ISG）の創立メンバーとなりました。ISGは、市場全体のガバナンス・コードが存在しない米国において、投資家が団結してコーポレート・ガバナンスとスチュワードシップの基本的問題に対処するために結成されました。

ティー・ロウ・プライスは、啓蒙やエンゲージメントを目的として投資家をまとめるため、以下のイニシアチブに参加、あるいはイニシアチブを先導してきました。

組織	概要	立場	参加
機関投資家協会 (CII)	米国機関投資家・発行体・資産運用会社協会	協会員	1989年
責任投資原則 (PRI)	責任投資に関するグローバル・イニシアチブ	署名	2010年
英国 スチュワードシップ・コード	英国の投資家がスチュワードシップ原則を維持するための公的なコミットメント	署名	2010年
日本版 スチュワードシップ・コード	日本の投資家がスチュワードシップ原則を維持するための公的なコミットメント	署名	2014年
資本市場投資家協会 (AMEC)	ブラジル少数持分投資家協会	メンバー	2015年
アジア企業統治委員会 (ACGA)	機関投資家向け汎アジア投資家協会	メンバー	2016年
英国投資家フォーラム	英国企業の投資家のための協調的エンゲージメント協会	設立 メンバー	2016年
投資家スチュワードシップ・グループ (ISG)	米国市場参加者のためのコア・ガバナンス原則を提唱する投資家団体	設立 メンバー	2017年
ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ	スチュワードシップ・ソリューションとベストプラクティス共有のための投資家フォーラム	設立 メンバー	2019年
投資家協会 気候変動ワーキング・グループ	気候変動に関して英国の資産運用業界団体の取り組みを主導するグループ	メンバー	2020年
インベスター CDP (旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)	二酸化炭素排出の開示強化に向けた啓蒙組織	署名	5年以上

2020年2月時点

コーポレート・ガバナンスの変革を主導—ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ

ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ (JSI) は、スチュワードシップに関する問題についてアセットオーナー、資産運用会社やその他参加者間にて自由で幅広い議論を促進し、全ての業界参加者がこうした議論から恩恵を受けることを目的に2019年11月に設立されました。ティー・ロウ・プライスは、設立メンバーとして署名した40の組織・個人のうちの機関です。

ESG要因への注目がかつてないほど高まり、多くの投資家が投資先企業についてより多くのことを知りたいと考える中、近年の日本市場は大きな構造的変化を経験しました。

この変化の結果、日本の市場参加者（アセットオーナー、資産運用会社、投資先企業）がスチュワードシップ活動を強化しています。2014年に導入された日本版スチュワードシップ・コードや、2015年に導入されたコーポレート・ガバナンス・コードなど、新たなスチュワードシップ・コードの推奨が、このような徹底した監督への動きを促進しています。

日本版スチュワードシップ・コードは、日本の資産運用ビジネスの重要な一部となりました。2019年には国内最大規模の投資信託設定により顕著な注目を集め、日本におけるティー・ロウ・プライスの存在感は過去数年間で大きく高まりました。当社にとって、資産運用業界にて企業としての使命を果たすことは重要です。当社はJSIの設立メンバーとなったことを誇りに思っており、他社や多くのアセットオーナーと協力して日本のスチュワードシップ慣行の推進に努める所存です。

投資家としての観点から見て、日本市場でESGの重要性が非常に速やかに受け入れられたことには期待を寄せています。しかし、ESGデータから有意義な知見を得るための道のりは混沌としています。なぜなら、報告されるべき内容について企業、アセットオーナー、資産運用会社の考えが異なるからです。JSIはこの問題に対する革新的な解決策であり、ティー・ロウ・プライスはその解決策の策定に関わることを光栄に思います。

責任投資原則

当社は、2010年にUN PRIに署名し、毎年PRIへ報告を行っています。責任投資原則の枠組みを、責任投資に関連した重要な事柄に関する世界中の投資家間の対話、企業の情報開示改善を促す効果的な手段とみなし、当社はこれを支持しています。

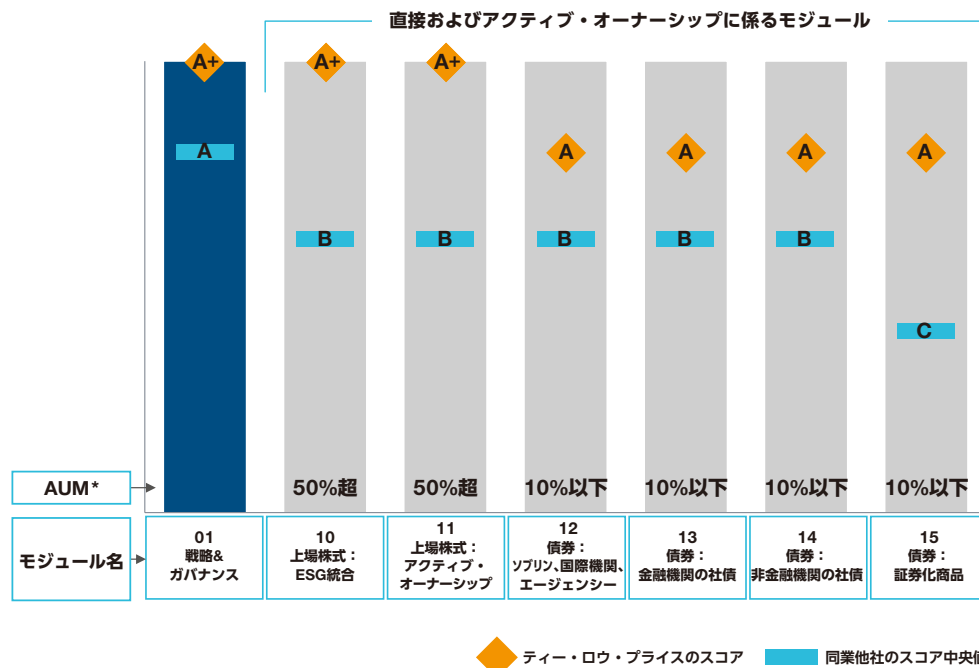
UN PRIの透明性要件の下、全ての署名機関は年次で自己評価を完了するよう求められています。当社の直近の透明性レポートにつきましては、PRIデータ・ポータル (dataportal.unpri.org) をご参照ください。

下図はUN PRIスコア・カードの要約で、各モジュールにおける当社の総合スコアとスコアの中央値を示しています。スコアはA+（最高）からE（最低）で評価されます。UN PRIアセスメントにおけるスコアリング方法についてはUN PRIサイト (www.unpri.org) をご参照ください。

ティー・ロウ・プライスPRIスコアカード2019

2019年7月時点

ティー・ロウ・プライスは2010年からPRIの署名機関となっています。



*資産クラスは0%、10%以下、10%～50%、50%超の4つの範囲に集約。ティー・ロウ・プライスの資産運用残高、2018年12月31日時点。

PRIの透明性要件に基づき、すべての署名機関は年次で自己評価を完了するよう求められています。このレポートの大部分は、PRIのウェブサイト上で公表しなければならないものです。ティー・ロウ・プライスの直近の透明性レポートはPRIデータ・ポータル (dataportal.unpri.org) からご覧いただけます。

PRIサマリー・スコアカードは、評価対象の各モジュールにおける当社の総合スコアとスコアの中央値を示すものです。スコアの範囲はA+（最高）からE（最低）まで分かれています。PRI評価のスコアリング手法についてはunpri.orgをご覧ください。

出所：PRI評価レポート2019、ティー・ロウ・プライスの該当スコアを表示。

ESG説明責任

ティー・ロウ・プライス取締役会の指名委員会およびガバナンス・コミッティーは当社のESG活動を監督し、年次で報告を受けています。

シニア・リーダーからなるESGコミッティーはESGの取り組み全般を監督しています。コーポレート・ガバナンス責任者と責任投資リサーチ部門ディレクターがESGコミッティーの共同議長を務めます。コミッティーの主な目的は、ティー・ロウ・プライス・グループの株式ステアリング・コミッティー、インターナショナル・ステアリング・コミッティー、マルチアセット・ステアリング・コミッティー、債券ステアリング・コミッティーによる、以下の項目を網羅する投資フレームワークの確立を支援することです。

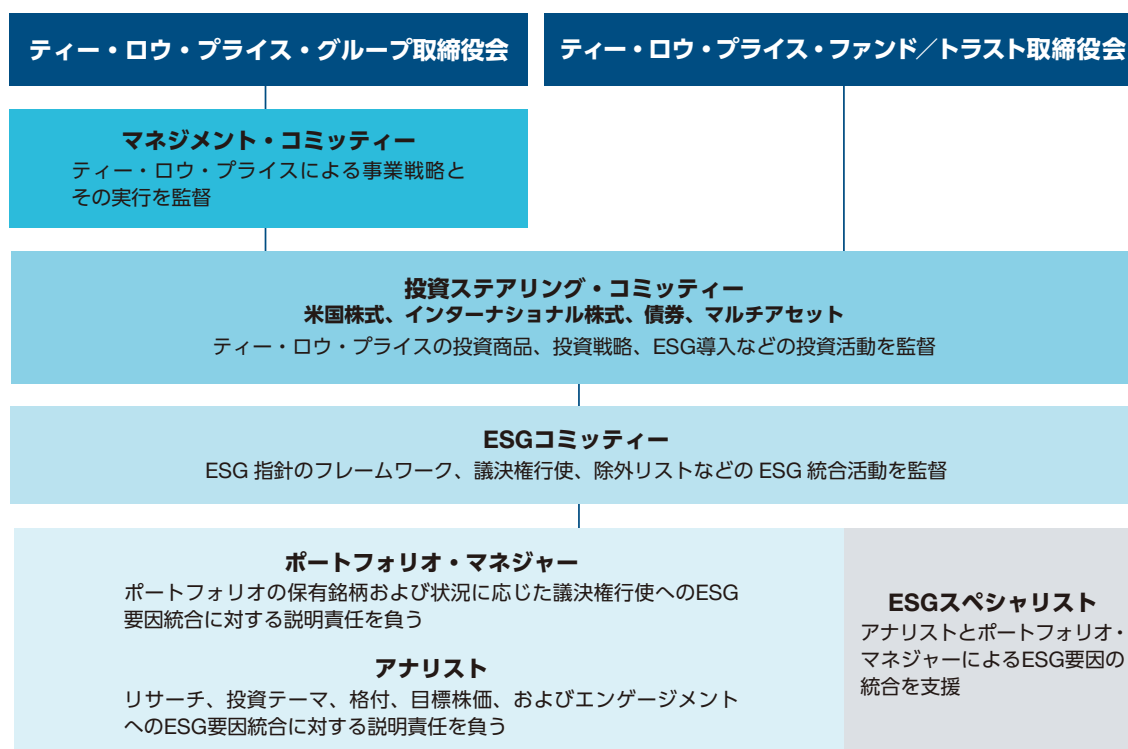
- 環境、社会、コーポレート・ガバナンスに関する課題の評価
- 適切な議決権行使ガイドラインの維持
- 様々な投資部門で使用される除外リストの監督と承認

ESGコミッティーは、該当するティー・ロウ・プライス・ファンドの取締役会に対して、議決権行使結果、指針、手続き、その他の注目すべき項目の概要を記載した年次レポートを提出します。

社内のESG専門リソースは、経営陣の直属となっています。責任投資リサーチ部門ディレクター（マリア・エレナ・ドリュー）は運用部門統括責任者兼グループ・チーフ・インベストメント・オフィサー（ロブ・シャープス）に対して報告義務を負い、コーポレート・ガバナンス責任者（ドナ・F. アンダーソン）はグローバル株式部門共同責任者（エリック・ヴェイエル）に対して報告義務を負います。

株式及び債券の調査部門ディレクターは、アナリストの監督責任を担っており、アナリストがどのようにESG要因を投資プロセスに組み込んでいるかを監視し、アナリストの年次人事評価に反映しています。アナリストがどのようにESG要因を投資判断に組み込んでいるかを評価するにあたっては、責任投資及びガバナンス責任者の意見を反映します。ポートフォリオ・マネジャーの人事評価においてもESG要因が考慮されます。ポートフォリオ・マネジャーは、ポートフォリオの運用目標およびガイドラインに相応しいかたちで、投資判断にESG要因を組み込むことが求められています。

リソース



ESGチーム

責任投資



マリア・エレナ・ドリュー
責任投資リサーチ部門
ディレクター（ロンドン）



スハ・リード
責任投資担当ビジネス・マネジャー
（ロンドン）



イオナ・リチャードソン
アソシエイト・アナリスト
（香港）



スコット・ペトリー
アソシエイト・アナリスト
（ロンドン）



ガブリエル・フレデリック
アソシエイト・アナリスト
（ボルティモア）



ジョー・ボールドウィン
アソシエイト・アナリスト
（ロンドン）



ダンカン・スコット
アソシエイト・アナリスト
（ロンドン）

ガバナンス



ドナ・F. アンダーソン
コーポレート・ガバナンス責任者
（ボルティモア）



ジョセリン・ブラウン
ガバナンス責任者
EMEA、アジア太平洋担当（ロンドン）



カラ・マッコイ
ガバナンス・アナリスト
（ボルティモア）

議決権行使



アマンダ・ファラスコ
リード・マネジャー
（ボルティモア）

規制リサーチ



ケイティ・ディール
米国政府および規制リサーチ
（ボルティモア）

ESGコミッティー

ドナ・F. アンダーソン

共同議長
コーポレート・ガバナンス責任者

マリア・エレナ・ドリュー

共同議長
責任投資リサーチ部門ディレクター

カムラン・ベイグ

株式リサーチ部門ディレクター
EMEAおよび南米

LQ・ファング

ジェネラル・マネジャー
米国株式

ブリータ・ラガバン

株式アナリスト
株式調査部門

ハリ・バルクリシュナ

アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル・グロース株式運用戦略

マイケル・ランベ

社債アナリスト
投資適格社債リサーチ

ジェフ・ロッチングハウス

ポートフォリオ・マネジャー
米国大型コア株式運用戦略

R. スコット・バーク

ポートフォリオ・マネジャー
グローバル・グロース株式運用戦略

マット・ロートン

アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー
投資適格債券運用戦略

ジョン・C. A. シャーマン

株式アナリスト
株式調査部門

ブライアン・W. バーガス

ポートフォリオ・マネジャー
米国中型グロース株式運用戦略

マシュー・リーフ

インベストメント・ミドルオフィス
米国責任者

ジャスティン・トムソン

チーフ・インベストメント・オフィサー
ポートフォリオ・マネジャー
インターナショナル株式

アーシバルド・シガネール

ポートフォリオ・マネジャー
日本株式運用戦略

ライアン・ノラン

シニア・リーガル・カウンセル
法務部門

ミッチェル・トッド

株式部門
EMEA共同責任者（先進国）

アンナ・M. ドプキン

ストラテジック・プロジェクト・マネジャー
株式部門

ゴンザロ・パンガロ

ポートフォリオ・マネジャー
エマージング株式運用戦略

エリック・ヴェイエル

株式部門共同責任者

ライアン・ヘドリック

アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー
米国大型株式運用戦略

サリー・パターソン

ジェネラル・マネジャー
インターナショナル株式

アーネスト・ヤング

ポートフォリオ・マネジャー
エマージング・ディスカバリー
株式運用戦略

アマンダ・ファラスコ

リード・マネジャー
議決権行使

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」 および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2 グラントウキョウサウスタワー 7F

電話番号 03-6758-3820（代表）

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会／一般社団法人 投資信託協会

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、
お客様に信頼していただける
優れた運用商品とサービスを
長期にわたってご提供するこ
とに注力しています。



CCON0044084
APAC-JP-1438
202007-1217073