

サステナビリティ・アップデート

グローバル・オポチュニティ株式運用チーム | 2026年5月

グローバル・オポチュニティ株式運用チームの年次サステナビリティ・アップデートでは、運用プロセスにおける「HELP & ACT」フレームワーク、企業エンゲージメントの事例、およびポートフォリオの低炭素特性についてご説明します。

グローバル・オポチュニティ株式運用チームの運用プロセスは、ディスラプティブ・チェンジ、財務的健全性、環境および社会的外部性、ならびにガバナンスの観点からサステナビリティ分析を統合しています。私たちはサステナビリティを、企業のクオリティの一要素として捉え、ポートフォリオの全ての保有銘柄について、バリュエーション、サステナビリティおよびファンダメンタルズに関するリスクを考慮しています。

当運用チームの「HELP & ACT」フレームワークは、企業のクオリティ評価における統合を目的とした包括的アプローチであり、人々の健康、環境、自由、生産性への潜在的影響、ならびにエージェンシー、企業文化、信頼を確保するためのコーポレート・ガバナンスの指標を分析します。「HELP & ACT」は、多くのサステナビリティに関する基準の中から、企業が長期的に競争優位性を維持するのに必要な重要要素を選び抜き、分析が複雑にならないように設計されています。これらの重要なサステナビリティ要因は投資先選定において強制力を有しない範囲で運用プロセスに組み込まれています。

グローバル・オポチュニティ株式運用チームの各運用担当者は、クオリティ評価、議決権行使、ならびに投資先企業とのエンゲージメントにおいて「HELP & ACT」フレームワークを適用する責任を負っています。運用担当者は、主に企業経営陣との対話や公開情報から情報を取得しており、各種リサーチは補完的に活用しています。私たちはボトムアップ・リサーチに基づいて投資を行っており、業界内での相対評価に基づくサステナビリティ関連のレーティングを提供する外部機関に分析を完全に委ねてはなりません。

「HELP & ACT」の観点から企業を分析・評価

H ealth (健康) :	人々の生活の質と寿命の向上
E nvironment (環境) :	地球とそこに暮らす人々を守る
L iberty (自由) :	自由、平等性、プライバシー、安全性
P roductivity (生産性) :	持続可能な生産・消費形態の確保及びその向上を目指す
A gency (エージェンシー) :	株主との利益の方向性を一致させ、その利益の拡大を目指す経営陣たること
C ulture (企業文化) :	革新的な企業カルチャー、適応性、共通価値の奨励
T rust (信頼) :	財務諸表および経営の信頼性

著者



KRISTIAN HEUGH
マネージング・ディレクター
グローバル・オポチュニティ
株式運用チーム 運用責任者



MARC FOX
マネージング・ディレクター
グローバル・オポチュニティ
株式運用チーム
チーフ・オペレーティング・
オフィサー



RETO AMMANN
ヴァイス・プレジデント

当レポートは、個別運用口座における投資先選定において強制力を有しないと思われる特定の事項に関する事実情報を提供し、運用チームが採用している一般的なESGインテグレーション・アプローチ(重大なESG課題を投資先選定の強制力を有しない形で考慮したもの)について記載しています。運用戦略がサステナビリティをどのように考慮しているのかに関する詳細については、個別運用口座のガイドラインをご参照下さい。

当運用チームの分析では、このようなレーティングは数十の指標や数百のデータポイントに基づいて算出されているため、健全な事業運営を行う企業よりも、開示水準の高い企業が評価される結果となる可能性があります。私たちの見解では、サステナビリティ・レーティングに基づくアプローチは、投資家にとって一貫性に欠けた曖昧な結論を導くおそれがあります。そのため、私たちは開示率に基づくレーティングよりも、企業のファンダメンタルズにとって重要となり得る潜在的なリスクを重視しています。

当運用チームのクオリティ評価では、事業の長期的なファンダメンタルズのドライバーに対する重要度に基づき、投資を検討している各企業の主要なサステナビリティ関連の機会およびリスクを特定します。私たちの運用担当者は「HELP & ACT」フレームワークを用いて、企業間で一貫して適用される一連の質問を通じて、潜在的な影響を分析しています。

「HELP & ACT」は、2015年に国連で採択された「持続可能な開発目標 (SDGs)」¹ の概念に基づいています。SDGsは「貧困を撲滅し、地球を守り、誰もが豊かに暮らせるようにすること」を目的に、2030年までに成すべき17の目標と169のターゲットを掲げています。



健康 (Health)

私たちは、企業が人間の生活の質および寿命に前向きな影響をもたらしながら、持続的に事業を成長させることが可能であると考えています。

SDGs 目標3:「すべての人に健康と福祉を」は、乳児死亡率の低下、感染症の終息、開発途上国における保健医療資金の拡充、ならびに世界的な健康リスクに対する早期警戒体制の強化など、主として各国政府を対象としたターゲットです。² しかしながら、企業もその製品、サービスおよび事業活動を通じて、SDGsのターゲットおよび指標に貢献することができます。これには、心血管疾患、がん、糖尿病、慢性呼吸器疾患、交通事故、ならびに汚染に起因する疾病による死亡率の

低減や、手頃な価格のワクチンおよび医薬品の研究開発支援などが含まれます。

企業の製品、サービスおよび事業活動がもたらす健康面での正負双方の影響を分析するには、ヘルスケア分野にとどまらず、セクターや地域を横断して企業の潜在的な影響を検討する包括的なアプローチが必要です。

ヘルスケア分野における主な例としては、以下が挙げられます。

- 心血管疾患、腫瘍学、神経学、代謝性疾患等の治療領域において医薬品の研究開発を行う製薬会社およびバイオテクノロジー企業
- 医療機器、器具および診断装置を製造する医療機器メーカー
- 病院、検査、薬局運営、ソフトウェアおよびコンサルティングサービス等を含む医療サービスおよびヘルスケア・テクノロジー企業

なお、当運用チームのポートフォリオは、バリュエーションの観点から、通常、ヘルスケア・セクターをアンダーウエイトとしています。医薬品については、知的財産権の保護が将来的に失われることにより収益の急減リスクが生じ得るため、プレミアムなフリー・キャッシュフロー倍率を付与することが困難であると考えています。

ヘルスケア分野以外にも、健康およびウェルビーイングを起点として、業種を問わず企業が持続的に事業成長を遂げることが可能な分野が存在します。これには、以下が含まれます (ただし、これらに限定されるものではありません)。

- アパレルおよびフィットウェアメーカーは、身体的健康やメンタル・ウェルビーイングへの関心の高まりの恩恵を受ける可能性があります。
- ライドシェア・プラットフォームは、道路安全教育や非営利団体との連携を通じて交通事故の削減に貢献することができます。
- 衛生およびサニテーション関連企業は、商業施設、飲食サービスおよびホスピタリティ分野において清潔な環境を確保することで、感染症や食中毒の拡大防止に寄与することができます。
- 医療研究や災害支援および復興への慈善的支援
- 従業員の怪我防止のための研修、医療保障、育児休暇制度の提供など、身体的および精神的な健康を促進する職場の安全衛生施策は、人材の確保および定着に寄与します。

一方で、企業の事業活動、製品およびサービスは、アルコール³、たばこ⁴、汚染など、社会全体の医療コストを増大させる負の外部性を生み出す可能性がある点にも留意する必要があります。そのため当運用チームは、若年層におけるソーシャルメディア利用の増加や、それがメンタルヘルスおよびウェルビーイングに及ぼす潜在的な影響など、新たに顕在化しつつある健康課題についても、継続的にモニタリングを行い、経営陣とのエンゲージメントを実施しています。

環境(Environment)

企業は、環境フットプリントを適切に管理し、外部性を最小化するとともに業務効率を高めることで、地球およびその生態系の保護に貢献することができます。エネルギー、水およびその他の天然資源の消費を削減しつつ、排出、廃棄物および汚染を抑制することは、コストの低減および収益性の向上につながります。17のSDGs目標のうち7つは環境に焦点を当てており、生物多様性、気候、廃棄物および水といった課題に早急に対応する必要性を強調しています。これは、「将来世代が自らのニーズを満たす能力を損なうことなく、現在の世代のニーズを満たす」ことを目的としています。

当運用チームは、[SDGs目標13：「気候変動に具体的な対策を」](#)について、セクター横断的に、炭素強度および温室効果ガス排出量削減に向けた脱炭素化戦略（再生可能エネルギーへの投資を含み、[SDGs目標7：「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」](#)への移行を加速させるもの）を分析することで評価しています。

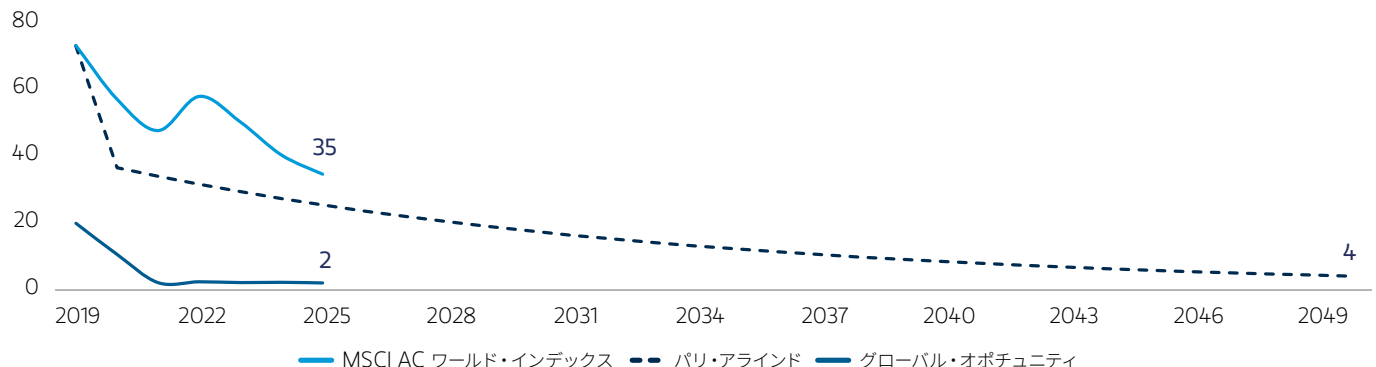
その他の環境リスクは業種によって異なり、以下のような点が挙げられます（これらに限定されるものではありません）。

- 土地利用や森林伐採に伴う生物多様性の喪失は、生息地の破壊、土壌侵食の進行、水系の分断を引き起こす可能性があり、特に農業、建設、林業、金属・鉱業、石油・ガスといった資本集約型産業において重要なリスクとなります。また、消費関連企業においては、ますます複雑化するグローバルなサプライチェーン全体にわたるリスク管理が求められます。
- 大気・陸域・海洋への汚染を最小化し、規制上の罰則や評判リスクを回避するためには、汚染防止および廃棄物管理が極めて重要です。海洋生物に被害を与えるプラスチック汚染や、埋立地から土壌や水系に有害物質が流出する問題は、化学、フードデリバリー、外食、繊維およびアパレル分野において特に重要です。
- [SDGs目標6：「安全な水とトイレを世界中に」](#)を支える水使用量および排水管理は、農業、食品・飲料、金属・鉱業、石油・ガス、繊維、公益事業において特に重要であり、また、水冷式データセンターを運営するインターネットおよびソフトウェア企業にとっても、新たな重点分野となっています。

なお、上記は網羅的または規範的なものではなく、環境リスクは通常、企業ごとに、資産レベルで評価されるべきものです。

グローバル・オポチュニティ運用戦略の保有企業は、ベンチマークと比較して、カーボン・フットプリントおよびカーボン・インテンシティが通常は低い水準にある

ファイナンス・エミッション強度（投資先企業のGHG（温室効果ガス）排出量）（売上高百万米ドルあたりの二酸化炭素排出量、単位：トン）



出所：MSIM, MSCI (2025年12月)

¹ 出所：国連。モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (MSIM) は、国連の持続可能な開発目標 (SDGs) が政府によって政府向けに策定されたものであることを認識しており、そのため、企業とのエンゲージメントにおけるテーマとSDGsが必ずしも完全に一致しない場合があることを理解しています。本資料の内容は国連によって承認されたものではなく、国連またはその職員もしくは加盟国の見解を反映するものではありません。持続可能な開発目標に関する詳細については、以下をご参照ください。 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals>

² SDGs目標3のターゲットおよび指標の一覧については、以下をご参照ください。 https://sdgs.un.org/goals/goal3#targets_and_indicators

³ ターゲット3.5：「麻薬を含む薬物やアルコールなどの乱用を 방지、治療をすすめる」

⁴ 当運用チームのポートフォリオは、10年以上にわたり、たばこおよびその他の喫煙関連製品の製造を主たる事業とする企業には投資していません。私たちの分析では、がんやその他の喫煙関連の非感染性疾患の治療に伴う医療コストが社会全体に外部化されていることから、たばこメーカーの競争優位性は持続可能ではなく、一般にたばこ企業は販売数量の減少を背景に価格上昇に依存することで過度に収益化されていると結論付けています。SDGs目標3の主要なターゲットには、「2030年までに、予防や治療をすすめる、感染症以外の病気で人々が早く命を失う割合を3分の1減らすこと」（ターゲット3.4）および、「すべての国で、たばこを規制する条約 (WHO FCTC：世界保健機関たばこ規制枠組条約) で決められたことが実施されるよう、必要に応じて取り組みを強める」（ターゲット3.a）が含まれます。たばこの使用により、毎年700万人以上が死亡しています（出所：WHO FCTC）。

⁵ ターゲット3.9：「2030年までに、有害な化学物質や、大気・水・土壌の汚染が原因で起こる死亡や病気を大きく減らす」

⁶ SDGs目標6：「安全な水とトイレを世界中に」、SDGs目標7：「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」、SDGs目標11：「住み続けられるまちづくりを」、SDGs目標12：「つくる責任つかう責任」、SDGs目標13：「気候変動に具体的な対策を」、SDGs目標14「海の豊かさを守ろう」、SDGs目標15：「陸の豊かさを守ろう」。

⁷ 国連ブルントラント委員会 (1987年) <http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>

自由 (Liberty)

自由とは、正当な制約や恣意的な政府権力による介入を受けることなく行動できることを指します。個人に当てはめると、自由とは、個人の自律性、財産を所有する権利、ならびに他者の権利を侵害することなく意見を表明し行動する自由を意味します。⁸

投資の文脈において、自由の原則は、企業の製品、サービスおよび事業活動が、人権、アクセス、安全性およびプライバシーを含む個人の自由や平等を支えているか、あるいは損なっているかを評価するための枠組みを提供します。国連グローバル・コンパクト⁹は、世界中の数多くの組織が支持している人権および環境に関する原則の概要を示しています。

当運用チームは、自由を尊重・保護する企業は、規制に対する耐性が高く、労働力における人材の維持や、忠誠度の高い顧客基盤の獲得につながる可能性があると考えています。一方で、自由を制限したり、個人のプライバシーを侵害したりすることで自由の原則に反する企業は、規制当局による措置、訴訟、評判の低下、さらには利用者からの信頼喪失といったリスクに直面する可能性があります。例えば、以下の点が挙げられます。

- 労働慣行：従業員の移動を制限すること、過度な監視を行うこと、内部通報を抑制すること、あるいは団体交渉や組織化を制限することにより、企業が個人の自由を制約する場合があります。
- データ監視：デジタル・プラットフォームは、同意のもとで、個人情報、画像、動画等を共有する社会的つながりを数十億人規模で形成しています。企業は、政府による個人監視のためにデータを共有することや、個人の自律性を制限することが、個人の自由にも及ぼす影響とのバランスを取る必要があります。
- コンテンツ・モデレーション：デジタル・プラットフォームは、情報の配信やコンテンツの優先順位付けを行うアルゴリズムを通じて、自由に影響を及ぼします。表現の自由へのコミットメントを維持しつつ、有害性の低減とのバランスを図る透明性の高い方針を策定することは、これらのプラットフォームにとって重要なリスク低減策となるでしょう。
- アクセス・セキュリティ・プライバシー：アクセス、安全性およびプライバシーは個人の自由の基盤であり、これらが確保されていなければ、特に個人のアイデンティティが不安定な状況において、人々は自由に考えを探索したり、異議を唱えたりすることができません。
- アクセス：企業は、透明性のある価格設定のもとで相互運用性を支えるアクセスしやすいサービスを提供することで、自由を尊重することができます。一方で、選択肢を制限するクローズドなエコシステムや、デジタル財の移転を制限するデジタル著作権管理は、自由を損なう可能性があります。

- セキュリティ：企業は、サイバーセキュリティ対策、暗号化の実践およびインシデント対応を通じて、個人データおよび金融口座を保護する必要があります。
- プライバシー：企業は、データ最小化の原則、同意の仕組み、データ保存方針を整備し、利用者によるプライバシー管理機能を提供するとともに、アルゴリズムによる差別を防止するための保護策を講じることができます。

生産性 (Productivity)

株式投資家として、当運用チームは本質的に楽観的な立場にあります。私たちは、宇宙の仕組みに関する理解を深めることで人々の生活をより良くする企業を見出すことを重視しています。

過去一世代にわたり、世界の生産性は約6倍¹⁰に拡大しました。これは、技術革新が中国、インドをはじめとする新興国において先進国との格差を縮小し、生活水準の向上に寄与したことによるものです。生産性の向上は、インターネットやモバイル端末の普及といった技術進展や、インフラおよび製造分野への設備投資を通じてサプライチェーンがグローバル化したことによりもたらされてきました。[SDGs目標9：「産業と技術革新の基盤をつくろう」](#)を支える生産性向上の例としては、以下が挙げられます。

- 人工知能 (AI) は、小売業の顧客対応、ソフトウェア開発、医療診断・画像解析、教育分野など、幅広い産業において生産性を再加速させる可能性があります。
- 自動運転車 (AV)、農業、建設、防衛、保険、物流および輸送分野における技術革新は、燃料コストの削減や致命的な事故の減少につながる可能性があります。
- ロボティクスは、自動車、Eコマース、物流、外科手術、資源採掘産業などにおいて自動化を可能にします。
- ブロックチェーンは、国境を越えた決済、リアルタイム決済、スマートコントラクト、資産のトークン化など、金融サービスの効率性を高める可能性があります。
- ソフトウェアは、組織における労働生産性の管理を支援します。

「ACT」は、エージェンシー、企業文化および信頼を確保するためのコーポレート・ガバナンス施策に焦点を当てています。

コーポレート・ガバナンスとは、株主の利益を守るために企業を統治・管理する仕組みであり、企業経営に関する規則や慣行を含みます。¹¹この牽制と均衡の仕組みには、経営陣のインセンティブ設計、独立性と関与度の高い取締役会、株主の権利、会計の透明性、資本配分などの重要な要素が含まれます。ガバナンスは、企業が説明責任を果たし、長期的な株主価値の最大化を目指して事業を運営するうえで不可欠な要素です。

⁸ 出所：Wex (コーネル大学ロースクール)。

⁹ 国連グローバル・コンパクトの10原則は、世界人権宣言、労働における基本的原則及び権利に関する国際労働機関 (ILO) 宣言、環境と開発に関するリオ宣言、ならびに国連腐敗防止条約に基づいています。 <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

¹⁰ 出所：マッキンゼー、データは2024年3月時点。

¹¹ 『上場企業のコーポレート・ガバナンス (The Corporate Governance of Listed Companies)』、CFA協会、2018年。

エージェンシー (Agency)

エージェンシーとは、本人（プリンシパル）が代理人（エージェント）に対し、自らに代わって行動することを委任する関係を指します。

企業の長期株主として、当運用チームは、企業経営陣（エージェント）と株主（プリンシパル）の利害が一致していることを確保することが極めて重要であると考えています。これにより、インセンティブの不一致、逆選択、情報の非対称性などに起因して、経営陣が株主の最善の利益に沿った行動を取らない可能性が生じる、いわゆるプリンシパル・エージェント問題を回避することができます。

そのため当運用チームは、経営陣が企業に対して十分な持分を保有し、いわゆる「スキン・イン・ザ・ゲーム」を有していることを重視しています。また、経営陣のインセンティブについても評価しており、操作されやすい1株当たり利益の短期的な成長ではなく、長期的な価値創造に経営陣の関心を向けるよう設計された業績目標が設定されているかを確認しています。投下資本利益率、収益性、ならびに3年程度の期間で測定される株主総利回りといった指標は、経営陣が長期株主の利益と整合していることを示すものと考えています。

例えば、当運用チームは、経営陣が企業の重要な持分を保有するイタリアの高級ブランドや、創業者兼CEOの報酬が、長期株主の利益と整合した目標を伴う複数年の株式報酬のみによって構成されている宿泊・体験型マーケットプレイスに投資してきました。

また当運用チームは、インサイダー中心の取締役会、ポイズンピル、複数の議決権クラスといった、少数株主の権利を制限する条項のほか、創業者、企業、政府による大口持分の保有など、少数株主の利益との不整合を招く可能性のある要素についても考慮しています。私たちは、エージェンシーおよびインセンティブの整合性が、企業の質を評価するうえでの重要な出発点であると考えています。

企業文化 (Culture)

企業文化とは、ある集団を特徴づける、共有された価値観、信念および行動様式を指します。

当運用チームは、企業文化が企業の長期的な成功を左右する重要な要因であると考えています。私たちは、創造性、規律性、革新性、あるいはプロセス重視といった、各企業の主要な文化的差別化要因を深く理解することを重視しています。これにより、投資家として、それぞれの事業が持つ独自性をよりの確に把握することが可能になります。

例えば、約200年前前に創造的な職人によって設立され、卓越したクラフツマンシップと伝統的な製造技術に重点を置く欧州の高級ブランドは、効率性や技術的リーダーシップに支えられた米国のEコマース企業とは、企業文化の面で明確に異なります。私たちは、イノベーションと製品開発を重視する企

業文化を育てているカナダのEコマース・ソリューション提供企業に投資してきましたが、同社では、企業の運営原則を理解させるためのハンドブックが、入社初日にすべての従業員に配布されています。

企業文化は、企業が人材をどのようにマネジメントしているかによって示されることも少なくありません。多様なスキルや視点を備えた人材を惹きつけ、定着させるための人的資本管理に対する企業の取り組みは、事業の長期的な成功にとって不可欠です。私たちはまた、企業の人的資本管理の状況を独立して反映する従業員エンゲージメントに関する評価など、さまざまな情報源も参照しています。

信頼 (Trust)

「相手が善良かつ誠実であり、自分に害を及ぼさないと信じること。」¹²

投資家として、当運用チームは、企業の経営陣が透明性の高い財務報告を開示し、事業の業績を適切に把握できることを信頼できなければなりません。私たちは、内部統制の不備や規制当局による監視に関する注記など、財務諸表の脚注に表れる積極的すぎる会計処理の兆候を回避するよう努めています。また、関連会社、顧客、サプライヤーとの取引に伴う関連当事者リスクは、財務状況を歪める可能性がある点にも留意しています。

さらに当運用チームは、経営陣が事業の長期的な持続可能性を念頭に置いて資本配分を行うことを信頼できる必要があります。それと同時に、短期的な市場予想への対応に終始するのではなく、今後3年から5年にわたり事業成長を図るために利益を再投資してきた実績を有する経営陣を持つ企業とのパートナーシップを重視しています。適切な場合には、自社株買いについても前向きに評価しています。

私たちは、投資家が事業の潜在的なリスクおよびリターンを評価できるだけの十分な情報開示を求めています。配当、自社株買い、合併・買収、設備投資などを含む資本配分の実績を精査するとともに、投下資本利益率の高いプロジェクトに対して合理的に資本が配分されているかを確認しています。最終的には、数値が実態を正確に反映していること、そして経営陣が株主から託された資本を最も効果的な形で配分できると信頼できることが不可欠です。

例えば、数年前、当運用チームはガバナンス上の懸念および会計の透明性の欠如を理由に、アジアのインフラ関連企業への投資を売却しました。同社の年次報告書において、単一の関連当事者取引に関する収益認識をめぐる、監査人と経営陣との間に見解の相違があることを示す脚注を確認しました。その後、詳細な分析を行った結果、積極的な会計処理が事業ファンダメンタルズの悪化を覆い隠していた可能性が高いと判断しました。しかし、その後も、いずれのセルサイド・アナリストもこの点を指摘しておらず、この新興市場におけるデューデリジェンスの不足やガバナンスへの関心の低さが示唆されました。

¹² 出所：ケンブリッジ英英辞典。

一方で、当運用チームは、チーム発足当初から、買収を主導することで事業全体の利益率改善を実現してきた優れた実績を持つ経営陣を評価し、デンマークのフォーディング企業（貨物利用運送事業者）に投資してきました。また、上場後の短期的な株価への悪影響を厭わず、将来成長への投資を継続する経営陣の姿勢を評価し、ソーシャルネットワーク企業にも投資してきました。これらはいずれも、経営陣が資本の優れた管理者であることを示しています。

不十分なガバナンスや会計統制は、持続的な競争優位性や長期的な成長見通しを有する優良企業であっても、その成功を損なう可能性があります。万能な解決策は存在しませんが、私たちは、受託者責任に照らし、「HELP & ACT」フレームワークを投資プロセスに組み込むことが、リスクの低減に資すると考えています。

投資先企業とのエンゲージメント (Engagement With Portfolio Companies)

当運用チームは、企業の証券価値に影響を及ぼし得る重要なサステナビリティ上の機会およびリスクに焦点を当て、各事業の特性に応じたテーマについて、企業経営陣とのエンゲージメントを行っています。そのため、エンゲージメントの優先事項は企業ごとに異なり、地域による一律の区分は行っていません。私たちの調査では、サステナビリティに関する機会のみならず、投資判断に影響を及ぼし、場合によっては投資先証券の売却、あるいは投資を見送る判断につながるリスクも特定されています。

企業とのエンゲージメントにおいて、当運用チームの運用担当者は、各事業にとって関連性が高いと考えられるテーマについて議論を行うのが一般的です。経営陣に対して通常投げかける主な質問の例としては、以下が挙げられます。

- 貴社にとって最も重要なサステナビリティ上の機会は何ですか。
- 貴社にとって最も重要なサステナビリティ上のリスクは何ですか。
- 経営陣のインセンティブは、株主の利益とどのように整合していますか。

2025年を通じて、当運用チームは複数の投資先企業と、さまざまなテーマについてエンゲージメントを実施しました。これには、以下のような事例が含まれます。

ラテンアメリカのEコマースにおける企業文化と金融包摂



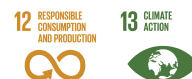
当運用チームは、ラテンアメリカにおけるEコマースおよびフィンテック・プラットフォームを運営する企業の経営陣と面談し、経営体制の移行期における企業文化の維持と金融包摂について議論しました。

金融包摂は、ラテンアメリカ全体においてなお発展途上の段階にあり、[SDGs 目標8：「働きがいも経済成長も」](#)を達成するうえで重要な要素です。メキシコでは、多くの消費者がこれまで信用商品を利用した経験がなく、またブラジルでは、多くの消費者が従来型の金融機関を利用しています。同社は、既存の銀行が、提供が難しい特定の層へのサービスを敬遠してきた結

果、投資や融資といった金融商品へのアクセスを持たない人々が広範に存在していると考えています。信用浸透率の低さは、今後の大きな成長余地を示しており、同社は、フィンテック分野の機会はEコマース以上に大きい可能性があると考えています。フィンテックを通じた金融包摂の成功例として、同社はアルゼンチンでの事業展開を挙げています。数年前、アルゼンチンでは、4,000万人の人口のうち、投資口座を保有していたのはわずか1%（約40万人）に過ぎず、同社は、オンライン注文における送料無料を当初懐疑的に見ていた従来型小売業と同様の発想で、預金に対して損失を伴う利息を支払うべきかどうかを検討しました。その後、同社のフィンテック・プラットフォームを通じて投資を行う顧客は1,800万人に達し、同プラットフォームは国内最大のマネー・マーケット・ファンドを提供しています。同社は、リスク管理を重視し、資金調達戦略についても慎重な姿勢を維持するとともに、不良債権の動向を継続的に監視していると述べています。

経営陣は、同社の独自性を形作ってきた創業者主導の企業文化を維持することに強く注力しています。企業文化の一貫性は戦略的資産と位置付けられており、創業者が引き続き会長職を務めていることや、急拡大する従業員数に対応しつつ文化的価値観を浸透させるための正式な仕組みによって支えられています。物流部門の従業員数が8年間で65人から7万人超へと急増するなか、人材採用においては、倉庫業務の経験よりも企業文化との適合性が重視されました。スタートアップとしてのマインドセットを維持するため、採用判断は極めて慎重に行われています。同社は、オープンさ、柔軟性、課題解決力、そして働き方への継続的な再投資といった中核的行動様式への共感を持つ、初めて就業する人材の採用も意図的に進めてきました。初期の上級管理職の採用においても、事業拡大の過程でカルチャーを再現・定着させることが重視され、創業者から現場の従業員に至るまで、人材マネジメントを最優先事項とする姿勢が示されてきました。企業文化の拡張性を確保するため、経営陣は、率先垂範と内部プロセスの継続的な見直しを求めています。戦略面では、長期的視点に基づく意思決定へのコミットメントを維持しており、その一例として、送料無料の適用基準を引き下げること、長期的な顧客関係を強化し、低価格帯商品の需要を拡大することで、今後10年にわたりプラットフォームとしての存在感を確立する方針が挙げられます。同社の基本的な方針は、引き続き破壊的であり続け、スタートアップ精神を維持しつつ、独自のカルチャーを支えるオペレーション体制をスケール可能な形で構築することにあります。

フットウェア産業における脱炭素化と責任ある生産



当運用チームは、フットウェア・ブランドメーカーの経営陣と面談し、企業戦略および脱炭素化への取り組みについて協議しました。

同社は、Science Based Targets initiative (SBTi) へのコミットメントを表明し、その進捗を主要な業績評価指標として測定していることから、[SDGs 目標13：「気候変動に具体的な対策を」](#)との高い整合性を示しています。すべての新製品につい

ては、SBTiに対する潜在的な影響度に基づき、グリーン、イエロー、レッドの色分けによって分類されています。同社の目標は、[SDGs 目標12：「つくる責任 つかう責任」とも整合して](#)おり、素材の活用におけるイノベーションを継続しています。その結果、リサイクル素材の使用拡大や染色技術の進化により、近年、シューズのアップパー部分におけるカーボン・インテンシティ（炭素強度）は大幅に改善しています。

一方で、同社は、カーボン・インテンシティの削減がより困難な分野として、シューズのフォームソール部分にも注力しています。素材のイノベーションとロボティクスを組み合わせ、製造工程数を大幅に削減する新たな製品技術は、既存モデルと比較して、アップパー部分のカーボン・インテンシティを最大75%低減できる可能性を有しており、現在、同技術を他のモデルにも展開する取り組みが進められています。この技術は再生可能エネルギーによる電力のみで稼働可能であり、また、製品の販売地域に近接した場所にロボット設備を設置することができるため、輸送距離およびそれに伴う排出量の削減を通じて、さらなる炭素フットプリントの低減が期待されています。

同社は引き続きサステナビリティへの取り組みに注力しており、インパクト・レポートの年次更新を継続しています。

エネルギー管理ソリューション における サステナビリティ



当運用チームは、エネルギー管理ソリューションを提供する企業のCEOと面談し、エネルギー需要の増加を背景とした戦略的優先事項およびサステナビリティへの対応機会について議論しました。

CEOは、同社が電化、オートメーションおよびデジタル・エネルギー管理への世界的な移行の中心的位置にあることを強調しました。サステナビリティへの需要が引き続き高まる一方で、中国およびインドの急速な成長や、人工知能 (AI) に伴う計算処理負荷の加速といった構造的要因により、世界のエネルギー消費は増加しています。これらの動向は、電化技術の加速的な導入を支え、[SDGs 目標9：「産業と技術革新の基盤をつくろう」](#)に資する高度な電力、オートメーションおよび効率化ソリューションの必要性を一層強めています。

経営陣は、今後10年間にわたり、データセンターおよびデータ処理能力が大幅に拡大するとともに、地政学的な分断が進むと見込んでいます。これらの両方の潮流は、より俊敏で強靭かつテクノロジー主導のエネルギーシステムを必要とします。戦略的な優先事項は、電化、オートメーションおよびインテリジェンス分野における技術的リーダーシップの強化、生産性および効率性の向上、ならびに資産ライフサイクル全体にわたる高付加価値のデジタル・サービスの拡大に置かれています。同社は、半導体技術の進化により、より高出力のグラフィックス・プロセッシング・ユニット (GPU) が普及することで、発熱量およびエネルギー負荷が増大すると指摘しています。チップの高速化・高温化が進む中で、電力密度が将来的に頭打ちになった場合であっても、液冷技術は不可欠となり、関連機器に対する実質的

な需要が見込まれています。同社は、ハードウェアの数量拡大を重視するのではなく、ソフトウェアおよびデジタル・サービスの浸透を高めることで、長期的な「デジタル・フライホイール」を強化する方針です。

CEOは、同社が20年にわたり事業モデルにサステナビリティを組み込んできた実績を強調しました。同社のサステナビリティ戦略は、責任ある企業でありたいという考えを起点とし、事業活動全体においてエコシステム全体を十分に考慮することに基づいています。経営陣は、責任ある事業運営が長期的な収益性に不可欠であると考えており、[SDGs 目標13：「気候変動に具体的な対策を」](#)、社会的責任およびガバナンスにわたって一貫した取り組みを行う「インパクト企業」であり続ける方針です。現時点では新たな開示は行われていませんが、同社は、次の段階となるサステナビリティへのコミットメントおよび、エネルギー転換においてより広範なエコシステムをどのように巻き込んでいくかについて、今後明らかにする計画です。

グローバル・モビリティにおける 自動運転車と脱炭素化



当運用チームは、グローバルにモビリティおよびフードデリバリー・プラットフォームを展開する企業のCEOと面談し、効率性、自動運転車および脱炭素化の機会について協議しました。

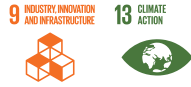
経営陣は、イノベーション、起業家的な意思決定、ならびに長期的なフリー・キャッシュフロー創出に継続的に注力する姿勢を強調しました。投資の重点は、業界の技術的方向性を把握するために世界各地で締結しているさまざまなテクノロジー・パートナーシップに支えられた自動運転車 (AV) 技術への取り組みへと移行しているほか、[SDGs 目標9：「産業と技術革新の基盤をつくろう」](#)に資するフードデリバリー体験の質の向上にも向けられています。

同社の事業運営は、その規模にもかかわらず、なお最適化の余地が大きく、「数多くの小さな改善点」、すなわち個々の小規模な業務上の非効率を是正することで、全体として大きな価値創出につながる可能性があると認識されています。こうした取り組みは、配送効率および顧客体験の向上を中心としています。同社は、食料品およびフード分野の検索機能において、数年前と比べて約10倍規模となる大規模な人工知能 (AI) モデルを導入しており、より精度の高いレコメンデーションを可能にする一方で、計算処理およびクラウド関連コストの増加も伴っています。重点は、1配送当たりのコスト削減から、品質および信頼性の向上へと移行しており、単一の画期的施策ではなく、プラットフォーム全体にわたる着実な最適化が進められています。

当運用チームは、[SDGs 目標13：「気候変動に具体的な対策を」](#)に関する進捗についても確認しました。2025年第1四半期には、欧州における走行距離の15%超、北米における9%がゼロエミッション車 (ZEV) によって達成されています。一方で、同社は約900万台に及ぶ外部車両に依存していることから、2030年までにプラットフォーム全体を100% ZEVへ移行するという目標の達成は容易ではないと認識しています。中長期的には、自動運転車の導入が進むことで、AVフリートが完全に電

動化されることから、近い将来のZEV普及が政策変更や充電インフラの制約により鈍化した場合であっても、長期的な脱炭素化を後押しする可能性があると考えています。テキサス州オースティンなどでは、AVが電気自動車（EV）の普及を後押しする初期的な事例も見られますが、現時点ではまだ初期段階にあり、需要のピーク時にはAVの供給柔軟性が限定的となる可能性も指摘されています。

エンタープライズ・ソフトウェアにおける 役員報酬と責任あるAI



当運用チームは、2025年を通じて、エンタープライズ向けソフトウェア・アズ・ア・サービス（SaaS）プラットフォームを提供する企業の経営陣と複数回にわたり面談し、企業戦略、役員報酬および責任ある人工知能（AI）について議論しました。

同社は、さまざまな技術を活用したワークフロー製品の分野におけるリーダーであり、単一のアーキテクチャ・プラットフォームを通じて、情報技術（IT）からカスタマーサービス、人事（HR）、エンタープライズ・リソース・プランニング（ERP）、リスク管理へと事業領域を拡大してきました。「ランド・アンド・エクスパンド」を戦略の軸とし、ITサービス管理からスタートして、ITオペレーションおよび資産管理へと展開し、将来的にはシステム・オブ・レコードにおけるAIオーケストレーション層となる可能性を有しています。同社は、複雑なワークフローのオーケストレーション課題を自動化するケース別ソリューションを通じて、エージェント型AI時代に向けたポジションを確立しており、[SDGs目標9：「産業と技術革新の基盤をつくろう」](#)を支援しています。

私たちは、株主からのフィードバックを反映し、業績との連動性を高めるために見直され最新の役員報酬制度についても議論しました。今年度の制度では、重複する指標が排除され、サブスクリプション収益および株主総利回りに連動する業績連動型制限付株式ユニット（PRSUs）の評価期間が3年間に延長されています。当運用チームは、現在、年間の現金インセンティブが、純増年間契約額（NNACV）、営業利益率、ならびに顧客体験やサステナビリティ指標といった非財務目標に基づいている点を踏まえ、営業利益率よりもフリー・キャッシュフロー・マージンを重視すべきであるとの見解を示しました。また、同社が、特に

AIに関する教育などの新たな分野に焦点を当てつつ、取締役会のスキルおよび経験のバランスを維持するために、取締役会構成を継続的に見直している点についても議論しました。

同社のAIガバナンス委員会は、法務、プロダクト、リスク、エンジニアリングの専門家から構成される部門横断的な組織であり、経営陣に直接報告するとともに、取締役会の監査委員会による監督を受けています。同社は、オープンで安全かつ責任あるAIの原則を推進するための「AIアライアンス」¹³の創設メンバーでもあります。責任あるAIは、AIの提供にあたり、人間中心性、包摂性、透明性および説明責任を確保するための4つの指針に基づいています。

- 1. 人間中心 (Human centered)**：人間がAIを管理できるよう、明確な文書化および責任ある導入に関するガイダンスを備えた設計を採用すること。
- 2. 包摂性 (Inclusive)**：継続的なテストおよび高リスク案件のレビュー・プロセスを通じて、バイアスや差別の可能性に対応すること。
- 3. 透明性 (Transparent)**：学習データやプライバシーおよびセキュリティに関するガイドラインを含む、AIガバナンスの基盤に関する詳細な情報を開示すること。
- 4. 説明責任 (Accountable)**：方針を策定する内部ガバナンス機関を通じて信頼を確立すること。

最後に、同社は、AIシステムのライフサイクルに関するISO 42001認証を最近取得しており、これによりセキュリティ慣行の妥当性が裏付けられています。また、AIガバナンスの整備が、大企業における販売サイクルの迅速化に寄与している点も指摘されました。

同社は、外部環境の変化を踏まえつつ、サステナビリティへのコミットメントを改めて強調しており、表現の慎重さが求められる状況を受けて、ウェブサイト上の表現を抑制的なものへと変更したことも言及しました。欧州では、規制要件に対応するため、引き続き詳細なサステナビリティ報告が顧客から求められています。さらに、人的資本の観点からは、従業員が自らの顧客を深く理解するためにも、「帰属意識 (Belonging)」が引き続き重要であるとしています。

グローバル・オポチュニティ運用戦略チームが2025年に実施した議決権行使件数合計¹⁴

11,348

2025年に議決権行使した
総議案件数

96%

経営陣に賛成した割合

4%

経営陣の提案に
反対した割合

¹³ 出所：AIアライアンス <https://thealliance.ai/>

¹⁴ データは2025年12月31日時点。出所：ISS Proxy Exchange、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント。

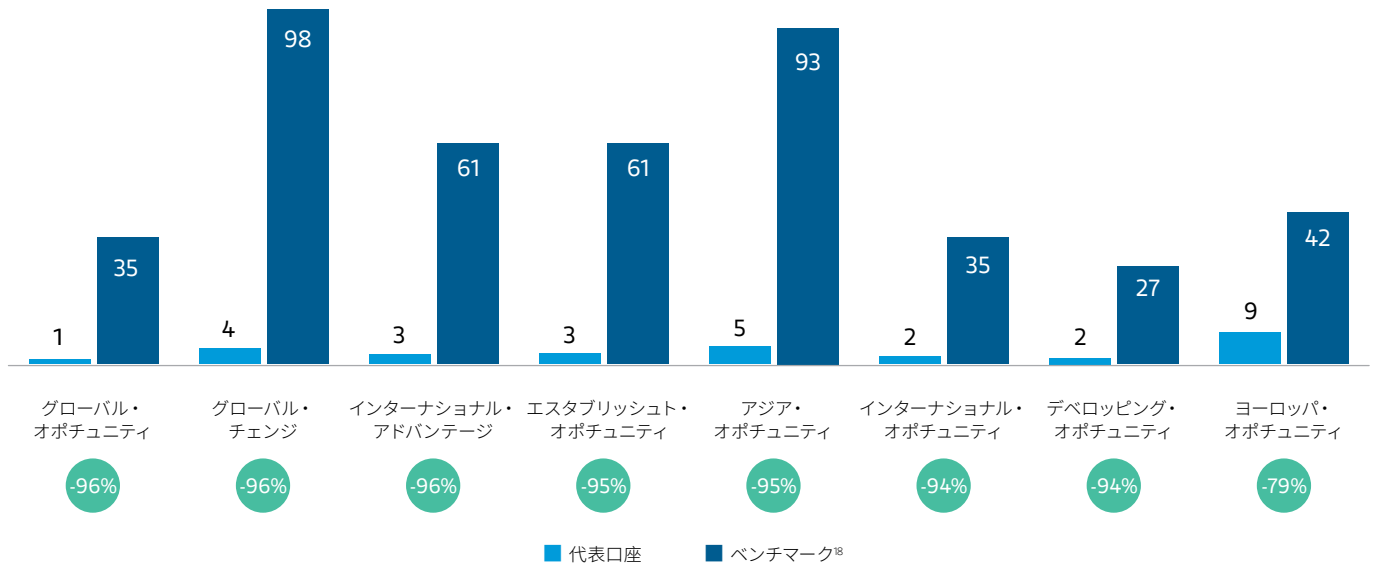
カーボン・フットプリント (Carbon footprint)

当運用チームのポートフォリオは、カーボン・フットプリント¹⁵および炭素強度¹⁶はベンチマークと比較して通常は低い水準にあります。投資先企業の多くは、より低炭素な事業運営へ移行するため、再生可能エネルギーへの多額の投資を行っています。

当運用チームのポートフォリオで炭素関連の特性値が低いのは、炭素排出量が多い企業の損益計算書には反映されていない負の外部性が炭素排出には存在すると考えているだけでなく、資本集約度の低い業種を選好しているためです。当運用チームの戦略では過去10年間に化石燃料銘柄を組み入れておらず、2025年12月31日時点で、埋蔵化石燃料の採掘に関与する石炭、石油、ガス会社は保有していません。

カーボンフットプリント¹⁷

ファイナンス・エミッション強度 (投資先企業のGHG (温室効果ガス) 排出量) (売上高百万米ドルあたりの二酸化炭素排出量、単位:トン数)



出所: モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、MSCI。上記の情報は、2025年12月31日時点におけるグローバル・オポチュニティ株式運用チームが運用する各戦略の代表口座における炭素排出に関する特性の概要であり、今後変更される可能性があります。上記のカーボン・フットプリントは、投資額100万米ドル当たりのトン数で測定した、Scope1 (直接排出) およびScope2 (購入電力に伴う間接排出) の温室効果ガス排出量 (CO₂e) を指します。また、図表内のパーセントで示した割合は、ベンチマークと代表口座とのカーボン・インテンシティの差を、ベンチマーク全体のカーボン・インテンシティと対比させたものです。

¹⁵ カーボン・フットプリントとは、投資額100万米ドル当たりのトン数で測定した、Scope1 (直接排出) およびScope2 (購入電力に伴う間接排出) の温室効果ガス排出量 (CO₂e) を指します。

¹⁶ カーボン・インテンシティは、売上高100万米ドル当たりのトン数で測定した、Scope1 (直接排出) およびScope2 (購入電力に伴う間接排出) の温室効果ガス排出量 (CO₂e) を指します。

¹⁷ 各ポートフォリオは、特定の投資制限および運用ガイドラインにより異なる場合があります。個別の結果は異なり得ます。本資料は、個別運用口座における投資先選定において強制力を有しないと思われる特定の事項に関する事実情報を提供し、運用チームが採用している一般的なサステナビリティ・インテグレーション・アプローチ (重大なサステナビリティ課題を投資先選定の強制力を有しない形で考慮したもの) について記載しています。ポートフォリオの炭素排出に関する特性および保有銘柄に関して本資料に示されている情報は、将来の炭素排出に関する特性および保有銘柄に関するコミットメントを示すものではありません。運用戦略がサステナビリティをどのように考慮しているのかに関する詳細については、個別運用口座のガイドラインをご参照下さい。

¹⁸ 戦略別ベンチマーク: グローバル・チェンジ/ MSCI ACWorld指数、デベロップング・オポチュニティ戦略/ MSCIエマージング・マーケット指数、インターナショナル・オポチュニティ戦略/ MSCI AC World ex USA 指数、インターナショナル・アドバンテージ戦略/ MSCI AC World ex USA 指数、アジア・オポチュニティ戦略/ MSCI AC Asia ex Japan 指数、グローバル・オポチュニティ戦略/ MSCI AC World指数、エスタブリッシュド・オポチュニティ戦略/ MSCI World指数、ヨーロッパ・オポチュニティ戦略/ MSCI Europe 指数。

MSIMのサステナブル投資 (MSIM Sustainable Investing)

クライアント中心主義の組織として、MSIMの投資アプローチは、サステナビリティに関する選好を含め、幅広い顧客ニーズに応じた投資およびリスク管理ソリューションを提供することを前提としています。MSIMの投資チームは、責任ある長期投資家として行動しており、クライアントに長期的な価値を提供するという共通の目的が、サステナビリティに関するビジネス戦略、投資活動およびスチュワードシップ活動の指針となっています。

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2026年1月に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。

本書はグローバル・オポチュニティ株式運用チームが運用する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。

- [MSIMサステナブル投資ポリシー\(英\)](#)
- [MSIMスチュワードシップとエンゲージメントのポリシー\(英\)](#)
- [MSIM議決権行使ポリシー及びプロシージャー\(英\)](#)

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

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