

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

Engage

エンゲージメント・レポート | 2025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

Capitalising on opportunities

機会の活用

9

An eye on supply

供給状況への着目

13

Getting (carbon) physical

(カーボンの) 物理的側面への対応

19

Climate targets in 2024

2024年の気候目標

23


Proxy voting
reflections from 2024

2024年における議決権の代理行使の振り返り

27

The International Equity Team

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）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、2024年1月1日から2024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・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。

Sixty second snapshot

目次およびサマリー

機会の活用

ESG（環境・社会・ガバナンス）報告に関する利害関係者および規制当局の要求が変化中、技術的な解決の需要が高まっています。法人顧客が自社の環境負荷、特にカーボン、森林破壊、水資源などの課題を測定・管理・報告できるよう支援する企業にとって、新たな機会が生まれていると考察します。そこで、当チームのポートフォリオで保有しているテクノロジー企業2社に対してエンゲージメント（対話）を実施しました。同社らにとって、サステナビリティ（持続可能性）関連ソリューションが長期的な収益拡大に重要な推進要因になり得ると判断したためです。

供給状況への着目

自然関連リスクは、企業にとって最終利益への重大な脅威となる恐れがあります。例えば、企業は水、清浄な空気、受粉といった、天然資源や自然が提供する生態系サービスに依存している場合があります。規制や資源の希少化に伴い、将来的にコストが増加する可能性が高いと考えられます。私たちは、ポートフォリオで保有する消費財企業について、自然関連リスクが財務的に重要となり得ると判断し、そのリスク管理方法を理解するためにエンゲージメントを行いました。

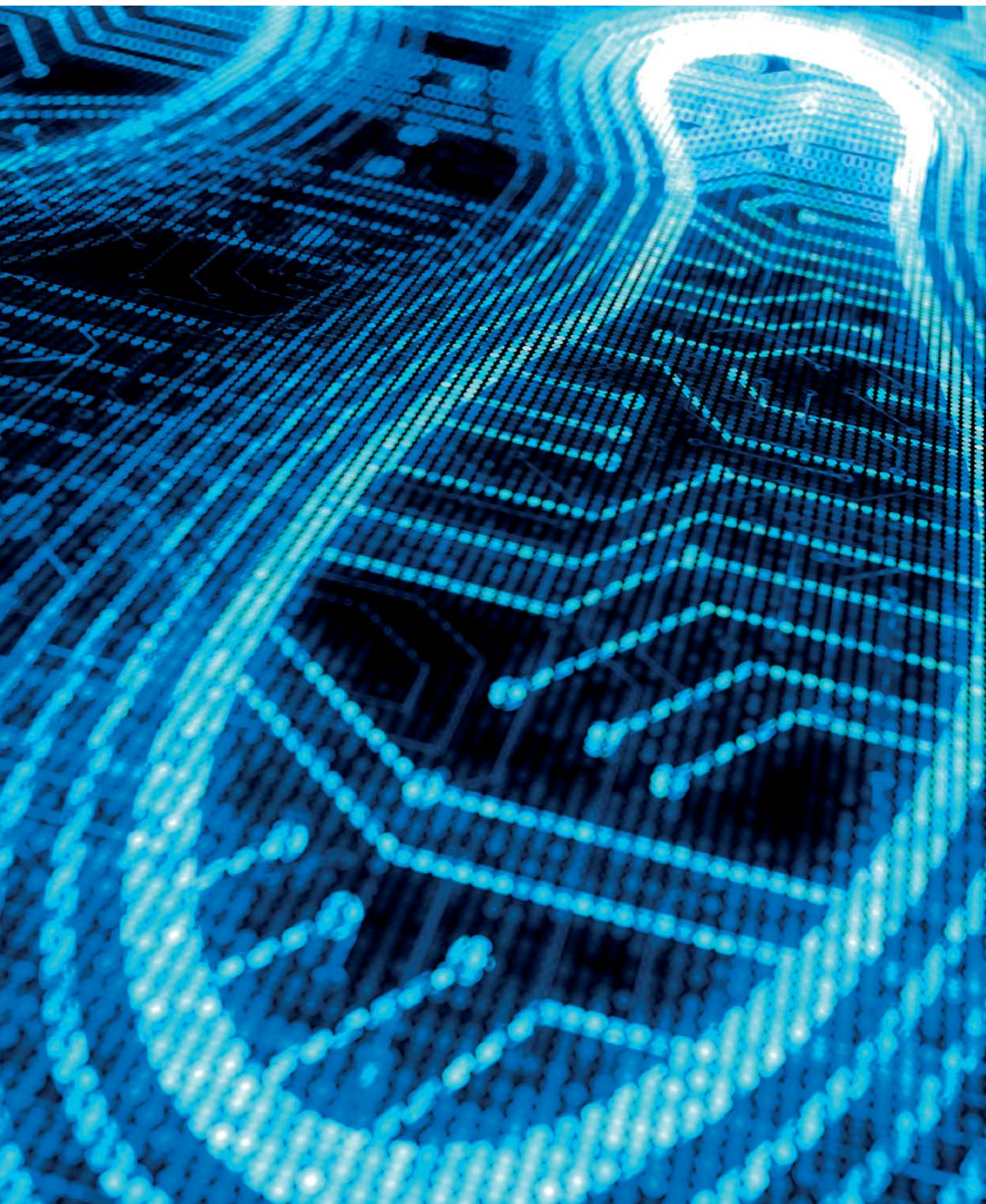
（カーボンの）物理的側面への対応

気候変動に伴う物理的リスクは、企業の事業体制に応じて、直接的または間接的に財務上重要なリスクとなり得ます。企業は、所有する物理的資産や（依存する）インフラに直接的な損害を受ける可能性があります。同様に、間接的にサプライチェーンや物流の混乱に対処する必要が生じる可能性もあります。私たちはどの企業が気候変動に伴う物理的リスクにさらされているかを分析し、そして、商業的解決策を提供する他の企業に存在し得る重要な機会を特定することを目指しました。

2024年の気候目標

私たちは炭素排出量の正確な測定と透明性のある報告が、企業や投資家が排出量の規模や発生源を理解し、炭素税などの気候移行リスクに対する潜在的な財務的影響を把握するために不可欠であると考えています。私たちは以前このテーマでエンゲージメントを行った2社と再度対話し、その進捗状況を確認しました。







著者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター

ESG

Capitalising on opportunities

機会の活用

ESG（環境・社会・ガバナンス）報告に関する利害関係者および規制当局の要求が変化
する中、技術的な解決の需要が高まっています。
法人顧客が自社の環境負荷、特にカーボン、
森林破壊、水資源などの課題を測定・管理・
報告できるよう支援する企業にとって、
新たな機会が生まれていると考察します。
そこで、当チームのポートフォリオで保有
しているテクノロジー企業2社に対して
エンゲージメント（対話）を実施しました。
同社らにとって、サステナビリティ
（持続可能性）関連ソリューションが
長期的な収益拡大に重要な推進要因に
なり得ると判断したためです。

ケーススタディ(1)

2024年1-3月期に、テーマ別エンゲージメントプログラムのカーボン分野の一環として、ドイツの多国籍ソフトウェア企業と対話しました。対話の目的は、同社が成長推進要因としているESGソリューション事業について理解を深め、収益機会の規模を適切に評価することでした。同社のサーキュラーエコノミー・ソリューション部門グローバル責任者との対話では、同社が開発を進める一連のサーキュラーエコノミー・ソリューションについて説明を受けました。同社は法人顧客と連携し、規制要件の遵守や持続可能性への目標の進捗管理を支援する、よりスマートな製品の設計・製造に取り組んでいます。加えて、コスト削減や分散といった財務目標の最適化にも努めています。同社はまた、カーボン排出量とプラスチック使用量に焦点を当て、これらの対策を自社の企業資源計画(ERP)およびサプライチェーン関連サービスに組み込んでいます。同社のこのような開発は、サステナビリティ関連規制やサステナビリティに対する顧客の意欲を背景として進められていますが、当チームは同社に対し、収益機会の規模を明確にし、投資家に開示するよう提案しました。新たな成長分野への投資やグリーンウォッシングのリスクの軽減などの、同社の優先事項に対して投資家の理解を得ることが重要であると考えます。企業は、ESG関連の製品やサービスを過度に強調するなど、自社のESG実績を誇張しないよう、ますます厳しく監視されるようになりました。

2024年4-6月期にCEOに改めて確認したところ、CEOが強調したのは、上記の開発に関連する売上が貢献している上に、より重要な事は、サステナビリティに関連するソリューションが、主力のERPおよびサプライチェーン関連サービスの販売を後押しできることでした。同社はまた、これらの機会によって想定される収益への貢献度合いを開示し、当チームはこれを高く評価しました。

ケーススタディ(2)

当チームのポートフォリオ保有の多国籍専門サービス企業は、サステナビリティおよびカーボン管理ソリューションを成長推進要因として位置づけています。2024年1-3月期に同社と対話を行い、同社の取り組みや収益機会について理解を深めました。エンゲージメントにおいて同社のグローバル・サステナビリティ・サービス責任者が指摘したのは、規制がサステナビリティ・ソリューションの需要を喚起する主要因となり得ること、ならびに同事業分野が業界のサステナビリティ関連以外の事業分野と比較して2倍の速度で成長していることでした。2027年までに、サステナビリティ・ソリューションの潜在市場規模が1,000億ドルに達すると、同社は試算しています。

エンゲージメントを通じて、同社が自社の事業で重要視する4つの機会分野へ優先的に取り組んでいることを把握しました。その4分野とは、次に関連するコンサルティングおよびテクノロジー・ソリューションです。(1) カーボンコミットメント(ネットゼロを含む)、(2) 規制に基づく測定・分析、(3) サプライチェーン(Scope3のカーボン排出管理など)、(4) グリーンソフトウェア(消費エネルギーが少なく、より持続可能なインフラで稼働し、使用電力の炭素排出量を考慮したコンピューター動作方法の作成・運用)。さらに、同社のサステナビリティ・サービスが競争優位性にどのように貢献しているかを確認しました。一例として、同社はロンドンを拠点とする製薬企業向けコンサルティングサービスの事例を紹介しました。同社は、契約更新時にサステナビリティ・モデルを組み込む提案を行った結果、成約でき、現在は報告用のESG指標の策定や新たなプロセスの構築に向けて協働しています。また同社は、ドイツの多国籍ソフトウェア企業との提携から得られる明確なメリットについても言及し、両社で製品およびソリューションを共同開発していると述べました。今後、この収益機会の実現状況を注視できるよう、同社にはサステナビリティに関連する収益のさらなる開示を提案しました。







著者



SORA UTZINGER
ヴァイス・プレジデント
ESGリサーチ

E S G

An eye on supply

供給状況への着目

自然関連リスクは、企業にとって最終利益への重大な脅威となる恐れがあります。例えば、企業は水、清浄な空気、受粉といった、天然資源や自然が提供する生態系サービスに依存している場合があります。このような「無償の共有財」は、規制や資源の希少化に伴い、将来的にコストが増加する可能性が高いと考えられます。企業はまた、自然環境に悪影響を及ぼす可能性もあり、特に規制の動向を踏まえると、重大な法的リスクや風評リスクにさらされる可能性があります。



自然関連の課題は、当チームのポートフォリオで保有している消費財企業にとって、財務上重要なリスクとなり得ると判断しました。この課題には、水不足のリスクや、商品の責任ある調達（例えば界面活性剤の主要成分であるパーム核油など）が挙げられます。同社は売上高の51～60%がパーム核油に依存していると開示しています。これは、欧州森林破壊防止規則（EUDR）¹のような規制を踏まえると、財務上重要な要因となり得ます。同規則の施行は延期されている（大企業には2025年末まで）ものの、企業にはトレーサビリティおよびコンプライアンス体制の改善実施が求められています。当チームのポートフォリオ保有企業におけるEUDRによる影響見込みに関する詳細については、過去号「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）（2024年秋号）」にてご確認ください。

2024年10–12月期に、自然への影響および自然依存に伴う財務上重要となり得るリスクについて、同社の管理体制への理解を深めるため、対話を行いました。

同社は水不足のリスクを管理するため、事業活動における水使用量の削減に取り組んでおり、2030年までに複数の目標を設定しています。その一例として、施設ごとの生産単位当たりの水効率を35%向上させることが挙げられます。同社は2020年に、130件を超える施設を評価して、水リスクの高い地域に立地する33施設を特定し、該当施設に対して重点的に取り組んでいます。該当施設では、地域の流域を把握し、水不足が生じた場合の行動計画を策定することが求められています。当チームは同社に対して、水に依存する売上高を定量化するよう提案しました。これにより、投資家がリスクの大きさをより明確に把握できると当チームは考えています。同社はまた、例えば製品イノベーションを通じて、消費者の製品使用時に伴う水使用量の削減にも取り組んでいます。この取り組みは、品質と使いやすさの点で優れた製品を顧客に提供すると同時に、資源の使用量を抑制することを目的としています。これにより、水やエネルギーの使用量を削減することで、最終消費者のコスト削減につなげることを目指しています。同社が消費者エクスペリエンスに注力していることが成功の鍵であると、当チームは考察します。

同社はこのようなリスク管理に向けて適切な措置を講じていると見受けますが、当チームは同社に対し、具体的な要請を行いました。その要請例として、（上記の）水に依存する売上高の定量化や、主要産地（インドネシアなど）から調達するパーム油の割合の報告が挙げられます。こうした情報により、投資家がリスクの大きさをより明確に把握できると考えています。

¹欧州森林破壊防止規則（EUDR）は、森林破壊による環境への影響に対処し、軽減するための政策枠組みです。該当する規則の詳細については、<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1115&qid=1687867231461>をご参照ください。



AUTHORS



RICHARD PERROTT
マネージング・ディレクター



ISABELLE MAST
エグゼクティブ・ディレクター



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

ESG

Getting (carbon) physical

(カーボンの) 物理的側面への対応

気候変動に伴う物理的リスクは、企業の事業体制に応じて、直接的または間接的に財務上重要なリスクとなり得ます。企業は、所有する物理的資産や（依存する）インフラに直接的な損害を受ける可能性があります。同様に、間接的にサプライチェーンや物流の混乱に対処する必要性が生じる可能性もあります。例えば、原材料価格の上昇や変動、在庫の不足、保険料の上昇などが挙げられます。



当チームは2021年にカーボンに関するテーマ別エンゲージメントを開始し、現在も継続しています。これまで、以下の重要分野3点に注目してきました。

1. 測定、報告、目標設定、移行計画。
2. 低炭素移行に関連する機会。
3. 気候変動に伴う物理的リスクおよび機会。

気候変動に伴う物理的リスク：概要

物理的リスクがすでに顕在化し始めている企業もあります。「Testing the Water（水資源の利用に関する検査）」（エンゲージメント・レポート2023年冬号）で取り上げたように、水不足は気候変動に伴う物理的リスクの一端です。気温の上昇に伴い、水不足や干ばつのリスクも高まると考えられます。これは、醸造所など、限られた地域の水資源に依存して事業（例えばビール製造）を行う企業にとってリスクとなります。

当チームのポートフォリオ保有企業のリスクとレジリエンス（回復力）への理解を深めるため、気候変動に伴う物理的リスクにさらされる可能性のある企業を分析するとともに、こうしたリスクの潜在的影響と、混乱を管理・軽減するために企業が講じている措置を評価しました。また、気候変動に伴う物理的リスクを特定、評価、管理するための商業的ソリューションを提供する企業にとって、財務上重要となり得る機会も特定しました。

気候関連リスクへの理解

気候関連リスクは、大きく以下のカテゴリーに2分されます²。

- **移行リスク**: 企業が低炭素経済への移行と適応を進めるうえで直面し得る財務上の影響。こうしたリスクは、政策変更、規制環境、技術動向、市場の需給の変化、企業の評判に関連する可能性があります。脱炭素化の加速により、必然的に特定のセクターが混乱に陥る可能性があります。例として、石炭生産や発電、炭素排出が多い金属生産、長期的には石油および石油に依存する産業（航空など）が挙げられます。一方、再生可能エネルギーや電気自動車などは恩恵を受ける可能性があります。
- **物理的リスク**: 気候変動に伴う地球規模の変化。物理的リスクはさらに急性リスクと慢性リスクに分類されます。急性リスクとは特定の事象に起因するものであり、例えば、ハリケーン、洪水、極度の高温およびそれに伴う山火事などの異常気象による事象が要因となります。一方、慢性リスクとは長期的な気候パターンの変化を指し、海面上昇や気温上昇などが挙げられます。

気候関連リスクとポートフォリオ

これまで、当チームの気候評価とエンゲージメントでは、主に移行リスクに焦点を当ててきました。なぜなら、特定の管区で進行中の政策や規制から、近い将来に影響を受ける可能性が高いためです。異常気象がより頻繁かつ深刻化する中、企業はより重大な気候変動に伴う物理的リスクに直面しています³。特に、複雑なグローバルなサプライチェーンを有し、かつ干ばつ、山火事、熱波、洪水、暴風雨などの予測不可能な気象パターンに脆弱な地域で事業を展開する企業が該当します。こうした状況を踏まえ、当チームのポートフォリオ保有企業が直面する気候変動に伴う物理的リスクについて、その財務上の重要性を評価することに注力しました。

表1
急性および慢性の物理的リスク

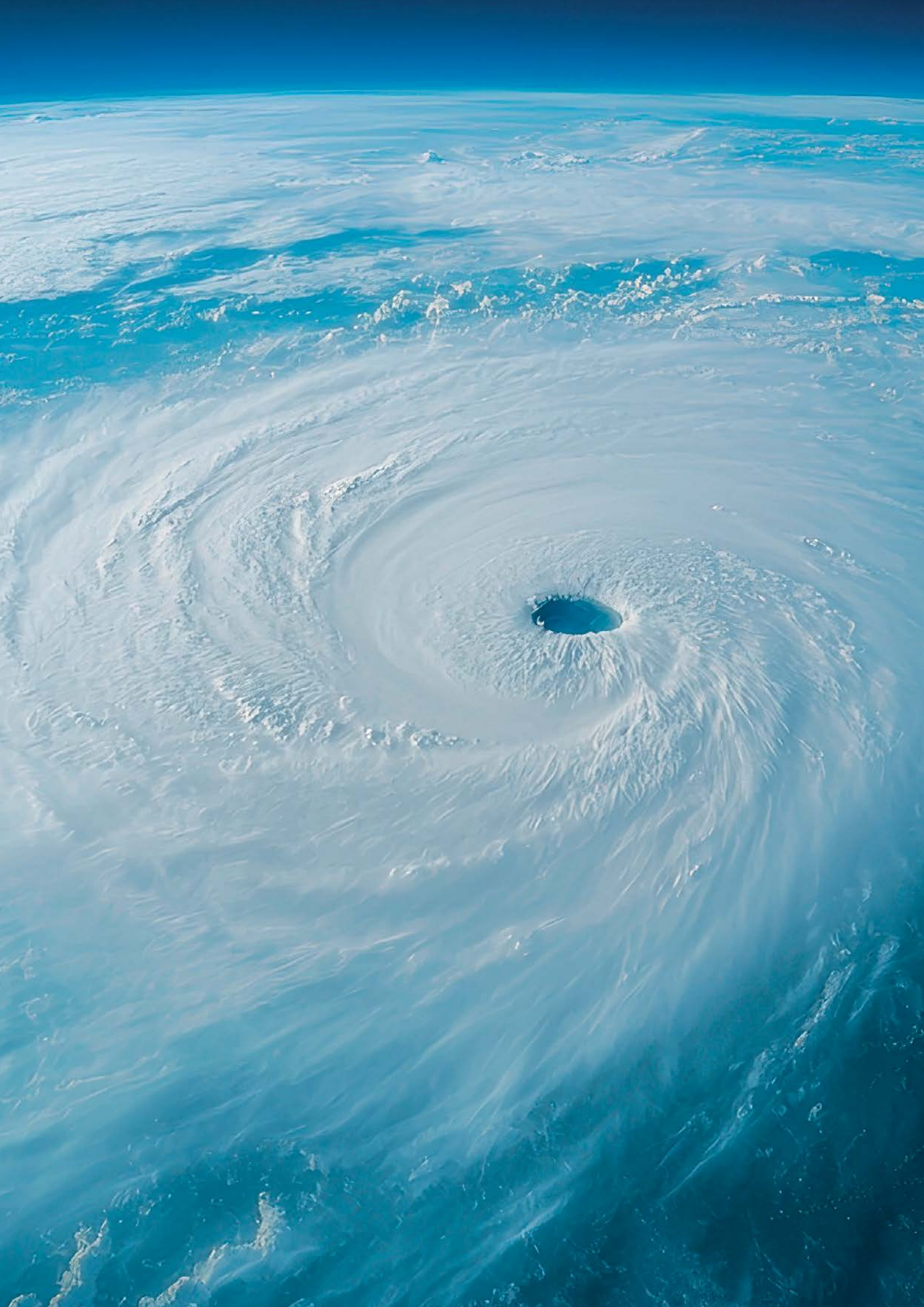
急性
■ サイクロンや洪水などの異常気象の深刻化
慢性
■ 降水パターンの変化と気象パターンの異常変動
■ 平均気温の上昇
■ 海面上昇
■ 生産能力の低下による収益の減少（輸送の困難、サプライチェーンの中断など）
■ 労働力への悪影響（健康、安全、欠勤など）に伴う収益の減少およびコストの増加
■ 既存資産の減損および早期償却（「高リスク」地域における設備・資産の損傷など）
■ 運営コストの増加（水力発電所や冷却を必要とする原子力・化石燃料発電所における水供給不足など）
■ 資本コストの増加（施設への損傷など）
■ 売上高や生産量の減少に伴う収益の減少
■ 保険料の増加および保険提供制限の可能性

出典：TCFD 最終状況報告書

²気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）が特定したとおり。

³出典：気候変動に関する政府間パネル（IPCC）（2021年）。気候変動 2021 - 自然科学的根拠。気候変動に関する政府間パネル第6次評価報告書への第1作業部会の貢献（第11章：気象および気候の極端現象）。ケンブリッジ大学出版。引用元：<https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/chapter/chapter-11/>

NASA（2025年6月17日）。NASAのデータにより、気象現象の深刻度が劇的に増加していることが判明。ガーディアン紙。引用元：<https://www.theguardian.com/world/2025/jun/17/nasa-data-reveals-dramatic-rise-in-intensity-of-weather-events>





まず、サードパーティのデータベンダーが提供する気候変動に伴う物理的リスクに関するデータを検討しました。しかし、入手可能なトップダウン型（包括的）データでは、企業のサプライチェーンと、特定のリスク要因となり得る個別の事業モデルとの関連性が考慮されていないため、十分な知見が得られないことを早々に認識しました。次に、独自のフレームワークを用いて企業の気候変動に伴う物理的リスクを調査・評価しました。この際、企業における調達から販売までのバリューチェーン全体のリスクを考慮しました。

当チームのポートフォリオ保有企業を定性的に調査した結果、気候変動に伴う物理的リスクが高い企業と、混乱の種類を特定できました。気候変動に伴う物理的リスクが財務上重要となり得ると判断した場合、当チームはこうした企業に対してエンゲージメントを実施し、リスクの内容と、当該企業がその管理・軽減に向けて講じている措置について、理解を深めるよう努めました。

ケーススタディ (1)

当チームのポートフォリオ保有の情報技術企業とのエンゲージメントでは、気候関連テーマの中でも特に、財務上重要となり得ると当チームが判断した気候変動に伴う物理的リスクについて詳しく

確認しました。同社は暴風雨が発生しやすいテキサス州で施設を運営し、水使用量の多い生産工程を有しており（いずれも直接的リスク）、さらに複雑なサプライチェーンを有しています（間接的リスク）。対話の中で、同社が長期的な視点で水関連リスクを検討する専任担当者を置いていること、また気象リスクと水関連リスク双方を管理するために様々な対策を講じていることを把握しました。例えば、新設の施設は最高水準の耐暴風雨基準に基づいて建設されています。さらに、新施設は水使用量を抑える設計とし、水使用状況も厳格に精査されています。サプライチェーンの観点から、同社は代替サプライヤー、在庫の余裕、代替エネルギー源を確保し、単一障害によるリスクを最小限に抑えるよう努めています。例えば、施設では発電機に依存するのではなく、別系統のバックアップ電源を備えています。総じて、同社の物理的リスク管理への取り組みを妥当であると判断しましたが、同社の取り組みが根本的な解決策ではなくリスク軽減策に留まっている点を踏まえ、長期的な水使用量削減目標を設定するよう要請しました。

ケーススタディ (2)

気候変動に伴う物理的リスクは、一部の企業には直接的な事業運営やサプライチェーンに財務上重要な混乱を招く要因となり得る一方

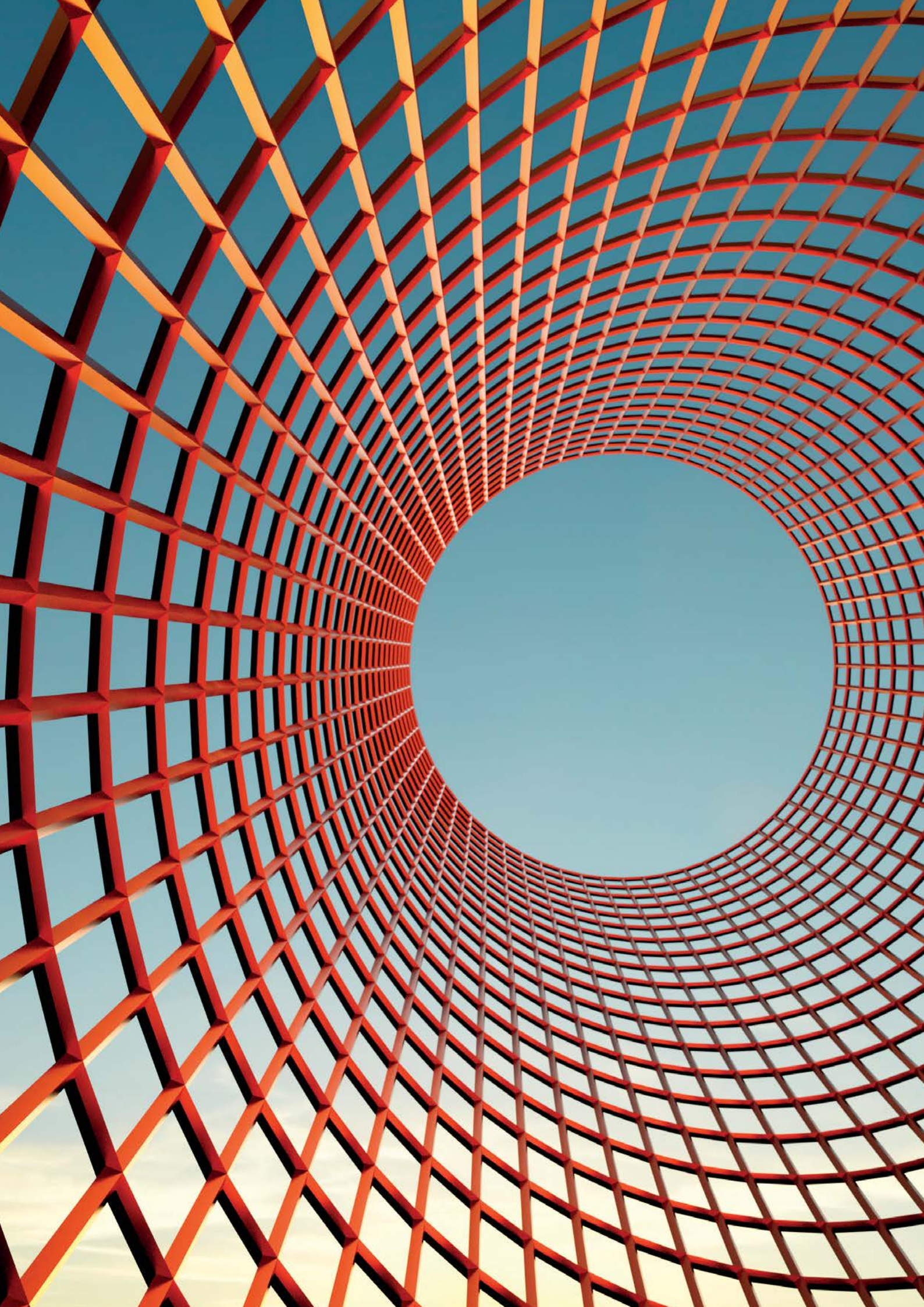


で、他の企業には財務上重要な機会となり得ます。例えば、こうした潜在的リスクを顧客が把握できるよう支援し、その管理・軽減に役立つ製品やソリューションを提供できる企業が後者に該当します。気候変動に伴う物理的リスクが財務上重要な機会となり得る要因について、当チームのグローバルポートフォリオ保有の大手保険ブローカー兼リスクコンサルタント企業に対してエンゲージメントを実施しました。エンゲージメントを通じて、気候変動に伴う物理的リスクの分析と軽減に顧客が関心を高めている状況から、同社が恩恵を受けやすい立場にあることを把握しました。同社は、自社の気候データとコンサルティング能力が競合他社に対して優位になると確信しています。こうした新サービスを既存製品と組み合わせることで、市場シェアの拡大または維持につなげていくと、当チームは考察します。

ケーススタディ (3)

ボトムアップのファンダメンタル分析により、大手デリバティブ取引所にとっては、気候関連リスクが財務的に重要となり得ると、当チームは判断しました。同所は、重要な先物市場の管理業務を担い、オフィスやデータセンターなどの物理的資産を運営しているため

です。エンゲージメントを通じて、同所が潜在的な混乱を想定した事業運営のストレステストを実施し、気候変動による混乱から物理的資産を保護するために強固なリスク管理体制を導入していることを把握し、前向きに評価しました。Scope3排出量に関しては、経営陣が外部コンサルタントを起用してカテゴリ 11 排出量（販売した製品の使用によって生じる排出量）の基準値を設定するとともに、定期的な進捗報告を約束しています。当チームは同所に対し、リスクの評価と軽減戦略の詳細な結果を含め、気候関連情報の開示を強化するよう要請しました。機会の面では、再生可能エネルギーと脱炭素化の取り組みによって拡大するカーボン排出量取引市場と遷移金属への需要から、同所は恩恵を受ける立場にあります。同所は、気候リスク評価の情報開示の強化と Scope3 排出量追跡の進捗によって、気候による物理的リスクと市場関連リスクの双方へ対処する体制について、重要な情報を提示することになります。さらに、COP29 交渉による追い風や遷移金属への需要拡大を活用することで、エネルギー転換を支援しながら価値を創出する有利な立場にあると、当チームは考えます。





著者



RICHARD PERROTT
マネージング・ディレクター



GREG HEYWOOD
ヴァイス・プレジデント

E S G

Climate targets in 2024

2024年の気候目標

「Spotlight on Carbon Emissions
(スポットライト：炭素排出)」

(エンゲージメント・レポート2023年冬号) で
取り上げたように、カーボン排出量の
正確な測定と透明性のある報告は、
企業や投資家が当該企業の排出量の
規模と発生源を把握するうえで不可欠であり、
ひいては炭素税などの気候変動に伴う
移行リスクが財務的に重要な影響を
及ぼす度合を把握するうえで、
極めて重要であると考えています。





ケーススタディ (1)

2021年に、温室効果ガス排出量について、当該IT企業に対して初回のエンゲージメントを実施しました。当時、同社は排出量の測定も報告も行っておらず、正式なカーボン削減目標も設定していませんでした。

そこで同社に対し、排出量の測定と報告を行うこと、ならびにSBTiの検証を受けた排出削減目標を設定するよう提案しました。その後、同社から招待を受け、同社が起用したサステナビリティに助言する大手企業とともに、排出削減目標を検討する協議に参加しました。

2022年に再度確認したところ、同社は初のESGレポートを公表しており、同レポートにて初めてScope1およびScope2排出量を報告していました。2024年には、同社は初めてScope3排出量を報告しました。また、当チームの提案に沿い、SBTiの検証を受けた短期的な排出削減目標を、設定する意向を表明しています。

ケーススタディ (2)

「Rising to the Challenge (課題解決に立ち上がる)」（エンゲージメント・レポート2022年号）で取り上げたように、2022年5月に、脱炭素化について、当該資本財企業に対して初回のエンゲージメントを実施しました。当時、同社はすでにScope 1およびScope 2排出量の削減目標を設定しており、最大の排出源であるScope 3の測定精度向上に取り組んでいました。同社には、(Scope 3を含む) 科学的根拠に基づく目標設定を検討する意向があるかを確認したものの、同社が既存目標に注力している状況を踏まえ、当チームは進展を期待していませんでした。2023年11月に再度エンゲージメントを実施したところ、同社がSBTiの検証を受けた短期的な排出削減目標を設定する意向を表明したばかりであることが判明しました。また、同社が2024年4月にその目標が設定されたこと、さらにScope 3削減目標を追加したことを把握しました。

Proxy voting reflections from 2024

2024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。

しかし、議決権行使の行為だけでは、特に重要な株主提案に対する賛成票が乏しい場合、往々にして、当該企業から軽視されがちです。これは、情報不足や課題への理解不足、あるいは議決結果に関与する株主の分散が原因です。そのため当チームはエンゲージメントと議決権行使という双方の役割を重要視しています。当チームは集中型ポートフォリオを運用し、多額の顧客資産を預かるファンダメンタル運用者であるため、平均以上に企業経営陣との接点を持つ機会に恵まれています。通常、年次株主総会（AGM、annual general meeting）に先立ち、企業と代理議決議題について意見交換する機会を得ています。時には企業からの招待を受けることもあり、当チームの意見を伝える機会にもなります。ただし、議決権を行使する前に、企業に対して議決方針を開示することはありません。

2024年における議決権の代理行使の振り返り

2024年には、96社のAGMにおいて1,708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8%（140件）であり、ポートフォリオ保有企業のAGMの70%（67社）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（26%）、株主提案（15%）に関連するものでした。



役員報酬

過去号（エンゲージメント・レポート2023年冬号）でも取り上げたように、当チームは役員報酬を特に重要なテーマと考えています。当チームは長期投資家として、ポートフォリオで保有する（つまり顧客が保有する）企業には、短期的な機会主義よりも長期的な判断を役員に対して奨励する報酬制度を導入することを望んでおり、著名投資家チャーリー・マンガー氏の「インセンティブが成果を左右する」という主張に同意しています。当チームはこのプロセスを非常に重要視しており、可能な限り独自のPay X-Ray評価フレームワークを用いて報酬制度を評価しています。企業に対して改善を提案するエンゲージメントを実施し、報酬制度に同意できない場合は反対票を投じています。合計221件の報酬関連議案に対して議決権を行使し、そのうち27%（60議案）について経営陣に反対票を投じました。

議決権の代理行使に関するケーススタディ

ケーススタディ(1)

2023年に続き、2024年にも、ポートフォリオで保有する、米国を基盤としてグローバルに展開する消費者信用情報機関の報酬制度に対し、反対票を投じました。主な理由は、年次賞与において1株当たり利益（EPS）への配分が過度に高い点、長期インセンティブ制度（LTIP、long-term incentive plan）において相対的な株主総利

回り（TSR、total shareholder return）への配分が高い点、ならびに「雇用維持型報酬」⁴の要素を見受ける点でした。資本利益率やオーガニック（既存事業）収益の成長といった企業のファンダメンタルズに連動する指標に基づき、長期の権利確定期間を設けた、完全に業績連動型の報酬制度を、当チームは奨励しています。

ケーススタディ(2)

当チーム独自のPay X-Ray評価フレームワークを用いて米国の医療機器・ヘルスケア企業の報酬制度を詳細に分析した結果、インセンティブ構造が過度に複雑であり、設定目標が容易に達成可能であると判断したため、Pay X-Rayスコアはマイナス評価となりました。過去にも同社の報酬制度に反対票を投じてきましたが、2024年のAGMにおいても再度反対票を投じ、エンゲージメントを実施して懸念事項を同社に伝える機会を設けました。当チームの主な懸念事項としては、(i) LTIPにおける「雇用維持型報酬」の割合が大きい点、(ii) 成績指標として相対的なTSRを使用している点であり、いずれも最適とは考えられませんでした。代替策として、業績に連動せず供与される株式オプションの代わりに、業績に連動した株式供与を提案し、また企業ファンダメンタルズに連動する指標を重視してTSRへの配分を減らしよう要請しました。

⁴「Show me the incentive and I will show you the outcome」（エンゲージメント・レポート2023年冬号）で取り上げたように、「雇用維持型報酬（Pay to Stay）」とは、経営陣が恩恵を受けるために、ただ解雇されないようにしていればよいという仕組みを指します。

ケーススタディ (3)

ポートフォリオで保有する、グローバルに展開する半導体企業の役員報酬に対し、反対票を投じました。主な理由は、同社の株式報酬が業績連動型ではないためです。資本利益率やオーガニック収益成長といった企業ファンダメンタルズに連動する指標に基づく、業績連動型LTIPの導入を、当チームは奨励しています。同社の役員報酬には数年にわたり反対票を投じてきましたが、進展を見受けられないため、報酬委員会委員長の再任にも反対票を投じることで、当チームの見解を示しました。

ケーススタディ (4)

米国を基盤とする専門サービス企業の報酬制度に対し、反対票を投じました。主な理由は、LTIPが完全にEPSに基づいているためです。EPSは操作が容易で、最適とは考えられない指標であり、長期的かつ複利的な価値創出よりも短期的な利益増加を優先する経営判断が促される恐れがあると、当チームは考えています。資本利益率やオーガニック収益成長といった企業ファンダメンタルズに連動する指標の使用を、当チームは奨励しています。加えて、報酬委員会が明確な根拠を示さずに賞与上限を200%から250%に引き上げた決定にも注視しました。

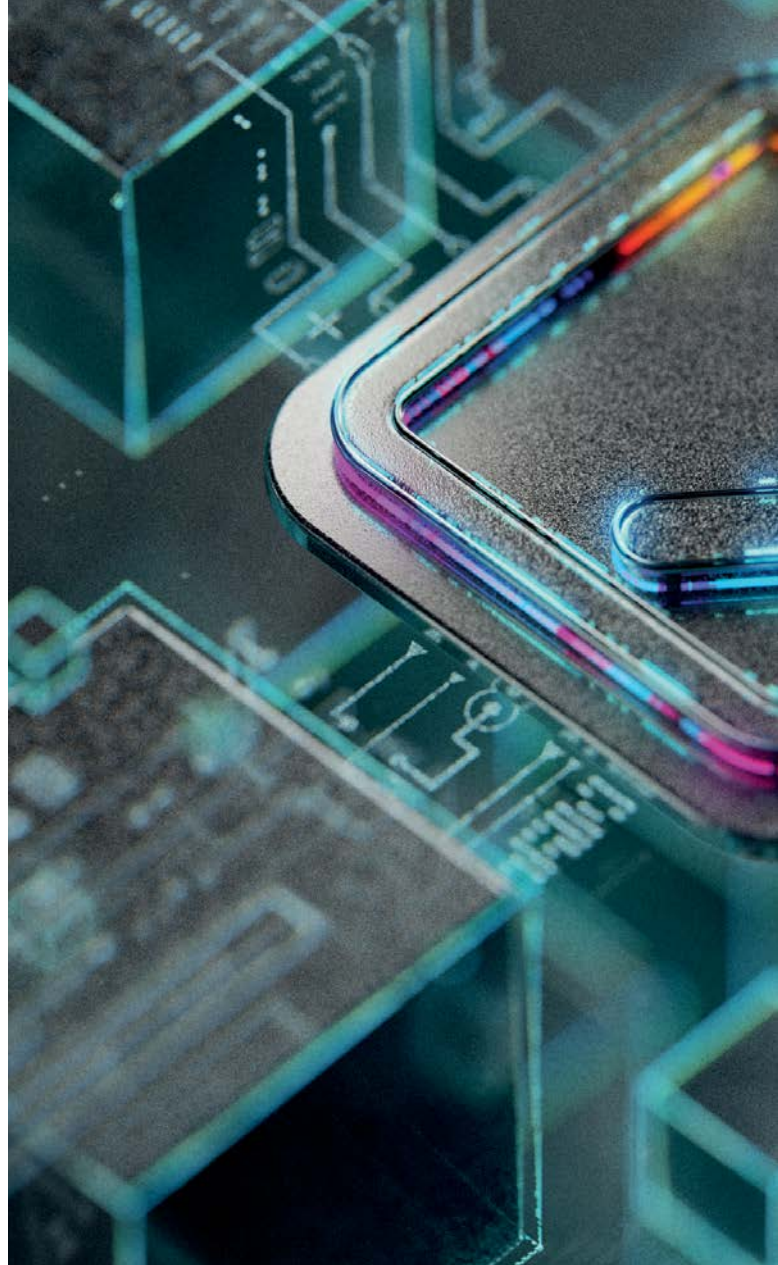
また、2週間前の通知で株主総会を招集することを承認する複数の議案を、経営陣が推奨したことも認識しました。通知期間の短縮により、株主が総会の準備・把握や議決権行使に十分な時間を確保できず、株主権の侵害につながりかねないと考え、これらすべての議案に反対票を投じました。

株主提案

当該期間中、株主提案は52件あり、当チームはそのうち22件(42%)について経営陣に反対票を投じました。株主提案に対する当チームの議決権行使の具体例を紹介します。

ケーススタディ (1)

当チームのポートフォリオ保有のグローバル半導体企業に対し、経営陣には反対票を投じ、株主提案には賛成しました。同提案は、製品のエンドユーザーによる不正使用を追跡するデューデリジェンス活動について報告を求めるものです。同社のチップが不正転用によって紛争で使用される潜在リスクがあるためです。同社に対してエンゲージメントを実施し、「兵器特化型」チップに対する徹底的な管理と関連当局との緊密な連携によって、リスクはある程度軽減されていると考察します。一方、汎用チップの市場への不正流入を阻止するのは困難であることも認識しています。しかし、同社のリスク状況および実施対策について、



当チームは透明性のある報告を期待します。報告書の作成に過度なコスト増加や業務負荷を伴わない限り、投資家に同社の対応を周知し、将来的な風評リスクを軽減につながると考察するためです。

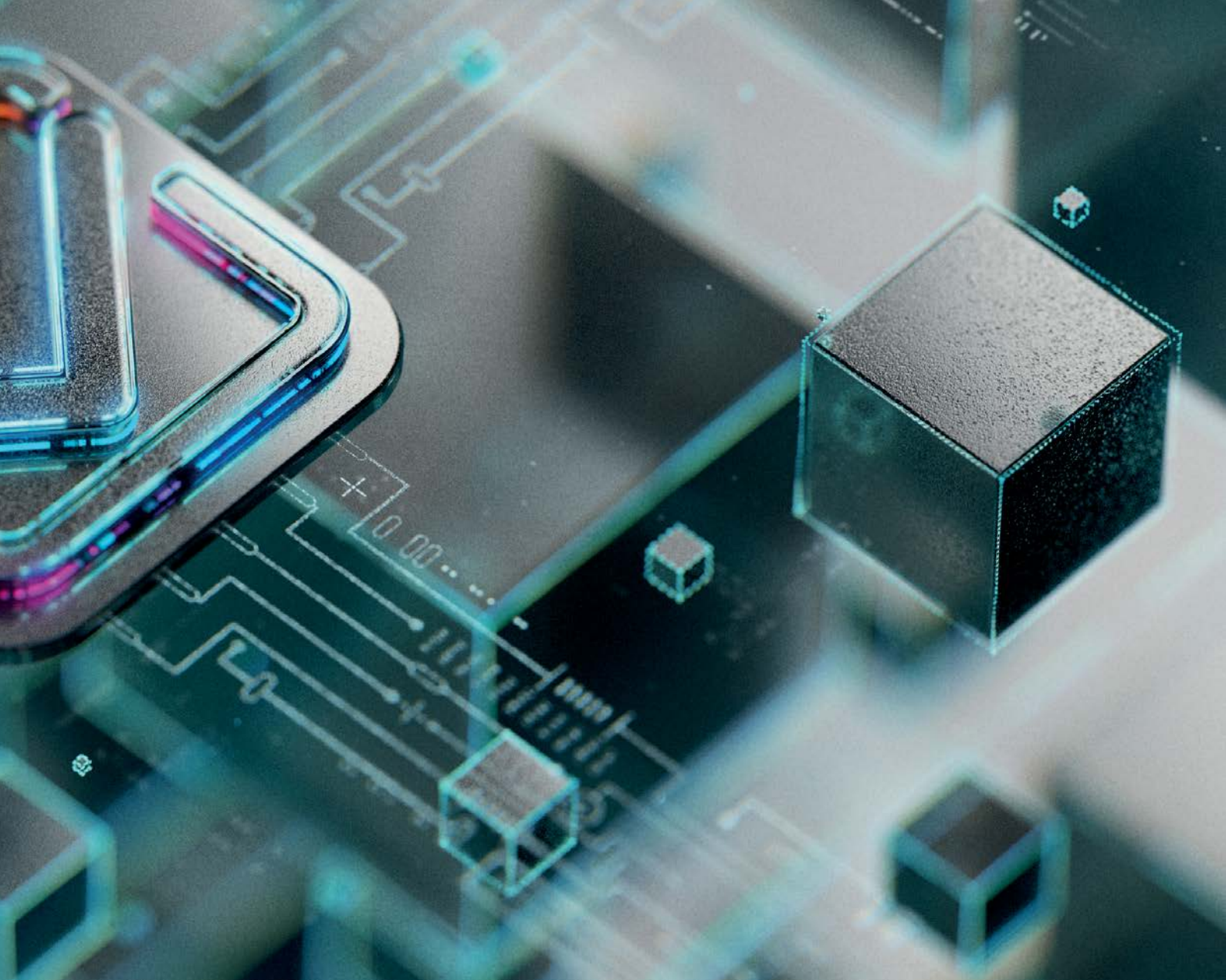
ケーススタディ (2)

米国テクノロジー複合企業における人工知能(AI)について、株主提案2件に賛成票を投じました。第1の提案は、同社の生成AIプラットフォームによって生成・拡散される誤情報および偽情報のリスク、ならびにそのようなリスクを軽減する計画について、同社に報告を要請するものでした⁵。世界経済フォーラムは、画期的なテクノロジーが急進展する一方で、規制環境が断片的で整備が追いつかない状況を踏まえ、誤情報および偽情報を今後2年間の最重要グローバルリスクとして位置づけています⁶。変化する脅威の全体像⁷と、同社が

⁵ 偽情報：虚偽または誤解を招く内容が意図的に作成・拡散されること。誤情報：そうした内容が偶発的に拡散されること。出典：<https://post.parliament.uk/ai-disinformation-and-cyber-security/>

⁶ 出典：<https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2025/in-full/>

⁷ 脅威の全体像とは、ユーザーグループ、組織、または特定の産業が影響を受ける、潜在的および既知のサイバーセキュリティ脅威の全範囲を指す。



直面する潜在的リスクを考慮し、当チームは同株主提案に賛成票を投じました。また本提案により、同社のリスク軽減策が充分であるかを投資家が評価できるよう、情報開示が強化され得ると考察します。第2の提案は、AIデータ調達の説明責任について同社に報告を要請するものでした。同社が外部データをAI製品の開発・訓練に使用することにより、法的、規制上、風評上の様々なリスク、特に著作権侵害に関連するリスクに同社が直面しているとの見解から、当チームは同株主提案に賛成票を投じました。本件に関する同社の開示計画は認識しているものの、関連リスクが財務上重要な要因となり

得る点を踏まえ、本提案の重要性を経営陣に示すために、賛成票を投じることが適切であると判断しました。

AIによる誤情報および偽情報のリスクに関する株主提案への反対票はわずか18.7%、AIデータ調達の説明責任に関する株主提案への反対票は36.2%であり、このようなテーマに対する株主の懸念が非常に高い水準にあることを示しています。

International Equity Team

インターナショナル・エクイティ運用チーム

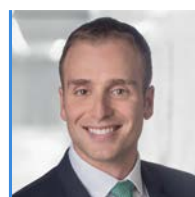
インベストメント・チーム



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



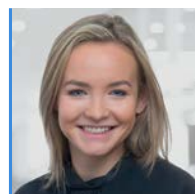
ANTON KRYACHOK
CFA
エグゼクティブ・
ディレクター



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



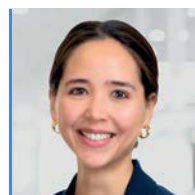
HELENA MILES
ヴァイス・プレジデント



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



JINNY HYUN
アソシエイト



TOYOSI SOMOYE
アナリスト

キャッシュ・マネジメント&
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
マネージング・
ディレクター

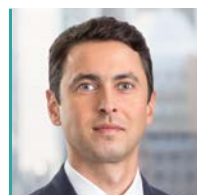
ポートフォリオ・スペシャリスト・チーム・
アジア 日本除く



DOMINIC TONGE
ヴァイス・プレジデント

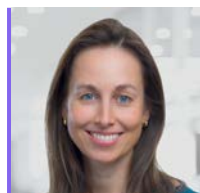


SARAH HUDSON
マネージング・
ディレクター

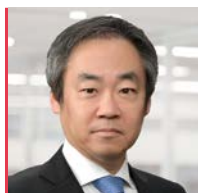


DAVID BERNARD
エグゼクティブ・
ディレクター

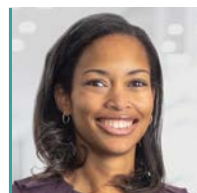
ポートフォリオ・スペシャリスト・チーム・
EMEA



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



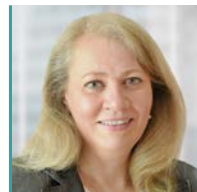
COLLEEN DYER
エグゼクティブ・
ディレクター



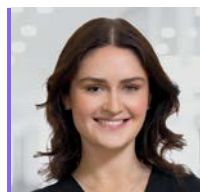
MONICA CARTA
エグゼクティブ・
ディレクター



MUNENORI YOSHIMI
CFA
エグゼクティブ・
ディレクター



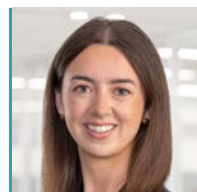
JULIA FORDE
ヴァイス・プレジデント



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