

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Engage

エンゲージメント・レポート | 2026年 春

インターナショナル・エクイティ運用チーム





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顧客（投資家）に代わって行った、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議決権の代理行使は、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議決権の代理行使の一例です。

本レポートは、特に断りのない限り、2025年1月1日から2025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。エンゲージメントを行った時点で、対象企業はインターナショナル・エクイティ運用チームが運用する一つ以上のポートフォリオに組み入れられていました。

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、以下の戦略を運用しています：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・クオリティ運用戦略、グローバル・クオリティ・セレクト運用戦略、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各国で提供されています。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。

Contents 目次

4

Sixty second snapshot

目次およびサマリー

6

ESG in 2025:
divergence, supply
chains, and AI

2025年のESG：
多様化、サプライチェーン、そしてAI

10

Operational
resilience and
supply chain risk

事業運営のレジリエンスと
サプライチェーンのリスク

14

Physical climate risks:
terroir-dependent risks
and opportunities

気候変動に伴う物理的リスク：
特定の生育条件（テロワール）に
左右されるリスクと機会

18

Cybersecurity:
bending, not breaking

サイバーセキュリティ：
柔軟に対応し、破綻しない

22

Supply chain
resilience in the
semiconductor sector

半導体産業における
サプライチェーンのレジリエンス

26

Responsible AI:
transparency, governance
and business-model resilience

責任あるAI：透明性、ガバナンス、
ビジネスモデルのレジリエンス

30

Product safety
in personal care

パーソナルケアにおける
製品の安全性

32

Proxy voting
reflections from 2025

2025年における議決権の
代理行使の振り返り

36

Licence to operate: sustainability
at the intersection of security,
technology and resilience

セキュリティ、技術力、
レジリエンスを通じて企業の事業運営を
支えるサステナビリティ

40

International
Equity Team

インターナショナル・エクイティ
運用チーム

Sixty second snapshot

目次およびサマリー

事業運営のレジリエンスとサプライチェーンのリスク

本章では、当チームのポートフォリオで保有する大手多国籍飲料メーカーとのエンゲージメントについて報告します。同社最大のフランチャイズ・ボトリング会社が所有するサンパウロのジュンジャイ工場の現地視察や、同社のサステナビリティ・チームとのその後の協議の内容が含まれています。今回のエンゲージメントでは、2024年12月に同社の複数のサステナビリティ目標が改定されたことを踏まえ、水資源の確保、包装材、気候変動に対するレジリエンスといった財務上重要となり得る事業運営のリスクの管理について評価しました。

気候変動に伴う物理的リスク：特定の生育条件（テロワール）に左右されるリスクと機会

気温パターンの変化や水不足、土壌劣化といった気候変動に伴う物理的リスクは、世界的な飲料メーカーにとって、潜在的に財務上重要な検討事項になりつつあります。このようなリスクは、特定の生育条件（テロワール）に依存する製品を持つ企業において特に顕著であり、微妙な環境の変化が、製品の品質、収穫量、ブランドの信頼性に影響を及ぼす可能性があります。気候に関する議論では、規制リスクや移行リスク（低炭素・脱炭素経済へ移行する過程で発生するリスク）が注目されがちですが、本章では、アルコール飲料企業2社とのエンゲージメントを取り上げ、気候変動に伴う物理的な影響が様々な時間軸において、どのように顕在化するのか、また各社がこのような気候変動の影響を軽減するために、どのような対策を取っているかについて解説します。

サイバーセキュリティ：柔軟に対応し、破綻しない

当チームのポートフォリオ企業にとって、サイバーセキュリティのリスクと重要度は一層高くなっています。潜在的にサイバー攻撃が及ぼす財務上の影響も深刻であることから、企業がこのリスクをどのように管理しているか、より深く理解するためにサイバーセキュリティをテーマとしたエンゲージメント・プログラムを実施しました。本章では、成熟したサイバー・ガバナンスを実践している企業のケーススタディを交えながら、このエンゲージメント・プログラムから得られた8つの重要なポイントを解説します。

半導体産業におけるサプライチェーンのレジリエンス

半導体のバリューチェーンは、世界で最も複雑でかつグローバルに相互依存した製造エコシステムの一つです。近年の地政学的な緊張、輸出規制、エネルギー制約、パンデミック後の物流ショックによって、堅牢で地域的に分散された、技術的にも強靱なサプライチェーンの必要性が改めて浮き彫りになりました。このような背景の下、当チームはポートフォリオで保有する半導体企業3社に対してエンゲージメントを行い、先進的な企業がこうした圧力についてどのように対応しているかを評価しました。本章では、並行した生産能力の確保や調達先の分散化から、戦略的パートナーシップ、地域的な産業集積、選択的な技術代替に至るまで、各社が戦略において採用している多様なアプローチについて解説します。

責任あるAI：透明性、ガバナンス、ビジネスモデルのレジリエンス

人工知能（AI）は、ヘルスケアや金融サービスからデジタルコンテンツ、エンターテインメントに至るまで、あらゆる産業セクターのビジネスモデルを変化させています。AIは作業効率の向上、製品イノベーション、顧客体験の改善に大きな機会をもたらす一方、透明性、データ・ガバナンス、規制遵守、長期的な企業価値の保護について問題を提起しており、これらの問題は、企業にとって財務上重要なリスクをもたらす可能性があります。本章では、企業とのエンゲージメントを概説しながら、責任あるAIに関する検討事項が、産業セクターによってどのように異なるのかを解説し、堅牢な監視体制、情報開示、長期的な計画が重要度を増している理由を明らかにします。

パーソナルケアにおける製品の安全性

化粧品の成分について消費者の目は厳しくなっており、米国で訴訟リスクが高まっていることを踏まえ、2025年には、ポートフォリオで保有する大手多国籍パーソナルケア企業に対して複数回のエンゲージメントを実施しました。当チームは、同社のIR担当チーム、最高サステナビリティ責任者（CSO）、そして最高経営責任者（CEO）と面談し、製品の安全性、成分に関するイノベーション、透明性について協議しました。同社は、米国において製品の安全性に関する訴訟に引き続き直面し、消費者やNGOからも成分の安全性についての疑問を広く投げかけられています。これらは、財務上重要なリスクをもたらす可能性があると考えています。本章では、同社がこれらのリスクをどのように管理しているかについて考察します。



MARTE BORHAUG
インターナショナル・
エクイティ運用チーム
ESG 責任者

ESG in 2025: divergence, supply chains, and AI

2025年のESG：多様化、サプライチェーン、そしてAI

以前のレポートでは、ESGの現状の特徴として、ルールや政策の多様化、サプライチェーンに対する関心の高まり、そして人工知能（AI）が重要な課題となっていることに言及しました。これらのテーマは2025年を通じて持続しただけでなく、さらに強まることとなりました。ESGは単に「野心的な目標を掲げること」から、「変化する政策や、地政学的・物理的な環境においてトレードオフをいかに管理するか」へ焦点が移りました。

規制の分裂化という構造的な特性

ESGへのグローバルなアプローチは収斂ではなく、ばらばらに分裂化へ向かうという当チームの見通しが確であることが証明されたようです。

米国では、政策の方向性が企業の自律性と経済的競争力を重視するものとなり、スチュワードシップや株主によるエンゲージメントへの監視が強まりました。株主総会シーズンにおいて、環境・社会に関する株主提案は引き続き多数提出されましたが、投資家の支持は低下し、規範的過ぎる、あるいは財務上の成果との関連が希薄であると見なされた提案は支持が減少しました¹。米国証券取引委員会（SEC）²によるエンゲージメントにおける「経営に対する影響力の行使」の解釈の変更、並びに議決権行使助言のエコシステム自体に対する監視の厳格化は、スチュワードシップを巡る環境変化を後押ししました。同時に、ESGに関する企業の移行（トランジション）の計画は概ね維持されたものの、その勢いには陰りが見られました。特に米国の再生可能エネルギーへの投資は、他の地域と比べて後れを取り、事業用太陽光発電や陸上風力発電への投資額は、前年と比べて著しく減少しました³。

欧州の動向は異なるものでしたが、米国同様に複雑でした。2025年は企業サステナビリティ報告指令（CSRD）に基づく、年次サステナビリティ報告の初年度となりました。初期の調査では、企業は概ねこの枠組みを肯定的に受け止め、89%がこのルールがESG戦略とリスク評価を強化したと回答し、自発的に報告を行う企業も見られました⁴。一方で2025年は、再調整の年でもありました。

¹ 出所: <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/amid-new-curbs-esg-shareholder-resolutions-companies-may-lose-useful-signals-investors>

² SEC：米国証券取引委員会。

³ BloombergNEF：2025年の再生可能エネルギー投資が過去最高を記録 — 知っておくべき3つのこと。

⁴ PwC『持続可能な価値を求めて：CSRDの旅が始まる』2025年4月 出所：
https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/sustainability-csrd-first-reporters-study.html?utm_source=chatgpt.com



「2025年、
ESGはより分裂化し、
オペレーション面での
複雑さが増し、そして
現実世界の制約と
より緊密に結びつくよう
になりました。」

欧州委員会の「オムニバス」アジェンダ⁵では、規制の複雑さが競争力の足かせになりかねないという懸念を背景に、欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）のデータ個数を3分の2削減する提案を含め、要件の簡素化を目指しました⁶。

アジアの動向は、進展は段階的ではありますが着実なものでした。日本は特に際立っており、ガバナンス基準、資本効率、取締役会によるサステナビリティ・リスクの監督において着実な改善が見られました。アジアの他の国々の規制当局は、義務的な人権デューデリジェンスのような規範的なルールよりも、ISSB⁷などのグローバル基準に沿った実用的な開示要請を優先しました。

地政学、サプライチェーンの再編

2025年は、地政学が企業の事業運営を左右し得ることを示した年となりました。関税、輸出規制、輸入禁止措置が、産業政策の主流となりました。それは、事業運営のレジリエンスにおいて、サプライチェーンの管理とデューデリジェンスの重要性を強く再認識させるものでした。コロナ禍が一時的なショックであったのに対して、昨年の地政学的再編は構造的なものと考えられ、複雑なサプライチェーンに依存する、或いは重要な調達先として特定の地域に依存する多くの企業にとって課題をもたらしました。

特に、電化やAIの鍵となる原材料や部品がそのリスクにさらされました。レアアース、バッテリー部品、エネルギー資源を対象とした貿易措置により、グローバル化したサプライチェーンの脆弱性が露呈しました。調達先が集中している企業や、トレーサビリティ（追跡可能性）が限られている企業は、レピュテーション・リスクだけでなく、市場アクセスの遮断、商品在庫の滞留、コスト上昇といった実際の財務的影響にも直面しました。

安全保障への懸念が高まる中、欧州が政策的な措置を講じました。地政学リスクによって防衛産業に対するESGの見方が変化したのです。防衛産業への資金流入を促進するための措置が導入され、特定の防衛関連の活動を「サステナブル・ファイナンス」（持続可能な金融）の枠組みに適合するものとして分類する取り組みもありました。投資家もこれに追随し、多くが防衛関連技術への投資を可能にするために、投資除外ポリシーを見直しました。地政学的リスクは、単に足元数年の投資環境を超えて、投資資金の配分を左右する要因となりました。

人工知能とESG

2025年に、AIは本格的なESG課題として浮上しました。

2024年に発効したEUの人工知能法（AIアクト）は実施段階に移行しました。「容認できないリスク」のあるAI利用の禁止や新たなリスク管理要件など、主要規定が施行され、新たな執行体制によって支えられました⁸。AIに対する規制の進展と並行して、訴訟とコンプライアンス上の課題も浮上し、アルゴリズム・バイアス（AIによる判断の誤り）、プライバシー侵害、著作権・知的財産の侵害、差別に関する訴訟や執行措置が相次ぎました⁹。まだ初期段階ではありますが、ガバナンスの失敗が企業にとって真に法的・財務的リスクをもたらす可能性があることが明らかになりつつあります。

国際エネルギー機関（IEA）が「電力の新時代」と称した時代への関心も高まりました。データセンターの急速な拡大に伴い、送電網の容量、許認可、価格、信頼性をめぐる懸念が前面に出てきました。信頼性が高く手頃な価格の電力源へのアクセスは、重要な戦略的課題として浮上しました。米国では、地域住民の反対が実質的な制約となりました。

⁵ 「オムニバスI（一括法案I）」は、企業サステナビリティ報告指令（CSRD）、企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（CSDDD）、EUタクソノミー、および炭素国境調整措置（CBAM）を修正するもので、これは2025年12月にほぼ最終決定され、他にもオムニバス法案のパッケージが存在し、循環経済、産業排出、および許認可に関する規則の修正を目指す「オムニバスIV」や、AI、データアクセス、およびサイバーセキュリティに関する規則の合理化を目指した「デジタル・オムニバス」などを含んでいます。

⁶ 2025年12月、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）は、欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）を合理化し、データポイントの最大3分の2を削減することを推奨。

⁷ 国際財務報告基準（IFRS）財団の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）。同審議会が策定した、気候関連開示および一般的なESG開示に関する最初の2つの基準は、2024年1月に発効。

⁸ 加盟国間における一貫した法執行を支援するための、EU AI事務局および調整を行うAI委員会を設立。

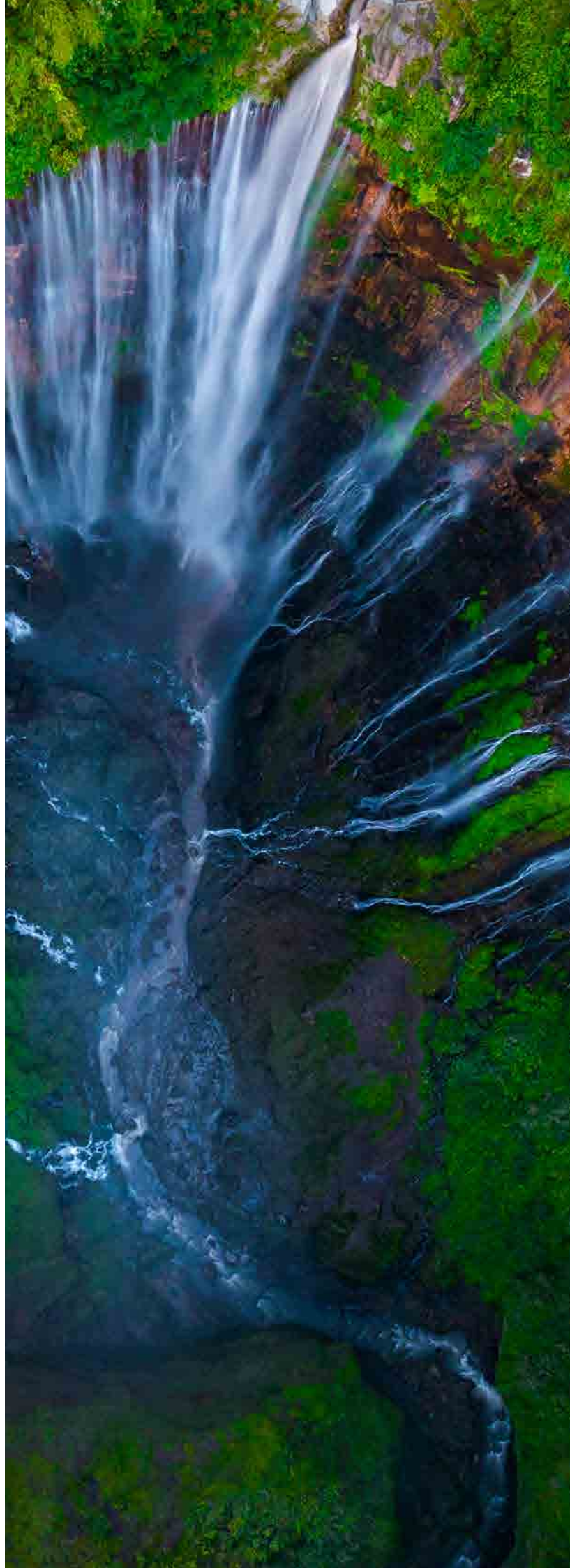
⁹ 出所：<https://copyrightalliance.org/ai-copyright-lawsuit-developments-2025/>; <https://www.wilmerhale.com/en/insights/blogs/wilmerhale-privacy-and-cybersecurity-law/20260202-year-in-review-2025-artificial-intelligence-privacy-litigation-trends>

バージニア州北部の「データセンター・アレー」では、電力需要、水資源の使用、地域社会への影響をめぐる懸念から複数のプロジェクトが遅延または頓挫し、現在、計画された600億ドル超の投資が先行き不透明になっているという報告もあります¹⁰。対照的に、電力会社や地域社会と早期から連携したプロジェクトは良い成果を上げており、エネルギー戦略とステークホルダー管理がプロジェクトの実現可能性にとって重要であることを一層示しています。

結論

2024年が複雑さを予期する年であったとすれば、2025年はその複雑さの中で事業を運営する年でした。ESGは分裂化し、オペレーション面での複雑さを増し、エネルギーシステム、サプライチェーン、地政学に至るまで、現実世界の制約と緊密に結びつくようになりました。長期投資家にとっての課題は、ESGが重要か否かではなく、サステナビリティ、レジリエンス、競争力がもはや相互に不可分となりつつある環境を、いかに見極めるかというものでした。

¹⁰ 出所: <https://www.datacenterwatch.org/report>



著者



BART DZIEDZIC
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント



GREG HEYWOOD
ヴァイス・プレジデント

Operational resilience and supply chain risk

事業運営のレジリエンスとサプライチェーンのリスク

2025年後半、当チームはポートフォリオで保有する大手多国籍飲料メーカーとのエンゲージメントを行いました。同社最大のフランチャイズ・ボトリング会社が所有するサンパウロのジュンジャイ工場の現地視察や、同社のサステナビリティ・チームとのその後の協議の内容が含まれています。今回のエンゲージメントでは、2024年12月に同社の複数のサステナビリティ目標が改定されたことを踏まえ、水資源の確保、包装材、気候変動に対するレジリエンスといった財務上重要となり得る事業運営のリスクの管理について評価しました。



飲料メーカーにとって、砂糖が財務上重要となり得るリスクであると特定したため、当チームは同社と砂糖についてエンゲージメントを開始し、製品構成と規制上のリスクについて協議しました。砂糖入り清涼飲料は、依然として世界全体の出荷量の大半を占めており、同社は構造的に砂糖入り飲料に対する税金のリスクにさらされています。同社はこれに対し、製品ポートフォリオの多様化、低カロリーおよびゼロカロリー製品の拡充、栄養素ベースの課税枠組みを重視するように政策当局に提言するなどの活動を通じて、リスクの軽減を図っています。当チームはこれらの課題の財務的重要性を考慮し、公的な政策活動における透明性をより高めるよう働きかけました。



続いて、財務上重要となり得る事業運営のリスクについては、飲料メーカーは直接的なボトリング事業からほぼ撤退していますが、根本的な業務上のリスクまでを外部委託したわけではありません。ボトリング会社が同社の最終飲料品の製造、包装、流通を担う一方で、水不足、再生PET樹脂（rPET）¹¹のコスト圧力、気候変動に伴う混乱、デジタルセキュリティの障害といった問題は、同社のサプライチェーン、利益率、風評に直接影響を及ぼす可能性があります。

販売量で同社の最大のボトリング会社と現地でエンゲージメントを実施した際、水の確保が最も重要なオペレーション上の課題であると繰り返し示されました。これは降水パターンの不安定化が深刻化しており、地域住民の水資源の利用を維持することの重要性を反映しています。特に水規制の大きな改革が進行中のメキシコでは、その傾向が顕著です。この問題は飲料メーカーにとっても、財務的に重要です。水不足や地域での操業許可の喪失は、生産能力の制約や規制圧力の引き金となりかねません。当該飲料メーカーは、システム全体としての水効率目標を撤回しましたが、ボトリング会社は効率化を引き続き優先事項として取り組み、システム内でトップクラスの水使用原単位（WUR）を達成しています。ジュンジアイでは水効率が企業文化に深く根付いており、業務全体を通じた使用量最小化に明確に注力していることを確認でき、心強く感じました。このボトリング会社は、当該飲料メーカー内のシステムにおいて水利用の効率化のリーダーであり、そのことは訪問時にも明らかでした。当該飲料メーカーとのエンゲージメントでは、業務および農業サプライチェーン全体の「水利用に伴うコスト」をより明確に定量化するよう求めました。なお現地でのエンゲージメントでは、農業サプライチェーンが同社の総ウォーター・フットプリント（水使用量）の75%以上を占めていることが判明しました。

包装コストも、また別の課題です。当チームは当該飲料メーカーと、同社が2024年に掲げたプラスチック関連目標を、緩和した決定について協議しました。同社はその理由として、コストの上昇と主要市場における不十分なリサイクルおよび回収インフラを挙げています。ボトリング会社への現地視察とエンゲージメントは、この点を有益に裏付けるものでした。

¹¹ rPET：再生ポリエチレン・テレフタレート（ペットボトルの回収資源などから作られる再生プラスチック素材）



ボトリング会社は、ファッション業界など、他のセクターとの原料調達競争の激化や回収業者の増加により、rPETの入手可能性と価格が厳しさを増していることを強調しました。rPETは、新品のプラスチックと比べて最大50%高価になることがあり、ボトリング会社にとって大きなコスト負担とのバランスが問題となっています。同社はサプライヤーから有利な価格を確保するために、リサイクルおよび回収インフラの整備に注力していますが、システム全体での進捗は依然として不均一です。

物理的な気候リスクは、すでに財務的に影響が顕在化しています。2024年にはブラジルで深刻な洪水が発生し、当該ボトリング会社の施設の 하나가 操業停止に追い込まれ、国内生産能力の約10%が長期間にわたって消失しました。その結果、再建及び回復力強化のために、1億5,000万米ドル超の投資が必要となりました¹²。これは当該飲料メーカーのシステムが抱える、より広範な課題を示しています。気候変動に伴う混乱は、重大な財務的影響へと迅速に転化し得るのです。当該飲料メーカー自体にとっては、濃縮液製造施設での長期的な操業停止が重大なリスクとなります。他のボトリング会社にとっても、気候に関連する回復力を構築するため、近い将来に相應の投資を必要としています。

飲料メーカーはパートナー企業と緊密に連携していますが、システムを分散化した性質上、リスクの度合いは不均一です。したがって、ボトリング会社との直接的なエンゲージメントは、当該飲料メーカーによる開示を補完するうえで不可欠です。ボトリング会社とのエンゲージメントを通じて、水資源、プラスチック、物理的気候リスクが、当該飲料メーカーのシステムにとって、依然として潜在的に財務上重要な課題であるという見方が強まりました。当該ボトリング会社は、業務全体の水資源の管理体制（ウォーター・スチュワードシップ）への組み込みから、プラスチック回収システムの強化、気候に関連する回復力を高めるためのインフラへの設備投資まで、これらの課題に対処するための具体的な措置を講じています。当該飲料メーカーの投資家として、今回のエンゲージメントでは、同社がESGリスクへの取り組みを通じて、より強靱なシステム構築に向けて適切な措置を講じているという確信を深めることができました。

¹² 出所: <https://mexicobusinessdaily.com/stories/coca-cola-femsa-reopens-porto-alegre-plant-post-flood-recovery/>

著者



BART DZIEDZIC
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント

Physical climate risks: terroir-dependent risks and opportunities

**気候変動に伴う物理的リスク：
特定の生育条件（テロワール）に左右されるリスクと機会**

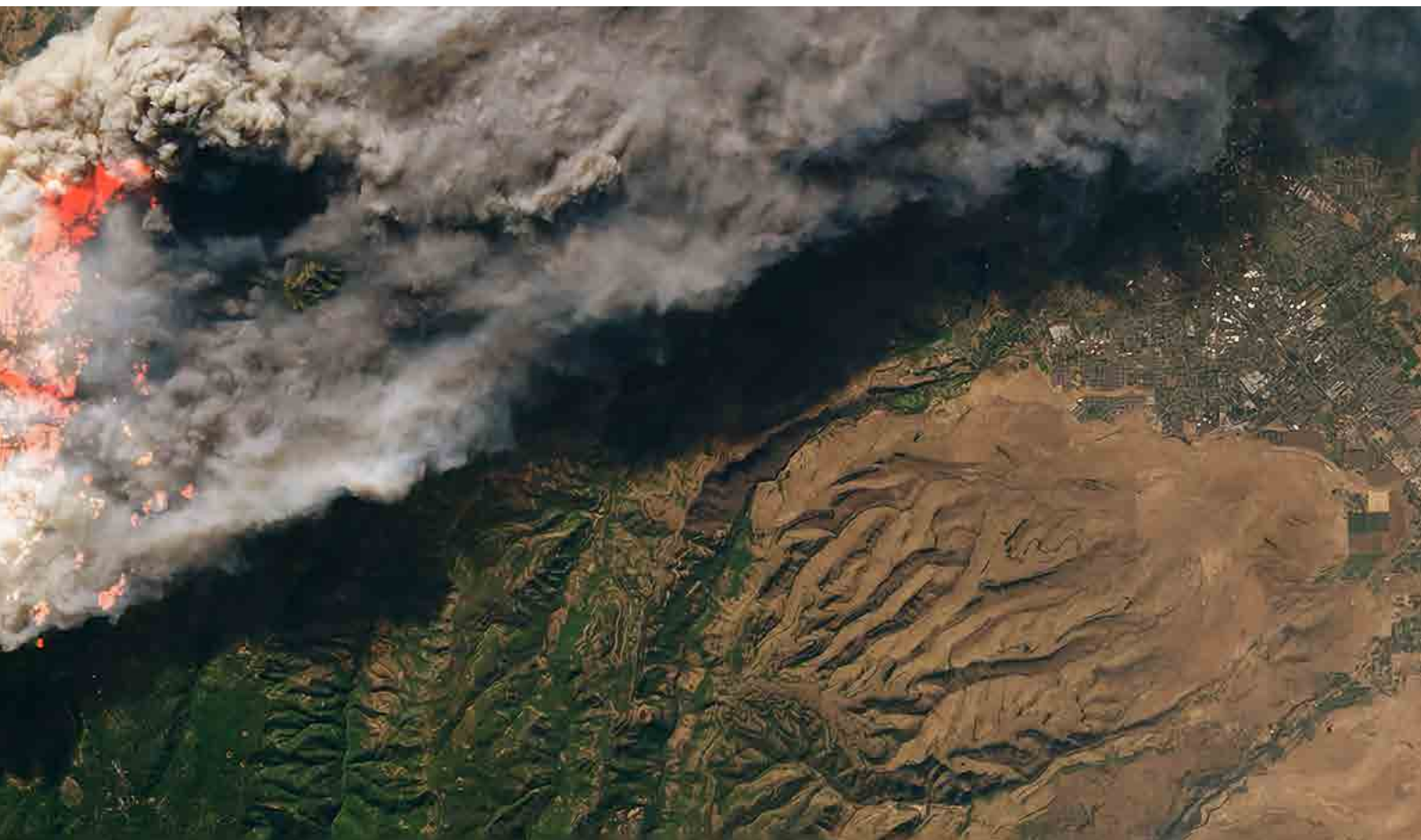
気温パターンの変化や水不足、土壌劣化といった気候変動に伴う物理的リスクは、世界的な飲料メーカーにとって、潜在的に財務上重要な検討事項になりつつあります。このようなリスクは、特定の生育条件（テロワール）に依存する製品を持つ企業において特に顕著であり、微妙な環境の変化が、製品の品質、収穫量、ブランドの信頼性に影響を及ぼす可能性があります。



気候に関する議論では、規制リスクや移行リスク（低炭素・脱炭素経済へ移行する過程で発生するリスク）が注目されがちですが、本章では、アルコール飲料企業2社とのエンゲージメントを取り上げ、気候変動に伴う物理的な影響が様々な時間軸において、どのように顕在化するのか、また各社がこのような気候変動の影響を軽減するために、どのような対策を取っているかについて解説します。

再生型農業：適応戦略の核心として

フランスのワイン・スピリッツ企業のチーフ・サステナビリティ・オフィサー（CSO）および投資家向け広報チームと面談し、気候変動に伴う物理的リスクの評価と、テロワールに依存する製品ポートフォリオ（特にコニャック）への潜在的影響についてエンゲージメントを実施しました。同社のシナリオ・モデリングは1.5°Cと4°Cの気温上昇シナリオの両方をカバーしており、2030年、2040年、2050年を通じた気候関連コストの増加を予測しています。最も厳しいシナリオ（何も対策を講じない場合）では、2040年までに収穫量が最大47%低下すると試算されており、コニャック生産が気温変動に対していかに敏感であるかを示しています。





「特定の栽培条件
(テロワール)に
依存する製品を
持つ企業にとって、
微妙な環境変化が
製品の品質、収穫量、
ブランドの信頼性に
影響を及ぼす
可能性があります。」

2016年以降、同社は再生型農業を中心とした適応戦略を推進しており、製品の品質を損なうことなく土壌の健全性を保ち、回復力を高めることを目指しています。同社の年次報告書に記載されている通り、当チームのエンゲージメントにおいても確認された事実として、現在すべてのコニャックの葡萄畑で、再生型農業が実践されています。また同社は、風味の完全性を保ちながら、変化する気候条件に耐えられるよう改良された新しい葡萄品種の実験も行っています。同様の試験的取り組みはアガベ（テキーラの材料であるリュウゼツラン）の栽培においても進展しており、まず同社所有の農地においてテストされた後、徐々にサプライヤーへ展開されています。

同社は、再生型農業を最も実行可能な長期戦略と認識していますが、文化的課題や業務上の課題、投資回収期間の不確実性に至るまで、再生型農業の限界についても同社は認識しています。短期的な時間軸（3～5年）では、レジリエンス強化の取り組みをさらに深化させるためには、良好な状況にあると考えられます。しかし、さらに長期的な時間軸（10～20年）では、気候変動の影響が深刻化するにつれて、製品の品質とブランド価値の両方を守るために十分なリソースが確保できるかどうか疑問が残ります。

このエンゲージメントを通じて、気候変動に伴う物理的リスクが、同社にとってロング・テール・リスク（発生確率は低いものの重大な損失につながるリスク）であるとの判断に至りました。ただし、直近の将来を見据えた観点では、当チームの投資に関して変更するには至っていません。

物理的リスクの整理・可視化と 定量化に向けた初期段階の取り組み

イタリアのスピリッツ企業とのエンゲージメントでは、気候変動に伴う物理的リスクが、テロワールに依存する原材料群（葡萄、アガベ、大麦、サトウキビなど）にどのような影響を与える可能性があるか、またそうした動向がブランド価値、調達戦略、製品の品質に及ぼす影響を把握することに注力しました。

同社は、気候変動に伴う物理的リスクの評価体制が、未だに初期段階にあることを認めています。主要な農業投入物の整理・可視化や、水と生物多様性に関するサプライヤーの定性的評価に取り組み始めたばかりです。しかし、グループ全体の包括的なシナリオ分析はまだ完了しておらず、気候関連のサプライチェーンの混乱による潜在的な売上への影響の定量化も行われていません。セデックス（Sedex）¹³を通じた人権コンプライアンス審査を含むデューデリジェンスを進めています。同社はまた、原材料のサプライチェーンが気候変動から受ける影響によって、売上高の何パーセントがリスクに晒されるのか開示していません。

当チームは同社に対し、気候シナリオ分析を加速させて、原材料コストへの影響度、原料調達の柔軟性、長期的な品質への影響に関する開示を充実させるよう促しました。主力ブランドは、現時点では比較的レジリエンスが高いと考えられますが、長期的にブランド価値と投資家の信頼を維持するためには、気候変動に伴う物理的リスクをより体系的に把握することが不可欠であると考えています。このエンゲージメントは、現時点で投資の根拠に直接的な影響を与えていませんが、今後のフォローアップ・エンゲージメントでは、これらの課題について進行状況を注視する予定です。

まとめ

2つの飲料メーカーは、テロワールに敏感な作物への依存を通じて、気候変動の物理的影響に直面しています。フランスのワイン・スピリッツ企業は、再生型農業という積極的かつ技術的に精通したアプローチを採用しているのに対し、イタリアのスピリッツ企業は、未だ分析の基盤を構築している段階です。当チームは今後、各社が気候変動への意識をいかにして定量化が可能なリスク管理へ結びつけていくかという点に焦点を置いて、エンゲージメントを継続していきます。適応にかかるコストと、ブランド・品質および長期的な競争力を維持するといった不可欠な命題とのバランスを見極めながら、取り組みを続ける予定です。

¹³ セデックス（Sedex）：サプライチェーンに関するデータと分析を提供するグローバルなテクノロジー企業。



ISABELLE MAST
エグゼクティブ・
ディレクター



GREG HEYWOOD
ヴァイス・プレジデント

Cybersecurity: bending, not breaking

サイバーセキュリティ:
柔軟に対応し、破綻しない

当チームのポートフォリオ企業にとって、サイバーセキュリティのリスクと重要度は一層高くなっています。潜在的にサイバー攻撃が及ぼす財務上の影響も深刻であることから、企業がこのリスクをどのように管理しているか、より深く理解するためにサイバーセキュリティをテーマとしたエンゲージメント・プログラムを実施しました。

データ・セキュリティやプライバシー保護は、投資先企業に対して重要なリスク指標（Material Risk Indicators、またはMRIs）を設定する際、常に挙げられるリスクです。このリスクは、特に金融セクター（決済、取引所、保険ブローカー、格付会社）、資本財・サービスセクター（専門出版社や信用情報機関）、ソフトウェア・サービス業種の、データを大量に保有するコンパウンダー企業において顕著です。

サイバー攻撃の深刻度や頻度が高まる中、このリスクは一層増大しています。当チームのポートフォリオで保有している米国の消費者信用情報会社は、2024年には1,500万件を超えるサイバー攻撃に対応したと報告しており、これは1秒間に約175件の攻撃に相当し、2023年比で25%増加しています¹⁴。一方、英国だけでも2025年に相次いだサイバー攻撃により、英国の大手小売企業では、ランサムウェア攻撃によってオンライン注文が約6週間停止し、営業利益への影響は約3億ポンドに達したと推定されています¹⁵。また、英国の自動車メーカーでは、サイバー攻撃による6週間の生産停止によって、四半期で4億8,500万ポンドの損失、前年同期比24%の売上減少、さらに直接的な対応費用として2億ポンドの追加負担といった被害を被っています¹⁶。

企業はこうしたサイバー攻撃の波から自社を守ることに注力する必要がある一方、完全無欠なシステムは存在しません。セキュリティ侵害は避けられないものであるため、サイバー攻撃を未然に防ぐことと同様、サイバー攻撃が成功した場合の潜在的な悪影響を軽減する対策が重要です。

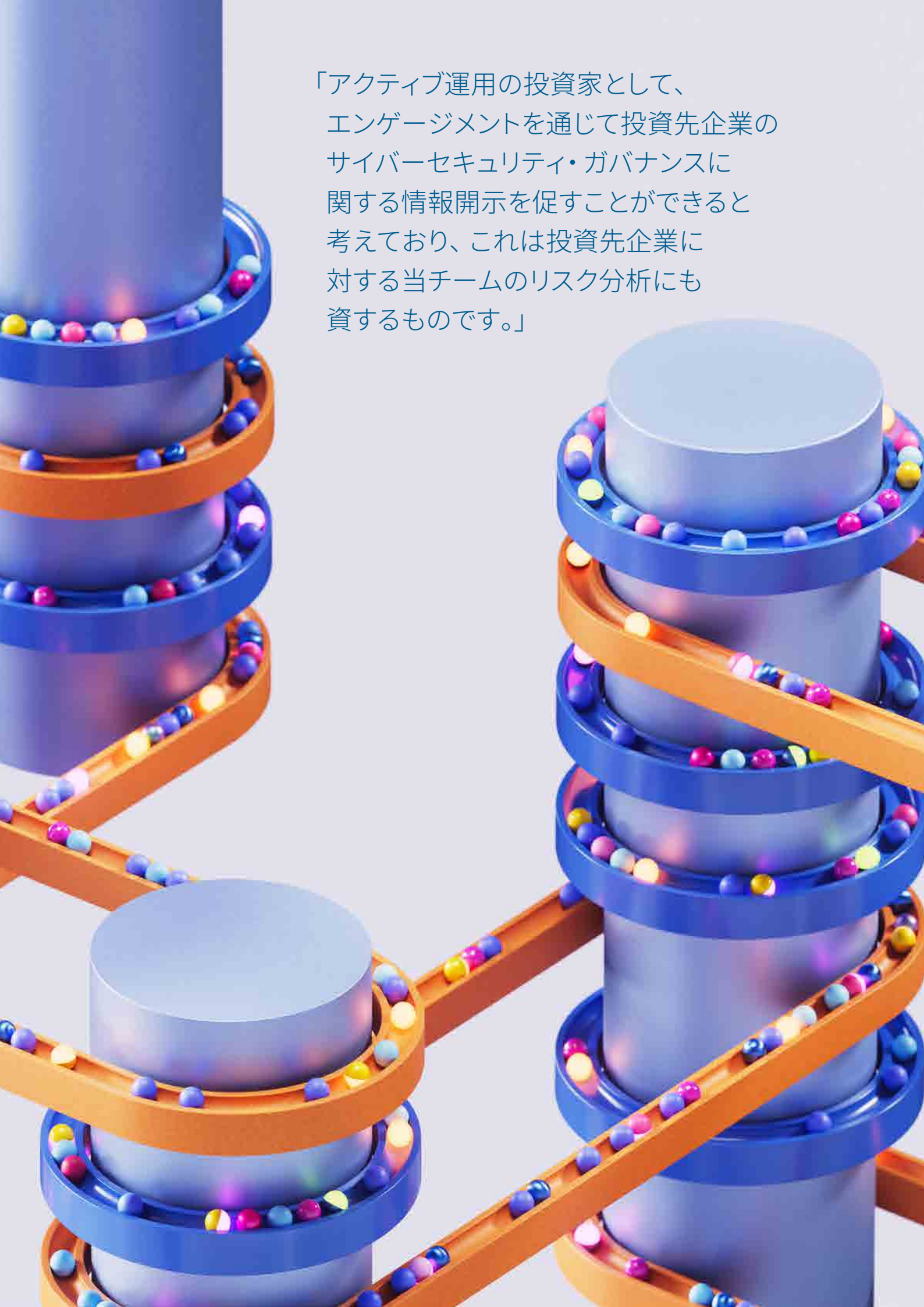
エンゲージメントを通じて、当チームがサイバー攻撃に対して回復力が最も高いと判断する複数の企業には、共通した特徴があることがわかりました。具体的には、取締役会による明確な説明責任と監督、権限を与えられたセキュリティチーム、「侵害されることを前提とした」設計（ゼロトラスト（信頼せずに継続的に認証すること）、ネットワークとシステムの分離、多要素認証）、復旧対応の訓練、セキュリティ侵害から率直に学ぶ姿勢です。絶えず脅威に晒される状況において、最も強固なプログラムとは、破綻するのではなく、柔軟に対応できるプログラムであると、当チームは考えています。

¹⁴ エクイファックス・アニュアル・セキュリティ・レポート（2024年）

¹⁵ 出所: <https://www.theguardian.com/business/2025/may/21/cyber-attack-cost-marks-and-spencer-lost-sales-company-results-reveal>

¹⁶ 出所: <https://www.theguardian.com/business/2025/nov/14/jaguar-land-rover-loss-cyber-attack>

「アクティブ運用の投資家として、
エンゲージメントを通じて投資先企業の
サイバーセキュリティ・ガバナンスに
関する情報開示を促すことができると
考えており、これは投資先企業に
対する当チームのリスク分析にも
資するものです。」



主なポイント

重大なサイバー攻撃の可能性を完全に排除することはできないものの、当チームが評価し、エンゲージメントを実施した企業は、総じてこのリスクを適切に管理していると考えています。主なポイントは、以下の通りです。

01

生成AIによって悪化する脅威の情勢

この点について、エンゲージメントを実施したすべての企業は、情報開示およびエンゲージメントの双方において一致した認識を持っていました。当チームのポートフォリオで保有する米国の保険ブローカーは、「絶えず進化するサイバー脅威の全体像を踏まえると、サイバー攻撃やデータ侵害の検知、防御、是正は今後ますます困難になるだろう」と述べています。

要点：当チームのポートフォリオ全体において、サイバーセキュリティ・リスクが広く存在することを踏まえ、投資先企業が拡大するサイバーセキュリティ・リスクをどのように管理しているか、これまで以上に注意深く見極める必要があると考えています。

02

生成AIは諸刃の剣

生成AIはサイバー攻撃の規模、巧妙さ、速度を加速させる一方で、サイバーセキュリティの防御強化にも活用できます。エンゲージメントにおいて、訪問した企業の多くが、セキュリティ・ツールの更新や、脅威検知をはじめとする防御力強化に生成AIを活用している状況について説明してくれました。例えば、ポートフォリオで保有しているデジタル決済のネットワーク企業では、生成AIを活用することで、脅威の検知に要する平均時間を30%短縮しました。

要点：当チームのポートフォリオ全体において、サイバーセキュリティ・リスクが広く存在することを踏まえ、投資先企業が拡大するサイバーセキュリティ・リスクをどのように管理しているか、これまで以上に注意深く見極める必要があると考えています。

03

対策費用は概して増加しているが、AIによって費用の効果が向上している

効果的なサイバーセキュリティの実現には、多額のコストがかかります。エンゲージメントを実施した企業は、いずれも正確な金額を開示していませんが、対策費用は概して増加傾向にあるものの、AIの活用によってセキュリティチームの効率が向上しています。あるCEOは、サイバーセキュリティ関連の支出が9桁(億ドル単位)に達すると述べ、別の企業では1,000人を新たに採用したと説明しています。

要点：企業が効率性向上のために生成AIを活用していない場合、その理由を確認する必要があります。

04

外部の第三者およびM&Aに伴うリスクは深刻¹⁷

これらは攻撃対象を拡大させる主要な経路であり、サプライチェーンを狙った攻撃が急増しています。エンゲージメントを通じて、サイバーセキュリティ基準を満たさない取引先との関係を解消した事例や、買収を見送った事例を複数確認しました。

要点：サイバーセキュリティ・リスクを真摯に捉えている企業ほど、取引先の選定やM&Aの意思決定において、サイバーセキュリティの観点を取り入れ、基準の遵守状況を監視し、契約にサイバーセキュリティ条項を追加している傾向があります。

05

定量的な指標を欠く情報開示

当チームが分析した企業の多くは、ガバナンスおよび監督体制の開示にとどまっていますが、これは最低限の前提条件にすぎません。投資家が管理体制の実効性を分析する一助となる定量的な指標（例えば、脅威の検知や対応に要する平均時間など）を開示している企業は極わずかです。

要点：アクティブ運用の投資家として、エンゲージメントを通じて投資先企業のサイバーセキュリティ・ガバナンスに関する情報開示を促すことができると考えており、これは当チームのリスク評価にも資すると思われます。

06

最良のアプローチは、セキュリティ侵害リスク軽減と、セキュリティ侵害が起きた際の影響の最小化の、バランスを取ること

完全な防御策は存在しないため、セキュリティ侵害に効果的に対応する能力も同じように重要になります。エンゲージメントを実施したある企業では、攻撃の「影響範囲」を最小限に抑える点において、先進的なアプローチを実践しています。

要点：リスク軽減とその影響の最小化のバランスが取れていない場合、サイバーセキュリティへの対応が脆弱である可能性があります。

07

外部機関による評価が信頼性を高める

サイバーセキュリティは専門性の高い分野であり、企業が開示する情報には自ずと限界があります。定期的な外部機関による監査、保険の付保、第三者による検証は、企業が専門家による適切な評価を受けていることを示す好ましい兆候であると考えています。

要点：エンゲージメントを実施した企業の一部、例えば米国の保険ブローカーは、全社的な管理体制について、独立した第三者による検証を進めています。この点についても、未対応の企業に取り組みを促すため、今後エンゲージメントを行う分野になるだろうと考えています。(リスク評価)

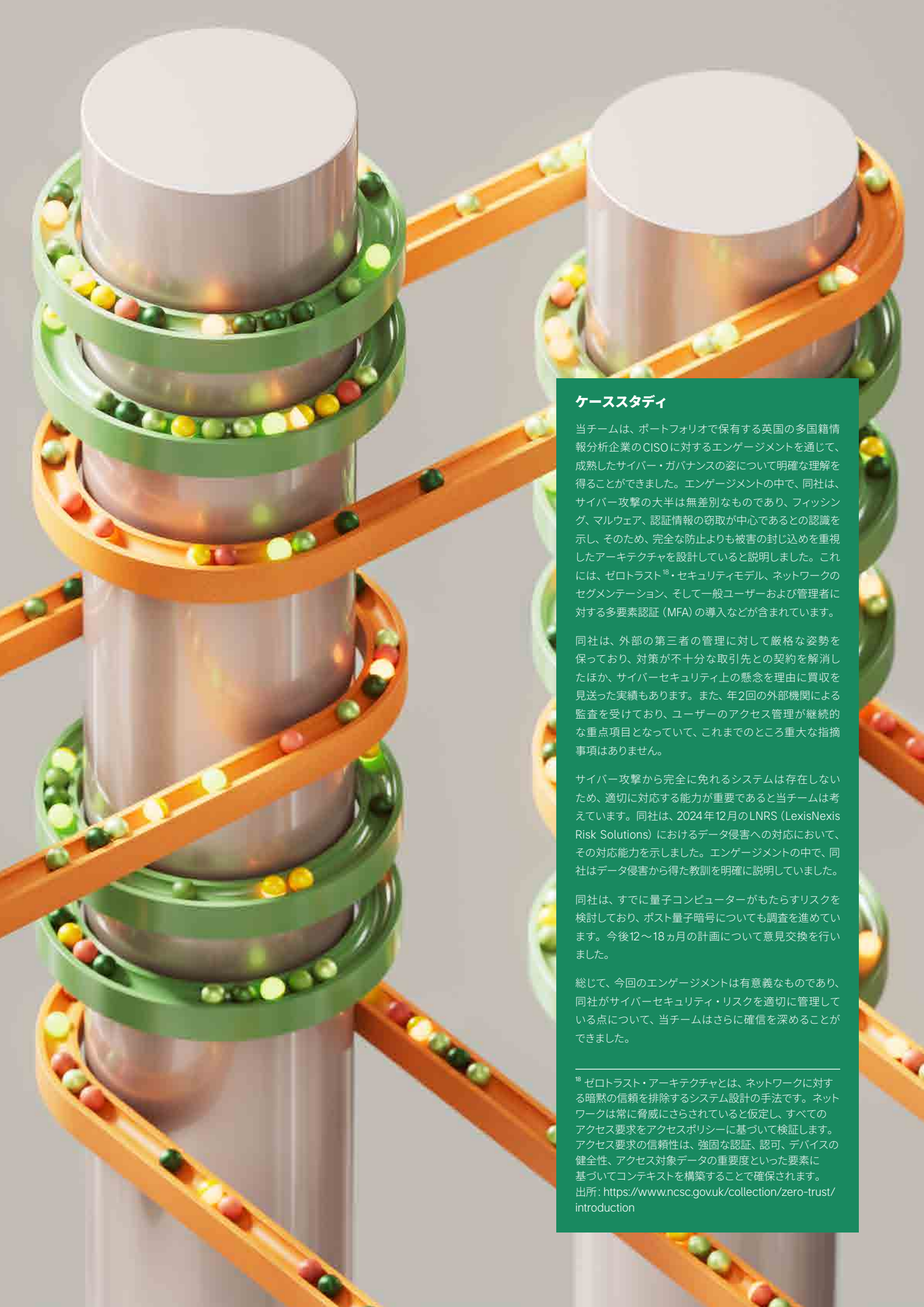
08

量子リスクについて認識はあるが、対応の成熟度には大きな開きがある

エンゲージメントにおいて、ある最高情報セキュリティ責任者(CISO)は、量子コンピューティングが暗号技術を一変させるとして、これを「私たちの世代における原子爆弾」と表現しました。エンゲージメントを実施した企業の中には、量子リスクとその対策について、すでに検討を開始している企業もあり、例えば、新たな暗号化基準の性能試験にすでに着手している企業もあります。

要点：対応が求められる他のサイバーセキュリティ・リスクほど差し迫った課題ではないものの、量子コンピューティングは長期的なリスクであり、当チームでは、企業とのエンゲージメントを通じて注視していく必要があると考えています。

¹⁷ M&A：合併・買収



ケーススタディ

当チームは、ポートフォリオで保有する英国の多国籍情報分析企業のCISOに対するエンゲージメントを通じて、成熟したサイバー・ガバナンスの姿について明確な理解を得ることができました。エンゲージメントの中で、同社は、サイバー攻撃の大半は無差別なものであり、フィッシング、マルウェア、認証情報の窃取が中心であるとの認識を示し、そのため、完全な防止よりも被害の封じ込めを重視したアーキテクチャを設計していると説明しました。これには、ゼロトラスト¹⁸・セキュリティモデル、ネットワークのセグメンテーション、そして一般ユーザーおよび管理者に対する多要素認証 (MFA) の導入などが含まれています。

同社は、外部の第三者の管理に対して厳格な姿勢を保っており、対策が不十分な取引先との契約を解消したほか、サイバーセキュリティ上の懸念を理由に買収を見送った実績もあります。また、年2回の外部機関による監査を受けており、ユーザーのアクセス管理が継続的な重点項目となっていて、これまでのところ重大な指摘事項はありません。

サイバー攻撃から完全に免れるシステムは存在しないため、適切に対応する能力が重要であると当チームは考えています。同社は、2024年12月のLNRS (LexisNexis Risk Solutions) におけるデータ侵害への対応において、その対応能力を示しました。エンゲージメントの中で、同社はデータ侵害から得た教訓を明確に説明していました。

同社は、すでに量子コンピューターがもたらすリスクを検討しており、ポスト量子暗号についても調査を進めています。今後12～18ヵ月の計画について意見交換を行いました。

総じて、今回のエンゲージメントは有意義なものであり、同社がサイバーセキュリティ・リスクを適切に管理している点について、当チームはさらに確信を深めることができました。

¹⁸ ゼロトラスト・アーキテクチャとは、ネットワークに対する暗黙の信頼を排除するシステム設計の手法です。ネットワークは常に脅威にさらされていると仮定し、すべてのアクセス要求をアクセスポリシーに基づいて検証します。アクセス要求の信頼性は、強固な認証、認可、デバイスの健全性、アクセス対象データの重要度といった要素に基づいてコンテキストを構築することで確保されます。
出所: <https://www.ncsc.gov.uk/collection/zero-trust/introduction>

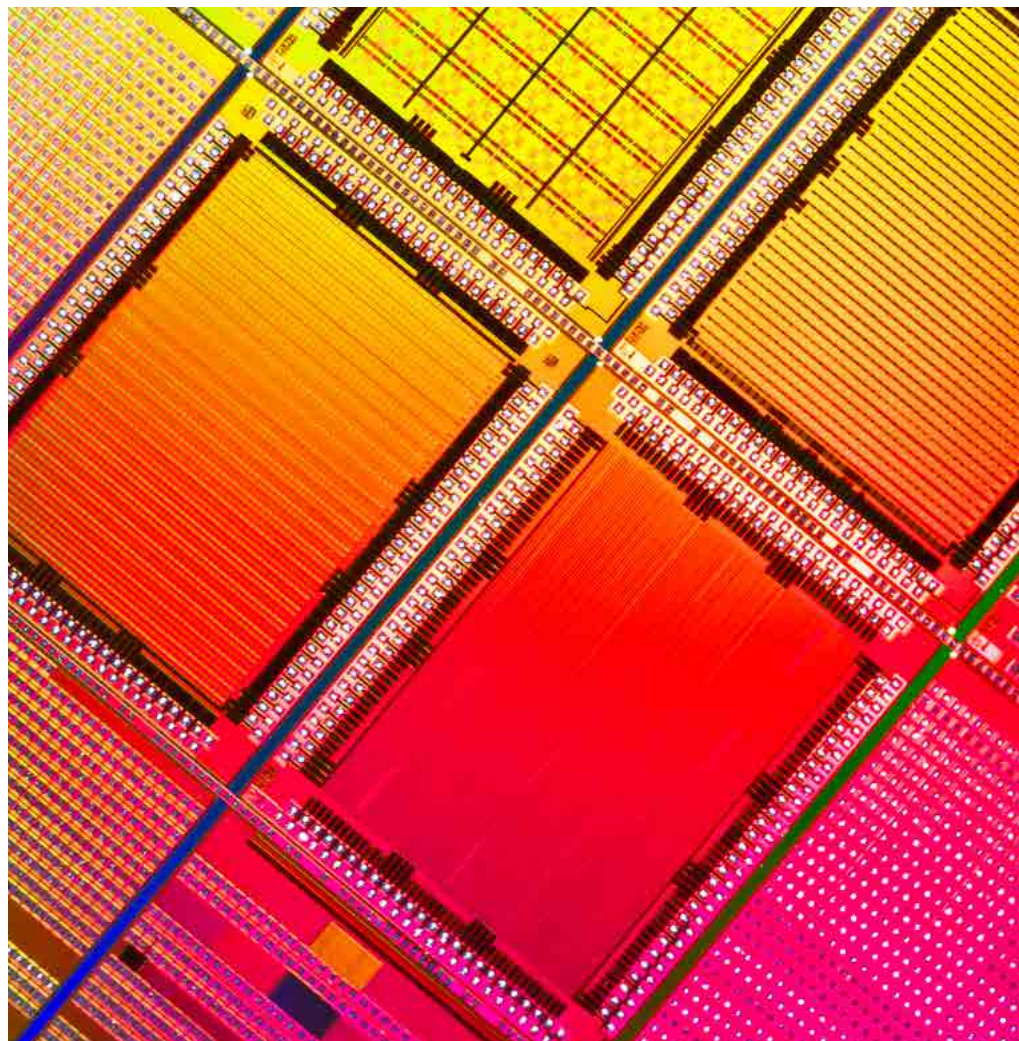
著者



RICHARD PERROTT
マネージング・
ディレクター



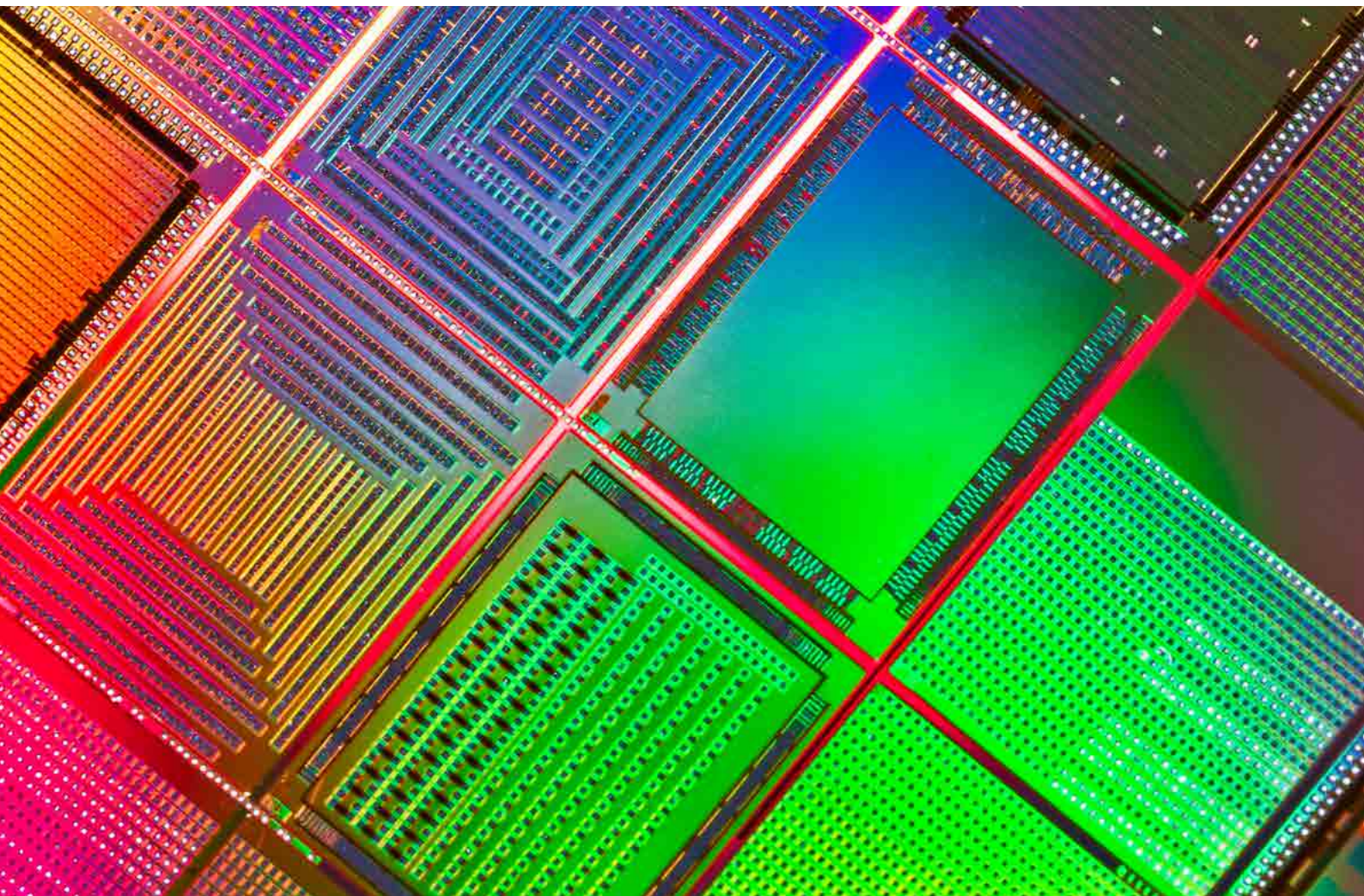
SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント



Supply chain resilience in the semiconductor sector

半導体産業におけるサプライチェーンのレジリエンス

半導体のバリューチェーンは、世界で最も複雑でかつグローバルに相互依存した製造エコシステムの一つです。近年の地政学的な緊張、輸出規制、エネルギー制約、パンデミック後の物流ショックによって、堅牢で地域的に分散された、技術的にも強靱なサプライチェーンの必要性が改めて浮き彫りになりました。このような背景の下、当チームはポートフォリオで保有する半導体企業3社に対してエンゲージメントを行い、先進的な企業がこうした圧力についてどのように対応しているかを評価しました。本章では、並行した生産能力の確保や調達先の分散化から、戦略的パートナーシップ、地域的な産業集積、選択的な技術代替に至るまで、各社が戦略において採用している多様なアプローチについて解説します。



長年にわたる事業継続体制への 取り組みと地域化の進展

当チームが投資している米国系半導体多国籍企業は、売上高の約20%が中国向けであり、関税の乱高下や報復措置、半導体ウェーハの原産地に応じた中国政府による輸入分類制度の厳格化といったリスクに直面しています。当チームは、規制環境の変化や広範な地政学的な不確実性に対して、同社がどのようにサプライチェーンを適応させているかを把握するため、エンゲージメントを実施しました。

ミーティングにおいて、同社は、原材料、ガス、リードフレームなどの重要な投入資材を網羅した、確固たる事業継続体制について説明しました。同社は数十年にわたり、代替手段の確保、調達先の分散化、緩衝在庫の規定を事業運営に取り入れてきました。例えば2022年のロシアによるウクライナ侵攻後、同社は希ガス（ノーブルガス）の代替調達先を迅速に確保し、供給ショックへの対応力の高さを示しました。

当チームはまた、同社の製造拠点についても確認しました。製造工程の約30%は、日本や中国を含む米国外で行われており、組立・テスト拠点のバックアップ体制（戦略的冗長性）¹⁸によって補完されています。同社は、複数工場での生産資格を取得することを積極的に進めるとともに、地域的な不測の事態に対応するため、迅速に物流フローをルート変更できるようにしています。また、分散された事業モデルを反映し、地域のサプライチェーンを地域の収益に整合させることを目指しています。

同社は、中国市場は突発的な規制介入の可能性がある、複雑な事業環境であることを認識しています。完全に独立した「中国向けの中国製造」モデルを追求しているわけではありませんが、特に最終市場が自動車や産業向けである場合は、顧客の地域コンプライアンス要件を支援するために、必要な柔軟性を構築しています。同社はレアアースを直接使用していないものの、輸出規制の不確実性による顧客の設備投資の手控えなど、二次的な影響についても認識しています。

¹⁸ 戦略的冗長性（製造業の文脈において）とは、単一の拠点や地域への依存度を下げ、地政学的リスク、自然災害、または運営上の予期せぬ混乱に対するレジリエンスを高めるために、生産能力、サプライヤー、拠点、またはプロセスを意図的に重複・多重化させることを指します。

こうした動向を受けて、過去の業績低迷時と比べて回復サイクルが遅れています。業績の回復は遅れていて、また中国のマクロ経済の不確実性が構造的なリスクとして残っているものの、当チームでは、同社のアプローチは、洗練された事業継続計画と、地域化への実践的な転換を示していると考えています。当チームは、同社のサプライチェーン戦略は、地政学的リスクおよびオペレーショナル・リスクについての確に判断したものであり、レジリエンス強化のための対策も、十分に組み込まれていると考えています。したがって、投資判断について変更はありません。

ボトルネックへの依存の管理と、 サプライヤー（調達先）に対するガバナンスの強化

当チームがポートフォリオで保有するオランダ系多国籍企業は、EUV¹⁹リソグラフィ装置の唯一の供給者として、グローバルな半導体サプライチェーンの不可欠な存在となっており、特有の構造的な脆弱性に直面しています。当チームは、輸出規制、資材不足、多層にわたるサプライヤー（調達先）の脆弱性の中で、同社がどのようにレジリエンスを強化しているのかを理解するため、エンゲージメントを実施しました。

ミーティングにおいて、同社は高度なサプライヤーガバナンスの枠組みについて説明しました。光学システムとオプトエレクトロニクス（光電子技術）を手がけるドイツのメーカーが、独占的な供給契約に基づいた最も重要な調達パートナーであるものの、コロナ禍の混乱を受けて、ティア2およびティア3のサプライヤーの脆弱性²⁰については警戒を強めています。レアアース（REE）依存型²¹磁石は重要であり、中国が依然として世界最大の供給国であることから、同社は依存度を下げるために、代替のサプライヤーの確保と技術的代替品の開発を進めています。

調達先の約80%がヨーロッパに集中しているため、同社は、オランダの製造拠点と地理的な近接性の恩恵を受けていて、調整とリードタイムの管理が向上しています。また、完全な垂直統合を追求することはないものの、重要技術へのアクセスを確保するために選択的な買収を実施しています。サプライヤーの状況見通しを高める努力と、可能な範囲での選択的な二重調達への取り組みは、レジリエンスの確立に向けた計画的なアプローチを反映しています。

地政学的な観点において、同社は、中国へのEUVおよび一部の先進DUV²²システムの輸出禁止を含め、拡大する輸出規制の長期的な影響について認識しています。輸出規制によって短期的に獲得可能な市場の機会は縮小することになりますが、同社はこうした規制が撤回される可能性は低いとみています。また、「スタッキング関税（重層的関税）」の台頭についても指摘しており、サプライヤーと顧客のどちらが追加費用を負担するかについて、不確実性が発生しています。

同社の対応は、システム的なリスクについて高度な理解を示すものであり、技術面でのリーダーシップを確保しながら、規制による制約を現実的に見据えてバランスを維持していると考えています。同社はまた事業全体を通じて、スマートグリッドの導入や長期的な再生可能エネルギーの購入契約などの、気候変動へのレジリエンスを高める施策の導入を進めています。当チームでは、同社の多層的なサプライチェーン管理アプローチが、半導体エコシス

¹⁹ EUV：極端紫外線リソグラフィ、半導体製造業界で使用される露光技術

²⁰ ティア1サプライヤー：最終製品を直接納品する供給業者 ティア2サプライヤー：ティア1サプライヤーに対する供給業者または下請け業者 ティア3サプライヤー：ティア2サプライヤーに対する供給業者または下請け業者

²¹ REE：レアアース（希土類元素）

²² DUV：深紫外線システム





テムにおける同社の戦略的重要性にふさわしい、洗練された先見性のあるレジリエンス戦略を反映したものであると評価しています。

今回のエンゲージメントにより、同社のサプライチェーン・リスクに対する対応は、半導体バリューチェーンにおいて極めて重要なボトルネックとしての役割を担う同社の立場を反映したもので、その責任の重さに比例した洗練された対応であるとの確信を得ました。

拠点の地域分散によるバックアップ体制と 既存拠点における慎重な拡張

当チームがポートフォリオで保有しているドイツ系半導体デバイスメーカーは、特に自動車および資本財市場において、地政学的リスク、関税の影響度合い、顧客行動の変化という環境に対応しています。当チームは、同社が事業の継続性を維持するために、自社製造、外部委託生産、地域分散をどのようにバランスさせているのか評価するために、エンゲージメントを実施しました。

同社は生産の約60%を自社で行っており、知的財産を保護し差別化を維持するため、パワー半導体やセンサー部品の製造を内製化しています。外部委託生産は通信用半導体や成熟技術に集中しており、調達パートナーが競争上の優位性を持つ分野です。ドレスデン（ドイツ）、オーストリア、マレーシアの自社工場²³は、拠点の地域分散によるバックアップ体制を十分に提供しています。ほとんどの製品は2つの拠点で生産できる体制が認定²⁴されており、必要に応じた生産シフトが可能です。柔軟性は絶対的ではありません。一部の外部委託部品について集中リスクが残るものの、同社は自動車および資本財用半導体の地域生産能力強化に向けた、ドレスデンのESMC (European Semiconductor Manufacturing Company) への投資などの、欧州共同イニシアチブに参加しています。

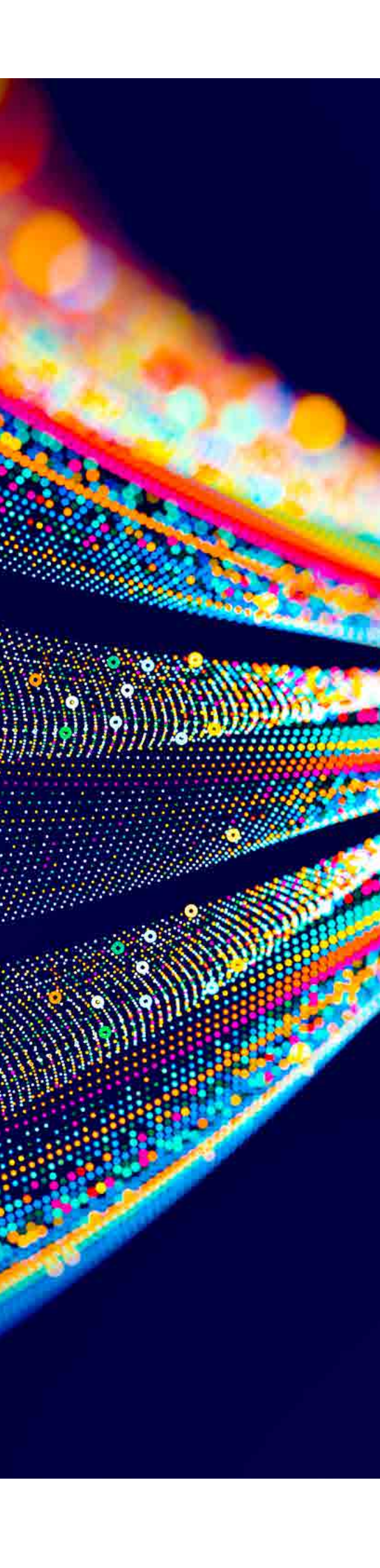
地政学的不確実性は残るものの、当チームは同社がバランスの取れた調達、慎重な設備投資配分、地域の産業政策イニシアチブとの整合を通じて、優れたポジションにあると考えています。今回のエンゲージメントは建設的で有益なものであり、当チームの投資理由を実質的に変更するものではありませんでした。

²³ 半導体製造工場

²⁴ 製品適格性評価は、チップやパッケージ、チップとパッケージの相互作用、設計を含む最終製品の形状や適合性、機能および信頼性を証明する検証プロセスです。

出所: <https://www.infineon.com/quality/quality-management/qualification-reliability>

「責任あるAIは、知的財産の
保護、顧客からの信頼維持、
そしてビジネスモデルの
持続可能性を確保する上で、
ますます中心的な役割を
果たすようになっていくでしょう。」



著者



BRUNO PAULSON
マネージング・
ディレクター



RICHARD PERROTT
マネージング・
ディレクター



HELENA MILES
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント

Responsible AI: transparency, governance and business-model resilience

責任あるAI：透明性、ガバナンス、ビジネスモデルのレジリエンス

人工知能（AI）は、ヘルスケアや金融サービスからデジタルコンテンツ、エンターテインメントに至るまで、あらゆる産業セクターのビジネスモデルを変化させています。AIは作業効率の向上、製品イノベーション、顧客体験の改善に大きな機会をもたらす一方、透明性、データ・ガバナンス、規制遵守、長期的な企業価値の保護について問題を提起しており、これらの問題は、企業にとって財務上重要なリスクをもたらす可能性があります。本章では、企業とのエンゲージメントを概説しながら、責任あるAIに関する検討事項が、産業セクターによってどのように異なるのかを解説し、堅牢な監視体制、情報開示、長期的な計画が重要度を増している理由を明らかにします。

研究開発（R&D）における「責任あるAI」の基礎を構築すること

今回のエンゲージメントでは、当チームがポートフォリオで保有する動物用医薬品メーカーが、AI導入の初期段階にあることが判明しました。同社は現時点で、対外的に公表する「責任あるAI」に関する方針を策定していませんが、研究開発においてAI利用を規律する際の社内向けガイダンスを整備しています。

「企業サステナビリティ報告指令」(CSRD)²⁵をはじめ、データ・プライバシーに関連する規制上の精査が強化される中、AIの利用が研究開発、診断、製品開発の各分野に拡大していることを踏まえ、当チームは同社に「責任あるAI」原則を正式に策定し、対外的にそれを発信するよう働きかけました。また、監督体制、データ品質の基準、AIモデルにおける偏りの管理や検証のプロセスといった実務的なガバナンスの仕組みについても協議しました。

同社は「責任あるAI」の取り組みをより明確に示す必要性について、前向きな姿勢を示しました。AI導入の初期段階にあるものの、同社は「責任あるAI」の利用を、科学的誠実性の保護と、ステークホルダーの信頼維持の、中核と捉えていると当チームに説明しました。今後の規制動向に対応し、研究開発におけるAI利用の透明性を高める方針の枠組みが、さらに整備されていくと予想しています。なお、同社へのエンゲージメントによって、当チームの投資根拠が変更されることはありません。

規制された環境における、 「責任あるAI」に対するガバナンスの導入

当チームがポートフォリオで保有する消費者の信用情報会社とのエンゲージメントで、同社は与信判断にAIを利用していないことを強調しました。これは信用評価に対する規制当局の厳しい監視を考えると重要な点です。また、同社は、AIは今後リスクが拡大する可能性がある分野との認識も示し、B2C(対消費者)およびB2B(対法人)の両方の事業における、透明性、公正性、データ保護を重視したAIに対する体系的な社内監視体制について、当チームに対して説明しました。EU AI法²⁶の制定が進み、グローバルな基準が厳格化する中、AIに関する同社のガバナンスへの取り組みは、一層重要性を増しています。

今回のエンゲージメントで、同社の社内AIガバナンスが、今後の規制枠組みとどのように適応しているのか、また、「責任あるAI」の原則が、特にパーソナライズ・ツール(個人ごとに最適化されたサービスや提案を行うツール)の製品開発を、どのように支えているかについて意見を交わしました。そして、同社のイノベーションが、顧客データの保護やAIモデルの意図しない偏りの防止といった保護措置を、どのように考慮しているかを評価しました。

²⁵ EUの企業サステナビリティ報告指令(CSRD)は、対象企業に対し、社会的・環境的課題から生じるとみなすリスクおよび機会に関する情報、ならびに自社の事業活動が人々や環境に与える影響に関する情報の開示を義務付ける指令です。出所: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en#:~:text=EU%20rules%20require%20large%20companies,impact%20people%20and%20the%20environment

²⁶ 出所: <https://artificialintelligenceact.eu/>

同社の「責任あるAI」の体制は充実しており、十分なリソースが確保され、規制当局の期待にも沿っていることから、当チームは安堵しました。そして同社は、「責任あるAI」に対する同社の見解とアプローチとして、クオリティの高いデータ入力、適切なガバナンスの仕組み、金融包摂(ファイナンシャル・インクルージョン)を推進する能力を強調しました。今回のエンゲージメントでは、特に正確かつ倫理的に管理されたデータ・ツールを通じた金融包摂への貢献といった点で、同社のB2C戦略に対する信頼感が一層深まりました。新たな規制が具体化していく中、継続的な透明性の確保が、引き続き重要なモニタリング対象であると考えています。

生成AIは、楽曲資産の価値に対する構造的な脅威

世界有数の音楽会社のIR部門およびデジタル戦略責任者とのエンゲージメントでは、AIが生成した音楽にどのように対応しているか、また、AI生成音楽がアーティスト主導の楽曲資産(カタログ)の価値を毀損してしまう可能性について議論しました。同社は、コンテンツの統合的な編成や管理、攻守両面の戦略、法的保護に対する管理権を主張することで、アーティストの権利を守り、新たな収益機会を創出する明確な戦略を示しました。また、公正な利用に対する



強い姿勢と、AI企業が権利者からライセンスを取得する必要性についても強調しました。

当チームは、契約上の保護措置(AI条項)や人間による創作であることを検証するツール、AIを活用したコンテンツ制作が長期的な収益化に与える影響について意見を交わしました。また、知的財産(IP)保護や音楽配信方針の整備がAI技術の進化に追いつかない場合の、楽曲資産の価値の持続性についても検証しました。

当チームとしては、同社が短期的なリスクには効果的に対応していますが、構造的な課題は依然として残っていると考えています。生成AIは、コンテンツの差別化を損ない、アーティストの独自性を弱め、長期的には経済価値を得るための従来のモデルに課題を突きつける可能性があります。現時点でポートフォリオの投資を変更する必要はないものの、財務的に重要になり得るため、長期的なリスクであると考えています。

楽曲資産の投資利益率や コンテンツの持続性について、AIがもたらす不確実性

ある日本の多国籍コングロマリットのIR部門および財務担当のシニア・バイス・プレジデントと面談し、AIが同社の音楽事業戦略にどの

ような影響を与えているかについて理解を深めました。同社は、楽曲資産の買収に数十億ドルも投じてきましたが、資本利益率は低下傾向にあります。経営陣は、長年愛される定番の楽曲資産（エバーグリーン・カタログ）は安定したキャッシュフローを生み出していると説明する一方で、AI生成コンテンツの増加に伴い、高付加価値商品の収益化戦略を拡大することは依然として難しいと認めています。

当チームは、AIが楽曲資産の供給を増やし、差別化を損ない、消費者行動を変化させる可能性のある市場において、高額な楽曲資産の買収が継続可能なかどうか懸念を伝えました。また、資本配分における規律の徹底と、AIが需要に影響するシナリオにおける楽曲資産の投資リターンの見通しについて、さらに綿密に評価するよう求めました。

同社のAIへの取り組みは、長期的な不確実性への認識を反映し、同業他社と比べて慎重であるように見受けられます。それでも、当チームは、音楽、画像や映像、映画といった複数の事業領域における生成AI技術の急速な進歩によって、コンテンツの真正性や価値が損なわれるリスクが高まっていると見ています。

結論：拡大する 「責任あるAI」の範囲

業種を問わず、「責任あるAI」はもはやニッチなESGテーマではなく、新たに台頭している戦略的優先事項となっています。

- 動物用医薬品メーカーとのエンゲージメントでは、「責任あるAI」の基礎となる方針と透明性のあるガバナンスの必要性が浮き彫りになりました。
- 消費者の信用情報会社とのエンゲージメントでは、データ主導型のビジネスモデルにおける規制対応と倫理的な保護措置の重要性が明らかになりました。
- 音楽会社とのエンゲージメントでは、AIが音楽ビジネスの価値創出そのものを破壊してしまう可能性が浮き彫りとなり、長期的なビジネスのレジリエンスについて疑問が生じました。

これらのエンゲージメントの内容を総合すると、「責任あるAI」は単なるコンプライアンス上の問題にとどまらず、急速に進化する技術環境の中で、知的財産を保護し、顧客の信頼を維持し、ビジネスモデルの持続性を確保する上で、一層重要な中心的要素になっていると考えられます。



著者



BART DZIEDZIC
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント

Product safety in personal care

パーソナルケアにおける製品の安全性

化粧品の成分について消費者の目は厳しくなっており、米国で訴訟リスクが高まっていることを踏まえ、2025年には、ポートフォリオで保有する大手多国籍パーソナルケア企業に対して複数回のエンゲージメントを実施しました。当チームは、同社のIR担当チーム、最高サステナビリティ責任者（CSO）、そして最高経営責任者（CEO）と面談し、製品の安全性、成分に関するイノベーション、透明性について協議しました。同社は、米国において製品の安全性に関する訴訟に引き続き直面し、消費者やNGO²⁷からも成分の安全性についての疑問を広く投げかけられています。これらは、財務上重要なリスクをもたらす可能性があると考えています。本章では、同社がこれらのリスクをどのように管理しているかについて考察します。

²⁷ 非政府組織



当チームとのエンゲージメントにおいて、同社は科学的な厳密性、製品の安全性、透明性について、長年にわたり重視してきたことを強調しました。グループ売上高の約3%を研究開発に投じており、4,000人の科学者²⁸がこれを支えていることから、同社は社内研究の分野で、業界リーダーの地位にあります。同社は、製品ポートフォリオをバイオベース原料および再生可能原料へと再編成しており(2030年までに95%を目標)、マイクロプラスチックの段階的廃止にも取り組んでいます(2020年以降、同社のシャワージェルやシャンプーなどの洗い流すタイプの製品、つまり水を使って洗い流す必要のある製品は、すべてマイクロプラスチック不使用です。)。透明性については、「インサイド・アワ・プロダクツ」(Inside Our Products: 製品成分や安全性に関する透明性を高めるための情報開示プラットフォーム)や、「エコ・ビューティ・スコア」(Eco Beauty Score: 環境負荷をスコア化)のラベリング制度といった取り組みを通じて、環境に対して標準化された影響データの提供を目指しています。経営陣は、一部の原料が法律上は使用が認められているものの、消費者からは厳しい批判の目が向けられているという、いわゆる「グレーゾーン」の中で事業を行っていることを認めた上で、消費者、投資家、保健当局を含むステークホルダーとの科学的なコミュニケーションを強化する取り組みについて説明しました。

「Yuka」や「EWG」といった(第三者評価機関による)パーソナルケア製品の評価アプリが、消費者の認識をどのように形成しているか、また、これに対して同社が、試験の強化や毒性に関する専門家との連携、科学的研究の進展の継続的モニタリングなどを通じて、どのように対応しているかについて議論しました。同社は、安全性プロセスに対する自信を再度示すとともに、係争中の米国における訴訟においても優位に立っており、勝訴できるとの見解を維持しています。また、「グリーンサイエンス・イノベーション・プログラム」を通じて、環境への予防的なアプローチも追求しています。

競争環境は変化しており、独立系ビューティーブランドが前年比15%超²⁹の成長を遂げ、業界全体の成長率(約10%³⁰)を上回るなど、機動力や透明性、イノベーションを武器にシェアを拡大しています。こうした状況を考慮しても、同社の規模、科学的専門性、そして積極的なサステナビリティ戦略によって、変化する消費者および規制当局の期待に十分対応できる立場にあると考えていますが、当チームは、今後も継続して製品の再設計や情報開示の進捗について注視していきます。

²⁸ 出所: 企業報告書

²⁹ 出所: <https://nielseniq.com/global/en/insights/report/2023/the-rise-of-indie-beauty-insights/>

³⁰ 出所: 企業報告書 <https://nielseniq.com/global/en/insights/report/2023/the-rise-of-indie-beauty-insights/>; International Equity Team analysis

Proxy voting reflections from 2025

2025年における議決権の代理行使の振り返り

当チームは、議決権の代理行使が企業と株主との対話において重要な役割を担うと考えています。そのため、当チームはこれまで議決権の代理行使を外部に委託したことがなく、今後も委託しません。チームは、顧客の長期的な投資リターンの最大化という目的に沿い、慎重かつ丁寧に、顧客の最善の利益を考慮して、議決権を行使するよう努めています。

当チームの議決権の代理行使は主に、経営陣へのインセンティブや取締役の選任など、ガバナンスに関する議案に関連しています。また、社会的および環境的課題に関する株主提案の議案については、提案で特定された課題の妥当性や、その財務的影響の可能性を検討したうえで、個別に議決方針を決定しています。採択されれば有益な情報開示の強化や経営慣行の改善につながる議案については、当チームは原則として支持します。これには、財務的に重要である可能性があると思われる事項に関する提案も含まれます。当チームは、企業に対して議決権行使の方針や意向を事前に伝えることはありません。

2025年シーズンのスナップ・ショット

2025年、当チームの議決権行使は、米国のトランプ政権の発足、規制環境の動向、そして投資家心理の変化といった環境の下で実施されました。引き続き、環境や社会に関する株主提案への支持は低水準にとどまり、代わりに、ガバナンスの中核的な課題に重点を置く傾向が強まりました。

2025年には、**93社の株主総会において1,523件の議案**に対して議決権を行使しました。当チームの規律ある投資哲学に基づき、議決権行使の実績は過去と比較して一貫性を保っています。経営陣に反対票を投じた割合は、全議案の9%であり、ポートフォリオ保有企業の株主総会の66%では少なくとも1件、反対票を投じました。経営陣に反対票を投じた議案の大半は、報酬（全反対票の43%）、取締役選任（25%）、株主提案（8%）に関連するものでした。

2025年シーズンの特徴付けたのは、3つの潮流でした。



01

環境や社会に関する株主提案： 件数と支持率の低下

環境や社会に関する株主提案の件数は大幅に減少し、米国では2024年比で約3分の1、減少しました³¹。これは、米国証券取引委員会（SEC）の規則改正により、企業が当該決議を除外することが容易になったことが一因として挙げられます。支持率も平均して10%台前半の水準まで低下し、環境関連の株主提案で過半数の支持を得たものは一件もありませんでした。

当チームの実績も、こうした市場全体の傾向を反映しました。当チームの投資ユニバースにおいて、環境と社会に関する株主提案は依然として少数の企業に集中しており、2025年には、これらの企業で提案された議案が、環境や社会に関連するすべての株主提案の86%を占めました。財務上重要となり得ると判断した課題を取り上げた提案については、賛成票を投じました。一方で、過度に規則的で、重要性や長期的な株主価値との関連性が乏しいと判断した提案については反対票を投じました。全体として、当チームはこうした株主提案の14%に賛成票を投じました。

ケーススタディ(1)

当チームは、ポートフォリオで保有する多国籍コングロマリットに対し、AIを活用したターゲティング広告が、人権に及ぼす影響に関する分析を公表するよう求める、株主提案を支持しました。

同社はAIを活用した広告に大きく依存しており、規制当局の監視も強まっていることから、この分析は法的、風評、業務上の重要なリスクの特定と軽減に役立つと考えています。同提案に対する支持率は、15%にとどまりました。

02

ガバナンス： 株主権利の擁護を引き続き支持

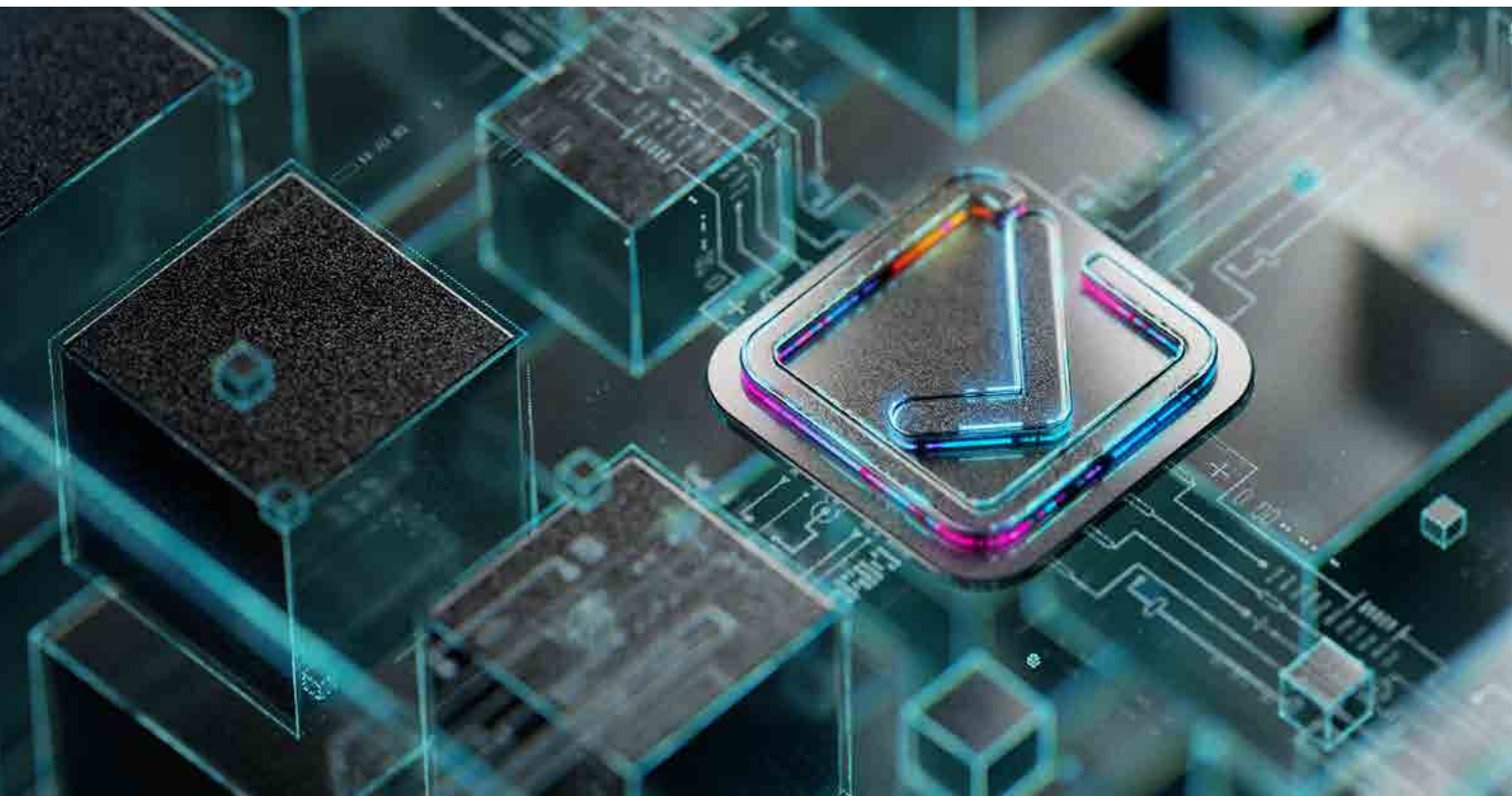
これまでと同様に、ガバナンスに関する株主提案は、市場全体で最も支持を集めた議案の一つでした。当チームは、ガバナンス関連の株主提案の58%に賛成票を投じました。これは、長期的な監視と説明責任の基盤となる要素は株主の権利である、という当チームの考えを反映したものです。

また、株主の権利を弱めると判断した経営陣の提案には、従来通り反対票を投じる方針を継続しました。具体的には、複数の英国企業による、2週間前までの通知で株主総会の招集を可能とするすべての要請（保有する英国の多国籍情報・分析会社が提案したものを含む）、ドイツ企業による、バーチャル上でのみの株主総会に関するすべての提案（保有するドイツの多国籍ソフトウェア企業が提案したものを含む）に反対票を投じました。

ケーススタディ(2)

当チームは、ポートフォリオで保有する5社について、株主が臨時株主総会を招集するために必要な株式保有比率の引き下げを求める、株主提案を支持しました。強固な株主の権利は優れたガバナンスの証であり、この基準の引き下げによって株主の権利が強化されると考えています。各提案への支持率は43～66%と高水準であり、株主の権利強化に向けた幅広い投資家の支持を反映しています。

³¹ 出所: <https://corpgovlaw.harvard.edu/2025/08/26/2025-proxy-season-in-review/>



03

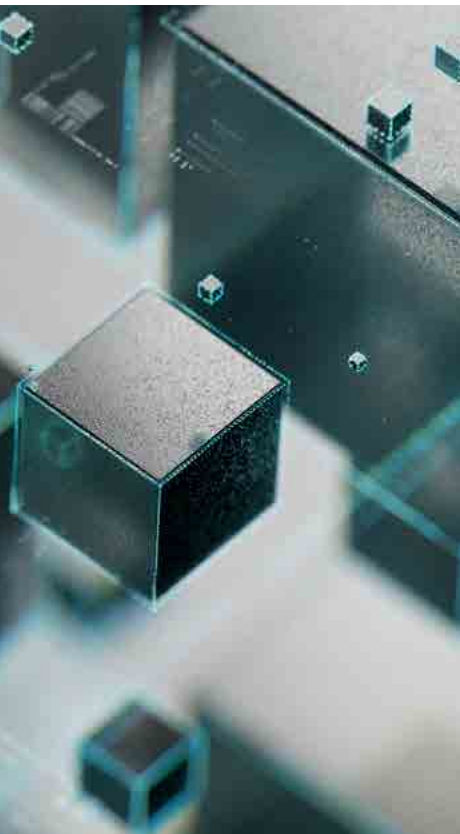
役員報酬：厳格化する監視と 重要な懸念事項

当チームは、インセンティブが業績を左右するという信念の下、役員報酬を重視しています。長期投資家として、顧客が保有する企業（つまりポートフォリオの構成銘柄）には、短期的な機会主義よりも長期的な判断を奨励する報酬制度を導入することを望んでいます。例えば、EPS（1株当たり利益）を過度に重視したインセンティブなど、誤ったインセンティブは、経営陣に対し、企業の長期的な複利的成長力を犠牲にして、短期的な利益を押し上げる意思決定を促すおそれがあると考えています。例えば、消費財企業が広告費を削減するケースや、企業が行う大型買収がこれに当たります。こうした買収は、短期的にはEPSは「増加」するものの、長期的には多額の投下資本に対して低いリターンにとどまります。逆に、報酬が適切に管理されれば、主な意思決定者の行動と企業の目標が整合し、業績の向上と、株主への長期的なリターンの実現を促すことにつながります。当チームは、既存事業による売上成長率、売上利益率、フリーキャッシュフローなど、企業のファンダメンタルズに連動した業績指標、特に投下資本利益率（ROIC）または投下営業資本利益率（ROOCE）に重点を置いた報酬制度を選好しています。

当チームは、独自の「Pay X-Ray 評価フレームワーク」を活用して報酬制度を評価しており、企業に改善を提案するエンゲージメントを実施するとともに、報酬制度に同意できない場合には反対票を投じています。2025年には、経営陣の報酬関連の提案の31%に反対票を投じ、報酬関連の提案が含まれた株主総会の52%において、少なくとも1回は反対票を投じました。当チームが確認した典型的な問題点は、次のとおりです。

- ストックオプションやRSU（譲渡制限付株式）など、業績連動型でない報酬手段の利用
- 業績指標および目標に関する開示の不備
- EPSおよび相対的なTSR（株主総利回り）への過度な依存
- 短い権利確定期間
- 特別な一回限りの報酬

複数のケースにおいて、前年から改善がほとんど見られなかったことから、懸念をさらに強めるための対応として、報酬委員会委員の選任議案に反対票を投じました。なお、当チームはエンゲージメント活動の一環として、企業に対して議決権行使の方針や意向を事前に伝えることはありません。



ケーススタディ (3)

当チームは、米国の多国籍消費財企業の役員報酬制度に関する議案に対し、主に2つの理由から反対票を投じました。第1に、同社は年次賞与について、業績指標ごとの目標値、業績の達成度および個々の業績指標のウェイト付けの、大半を開示していません。第2に、長期インセンティブ・プラン (LTIP)³²の50%が、譲渡制限付き株式ユニット (RSU) や、業績条件の付されていないストックオプションで支給されています。当チームは、経営陣が報酬を受けるためには、業績目標を達成することを求めるパフォーマンス・シェア・ユニット (PSU) を選好しています。一方、譲渡制限付き株式ユニット (RSU) は、「在籍しているだけで報酬が得られる (pay for stay)」制度であり、経営陣は解任されない限り利益を享受できるため、PSUの方が好ましいと考えています。また、ストックオプションは「アウト・オブ・ザ・マネー (権利行使しても利益が出ない状態)」の状況下において、過度なリスクテイクを促す非対称性があることから、ストックオプションよりもPSUの発行を選好しています。当チームは、2021年以降、毎年、当該報酬制度に反対票を投じてきた経緯を踏まえ、2024年と同様、今回も報酬委員会委員長の再任に反対票を投じました。

ケーススタディ (4)

大手エレベーターメーカーの役員報酬に関する諮問的な決議では、CEOに付与された2,500万ドルの特別な引き留め報酬を主な要因として、反対票が61%に達し、否決されました。この報酬の相当部分 (40%) は「在籍しているだけで報酬が得られる報酬」であり、業績連動部分は通常のLTIPと同一の指標を用いていたため、付与される金額の大きさにもかかわらず、追加的な達成ハードルが無かったといえます。当チームは、不十分な業績指標 (純利益やEPSへの過度な依存)、不適切な報酬手段 (RSU³³や業績に連動しないオプションの比率が高い点)、業績目標の厳格性が不十分な点への懸念から、2022年以降、毎年、同社の報酬制度に反対票を投じてきました。既存事業の収益を業績指標として採用している点は評価できるものの、これらの構造的な問題によってその意義が薄れています。数年にわたって進展が見られないことを踏まえ、報酬委員会委員長の再任にも反対票を投じました。

今後の展望

2025年の株主総会シーズンでは、思慮深い議決権行使と組み合わせて、一貫した積極的なエンゲージメントの重要性が改めて確認されました。環境や社会に関する株主提案の件数は、今後も減少を続ける可能性があります。根底にある課題 (AIに関連するリスクなど) は、企業の長期的価値にとって依然として中心的な問題であると考えています。また、企業のガバナンスは常にスチュワードシップの根幹であり、2026年に向けても、株主の権利と役員報酬は引き続き重要な分野となると予想しています。

³² 長期インセンティブ制度 (LTIP)

³³ 譲渡制限付株式 (RSU)

著者



MARTE BORHAUG
インターナショナル・
エクイティ運用チーム
ESG 責任者

Licence to operate: sustainability at the intersection of security, technology and resilience

セキュリティ、技術力、レジリエンスを通じて企業の事業運営を支えるサステナビリティ



2026年は、ESG 要因を取り巻く背景として、高揚するナショナリズム、戦略的競争の激化、社会的不安の増大などが見られます。サステナビリティに関するリスクと機会は、エネルギーの安全、産業政策、技術的リーダーシップといった国家的な優先事項と一層密接に絡み合うようになっていきます。この観点から、今後の1年間に企業・投資家・政策立案者の行動に影響を与え、それらの行動から影響を受けると想定されるテーマについて考察します。

AIへの反発は高まっているか？

AIの継続的な拡大において、主なボトルネックは電力の問題です。一般的な用途の拡大と複雑なAIの利用によって、コンピューティング需要が指数関数的に増加する中、特に米国において電力供給は、需要の増加に十分に追従できていません。

米国では電力料金が急上昇しており、2026年にはAIインフラそのものが、電力の利用可能性を巡る議論の直接的な対象となる可能性があります。データセンターが多く立地する米国の15州では、2024年初頭以降、電力コストが平均16%上昇しました³⁴。

AIに対する懸念は、電力料金にとどまりません。2025年の調査によると、米国人の約50%がAIに対して期待よりも不安を感じており、逆の回答した人はわずか10%に過ぎません。これは、2021年から著しく悪化した数字です³⁵。人々のこうした感情は、すでに具体的な結果となっており、2025年の4-6月期には地域住民による「迷惑施設反対 (NIMBY)」運動によって、約1,000億ドル相当のデータセンター計画が遅延または中止に追い込まれました³⁶。コスト負担を求められることが一層増えているハイパースケーラー（大規模クラウド事業者）にとって、これは設備投資の増加、ステークホルダーとの交渉の複雑化、そして事業拡大の遅れを意味しており、AIエコシステム全体に影響が波及しそうです。

こうした課題は、新たなビジネス機会を生み出す可能性もあります。ステークホルダーの懸念に対して適切に対応できる企業は、競争優位性を獲得し、一方、エネルギーの供給ギャップを埋めて、地域社会への影響を緩和するエネルギー問題のソリューションを提供する企業は、今後、重要な推進役となるでしょう。

³⁴ ロイターによる米国エネルギー情報局 (EIA) のデータ
<https://www.reuters.com/business/energy/charting-data-center-development-roadmap-key-us-states-2026-01-22/#:~:text=Among%20the%20top%2015%20states,side%20of%20local%20rate%20inflation>

³⁵ Pew Research 「AIに対する米国人の認識に関する調査」 2025年9月
<https://www.pewresearch.org/science/2025/09/17/how-americans-view-ai-and-its-impact-on-people-and-society/>

³⁶ Jefferies 調査、Data Centre Watch Q5 を使用 (<https://www.datacenterwatch.org/>)



AIとリスク管理

AIの普及が加速する中、ホワイトカラー職の減少から子どもの安全確保に至るまで、AIに対する懸念も拡大しています。この1年間におけるAIの普及の規模とスピードは、これまでの予測が悲観的すぎるか、楽観的すぎるかにかかわらず、一般市民、企業、政策決定者の注目を一段と集めることとなりました。

米国だけでも、昨年は30を超える州において³⁷、AI関連の法律や規制が約100本も成立し、連邦政府が規制の乱立を抑制しようとする動きにもかかわらず、プライバシーや子どもの安全といった分野では、AIに新たな制約が課されました。注目すべき例として、カリフォルニア州の「先端人工知能透明性法」(TFAIA)が挙げられます。同法は大規模先端AIモデルの開発者に対し、壊滅的なリスクの調査と管理を義務付けるものです³⁸。この法律の全体的な影響はまだ不透明なものの、規制当局は「様子見」の姿勢ではなく、ガバナンスと透明性への要求を強めていることを示しています。

これを受けて、企業は強固なリスク管理体制の構築、責任ある方針と手続きの組み込み、「責任の内在化」を意識したAIワークフローの再設計、取締役会レベルでのガバナンス強化といった形で対応することが予想されます。「責任あるAI」をコンプライアンス対応としてではなく、戦略的な経営課題として取り組む企業は、監視の目が厳しくなる中で、より有利な立場に立てるでしょう。

地政学的、サイバー的、物理的リスクに直面する中でのレジリエンス

近年、物理的リスクや自然破壊から地政学的分断に至るまで、様々な構造的リスクが企業の事業環境に影響を与えてきました。2026年も、こうした圧力は続いています。

構造的特徴としての地政学的な不確実性

世界経済フォーラムの「年次グローバル・リスク報告書」では「不確実性」を2026年の基調テーマとして位置づけており、回答者の50%が今後2年間について激動または嵐のような見通しを予想しており、今後10年間については回答者の57%がそのように予想し、穏やかな状況を予想しているのは、わずか1%にとどまっています³⁹。多国間にわたる国際機関は弱体化し、ポピュリズムと保護主義が台頭し、グローバルな協調は分断しつつあります。

2026年は、高度に最適化されたグローバル・サプライチェーンから、より柔軟で、時に地域化されたモデルへ移行が続くと考えられます。しかし、企業および投資家は財務的規律ではなく、政治的な意図によって主導された投資の資本配分について警戒しなければなりません。供給網の現地化・近距離化は、コストの増加につながる可能性があり、生産体制の重複構築は、技術革新への投資余力を低下させる可能性があります。戦略的なレジリエンスは最優先事項ですが、経済的効率性とのバランスを取る必要があります。

³⁷ 出所: <https://www.brennancenter.org/our-work/research-reports/artificial-intelligence-legislation-tracker>

³⁸ 法定閾値を超える計算処理能力で学習されたファウンデーション・モデル

³⁹ ロイターによる米国エネルギー情報局 (EIA) のデータ: <https://www.reuters.com/business/energy/charting-data-center-development-roadmap-key-us-states-2026-01-22/#:~:text=Among%20the%20top%2015%20states,side%20of%20local%20rate%20inflation>





高まるサイバーセキュリティ・リスク

2026年においても、サイバーセキュリティは引き続き最優先課題となる見通しです。攻撃者と防御者の間でAI開発競争が加速し、脅威の頻度と巧妙さがともに増大しています。AIは能力を倍増させる要素として機能し、攻撃者にとって攻撃を仕掛けるハードルを低下させる一方で、防御者の検知・対応能力を高めています。量子コンピューティングによって状況が飛躍的に変わるリスクがあります。「今データを収集して、後で解読する」攻撃によって、長期保存された機密データはすでにリスクにさらされており、量子コンピュータ時代を見据えた先進的なサイバーセキュリティ対策の早期導入が必要です。こうした背景の下、サイバーセキュリティ関連の支出は、2020年代後半にかけて、二桁の年複利成長率（CAGR）で拡大すると予測されています⁴⁰。このような環境は、高度な防御能力を持つ企業、または防御能力の導入を支援できる企業に、ビジネス機会をもたらす可能性があります。

気候変動の物理的現実への対応

気候変動に伴う物理的リスクは、気温パターンの変化や異常気象の増加といった気候関連リスクから、水不足や土壌劣化といった自然関連リスクに至るまで、企業にとっての長期的な構造的問題として残っています。2025年1月に発生したロサンゼルス山火事は、推定2,500億～2,750億ドルの経済損失⁴¹をもたらし、気候変動に伴う物理的リスクは、2050年代までに年間1.2兆ドルの損失をもたらすと予測されています⁴²。

2026年には、異常気象などの発生と、リスク・モデリングにおけるAI利用の拡大によって、事業活動やサプライチェーン全体における適応力強化のための投資が進むと考えられます。これらのリスクを軽減するための指導を提供できる企業には、ビジネス機会が生まれるでしょう。

⁴⁰ 出所：Morgan Stanley Research「Cybersecurity: Growing Share of IT and Investors' Wallet」2025年9月2日

⁴¹ 出所：<https://www.weforum.org/stories/2025/03/how-climate-hazards-are-resaping-business-realities-and-responses/>

⁴² 出所：<https://www.spglobal.com/sustainable/en/insights/special-editorial/ceraweek-physical-risk>

International Equity Team

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



ALEX GABRIELE
CFA
マネージング・
ディレクター



RICHARD PERROTT
CFA
マネージング・
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



SCOTT ADAM
ヴァイス・プレジデント



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント
ESG リサーチ



TOYOSI SOMOYE
アナリスト

**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

**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
Managing Director

**ポートフォリオ・スペシャリスト・チーム・
アジア 日本除く**



DOMINIC TONGE
ヴァイス・プレジデント



SARAH HUDSON
マネージング・
ディレクター



DAVID BERNARD
エグゼクティブ・
ディレクター

**ポートフォリオ・スペシャリスト・
チーム・EMEA**



CANDIDA DE SILVA
マネージング・
ディレクター



MASAKI NISHINO
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



MONICA CARTA
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



JULIA FORDE
エグゼクティブ・
ディレクター



EMMA BRODERICK
シニア・アソシエイト



TEPPEI ADACHI
ヴァイス・プレジデント



MEGAN MCCARTHY
シニア・アソシエイト

ESG



GREG HEYWOOD
ヴァイス・プレジデント

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、一般社団法人資産運用業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



morganstanley.com/im/jp

© 2026 Morgan Stanley. All rights reserved.

RO.5784406 Exp. 07/31/2027