

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Engage

エンゲージメント・レポート | 2024年 秋

インターナショナル・エクイティ運用チーム



Contents

目次

3

SIXTY SECOND
SNAPSHOT

目次およびサマリー

5

ACCOUNTING
FOR ALL COSTS

すべてのコストの会計処理

13

SEEING THE WOOD FOR
THE TREES: EUDR 101

木を見て森を見ず：

EUDR（欧州森林破壊防止規則）入門

21

PROXY
VOTING

議決権の代理行使

25

INTERNATIONAL
EQUITY TEAM

インターナショナル・
エクイティ運用チーム

17

OUTLOOK –
ADAPTATION
AND COMPLEXITY

展望 – 適応と複雑性

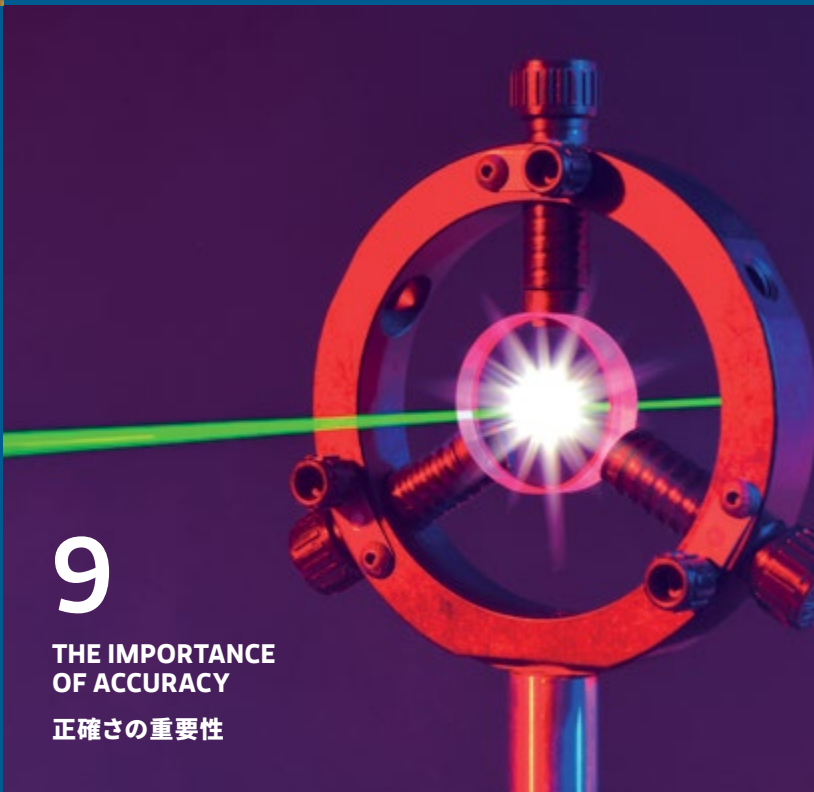




本レポートの内容

本レポートは、インターナショナル・エクイティ運用チームがクライアントのために行った、以下の戦略におけるエンゲージメント（対話）活動について報告するものです。本レポートに掲載されているエンゲージメントのケーススタディや委任状による議決権行使は、私たちが財務上重要なリスクあるいは好機であると考える事項について、企業との間で実施しているエンゲージメントや委任状による議決権行使の一例です。

本レポートは、特に断りのない限り、2023年7月1日から2023年12月31日までの期間に実施された活動を対象とするものです。本レポートの発行日現在において、インターナショナル・エクイティ運用チームは、次の運用戦略を管理しています：グローバル・フランチャイズ運用戦略、グローバル・フランチャイズ・エクイティ・インカム運用戦略、グローバル・フランチャイズ（タバコ産業を除く）運用戦略、グローバル・クオリティ運用戦略、グローバル・クオリティ（タバコ産業を除く）運用戦略、グローバル・サステイン運用戦略、インターナショナル・エクイティ運用戦略、インターナショナル・エクイティ・プラス運用戦略、アメリカン・レジリエンス運用戦略、インターナショナル・レジリエンス運用戦略。これらの運用戦略は個別契約だけでなく、様々な運用ビークルを通じて世界中で利用可能です。なお、本レポートに記載された活動がすべての運用戦略や運用ビークルに適用されるとは限りません。



9

THE IMPORTANCE
OF ACCURACY

正確さの重要性

Sixty Second Snapshot

目次およびサマリー

すべてのコストの会計処理

私たちは、グローバル・ポートフォリオおよびインターナショナル・ポートフォリオにおいて保有しているドイツの多国籍ソフトウェア企業と10年にわたり、報酬に関するエンゲージメントを続けました。その結果、同社は株式による報酬（SBC、share-based compensation）を会社の利益算定に含める方針を決定し、満足のいく形でエンゲージメントは終了しました。このエンゲージメントでは、増加しているSBCによる従業員報酬の普及と、SBCの過度な利用が問題になる理由について考察していきます。

正確さの重要性

不正確なデータによるレポートは、訴訟リスクや風評リスクなど、信用調査会社にとって潜在的に金銭的な、重大なリスクをもたらす可能性があります。信用調査会社は融資会社が個人に融資を行うかどうかを決定する際に、重要な役割を果たしているためです。このエンゲージメントでは、私たちが保有する信用調査会社の一社と面会し、信用調査レポートの精度について議論しました。



木を見て森を見ず：EUDR（欧州森林破壊防止規則）入門

潜在的に欧州連合（EU）の総売上高の最大4%に相当する罰金を課す可能性がある「欧州森林破壊規制」（EUDR）は、EUで事業を行う企業にとって、財務的に重大なリスクをもたらすおそれがあります。ポートフォリオで保有している企業が直面するリスクを理解するため、私たちは保有企業のエクスポージャーを評価し、潜在的なリスクがあると思われる企業については、直接エンゲージメントを実施することにしました。このエンゲージメントでは、現在の企業のサプライチェーンの可視性と透明性と、新しい法令に対応するための計画的な変更点にフォーカスして議論しました。

Accounting For All Costs

すべてのコストの会計処理





BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



役員報酬

ストックオプションと RSUs：その違いは？

ストックオプションは、権利確定後に合意された価格で自社株式を購入できるオプションであるのに対し、RSU（譲渡制限付株式報酬）は、権利確定期間が経過した時点で自社株式を所有するもので、通常、受給者の雇用継続が条件となります。

私たちは、グローバル・ポートフォリオおよび
インターナショナル・ポートフォリオにおいて保有して
いるドイツの多国籍ソフトウェア企業と10年に亘り、
報酬に関するエンゲージメントを続けました。その
結果、同社は株式による報酬（SBC、Share-Based
Compensation）を利益算定に含める方針を決定し、
満足のいく形でエンゲージメントは終了しました。この
決定は、2023年の年末に正式に公表されました。

SBC入門

多くの企業では従業員の報酬は現金払いが中心ですが、特に米国のハイテク企業では、ストックオプションや譲渡制限付株式報酬（RSU、Restricted Stock Units）という形でのSBCが普及しています¹。SBCは有用な手段といえます。報酬の繰延方法として、現金が不足している企業が競争力のあるインセンティブを提供することで、人材を引き付け、維持することが可能となります。また、SBCは株式のオーナーシップの一形態でもあり、会社の株価上昇を期待する株主と従業員の利害関係をより一層密接に一致させることができます。

しかしながら、SBCの過度な利用で、問題が発生することがあります。一般的によく知られている問題は、株価の希薄化であり、何故ならば、利用可能な株数が増加すると、既存株式の価値と投資家の所有比率が低下するからです。この問題を解決するために、企業は定期的に自社株の買戻しプログラムを実行し、株数の増加を中和することがあります。ただし、この場合、自社株の購入に要した現金が犠牲になってしまいます。

もう一つの問題は、SBCが企業の公正価値に与える影響を計算する際に、複雑さが増えてしまうことです。資本構成への影響を考えると、SBCは財務報告における標準的な機能であると予想されるかもしれませんが。実際、SBCは現金を伴わない取引なのでフリーキャッシュフローを減らさないにもかかわらず、IFRS（国際会計基準）²では、財務諸表においてSBCを株式による支払いとして認識することを要求しています。また、GAAP（一般に公正妥当と認められた会計原則）³

¹ 「バロンズ」誌の記事によると、株式による報酬が売上に占める割合は、平均で、2012年のわずか4.2%から、2021年には22.5%へと5倍に増加

² International Financial Reporting Standards (IFRS) 国際会計基準

³ Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) 一般に公正妥当と認められた会計原則

では、SBCを損益計算書において、現金決済ではない費用として含めることを要求しています。残念なことに、企業が好む報告方法は、必ずしも好ましい会計基準と一致しないため、利益は、しばしば「調整後」つまりSBCのコストを考慮しないで報告されます。しかし、株式報酬を実質的なコストではないかのように装うことは、アナリストが企業見通しに関してある程度の透明性を与えようとしているのに、逆に過去の利益を歪め、潜在的な収益性に関するコンセンサス予想を曇らせることとなります。SBCが、会計上の費用科目として常に見えるわけではないからといって、そのコストが存在しないということにはなりません。ウォーレン・バフェットは、次のように発言しています：「**株式オプションが役員報酬の形態でないとすれば、それは一体何なのか？報酬が費用でないとすれば、それは一体何なのか？そして、もし費用を利益計算に入れるべきでないとしたら、一体どこに入れるべきなのだろうか？**」

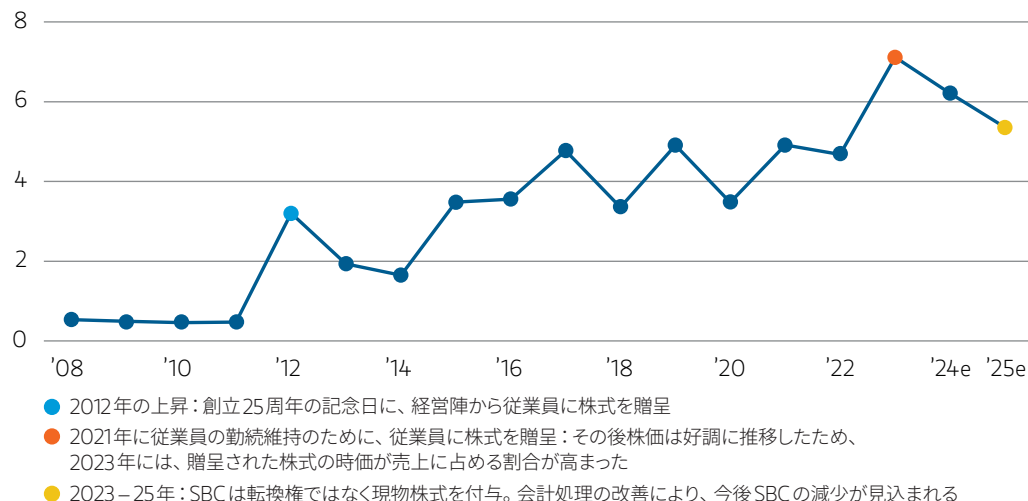
ベターな数字は、ベターな決断につながる

チームとして、私たちは通常、企業の投資分析を行う際にSBCをコストに含め、調整後利益とフリーキャッシュフローの両方の数値から、SBCを減額しています。そして私たちは、SBCを報告書に含めるよう、保有している企業に奨励しています。それは、なぜでしょうか？

- 従業員報酬を現金で決済していた場合には人件費が高く計上されることから、SBCをキャッシュフロー計算書に計上していないことは、利益が過大計上されていることを意味します。
- SBCで支払われる株式による希薄化効果を是正するために必要となる、自社株買いに関連する費用は、企業のキャッシュフローに大きな違いをもたらす可能性があるため、長期に亘る潜在的な複利的成長に影響を与えます。
- SBCを正確に会計処理しないことで、コストをチェックせずに野放しになる余地が発生します。結局のところ、経営陣は測定されていないものを管理することはできませんし、投資家も同様です。
- 財務報告においてSBCを考慮することで、投資家と経営陣を導く、より明確な数字が得られます。

当該企業については、給与に関する私たちの長期にわたるエンゲージメント（エンゲージメント・レポート2023年春号の「Show me the money（インセンティブ（報酬）を提示してくれれば、それに見合う成果を上げる）」と、エンゲージメント・レポート2023年冬号の「A vote in favor of progress on pay（報酬に関する改善に賛成）」）で報告しているように、私たちは、すでにいくつかの好結果を得ています。しかしながら、同社の経営目標は、依然としてSBCを除外した、IFRSに準拠しない数字に基づいており、これに対して継続的に不満を表明し続けてきました。

図表 1
売上に占めるSBCの割合 (%)⁴



⁴ 出所：FactSet

図表1で示すように、過去10年間(2013～2023年)において、SBCは売上総額の1.9%から7.1%に上昇し、2023年には営業利益の4分の1を占めるまでになりました。会社の経営陣はSBCを実質的なコストとしてカウントしていないため、予想業績にも、報酬金額の目標値にも含まれていません。

2023年3月、同社は新しいCFOを任命しましたが、CFOは会話の中でSBCをコストとみなしていることを明言しています。2023年に同社は、3年後に現物株式に転換する転換権の付与を変更して、SBCの大部分を現物株式で付与することにしました。私たちが満足した点として、2023年末に、同社は2024年からSBCを利益の算定過程に含めると発表しました。この発表を受けて、経営陣はSBCを今後より控えめに利用することとし、売上高に占める比率を低下させる意向を表明しました。そして、2025年のSBCの予想コストは、26億ユーロから20億ユーロに減少し、売上高の5.3%まで低下しました。経営陣の役員報酬がSBCの金額に影響されるようになった事で、私たちは同社の事例を、インセンティブ制度が利益成長を促進するもう一つの好例であると考えています。SBCの予想コストの減少は、2025年の利益予想に5%以上の上乗せをもたらし、年初来の好調な株価実績に寄与しています。

結論

企業とのエンゲージメントを成功させるには、時間と忍耐が必要であることは、私たちにとっても他人事ではありません。SBCを利益の算定過程に含める事は、私たちが10年に亘って、役員や従業員への支払い方法や私たちが希望する変更について、同社と話し合いを続けて来た成果です。私たちのメッセージは一貫しており、チーム主導の積極的なエンゲージメント(関与)と委任状投票活動の両方を通じて、伝えてきました。この忍耐と一貫性の組み合わせにより、成功につながったことを嬉しく思います。



著者



JINNY HYUN
アソシエイト



多様性と包括性を
有する事業



The Importance of Accuracy

正確さの重要性



不正確なデータに基づくレポートは、潜在的に訴訟リスクや風評リスクなど、信用調査会社にとって財務的に重大なリスクをもたらす可能性があります。信用調査会社は融資会社が個人に融資を行うかどうかを決定する際に、重要な役割を果たしているためです。このエンゲージメントでは、私たちが保有する信用調査会社の一社と面会し、信用調査レポートの精度について議論しました。

問題点

誤った信用調査データは、融資サービスへのアクセスを妨げる可能性があります。おそらく最も明確な影響は、顧客に対するものでしょう。融資会社の顧客は、電話契約から消費者ローン、クレジットカード、賃貸契約、住宅ローンまで、信用調査レポートを必要とする多くのサービスを利用するのに苦労することになるでしょう。また、この問題が企業にとって、財務的に重大なリスクとなった前例もあります。一例として、2022年、ある信用調査会社でコーディングミスがあり、不正確なレポートが金融業者に共有されてしまいました。その結果、ローンや保険商品を探していた何千人もの消費者の費用が膨らんでしまったのです⁵。結果として、ペンシルベニア州司法長官事務所と、約50万米ドルもの支払で和解という結末を迎えました。信用調査レポートの精度をめぐるその他の訴訟には、集団訴訟の和解に名を連ねた別の融資会社の例として、誤って一部の顧客を死亡していると虚偽の調査レポートを提供したケースもあります⁶。

信用調査レポートは、金融包摂を重視する規制当局や他の利害関係者からますます厳しい対応が求められています。また、メディアや現在進んでいる訴訟のおかげで、信用調査レポートにおいては、不正確なことが起こりうることを、顧客側もますます認識するようになっていきます。そのため、信用情報のミスに関する苦情の件数は、増加傾向にあります⁷。

私たちが同社の重要リスク指標 (MRI)⁸を完成させる際、信用情報へのアクセスと、信用調査データがアクセスに与える影響は、業界レベルで財務的に重大な

⁵ <https://www.cbsnews.com/pittsburgh/news/pa-attorney-general-secures-nearly-500000-in-settlement-with-equifax/>

⁶ <https://topclassactions.com/lawsuit-settlements/closed-settlements/cic-mortgage-credit-inaccurate-reporting-385k-class-action-settlement/>

⁷ <https://www.nytimes.com/2021/02/19/your-money/credit-report-errors.html>

⁸ MRIは、企業が直面する財務上重要なESGリスクと機会を特定・評価することを目的とした、私たちのチーム独自のESGフレームワークです。詳細は、私たちのMRIレポート「Material Risk Indicator (重要リスク指標) : ESGリスクと機会を評価するための独自のフレームワーク」をご覧ください。

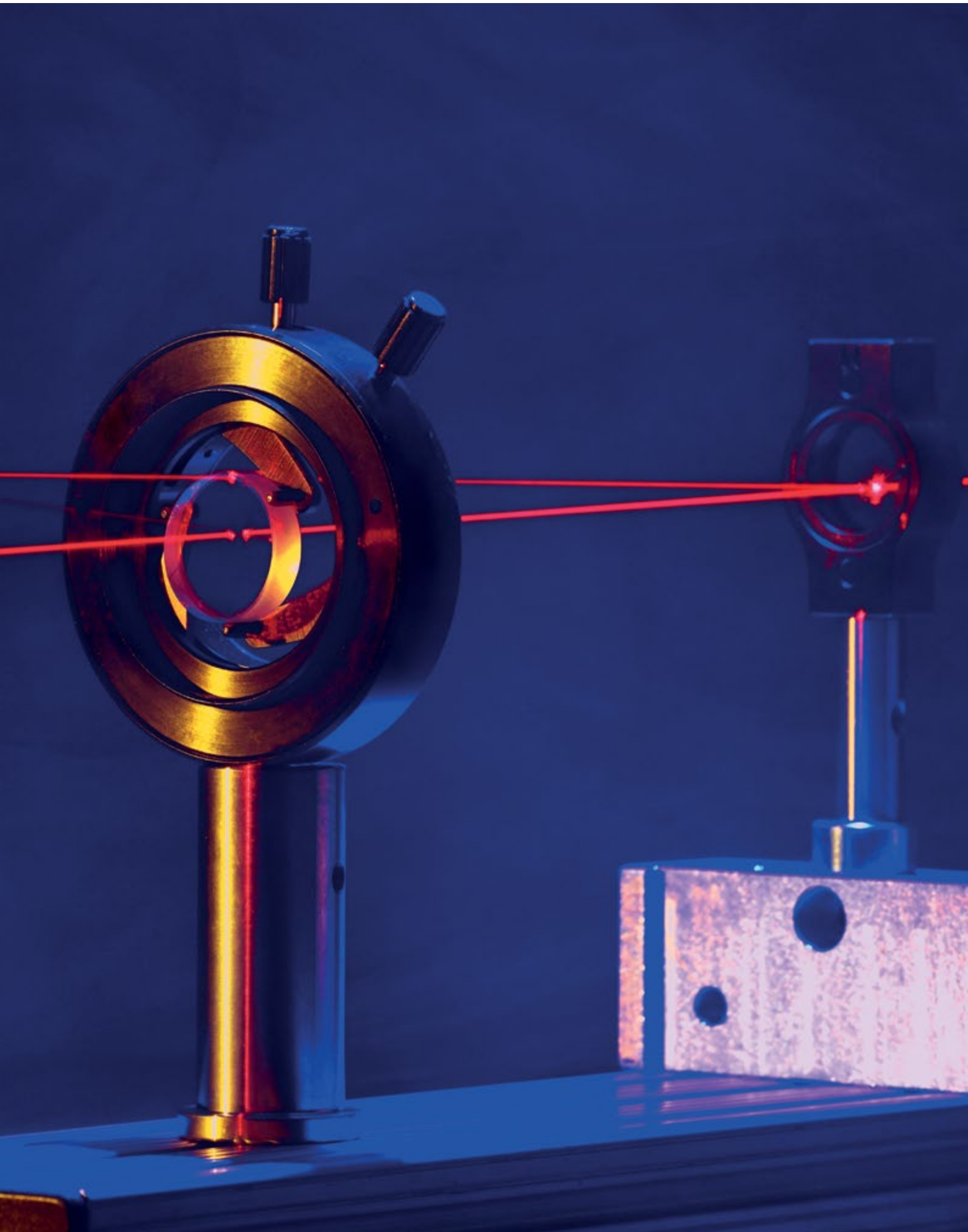
リスクになる可能性があると感じました。私たちは、信用調査レポートの精度のレベルを信用調査会社が公開することで、顧客や利害関係者に透明性を提供し、企業が公正で正確な慣行に対する説明責任を果たすことをサポートできると考えています。2023年7-9月期に行われたエンゲージメント・ミーティングにおいて、私たちは同社に対して、信用調査レポートの精度に関するデータの公表を開始するよう要請しました。その時には、公表されていませんでしたが、同社は信用情報の精度は約99%であると私たちに回答していました。この数字は、一見妥当に聞こえますが、実際のエンドユーザー数を考えると、1%の誤差はまだ高過ぎるといえます。

私たちが学んだこと

今回のエンゲージメントでは、同社が私たちの提案に沿って、信用調査レポートの精度に関するデータの公表を開始したことを知り、満足しています。精度に関するデータ公表により、不正確な信用情報をもたらす規制上および風評上のリスクについて、透明性が高まると考えています。同社によると、信用情報の精度は99.7%であり、0.3%の誤りが確認されました。詳しく質問してみると、同社の経営陣と取締役会は、調査プロセスとガバナンスの監督に時間を費やしてきたと説明を聞くことができました。信用調査データの誤りの大半は、外部データソースに起因していますが、同社は新しいタスクフォースとして、非論理的な信用情報を探するためのデータファイルの自動レビューや、顧客と論争になった場合の平易な言葉の使用など、4つの主要な取り組みにフォーカスしています。これらの取り組みは、不正確なデータとの闘いと解決策の改善に役立つはずですが、

次はどうするのか？

同社は今後も信用情報の精度に関するデータを継続して公表していく意向であり、また継続的な改善を見込んでいます。そして、データエラーを「鉄壁」に防ぐ可能性があるAIツールの導入を検討していることを明らかにしました。私たちは、投資家が進捗状況を評価できるように、現在報告している現時点の精度のデータに加えて、過去のデータも報告するように同社に求めました。結局のところ、信用調査レポートの精度に対する投資家の信頼が鍵となるのです。データエラーが効果的に管理されていることを情報開示することは、投資家を安心させることに役立つことでしょう。私たちは引き続き、同社の進捗状況を注視していく所存です。



著者



NIC SOCHOVSKY

マネージング・ディレクター



生物多様性/
生態系への影響

Seeing the Wood for the Trees: EUDR 101

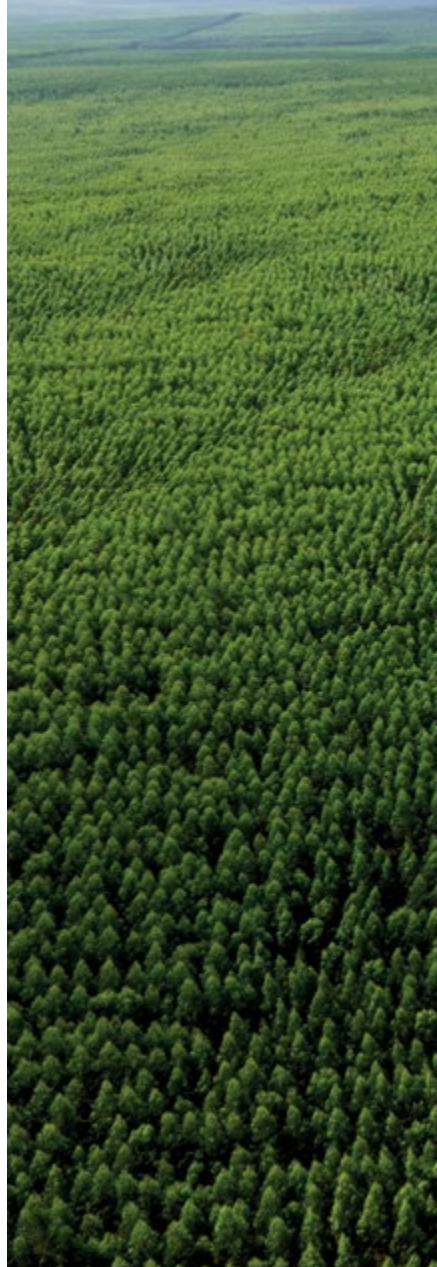
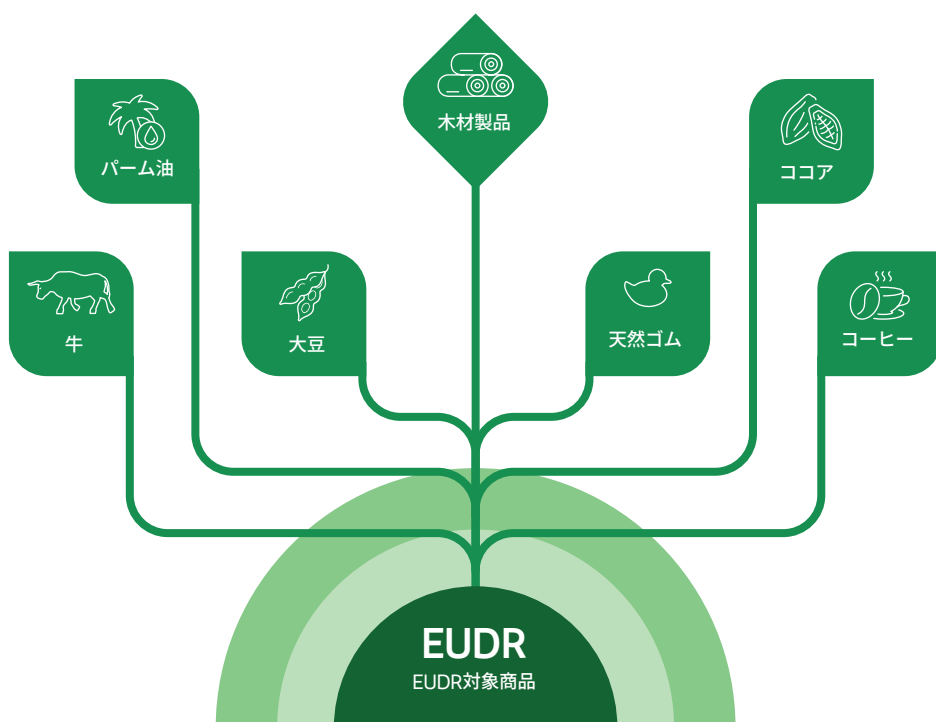
木を見て森を見ず：
EUDR（欧州森林破壊防止規則）入門

潜在的に欧州連合（EU）の総売上高の最大4%に相当する罰金を課す可能性がある「欧州森林破壊防止規制」（EUDR）は、EUで事業を行う企業にとって、財務的に重大なリスクをもたらすおそれがあります。ポートフォリオで保有している企業が直面するリスクを理解するため、私たちは保有企業のエクスポージャーを評価し、潜在的により大きなリスクがあると思われる企業については、直接エンゲージメントを実施することにしました。このエンゲージメントでは、現在の企業のサプライチェーンの可視性と透明性と、新しい法令に対応するために計画されている変更点にフォーカスして議論しました。





生物多様性の損失、気候変動、土壌浸食、水循環の阻害など、森林破壊がもたらす脅威については、広く報告されています。1990年以降、約4億2,000万ヘクタールの森林が、他の土地利用によって失われてしまいました⁹。あまり知られていないかもしれませんが、農地の拡大が、森林破壊の主な要因となっています。そして、2001年から2015年の間に、農業によって引き起こされた森林破壊の半分以上は、次のわずか7品目の生産と消費から発生したものでした：



概要：EUDRとは？

EU市場が世界の森林破壊に及ぼす影響を抑制するため、EUは2023年6月、上記の森林破壊に関連する農産物を対象とした、新たなEUDR（欧州森林破壊防止規則）を導入しました。この法令は、これらの農産物や製品をEU市場で流通させたり、輸出したりする企業に対して、そのサプライチェーンが森林破壊を伴わないものであることを事実上、証明するように求めています。2025年の施行以降、企業はこの法令を遵守しなければ、罰金を課せられることになります。

企業及び利害関係者とのエンゲージメント

私たちは、ポートフォリオの保有銘柄の中から、リスクがあると思われる8社に対してエンゲージメントを実施しました。また、ワールド・ベンチマーキング・アライアンス（World Benchmarking Alliance）を通じて、利害関係者を見つけ、この分野の専門家から意見を伺いました。

私たちのポートフォリオにおいて、主要なコモディティ・エクスポートは、家庭用品やパーソナルケア製品の主要原料であるパーム油です。私たちが保有する生活必需品セクターの企業では、次の対策をとっています：

- EUの域外ではなく、EU内のサプライヤーからパーム油ベースの製品を購入しているため、主なリスクはEU内にパーム油を持ち込む原料会社（サプライヤー）に内在する。
- こうした企業は、EU向けのパーム油の仕入先を、大規模なプランテーション農場にシフトしている。これらのプランテーション農場は、すでに自社の精製工場と垂直統合されているため、トレーサビリティ（追跡可能性）のデータ提供や物理的な分別が可能である。
- 法令遵守にかかるコストが上昇するにつれ、生活必需品セクターの企業では、パーム油の代わりに合成原料を使用することを検討している。

⁹ 出所：<https://www.unep-wcmc.org/en/news/earths-biodiversity-depends-on-the-worlds-forests>



新しい法令の条件を満たすために、原料の仕入先をインフラが整備された大手サプライヤーへシフトする動きが発生し、小規模農家からビジネスを奪っています。そして、小規模農家は自分自身と家族を養うため、より多くの収入を得ようとして農地面積を拡大しています。事実上、小規模農家が森林破壊の主な原因となっているのです。私たちのポートフォリオで保有している企業は、森林破壊を根絶するため、衛星モニタリング設備への投資を続ける一方で、NGOと共同で、小規模農家向けクレジットによる直接支払いを利用することにより、小規模農家の収入を向上させる方法を模索しています。

私たちの評価では、保有している生活必需品セクターの企業に、新しい法令の対象範囲に含まれるその他のコモディティについて、重大なリスクはないと考えています。

木材関連では、紙とパルプについては、デューデリジェンスと流通過程を追跡できるトレーサビリティが徹底しているEU内で仕入れています。また、ポートフォリオの保有銘柄の中に食品メーカーはないため、コカやコーヒー、大豆がもたらすリスクは極めてわずかです。また、私たちが保有するヨーロッパの高級ファッション・ハウスでは、

ヨーロッパで皮革製品を生産しているため、牛（皮革）に関するリスクがあります。現時点では、皮革を含む完成品（靴やバッグなど）については規制の対象外です。それでも同社は、森林破壊の主要なホットスポットであるアマゾン流域からの皮革の仕入を中止し、ここ数年間は、皮革を含むトレーサビリティ・プロセスの確立に取り組んでいます。最新のデータによると、同社は原材料である皮革の80～90%を原産国まで追跡できますが、社内にトレーサビリティ・システムの導入を進めています。同社のレポートによると、このシステムによって、皮革のサプライチェーンにおける地理的トレーサビリティが完全に可能になるとのことでした。

結論：リスク管理の準備

私たちは、保有する企業（業界のリーダーでさえも）が完全なトレーサビリティを確保することの困難さに直面していることから、財務上潜在的に重大なリスクがある程度存在している可能性があることを認識しています。しかしながら、エンゲージメント・ミーティングを通じて、パーム油や木材へのエクスポージャーが高い保有企業については、規制リスクは存在するものの、リスク管理は可能であるとの確証を得ることができました。



MARTE BORHAUG

ESG責任者

ESG全体の進展を振り返ってみると、ここ数年は、ESGへの適応の時期でした。ESGをめぐる法令や期待は増加、多様化しており、企業や投資家、ESG業界全体にとってESGを「正確に」理解することがより複雑になってきています。2023年初頭において、私たちは次の3つのテーマが主たるものになるだろうと予想していました：

エネルギーと自然に関する解決策の加速化

気候変動に関するコミットメントを政策として実現しようとする業界が増えており、炭素削減目標を達成するための法令や、財務的インセンティブの導入が進んでいます。米国ではインフレ抑制法が施行され、EUでは「グリーンディール」関連の様々な施策が実施されました。

法令や報告要件が強化されたことで、いくつかの業界や企業では、ESGに関連する新たな投資機会が生まれています。例えば、ソフトウェア企業がESGレポート機能を提供することで事業が拡大したり、証券取引所

Outlook – Adaptation and Complexity

展望 – 適応と複雑性

がコモディティのトレーサビリティ・サービスを開始したり、メーカーがエネルギー効率の高い選択肢を提供することで、顧客基盤を拡大したりするようなケースです。ESG関連商品やソリューションに対する需要の拡大を効果的に取り込むことができる企業は、長期的に事業を成長させる重要な機会を得る可能性があります。





付加価値の追求

私たちは、投資家がESG関連の議案から得られる利益の重要性に注目するようになるだろうと予想していました。2023年の議決権行使シーズンでは、環境・社会に関する株主提案の提出数は増加傾向を続けましたが、一方で、投資家の平均支持率は低下しており、過半数の支持を得た提案は大幅に減少してしまいました¹⁰。これは特に株主提案の結果が、企業にとって数値化が可能な財務上の利益へのインパクトに乏しい場合、ESG関連を見せかけた企業行動に対する投資家の意欲低下のシグナルなのでしょう。2024年の米国における議決権行使シーズンにおいて、世界最大級の資産運用会社が、株主から提出された400もの環境・社会的提案について、これらの提案が「過度に規範的過ぎる」か、又は、財務上の重要なリスクに取り組んでいないとして、どの提案にも支持しないという

決定を下したことは、このような傾向が2024年においても続いていることを示しています¹¹。

持続可能性に関する主張の精査

2022年、いくつかの世界的な金融機関が、グリーンウォッシングを理由に罰金を科せられました。規制当局は、企業や投資家が主張する内容を確実に証明できるように、新たな規則や強制措置の強化を提案したことから、規制当局の監視が強化されるだろうという私たちの予想が正しかったことが証明されました。英国金融行為規制機構 (FCA) による持続可能性に関する開示要件や、米国証券取引委員会 (SEC) の名称に関する規則、欧州証券市場監督局 (ESMA) の名称ガイドライン等はすべて、グリーンウォッシングを防止するために、ESGに関連する商品名を使用する資産運用会社に対して、具体的な要件を定めています。

¹⁰ <https://insights.issgovernance.com/posts/2023-united-states-proxy-season-review-environmental-and-social/>

¹¹ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4353110/vanguard-rejects-400-esg-shareholder-proposals-2024-proxy#:~:text=Vanguard%20backed%20none%20of%20the,not%20tackle%20financially%20material%20risks>

次の展開は？

これらのテーマは2024年においても継続して進展していますが、ESGに関連する他のトレンドも現れています。

グローバルな調和から分岐へ

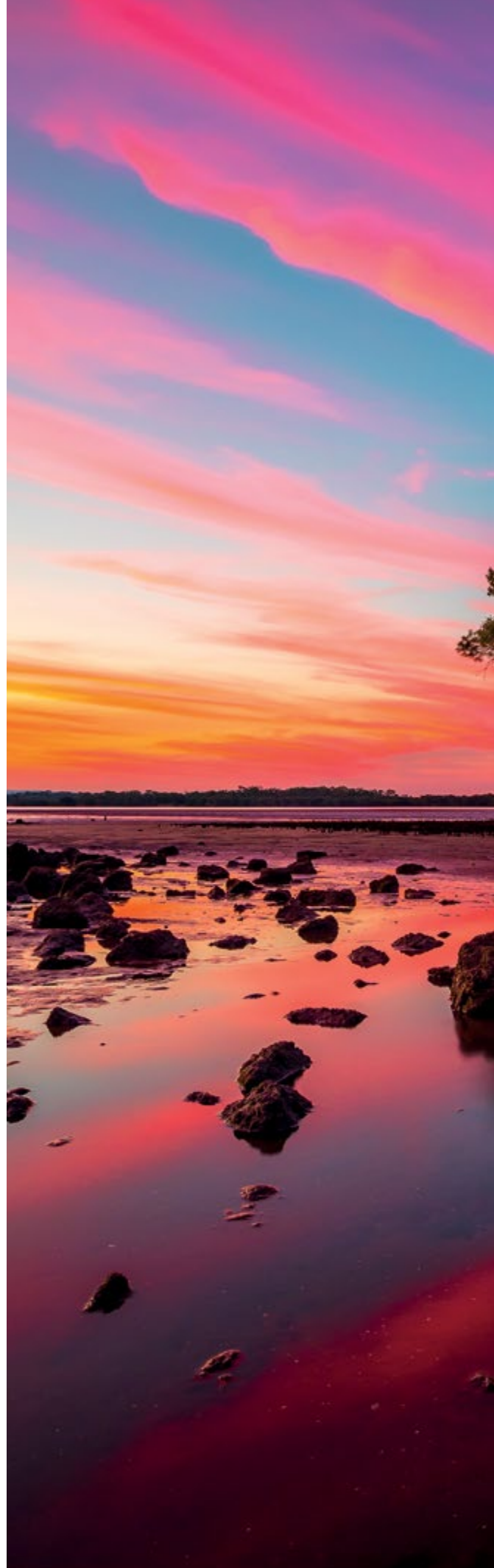
ESGに関するルールが多様化していることを理解し対応することは、益々、大きな課題となっています。「自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD)」の最終勧告や、「国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)」の気候変動開示に関する新しいグローバル・ルール¹²のような2023年のイニシアチブは、グローバルな連携を促そうとするものでした。しかし、持続可能な経済システムへの移行に焦点を当てた技術に対する政治的環境の後退や、スウェーデンにおける持続可能な航空燃料の義務化の撤回、ドイツとイタリアにおける燃料ポンプへの補助金の削減などと同様に、国家レベルで分岐した状態は、一貫したグローバル・アプローチとしてはほど遠いことを意味しています。2024年は各国で選挙が予定されている重要な年であり、年末までに世界人口の約半数が投票に参加する予定です。各国で政権交代となれば、規制の枠組みは、まるでパッチワークのようなちぐはぐ模様となり、さらに調和から分岐路線を加速させて複雑になるかもしれません。

サプライチェーンを注視

近年、国境での商品の没収や破棄といった「行方不明」、または罰金といった結果を招く法令が増えているため、結果として、企業はサプライチェーンに細心の注意を払わなければならなくなりました。米国の「ウイグル人強制労働防止法 (UFLPA)」、カナダの「サプライチェーンにおける強制労働・児童労働の防止等に関する法律 (S-211)」、最近のEUの「欧州森林破壊防止規則」(本レポートで前述)に加えて、2024年春にはEUの新しい「コーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令 (CSDDD)」が採択されました。新指令 (CSDDD) は、デューデリジェンスを一歩進めて、EU内で重要な事業を行うEU及び非EUの大企業に対して、その事業内容、子会社、サプライチェーン全体で環境と人権に関するデューデリジェンスを実施することを求めています。企業は、自社の事業にとって何が重要かを理解するだけでなく、サプライチェーン内の人々への影響を把握し、管理し、悪影響を緩和しなければなりません。

EU加盟国は、2026年7月までにこの指令に準拠するために、必要な法律や規制を採択し公表する予定であるため、企業のサプライチェーンに対する規制当局の監視の目は、今後も厳しくなりそうです。今後数年間は、企業がより厳しいESG規制への対応と競争力強化の両立を図る中で、緊張がさらに高まることでしょう。

¹² ISSBが2023年6月に発行したIFRS S1「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般要求事項」とIFRS S2「気候関連開示」は、IFRS初の持続可能性開示基準です。





生成AIとESG

多くの素晴らしいチャンスと同様に、生成AIの登場にも、様々なリスクが伴います。これらのリスクには、アルゴリズムの偏りやデータ・プライバシーに関する懸念、知的財産の問題、雇用と民主主義に対するAIの影響をめぐる社会的緊張などが含まれています。

生成AIについては、規制当局も、注目しています。米国では、すでに州や市レベルでも生成AIに関する法律が施行されており、同時に連邦取引委員会、司法省、金融消費者保護局、雇用機会均等委員会から、AIのような自動システム化における差別や偏見を無くす努力をするように、共同声明が発表されています。一方、欧州では、EU AI法が2024年8月に施行されました。同法は、EUの主な規制当局によるAIに関する初めての包括的な法規制です。AI法では、様々な種類のAIシステムを規制するために、リスク毎の対策をとっています。今後、生成AIが企業活動の中に、様々な活用ケースで導入されるにつれて、法規制は益々進歩し続けるものと予想されます。

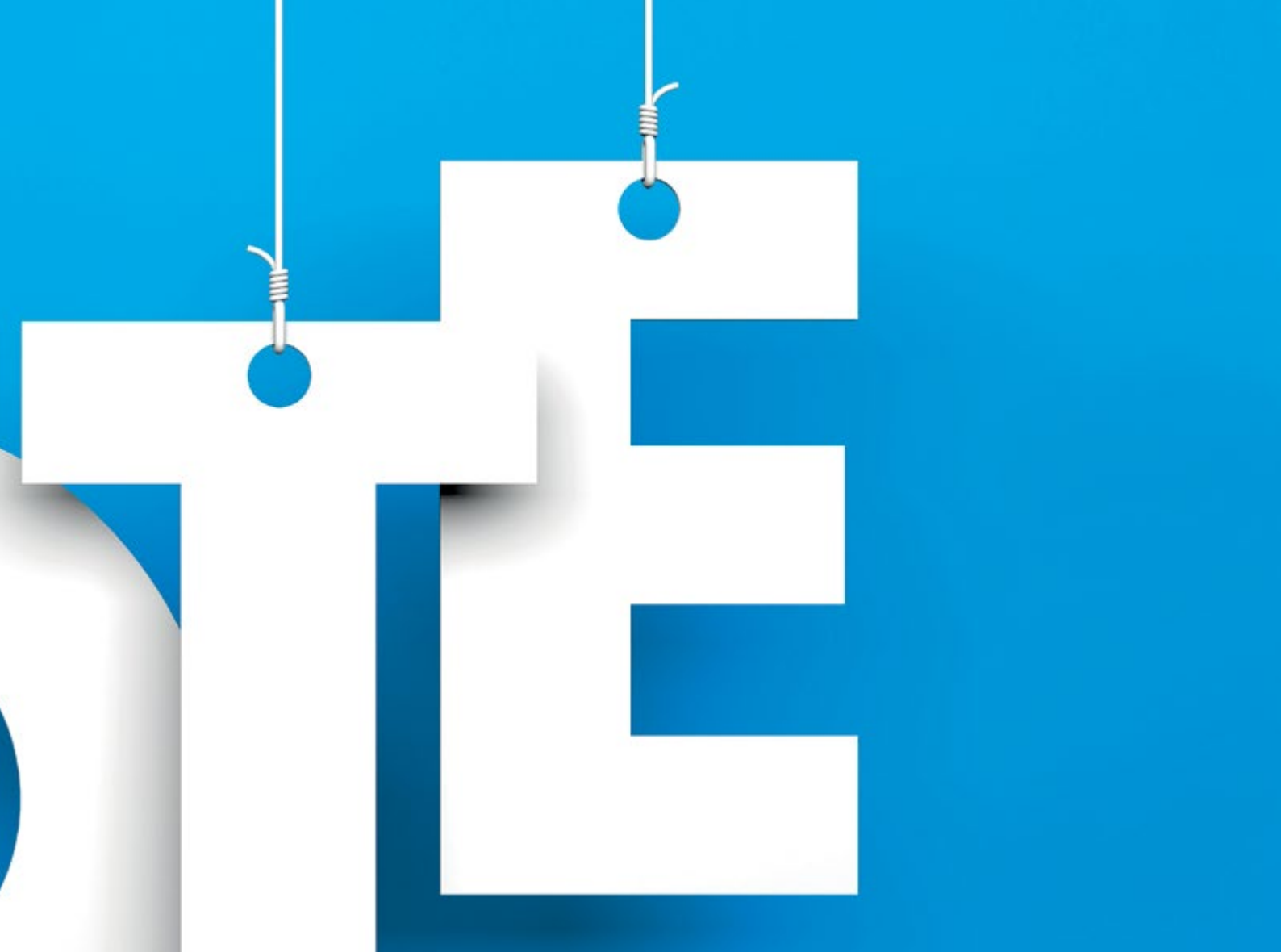
更なる生成AIによるESG関連リスクとは、エネルギー消費に関するリスクです。生成AIに必要な膨大なコンピュータの消費電力量は、例えばChatGPTへの質問の処理では、一般的な検索エンジンの検索作業に比べて、平均して約10倍の電力を必要とすることを意味しています。ゴールドマン・サックスが発表した調査によると、データセンターの電力需要は2030年までに106%増加し、データセンターから排出される二酸化炭素の排出量は2022年から2030年の間に2倍以上になる可能性があるとして推定されています¹³。企業が生成AI導入の活用事例の検討を進める中で、野心的な二酸化炭素削減目標とのバランスは、どのように調整されるのでしょうか？また、電力需要の増加により電力網への負担が上昇する中、政府と規制当局は、今後数年間、どのようにして電力網の接続性と容量の向上を確保するのでしょうか。

¹³ <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/AI-poised-to-drive-160-increase-in-power-demand>



Proxy Voting

議決権の代理行使



オーナー意識を持つ長期投資家として、
私たちは議決権の代理行使が、長期的な投資利益の
増大のために果たす役割と、それに対する企業の
取締役会および経営陣による意識の高まりを
評価しています。このことは、議決権の代理行使を
外部に委託しないことを意味しています。

私たちの議決権行使は、企業の資本利益率の
持続可能性に関わる具体的なESG課題の
重要性の評価、企業の進捗についてのモニタリング、
企業により良い方向へ、もしくは、透明性の
高い慣行を働きかける私たちの取り組みと、
一致するように努めています。

私たちのポートフォリオ・マネジャーは、長期的な投資リターンの最大化という目的に沿って、慎重かつ真摯に、そして顧客の利益が最大となるように、議決権を行使するよう努めています。私たちの委任状による議決権の行使は主に、経営陣のインセンティブや、取締役の選任といったガバナンス問題に関連しています。また、社会・環境問題に関する議案については、指摘された問題と議案の関連性、問題の重要性を判断した上で、ケース・バイ・ケースで採決する方法を検討しています。また実施されれば、有用な情報開示の強化につながる提案や、重要なESG課題に関する経営慣行の改善につながる提案については、一般的に支持しています。

私たちは、経営陣やISSのような第三者の議決権行使アドバイザーに対して、意見を異にすることを恐れていません。2023年12月31日までの12ヶ月間に、私たちは96の総会（投資先企業が開催した全総会の100%）で投票を行い、1,663議案（全議案の100%）に対して投票を行いました。全体として、私たちは9%のケースで経営陣に反対票を投じ、70%の総会で少なくとも1票は、経営陣に反対票を投じました。経営陣に対して反対票を投じた理由として多かったのは、役員報酬、取締役の選任及び株主からのESGに関する提案でした。

図表 2
議決権の代理行使の概要

(2023年1月1日から2023年12月31日までの12ヵ月)

| | |
|-----------------------|---------------------|
| 開催された総会の総数 (%) | 96 (100%) |
| 株主議決権行使総数 (%) | 1,715 (全議案の100%) |
| 経営陣に対する反対票の決議比率 (%) | 9% |
| 経営陣に1票以上反対した総会の割合 (%) | 69% |

出所: ISS Proxy Exchange; MSIM

経営陣に反対票を投じた一般的な理由は、報酬、取締役の選任、株主からのESG提案に関するものでした。

図表 3
1,715件の議案に対する投票

(2023年1月1日から2023年12月31日までの12ヵ月)

議決権行使書の内容別の比率 (%)



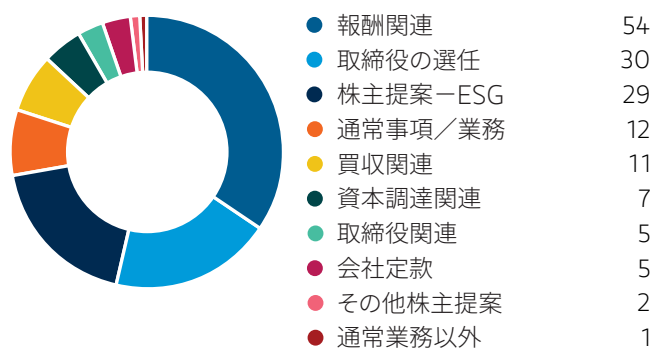
出所: ISS Proxy Exchange; MSIM



図表 4

経営陣に対するテーマ別の反対票

(2023年1月1日から2023年12月31日までの12カ月)



出所: ISS Proxy Exchange; MSIM

株主決議

環境・社会関連について株主提案があった場合、私たちは問題と提案の関連性や、問題の財務上の影響およびその重要性の有無を判断し、議決権行使の方法を慎重に検討します。総合的に私たちの戦略全体では、株主からのESG提案の49%を支持し、49%のケースで経営陣に反対票を投じました。

役員報酬に関する投票

役員報酬が引き続き重要な焦点となりました。私たちは、役員報酬に関する経営陣からの決議案の21%に対して、反対票を投じました。加えて役員報酬に関して、長年にわたり未解決の懸案事項が存在した場合には、報酬委員会のメンバー選任に反対票を投じ、私たちのメッセージを伝えました。また多様性に懸念があった場合にも、指名委員会の委員選任に反対票を投じました。過去12カ月間で合計28人(4%)の取締役の選任決議案に反対票を投じました。

インターナショナル・エクイティ運用チーム

インベストメント・チーム



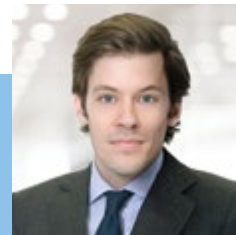
WILLIAM LOCK
マネージング・ディレクター
インターナショナル・
エクイティ運用チーム責任者



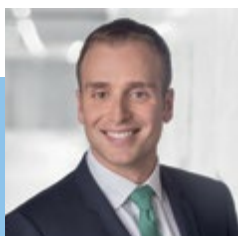
BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



NIC SOCHOVSKY
マネージング・ディレクター



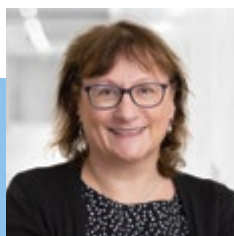
MARCUS WATSON
マネージング・ディレクター



ALEX GABRIELE, CFA
マネージング・ディレクター



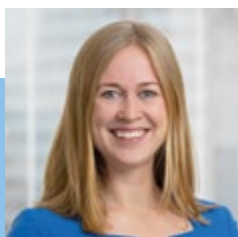
RICHARD PERROTT, CFA
エグゼクティブ・ディレクター



ISABELLE MAST, PHD
エグゼクティブ・ディレクター



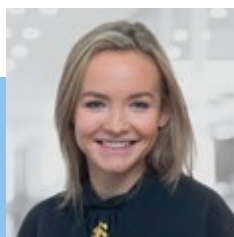
ANTON KRYACHOK, CFA
エグゼクティブ・ディレクター



MARTE BORHAUG
エグゼクティブ・ディレクター
ESG 責任者



ALESSANDRO VATURI
ヴァイス・プレジデント



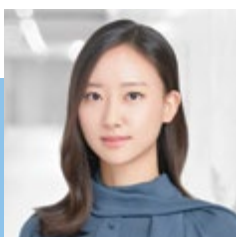
HELENA MILES
ヴァイス・プレジデント



BART DZIEDZIC, CFA
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
エグゼクティブ・ディレクター
ESG リサーチ責任者



JINNY HYUN
アソシエイト



TOYOSI SOMOYE
アソシエイト

キャッシュ・
マネージメント&
データ・アナリティクス



ROB BUTLER
ヴァイス・プレジデント



DOMINIC TONGE
ヴァイス・プレジデント

COO兼
クライアント・エクスペリエンス
(顧客対応) 責任者



LAURA BOTTEGA
マネージング・ディレクター

ポートフォリオ・
スペシャリスト・
チーム・アメリカ



JILL YTUARTE
マネージング・ディレクター

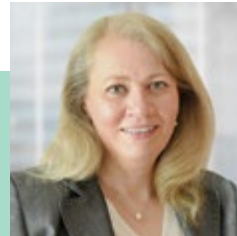
アメリカ



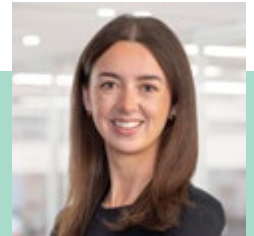
DAVID BERNARD
エグゼクティブ・ディレクター



COLLEEN DYER
エグゼクティブ・ディレクター



JULIA FORDE
ヴァイス・プレジデント



MEGAN MCCARTHY
アソシエイト

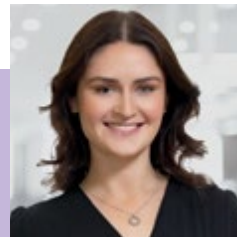
EMEA



CANDIDA DE SILVA
マネージング・ディレクター



MONICA CARTA
エグゼクティブ・ディレクター



EMMA BRODERICK
アソシエイト



ANNA BARON
ヴァイス・プレジデント

アジア 日本除く



KATIE DAVIES
シニア・アソシエイト



MASAKI NISHINO
エグゼクティブ・ディレクター



MUNENORI YOSHIMI,
CFA
エグゼクティブ・ディレクター



TEPPEI ADACHI
ヴァイス・プレジデント

日本

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はインターナショナル・エクイティ運用チームの運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ受託資産の運用には、受託資産に組み入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による

損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

4. 受託資産の運用に係る費用について投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

モルガン・スタンレー・インベストメント・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410号
加入協会：日本証券業協会、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

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

morganstanley.com/im/jp