

# 投資先企業の性質

## ロングターム・グローバル・グロース ESG アップデート

2022年9月

### はじめに

分刻みのニュースや四半期毎の決算に追われ、先を急ぐ投資家は手っ取り早い手法に訴え、短期的な視点に陥ってしまいがちです。ESGに関するリサーチ（脚注1）を一例として取り上げてみましょう。ESGデータの質や一貫性には問題があることはよく知られているにも拘らず、そして企業が直面する様々なESG課題の複雑さにも拘らず、時間の制約を受けた投資分析にとって最も重要なことはスピードとシンプルさの2つであるようです。ESGを株式評価に組み込む方法として最も頻繁に利用されるのが企業の相対的なランキングやスコアカードであることはそれほど不思議ではなく（脚注2）、そこには熟考が入り込む余地はありません。枠を超えて考えるより、与えられたボックスに印を入れる方が簡単です。

ロングターム・グローバル・グロース (LTGG) チームは、新たな方法で物事を進めるといふ、どちらかと言えば稀な機会に恵まれています。これは概ね、投資において極めて重要な要素の一つである「時間」をどう考えるかに行き着きます。ジョン・マクフィー氏が1980年代初頭に出版した地質学に関する著作の中で、地球の過去について考えて見るよう読者に呼びかけたことは有名です。地球の歴史が英国の古い尺度の1ヤード（国王の鼻から、伸ばした手の先までの距離）であるとすれば、「国王の中指の爪をやすりで1回擦るだけで人類の歴史は消えてしまう」と彼は記しています。

私たちのような長期投資を志向する投資家は、この比喩を謙虚に受け止める必要があります。この比喩は、短期的なノイズである投機的な動きではなく、より長期的で、より意味のある変化に注目することの重要性を示しています。



1. ESGとは、環境・社会・ガバナンスの要素を考慮する企業分析を指します。この手法は益々重要性を増しています。
2. 350社超の機関投資家を対象として2021年に実施された「ESGグローバル・サーベイ」による。<https://bit.ly/3Qqdp2g>

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。本資料は投資経験が豊富な投資家様のみを対象にしたものであり、それ以外の投資家、あるいは個人投資家の皆様を対象に作成されたものではありません。

このことは、LTGGにおいては、今後数四半期の株価の動きに投機的な賭けをするのではなく、ファンダメンタルズ分析を行うことにより、数十年來の変革によって最先端を走る企業や並外れた恩恵を受けつつある企業を特定し、数十年に亘る投資を行うことを意味します。こうした変革には、例えば、個人向けにカスタマイズされたヘルスケア、新興国における所得増加、低炭素社会への移行等の最前線にある企業が含まれます。こうした重大な変化の中で力強い業績を示す企業は、成長が長期的に株価上昇に繋がり、お客様のために優れた長期的リターンを達成できると私たちは考えています。

私たちが投資する数少ない企業の中で、進化し続ける社会及び環境面の期待に応えることができる企業は、私たちの投資期間中に成功を取める確率が高いと言えます。一方、動きの鈍い企業や現実を直視しない企業は、時代遅れになるか破綻する可能性があります。そのため、私たちは、社会における投資先企業の長期的な役割が良くも悪くも私たちの投資ケースに大きく影響する可能性があるのか、またどのような影響を及ぼし得るのかを時間をかけて検討します。こうした理由から、LTGGは2004年の運用開始以来、名称はどうであれ、私たちの言うESG分析（脚注3）を銘柄リサーチのフレームワークに組み込んでいます。二重否定をお許しいただければ、ESG目標を持っているか否かに拘らず、長期的な投資を真剣に考えるのであれば、ESGについて考えない訳にはいきません。投資期間が長いということは、お客様のために投資先企業との関係を構築するのに必要な時間が得られるということでもあります。例えば、ベイリーギフォードでは、以下の企業と意味のある関係を構築しています。

- Kering (1997年来)
- Amazon (1999年来)
- Alibaba (2012年来)
- Moderna (2017年来)

いずれの場合も、LTGGのポートフォリオに組み込む数年前からの関係構築です。このように十分時間を掛けることで、私たちの長期的な投資ケースにとって重要であり得る様々な課題に主体的に関与することができます。また、企業の活動を独自に調査し、数年に亘ってその企業の前進を監視し、困難な時期には支援し、道を踏み外しそうになっていると思われる場合は異議を申し立てることも可能になります。

ESGの組み込みに対する私たちのアプローチは、過度に単純化されたチェックボックスやレーティングにのみ依存する場合よりも、遥かに豊富な知見をもたらすと考えていますが、大幅な改善の余地があることも十分に認識しています。私たちは全ての答えを持っている訳ではなく、そのように装うつもりもありません。だからこそ、私たちは社内の知識を深める一方で、外部の専門家、団体、業界の取り組みも活用し続けているのです。例えば、ここ数か月の間に、ベイリーギフォードは、自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)、ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアチブ(NZAM)、サステナビリティ会計基準審議会(SASB)に加盟しました。更に、中国の低炭素社会への移行、特に電気自動車とエネルギー貯蔵の機会に関する知識を深めるため、上海交通大学の中英低炭素カレッジとの関係を構築しました。また、デンバー大学の著名な人権理論家であるジャック・ドネリー教授に依頼し、私たちの企業分析において国際的な人権に関する幾つかの複雑な問題をどのように扱うべきかについて教授の考えを伺いました。私たちは、常に自己研鑽に励み、データの品質とカバレッジを向上させるべく努力を重ねます。

2022年版レポート(本稿)では、LTGGの企業エンゲージメントや議決権行使から得た知見、ポートフォリオの気候変動適合状況に関する最新情報のほか、ベイリーギフォード全体のESG関連の動向についてお伝えします。LTGGの投資プロセスにESGをどのように組み込んでいるか、外部との協働、ESGデータに対する見方、そしてより具体的には労働条件、ダイバーシティとインクルージョン、規制と気候変動等のESGテーマについて私たちがどう考えているかについての詳細は、2021年版レポートをご覧ください。

3. 企業の社会的責任(CSR)、責任ある企業行動(RBC)、サステナビリティといった関連用語も耳にしたことがあるかもしれませんが、どのような名称であっても、私たちにあってその基礎にあるコンセプトは同じです。それは、企業の性質が重要である、というものです。企業の性質は、その企業の顧客、従業員、株主、社会、そして地球にとって重要性を持ちます。それは企業の成功や失敗の原因となるものです。

## 注目すべきエンゲージメントと議決権行使

私たちの投資ホライズンが5年から10年であることやLTGGのポートフォリオの集中度が高いことによる一つの利点は、投資先企業の経営陣や取締役会と意義のある長期的な関係を構築できることにあります。その中で、私たちは全ての企業分析に用いる「10のチェックポイント」に対する答えを常に洗練し、発展させています。

エンゲージメントに一つの公式しかないとは私たちは考えていません。私たちは、企業をそれぞれの状況や長所に応じて分析するのと同様、エンゲージメントもそれぞれの状況に合わせて実施しています。何故なら、私たちは規範的な方針やルールには慎重だからです。規範的な方針やルールは、その性質上、還元主義的であり、微妙な差異に鈍感です。

私たちはむしろ、投資先企業に尊重してもらいたいと考える少数の原則をベースに、相互の関係を構築しています。

- 長期的な価値創造の優先
- 建設的で目的意識の高い取締役会
- 長期的な視野に立った報酬体系と意欲的な目標設定
- ステークホルダーの公正な扱い
- 持続可能なビジネス慣行

こうした方針の下、私たちのエンゲージメントの目標は4つのカテゴリーに分類されています。

1. 事実調査
2. モニタリング
3. 支援
4. 影響力の行使

これらはそれぞれ同等の重要性を持っています。私たちがどのようにエンゲージメントを実施しているかについての詳細は、2021年版レポートに記載されています。投資先企業とのエンゲージメントや議決権行使活動（脚注4）については、四半期レポートに記載されています。

最近のエンゲージメントから得られた知識及び知見は以下の通りです。

### レーティングに留まらない検討

ある外部ESGプロバイダーによると、ミャンマー軍政下にある内務省および同国警察へのウェブ・サービスの提供を巡って、Cloudflareが根強い疑惑の対象となっているとのことでした。

私たちは、創業者兼CEOのマシュー・プリンスとの話し合いを通じて、この問題についてより深く

掘り下げて調べました。Cloudflareは、米国国務省と緊密に連携して、同省の制裁方針や指導に従い、紛争地域でのサービスを既に終了していることが判明しました。同社は国務省からの個別的な要請により、その他のサービス（ミャンマーにおける医療サービス向け等）の提供は継続していました。更に、Cloudflareは、軍事クーデター後、広範に亘り経済活動が停止状態にあったにも拘らず、ミャンマー国民がインターネットにアクセスし、相互に連絡する上で非常に重要な手段を提供し続けました。同社は、ミャンマーにおける同社サービスの利用からいかなる収入も得ておらず、全てが無償で提供されています。

私たちにとって、この事例は、外部プロバイダーのレーティングや不祥事の報道に留まることなく、問題点を掘り下げ、主体的に関与し、熟慮することの重要性を示すものです。レーティングの低さは、企業のESGへの取り組みが平均以下であることを意味するものではありません。それは企業の情報開示に何らかの限界があることを反映している可能性があります。そうしたレーティングと企業の実際の文化や慣行を混同することは誤りと考えます。不祥事の報道がファンダメンタルズについての何らかの問題を示唆している可能性はありますが、そうした情報は、プリンス氏との対話のように、企業とのエンゲージメントを実施しない限り、不完全なままとなります。外部データは、私たちの分析の裏付けとなる場合に限り、一定の役割を果たすこととなります。私たちはそれをダイベストメント（投資の撤退）の根拠として使用して、後から疑問を呈するといったことはしません。

### 内部で議論を戦わせる

2022年の年次総会を控え、Teslaに対し結社の自由と団体交渉を尊重する方針を採択すべきとする株主提案が提出されました。現在、Teslaは結社の自由を尊重するとの正式な方針を持ち合わせていません。更に、同社は反組合的な姿勢を巡って論争の渦中にあります。

ベイリーギフォードのESGチームは、この株主決議を支持するよう推奨しました。これは、Teslaが反組合的であるとの評価を得ていることを考慮した結果です。また、ESGチームは、同社が結社の自由等、基本的人権を認める方針を真に意図しているのであれば、これに一定の形を与えることで従業員の権利が保護されると考えたのです。

4. 議決権を有するお客様のための代理行使。

しかし、ESGチームと複数の運用チーム（LTGGのチームを含む）で話し合った結果、最終的にこの株主提案に反対することが決まりました。疑いを避けるために付け加えれば、ベイリーギフォードは、全ての投資先企業が結社の自由や団体交渉等、国際的に宣言されている人権を保護する国連グローバル・コンパクトの原則に従って業務を遂行することを期待しています。しかし、運用チームは、米国の全国労働関係法が結社の権利や団体交渉権を既に明記していることに注目しました。他の米国企業と同様、Teslaも法律を遵守しなければならず、これは単に企業の方針の問題ではありません。また、Teslaの取締役会は、結社の自由と団体交渉権を認めた国連世界人権宣言を既に受け入れています。

この事例は、ESGチームとLTGGの運用チームが様々な方法で相互に意思疎通を図っていることを示すものです。私たちは、社内で異議を唱えたり討論したりすることを奨励しています。この特定の株主提案については意見が分かれたものの、Teslaに職場におけるハラスメント及び差別防止の取り組みに関する報告（脚注5）や従業員仲裁の影響に関する報告（脚注6）を求めた他の株主提案については支持することで合意しています。

### 具体的内容が重要

2022年のAmazonの年次総会で、私たちは結社の自由に関する追加報告を求める株主決議を支持しました。Amazonは、自社の方針と慣行で従業員の結社の自由と団体交渉権は保護されていると主張していますが、幾つかの注目すべき紛争が浮上していることから、より掘り下げた検証が必要であると考えられます。苦情や疑惑の性質上、ESGチームとLTGGの運用チームは、この件に関する同社方針と慣行について、より徹底した調査を実施することが株主にとって有益であるとの意見で一致しました。

いかなる場合も企業は結社の自由と団体交渉権という基本的な人権を守るべきと考えているにも拘らず、何故Amazonの年次総会ではこの決議を支持し、2022年のTeslaの年次総会では同様の決議に反対したのでしょうか。私たちのボトムアップの投資手法と同様、各企業の固有の特性を調べる場合、ESGの具体的内容も重要性を持っています。Teslaの年次総会で、株主は同社に対して結社の自由に関する方針の策定を求める決議案を提出しましたが、法律的な背景や取締役会レベルで既に取られている措置を勧告すると、その必要はないと私たちは考えました。しかし、Amazonの株主総会での決議案は「追加的な」報告を行うことを求めており、これについては私たちも奨励しています。

Amazonの年次総会での本決議案は、私たちの支持にも拘らず否決されました。しかし、この問題は同社とのエンゲージメントにおいて優先課題であることに変わりはありません。例えば、2022年春には、私たちはニューヨークの同社物流センターで実施された労働組合結成に関する投票が賛成多

数で可決されたことや、従業員エンゲージメントの取り組みについて話し合いを行いました。これに関連して、私たちは、同社が最近開示した安全衛生に関するデータについて話し合いました。これは私たちが数年前から情報開示の強化を促してきた分野です。同社が私たちの要請に前向きに対応していることは喜ばしいことです。

### 戦いに臨む

Modernaの2022年年次総会において、同社のCovid-19ワクチンに関する報告書作成を第三者機関に委託するよう求める株主提案が提出されました。これは、同社のCovid-19ワクチンの中低所得国における生産を促進するため、同社の知的財産権やノウハウを早急に譲渡することの実現可能性を分析するためのものです。著名な議決権行使助言会社は、この提案の支持を推奨しました。その時点でベイリーギフォードは議決権付株式の10%近くを保有していたことから、私たちの判断は結果を左右する重要なものでした。

私たちはまず、提案者である慈善団体、オックスファムとこの決議案について協議し、同団体の懸念を十分に理解すると共に、Modernaの経営陣との更なるエンゲージメントに向けた指針を得ようと努めました。その後、エンジンバラでModernaの取締役会長と会談し、同社経営幹部とのエンゲージメントも通じて、状況の細部に亘り詳細に分析した上で、私たちは決断を下しました。私たちは、Modernaの経営陣が世界保健機関を含むステークホルダーと協議しながら、同社の技術を安全にライセンスすることの実現可能性やライセンス先について慎重に検討を進めていることに十分な安心感を得ました。当面、中低所得国の企業に更なる技術移転を行うことは、限られたリソースの使用法としては最善でないとの経営陣の見方は信頼に足るものでした。しかし、同社は適切と思われる場合、更に検討する予定です。これに加え、パンデミックを収束させる上での主なボトルネックは、最早ワクチンの供給ではなく、ラストマイルの流通にあります。

また、安全性に関する正当な懸念から、mRNAプラットフォームの世界的な普及を可能にする取り組みに慎重な姿勢を取るという経営陣の判断は信頼できるものでした。更に、将来的にmRNA技術へのアクセスを拡大し、世界の今後のパンデミックへの備えを強化するためにModernaが発表した措置は称賛に値すると思います。これには、中低所得国92か国においてスパイクバックスの特許権を決して行使しないとの確約、ケニアにおいて製造拠点を設置するとの確約、そしてmRNAアクセスプログラムを通じて科学者にプラットフォームを開放するといった確約が含まれています。

5. Teslaとの話し合いの結果、経営陣はこうした課題に取り組む決意であり、人的資本管理に投資していることが判明しました。

6. Teslaとの話し合いの結果、同社は従業員に対し強制的な仲裁を要求しておらず、仲裁又は訴訟結果の秘密保持も要求していませんが、仲裁による問題解決を奨励していることは明らかになりました。

私たちは、エンゲージメントや議決権行使の際にどの課題を優先すべきかを決定するに当たり、各投資先企業に固有の特性や状況を考慮しています。私たちは、ワクチンへの公平なアクセスに深い関心を寄せています。この株主提案については賛成票を投じることも可能でしたが、リサーチとエンゲージメントを進めた結果、最終的には反対することにしました。私たちはこの決定を安易に下した訳ではありません。しかし、私たちは、同社が前述の確約事項や豊富な製品パイプラインの実現に向けて注力し、mRNAプラットフォームの膨大な可能性を長期的に実現させるだろうと考えています。

### 変化を後押し？

私たちのエンゲージメントが変化を後押ししたと主張するには躊躇いを感じます。相関関係は必ずしも因果関係を意味するものではありません。加えて、私たちは自らをアクティビスト投資家とは考えておらず、投資先企業の戦略や文化を細かな点に至るまで指図するつもりはありません。しかし、投資先企業の中には、私たちの長期的な視点が新鮮に映る場合があり、ESGに関わる課題やその開示について私たちの意見を求めたり、協力したりすることもあります。そのため、企業が私たちのエンゲージメントを経て、心強い前進を遂げたという事例が幾つかあります。以下では最近の事例を幾つか取り上げます。

先般、私たちはAlibabaとのエンゲージメントを実施しましたが、同社はこれを受けて、2022年9月に最新のESGレポートを公表しました。これは最初のレポートから4年経過しての更新です。2022年のレポートでは、私たちが最近、文書で伝えた情報や話し合いにより同社に強く訴えた課題の多くに関して情報開示がなされており、その点で注目に値します。その中には、労働条件、ダイバーシティ、インクルージョン、データ保護、不利な境遇に置かれているコミュニティのための製品の利用及び入手し易さ、中小企業の発展に向けた支援等が含まれています。更に、Alibabaは今後、ESGレポートを毎年公表すると承諾しています。

私たちは、Cloudflareのエネルギー源やカーボンフットプリント活動に関する知見を得るため、2021年に同社とのエンゲージメントを実施しました。同社の炭素排出量に関する情報開示、データセンター向けの低炭素電力の国際的拡大への取り組み、電源の種類に応じたデータのルーティング（再生可能エネルギーへの最適化）の選択肢を顧客に提供しているか否かについて質問しました。会談後、Cloudflareはスコープ1と2の排出量データを公開し（脚注7）、2022年から同社のネットワーク全体でカーボンニュートラルを目指すとの決意を表明しました。また、開発者が最もエネルギー効率の高いデータセンターを選択できるような、エネルギー効率に優れたARM製チップの導入を加速させることも約束しました。同社は不必要なウェブクローリングを排除するプロジェクトを立ち

上げ、3,000万エーカー（訳者注：約12万km<sup>2</sup>、本州の約半分の面積）の植林に相当する二酸化炭素削減の実現も目指しています。

私たちは、過去数年間に亘り、Keringと役員報酬について繰り返しエンゲージメントを実施しています。これに対する同社の対応は、経営幹部を対象とした長期インセンティブプラン（LTIP）の目標値引き上げであり、喜ばしい結果となりました。LTIPのESG関連の目標値も引き上げられる予定です。これには、同社サプライチェーンに関連した土地の耕作方法をより持続可能なものに転換するための指標も含まれます。

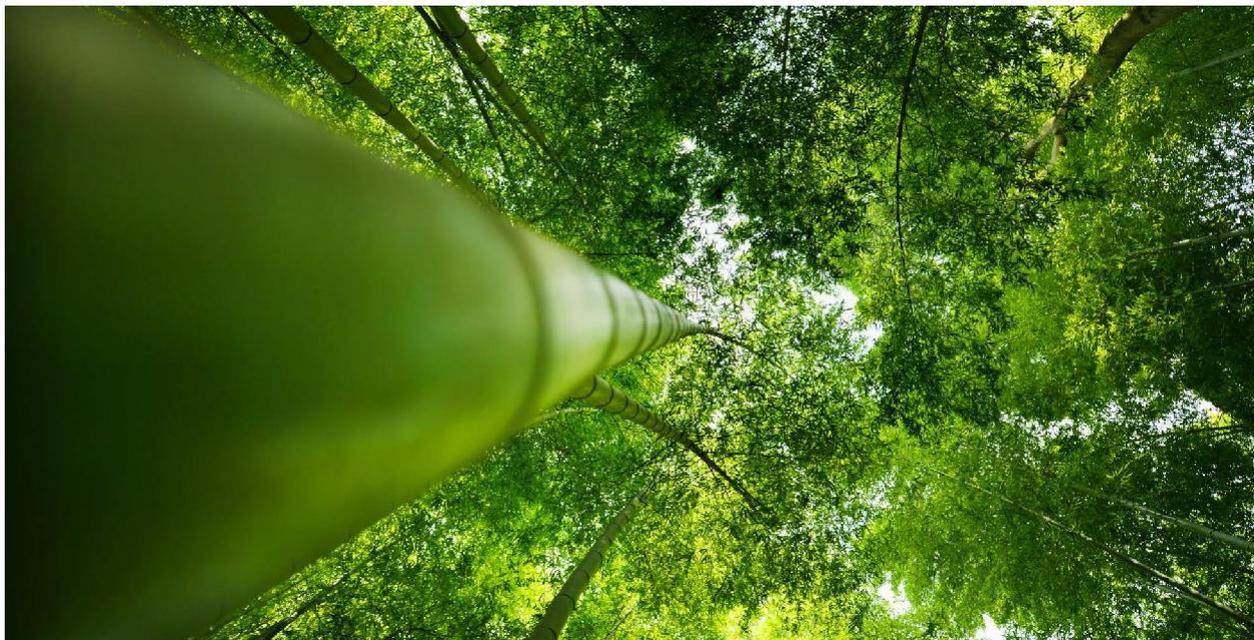
人材開発と取締役会の構成に関するPinduoduoとの話し合いを通じて、同社は取締役会の多様性を拡大することの重要性を認識しました。例えば、Pinduoduoの取締役会には本稿執筆時点で女性取締役が一人もいません。そこで、私たちは検討に値する女性候補者を提案しました。現在、新しい取締役の選定作業が進んでおり、私たちは今後の発表に期待しています。

Teslaは、2020年インパクトレポートに関して私たちにフィードバックを求めました。私たちは同社に対して、事業が環境に及ぼす影響や環境面の目標について更に詳細に開示するよう要請しました。例えば、同社の事業に再生可能エネルギーを100%使用する目標や、間接的な炭素排出の正確な範囲（スコープ3（脚注8）を含む）について更なる詳細な開示を求めました。更に、排出量削減やバッテリーのリサイクルに関する目標を設定しているかどうか、科学的な根拠に基づく長期的な排出量目標の設定を検討しているかどうか、総排出削減量の年間数値を提供できるかについて尋ねました。

また、Teslaの社会的な影響及び活動についても更に開示するよう求めました。例えば、サプライチェーンの監査プロセスをより詳細に説明すること、健康と安全に関する全社的な統計値を経時的に開示すること、工場労働者が事業によって創出された価値をどのように共有しているかも含め、Teslaの従業員が同社の成功からどのような恩恵を得ているかを説明することを求めました。驚くべきことに、同社は2021年のインパクトレポートでこれら全ての要求事項を開示しました。

7. スコープ1は、自社が保有又は管理する排出源からの直接的な排出が対象になります。スコープ2は、企業が消費する購入電力、蒸気、冷暖房の生成に伴う間接的な排出が対象です。

8. スコープ3は、上流（購入した商品やサービス、従業員の通勤等）又は下流（企業の製品やサービスの使用及び廃棄）の別に関わらず、企業のバリューチェーンで発生する全ての間接的な炭素排出を含みます。



## LTGGの気候変動に関する 取り組みの進捗状況

私たちは2021年に気候変動に関する取り組みについて詳細を明らかにし、次のようにお伝えしました。

– 投資先企業の100%がネットゼロに向けた適切な道筋を既に歩んでいるか、あるいはそれに向けた取り組みが行われています。

– 投資先企業の大半（90%以上）が2023年末までにスコープ1及び2の排出量を報告するものと期待します。これが実行されない場合、開示に向けた特別な取り組みがなされていることを期待します。新たな投資先企業については、追加的に2年の猶予を設けています。

– 2025年までには、投資先企業の少なくとも3分の2（企業数ベース）が、世界的な目標であるネットゼロに明確に整合すると期待します。投資先企業の大半は、スコープ1、スコープ2、そして重要性の高いスコープ3排出量を視野に入れたネットゼロの目標及び戦略を公表することで、その覚悟、或いはリーダーシップを示すものと考えます。しかし、投資先企業の中に、まだネットゼロの目標は設定していないものの、脱炭素社会に向けた変革の担い手となる可能性がある並外れた企業が存在する場合には、ネットゼロ目標に整合した要素を実証する個別のリサーチを実施し、適切な水準の情報開示についてその企業と協力していきます。

– 2030年までに、投資先企業の90%以上がネットゼロに整合することを私たちは約束します。新たに加わった投資先企業については、この目標達成まで追加的に2年の猶予が与えられます。

現状では、上記の期待や約束事項はLTGGポートフォリオの在り方や構成銘柄に影響を及ぼしていません。実のところ、私たちは、こうした期待の未達成を理由に投資先企業の売却を強いられることがないことを望んでおり、またそのような結果には決してならないと考えています。それは、気候変動への積極的な取り組みが、私たちの投資ホライズンを通じて、競争優位性をもたらす極めて重要な原動力であると見ているからです。

投資先企業が気候変動に関わる競争上、財務上、規制上の潜在的なリスクを確実に把握できるよう、私たちの気候変動関連のエンゲージメントでは、複数の重要な分野を重視しています。以下では幾つかの事例を取り上げます。

### 原材料

一部の投資先企業については、気候変動に関して高度な目標を設定することが望まれます。しかし、生物多様性や土地利用への影響はより重要であるため、それらへの対処が極めて重要です。この点で、私たちはHermèsの気候変動に対する取り組みの前進に満足しています。現在、同社は、私たちが評価した企業の中で「リーダー」として分類されています。しかし、Hermèsは今も皮革への依存度が高く、同社の脱炭素化能力は依然、農業のサプライチェーンと密接に関係していると私たちは認識しています。同社は、品質や耐久性に対する消費者の認識を変化させることにより、広大な土地を使う原材料への依存から脱し、ブランドの高級感を損なうことなく代替品を提供するという役割を果たす可能性があります。

## 情報開示と目標

私たちは、AlibabaとTencentの投資ケース全般に関する未解決の課題についてフォローアップを行っています。しかし、この1年、両社とも環境問題への取り組みを通じて、炭素排出量の開示に関わる課題に対処し、精緻な目標設定にまで進んだことは喜ばしいことです。

こうした前進は、Coupang、Meituan、Pinduoduo等、電子商取引を手掛ける他の投資先企業にとっても有益なエンゲージメント上の意味合いを持ちます。これらの企業にとって、影響力を行使する手段は、サプライヤー及び顧客として、環境に優しい物流の確保やバリューチェーンへの影響にまで及びます。私たちの役割は、AmazonやShopifyに加え、ベイリーギフォードの他の戦略でお客様のために投資するグローバルな海運会社等、この分野のリーダーとのエンゲージメントやそれを通じて得られた教訓をお客様と共有することです。

### ビジネスモデルと気候変動への配慮との間の緊張関係

Amazonとの対話では、大きく前進していると思われる同社事業の脱炭素化の詳細についてはそれほど触れず、同社ビジネスに影響を及ぼす気候変動に関する問題全般についての意見交換が中心となりました。消費に深く関連するビジネスモデルを持つ同社が、気候変動目標との整合性を維持しながら成長し続けるにはどうすればよいのでしょうか。

Amazonのインパクトの大半は、同社が販売する商品のライフサイクルを通じた排出量に起因するものです。消費者が益々購入を手控え、自分のフットプリントについて深く考えるようになる中、同社はどのように適応していくのでしょうか。

この問いに対する簡単な答えはありませんが、同社は資源の消費量削減に努めており、私たちは継続的にその努力を促し、支援しています。

### エネルギー効率

ASMLは世界の半導体産業の要です。主要半導体メーカーの全てがチップ生産に同社のリソグラフィ装置を使用しています。

同社が引き続きイノベーションを進める中、設計プロセスでエネルギーや原材料の効率性を考慮するという同社の素晴らしい取り組みは依然として極めて重要です。それは、同社の競争上の地位にとっても、半導体メーカーのTSMCやApple等の自社顧客の脱炭素化への取り組みにとっても重要です。

ASMLの取り組みや目標が進展する中、私たちは、同社とのエンゲージメントを通じて、業界に関す

るより広範で有益な見識を得ることができました。ASMLが2040年までに全てのスコープでネットゼロを目標にしたことを、私たちは心強く感じています。

### 消費者への影響力行使

広告の世界でMetaが脱炭素化への移行スピードに最も大きな影響力を及ぼしているのは、同社が気候変動関連の誤った情報の拡散を防止し、優れた科学へのアクセスを促進する役割を果たしていることと恐らく関係していると以前にもお伝えしました。これらのテーマについては、近日中にMetaと更に話し合う予定です。

一方、The Trade Deskは、広告のエコシステムの中でやや異なる位置づけにあります。The Trade Deskとのエンゲージメントを通じて、同社がその影響力についてどのように考えているかを知ることができたことは有益でした。

同社は、広告出稿顧客が同社を信頼に足るパートナーであると見做すことを望んでいます。一流ブランドは、誤った情報と関連付けられることを望みません。プロダクトプレイスメントに細心の注意を払い、気候変動への対応で後れを取っている企業の広告とは距離を置きたいと考えています。The Trade Deskはこの点で極めて重要な役割を担っています。

### 輸送手段の電化

中古車市場への追い風は、電気自動車(EV)へのシフトによって強まりそうです。長期的には、オンライン中古車ディーラーのCarvanaはEVの新車販売拠点となる可能性があります。対照的に、内燃機関ベースのディーラーは、頻繁なメンテナンスやサービスといった収益源を失って衰退すると思われる。

注意すべきは、古い車を市場から排除するための規制による直接介入、例えば強制的な廃車や市街地走行に対する罰金の賦課等のリスクです。こうした措置が取られた場合、Carvanaの株価は低迷する可能性があります。

私たちはエンゲージメントを通じて、この点について同社の考えを探ると共に、同社の検索機能に燃費効率に関する選択肢を追加して顧客の好感を得る可能性についても議論しました。

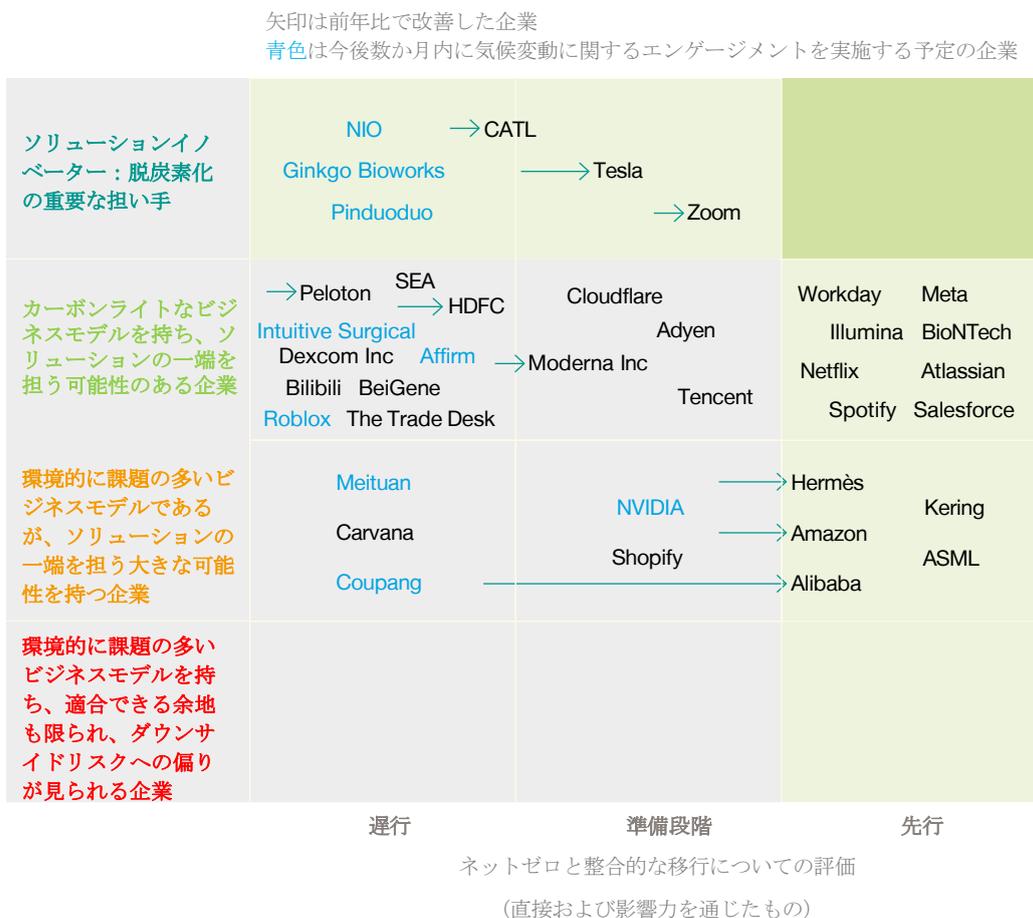
### 金融を通じた影響力の行使

今年は、銀行業務と金融サービスのプロバイダーであるHDFCと気候変動問題に関するエンゲージメントを実施し始めて2年目の夏となります。同行は情報開示、取締役会の意識、デベロッパーとの現場での話し合い等の点で前向きな進展が見られます。

同行には、顧客に対してエネルギー効率を高めるための対策を取り、気候変動の物理的リスクに対処するよう促すことができる非常に大きな可能性があります。

## 全体像

下図は、ポートフォリオの「移行への適合性」について、私たちの現在の見通しを示したものです。



緑色の矢印で示した、前年比で改善した投資先企業の数の多さを私たちは心強く感じています。私たちの投資先企業は、比較的容易に脱炭素化への移行を乗り切ることができると考えていますが、自己満足に陥る余地はありません。今後数か月に亘り、私たちのエンゲージメントは続きます。

例えば、Affirmの後払い決済のエコシステムに関して、購入品にカーボンラベルを付けることで消費者に影響力を及ぼす可能性について、同社と議論したいと考えています。また、CATLとの間では、バッテリー原材料のより持続可能な調達に対する取り組みについて話し合う予定です。

こうしたプロセスにおいては、私たちは気候変動に関するエンゲージメントと他の優先事項のバランスを図るべく努力しています。そうすることで、より幅広い社会的な影響を考慮せずに盲目的に脱炭素化への移行を推し進めることがないように配慮しています。特にコバルトやシリコン等、脱炭素化への移行に不可欠な原材料を、検討の必要がある倫理的問題を伴う地域から調達する場合、サプライチェーンを理解することが極めて重要になります。

また、図の一番上のソリューションイノベーターに対し、LTGGの「10のチェックポイント」を用いた調査の枠組みで要求される事項に関して低いハードルが適用されることはない点も強調しておきます。他の投資先企業と同様、永続的な競争力と文化的な優位性が必要です。また私たちは魅力的なリターン構造や株価の大幅な上昇余地も求めています。こうした基準を満たすことができなければ、最近のBeyond Meatのように「クライメートポジティブ（温室効果ガスを「排出＜吸収」となる状態を目指す概念）」な企業であっても売却することになります。

## 弊社におけるESG関連の最新情報

2020年初頭以来、ベイリーギフォードのESGプロフェッショナルは24名から40名以上に増員されました。パートナーのキャサリン・フロックハートが2022年6月にESGチームの責任者に就任しました(脚注9)。ESGチームは、運用チームと連携してESGリサーチやエンゲージメントを実施するほか、議決権を有する投資先企業の全てについて議決権代理行使のプロセスを調整します。また、ESGチームは、様々な投資戦略についてESGリスクと機会を明らかにし、投資先企業をモニターし、ESG基準について企業とエンゲージメントを行い、適切な場合には異議を唱えます。

ESG運営グループ(ESG Steering Group)は、ベイリーギフォードの経営委員会(Management Committee)に直属する組織です。株式リーダーシップグループ(Equity Leadership Group)とマルチアセット及び債券リーダーシップグループ(Multi Asset and Income Leadership Group)にも最新情報を提供します。なお、これら2つのグループには投資部門及びクライアント部門のパートナーがメンバーになっています。こうした指揮報告系統は、弊社のリサーチ、ESG、そしてスチュワードシップ活動が、弊社の価値感や妥当性と整合し、今後もそうであり続けること、更には適切な水準の独立した異論や監視の対象となる上で役立っています。

ESG運営グループの全体的な目的は、ESGに関する取り組みを監督し調整を行うことにあります。同グループは、全社的に行われている様々なESG活動の調整を行います。そして、投資、クライアント・サービス、規制の観点から、急速に進化するESG関連の要求事項を確実に満たすことを目指しています。

また、2021年には、ESGデータの提供を見直し、改善するための複数年に亘る作業プログラムを開始しました。その一環として、データの整合性と可用性に留意しながら、ベイリーギフォード内でのESGデータの利用を促進し向上させるために、ESGデータアナリストを採用しました。今後とも、様々な資産タイプのESGデータについてカバレッジを改善し拡大することにより、社内外での利用に向けたデータポイントの閲覧とレポーティングの柔軟性を向上させていきます。

ESGに対する取り組みの詳細については弊社ウェブサイトのESGのセクションでご覧頂けます。また、全社的なスチュワードシップ原則(Stewardship Principles)、投資スチュワードシップ活動レポート(Investment Stewardship Activities report)、ESGの原則とガイドライン(ESG Principles and Guidelines)、環境方針(Environmental Policy)、プリンシパル・アドバース・インパクト方針(Principal Adverse, Impact Policy)等の関連文書もご覧頂けます。

9. キャサリン・フロックハート(パートナー)はベイリーギフォードのESG部門責任者。ESGリサーチ、エンゲージメント、議決権行使、ESGオペレーション、顧客とのコミュニケーションを含むESG部門を全社的に統括。それ以前は「ポジティブチェンジ」戦略立ち上げと同戦略の進展に欠くことのできない重要な役割を果たすと共に、弊社の主力グローバル株式戦略のスペシャリストを歴任。エディンバラ大学(MA、英文学)卒業後、ゴールドマンサックス勤務を経て2012年に弊社入社。

## リスク要因および重要情報に関する記述

本書に記載されている見解は特定商品を購入、売却、保持するアドバイスや推奨とみなされるべき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。

本書は2022年9月に作成及び承認され、その後更新されておられません。本書に記載されている見解は本書作成当時のものであり、現在の見解とは一致しない場合もあります。

### 潜在的な投資損益の発生

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。本資料に記載の情報は、別途記述のない限り最新のものであり、ベイリーギフォードを出所とします。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。

### 重要情報

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Baillie Gifford Overseas Limited（以下「BGO」といいます）との合弁会社です。MUBGAMは英金融行為監督機構（以下「FCA」といいます）の認可を受け、かつ、その監督下にあります。

BGOはベイリーギフォードの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す。ベイリーギフォード、BGOともにFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

本資料には、独立したリサーチではない投資情報が含まれています。従って、独立したリサーチが提供する保護の対象ではなく、ベイリーギフォード及びその社員がその投資に関与していた可能性があります。

