



ティー・ロウ・プライスにおける環境・社会・ガバナンス（ESG）の取組み

環境・社会問題への取組みの指針

ティー・ロウ・プライスでは、熟考した規律正しいアプローチを用いた資産運用を行うことでお客様に長期的なリターン目標を達成するお手伝いを使命としています。よって、投資先企業のビジネスモデルの長期サステナビリティと、そのビジネスモデルを変化させる要因を理解する必要があり、社内の専属リサーチ・アナリストが、財務情報、バリュエーション、マクロ経済指標等といった目に見える投資要因に加え、環境・社会・ガバナンス（ESG）といった目には見えない投資要因も分析します。

環境・社会・ガバナンス（ESG）の要因が与える影響を特定することは、伝統的な財務分析よりもさらに主観的なプロセスとなり、各運用担当者は対象企業におけるESG関連リスクとリターンを業界、地域、企業の動向を反映して判断します。リサーチ・アナリストはESGスペシャリストと緊密に連携し、対象企業のファンダメンタルズにおいてはどのファクターが最も重要となるかを判断します。

環境・社会・ガバナンスのファクターを投資判断に組み込む場合、特別な配慮が必要になります。第一に、環境・社会的ファクターは業界や地域の動向とリンクしているため、企業毎に分析することが重要となります。第二に、環境・社会ファクターの分析に使用するデータのクオリティや形態は地域や業界でも異なっていることが多く、ファンダメンタル（またはアクティブ）運用のアプローチが有益となります。

環境・社会的ファクターを投資プロセスに組み込むインテグレーションスタイルは、投資対象企業を発掘する際、最初のリサーチにて織り込まれており、投資対象から外れるまで継続します。分析は複数の段階で行われています。

- ・ 企業分析のための環境・社会データの識別とモニタリング
- ・ ファンダメンタル分析における環境・社会リスクまたは「赤信号」の検討
- ・ ポートフォリオ構築における環境・社会問題のリスクや逆風となる要因の検討
- ・ 取締役会か経営陣とのエンゲージメント
- ・ 議決権行使

環境・社会問題に関わる然るべき要因を検知

資産運用業界では、環境、社会、ガバナンスのそれぞれの問題をESGというひとつの用語にまとめようとする傾向がみられますが、投資プロセスにおいてE（環境）とS（社会）は、G（ガバナンス）と別に扱う必要があると考えています。コーポレート・ガバナンスの基準は世界中で十分に確立されており、開示の統一化も進んでいますが、環境や社会問題のデータの開示はそうではありません。業界/地域においてどのデータポイントを評価すべきかについては、各基準を精査する必要があります。

- ・ そのファクターは投資対象企業にとって重要なものか？
- ・ そのファクターは投資対象企業の環境・社会問題の（負担、追い風どちらでも）大部分を占めるものか？
- ・ そのファクターを裏付けるデータ実証はあるか？
- ・ そのデータは定量的か定性的か？
- ・ データが定性的なものである場合、どの程度主観が入っているものか？

- データの開示は統一されているか？企業はいずれも同じ報告基準を使っているか？
- その業界/地域においてデータは同様に開示されているか？

投資プロセスにおける環境・社会ファクター

ティール・ロウ・プライスでは、ESG分析を投資プロセスに組み込んでいます。ESGファクターを投資判断に反映させることは、アナリストとポートフォリオ・マネジャーの責任となっています。運用担当者がESGファクターを投資判断に組み込むことをサポートするため、運用調査部門にESGや法規制の問題を担当するスペシャリストを擁しています。ESGファクターが特に重要であると判断される場合、スペシャリストはアナリストやポートフォリオ・マネジャーと協働して精査します。

資産クラス毎に異なる環境・社会ファクターを検討

環境・社会ファクター投資判断に組み込むことは、全ての資産クラスにおける運用プロセスの一環となっていますが、どのファクターを重要視するかの判断は資産クラスによって異なる可能性があります。以下は資産クラス毎に検討するファクターの一例です。

財務分析	バリエーション	マクロ経済/業界分析	環境	社会	ガバナンス
株式および債券	株式	株式および債券	株式および債券	株式および債券	株式および債券
貸借対照表のクオリティ	割引キャッシュフロー (DCF)	参入障壁	ソーシングの適応性	スキルのある労働力へのアクセス	会計基準
資本構成	配当利回り	競争力学	生物多様性への影響	賄賂/汚職の記録	監査慣行
キャッシュフローの成長	EV/EBITDA 倍率	資本コスト	排出二酸化炭素の炭素強度	紛争鉱物の調達	取締役会の構成
デット/エクイティ・レシオ (負債資本倍率)	株価純資産倍率 (PBR)	経済成長	環境のトラックレコード	顧客の嗜好の変化	取締役会の専門性
配当の持続可能性	株価収益率 (PER)	為替	有害化学物質の使用	データ機密保護基準	財務の透明性
収益成長/クオリティ	株価収益率 (PER)	業界ライフサイクル	炭素税の影響	多様性の統計	役員報酬
収益のトラックレコード	FCF利回り	インフレ	エコデザインの統合	フェアトレードによる調達	株式
EPS「サプライズ」の潜在性	社債	マーケットシェアの増減	「新都市」インフラ	健康・安全の記録	買収防衛規定
FCF/デット・レシオ	クレジットスプレッド・リスク	業界の成長率	殺虫剤の安全基準	ロビー活動の基準	株式発行方針
在庫回転率	デフォルトリスク	人口伸び率	製品使用後の廃棄方法等	地元コミュニティとの関係	株主権利
レバレッジ倍率	格下げリスク	価格決定力	規制動向	マーケティング基準	社債
経営陣の質	レバレッジ単位当たりスプレッド	実質賃金成長率	用地復旧引当金	製品安全性の記録	債券コベナント条項
簿外項目	最終利回り	需給バランス	座礁資産リスク	ロボット工学の取り込み	ソブリン債
営業利益率	ソブリン債	需給の弾力性	持続可能な製品販売	ステークホルダーとの関係	債券コベナント条項
経営効率	指標国債とのスプレッド	代替品の脅威	持続可能な原材料	サプライチェーン基準	取賄・汚職
売上債権回転率	レバレッジ単位当たりスプレッド	イールドカーブ	廃棄物リサイクル (管理)	有能な人材の流出防止	組織の強み
シナリオ分析	最終利回り	ソブリン債	使用水資源の原単位	テクノロジーの転換	法の支配
ソブリン債		デットシーリング/債務限度額	ソブリン債	ソブリン債	組織に対する信頼
貿易収支		人口動態	農業キャパシティ	犯罪と安全性	
現金準備高		経済成長	大気汚染/排出	教育水準	
対外債務		金融弾力性	気候変動への影響	雇用水準	
財政状況		徴税ダイナミクス	エコシステムのクオリティ	食の安全性	
外貨流動性		税制	エネルギー依存	人権	
国の財政		貿易収支	エネルギー源	貧困	
			座礁資産となるリスク	公衆衛生	
			水資源	機関に対する信頼	

セクター毎に異なる環境・社会ファクターを検討

どの環境・社会ファクターを重要視するかはセクター/業界間で大きく異なります。分析に当たっては、対象企業のビジネスモデルに対してどの程度重要であるかが判断材料のひとつとなります。

	環境要因	社会要因
一般消費財	エコデザイン製品/電気自動車 責任ある調達（綿、合成繊維等） 廃棄物管理	サプライチェーンの従業員の待遇 従業員との関係（労働組合/「生活賃金」労働者） 顧客行動（オンラインへのシフト）
生活必需品	オーガニック製品 HCFCからの脱却 責任ある調達（パーム油、その他の農業製品）	フェアトレード製品 サプライチェーン・マネジメント（脆弱なアグリチェーン） 健康への影響（砂糖、たばこ等）
エネルギー	メタンガスの排出 座礁資産のリスク 精製/化学物質の排出	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 収賄/汚職
金融	持続可能な資金調達 環境に関係する商品（干ばつからの保護） 自然災害リスク	人的資源管理（有能な人材の流出防止） サイバーセキュリティ ビジネス倫理
ヘルスケア	水の使用 廃棄物処理	製品の安全性 サイバーセキュリティ 適切なマーケティング/ロビー活動慣行
産業	エネルギー高効率製品 インターモーダル輸送へのシフト 製造環境フットプリント	収賄/汚職（宇宙/防衛） 製品の安全性 ロボット工学
IT	「スマート」家電/インフラ 水の使用（半導体） 製品使用後の廃棄方法等	データ機密保護 責任ある調達（紛争鉱物） 人的資源管理（有能な人材の流出防止）
素材	排出 燃費効率のよい建築製品 責任ある殺虫剤使用	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 収賄/汚職
不動産	環境にやさしい建物 「新都市」インフラ	地元コミュニティ/手ごろな住宅 人口動態のシフト/少子高齢化
通信	インテリジェント/効率的なネットワークインフラ	サイバーセキュリティ コネクトを介した生活の向上 責任ある調達（紛争鉱物）
公益	分散電源へのシフト 再生可能エネルギーを増やす電力ミックス/グリッドの安定性 座礁資産	社員/下請け業者の健康と安全 地元コミュニティとの関係 人体の健康への影響（微粒子排出物）

環境・社会ファクターをポートフォリオ構築に適用

ESGインテグレーションを採用しているティール・ロウ・プライスの運用プロセスでは、環境・社会ファクターは財務分析やバリュエーション、マクロ経済、各種ファクター、ポートフォリオリスク管理等と同様に投資判断を行うためのインプットの一つです。そのため、環境や社会ファクターのみによって投資対象企業を除外したり禁止したりしません。ティール・ロウ・プライスでは、特定の地域や市場の法規制に基づいた限定的な投資除外基準を設けております。

1. スーダン共和国政府とその人権侵害とのつながりのある事業がそれなりの割合を占めている発行体については、グローバルで投資禁止としています。
2. SICAVポートフォリオにおいては、クラスター爆弾システムの生産、製造、組み立てに関与していると思われる特定の発行体を投資禁止としています。
3. 豪州ユニットトラストのポートフォリオにおいては、タバコ製品の製造に従事する発行体について投資禁止としています。
4. すべての運用資産にて、制裁対象者リストにある企業への投資を禁止しています。米国または米国外の制裁関連の対象国または対象企業の証券への投資を禁止しています。

ティール・ロウ・プライスでは、環境・社会ファクターのみによって企業を投資対象から除外する場合は、顧客が最も重要と考える価値観に基づいているべきであると考えています。環境・社会ファクターのみによって投資禁止とすることは、（財務分析やバリュエーション等）を考慮せずに判断するため、価値観達成のためにリターンを犠牲にすることになると考えているからです。

環境・社会問題に対するエンゲージメント

ティー・ロウ・プライスは資産運用会社として、投資先企業が特定の分野で標準以下であると考えられる場合は、保有比率の調整、モニタリングおよびエンゲージメントを介してお客様の利益を守ることが義務であると考えます。投資先企業とのエンゲージメントはポートフォリオ・マネージャーの主導のもと、懸念材料はあるものの努力によって改善できる可能性があるという見解を伝えるという手法が最も有効であると考えております。顧客の資産にとって大きなリターンをもたらす可能性が高い場合のみ、多大な運用部の時間とリソースを投入しエンゲージメントを行います。

当社は場合によって、市場全体の状況開示の強化や商慣行の改善を目的とした、運用業界のイニシアチブに参加することがあります。ただし、ティー・ロウ・プライスのエンゲージメント活動の中心はあくまでも個別企業です。当社の投資アプローチの根幹である、ファンダメンタル分析に基づくアクティブ運用との整合性から、このアプローチが最も大きな影響力を与えることができると考えています。（詳細はウェブサイトをご参照ください。）

議決権行使

議決権行使は、コーポレート・ガバナンスにおける最も重要なプロセスの一部であり、当社では顧客の資産における行使状況の開示について高い透明性を維持しています。議決権行使に関するガイドラインと行使記録は、当社[ウェブサイト](#)に掲載しています。

近年、環境・社会ファクターに関する株主提案が目立つようになってきました。議案についてはケース・バイ・ケースで調査を行い、外部の議決権行使アドバイザーが発行するリサーチ・レポート、企業の有価証券報告書、サステナビリティ報告書、ほかの投資家および非政府系機関が公表しているリサーチ・レポート、当社の当該業界アナリストおよびサステナビリティ専門家によるリサーチなどを活用します。一般的には企業のビジネスモデルを向上させるような提案には賛同します。（詳細は[ウェブサイト](#)をご参照ください。）

よくあるご質問

Q:あるファクターが投資先企業にとって重要かどうかの判断は何を基準にしていますか？

A: 投資先企業のリスク/リターン特性が、魅力的でなくなるほど大きく影響がある環境・社会ファクターについて重要であると判断しています。下記は運用担当者が採用している環境・社会ファクターの重要度の判断方法の一部です。

1. 財務モデルにESファクターのデータを考慮する
2. ベースモデルにESファクターの影響を加えるシナリオ分析
3. ポートフォリオ全体のファクター・リスクを考慮する

Q:そのファクターは投資対象企業の環境・社会問題の（負担、追い風どちらでも）大部分を占めるかどうかはどう判断しますか？

A: 環境・社会問題における注目分野を理解する上では、複数の第三者の情報を活用しています。特定のES課題がある企業の事業にとって大きい場合、いずれ社会の厳しい目にさらされるため運用プロセスとは切り離せないと考えております。例えば、規制強化による負担、税制、訴訟、顧客からの不満などといったものが例としてあげられます。それとは逆に、「解決策を提供する」発行体は、これと比べると大幅に持続可能性が高いビジネスモデルを持っていると考えられます。下記は活用している第三者情報の例です。

- 国連持続可能な開発目標
- 国連グローバル・コンパクト原則
- OECD多国籍企業行動指針

Q: 貴社の投資プロセスでは気候変動については、どのように反映されていますか

A: 気候変動による影響は、世界中で急速な規制強化と消費者需要の変化をもたらしています。当社の運用プロフェッショナルは、気候変動による影響をESG分析の一環として捉え、投資プロセスに組み込んでいます。気候変動による影響は企業及び業界のリサーチ、投資判断、経営陣とのエンゲージメントといった各段階で織り込まれています。

企業の経営陣やステークホルダーに対し気候変動リスクについて対話することは、経営陣が長期リスクをどう評価するかというプロセスについて、当該企業への投資判断に際し貴重な知見を得る効果的な方法であり、かつ気候関連リスクへの対応は優先課題であるべきという考えを伝える機会にもなります。気候変動などのESGリスク分析などを含む、長期経営戦略に取り組む経験は企業にとって有益であると考えています。長期的に競争勢力図がどのように変わっていき、広いコミュニティにおける変化が企業にどのような影響をもたらすのか、といったことに目を向け、企業の使命と目的を見直すことは、株主の利益とその会社の方向性を同じものにする有益なプロセスです。さらに、長期的な気候変動や社会的変化について企業が目を向けることで、新たな機会を創出する可能性も高まります。

経営陣あるいは取締役会との気候変動に関するエンゲージメントは、通常、その企業に関する多くの投資判断材料を協議する一環として実施しますが、場合によっては気候変動による影響のみに話題を絞ることもあります。ティール・ロウ・プライスはアクティブ運用に特化していることから、気候変動リスクが大きい企業には投資しないという選択肢も有しています。結果として、気候変動のような特定のESG問題は、企業との対話が有意義なものであると判断された場合に行い、その際には深い議論を交わす傾向があります。

以下の表は、当社の投資プロフェッショナルがそれぞれのセクターにおいて考慮する気候変動問題の例をいくつか挙げたものです。

セクター	気候変動要因の例
一般消費財	電気自動車、エコな消費者向け製品、アパレルまたは靴のサプライチェーンにおける対応
生活必需品	責任あるパーム油調達、HCFCフェーズアウト、オーガニック製品
エネルギー	長期的な石油/ガス需要、湧出メタン排出、ガスのフレアリング、座礁資産のリスク、精製/化学工場からの排出物
金融	持続可能な資金調達、環境関連保険商品（干ばつ補償など）
ヘルスケア	水の使用 廃棄物処理
産業	エネルギー高効率製品 インターモーダル輸送へのシフト
IT	「スマート」家電およびインフラ、消費者の需要パターンを活用したソフトウェアアプリ
素材	排出物、効率の良い建材、農業ビジネス、農薬/殺虫剤の影響、遺伝子組替作物（GMO）
不動産	環境にやさしい建物、「ニューシティー」インフラ
通信	インテリジェント/効率的なネットワークインフラ
公益	中央型電力ネットワークから分散型電力ネットワークへのシフト、グリッドの安定性、電力ミックスにおける再生可能エネルギーの伸び、座礁資産のリスク、電力の貯蔵、エネルギー効率