

# グローバル $\alpha$ スチュワードシップ

---

報告書



*Investment managers*

This paper is intended solely for the use of professional investors and should not be relied upon by any other person. It is not intended for use by retail clients.

## リスクに関する記述

本資料に掲載されている投資情報はベイリーギフォードのグローバルαチームの見解であり、推奨や助言を目的としたものではありません。事実ではなく私的な意見を反映しており、読者の投資判断の根拠とすべきではありません。

本資料は2020年11月に作成・承認され、その後更新されていません。入稿当時の見解を示したものであり、現在の見方と異なる場合があります。

### 潜在的な投資損益

弊社の運用商品に投資することにより潜在的に損益が発生する可能性がある点にご留意ください。

### 銘柄例等

弊社の運用商品に投資することにより潜在的に損益が発生する可能性がある点にご留意ください。

銘柄例や写真等のイメージは、それら銘柄の売買を推奨するものではなく、それら銘柄に投資することにより投資収益が上がることを示唆するものでもございません。また、ベイリーギフォードが取り扱う運用商品のいずれかに、それら銘柄が将来組入れられているかは明らかではありません。例として使用されたいかなる銘柄もポートフォリオの小さな一部を構成するに過ぎず、それらは運用スタイルを説明するために使用されたものである点にご留意ください。

本資料に掲載されている情報には独立した研究を背景としていないものが含まれます。従って本情報の使用によって得られたいかなる結果も投資家保護の対象にはなりません。ただしFinancial Services ActのArt68による広告宣伝と見做されます。ベイリーギフォードおよびその役職員は本レポートに掲載された証券のポジションを有している場合があります。

出所：MSCI。MSCIは明示的又は暗示的な保証又は表明を一切行わず、本書に含まれているMSCIデータについて一切責任を負いません。MSCIデータを再配布したり、他の指数、証券や金融商品の基盤として使用してはなりません。本資料は、MSCIが承認、保証、検討、作成したものではありません。MSCI情報はいずれも、投資の意思決定のための助言又は推奨を意図するものではなく、又、然るものとして依拠されてはなりません。

---

全ての情報は別途記載がない限りは、直近且つベイリーギフォード作成のものです。

本資料に使用された写真等のイメージは本文に関連する挿図に過ぎません。

---

# 成長のためのスチュワードシップ

投資家としての私たちの目標は、優れた長期リターンを実現できる企業を見つけ育てることです。アリゾナ州立大学のベッセムバインダー教授らの優れた研究は、長期的な富の創造は、ごく一部の優れた企業に集中しており、多くの場合、それらの企業は技術的又は社会的な変化の原動力となってきたことを明らかにしています。私たちのアプローチの原点は、極めて豊富な機会を持つ企業に投資し、その成功を後押ししながら長期的な関係を構築したいという思いです。私たちの役割は、経営陣の野心をサポートし、卓越した潜在性を持つ企業が十分にその能力を活かす手助けをすることであると考えています。

重要なことは、長期的視点に立った投資アプローチを取ることにより、アセットオーナーの利益に加え、社会の利益も効果的に実現することです。企業が長期に亘って持続可能であるためには、広範なステークホルダーを考慮して事業を営む必要があります。企業が環境の悪化、社員の冷遇、又は社会構造の破壊等に関与すれば、いずれ規制に抵触したり、顧客から見放されたりすることになります。はっきりと言えば、企業の持続可能性を優先することは、短期的な収益機会が部分的に見送られることを意味します。これには、CEOの勇気と先見性が必要です。

私たちは、スチュワードシップやESGに、不変のアプローチや成文化されたアプローチがあるとは考えていません。私たちが求めるのは、古い殻を破り、混乱を忌避せず、業界を跨いで変化を促進する意欲がある企業です。そうした企業に対して、慣例に従うよう促すのではなく、独自の企業文化を守り強化するよう働きかける必要があります。私たちは、NetflixやSchibstedの報酬構造やガバナンス構造のような、考え抜かれた仕組みを積極的に支持しており、これらの構造は業界の「ベスト・プラクティス」と考えられているものにぴったりと当てはまらないという事実も喜んで受け入れます。又、ビジネスは成長と共に進化し、そのライフサイクルのそれぞれの段階で異なるガバナンスの枠組みが必要であることも理解しています。私たちは、この旅路の過程で投資先企業を助けてきたいと願っているのです。

幅広い産業でESG「投資」は積極化しているようです。私たちは、気候変動や従業員の公正な扱い等の問題への対応に注目が高まり、それに真剣に取り組むことを大いに歓迎します。実際、私たち自身も、グローバルαチームを含め全社的に、この分野における専門人材を増強し大幅な戦力強化を実施し、思考面でのリーダーシップ発揮に向けた努力をしてきました。ただ、世の中のESGの方向性が、ESGウォッシング、つまりうわべだけのESG、あるいは事後的な取り繕い、さらに無遠慮な均質化の奨励となることを懸念しています。標準化は、際限なく作られる指標やレーティン

グ、又、ESGを考慮したパッシブ運用には役立つかもしれませんが、長期的視点に立った投資や、将来のビジネス構築にはまったく役立ちません。実際のところ、今日のESGに関するサービスプロバイダは、不適切な測定基準に焦点を当てる 경우가多く、またこうした基準が無神経に利用されています。ある基準に基づくマイナス要素のインパクトが極めて小さい場合でもシグナルと勘違いされがちで、大きなノイズを生み出します。最悪の場合、傑出した企業を大勢の平凡な企業の中に埋もれさせ、大きなリターンを狙う企業行動を阻害するなどの悪影響を及ぼしかねません。

私たちは、様々な面で議論を先導していきたいと望んでいますが、長期的な関係構築、長期的視点での資本活用、そして真の意味での持続可能な成長に焦点を当てていきます。これは、イノベーション、企業の成功、社会の進化、及び（貯蓄者のための）長期的な富の創造にとって、重要な意味合いを持つ議論であると考えています。このレポートでは、三つの事例を紹介します。Royal Caribbeanは私たちがエンゲージメントを求めた事例、Pernod Ricardは私たちがエンゲージメントを求められた事例、Schibstedは、穏やかなエンゲージメントを通じてスチュワードシップの効果がおそらく最も高くなった事例の一つです。また本レポートは議決権行使とエンゲージメント活動の記録でもあります。活動内容を開示する、という規律があるため、私たちは常に説明責任を果たすことができます。同時に、さらなる向上を可能にする方法があればオープンマインドで考慮するつもりです。

私たちは常にスチュワードシップ責任を真摯に受け止めています。私たちがそのアプローチにおいて慣例に従うことはお約束できません。私たちの役割は、型にはまらない経営陣の野心をサポートし、卓越した企業が十分にその能力を発揮する手助けをすることであると考えています。これらの成果はいずれもシンプルな数値によるスコアとして単純化することはできません。思慮に欠ける近道は富の創造につながりません。

# エンゲージメントのハイライト

## Schibsted

Schibstedは、この20年の間にヨーロッパで最も成功したメディアテクノロジー企業の一つです。新聞社からデジタル企業へと方向転換したこの企業は、独創的かつ勇敢で、最終的に多くの利益を生みました。成功の鍵は、有能な取締役会が優秀で野心的な経営陣と共に取り組んだことです。2015年以降スペンサー・アデアが取締役会の指名委員会のメンバーに就任したため、私たちは同社の成功がこれらの人々に帰属するとの点について強めの確信を持つことができます。

本事例を紹介する理由は、Schibstedの成功を吹聴したいからではなく、穏やかなエンゲージメントの価値を反映しているからです。

2012年にSchibstedに関する初期分析を行った際、私たちの仮説の柱は、Schibstedの創業者であるChristian Michael Schibstedのひい孫、Tinius Nagell-Erichsenが創設したTinius Trustの重要性とモチベーション、そして同信託がSchibstedに及ぼすプラスの影響でした。私たちは、Schibstedが積極的に長期的リスクを取る姿勢は同信託の穏やかなスチュワードシップと直結するものだと考えます。またそのアプローチは私たちのスチュワードシップの方針とも調和しています。

『新聞社からデジタル企業へと方向転換をしたこの企業は、独創的で勇敢であり、最終的には多くの利益を生みました』



© Mauritz Antin/EPA/Shutterstock.

新市場への拡大に起因する短期的な損失を理由に株主からの圧力が強まった時期がありましたが、私たちは1対1のエンゲージメントを通じて同社を支持し、さらに資本投資のペースを上げるよう促しました。私たちは、長期的な資本投資のリターンの分布の非対称性を訴えました。同様に、同社がロンドンにテクノロジーのハブを設ける試みに最終的に失敗し、それに伴う多額の損失に対し批判を浴びた際、私たちは楽観的なアプローチを取りました。私たちにとってより重要だったのは、失敗の教訓と合わせて、世界水準に達するための野心とモチベーションでした。野心の全てがうまくいくわけではありません。私たちは成功への道に障害は付きものであることを受け入れていきます。これを受け入れることは、長期的な投資家が企業に示す認識として最も重要なものの一つです。他方、過ちが無いということは、リスクを過剰に回避する企業文化を示す傾向にあると考えます。

スチュワードシップには研究されていないネットワーク効果があります。私たちは、2014年までに、Schibstedだけではなく、同業他社Naspersとも強固な関係を構築しました。両社はブラジル、インドネシア、フィリピン、タイ、バングラデシュ等、急成長中の複数の市場においてデジタル市場の構築に向け真っ向から競合していました。私たちは、より再編が進んだ市場のほうが企業価値を高めると信じていました。私たちが抱いていた考えは、マーケティング費用が嵩み、市場はそれらの国において2社間で果たして勝負がつくのかといった点に疑問を投げかけ、結果としてそれらの事業資産の多くに負の価値を付与しているというものでした。私たちは、両社の上層部に対し、争うのではなく対話をするよう促しました。2015年、SchibstedとNaspersは、一連の合併契約を締結しました。争いは終焉し、平和の配当がもたらされました。

企業に本当の意味で影響を与えるには、真剣なコミットメントとエンゲージメントを示すことが不可欠です。順調なときに企業を支援して、状況が厳しくなったら立ち去るか批判するのはよくありません。企業との信頼関係を築くのは彼らが困難に直面しているときです。悪い結果に対しても理解や寛容、場合により支援の言葉を投げかけることが必要です。穏やかなエンゲージメントがトップ記事になることはありませんが、プラスの影響を与える上で穏やかだからといって効果が削がれることはないと言えます。

## Pernod Ricard

様々な市場参加者が様々な方法で利益を生み出そうとします。全ての投資家が長期的な価値創造を優先するわけではありません。私たちは、2017年に酒造メーカーであるPernod Ricardに投資しました。この会社の加速する内部成長機会は魅力的であり、それは広大なインド及び中国市場における事業開発に裏打ちされていました。又、エネルギー溢れるAlexandre Ricardの野心にも感銘を受けました。創業メンバーの一人の孫であるAlexandreは、2015年にCEOに就任し指揮を執りました。同CEOには顧客中心主義の強化、業務運営の効率化への意欲、そしてアジアの成長市場への投資増大を通じて事業を活性化する計画がありました。

私たちが最初に投資してから1年後に、物言う株主であるElliott AdvisorsはPernod社の2.5%の持分を取得したと発表しました。その発表の中で、Elliottは株価パフォーマンスの改善計画について説明しました。Elliottの主張には同意できる面もありますが、Pernod社が短期的な利益改善に集中するあまり長期的な内部成長と価値創造を損なうことになるのが非常に懸念されました。私たちがPernod社の株式を所有して2年目に入った頃でしたが、この会社から私たちに助言を求める連絡が入りました。私たちは、それに先立つ12か月間、パリ在住のAlexandre Ricardに会いに行く等、時間を掛けて経営陣との関係を構築していました。

Alexandre Ricardとの面談とその後の上級社外取締役とのやり取りにおいて、私たちはPernod社の投資計画に対する自分たちの考えを伝えました。具体的にはインド、中国、その他の成長地域における取り組みの規模を縮小すれば、長期的な富の創造を損なうことになることと強調しました。私たちは時間を掛けてElliott Advisorsに対しても考えを説明し、最終的にElliott AdvisorsはPernod社から手を引きました。

私たちがこの継続的な新興国への投資が異例の価値創造に結び付くと判断するまでに、さほど時間はかかりませんでした。Elliott Advisorsとは異なり、私たちは企業の意思決定に介入することを念頭に置いて持分を取得したことはありません。私たちは、野心的な企業に外部から束縛されることなくその使命に取り組んで欲しいと考えます。Pernod社のケースでは、野心的な経営陣が針路からそれるのを回避するうえで、私たちの意見が功を奏したことを嬉しく思っています。

「当社 (Pernod) は業績全般とガバナンスに関して、Baillie Giffordと定期的に連絡を取り合っています。特にアクティビストが動いていた間はそうでした。アクティビストの動きがあった後、Baillie Giffordは迅速に当社とエンゲージメントを行い、長期的な保有者としての自分たちの意見を提供してくれました。彼らのフィードバックは、株主が持つ様々な視点を評価する上で極めて有益であり、また当時、株主から支援の約束を受けることは非常に価値のあることでした。Baillie Giffordは、必要があれば、当社の長期戦略を支援すると声を大にして公表するとさえ言ってくれました」

Pernod Ricard経営陣



© Bloomberg/Getty Images.



## Royal Caribbean

景気の影響を受ける多くの産業同様、クルージング業界の収益性に影響する最も重要な要素の一つは、需給バランスです。2010年までの長年にわたり、この業界は「成長」戦略を取り急速に供給能力を拡大させていましたが、その結果、乗客の定員を埋めるための割引が横行しました。世界金融危機が需要を破壊したにもかかわらず、業界内の競争は止まず、また個々の企業の自尊心も相俟って、非合理で持続不可能な企業行動が続きました。最後の犠牲者となったのは32名もの犠牲者を出した2012年1月のコスタ・コンコルディア号の座礁です（Carnival Cruisesが運行）。クルージング業界は高水準の負債、利益の減少、地に落ちた評判から窮地にあり、結果として株式のバリュエーションも落ち込みました。

私たちが2012年4月にRoyal Caribbeanに投資をした当時は、このような状況でした。私たちの仮説は、需要は世界経済と共に回復する一方で、「激しい競争」は終わり、経済的な規律が高まり、新しいクルーズ船の供給は減少し、値引きの動きは収まるというものでした。需要の回復と供給の減速により、資本収益率の上昇を伴いながら利益は増加し、株価の見直しが進むと考えたのです。

世界第2位のクルージング運行会社であるRoyal Caribbean（市場シェア24%）は、常に顧客を中心に据えていましたが、業界首位のCarnival Cruises（同42%）は株主優先で有名でした。Carnival社は短期的には高い利益率を享受しましたが、長期的には自滅的となりました。同社は、構造的な投資不足のため、エンジンの故障等、運行上の問題を多く抱えていました。2014年から2015年にかけて、Carnival社は新規規を満たすため、安全性の拡充に7億ドルの追加支出が必要となりましたが、Royal Caribbeanは通常の予算内で収ま

りました。厳しさを増す環境規制の順守もCarnivalにとって大きなコスト負担となりました。一方Royal Caribbeanは、顧客に楽しんでもらうことに焦点を当てれば、長期的には経済的恩恵はついてくると考えていました。

私たちは辛抱強い資本提供者として高い評価があったため、Royal Caribbeanと関係を構築することができました。私たちは2014年と2015年の報酬パッケージに反対し、パフォーマンス基準開示の充実と、単年の業績目標から脱却するよう強く求めました。私たちの後押しがあつてか2014年にRoyal Caribbeanは資本利益率に関する明確な目標を設定し、さらには翌2015年に評価期間を単年から3年に長期化しました。これにより、長期戦略と報酬方針のアライメントは高まり、私たちの報酬議案の支持を確実なものとなりました。2016年に私たちは、Royal Caribbeanがポートフォリオの中で最大級の炭素排出者であることを突き止めました。弊社を含む株主からの要請に応じて、Royal Caribbeanは業績KPIに年間燃料消費量と排出量削減目標を追加しました。

パフォーマンスのうちどれほどが当社のエンゲージメントによるものなのかは不明です。しかし、成長のためのスチュワードシップに焦点を当てることで、企業の成功する可能性を高めることができると考えています。成長のためのスチュワードシップは、私たちの投資ホライズンを遙かに超える事業の持続可能性を考えることを意味しています。2019年にRoyal Caribbeanへの投資の最後の持ち分を売却した際、私たちは増大する三つの懸念を挙げました。それは、キャパシティの増大、競合他社からの値下げ攻勢、及び環境費用の増大です。これら三つのいずれもが、同社の長期的な持続可能性に対する私たちの確信を弱めるものでした。

# 成長のためのエンゲージメント

「型にはまらない」と「受け入れ難い」を区別

「心地よいと感じる場所は美しい場所であるが、そこでは何も成長しない」

作者不明

お客様に優れた長期的リターンを提供するためには、投資先企業を理解する必要があります。具体的には各企業が事業を営む背景、そして弊社のお客様の資産を託す投資先企業の経営陣と取締役会に対する理解であり、責任ある思慮深いスチュワードとして私たちは役割を果たしていくことになります。全ての事業に同じガバナンスの実践を推奨したのでは役割を果たせません。基本的なガバナンス基準の底上げに対するイニシアチブは支持しますが、それが投資先企業の潜在性を引き上げることはありません。こうした理由から、私たちは順応の中に安心を見出すことはせず、潜在性を引き上げるための各企業のガバナンスの実践に対して理解し確信を高めたいと考えています。

私たちは、投資先企業が型にはまらないガバナンス構造を持っている場合は、エンゲージメントを通じてそれがどのようなメリットを持っているかを理解しようとしています。企業のガバナンス構造について批判する前に、まずそれがどのようなものか、そしてなぜそうなのかを理解する必要があります。例えば、2015年にSchibstedがデュアルクラス株式構造を提案した際、私たちは、この構造により同社はどのようにして企業価値を高める成長イニシアチブを発揮できるか、そしてSchibstedの主たるスチュワードであるTinius Trustの役割を維持することがなぜ不可欠なのかに焦点を当て議論しました。私たちは、一株一議決権の基準から脱却することには、さほど懸念しませんでした。

投資先企業に影響力を行使する能力は、議決権の多寡という単純な機能ではなく、むしろ経営陣や取締役会と構築するある種の関係によります。私たちは、厳しい時期があることや既に起きてしまった好ましくない出来事を受け入れることで、信頼を構築しようとしています。失敗を成功の反対に位置付けるのではなく、成長過程の一部であると示せば企業のトップから支持を得ることができ、実際の議決権の数よりも良好な立場に立つことができます。例えばPernod Ricardがアクティビスト Elliott Advisors (前述) から圧力を受けていた時に、私たちは経営陣をサポートしたことで、同社はその後、長期インセンティブプランの適時的

な変更を検討していた際に、私たちに見解を求めました。その際、私たちは、当時の変更案は従業員と株主との間にずれを生じさせる可能性があるため支持しないと説明しました。このフィードバックに基づき、取締役会はこの変更を進めないことを決めました。

私たちは、投資先企業のガバナンス構造が、その企業に対する私たちの期待に沿わない場合には介入します。例えば、建設的かつ目的を定めた取締役会を持つためには独立取締役が不可欠ですが、サイバーエージェント社はこの点が欠如していました。私たちはより客観的に監督できる人材を据えるように奨励しましたが、この試みが失敗に終わったことで、私たちはやむを得ずスチュワードシップ活動をエスカレートさせ、年次総会で創業者でもある藤田CEOの再選投票を棄権しました。藤田社長は58%の支持しか得られず、同社は、その後、取締役会の独立性を強めました。

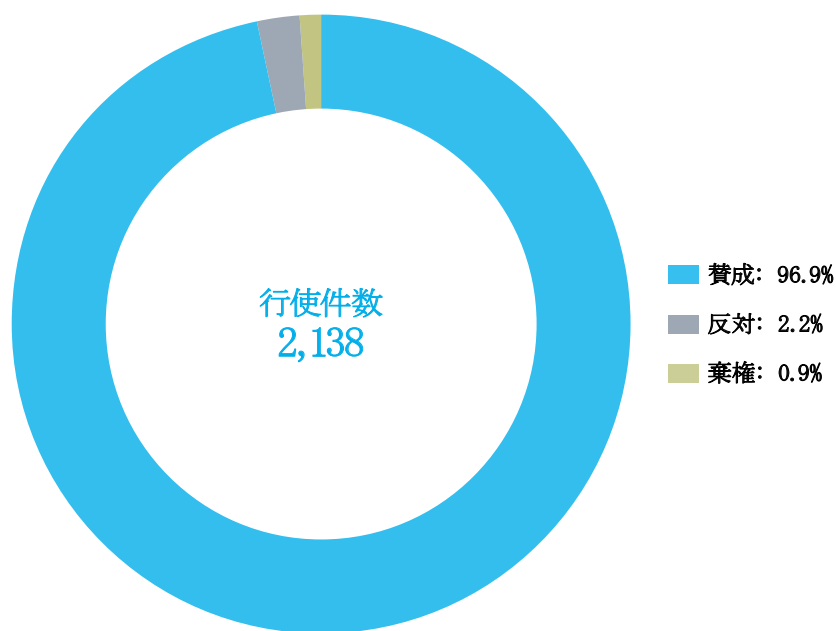
型にはまらないことを支持するのは、受け入れがたいことを許容することではありません。そのため、今年初めUbisoftでセクハラと悪しき企業文化の疑いが浮上した際、私たちは直ちにこの会社へのエンゲージメントを開始しました。Baillie Giffordはこの問題を深刻に捉えていること、又、安全で包摂的かつ多様性のある職場環境を取り戻すのにあらゆる手段を講じる方向性を支援する用意があることを伝えました。私たちは、新しいコミュニケーションチャンネルの導入や、職位を考慮することなく、問題の人物を解任する等、これまでに同社が取った行動を心強く思っています。私たちは、引き続き注意深く進展を見守り、必要に応じて再びエンゲージメントする用意ができています。

私たちは、スチュワードシップの成功のバロメーターが、如何に多くの時間を費やしたか、如何に多くの標準化作業を行ったかであるとは思いません。忍耐強く情熱的な株主である私たちの役割は、企業が持続可能な競争優位を構築し差別化するための支援と自由裁量を提供することにあると考えています。それが、CEOと取締役会議長が同一の人物のガバナンス構造によって、あるいは期差選任取締役会によって成し遂げられたものであっても、私たちにとってはそれほど重要ではありません。私たちを突き動かすものは、ガバナンスのベスト・プラクティスに関する近視眼的な固執ではなく、持続可能な株主価値の創造です。これがお客様の資本の長期スチュワードとしての私たちの義務であると考えています。

# 議決権行使

議決権行使は、責任あるスチュワードとしての役割の中心的な要素です。専任のガバナンス及びサステナビリティチームは運用チームとの調整に奔走し、ボトムアップ・アプローチとの整合性を保つことで、各企業の長期戦略を支持する思慮深い議決権行使を行います。投資マネージャーは議決権行使に積極的に関与し、また会社議案に反対する場合には経営陣とエンゲージメントを行うことにより、私たちの意図の理論的根拠の理解を促します。

私たちは質の高い経営陣を持ち、また成長機会をサポートするようなガバナンス構造を持つ企業に投資を行います。逆に長期的な事業価値を高めるためにガバナンス構造の大きな修正が必要とされるような企業への投資を回避します。従って私たちは投資先企業の株主総会での会社提案の大多数に賛成票を投じます。反対票を投じるケースは、経営陣によって取られた行動に賛同できない場合や影響力行使の目的で行ったエンゲージメントが効果的な場合等、非常に限定されます。またスチュワードシップ責任を果たしていく上でニュアンスは重要であり、白黒付け難い場合には棄権票を投じることもあります。決議案を単体で判断するのではなく、事業活動の幅広い文脈を捉えて棄権票を投じることもあり、そうした意味で棄権票は有用な選択肢と言えます。なぜならば、それによって漸進的且つ長期的なエンゲージメントプロセスの一環として、経営陣や取締役との建設的な関係を維持できる可能性が高まるからです。



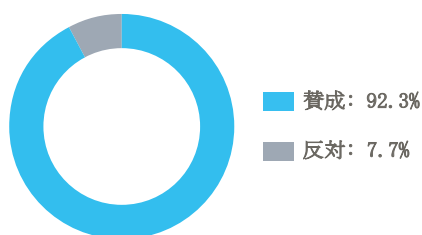
出所: Baillie Gifford. Data from 1 April 2019 to 30 September 2020.



## 経営陣の決議： 議決権行使活動の内訳

以下の図は、様々なカテゴリーの議案におけるグローバルαの議決権行使活動の内訳を示すと共に、例を挙げ、私たちの意思決定プロセスを説明しています。

### 報酬



#### 例 - Jefferies Financial

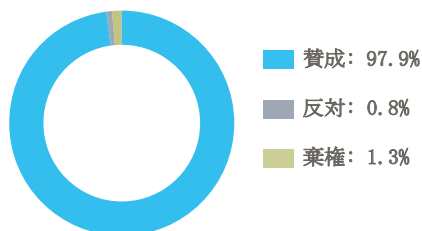
年次インセンティブプランの目標を達成しなかったため、社長及びCEOに対する裁量の賞与支払いを求める議案に反対しました。それまで私たちは同社の非従来型の構造を持つ報酬方針を支持してきました。しかし、同社の全体的なパフォーマンスは期待外れであり、私たちは賞与を付与する決定は正当化されないと考えました。私たちのお客様とのアライメントは確保できず、また独立した対外的意識を持つ報酬委員会として相応しい議案であるとも考えられませんでした。このため、私たちは報酬に関する議案及び報酬委員会議長の再選の双方に反対しました。

#### 議決権行使結果：

役員報酬：賛成 69.1%、反対 30.7%、棄権 0.2%

報酬委員会議長再選：賛成 90.3%、反対 9.4%、棄権 0.4%

### 取締役選任

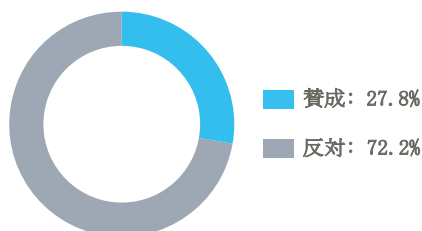


#### 例 - SMC株式会社

取締役会議長の高田芳樹氏及び2名の社内取締役に棄権票を投じました。SMCは、長い間コーポレートガバナンスに従来の日本式手法を用いてきました。私たちは、イノベーションと挑戦を前進させるため、適切に独立した取締役会について期待し、定期的な同社とエンゲージメントを実施してきました。今般、高田氏の長男が代表取締役になった機会に、優先事項としてコーポレートガバナンスの改善を促す書状をSMCに送付しました。変化に対して適切な意欲が見られない場合、引き続き年次総会での同様の議決権行使を行うつもりです。

議決権行使結果：賛成 76.28%、反対 18.25%、棄権 5.47%

### 株主提案



#### 例 - Amazon

私たちは、男女の賃金格差及び気候変動の開示に関する2つの株主提案に賛成票を投じました。Amazonはすでに男女賃金格差に関する情報を開示していますが、本株主提案では同社全体の男女それぞれの賃金の中位数を要求していました。エンゲージメントでは、これらの数字を報告したベイリーギフォード自らの経験と、それらがどのように役立つかを取り上げました。気候変動に関しては、Amazonは既に本格的な対策を講じていますが、この株主提案では一步踏み込んで正式なコミットメントと目標設定を要求していました。この要求は、経営陣の意図および私たちの期待と一致していると考えたため賛成票を投じました。

#### 議決権行使結果：

気候変動に関する提案：賛成 29.75%、反対 66.55%、棄権 3.70%

男女賃金に関する提案：賛成 25.83%、反対 70.64%、棄権 3.53%

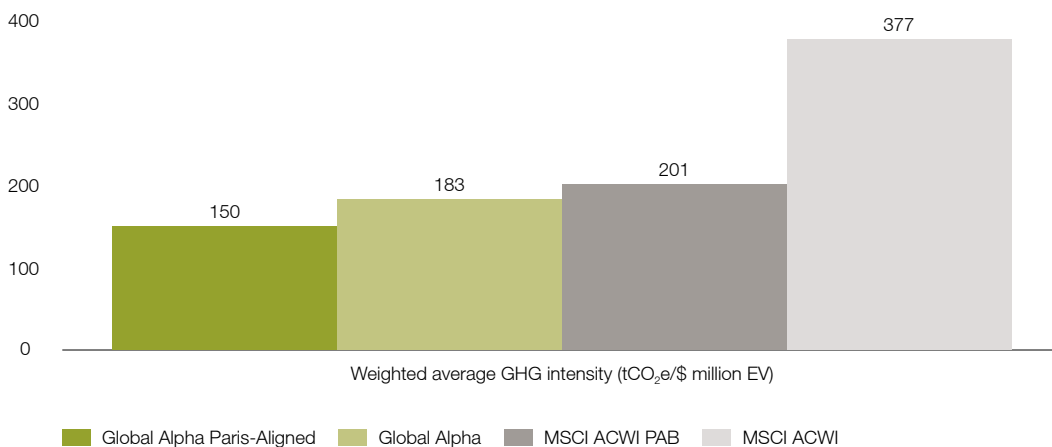
# 気候変動

私たちは、環境及び社会的リスクと機会に対するグローバルαポートフォリオの状況を評価しています。私たちが使用するツールの一つは、炭素排出量分析です。これは、最大排出の数社を特定するもので、リサーチ及びエンゲージメント活動の優先順位の決定に役立ちます。

今年私たちは、MSCIの気候パリ協定適合指標(Climate Paris Aligned Index)の手法に従って、ポートフォリオの炭素強度ではなく、温室効果ガス(GHG)排出強度を測定しました。GHG強度は、ポートフォリオのカーボンフットプリントをより総合的に測定する基準であり、スコープ1排出量とスコープ2排出量データと共に、スコープ3排出量データも含んでいます。スコープ3排出量データは計算が最も複雑で、集められたデータは推定情報及び報告された情報を組み合わせたものです。私たちは、これが長期的に改善することを期待しています。テクノロジー企業及びその他企業は、その排出量のほとんどがサプライチェーン上流、又は製品とサービスの下流での利用により生み出されており、こうした企業への投資を考えると、スコープ3排出量データの理解はポートフォリオにとって特に重要です。私たちは、分析にスコープ3排出量データを含めることで、ポートフォリオ企業がその気候関連リスクと機会をどのように管理しているかに関する詳しい情報を得ようとしています。

以下のチャートでご覧いただけるように、グローバルαポートフォリオの加重平均GHG強度は、MSCI ACWIインデックスよりも低くなっています。加重平均GHG強度(WAGHGI)は、ポートフォリオのGHG集約型企業へのエクスポージャーを測定します。GHG強度が高い企業は、炭素関連市場及び規制リスクに対するエクスポージャーが高い可能性があります。従前、使用していたカーボンフットプリントと炭素強度は、それぞれ投資額当たり、売上高当たりの指標です。対してWAGHGIはエンタープライズバリュー当たりの指標であり、カーボンフットプリント指標の中でEU Technical Expert GroupおよびTCFDの推奨にも沿ったものです。

## カーボンフットプリントの分析



出所：Baillie Gifford & Co、MSCI ESGリサーチ。グローバルアルファ及びグローバルアルファ・パリ・アラインドの代表ポートフォリオ。

ベンチマーク：MSCI ACWI及びMSCI ACWI Paris-Aligned指数。2020年9月末基準。

グローバルαの相対カーボンフットプリントは改善しています。これは主に三つの要因（うち二つはテクニカル要因）によるものです。まず、高排出銘柄であるApache、AP Moller Maersk、Royal Caribbean Cruisesを売却し、Kirbyのウェイトを削減しました。これらの変更は、Rio Tintoの新規購入、及びRyanairの追加購入によりある程度相殺されましたが、全体としては改善に繋がりました。第二に、私たちは分析プロバイダーをyourSRIからMSCI ESG Researchに変更したというテクニカルな要因です。両社を比較した結果、ポートフォリオの環境関連の実績をモニタリングするための補助ツールとして、MSCIの方がyourSRIよりも完全性が高いと判断しました。最後に、報告通貨を英ポンドから米ドルに変更したことによるテクニカル要因です。米ドルはMSCIの標準通貨であることによります。ポートフォリオと指数間の主な比較は同じ基準で実施されているため、これは重大な問題と考えていません。

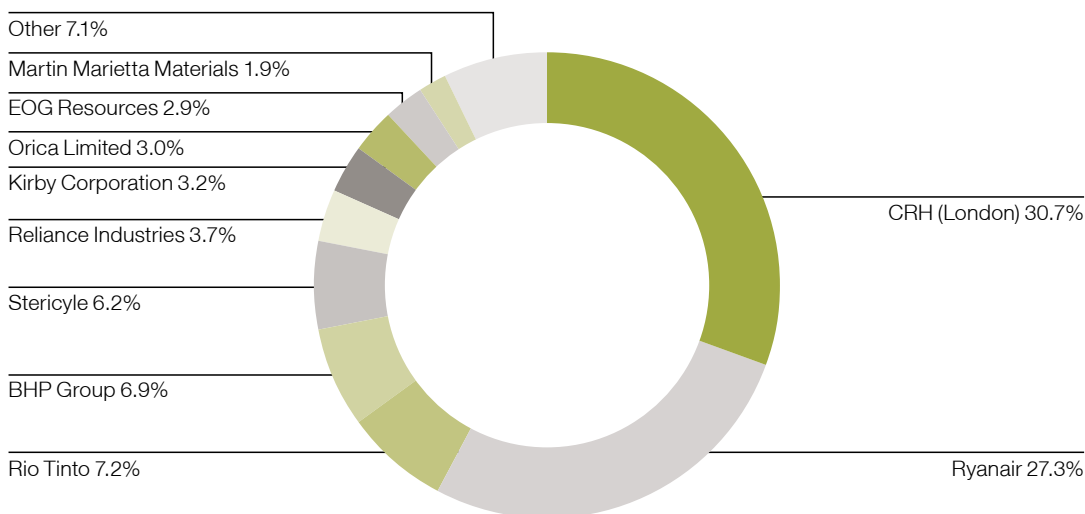
私たちはカーボンフットプリントが大きい企業であっても長期的な成長、延いては投資価値を高めることができると思込まれる銘柄は継続保有します。低炭素社会に移行していく中で、（カーボンフットプリントの大小に関わらず）各企業の環境への配慮・アプローチが重要です。辛抱強く長期投資を行う運用機関として、私たちはカーボンフットプリントが大きい企業とのエンゲージメントを継続し、改善を促していきます。

たとえばCRHは汎用性があり社会・経済発展に不可欠なコンクリートやセメントを製造します。2018年版のグローバルα スチュワードシップ報告で述べた通り、同社は気候変動への対応において業界を牽引しています。そして同社のリーダーシップは、グローバル・セメント・コンクリート協会による、2050年までにカーボンニュートラルを達成するとの最近の発表に現れています。

鉱業に属するRio TintoとBHPは技術革新、移動手段の電化、そして再生可能エネルギーへの移行に貢献しています。これら企業は富の創造においても重要です。例えば新興国を先進国並みの生活水準に向上させるためには、2050年までに鉄鋼の生産が4.7倍、銅の生産が3.48倍になる必要があります。両社とも事業活動においてカーボンニュートラルを達成し、また川下での資源利用における脱炭素を支援するとの野心的な計画を持っています。

炭素排出が多い産業は、世界が直面している気候変動に大きな負の影響を及ぼしてきたことは間違いありません。しかし、各産業のリーダー企業は、どのようにしてサステナブルな社会に移行していくかといった課題解決において重要な役割を果たしていくと期待されます。私たちは、気候変動リスク及び関連する環境関連リスクに対する投資先企業の備えについてモニタリングを継続します。これは責任ある投資家に課せられた義務であり、各企業の長期的な持続可能性を検討する際に必要なことです。

### カーボンフットプリントへの寄与度上位10銘柄



出所：Baillie Gifford & Co. 四捨五入の関係で合計が一致しないことがあります。

## 重要情報に関する記述

Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limitedはともに英金融行為規制機構（以下FCAと呼びます）の認可を受け、かつ、その監督下にあります。Baillie Gifford & Co Limitedは英国籍投資信託（OEIC）のコーポレートダイレクターとして機能します。

Baillie Gifford Overseas Limited（以下BGOと呼びます）は Baillie Gifford & Coの100%子会社であり英国外のお客様に対して資産運用・助言サービスを提供するための会社であり、FCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited（以下BGEと呼びます）はBGOの完全子会社であり、イギリスを除くヨーロッパの顧客に対して資産運用・助言サービスを提供します。BGEは2018年5月にアイルランド中央銀行の認可を取得し設立されました。

英国外に居住する投資家は投資アドバイザーからの助言に基づき、弊社商品への投資に際して政府等からの許可等が必要か否かをご確認ください。また投資に関連して発生し得る税金についてタックスアドバイザーにご確認ください。

本書は英語から他言語に翻訳されています。翻訳版には英語版の文書と同一の情報のみが含まれ、英語版の文書と同じ意味を持っています。英語版の文書と翻訳版に相違がある場合は、英語版の文書が優先します。英語版は、ご要望に応じて提供いたします。

### 日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJベイリーギフォードアセットマネジメントリミテッド（以下MUBGAMといいます）は三菱UFJ信託銀行とBGOとの合併会社です。MUBGAMはFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。



# **BAILLIE GIFFORD. ACTUAL INVESTORS.**

**[bailliegifford.com/actual-investors](https://bailliegifford.com/actual-investors)**

**Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN  
Telephone +44 (0)131 275 2000 / [www.bailliegifford.com](https://www.bailliegifford.com)**