



NEUBERGER BERMAN

2017年エンゲージメント および議決権行使報告書



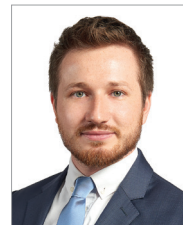
- 1 投資プラットフォーム
- 2 最高投資責任者からのメッセージ
- 3 ニューバーガー・バーマンのエンゲージメント
- 4 議決権行使
 - 5 投票状況
 - 6 企業からの提案議案
 - 7 株主提案
- 8 ケース・スタディ
 - 9 ニュアンス・コミュニケーションズ
 - 10 ホールフーズ・マーケット
 - 12 大手金融サービス企業
 - 14 中堅輸送企業
 - 15 大手テクノロジー企業
 - 15 中堅金融サービス企業
 - 16 債券 小型石油・ガス企業

ニューバーガー・バーマンは1939年に創立、従業員が自社株式を保有するプライベート経営の独立系運用会社です。

ニューバーガー・バーマンは、世界31都市に拠点を構え、株式、債券、クオンツ、マルチアセット、プライベート・エクイティ、ヘッジファンドなど、多岐にわたる資産クラスを運用し、世界中の機関投資家、個人投資家、投資アドバイザーなどを対象に運用サービスを提供しています。グローバルで500名を超える運用プロフェッショナルを含む総計1,900名超の従業員を擁しており、この多様性に富んだチームは、お客さまにご提供する運用サービスへの強いコミットメントによって結束しています。こうした高い目的意識は、シニア・プロフェッショナルの安定した定着率や、米国のPensions & Investments誌より「働きやすい運用会社（従業員1000名以上のカテゴリー）」として2013年より4年連続で上位3社に、また2017年には第2位に選出されたことにもつながっています。



JONATHAN BAILEY
ESG投資責任者



JAKE WALKO
ヴァイス・プレジデント
ESG投資

ニューバーガー・バーマンのESG投資へのアプローチは、当社のウェブサイトをご覧ください。 www.nb.com/esg

投資プラットフォーム

	株式	債券	オルタナティブ
運用資産残高合計 2,952億ドル ¹	1,038億ドル	1,301億ドル	690億ドル PEはコミットメント 金額ベース
運用 プロフェッショナル	223名	159名	139名
ファンダメンタル 運用戦略	グローバル / EAFE 米国バリュー / コア / グロース エマージング その他地域特化型、中国 米国株式サステナブル戦略: - MLP - REITs	グローバル投資適格 グローバル非投資適格 エマージング オブ・チュニスティック / アンコンストレイント* 地方債 特化型戦略 - CLOメザニン - 通貨 - コーポレート・ ハイブリッド	プライベート・エクイティ: オルタナティブ・クレジット: - プライマリ - 共同投資 - セカンダリー - Marquee(ブランド・ ライセンス) - DYAL(オルタナティブ投資 会社への出資) - Athyrium (ヘルスケア・デット) - プライベート・クレジット - レジデンシャル・ローン - スパシヤル・シチュエーション - ヘッジファンド: - マルチ・マネージャー - 株式ロング / ショート - クレジットロング / ショート - イベント・ドリフティング
定量運用戦略	グローバル 米国 エマージング カスタム・ベータ		リスク・プレミアム オプション戦略 グローバル・マクロ コモディティ
投資プロセスにESGファクターを考慮			

マルチ・アセット戦略/戦略的パートナーシップ

ファンダメンタル
運用戦略

グローバル・レティフ、アソシエート・リターン
インカム・フォーカス
インフレ対応
負債対応

定量運用戦略

リスク・パリティ
GTAA

運用資産残高内訳

顧客属性別運用資産残高比率



65% 機関投資家
19% 金融機関、投資顧問、アドバイザー
16% 個人投資家、ファミリーオフィス、
慈善団体等

顧客所在地別運用資産残高比率



70% 北米
14% 欧州・中東
16% アジア・パシフィック

¹ 全ての情報は特に注記がない場合、2017年12月末時点。弊社グループの運用資産残高は、株式資産1,038億ドル、債券資産1,301億ドル、オルタナティブ投資資産613億ドルとなっています。オルタナティブ投資資産の「運用資産残高およびコミットメント金額」はプライベート・エクイティおよびプライベート・クレジットビジネス運用開始来の非プライベート・エクイティビジネスおよびコミットメント金額も含まれています。運用開始来のコミットメント金額には1981年以来、NB Alternatives Advisers LLCとその関連会社によって実現されたコミットメント金額を含めたプライベート・エクイティおよびクレジット投資の全契約上のコミットメント金額、また、現在ドキュメンテーションのプロセスにあるマンドートのコミットメント金額も含まれています。

ニューバーガー・バーマンは、環境、社会およびガバナンスに対する取り組み（ESG）は、投資機会の創出とリスク管理の視点から、長期的に投資リターンに寄与すると考えています。また、ポートフォリオに与える影響は運用実績と併せてお客様にとって考慮すべき重要な要素です。

最高投資責任者からのメッセージ

アクティブ運用に特化した運用サービスを提供する当社は、重要なESG特性を考慮することは、長期的な投資リターンに資するとの信念を有しています。企業においては、ESG関連のリスクや機会を適切に管理することで、持続的な競争優位性の獲得につながる可能性があると考えています。

当社におけるESG投資の取り組みの歴史は長く、1940年代に「ネガティブ・スクリーニング」、1989年には米国株式運用ファンダメンタル・リサーチにESGを取り入れています。それ以降、全ての投資プラットフォームにおいて、ESGファクターの統合は進み、ポートフォリオ・マネージャーやリサーチ・チームによるボトムアップのアプローチへ拡大していきました。

2017年には、ファンダメンタル・リサーチや投資プロセスへのESGファクターの活用を加速化、新しい投資戦略の立ち上げ、全社規模でお客様との協働を拡充させるべく、3名からなるESG投資チームを立ち上げました。資産クラス別のESGワーキンググループの協力を得て、既存の運用チームESGファクターの活用に向けて、一貫性のある高度なアプローチを追求しています。当社の全運用チームが当社独自のESGデータおよび格付けにアクセスをすることができ、それらは投資判断に活用されています。2017年12月31日時点で、ニューバーガー・バーマンの受託資産残高の約45%が運用プロセスの中核にESGファクターの評価を統合した投資戦略となっています。当社は引き続き、ESGへの取り組みの拡充に努めており、革新的な新戦略の立ち上げはその一例です。米国地方債インパクト、プライベート・エクイティインパクト投資という2つの新しい戦略を立ち上げ、これらの戦略では、市場並みの財務リターンに加え、環境および社会的にポジティブな影響の創出を追求しています。

当社は、ESGに関する知見の継続的向上、投資プロセスやリサーチにおけるESGの更なる活用、そしてESG投資のソリューションに対するお客様からのご要望により一層お応えできるよう、これからも尽力してまいります。



JOSEPH V. AMATO
プレジデント兼株式部門最高投資責任者

ニューバーガー・バーマンのエンゲージメント

ニューバーガー・バーマンは、エンゲージメントを、投資家と企業が対話を通じて、当社のお客様にとって長期的かつ持続的なリターンにつながる企業の行動を促す場であると考えています。当社は複数の資産クラスへ投資を行う運用会社であり、当社のガバナンスおよびエンゲージメント原則に基づいた手法によって、発行体の資本構造を横断してエンゲージメントを行っています。

戦略	投資先企業は長期的に価値を向上させる戦略を採用し、策定し、周知すること
インセンティブ	投資先企業は経営陣・取締役会のインセンティブと長期的な株主目標を連動させること
取締役会の独立性	効果的な取締役会は真の意味で独立性を有すること
株主意思の表明	投資先企業は株主意思の表明を最大化することを追求すること
資本配分	投資先企業は長期的なリスク調整後の株主価値を最大化するため資本を配分すること
透明性およびコミュニケーション	投資先企業はコミュニケーションと報告における透明性を提供すること
リスク管理	取締役会は企業リスクを評価・統制するため積極的に経営陣と対話すること
環境・社会的事象	投資先企業はビジネスモデルや事業運営に対する長期的な影響を考慮すること

当社がエンゲージメントを行う上で、重要な方法の一つとして、資産をお預かりしているお客様に代わって、議決権を行使することがあります。議決権行使は、当社がお客様の最善の利益を守る受託者責任を遂行するために不可欠なものであり、また株主価値の創出の観点からも重要な要素です。当社のガバナンスおよび議決権委員会は議決権行使ポリシーを監督し、議決権行使プロセスを俯瞰、利益相反がないよう監督しています。

当社は同業他社やお客様など業界全般における協働の取り組みを積極的に行っています。2012年に、国連の責任投資原則(PRI)の署名機関になりました。2017年には、S&PやMoody'sといった格付け機関に対しESGファクターの統合深化を働きかけるPRIの信用格付けイニシアティブにおいて、当社の債券チームは中心メンバーを務めました。また、2017年には米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)の創立メンバーとして、市場のニーズに即し意思決定を行う上で有用な基準に基づいた財務上重要なESGデータの開示を企業に対して働きかけています。また、ニューバーガー・バーマンの自社の事業経営におけるESG慣行を進めるべく、人権、労働、環境および腐敗防止を掲げる国連グローバル・コンパクトに加盟しています。

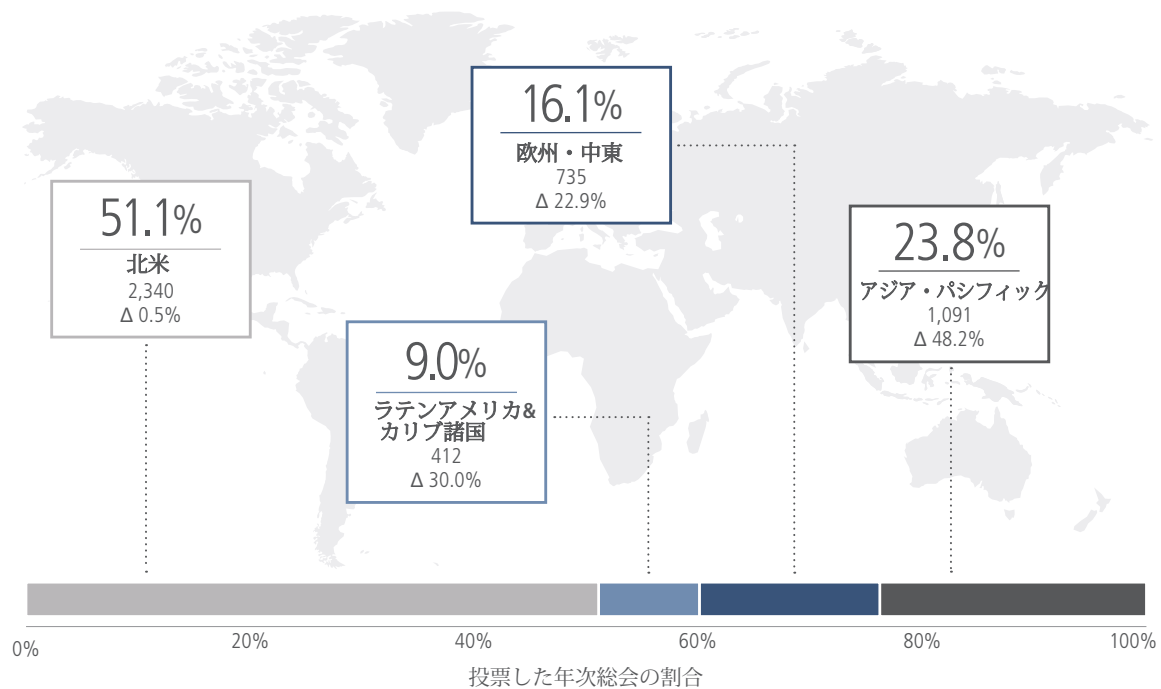
当社は引き続きエンゲージメントに注力していきます。エンゲージメントには様々な手法がありますが、その一つにお客様の代理で議決権を行使することがあります。2017年の当社の議決権行使の例として、石油・ガスおよび公益の企業に対し、気候変動に関する開示を呼びかけるものや、テクノロジー、金融サービスの企業に対し、「賃金体系におけるジェンダー平等に関するレポート」の開示を提案する株主提案に賛成票を投じています。これまで当社が行った発行体とのエンゲージメントのケーススタディの詳細、当社の議決権行使ガイドラインや投票結果については、当社のESG投資ページ www.nb.com/esg を参照してください。

ガバナンスおよびエンゲージメント原則、議決権行使ポリシーおよびその手続き細則の全文もご覧いただけます。

議決権行使

昨年は、お客様に代わって、当社は実に多くの株主総会で投票を行いました。全ての地域において議決権行使数が伸びていますが、当社が既に高いプレゼンスを持つ北米地域と、新たに投資を拡大している地域との間で明確な違いが出る結果となりました。これは、エマージング市場やグローバル市場への投資戦略が継続的に増加しており、より多様な戦略において、議決権行使が行われていることを意味しています。

2017年 地域別投票率および2015年比の増加率



4,583 | 2017年に投票した年次総会の数

14.7% | 2015年からの増加率

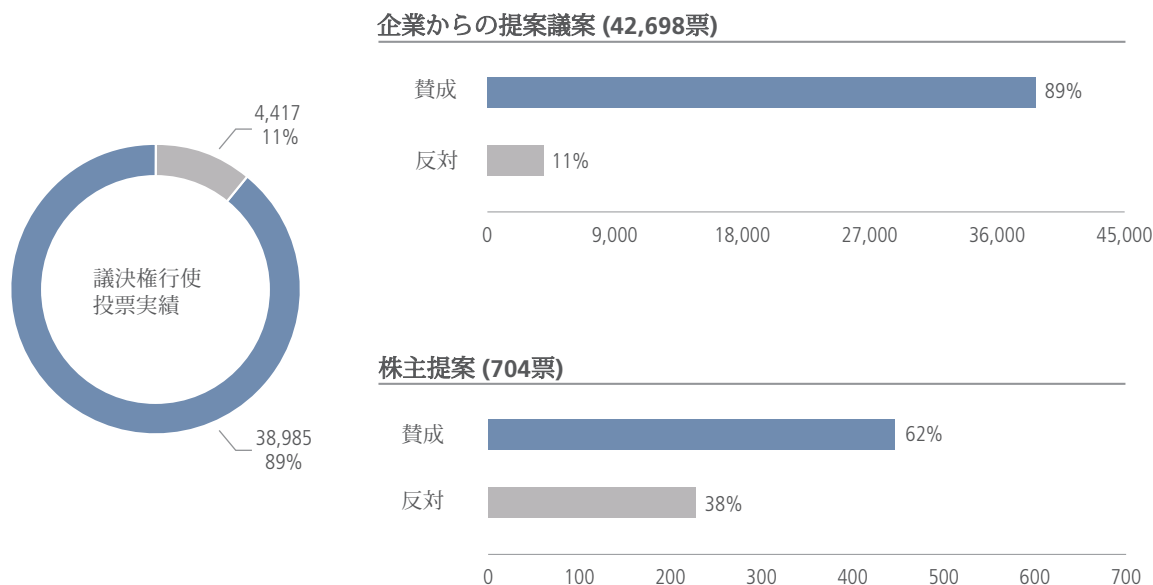
	2015	2016	2017	Δ 対2015年
投票した年次総会の数	3,995	4,407	4,583	14.7%
北米	2,329	2,246	2,340	0.5%
米国	2,130	2,045	2,101	-1.4%
ラテンアメリカ&カリブ諸国	317	385	412	30.0%
ブラジル	116	147	163	40.5%
アジア・パシフィック	736	1,006	1,091	48.2%
日本	203	176	193	-4.9%
韓国	71	102	140	97.2%
欧州・中東	598	762	735	22.9%
イギリス	164	181	162	-1.2%
南アフリカ	40	64	70	75.0%

投票状況

議決権を行使する際に、株主と内部関係者の間では、情報は非対称であるという認識のもと、経営陣と取締役会は忠実に責務を果たしているという前提から始まります。だからといって、エンゲージメントや議決権行使を通じて当社の懸念材料を伝えることを控えるわけではありません。株主利益と一致しているのか不明確な場合や、企業の経営戦略として最適ではないと当社が考える場合など、企業の提案に対して異議を唱えることも少なくありません。昨年、当社が企業の提案議案に対して賛成票を投じたのは全体の89%で、反対票を投じたのは11%でした。どのような議案に対して反対票を投じたのかなど、投票状況の詳細については次のページをご参照ください。

2017年は、200件を超える株主提案(約38%)に賛成票を投じました。これは、当社の指針に明記されているESG事項に対して、当社がどのように考えているかをよく表していると思います。どのような提案においても、提案に際する企業との対話や、その後に企業が実効性ある形で提案の実現に取り組む上では、一定のコストが発生するといえます。当社が保有する企業のリスク管理、情報開示、風評の改善といった効用と比較して、費用対効果が認められると考えられる場合には、提案に賛成します。経営陣とは異なる意見を持つことは対立を意味するものだとは考えていません。前述したように、議決権投票はエンゲージメントの手段の一つであり、当社のポートフォリオ・マネージャーが運用するように、お客様の資産が企業の経営陣による細心の注意のもと運用されるよう、当社では複数のアプローチを採用しています。

2017年議決権行使 一企業の提案議案および株主提案



49%

企業からの提案議案に対し、
少なくとも1件反対票を投じ
た株主総会の割合

89%

企業からの提案議案に対する
賛成票の割合

企業からの提案議案

企業からの提案議案	賛成		反対	
監査関連	5,618	95%	289	5%
監査の任命	566	96%	23	4%
取締役会関連	22,710	89%	2,715	11%
取締役の選任	20,407	90%	2,217	10%
取締役会職務の承認	472	92%	39	8%
関連機関との取引	288	87%	42	13%
資本管理	2,372	86%	402	14%
株式発行権限	652	81%	156	19%
授権普通株式の増加	54	82%	12	18%
会社規則の変更	1,361	91%	141	9%
取締役選任投票で過半数得票を採用	25	100%	0	0%
条項、定款、付属定款の修正	297	87%	46	13%
スーパー・マジョリティ条項の撤廃	37	92%	3	8%
報酬	5,810	86%	954	14%
経営陣の報酬体系に関する諮問投票	1,434	85%	251	15%
ストック・オプション	149	74%	51	26%
買収合併	458	95%	25	5%
分社化/スピン・オフ	42	89%	5	11%
合併/買収	217	95%	11	5%

上記は、幅広い提案内容のテーマにおいて、2017年に企業からの提案議案に対し、当社の投票実績をいくつかご紹介しています。それぞれの案件で内容は異なりますが、取締役の選任、株式発行、役員報酬といった案件に対する当社の見解、またこれらの提案が概ね当社の期待にどの程度応えているのか、概要はおわかりいただけると思います。これらの提案の中で、当社のガイドラインに基づいて、当社が反対票に投じたケースもいくつかありますが、こうしたケースでは、役員報酬に関する情報開示に対する懸念や、企業の取締役会の構成に対して考えに相違がある場合がほとんどです。

株主提案

株主提案	企業に対して賛成		企業に対して反対	
環境	49	59%	34	41%
気候変動	0	0%	16	100%
サステナビリティ報告書	14	45%	17	55%
社会	68	61%	44	39%
政治活動やロビー活動の経費見直し	14	27%	37	73%
人種および/または賃金体系におけるジェンダー平等に関するレポート	0	0%	8	100%
ガバナンス	205	61%	133	39%
スーパー・マジョリティ条項の撤廃	2	17%	10	83%
情報開示の改善	2	15%	11	85%
会長とCEOの兼任禁止	7	19%	29	81%
書面の同意に基づいて行動する権利	0	0%	14	100%
取締役会の機密解除	0	0%	6	100%
株主による取締役候補者の指名権	25	53%	22	47%

2017年、ニューバーガー・バーマンは258件の株主提案に賛成票を投じました。その中で、エクソン・モービル、オキシデンタル・ペトロリウム、PPLの3社において、気候変動に関する長期リスクの評価を求める株主提案が過半数以上の賛成を得たことは特筆すべき点です。ニューバーガー・バーマンは、当社の指針に基づいて、これらすべての提案に賛成票を投じ、その他の企業でも同様の提案に賛成票を投じました。賛成票が過半数に達しなかったものについても、株主からの関心の高まりを受け、気候変動関連リスクに対し、取締役会が行動を起こすきっかけになることを期待しています。当社の議決権行使方針に記載されている通り、企業は、自社の事業に関わる主な環境リスクを特定し、どのような評価を行い、リスク管理の上でこういった対策が可能かについて議論することができるべきであると当社は考えています。もう一点、当社の指針に基づいて賛成票を投じた中で、賃金体系におけるジェンダー平等に関するレポートを要求する株主提案が複数出されたことも注目に値します。残念ながら、いずれの提案も過半数に達しませんでした。いくつかの大手企業が初めて同テーマで情報開示したことは、こうした努力が実を結んだ結果だと言えます。

ケース・スタディ

以下にご紹介しているケース・スタディは当社のエンゲージメント活動のごく一部ですが、複数の運用チーム、資産クラスにわたり、幅広いエンゲージメント活動を行っていることがご覧いただけると思います。また、エンゲージメントは建設的、具体的かつ結果を重視したものであるべきという当社の理念も見えていただけるのではないのでしょうか。いくつかのケースでは、エンゲージメントを行うことで、売却あるいは保有継続といった投資判断に影響を及ぼしうるリスク要因を理解することにつながりました。また、株主が企業をより深く理解するための情報開示の強化、あるいは新しい課題に対し、経営陣や取締役会の意識を促すような改革を呼びかけたケースもありました。当社はポートフォリオ・マネジャーやリサーチ・アナリストを通じて多くの企業と日常的に対話を行っておりますが、企業が当社を含めた多くのステークホルダーからのフィードバックを複合的に検討することを推奨しています。このような観点から、米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)、重要業績評価指標 (KPI) といった新たなESG基準を導入し、企業と投資家が複雑なESG要因について同じ目線を共有することが重要であると考えています。エンゲージメントによる最大の成果を得るためには、長い時間をかけて複雑なESG要因について議論を続けていくことが必要であるといえ、コミュニケーションの効率性を高めることは非常に重要であるといえます。

当社がお客様の資産を運用する上で、その内容や影響に関する可能な限りの透明性と詳細な情報をご提供できるよう努めています。それと同時に、建設的なエンゲージメントを行う上で有益な関係を築くために、非公開の場で行われる経営陣、取締役会とのエンゲージメントは、互いを尊重し、慎重に議論の内容は取り扱われるべきだと考えています。当社が所見を公にしているケースにおいては、ケース・スタディでも企業名を公表していますが、エンゲージメントに関する情報開示の是非は慎重に判断しています。こうした姿勢は、発行体はもちろん、運用会社としての当社の説明責任の向上、ひいては当社のお客様の利益になるとの判断に基づいています。

ニュアンス・ コミュニケーションズ	経営陣の後継計画・取締役会人事改革・取締役会の多様性・経営陣の報酬体系・株主に対する情報開示
ホールフーズ マーケット	企業戦略・長期企業価値の創出・人的資本管理・産業の構造改革・顧客トレンド・経営陣の構成・取締役会の構成・企業文化・資本分散
大手 金融サービス企業	人的資本管理・男女間の賃金差・反差別条項・企業の多様性・企業文化
中堅輸送企業	経営陣の報酬体系・株主に対する情報開示・資本分散・ガバナンスに関する問題・オーバーボーディング（複数の取締役職の兼務）
大手 テクノロジー企業	取締役会の構成・管理職研修・サイバーセキュリティ
中堅 金融サービス企業	取締役会の構成・取締役会の多様性・管理職研修

かつては株式投資家がエンゲージメントにおいて主要な役割を果たすと考えられていましたが、非投資適格級の格付を有する企業については株主構成に偏りがあるか、もしくはそもそも未上場である場合も多く、浮動株比率が限定的であることから議決権行使による影響を受けにくいのが現実です。一方でこうした非投資適格級の格付を有する企業は、事業の持続的成長のための資金調達を債券市場に依存していることが多く、そうした発行体が市場で新規資金の調達を行う際や既存債務の借り換えを行う際に、債券投資家がしっかりと発行体に対して影響力を有することが重要であると考えています。

小型株 石油・ガス企業	リスクの開示・資本分散・経営陣後継計画・企業戦略
----------------	--------------------------

ニュアンス・コミュニケーションズ

エンゲージメント原則: 取締役会の独立性

"効果的な取締役会は真の意味で独立性を有すること。取締役会は、多様な経歴としかるべき経験を有さなければならず、経営陣との関係や取締役同士の関係に縛られてはならず、利益相反を避けなければなりません。取締役会は、定期的に役員を一新し、委員を交代させ、在職期間の延長を避けなければなりません。"

議決権行使ガイドライン: "当社では、継続的な教育、取締役会の評価、後継計画、株主及び利害関係者とのエンゲージメント、監督機能を測る指標としてのベストプラクティスの採用を確認しています。"

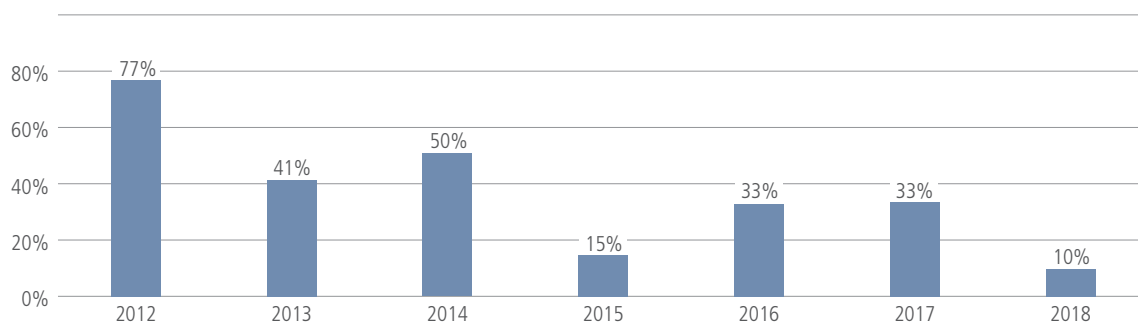
2017年を通じて、当社では中堅テクノロジー企業であるニュアンス・コミュニケーションズが取り組んできた経営陣交代を含む経営改革の進捗を注視してきました。この間、同社は経営改革の規模や実行時期について後退する姿勢を示しており、退任予定の旧経営陣の意向によって経営改革が頓挫する可能性について懸念を強めました。こうした中、当社は公開書簡を送付し、経営改革に対するコミットメントをあらためて示すこと、また取締役会におけるガバナンスの欠如に関する懸念といった見解を取締役会に対して伝えました。しかしながら、円滑な業務継承を実現する上で重要な後任人事に関する進捗はありませんでした。当社は経営陣や取締役との面談、2通目の公開書簡の送付を行いました。公開書簡では、数名の取締役の処遇の再考および、利益相反が懸念される取締役と関連企業との関係解消などを提案しました。

同社は株主総会で、経営陣の報酬決議案に対し、賛成票が過半数に満たなかった年が複数年ありましたが、数名の取締役の選任で相当数の反対票が投じられたケースなど、以前から株主総会の結果は満足できるものではありませんでした。株主が議決権を通じて表明している不満に対し、同社が行動を起こさない姿勢は、後任人事計画でも顕在化するのではないかと懸念から、引き続き企業に働きかけ、進捗の共有を求め、エンゲージメントを続けました。

この間にも、この問題に関する透明性を求め、別の株主によって当社の主張に同調する公開書簡が取締役会に送付されました。同社は、それに対し、プレスリリースで後任人事計画の実施、新取締役の選任を約束しながらも、追加的な説明を行いませんでした。当社は株主総会で、特別総会の招集を求める株主権利の行使への支持を呼びかけ、94.3%という極めて高い支持を集めることができました。また、株主投票の90%超が報酬プログラムに反対し、これは過去6年間で5回目となりました。

足元、状況に変化が見られました。ようやく、新最高経営責任者(CEO)への業務継承を担う暫定CEOの発表および、新CEO人事が発表されました。当社は、取締役会の選任に続くプロセスの評価および、当社の公開書簡や株主総会で示された株主の要求に対する同社の対応について注視を続けていきます。当社は、同社に対するエンゲージメントを続け、著しく悪化した株主との関係をどのように改善すべきか当社の知見を役立てることができればと考えています。

役員報酬プログラムに対する株主投票の得票率



ホールフーズ・マーケット

エンゲージメント原則: 戦略

"投資先企業は長期的に価値を向上させる戦略を採用し、策定し、周知すること: 経営陣は、短期的な利益を重視した戦略を追求することなく長期的な目標を明確に定め、それを周知するとともに、価値を重視したM&A戦略を実行し、大規模な合併や買収、組織再編等を含む重要な意思決定を株主投票に諮らなければなりません。"

ニューバーガー・バーマンのポートフォリオ運用チームに共通する特徴に、投資テーマの多様性と、お客様へ魅力的なリスク調整後リターンを提供することに対する強い信念があります。また、ブランド力および企業文化は、財務基盤やキャッシュフロー予測と同様に、企業評価において不可欠な要素であるという信念も共有しています。

ニューバーガー・バーマンは、米国のスーパーマーケット・チェーンであるホールフーズの株式を長期にわたり保有してきました。同社はオーガニック食品を中心とする質の高い商品と高級感のあるショッピング体験を提供することで、魅力的な顧客層を開拓してきました。しかし、株価上昇が長く続いたのち、同社の株価は下落に転じたため、当社としては、その背景にある原因に改めて着目することになりました。

同社は、魅力的な顧客構成および、強力かつ安定したブランド知名度を有しており、当社の銘柄選定基準を満たしていましたが、消費者の嗜好の変化や、新しい技術、競争激化といった劇的な事業環境の変化に直面していました。テクノロジーによって参入障壁が低くなる中で、同社が長期的に持続可能な成長を実現するためのビジネス・プランを打ち出すことをせず、足元の順調な業績に満足していることに対し、当社は懸念を抱くようになりました。同社は技術進歩の速度（顧客ロイヤルティプログラムの動向を含む）に追いついておらず、インターネット・スーパーや従来型および専門食品スーパーにシェアを奪われる恐れがあり、さらに、長年にわたってブランドの差別化を担ってきた同社の独自商品に十分な投資を行っていないように感じました。

デュー・デリジェンスのプロセスを通じて、当社はホールフーズの事業価値に対する高評価を据え置き、株価が下落した際には、株式市場が同社の事業価値を過小評価しているとの見方から、ポジションを積み増しました。この頃、競争環境に対する懸念に加えて、同社に対する懸念を共有する投資家が現われたことから、当社はホールフーズの経営陣に対する関与を強めることにしました。経営陣は急速な店舗数拡大に投資する一方、既存店売上は減少傾向が続いていました。当社では、既存店舗に加え、顧客から高い信頼を集めていたブランドの品質と商品に十分な投資がされていないと考えました。経営陣の事業戦略計画の細かな点については様々な疑問がありましたが、当社の懸念を決定づけた重要な指標の一つが、従業員の自主退職率の上昇でした。これは、経営陣の戦略が従業員の士気に影響を及ぼしているサインだと感じました。このことは、顧客の満足度の低下につながる可能性があります。

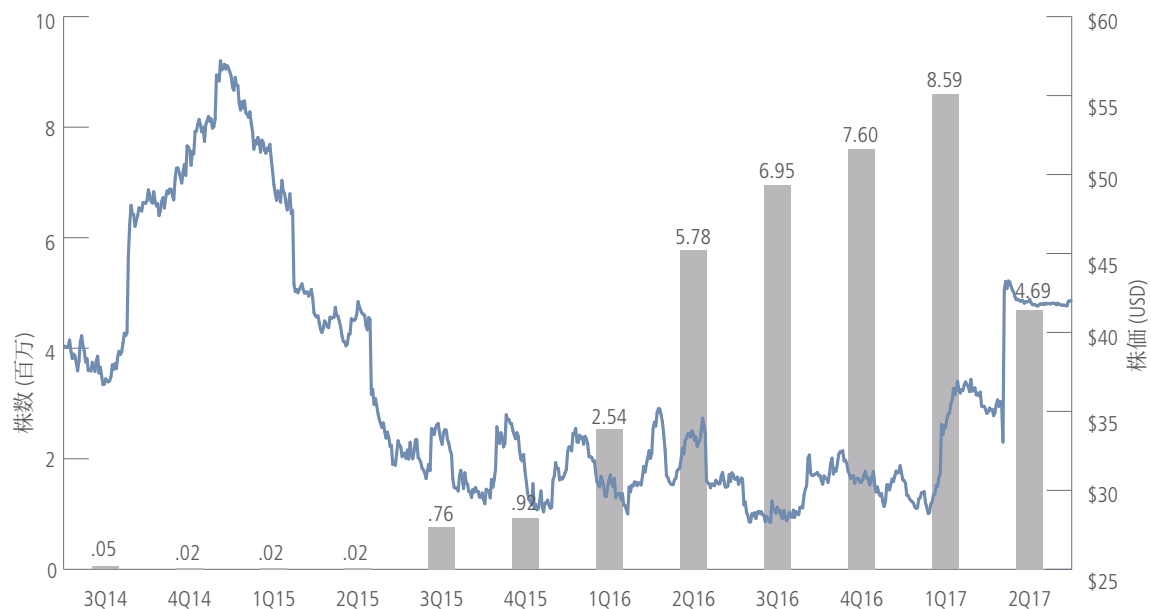
経営陣と取締役会に、同社の長期的な成功を阻害すると思われる事業計画分野を指摘し、当社の見解を共有しました。同社は人的資本とイノベーションへの投資が不十分であり、不動産資産、テクノロジー、商品のマーケティングおよび分析を管理するより厳密なアプローチが必要であることを明確に示しました。当社は、今日の環境における競争上の課題に対処するため、外部に新しいアイデアを求めるよう助言しました。こうした対話の中で、当社は特に、意思決定プロセスを煩雑にする共同CEO体制、自社株保有比率の低さ、取締役の任期の長さの問題があると判断し、業務上の必要性に合わせた経営体制の合理化をすすめ、事業計画の監督を担うテクノロジー、不動産、金融の分野について見識を有する取締役を招くように求めました。

当社は、電子メール、電話会議、私信および公開書簡、現地訪問、ならびに当社オフィスや同社本社での面談を通じてエンゲージメントを行いました。社外取締役のみとの面談を含め、同社の上席経営陣や取締役とのエンゲージメントを通じて、同社の問題は全て対処可能であると感じました。

しかし、経営陣が改革を進めるにつれて、その進捗に対する評価は必ずしも満足なものではありませんでした。ガバナンスは、当社の要求の一部(すなわち、CEO体制の合理化と取締役会の建設的な変更)に沿って改善しつつあったものの、同社は、当社の意に反する変更も行いました。具体的には、事業トレンドをモニターする上で重要なデータポイントの開示が取り止めとなり、店舗レベルの経営状況の開示に係る透明性が排除されてしまいました。また、同社は、増配や自社株買いプログラムを発表しました。これらは、当社が要請した内容ではなく、むしろ財務体質を悪化させ、事業トレンドが不安定であることや事業へ必要な投資が行われていないことを考慮すると、レバレッジの不適切な活用だと考えられました。

当社は、非公開の対話や公開書簡で経営の方向性を改めるように呼びかけを続けました。このため、同社への買収提案が発表されたことは驚くべきことではありませんでした。この戦略的な代替案に賛成することは堅実であると考え、実際に、買収企業は、事業経営の改善、技術革新、ブランド管理など、同社が必要としていた高度な多くのスキルをもたらしました。そのため、当社は同社の株式売却に賛成することで、当社のお客様に高いリターンを確保し、買収企業のリソースと投資によって、同社のビジネスは長期的な視点で見ても望ましい状態になると考えました。

株主アクティビズム: リサーチ、確信、行動、結果



出所: ブルームバーグ

大手金融サービス企業

議決権行使ガイドライン: "当社は、人的資源に関する議題は会社にとって最も重大なリスクかつチャンスに関わるものと考えます。当社は、取締役会が会社を開放的で魅力的かつ定着率の高い職場環境とする努力について開示し、これを議論できることを期待します。こうしたことは、投資先企業の長期的で持続可能な成功のために人材を惹きつけ、引き留める上で重要な要素であると考えます。"
"当社は、開放的で多様な職場環境を支持し、一般的には、総合的な機会均等及び差別禁止条項を規定することを求める株主提案を支持します。また、一般的に、ジェンダーに基づく報酬の差異に関する検証、報告の努力を支持します。"

当社の議決権行使ガイドラインに沿って、当社は大手金融サービス企業に対するエンゲージメントを実施し、賃金体系におけるジェンダー平等に関するレポートの改善を求める株主提案に賛成しました。同社が事業展開する市場では人材獲得競争が激しく、新規採用の大半は女性であるため、このテーマは従業員の定着と活躍の観点で非常に重要です。このテーマに対する関心の高まりを受け、同社が長年にわたり多くの対策を講じてきたことは評価すべき点です。新入社員の構成からも見て取れるように、有意義な施策が講じられており、これは上級管理職および取締役会における女性の割合の改善にも反映されています。同社はまた、ダイバーシティと人的資本への取り組みについて、より広範な報告書を作成しており、当社は株主として、同社がこの点において取り組みを進めていることを確認することができました。

このような取り組みはなされていたものの、この報告書には記載のない賃金体系におけるジェンダー平等に関する情報を要求する株主提案が出されたことを受け、当社は賛同しました。当社は、ダイバーシティ、ジェンダー、賃金平等、人的資本管理全般に関するテーマは相互に関連性が高いことは認識しているものの、それらはお互いを代替するものではなく、また、いずれかの分野において優れた管理が行われていても、他の分野が正しく管理されているとは限らないと考えています。

同社とのエンゲージメントを通じて、当社は賃金平等に関する同社の対応について詳しく理解しようと努めました。賃金平等と全体の人事政策がどのような関係にあるのかなど同社の理念の説明を受けました。同社では、人事政策の様々な側面から従業員を職能別に分け、既存従業員および新規採用を区別せず、報酬体系、採用、人材開発において一貫性を有したベスト・プラクティスを実施する取り組みが行われていると理解するに至りました。当社は、取締役会の関与について質問を続け、指名委員会/ガバナンス委員会および報酬委員会による取り組みが進められていることがわかりました。その後、そのイニシアティブは各委員会の議長により取締役会、そして最終的には従業員に提示され、監督と透明性を示す模範的証拠であると当社は考えました。

当社は同社に対して、英国の2010年平等法(ジェンダー・ペイ・インフォメーション)規則2017で要求されている指標など、主要な評価に基づいた情報開示を検討し、同社は参画しているものの、まだ採用していない米国サステイナビリティ会計基準審議会(SASB)のような重要性評価のフレームワークで開示を補完することを提案しました。

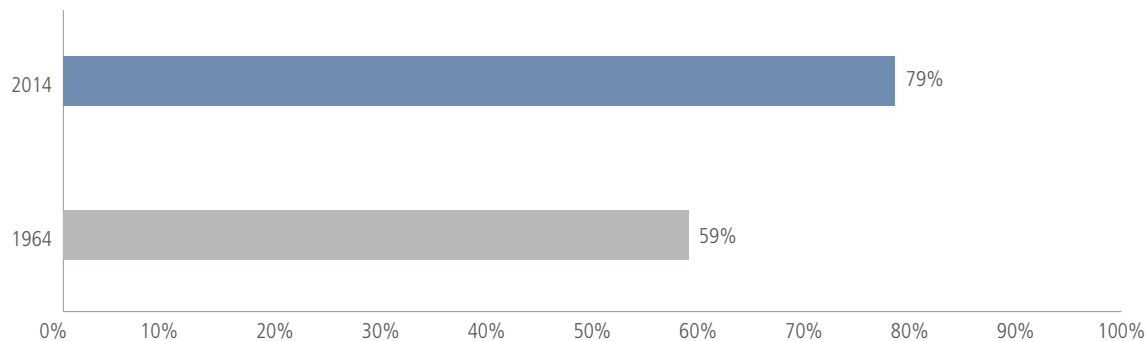
+18.9%

男女の賃金差に関する株主提案に対する賛成票の対前年比平均増加率

こうしたテーマについて詳細な分析を行うために、投資家は業界全体で比較可能な評価基準を必要としています。そのため、地方自治体や国による規制との協調、プライバシーや訴訟リスクを考慮することは重要ですが、適切な評価基準が構築されることを当社は期待しています。同社について、男性社員に比べて女性社員の自主退職率が高いことなど、現行の報告に記載のある点については、より積極的な取り組みを促しました。すなわち、このジェンダー間における退職率の格差に対する認識を促し、経営陣がその背景を理解するために、社内フォーカスグループ、採用実績、昇進評価、退職時の面談を含む過去のデータ分析や予測分析を実施するようになりました。同社は、こうした分析等に基づき、社内の従業員ネットワーク、メンタリングの機会、および、上級管理職を対象としたオフサイトを含めた包括的なアンチ・バイアス・プログラムに関する計画を策定しました。こうした現場レベルの取り組みは、それぞれにダイバーシティ採用の目標が課されている経営陣による取り組みや、上述の分析結果に即した非財務情報を補完するものであるといえます。

本稿の執筆中に同社は、事業展開するほとんどの地域におけるジェンダー間の賃金差評価を公表し、今年、従業員の報酬を目に見える形で調整するだけでなく、この問題に取り組むことへの意思表示として更なる措置を講じました。同社の継続的な情報開示に期待するとともに、同社の優れた事例を共有し、この重要なテーマについてより精通できるよう協働していきます。

男性正社員と比較した女子正社員の年収（平均値）



出所: 米国勢調査局

中堅輸送企業

エンゲージメント原則: インセンティブ

"投資先企業は経営陣・取締役会のインセンティブと長期的な株主目標を連動させること: 経営陣及び取締役会は、相当のエクイティを継続的に保有すべきです。インセンティブ報酬は、長期的な経済的価値、長期的な株価、その他の客観的な業績指標に直接連動していなければなりません。株式報酬プログラムには、長期にわたる権利行使可能期間、クローバック及び下落時連動が設定されるべきであり、株式インセンティブに係る株価その他の条件の事後的変更は推奨されません。"

役員報酬に関する当社のアプローチに関する情報は当社の議決権行使ガイドラインをご参照ください。

企業からの要請を受けて、当社は数名の社外取締役と面談し、今年の年次株主総会の結果について議論しました。役員報酬案に対しては、当社を含む株主の約3分の1が反対票を投じました。当社は役員報酬案をレビューし、改善余地を指摘しました。この中で、役員報酬体系は、公表された事業戦略に連動すべきであり、また短期的な成果が長期的な成果へどう結びつくかを明示すべきだと伝えました。特に、役員報酬体系は、一定の割合で株主価値の向上や毀損に連動するよう定めるべきであるとの考えを強調しました。これは、提案された役員報酬案が短期業績に基づいて設計されたものであり、過去数年間の株価下落による影響を受けないことを問題視したものです。

当社は、企業の役員報酬が現金以外の形態で与えられていることを好意的に捉えているものの、ストックオプション実行の権利が1年で付与されること、また成功報酬の算出対象期間が3年であることについては、改善の余地があると考えています。加えて、低迷する一株当たり純利益と営業収入について、裁量的な調整を可能としている点は、妥当性を欠くとみています。さらに、資本収益率の評価方法は概ね問題ないのですが、株主リターンの相対比較のみを重視することは、アクティブ運用マネージャーにとって価値があるとはいえないという点について議論しました。企業は、こうした当社の見解を受け止め、社外取締役も同席していたことから、翌年には当社の意見が修正案に反映されることを期待しています。

また、いくつかのガバナンス特性についても議論しました。書面による株主決議権(テクニカルなアプローチですが、株主への説明責任を全うする上では有効な手段)に対する支持を重ねて伝え、株主の支持が得られていないガバナンス条項の大幅改変を行うことは、取締役会へ不要な混乱が生じる可能性を考慮し、注意を促しました。公開企業の役員と他2社の社外取締役を兼任している取締役については、取締役兼任数に関する当社の方針に基づき、オーバー・ボーディングである点を指摘しました。当社は、取締役の能力よりも経営へのコミットメントに要する時間的制約のリスクに対する懸念を伝え、改善を要求しました。

最後に、企業のサステナビリティにおける取り組みにおいて、社内の業務効率化、情報公開、事業報告書に関する議論を交わしました。当社はこれをSASBへの支持を表明する好機と捉えると同時に、当社が投資判断プロセスにおいて活用する重要目標達成指標(KPI)とマテリアリティ・マトリックスにおけるベスト・プラクティスとして提案しました。

役員報酬案 – “Say-on-Pay” (役員報酬に対する株主投票に関する新規則) ”

79%

役員報酬案決議において
90%以上の賛成票を
獲得した企業の割合

1%

役員報酬案決議において50%
以上の反対票が投じられた
企業の割合

大手テクノロジー企業

議決権行使ガイドライン: "当社は、取締役会が... 事業の長期的な持続可能性に向けて、関連する重要なリスクファクターに係る検証と計画を行うよう期待しています。"

"当社では、継続的な教育、株主及び利害関係者とのエンゲージメント、監督機能を測る指標としてのベストプラクティスの採用を確認しています。"

"当社としては、少なくとも全社的なリスクマネジメントの枠組みの存在、主な委員会の役割と責任、各取締役の全般的な経歴と技能が開示されることを期待しています。当社は、思い込みや集団思考を取締役会による効果的な監督や経営にとっての重要なリスクとして特定しており、これらのリスクは活発かつ多様な取締役会によって最大限軽減できると考えています。"

当社は、大手テクノロジー企業に対し、取締役会の体制および機能についてエンゲージメントを行いました。第三者評価の導入、取締役会の自己評価、役員交代計画、2名の新任取締役、役員報酬の返還が求められる状況の想定、及び報酬委員会の評価プロセスなど、いくつかのガバナンス項目について議論を行いました。当社は取締役会によるサイバーセキュリティに対する取り組みについて、特に関心を抱きました。具体的には、サイバー攻撃への事前対策および適切な監視に必要な教育といった取り組みです。最高技術責任者（CTO）と最高情報セキュリティ責任者（CISO）が監査委員会に定期報告を行い、社外の専門家が取締役へのトレーニングを実施しています。サイバーセキュリティをめぐる環境の変化のスピードは著しく、また情報開示にも関わってきますので、同社の取り組みは非常に重要であると考えています。日進月歩で進化するサイバーセキュリティにおいて、監査機能を担う取締役に2名新しく着任したことを踏まえ、当社は、自己評価プロセスにスキル評価を追加し、こうした取り組みに関する情報開示を求めました。今後もサイバーセキュリティはもちろん、時代の流れに合わせたESGに関連するトピックについて、企業とのエンゲージメントを行ってまいります。

業界における協調的エンゲージメント

複数のステークホルダーと共に、ニューバーガー・バーマンは、現在、国連責任投資原則によるサイバーセキュリティ共同エンゲージメントに参加しています。これは、「投資先企業の経営方針やガバナンス体制の視点から、企業におけるサイバーレジリエンスの整備状況の確認や情報公開基準の向上を目指し、どのような取り組みを行っているかについて投資家の理解を深めること」を目的としています。詳細は、PRIウェブサイトをご覧ください。

中堅金融サービス企業

議決権行使ガイドライン: ニューバーガー・バーマンは、定期的な役員や委員の交代と合わせて、これらの要素が、株主の利益を守り高めながら、投資先企業の業績、株主価値の創出を促進することにつながると考えます。

当社は、取締役会の大幅な刷新を行った中堅金融サービス企業と、取締役会の構成とダイバーシティへの取り組みについて話し合いました。現在、取締役会の構成は、株式公開時から取締役を務める数名に加え、過半数を占める取締役は新任です。当社は、新取締役が円滑に機能する効果的な方法として、特に株主との議論の場において、取締役はある程度の入れ替えが必要であるという考えを共有しました。取締役会の議長職は個人の名誉と名声に影響し、また長く尽力した人が就く役職のように思われていますが、当社は、特に人的資本管理や気候変動リスクといった足元急速に関心を集めている問題を監督する委員会では、効果的な業務遂行のために、新任役員による新たな視点が必要であるとの考えを明確に伝えました。同社は取締役の選出基準において、ダイバーシティ促進への多様な取り組みを推進しており、当社はそれを高く評価しています。取締役会の改革は、通常、選任リスクを伴いますが、同時に良い機会でもあることを踏まえ、当社は同社と緊密なエンゲージメントを重ねてまいります。

債券におけるエンゲージメント

ESG関連のリスクにより予期せぬ信用力の悪化が発生し得る非投資適格クレジット市場の発行体への投資にあたりエンゲージメントは特に重要であると考えられます。経営陣と継続的な対話を行うことは、長期的な観点から安定的なパフォーマンスを追求する上で欠かせません。エンゲージメントを通じて発行体のクレジット・リスクをより包括的に把握できるだけでなく、懸念点があれば発行体に対してフィードバックを行い、必要に応じて、企業価値を守るために代替案を提案することもできると考えられます。

上記の理由から、当社では積極的なエンゲージメントを投資プロセスの中核に据え置いています。エンゲージメント専任のチームではなく、当社の経験豊富なクレジットアナリストが発行体に対してエンゲージメントを行うことにより、事業ファンダメンタルズ、資本構造、キャッシュフローの優先的な使途、ESG関連の重要な論点に関して包括的なアプローチを取ることが可能になります。

当社のエンゲージメントにおける取り組みは個別企業との対話に留まりません。業界横断的な課題に関しては、各セクター及び複数のセクターにわたるエンゲージメントを実施しています。こうした試みにより、システムティック・リスクをより正確に評価し、債券の適正価格の算出が可能となり、また他の発行体からの負の連鎖が発生した場合における影響度合いを把握することで、優良なリターン

の創出に繋がると考えています。

また、市場全体の機能強化を目的に、市場レベルでもエンゲージメントを行っています。その中でも特に情報開示の強化に注力しています。例えば、国連が支援するPRIと共に、2016年からムーディーズやS&Pなどのクレジット格付機関に対し、一貫性かつ透明性あるデータに基づいた重要なESGリスクの検証をクレジット格付評価に取り入れる必要性の働きかけを行っています。格付機関は、発行体に対し、情報開示の改善を促す上で重要な役割を担っていますので、この取り組みが進めば、ESG要素の改善に対して積極的に取り組む発行体の借入コストが低下し、投資家もその恩恵を受けると考えています。

小型石油・ガス企業

エンゲージメント原則: 透明性及びコミュニケーション

"投資先企業はコミュニケーションと報告における透明性を提供すること...（そして）株主と定期的にコミュニケーションを行うべきです。"

個別企業とのエンゲージメントの中で、当社アナリストはある発行体の情報開示において重大な欠陥を発見しました。非投資適格クレジット市場のガス配給セクターにおける契約上のキャッシュフロー特性は、クレジット分析プロセスにおいて重要な要素です。当該発行体は足元でテイク・オア・ペイ条項による安定したキャッシュフローの恩恵を受けるとされる企業に対する買収を発表しましたが、同社が行った情報開示の内容は不明確である点が多く、当社では同契約に関連する将来のキャッシュフローにはリスクが存在すると考えました。コモディティ市場が不安定な局面においては、同社が発行した債券に対する投資については、開示されたリスクを大きく超える可能性があることから、潜在的なリスクの所在を明確化するため、同社経営陣に対するエンゲージメントを実施しました。

特定の契約に関連するリスクの理解及び評価に加えて、エンゲージメントは、ガバナンスの問題がさらに広範なものであるのかを見極める際に役立ちました。具体的にはエンゲージメントの一環として、同社がデュー・デリジェンスに用いるプロセスに加えて、どのような管理・監査が存在し、どのように適切な開示が決定・公表されたのかについて正しく理解するために、追加的な説明を同社の経営陣に対して要求しました。

当社は発行体の経営陣に複数回面談を行い、当社の懸念材料を伝えた上で改善を促しました。同社CEOとの面会では、問題の契約に関する開示に焦点を当て、投資家がより詳細な分析を行うことができるよう、追加的な説明の公表を要求しました。その後、コモディティ市場が軟調となる中で、発行体は特定の状況において当該契約がリスクにさらされる可能性があることに加え、同契約によって得られるキャッシュフローが当初公表していたほどには安定していないことなど追加の情報開示を行いました。

当社は同社との対話を継続し、当該重要な課題に関する開示状況に対する当社の懸念を伝えるとともに、当該買収に際して適切な評価管理が行われておらず、必要な疑問が呈されていなかったことは同社のガバナンス・監査体制が不十分であることを象徴するものであり、可及的速やかに取締役会において対処する必要があるとの見解を示しました。CEOとの個別の面談ではこうした懸念に加え、全体的な資本配分や基本的な経営課題についてさらに議論を行いました。

同社の取締役会はこうした問題点を真摯に受け止め、当社とのエンゲージメントを終える前に、複数の経営陣を解任しました。こうした状況の進展を踏まえ、当社は同社の会長とも面談を持ち、上述した主要な契約の開示に対する当社の懸念に加えて、ビジネスに注力するための組織改編の必要性及び投資家に対する情報開示の改善を促しました。本案件は当社にとって、経営陣との対話のあるべき形及び企業にとっての改善案に対する当社の見解を提供する機会となりました。

上記のエンゲージメントを通じて、同社の投資家に対する情報公開の透明性の向上を促すとともに、弊社のお客様に対してはより正確な情報に基づいた意思決定を行うことができたと考えています。当社では、エンゲージメントの後、同社に対するより詳細な評価を行うことができたことから、最終的には同社債券のポジションを解消しないことを決定しました。その後同社債券価格のボラティリティが高まる局面が発生しましたが、同社の契約上のキャッシュフロー及び資産配分の策定が明確であったことから、当社は当該ポジションの積み増しの決定をしました。

同社の経営陣による資本配分の策定及び問題となった契約に対する情報開示が明確化されたことから、その後も当社では同社に対して投資対象銘柄として積極的なモニタリングを行うとともに、事業及び開示に関する重要事項について経営陣との対話を継続しました。最終的には、当社が懸念を示した同社のレバレッジ比率の高さ及び手元流動性の状況に関して、同社が自発的に対応策を取る意向が見られず、コーポレート・ガバナンス上の大幅な改善は期待できないとの見方から同社債券の全売却を決定することになりましたが、当該ケース・スタディは当社の投資プロセスにおける経営陣に対するエンゲージメントの重要性を示すものであると考えています。長期的な観点から投資を行うアクティブな債券投資家だからこそ構築できる信頼関係は、発行体に対して改善を促すために肝要であるとともに、より広範な情報に基づいた投資判断が可能となることから、長期的な投資パフォーマンスの向上にもつながると考えています。

ニューバーガー・バーマンのESG投資に対するアプローチに対する詳細な情報はウェブサイトをご確認ください。
<https://www.nb.com/pages/public/ja-jp/esg-investing.aspx>

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、ファンドの運用会社等の作成した資料をもとに当社が作成した翻訳を含み、必ずしも原文である英文資料の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料は、作成時点において信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、かかる情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。

当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.00%（年率、税抜き）を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用（経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等）が発生しますが、これら諸費用は運用状況および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

ニューバーガー・バーマン株式会社 Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2094号加入協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------

Neuberger Berman
1290 Avenue of the Americas
New York, NY 10104-0001

www.nb.com