ニューバーガー・バーマン

2018年 環境・社会・ガバナンス（ESG）年次報告書

NEUBERGER | BERMAN

ニューバーガー・バーマンは、1939年に創立し、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。世界34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。500名を超える運用プロフェッショナルを含む約2,000名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。また、環境、社会、ガバナンス（ESG）に関するファクターを投資において積極的に考慮する取り組みにも尽力しています。こうした高い目的意識や投資文化は、シニア投資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」として6年連続で上位に選出されていることにもつながっています。

目次

ESGインテグレーション（組み入れ）に対する当社のコミットメント 1
ニューバーガー・バーマンにおけるESGインテグレーションの枠組み 8
独自のESG分析と格付け 10
プライベート・エクイティにおけるESG投資: 2018年を振り返って 17
社会的なインパクト創出を目的とした米国地方債投資 19
現代の奴隷労働：新たなESGリスク 23
全社的な気候変動に対するコーポレート戦略 27
ESGとビッグデータ 29
K 34
ニューバーガー・バーマンにおけるエンゲージメントの取り組み 37
エンゲージメント・ケーススタディ 39
エンゲージメントと議決権行使 45

ESGインテグレーション（組み入れ）に対する当社のコミットメント

GEORGE H. WALKER
会長 兼 最高経営責任者

ニューバーガー・バーマンは、お客様が、運用会社に対して投資における厳格なESGインテグレーションを求めていることをよく理解しています。私たちは、重要なESGファクターに注目することは、より賢明な投資につながり、またESGに関する問題について企業にエンゲージメントを実施することにより、企業が投資家や社会により良い影響を与えることを促す力になるという強い信念を持っています。

こうした信念から、当社では、全運用資産のうち60%[1]のポートフォリオ構築や証券分析において、明確かつ一貫したESGファクターの組み入れを行っています。

独自のアプローチ

ESG投資は、今や、投資におけるメインストリームとなりました。サステナブル投資を推進する米国の非営利団体US SIF Foundationが発行した責任投資の動向を紹介する「US SIF Trends Report」（2018年版）[2] によると、米国の運用資産に占めるサステナブル投資の割合は4分の1に達し、前回調査をした2016年時点の6分の1から大きく増加しています。サステナブル投資の運用資産がポートフォリオに占める比率は、足元では欧州とオーストラリアが比較的高いものの、日本をはじめとする東アジア地域においてもその比率が顕著に上昇しています。

ESG投資に対する関心の高まりを受けて、サステナブルな企業の定義に加え、企業の開示情報に偏りがある状況下でどのようにESGの観点から企業の強みや弱みを評価するかについて議論がなされています。これは正に市場の非効率性であり、当社のようなアクティブ運用マネージャーがその本領を発揮できる分野といえます。

当社のリサーチや投資のプロセスには、財務の観点から重要なESGファクターを組み入れており、ESG投資責任者を務めるJonathan BaileyとESG関連業務に特化したESG投資チームのリーダーシップのもと、ESGにおける全社的な協働とイノベーションを生み出す強固な枠組みを構築しています。豊富な経験を有する株式部門やクレジット部門のリサーチ・アナリストは、産業ごとに開発した当社独自のESG格付けを管理・監督しています。第三者機関が提供する膨大なデータを活用しながらも、企業文化や気候関連リスクといった、とりわけ複雑なESGの問題に対応するために、当社のビッグデータ・チームが提供する多様な体系化されていないデータも活用しています。

最近の一例を挙げると、当社のエマージング株式チームは、財務指標上は良好なブラジルの鉱山会社への投資をESGの観点から見送ったことにより、当社はエマージング債券においてアンダーウェイトしました。こうしたESGに関する企業情報は限定的であるため、同チームは定性面から環境リスクを見極めていました。分析の一環では、多くの投資家が見過ごしていたと思われる2015年11月に発生した前回の事故に注目していました。その後、2019年1月に同企業が所有・運営する別の鉱山ダムにおいて2度目の事故が発生し、人命損失という悲劇が生じたことを見ると、当社が企業分析に環境リスクを組み入れることを通じて創出される価値が明確になりました。当社のエマージング株式チームとエマージング債券チームは、こうした出来事を通じて得た新たな知見を

[1]2018年12月31日時点
[2]2018 Report on U.S. Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends, US SIF, October 31, 2018.

同セクターの企業評価プロセスにおいて継続的に組み入れています。

長期的視点からのエンゲージメント

エンゲージメントは、ニューバーガー・バーマンのアクティブ運用に対するアプローチの象徴といえます。当社の投資プロフェッショナルがもたらす判断と信頼により、企業の経営陣や取締役との長期的かつ建設的な対話が行われています。私たちは、ESGの問題を絶えず戦略的に取り上げていくことが有意義な変革につながるとの信念を持っています。そして債券投資など、議決権行使ができない場合においても発行体に対して明確な影響をもたらしています。

最近の例をご紹介すると、当社のCharles Kantor が率いる運用チームのアナリストとポートフォリオ・マネージャーは、特殊化学メーカーであるAshland社における重要なガバナンス改革を主導し、同社とアクティビスト・ファンドとの間で展開されていた経営を阻害しかねない苛烈な委任状争奪戦の沈静化を支援しました。当社は、書簡を通じて他の株主に賛同を求めるといった従来のアプローチにとどまらず、同社の経営陣と協力して取締役の構成や役員報酬等に関するガバナンス制度の改革に尽力しました。

また、議決権行使に関しては、株主提案を慎重に精査する責任を強く認識しています。2018年に実施した議決権行使では、気候関連や男女の賃金差などの情報開示に係るものを含め、株主提案の過半数に賛成票を投じました。また、政治活動やロビー活動に係る支出の提案に対しては、その84%に賛成票を投じています。一方、経営陣からの提案の11%、そのうち役員報酬制度にかかる議案については15%に、反対票を投じました。

よりサステナブルな金融市場の構築

当社は、ESGが多様な領域を網羅することを受けて、業界の有力団体との積極的な協働に取り組んでいます。例えば、ここ数年間にわたって、国連が支持する責任投資原則（PRI）と協働し、信用格付け機関に対して格付け決定時にESGの観点を正式に組み入れるよう働きかけています。また当社が2017年に発行したレポートでは、格付け決定プロセスにおけるESGファクターの組み入れは、発行体にESG投資のパフォーマンス向上とESG関連情報の開示強化への推進力となると提唱しました。その後、主要な信用格付け機関3社すべてがESGの専門家を新規採用し、格付手法の見直しを行いました。このうちFitch社は、当社のレポートが後押しとなってESGファクターを組み入れるという経営判断を下したことを公に認めています。

当社の足元の取り組み

当社は、ベストプラクティス実践へのコミットメントの一環として、本報告書より、ダイバーシティ関連情報を含む当社の「ステークホルダー評価指標」を公開することとしました。

当社の従業員にとって、当社がこれまで以上に活力に満ちかつ協力的なキャリア構築の場となるよう、環境の構築に努めており、まだ道半ばではありますが、私たちは正しい方向に進んでいると確信しています。2018年の新規採用においても、女性やマイノリティの比率が向上し、当社はダイバーシティ浸透度を測るランキングにおいて上昇しました。ダイバーシティには多岐にわたる意味や形がありますが、私たちは全ての領域において、多様な従業員が活躍できる環境の醸成を目指しています。

「優れた職場」であることは、当社の戦略および企業文化の中核を成すものです。有能な人材を惹きつけ、定着させるといった従業員の観点と、大切なご資金の運用委託先を決定するお客様の観点の双方において、当社が競争優位に立つことを可能とするものであり、また企業として正しい行動でもあると考えています。

皆様のお力添えとパートナーシップに対して、改めて感謝を申し上げます。

当社のESG投資哲学

アクティブ運用マネージャーである当社は、長年にわたり、環境、社会、ガバナンス（ESG）に関する重要なファクターは、投資機会の創出とリスク管理の観点から、長期の投資リターンに寄与すると考えています。したがって、当社はお客様の資産を運用するにあたり、ESGを考慮した評価基準を投資プロセスに組み入れることをはじめとした包括的なアプローチを採用しています。また、ESGファクターがお客様のポートフォリオに与える影響は、運用パフォーマンスと同様に、多くの投資家にとって考慮すべき重要な要素であると考えています。

“2018年は、当社の全ての機関投資家様のうち、3分の1にのぼるお客様から、当社がESGファクターを投資プロセスに組み入れる手法に関して、正式な形でご質問をいただきました。多くのお客様にとっては、当社とパートナーシップを結ぶご決断をする上で、ESGは重視すべき問題といえます。私個人としても、当社に将来の財務的な備えとなる大切なご資金を託していただいているお客様に対して良い成果をご提供するために、ニューバーガー・バーマンがサステナビリティとインパクト投資に対して常に革新的な取り組みを採用していることは、当社で働く上で最も心躍ることの一つです。”

– JONATHAN H. BAILEY
ESG投資責任者

NEUBERGER BERMAN
1290
1290

1989年
ESGを統合した
初のESG戦略を設定

ラッセル1000種指数の全構成
銘柄に基づく独自の格付け

100% ESGを考慮した運用資産

A+

最高評価A+を獲得

国連PRIが実施する最新のアセスメント・レポートにおいて、ESGの戦略とガバナンスに対する包括的なアプローチが評価*

*関連する開示情報は51ページを参照ください

60% 明確かつ一貫したESGインテグレーションを実施している運用資産

140名 ESG投資委員会および
ESGワーキング・グループにおいて、
ESGに携わる投資プロフェッショナル数

3,052回

株式部門および債券部門における企業経営陣とのエンゲージメント・ミーティング数

32%
RFPおよびデューデリジェンス質問表（DDQ）においてESGに関する質問をいただいた機関投資家様の割合（2018年）

3,040億米ドル
運用資産

記載がない限り、2018年12月31日時点

当社のESG投資における沿革

ESGインテグレーションの取り組み

ESGを組み入れた投資戦略

1940年代初頭

株式投資において
ネガティブ・スクリーン
を開始

1989-2002年

1989年
米国株式
サステナブルチーム
の立ち上げ

2002年
議決権行使ポリシー
の策定

1994年
サステナブル株式戦略

1984年
債券投資において、ESG
を考慮した運用口座を開設

2005-2007年

2005年
ガバナンスおよび議決権
委員会を再編成

2007年
プライベート・エクイティ投資
において、マネージャーの
デューデリジェンスにおける
ESG指標を策定

2009-2013年

2009年
ハイイールド債券および
投資適格債券において、
企業経営およびガバナン
スを評価するスコアカード
を策定

2012年
ESG委員会を設立

PRI

国連が支持する
責任投資原則（PRI）に署名

2013年
エマージング・ソブリン債投資に
おいて、ESGプロセスを統合

2014-2015年

2015年

エマージング株式投資において、定量面からESGを考慮した運用口座を開設

プライベート・エクイティ投資において、ESGを考慮したカスタマイズのポートフォリオ構築を開始

2016-2017年

2016年

株式、債券、プライベート・エクイティ投資におけるESGの知見を共有するESGワーキング・グループを設立

債券投資プラットフォームにおけるESGインテグレーションを開始

2017年

全社的なESGの取り組みを統括する専任チームを設立

「エンゲージメントおよび議決権行使報告書」を発行

ハイイールド債券運用において独自のESG格付けを開発

2018年

2018年

「債券投資におけるエンゲージメント報告書」を発行

2018年

米国地方債インパクト投資戦略

気候モデルを用いた保険リンク戦略

2019年

2019年

気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に則った全社的な気候変動に対するコーポレート戦略を策定

気候変動関連の予想最大損失額（VaR）シナリオ分析ツールを開発

「ESG年次報告書」の発行

2019年

プライベート・エクイティ

インパクト戦略

OUR COMMITMENT TO ESG INTEGRATION

ニューバーガー・バーマンにおけるESGインテグレーションの枠組み

当社では、リサーチ・アナリストやポートフォリオ・マネージャーが、自身が従事する投資リサーチやポートフォリオ運用においてESGを組み入れる責務を担っています。当社は、こうしたボトムアップのアプローチをとることにより、個々の運用チームが当社の投資プラットフォーム全体からベスト・プラクティスを習得し、個別戦略におけるイノベーションの創出を促すことにつながると考えています。当社のESG投資チームは、ESGにおける専門知識を活用した支援を通じて、ESGインテグレーションのプロセスをトップダウンで強化しています。

各ポートフォリオ・マネージャーは、投資戦略の目標、アセットクラス、投資ホライズンに加え、特定のリサーチおよびポートフォリオ構築、ポートフォリオ・マネージャーが採用する運用の哲学およびプロセスに応じて、採用するESGインテグレーションの手法を決定します。

また各運用チームは、ESGインテグレーションの目的を達成するために、最適な組み入れ方法の選択に加え、ESGに関連するリスクの低減や投資機会の創出を実現するESG分析方法、投資先企業ごとの分析・評価方法、またその結果をポートフォリオ構築においてどのように活用するかという点について計画し、明確に決定しています。 当社は、長期投資の観点から投資プロセスにESGファクターを組み入れる最も効果的な方法は、各運用チームが自らESGファクターを調査し、投資プロセスにおいて考慮すべき他の情報と併せて組み入れるアプローチであると考えています。こうした見地から、当社ではESGに特化したESG専任のリサーチ・チームを編成するのではなく、リサーチ・アナリストの業務の中にESGリサーチ業務を組み入れています。これにより、運用チームは、アクティブ運用マネージャーである当社が有するあらゆる手法を最適な形で選択することが可能となります。

ESGインテグレーションの枠組み

ネガティブ・スクリーニング

投資ユニバースから
特定の企業もしくはセクター
を除外

投資への適用

全資産クラス
- セパレート・アカウント
- 全UCITSファンド

評価

投資プロセスにおいて、
伝統的ファクターに加え、ESGのリスクおよび投資機会がバリュエーションに与える影響を考慮

投資への適用

株式
- エマージング株式
- 米国スモールキャップ・イントリンシック・バリュー

債券
- グローバル投資適格クレジット
- グローバル非投資適格クレジット
- エマージング債券
- 米国地方債

オルタナティブ
- プライベート・エクイティ
- プライベート・クレジット

定量運用
- ESGファクター

マルチアセット

ポジティブ・スクリーニング

ESG特性に基づいた
「より良い」企業への
フォーカス

投資への適用

株式
- サステナブル株式

債券
- グローバル投資適格クレジット
- グローバル非投資適格クレジット

定量運用
- ESG ファクター

マルチアセット

全資産クラス
- セパレート・アカウント

インパクト投資

財務リターンに加え、
社会および環境に対するポジティブなインパクトの意図的な追求

投資への適用

債券
- 米国地方債インパクト

オルタナティブ
- プライベート・マーケット・インパクト

独自のESG分析と格付け

ニューバーガー・バーマンでは、産業ごとの重要性（マテリアリティ）を考慮したESG格付けを各企業に付与すべく、リサーチ・アナリストがESG投資チームと緊密に協働しています。こうした独自のESGレーティング・システムの中核を成すのは、複合的な一連のESGデータ・セットからESG投資チームが導き出した専門的視点と、アナリストが有する特定セクターにおける専門的知見を融合する能力の存在です。ESGの観点から重要な問題は、セクターや企業ごとに異なります。当社は、定量的な分析と定性的な分析の双方の活用によって、重要なESGファクターのパフォーマンスを評価するよう努めており、また個別企業とのエンゲージメントを通じて得た知見を取り入れることにより、当社の分析の精度を絶えず向上させています。

環境および社会ファクターの評価 — まとまりのある3段階の取り組み

特定セクターの評価

米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）のマテリアリティ評価を分析の起点として利用し、当社のアナリストが有する専門的判断を組み入れて、重要なファクターの分析を実施

広範な情報源

企業の開示情報、専門的データ、第三者機関によるリサーチから得たデータを組み合わせ、環境および社会のファクターのパフォーマンスを評価

アクティブ・エンゲージメント

企業経営陣とのエンゲージメントを通じて得た追加的な定性的知見を定量的評価と統合

JARED MANN, CFA
シニア・リサーチ・アナリスト—コモディティ・特殊化学品セクター担当

化学品セクターにおけるダイナミックな独自のESG格付け

エネルギーおよび資源の多消費型セクターのアナリストである私の仕事は、ESGにおける重要課題を重視するニューバーガー・バーマンの投資アプローチを具現化するものです。化学品セクターに属する企業の評価においては、温暖効果ガス排出、大気汚染、そして水質管理といった環境問題にとどまらず、職場の安全性とサステナブルな製品開発のイノベーションに対して、特に重点を置いています。

私は、化学プラントの安全性は、企業経営陣が従業員の福利をいかに重視しているかを判断する材料となるだけでなく、プラントの設備管理や操業における信頼性、ひいては企業の収益性を判断する上で、財務上重要な影響を及ぼす社会的ファクターであると考えています。こうした安全性の評価は、規制当局に提出が義務付けられている書類の確認や、外部専門機関による評価を利用して行うことも可能です。

とはいえ、エンジン・オイルと工業用潤滑油メーカーのケースでみられるように、こうしたデータに依拠してそのまま評価に利用してしまうと、誤った判断を下してしまう可能性があります。

最近、スピンオフにより独立経営の上場企業となったある企業は、規制当局への提出書類数が少ないことや同社の安全衛生方針に関する公開資料が十分に入手できないことから、一部の第三者機関による同社のESG格付けは、長年の実績を有する同業他社と比較して低いものでした。

当社では、同社が最近まで比較的経営が良好な親会社の一部門であったことから、その安全衛生管理体制については、第三者機関のESGデータが示すよりも健全な可能性があると推察しました。そして、現地に赴き、同社の工場見学と本社訪問を通じて、安全を重視する同社の企業文化とESGに対する経営陣の意識は、ESG格付けがより高い企業と比べても遜色ないことが確認されました。

最終的に、現地調査を通じて確認されたこうした定性評価は、当社独自のESG格付けに反映されました。これは、企業のファンダメンタルな財務分析に基づく私の前向きな投資判断をさらに強固にするものとなりました。

化学メーカーの格付け

重点項目	アナリストによる査定 メーカー #1 汎用化学品	メーカー #2 スペシャリティケミカル	メーカー#3 塗料	メーカー #4 農業化学
ES格付け（全体）	A	B	C	D
温室効果ガスの排出				
大気汚染				
水質管理				
エネルギー・マネジメント				
有害廃棄物管理				
労働環境の安全衛生				
化学製品の環境スチュワードシップ				
法規制環境の管理				
オペレーションの安全と緊急事態への対応				

ES 格付け
高　平均　低

アナリストによる環境および社会に関する重要なファクターについての見解は、同じピア・グループに分類された企業との比較による、相対的なものです。
AからDの4段階評価で、Aが最も良く、Dが最も悪い評価となります。

– MICHELLE A. GIORDANO-VALENTINE
シニア・リサーチ・アナリスト—保険会社・資産運用会社担当

損害保険会社のビジネス慣行に対応したボトムアップのESG評価

私は金融サービス・セクターを担当するアナリストとして、ESGに関する重要な問題は、生命保険会社と損害保険会社のように表面的には似通っている二つの産業間においても大きく異なる可能性があるという点に注目しています。それぞれの保険商品について言えば、顧客が商品の認知から購入に至るまでに経験するプロセスは異なります。生命保険の多くは単一販売であり、保険契約者である顧客自身が保険金を請求することは少ないのに対して、損害保険の顧客は頻繁に契約内容を見直すことがあり、また保険契約者である顧客自身が保険金を請求するのが通常です。つまり、顧客満足と苦情対応が損害保険会社にとってはより重要であり、こうした要素が顧客の継続契約率に影響を及ぼします。

各保険会社は必ずしも顧客満足度を公開していないものの、こうした問題に関して定量面および定性面の双方から企業を評価するための合理的かつ十分に認知された方法がいくつか存在しています。その一方、損害保険会社が顧客に安全運転を促すためのインセンティブを設けるといった重要な取り組みに対しては、購入可能な既存のデータ・セットを用いて評価をすることはさらに困難です。こうした状況を受けて、私は保険証書の調査や個別の保険会社の継続的なエンゲージメントに基づいた独自の評価スコアを開発しており、個別企業が抱える特有のリスクや機会を理解するのに役立つ独自の知見となっています。

“保険会社および資産運用会社に対するESG格付けの開発は、関連する問題を見極め、個別企業のリスク・エクスポージャー、経営方針、そして開示情報を確認するためのデータソースを特定したうえで、どの企業が問題に対処し、どの企業が対応に遅れがあるのかを判断する協働的な取り組みです。企業は従来よりもESGの問題に敏感になっており、保険契約に関する追加情報の開示の必要性の認識も高まっているため、こうした取り組みの継続が必要であると考えています。”

損害保険会社の格付け

	アナリストによる査定			
	企業 #1	企業 #2	企業 #3	企業 #4
ESG格付け（総合）	**A**	**B**	**C**	**D**
環境リスクのエクスポージャー				
責任ある行動を促すよう設計された方針				
リスク管理				
保険商品のパフォーマンス				
苦情件数/顧客満足度				
環境配慮型保険商品				
投資プロセスへのESGリスク・ファクターのインテグレーション				

ES 格付け

高　平均　低

アナリストによる環境および社会に関する重要なファクターについての見解は、同じピア・グループに分類された企業との比較による、相対的なものです。AからDの4段階評価で、Aが最も良く、Dが最も悪い評価となります。

エマージング債券市場におけるESG評価：進化するベスト・プラクティス

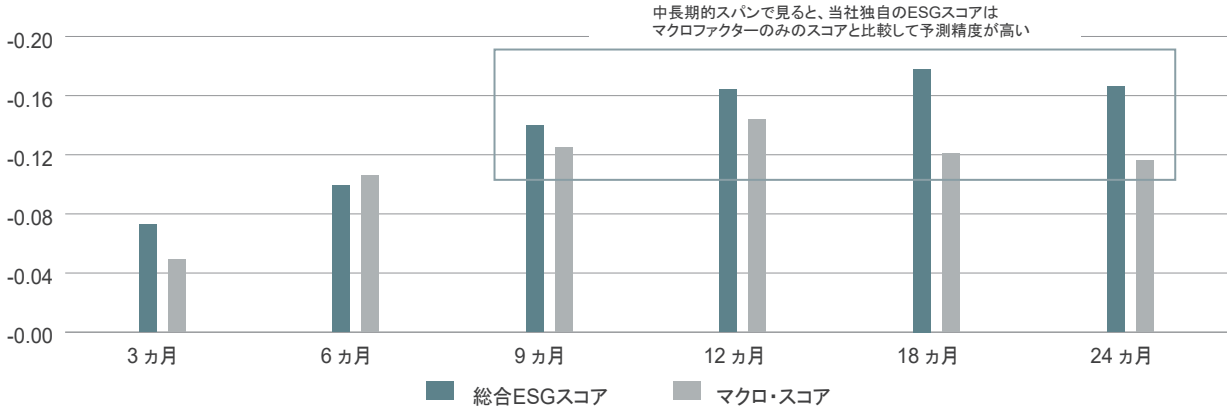
当社のエマージング債券チームは、ソブリン債の発行体の評価において、ESGデータを用いた定量評価の枠組みを正式に組み入れており、すでに8年以上の実績を有しています。当チームが得た知見に基づいて確立した独自の見解は、ESGを巡る問題が改善する可能性の早期特定に寄与しています。具体例としては、2012年に行った、コートジボワールをオーバーウェイトする投資判断が挙げられます。同年に就任した新大統領の取り組みにより、その時点では低かったESG指標と改革に対する期待が今後上昇すると判断しました。2018年には、各国のカーボン・フットプリント（二酸化炭素排出量）に加え、環境災害に対するエクスポージャーやそれに対処する準備等の環境評価の指標を追加することにより、ESG評価の枠組みを強化しました。また、これに先立つ4年前には、独自の知見をさらに組織的に蓄積するため、外部専門家によるESG調査を活用することによって、データ重視のアプローチをエマージング社債に拡張しています。

自社独自のESG評価には、財務上の重要性に対する独自の見解を反映しているため、第三者機関が提供する評価と比較して、全てのセクターにわたり、より一貫した判断を徹底することが可能であることが確認されています。私たちは、こうして改善を重ねたESG分析の枠組みを活用し、エマージング市場の社債分析においても、一定程度広範に適用可能な次のベスト・プラクティスを特定しています。

- パフォーマンスと実証データを突き合わせるバックテストは、ESG指標の財務上の重要性の実証に加えて、特定の発行体に対する信用力分析にあたり、最も関連性がある要素の特定に際して有益である。例えば、当チームの分析では、エマージング市場の多様な企業について、二酸化炭素排出と財務比率や債券スプレッドとの間に、長期的な相関性があることが示唆されているほか、廃棄物管理方針も、より狭い範囲の発行体に関してではあるものの、有効性が認められている。
- 企業が抱えるリスクとソブリン・リスクには相関があるため、両者を統合した分析が必要である。
- ESGを巡る問題に対応するエンゲージメントは、議決権行使に限るものではない。投資家が発行体との対話を継続することは、その企業が抱える重大なESGリスクの特定や、その動向のモニタリング、さらには企業に結果責任を求める上で有効である。

上記のうち、特に2番目と3番目のプラクティスは、信用格付けにおける政府関与がもたらす悪影響への懸念から、当チームがアンダーウェイトした国有石油会社への投資事例で成果がみられました。汚職スキャンダルの勃発後、当チームはこの国有企業に積極的にエンゲージメントを行い、経営陣の対応を査定し、対応策の実行と基本的なガバナンス体制に対する確信を得た上で、投資ポジションを積み増しました。

ニューバーガー・バーマン ESGスコアとハードカレンシー建てソブリン債のスプレッドとの相関
6つの期間でみたESGスコアおよびマクロ経済スコアとスプレッドの変化率との相関係数（2000-2018年）



出所：ニューバーガー・バーマン、ブルームバーグ。負の相関係数が大きい（棒グラフが高い）ことは、ESGスコアもしくはマクロ・スコアの低下後に信用スプレッドの拡大が大きくなることを示唆している。データの対象期間は、2000年第1四半期から2018年第1四半期。

LAWRENCE ZICKLIN[3]
ニューバーガー・バーマン
取締役

倫理の実践 ー お客様の利益を常に最優先するために

倫理に基づいたガバナンス、透明性、そしてインテグリティは、持続的な企業文化を構築するうえで中核となるものです。Larry Zicklinは、1968年にニューバーガー・バーマンに入社し、20年以上にわたってマネージング・パートナーとして従事しました。ここでは、Larryがニューバーガー・バーマンの歴史を形成した中心的メンバーの一人として、当社がESG分野において果たした初期段階の主導的役割を振り返り、また今日の取締役会においても貫かれているガバナンス原則をご紹介します。Larryは当社での責務にとどまらず、大学をはじめとする教育機関において企業倫理や職務責任をテーマとした講座で教鞭をとり、政治資金の透明性確保を提唱しているほか、ニューヨーク市立大学2校に対する多額の寄付を通じて、多くの学生が高等教育へ進むための支援を行っています。

ニューバーガー・バーマンの企業文化について、教えてください。
私が入社した1969年当時、ニューバーガー・バーマンは間接部門を共有する起業家グループといった感じでした。従業員は、各チーム内でアイディアを共有するほか、切磋琢磨し、時には互いに競いあうこともありました。当時の起業家精神と独立した自由な発想は、今日のニューバーガー・バーマンにおいても浸透しています。

しかしながら、当社が成功を収めた最大の理由は、お客様を重視する姿勢です。1969年当時においても、資産運用部門のパートナーたちは、お客様のご要望に応えることに何よりも腐心していました。

今日においても、当社の運用プロフェッショナルがお客様に深くコミットメントする姿勢は、当時と何ら変わるものではありません。いかにしてお客様の投資における目標を達成するかは、当社にとって常に重要な関心事であり、お客様に対する責任感を中心に据えて事業を運営しています。ウォール・ストリートの人間は大金を稼ぐことが目標ですが、興味深いことに、当社にとっては、単により多くのお金を稼ぐ競争よりも、お客様の望む成果を上げる競争の方が常により大きな課題であったのです。

ニューバーガー・バーマンが、早期の段階からESG投資におけるパイオニアとなった経緯を教えてください。
当社は、投資ユニバースから特定のセクターや企業を除外する「ネガティブ・スクリーニング」のパイオニアでした。早い時期からタバコやアスベストに関連する事業を投資対象から除外してきましたが、これは、規制強化と需要低下の予測に基づいた、投資家としての合理的な取り組みでした。1988年には、パートナー兼ポートフォリオ・マネージャーを務めるJanet Prindleが、世界の潮流に応じて、社会的責任投資のご紹介を開始しました。これが契機となり、1989年には、現在の「米国株式サステナブル戦略」につながる戦略の運用チームを組成しました。1980年代から1990年代にかけて相次いだ、ドレクセル、ワールドコム、アデルフィア等を巡る不祥事を目の当たりにし、ガバナンスの不備が甚大な結果をもたらすことが注目を集めました。しかしながら、ESG投資が実際に転換点を迎えたのは、約10年前にあたる世界金融危機前のことです。以来、ESG投資は損失を回避できるとの認識が広がり、企業倫理の強化が進みました。

[3]ニューバーガー・バーマンとCenter for Political Accountabilityには、公式な事業関係はありません。Lawrence Zicklinは当社の元従業員であり、1999年から2003年まで非常勤の取締役会会長を務めました。2009年に取締役会に再び加わり、現在では社外取締役を務めています。

CPA-ジックリン指数は、政治活動に関わる支出の透明性を向上するうえで効果がありますか。[4]

私は、企業の政治的な活動に関わる支出の透明化と説明責任の実現を目的に設立された、超党派のNPOであるCenter for Political Accountability（CPA）の理事を務めています。CPAのミッションは、企業による政治関連支出に焦点を当て、継続的に透明性と説明責任の向上を図り、企業が確実に株主の価値観に沿った行動を取るよう促すことです。

CPA-ジックリン指数は、S&P500の構成企業を対象としており、この種の指数としては唯一、企業の政治的な活動に関わる支出の開示とそれに関連するリスク管理の状況を数値化しています。同指数は企業をランク付けしますが、企業は下位にランク付けされることを避けるよう行動することで、大きな成果を生んでいます。CPAは企業による政治関連情報の開示と説明責任を標準化し、大手企業を対象としたベストプラクティスの策定に取り組んでいます。政治活動関連の情報開示と説明責任に関する方針を策定していない、もしくは方針が脆弱である企業は、今や例外とみなされます。

実際には、企業の政治関連支出の情報を公に開示することは、政治的圧力の緩和を促すとして、企業はCPAの活動を歓迎しています。また、企業の中には、銃の販売や気候変動に対する方針を実行し、結果的に政治が対応し切れずに生じているギャップを埋めているケースさえあります。

インターネットとソーシャル・メディアが普及した現代では、情報を秘匿することはますます困難になっています。ミレニアル世代においては、お客様が最終的なルール決定者となる状況を迎えつつあります。

[4] ニューバーガー・バーマンにおけるCPA-ジックリン指数の活用方法に関する追加情報は、38ページをご覧ください。

2018年にニューバーガー・バーマンが支持した株主提案

84%

政治活動やロビー活動の経費見直しに関連するもの

100%

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連するもの

100%

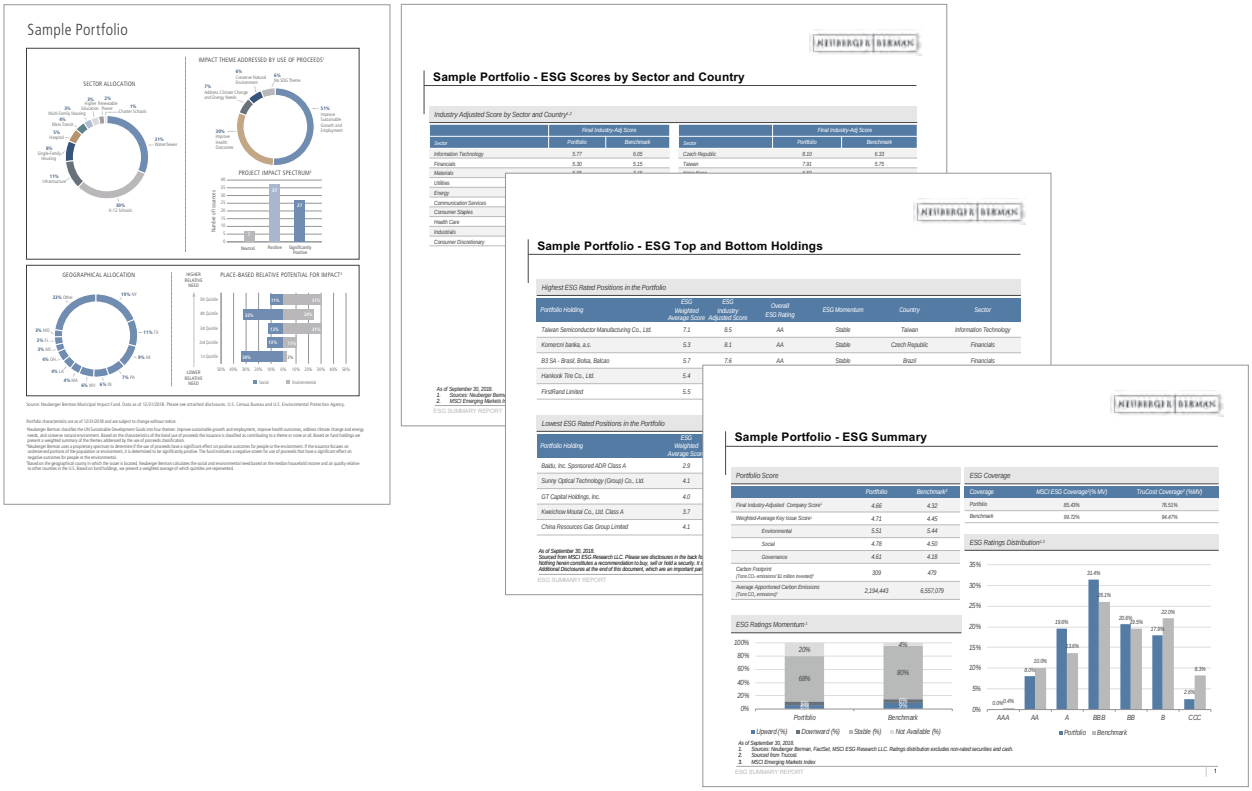
気候変動に関連するもの

出所: ニューバーガー・バーマン

ESGレポーティング

当社では、株式、債券、プライベート・エクイティの資産クラスにわたり、標準化されたESGに関するレポートをお客様にご提供しています。このレポートは、第三者機関のデータと当社のリサーチ・アナリストの考察を統合してした内容で構成されており、また多くのポートフォリオのレポートでは、二酸化炭素排出量（カーボン・フットプリント）や気候変動による予想最大損失額（VaR）分析に関する情報もご提供しています。

企業および発行体に対する当社のコミュニケーションやケーススタディについては、定期的に発行されるエンゲージメント・レポートでご確認いただくことが可能です。また、当社のインパクト投資戦略のお客様には、創出されるインパクトを評価し、管理するうえで不可欠なインパクト・レポートを定期的にお送りしています。



RECENT INNOVATIONS AND INSIGHTS

プライベート・エクイティにおけるESG投資: 2018年を振り返って

当社では、あらゆるプライベート投資のデューデリジェンスを行う上で、ESGファクターを考慮することは重要であると考えています。実際に、当社では、他のGPと直接企業に共同で投資を実施する場合をはじめ、プライマリー投資、セカンダリー投資、GP出資を行う際にもESG関連のデューデリジェンスを実施しています。プライベート・エクイティ業界において、当社はアクティブかつ幅広いアセット・クラスのプライベート・ファンドに投資を行い、また共同投資も実施可能な差別化されたプラットフォームを有することから独自の地位を築いており、当社のパートナーである多くのGPに対してESGのインテグレーションにおけるベスト・プラクティスとリソースを共有することで、業界内におけるESGインテグレーションの促進に努めています。

"当社のプライベート投資においてESGを重視する方針に対しては、多くのお客様から賛同をいただいています。私たちは、ESGを考慮した投資が投資成果に与える影響や実社会にもたらすインパクトを注意深く分析しています。"

– ANTHONY D. TUTRONE
オルタナティブ投資部門グローバル責任者

プライベート・エクイティ業界に対するエンゲージメント

2018年、当社はニューヨークとロンドンにおいて、GP向けのESGインテグレーションに関するラウンドテーブル形式の会議を開催し、30社以上のプライベート・エクイティ投資会社にご参加いただきました。世界各国からご参加いただき、ミッド・キャップのグロース・エクイティ投資会社からラージ・キャップのバイアウト投資会社まで、参加いただいた企業の投資戦略や運用規模は多岐にわたりました。ESGに関するベスト・プラクティスやリソースを共有するために、会議の主なプログラムとして、米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）や国連責任投資原則（PRI）からの専門家を含む、実務家やオピニオン・リーダーのプレゼンテーションが行われ、プライベート・エクイティ業界のGP同士で様々な生産的なディスカッションや意見交換を行っていただきました。

業界をリードするGPの多くは、ESGはリスク低減に繋がる重要な要素であると考えており、投資先企業の企業価値を増大させるプロセスにおいて不可欠な要素であるとの認識も広がってきています。ESGの改善がエグジット・バリューへ与える影響に関するデータはまだ存在しないものの、プライベート・エクイティ業界全体にわたってESGへの関心度は拡大しています。実際に、サイバーセキュリティ、ダイバーシティ、気候変動といったテーマに関しては、競争優位性とレピュテーション・リスクの観点から経済的価値に重大な影響を及ぼす可能性があると考えられています。

注目を集めるESGとサステナビリティ

当社では、今後もESGに関連するデューデリジェンスやレポーティングに対する投資家の関心は、引き続き高まると予想しています。興味深いことに、小規模なGPの中にはESGのベスト・プラクティスを実行するにはリソースが足りないことを課題だと考えるGPがいるようですが、当社の経験では、小規模のGPであるほど、シニア投資プロフェッショナルが自らESGのインテグレーションを統括し、投資チームがESGインテグレーションにも責任を負うことで、ESGと直結した投資体制になる傾向があると考えます。当社の見地からすれば、これこそがベスト・プラクティスであるということになります。

もう一つの注目すべきトレンドとしては、国連が掲げる持続可能な開発目標（SDGs）に関連した社会および環境の持続可能性に対する関心の高まりが挙げられます。プライベート・エクイティ投資分野でのESGインパクト投資では、インパクトの達成と魅力的なリスク調整後リタ―ンを両立させることが必要不可欠な要素となります。サステナビリティとリターンの両立を実現することは、今後さらに多くのGPが関心を寄せる重要な分野になると確信しています。

ニューバーガー・バーマンは、PRI（国連責任投資原則）におけるプライベート・エクイティ諮問委員会のメンバーとして新たに任命されました。当社は、プライベート・エクイティ業界全体に独自の有効なアイデアを提供し、ESGインテグレーションにおけるベスト・プラクティスの普及に一層努めてまいります。同委員の一員として、当社のパートナーである皆様とともにエンゲージメントの継続を通じてESGインテグレーションにおけるベスト・プラクティスを共有し、プライベート・エクイティ業界全体を向上させ、最終的にはお客様が満足される成果をもたらすことを目指してまいります。

RECENT INNOVATIONS AND INSIGHTS

社会的なインパクト創出を目的とした米国地方債投資

当社は、先見的かつ体系的なアプローチで米国地方債に投資することは、投資を通じて社会や環境に与えるインパクトを重視する投資家にとって、興味深い投資機会をもたらす可能性があると考えています。

ニューバーガー・バーマン米国地方債インパクト投資戦略では、次に挙げる社会や環境に与えるインパクトの実現を追求しています。

(i) 持続可能な経済成長と雇用の改善（住宅や教育といった基礎的ニーズの提供等）
(ii) 健康分野における成果の向上
(iii) 気候変動およびエネルギー需要への対応
(iv) 自然環境の保護

米国地方債インパクト投資のフレームワーク*

当社では、米国地方債インパクト戦略の投資方針に適合しているかを評価するために、複数の視点から特定の銘柄の発行がもたらす潜在的インパクトの把握に努めています。まず10年以上前に、当社の米国株式サステナブル投資チームとバランス・ポートフォリオ運用において協力体制を敷きました。これを皮切りとして、現在では下記の三つの観点からなる手法を適用し、フレームワーク内のプラス要因とマイナス要因のバランスをとり、熟考を重ねた上で投資判断を下します。

1. **発行体のサステナビリティ** 発行体ごとに分析し、ガバナンス、財政的な持続可能性、重要な社会や環境の問題に対して適切な管理が行われているかを評価する。

2. **調達資金の使途** 資金使途先となるプロジェクトごとに分析し、債券発行を通じて調達した資金が投下される事業が、社会や環境に必要かつ重要でポジティブな影響を与えるかを判断する。

3. **ロケーションにもたらす潜在的インパクト** プロジェクトが実施される場所ごとの分析を行い、プロジェクトの実施場所が他と比較して相対的なニーズが高く、それ故にそのプロジェクトが社会および環境の問題に対するソリューションとなるかを判断する。

変化をもたらす手段としてのエンゲージメント

当社は、投資家として、ESGファクターを投資基準や投資プロセスに組み入れることを通じて、その重要性を示すこともできますが、当社ではさらに踏み込んで、債券の発行体に対してエンゲージメントを行うことを通じて、より好ましい成果を促す取り組みも行っています。保有債券に関連する事業が失敗した際には、その発行体に対してエンゲージメントを実施して解決策を特定し、キャッシュ・フローの安定性を確保することを促し、同時に社会や環境の観点からより良い成果を挙げることを目指しています。これは、とりわけ非投資適格級の格付けを有する米国地方債において当てはまります。

私たちがこれまでに実施したエンゲージメントには、財務状態が悪化したチャーター・スクール、非営利団体、また浄水事業との対話が挙げられます。チャーター・スクールのケースでは、同学区における学校運営の特別認可更新を控えて行われる当局との交渉開始前に、新たに着任した学区長が同校の財務監査を行うことになりました。学区長は、資産配分の透明性と特別教育委託書の順守状況に関していくつか懸念を示しました。学区長とチャーター・スクールの理事との関係が一気に悪化したことを受けて、同校の債券を保有している投資家は、同校の特別認可が取り消され、閉校につながりかねないという通知を受けました。同債券は当社を含めて3社が保有していましたが、当社が中心となって仲裁に乗り出しました。閉校となると、チャーター・スクールの生徒は年度の半ばで既に定員を超過している公立校への転校を余儀なくされ、また投資家も同校の債券がもたらすキャッシュ・フローが危うくなり、学校側と債券投資家の双方ともに損害を被ることになります。長期にわたる話し合いと交渉を積み重ねた結果、当問題に対するニューバーガー・バーマンのエンゲージメントが奏功し、最終的に同校の特別認可は更新されました。

結果を徹底的に重視する姿勢

ニューバーガー・バーマンでは、米国地方債インパクト戦略に対して、こうした枠組みを投資プロセスにどのように適用していくかを非常に重視しています。当社のファンダメンタルズ分析に基づくボトムアップの投資アプローチにおいて、経験豊富な投資プロフェッショナル一人ひとりが、インパクト投資の視点を組み入れることは自然な流れです。インパクト投資手法の適用状況は、四半期単位でレビューが行われます。アクティブなエンゲージメントの実施は、お客様の財務上の目標を達成する当社の運用力を強化するとともに、お客様の「インパクト目標」に沿った成果を上げることにも貢献するものです。

ニューバーガー・バーマンの米国地方債投資チームは、運用資産が100億ドルに上り、100を超える各地のブローカー・ディーラーとの長期的なリレーションを活用して幅広い市場にアクセスし、潤沢なディールフローを有しています。当社の米国地方債インパクト戦略は、投資家であるお客様が、資金の保全、インカムの取得、税制面のメリットといった、地方債投資がもたらす一般的な財務目標の達成に加え、持続可能な社会の実現を支援し、喫緊の社会および環境の課題に対処するといったインパクト目標の達成を支援するものです。

*関連する開示情報は、P.52をご参照ください。

"私たちは、インパクト投資家として最も強いニーズを有するコミュニティに投資し、また地域住民や地球に対して最大の効果をもたらすプロジェクトに投資することを目標に掲げています。"

– JAMES A. LYMAN
米国地方債戦略 リサーチ責任者

INGRID S. DYOTT

マネージング・ディレクター、共同ポートフォリオ・マネージャー
ニューバーガー・バーマン サステナブル株式戦略

サステナブル投資における20年の実績

ニューバーガー・バーマン サステナブル株式戦略は、1989年に遡る長期のトラックレコードを有し、ファンダメンタルズ・リサーチのプロセスにサステナビリティ（持続可能性）に関する視点を組み入れた独自の投資戦略です。サステナブル戦略のポートフォリオ運用において20年超の実績を有し、共同ポートフォリオ・マネージャーを務めるIngrid Dyottが、自身のキャリアにわたってサステナブル投資がどのように進化し、当戦略がどのように一貫性を確保してきたかについて振り返ります。

運用業界における自身のキャリア形成において、ESGがどのように影響を及ぼしてきたかについて教えてください。

私は新卒で小規模のリサーチ専門会社に入社しましたが、そこでは事業活動が環境に与える影響をはじめとした非伝統的な評価基準で企業評価を行っていました。その後、ニューバーガー・バーマンにリサーチ・アナリストとして入社したのですが、私が企業に対して投げかける質問は、投資家の視点に対する企業の理解を助け、企業の戦略や情報開示に影響を与えるものであることに気づきました。今となっては笑い話ですが、何年も前にある大手上場企業のIRチームに電話をした時のことです。同企業の環境に関連する情報を求めた私に対して、先方は「間違ったところにおかけのようです」と言ったのです。現在と比べると、正に隔世の感がありますが、こうした変化は当社が主導したものであると自負しています。

ご自身にとって、「サステナビリティ」とは何ですか。

私にとって「サステナビリティ」とは、長期的な価値の創造に対するコミットメントを意味します。私のチームは、ビジネスモデルやビジネス慣行が持続可能な経済の発展に寄与し、長期的な成長が可能であると確信する企業に投資しています。具体的には、従業員や顧客と生産性向上の成果を共有する取り組み、強固な企業評価、オペレーション効率の向上を目指す革新的な取り組みなどが挙げられます。

最近、私たちは、チーム名を従来の「社会的責任投資戦略チーム」から「サステナブル株式戦略チーム」に変更しました。これは、最新の業界用語に合わせたことに加えて、根底にある投資チームの投資哲学をより正確に反映させたものです。

これまで、投資プロセスは変化しましたか。

ファンダメンタルズ・リサーチにおける中核としては、財務分析、企業経営陣との面談、最終消費市場や競争状況の分析といった、大変な労力を要する調査活動に重点が置かれます。サステナブル株式戦略チームは、企業のクオリティの判断要素として、サステナビリティを投資評価に常に反映させてきました。

しかし、実際の運用においては、現在ではかつてよりも多くのツールが利用可能となりました。投資家の間でも、投資におけるESGに関連する問題の考慮が妥当であるという認識が高まるに従って、企業開示がさらに促され、新たなESGデータセットが入手可能となりました。

私たちも、これらの新しい情報を活用していますが、それを投資プロセスに組み入れていくうえでは、それぞれのデータをきめ細かく評価する必要があると考えています。単純に公式にあてはめれば良いというものではなく、また、近道もないと考えています。

私の経験では、投資における知見は、強固な分析フレームワークの上に、そこに最も高い関連性を有する重要な情報を重ね合わせることによって得られるものです。このようにして、リソース面での制約が強まる中でも、構造的な成長を遂げ、財務的な安定性を維持できる企業の特定に努めています。

企業経営陣とのエンゲージメントについて、具体的に紹介してください。

企業経営陣には、常にサステナブル・プログラムに対するコミットメントとその遂行状況について尋ねており、従業員の適正な行動を促すためにどのような方針とインセンティブを設定しているか、また取締役会はどの程度まで監督しているのか、といった内容にも及びます。企業訪問は組織の中核を成す企業文化を実地で把握する上で有用です。

調査活動の大きな枠組みに変更はありませんが、ある業界において何が重要で、何がリーダーシップをもたらす要素になるかという観点について、当社の知見は常に進化しています。かつては、環境に対する方針を策定していることが先進的とみなされていましたが、現在では、例えば、科学的根拠に基づいた温室効果ガスの削減目標を設定しようとする革新性のある企業がリーダーとみなされています。

ESGを巡る目標は、世界的に見てどの程度まで達成されていると評価していますか？

グローバル経済では、企業によるサステナビリティ活動とESGに対する取り組みが目に見える成果をもたらしていますが、将来的に、ESG投資の機会がなくなることはないでしょう。一例を挙げると、この仕事に就いて間もなく、産業廃棄物に関する調査を始めた頃には、副産物を再利用して実質的に廃棄物ゼロの「閉回路型」の工場を実際に目にすることができるとは想像だにしませんでしたが、これは既に現実のものとなっています。世界的に、経済生産のエネルギー効率は一段と向上し続けており、世界銀行の発表によると、GDP1,000ドルの産出に必要な消費エネルギーは、数十年前のおよそ半分に低下しています。

一方、残念ながら進歩に予想より時間を要する場合もあります。私がニューバーガー・バーマンに入社した当時、Fortune500企業の取締役に占める女性の割合は僅か15%だったのが、現在では改善したものの依然として22%であり（Heidrick & Struggles調べ）[5]、僅かな上昇にとどまっている現状は憂うべきものです。サステナブル株式戦略のポートフォリオにおいて、CEOと取締役会長のポジションに兼任ではない異なる2人の女性が就いているS&P500構成企業に投資が可能となったのはつい最近で、運用開始以来21年目で初めてのことです。

私がキャリアの初期段階で、電話一本であっても企業の認識を促し、変化を引き起こすことができるということを学びました。現在では、取締役のダイバーシティについて電話で尋ねると、CEOや取締役会長から折り返しの連絡が入ることが多いのは喜ばしいことです。「間違ったところにおかけのようです」といった対応は、もはや過ぎ去りし昔の話となりました。

最終的には、サステナビリティ実現に向けた取り組みの成功は、インテグリティ（一体性誠実さ）に根差したものであるべきだと考えています。一貫して適用される共通の方針に基づいたゴールを設定することにより、企業、投資家、そして国際社会の全てが、最大の利益を享受することが可能となります。

[5]The Heidrick & Struggles Board Monitor 2018: *Appointments of women to boards hit record high.*

現代の奴隷労働：新たなESGリスク

現代の奴隷労働とは、今日における強制労働や人身取引といった隷属状態を指し、ここ数年で急速に増加しています。英国、オーストラリア、米国カリフォルニア州などの国と地域では、現代の奴隷労働に関する企業のリスク開示の改善を促す法律を制定しています。[6]

投資家に求められているのは、現代の奴隷労働を巡る懸念に関して一般的な声明を出すことや、あるいは企業に場当たり的な質問を投げ掛けるといった対応で済ませるのではなく、強固かつ再現可能な投資プロセスの中に、現代の奴隷労働に関連するリスクの低減を組み入れることです。これにより、投資家は、市場全体が織り込む前に、いかに新たなESGリスクを投資プロセスへ統合することが可能か、実例を示すことができます。

まず投資家は、サリエンス（事の重大性）とマテリアリティ（財務面での重要性）の観点から、ポートフォリオが現代の奴隷労働を巡る問題といかに関連しているかを判定する必要があります。これに関し、当社は、サリエンスを、現代の奴隷労働が人々や地球に与える影響の潜在的大きさ、そしてマテリアリティを、現代の奴隷労働が企業の財務パフォーマンスに与える潜在的な影響の重要性と、それぞれ定義しています。

現代の奴隷労働を巡る問題は、企業のキャッシュフローに大きく影響を与える場合に財務的重要性がより高くなりますが、企業の評判が損なわれた場合においても、企業の資本コストに長期的な影響を及ぼすことによって財務的重要性が高くなる可能性もあります。

現代の奴隷労働が発覚した場合、多くのケースにおいてサリエント（顕著）な問題となり、時に甚大な財務的損害をもたらすこともあります。そうした事例の一つとして、2016年にマレーシアのピュア・サークル社が製造したステビア甘味料が、米国入荷前に押収された事件が挙げられますが、これは、同製品の生産過程で、服役囚が強制労働をさせられていたという情報に基づくものでした。押収に対する同社の声明を受けて、同社の株価は10%急落したことに加え、コカ・コーラ社などを対象とした原料調達におけるビジネス慣行に人々の監視の目が強まる契機となりました。[7]

[6]法案の詳細はこちらを参照ください。Legislations: UK Modern Slavery Act, 2015; NSW Modern Slavery Act, 2018; California Transparency Act, 2010.
[7]ShareAction (2016), Investor Briefing-Forced Labour: What Investors Need to Know.

“企業経営陣に対するエンゲージメントは、当社の投資プロセスにおける顕著な特徴の一つです。私たちは、エンゲージメントは経営陣と労働問題を協議する絶好の機会として考えており、最近、韓国の自動車メーカーに対して行ったエンゲージメントでもみられたように、ポートフォリオ保有企業の監督強化につながり、奴隷労働を撲滅する雇用慣行を促進するものです。実際には、当社はサステナブルなビジネスモデルを重視する方針を取っているため、鉱業、農業、労働集約型の製造業といった強制労働の問題が頻繁に生じるセクターの保有銘柄数は、比較的低位にとどまっています。さらに、複数の第三者機関のデータソースを統合し、スクリーニングも行っています。”

– MARCO A. SPINAR, CFA
アソシエイト・ポートフォリオ・マネージャー
エマージング株式戦略

また、現代の奴隷労働における被害者への賠償金支払いにより、企業の財務パフォーマンスが大きな影響を被った大事件も複数回発生しています。例えば、2016年に、タイの水産加工会社であるゴールデン・プライズ・ツナ・キャニング社が、現代の奴隷労働を強制したとの申し立てを受けて、移民労働者に130万ドルの賠償金を支払いました。[8] さらに衝撃が走ったのは、2015年に米国の海上建設会社であるシグナル・インターナショナル社が、ミシシッピ州とテキサス州の石油掘削装置（リグ）の修理業務において、従事していたインド人労働者が人身取引の被害者であることが発覚し、彼らの申し立てを受けて2,000万ドルを支払うことで和解した事件です。ある州の年金基金は同社の最大株主として47%の株式を保有していましたが、同社は補償金の支払いと同時に破産申請し、同基金は投資した7,000万ドルの年金資産を失うリスクにさらされました。[9]

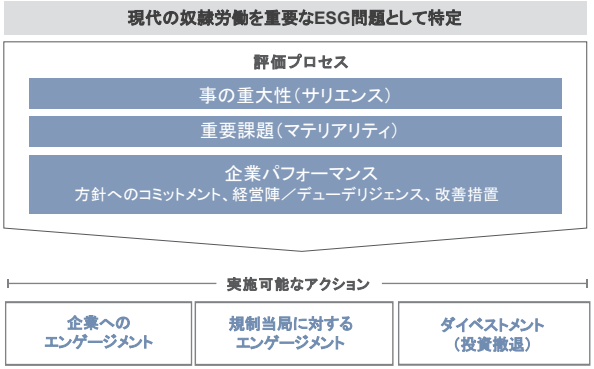
投資家は、こうした現代の奴隷労働の事件に事後的に対応するのではなく、現代の奴隷労働に関与するリスクが高い企業について、先を見据えて特定する体系的なプロセスを導入する必要があります。こうしたリスクを予見することにより、エンゲージメントにおける優先順位の決定や、状況に応じて投資から撤退する決断につながる可能性もあります。こうした分析を支援するために、当社は現代の奴隷労働に関して、三部から成る評価プロセスを策定しています。

1. 対象企業が属する産業とビジネスの慣行に照らして、現代の奴隷労働問題が生じる可能性とその潜在的な影響を検討し、同社に関するサリエンス（事の重大性）を判断する。
2. 対象企業で現代の奴隷労働問題が発覚した場合にもたらされる可能性がある財務上の重要課題を評価する。
3. 各企業における現代の奴隷労働リスクの管理状況を、各社の方針、手続き、開示情報を用いて調査する。

また当社では、企業による現代の奴隷労働への関与の有無は、大きく以下の二つの方法で確認しています。

- 対象企業のオペレーションもしくはサプライチェーンにおいて、現代の奴隷労働が関わった生産が行われるリスク。これまでに喧伝された事件は、エレクトロニクス、アパレル、農業および建設業界などで生じている。
- ホテルや航空会社が人身取引に利用されたり、銀行がその関連取引の実行に利用されたりするといった、現代の奴隷労働の遂行に関与するリスク。

[8] ShareAction (2016), Investor Briefing-Forced Labour: What Investors Need to Know.
[9] *New York Times* (2015), “In Bankruptcy Filings, Maritime Company Says It Settled Labor Case.”



当社の評価プロセスでは、まずトップダウン・アプローチで始まり、世界中の多様なデータソースを活用した特定企業における現代の奴隷労働の潜在的リスクの可能性とその大きさを判断します。データセットごとに長所と短所があり、またその多くは過去に生じた事件のパターンに依拠しているため、そのまま型通りに組み入れるのではなく、当社の判断を反映し、検討する必要があります。

リスクがサリエント（顕著）と思われる企業をリストアップした後、財務的重要性の評価をもって優先順位をつけます。現代の奴隷労働に関連する特別な法規制に対するエクスポージャーを有していたり、評判が大きく傷つけられたり、オペレーションが途絶することになる企業は、マテリアリティがより高くなります。

他の多くのESG関連の問題においては、米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）をマテリアリティ評価の起点として利用しますが、現時点では、SASBはどの産業に関しても、現代の奴隷労働問題に焦点を当てることはしていません。こうした状況では、アクティブ運用かつ長期投資を志向する投資家にとっては、当社がこの分野においてご提供する付加価値が重要となります。当社のアナリストはボトムアップ分析を通じ、一般市民の期待や規制要件の変化によって、現在もしくは将来に現代の奴隷労働に関わるリスクに直面する可能性があると判断される企業を特定することが可能です。

サリエンス（事の重大性）と財務的重要性を評価した後は、現代の奴隷労働リスクを巡る企業の管理体制を評価します。評価において役立つベスト・プラクティスは、権利擁護団体であるKnow the Chain、CORE、Walk Free Foundation、業界団体の取組みである米国の慈善団体が主導するResponsible Sourcing Networkなどが挙げられます。

大手のESGデータ提供機関も現代の奴隷労働問題に関連する指標をいくつか提供していますが、企業のパフォーマンス評価において有用なものはほぼ皆無といえるのが現状です。

例えば、あるESGデータ提供機関の場合は、企業がサプライヤーに適用する行動規範において、明確に強制労働の禁止を定めているかを確認するにとどまっており、この基準の遵守状況などの企業パフォーマンスの全体像は提供していません。そのため、この問題に関しては、アナリストやポートフォリオ・マネージャーによる企業への直接的なエンゲージメントや、同分野を専門とするNGOによる独自のリサーチや地元メディアなどを通じて一般に入手可能なデータを参照することが不可欠となります。

当社のエマージング株式戦略チームが最近行ったエンゲージメント事例として、韓国の自動車メーカーを対象としたものが挙げられますが、同社はサリエンス（事の重大性）とマテリアリティ（財務面での重要性）の双方でリスクが上昇していると判断されました。規模の大きな同社グループでは、過去に現代の奴隷労働問題が生じた証左があり、特定事業において奴隷労働リスクにかかる管理体制不備の可能性がみられました。しかしながら、当社がエンゲージメントを実施している最中に、同社は自社のオペレーションとサプライチェーンの双方において、奴隷労働リスクの管理に関する追加情報を開示することとなりました。同社のこうした対応を受けて、戦略チームは同社への安心感を強め、投資の継続を決定しています。

エマージング市場の中小企業は、一般に、現代の奴隷労働リスクへのエクスポージャーが高いとみなされますが、グローバルに展開されるサプライチェーンや各地域で異なる規制の複雑さから、先進国や大企業においても奴隷労働リスクの影響を受けています。当社は、引き続き世界各国でみられる現代の奴隷労働の撲滅を目指す法規制の強化を支援するとともに、投資ポートフォリオにおける現代の奴隷労働リスク評価に努めてまいります。

より大きな視点からは、現代の奴隷労働は、ESG投資が有する複雑かつ変化する特性を示す具体例といえます。顕著な問題への対応を誤ると、直ちに財務上重要な問題へと発展する可能性があるため、投資家には、先を見越して新しいESGリスクを管理し、軽減する対策を講じていくことが求められます。

“気候変動は顕在化しており、将来においては、あらゆる産業や資産クラスのリスクと投資リターンに影響を与える可能性があります。当社は、長期的視点を有する資産運用会社として、投資先企業が抱える気候変動の潜在的な影響を評価することは、お客様にとって重要であると確信しています。そして、企業経営陣やお客様と連携しながら、引き続きこの重要な課題に取り組んでまいります。”

– GEORGE H. WALKER
会長 兼 最高経営責任者

RECENT INNOVATIONS AND INSIGHTS

全社的な気候変動に対するコーポレート戦略

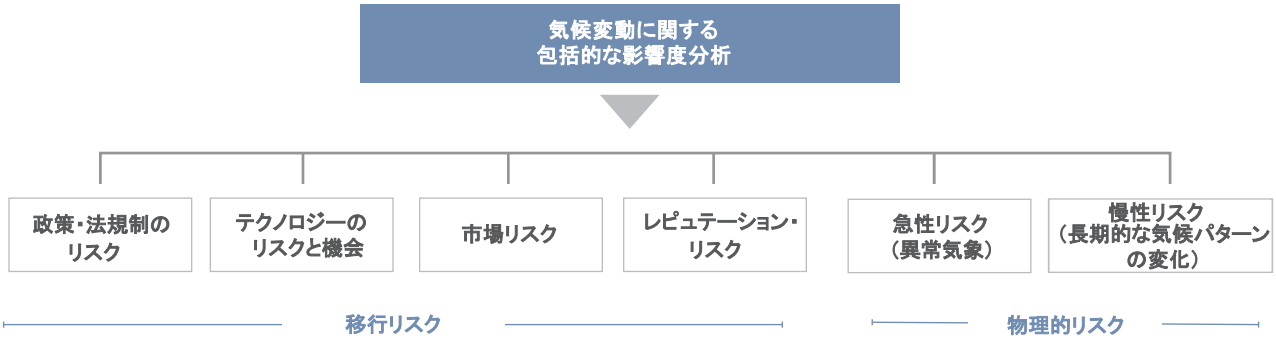
ニューバーガー・バーマンは、気候変動関連のリスクと投資機会を理解し、当社のビジネスに重要な影響を及ぼすリスクの管理に尽力しています。2019年には、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による自主的な情報開示のあり方に関する提言に沿った形で、全社的な気候変動に対するコーポレート戦略を策定し、これを開示しています。

当社の取締役会は、各資産クラスの最高投資責任者、リスク管理責任者、最高執行責任者、ポートフォリオ・マネージャー、ESG投資チームと連携をとりながら同戦略を監督します。同戦略は、法規制やテクノロジーの枠組み変更に起因する「移行リスク」に加えて、当社の各拠点やオペレーションが抱える「物理的リスク」を取り扱っており、当社にとっての投資機会や当社のオペレーションの改善策も対象として含んでいます。

私たちは、ESG分析は重要性を基準とすべきであり、また気候変動関連リスクと投資機会を体系的にモデル化することで、各資産クラスや個別の投資スタイルに応じた形でカスタマイズがなされるべきであると考えています。このようなアプローチにより、各ポートフォリオ・マネージャーは、それぞれの気候変動関連のリスク分析をそれぞれの投資判断に適切な方法で、投資プロセスに組み入れることが可能となります。また、気候変動に関連するリスクと投資機会は、全ての戦略に影響すると考えられますが、その影響の重要度合いやメカニズムは、各資産クラス、個別の投資戦略、各投資のタイム・ホライゾンによって異なります。このため、投資期間に応じて、短期、中期、長期のリスクを考慮していくことになります。

当社では、TCFDの提言に従い、全社レベルでの「移行リスク」と「物理的リスク」をモデル化するため、トップダウンのシナリオ分析を行っています。温暖化の影響を予測するために、世界の平均気温上昇を産業革命前に比べて1.5℃未満に抑えることを目指す1.5℃シナリオと、2℃未満に抑えることを目指す2℃シナリオといった、複数のシナリオ分析を実施しています。こうしたシナリオにおいては、「物理的リスク」や法規制やテクノロジーの変化を含む「移行リスク」、投資機会がもたらすであろう、潜在的影響も考慮しています。ポートフォリオ分析の結果からは、そのポートフォリオの気候変動による予想最大損失額、「クライメート・バリュー・アット・リスク（Climate Value-at-Risk）」を把握することが可能です。現在、こうしたシナリオ分析の対象は、上場株式や社債のポートフォリオにフォーカスしていますが、将来的には、他の資産クラスのポートフォリオにも拡大していく予定です。完全に正確なシナリオは存在しませんが、気候変動リスクと投資機会を体系的にモデル化することで、ポートフォリオ・マネージャーは気候変動が自身のポートフォリオにもたらす影響について、理解を深めることができます。その上で、エンゲージメントや、魅力的なリスク調整後リターンの実現が困難と判断し、その証券を売却するなど、アクティブ運用が有するあらゆるツールのうち最良と思われるものを選択することができます。

ニューバーガー・バーマンは、一企業としても、事業上の排出物（フットプリント）を削減する数々の取り組みを重ねています。一例を挙げると、自社データ・センターの効率化のためにテクノロジー投資を行ったほか、ニューヨーク本社とグローバルの各拠点において、複数の省エネ対策を実行しています。さらには、信頼性の高いカーボン・オフセット・プロバイダーを利用し、従業員の海外出張によって生じる旅客運送業者に起因する温暖効果ガス排出量を年次で100%オフセット（相殺）する取り組みも進めています。温室効果ガス排出の削減量に相当するカーボン・オフセットの購入を通じ、二酸化炭素排出量（温室効果ガス）削減プロジェクトを支援することで、最終的に気候変動の緩和に資すると考えています。



出所：気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）

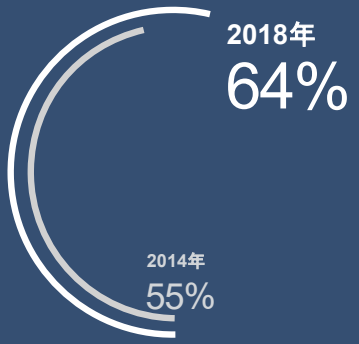
ESGとビッグデータ

当社は、ビッグデータを活用することで、ESGに関する知見の獲得や分析力を飛躍的に向上させ、広く一般に利用されている第三者機関が提供するESG格付けを大きく超えた付加価値の創出が可能と考えています。ビッグデータの活用はまだ初期段階にありますが、長期的にESGやインパクト創出の取り組みに寄与することが期待される分析において、重要な三つの柱があると考えています。第一に、企業関係者のスピーチ、オンライン上での従業員からのフィードバック、政府機関に報告された負傷事故、規制当局への報告書といったESGに関連する非構造データから、ESGの知見を導き出すことが可能です。第二として、気候変動リスクを巡るシナリオ分析では、ビッグデータを活用して企業の抱える物理的リスクと移行リスクの予測と計測を行うことができます。第三に、オンライン・アクセス情報の解析により、企業にもたらされるインパクトの有無を確認することに加え、他の方法では確認が困難なインパクトを継続的にモニタリングするツールとして利用することも可能です。

“長期投資家にとって、ビッグデータがもたらすものは、ファンダメンタルズ分析の新たな領域です。私たちは、広く一般に利用されている第三者機関が提供するデータを増強するためにオルタナティブ（代替）データセットを活用し、企業にとって重要とされるESGの特性を浮き彫りにするのに有用であると考えています。”

– MICHAEL RECCE, PhD
チーフ・データ・サイエンティスト

決算発表のカンファレンスコールでESGに言及したS&P500種指数採用企業の比率

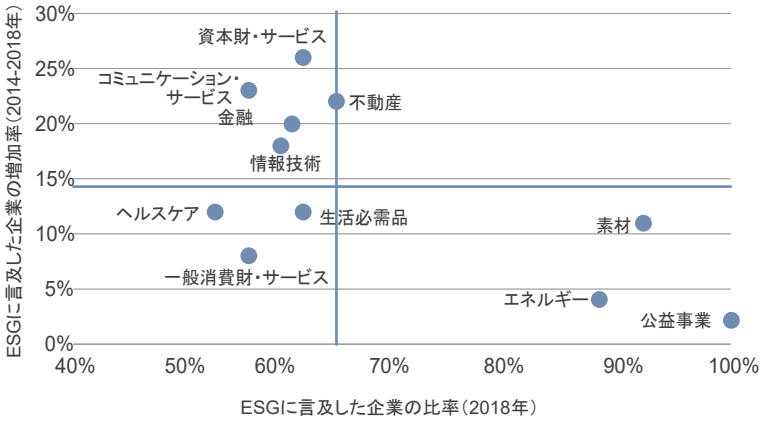


出所：ニューバーガー・バーマン、Capital IQ
データは2018年12月31日時点

企業による発言は、ESGの知見の源泉

S&P500種指数採用企業の四半期決算コンファレンス・コールにおける発言内容から抽出したESGに関するキーワードを分析した結果、事前に用意されていた冒頭コメントの中で、ESGに関連する話題に言及していた企業の数が、5年前の55%から64%に上昇したことが確認されました。これは、全セクターにわたり上昇がみられましたが、とりわけ資本財、不動産、通信サービス、金融セクターの上昇率が際立っています。こうしたデータは、企業経営陣およびアナリストの間で、ESGを考慮する重要性が増していることの表れです。決算発表のカンファレンスコールにおいて、従来よりもさらにESGを巡る話題に焦点を当てたことが、ESGおよび業績の先行指標となったこともありました。

決算発表のカンファレンスコールでESGに言及したS&P500種指数採用企業
データは2018年12月31日時点



出所：ニューバーガー・バーマン、Capital IQ

PROF. ROBERT ECCLES
オックスフォード大学　サイード・ビジネス・スクール
マネジメント・プラクティス客員教授

投資リターンの追求と持続可能な開発への貢献は両立可能

サステナビリティ分野の第一人者であるRobert Eccles教授は、現在、オックスフォード大学サイード・ビジネススクールにて、マネジメント・プラクティスの客員教授として教壇に立っています。また米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）の初代会長を務め、国際統合報告評議会（IIRC）の創立メンバーの一人です。スウェーデンのストックホルムでニューバーガー・バーマンが主催したラウンドテーブル会議において、市場並みの財務リターン獲得と持続可能な開発への貢献を同時に目指す投資家が直面する機会と課題を研究した教授の研究について議論しました。

教授の研究が、企業の持続可能な取り組みとその財務パフォーマンスの関連性の実証に、どのように寄与したかについてお聞かせください。

George Serafeim教授とIoannis Loannoou教授と共著した研究[10]について、ご紹介したいと思います。これは、2014年に経営学分野の国際学術誌である「Management Science」に掲載され、サステナブル投資に関する議論活性化の一つの契機となりました。この研究では、1990年代初頭に環境や社会に関する先進的な取り組みを自主的に取り入れた企業90社と、そうではない企業90社の合計180社を対象に研究を行いました。ここでは、先進的な取り組みとして、エネルギーや水資源に対する効率化目標の設定、ダイバーシティや機会平等に対する政策の実施、企業倫理の促進などを挙げています。この二つのグループは、セクター構成、時価総額、業績、資本構成および業績成長のポテンシャルの観点では、統計上、全く同じ特性を有していました。しかし、「持続可能性の高い」企業の時価総額を加重したポートフォリオは、「持続可能性の低い」企業のポートフォリオに対して、バックテストを開始した1992年からその後18年間にわたり、平均して年率4.8%アウトパフォームしたことが分かりました。[10] また、ROE、ROAといったその他の投資指標においても、アウトパフォームしたことが証明されています。

[10]出所: Robert Eccles, Ioannis Ioannu, George Serafeim, The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance (2014年2月), Management Science, Vol. 60, No. 11, pp.2835-2857. (2017年2月最新改訂)

国連の持続可能な開発目標(SDGs)は、各国政府、非営利団体、企業および投資家が、目標達成に向けて協働して取り組むべき社会・環境における共通目標を掲げています。人々と地球が受ける恩恵は、投資によるソリューションを通じて実現することが可能です。例えば、持続可能な経済成長や雇用の改善、健康面における改善、男女平等の推進、気候変動やエネルギー需要に対する問題提起、自然環境の保全が挙げられます。この共通のフレームワークはどの資産クラスにもあてはまり、深刻度、規模、誰が改善を必要としているのか、ニーズの度合いなど、インパクトのその他の評価項目と合わせて、ポートフォリオ全体におけるインパクトの目的と結びつけ、総合的な影響力を考慮する上で役立ちます。

国連の持続可能な開発目標(SDGs)が掲げる各目標とSASBの財務上重要なサステナビリティ項目の相関

出所: Costanza Consolandi and Robert G. Eccles, “Supporting Sustainable Development Goals is Easier than You Might Think”, MIT Sloan Management Review, February 15, 2018.

教授は、企業や投資家は財務上重要なサステナビリティ項目を重視すべきであると、以前から広く提唱しています。この点において、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）はどのような役割を果たしているのでしょうか？

SASBは、企業の財務パフォーマンスとサステナビリティに影響する項目の特定を目指す業界団体です。定量的な枠組みを構築するため、企業の財務状況もしくは業績にインパクトを与える、つまり投資家にとって最も重要と合理的に推定される財務上重要な項目を特定しています。SASBのこうした取り組みにおける成功の鍵は、財務会計基準審議会（FASB）をモデルとした厳格な基準設定プロセスを導入したことにあります。現在では、SASBが77業種別の基準を設定したことにより、企業にとっては自主開示の対象とする情報が、また投資家にとってはエンゲージメントを検討すべきテーマが明確になりました。これを背景に、すでにSASB基準に沿った情報開示に着手している企業がみられることは素晴らしいことです。

目下、もう一つのサステナビリティ評価のフレームワークとして、国連の持続可能な開発目標（SDGs）が大きな注目を集めています。SDGsとSASB基準をどのように紐づければよいのでしょうか。

SASBは投資家にとって重要な項目を特定しており、SDGsは世界にとって重要な目標を掲げています。したがって、投資リターンと持続可能な世界の構築の双方を追求する上で、SASBのマテリアリティ項目を国連SDGsにマッピングし、重複する事項を特定することが有効です。

Constanza Consolandi氏との共同研究において、SASBのマテリアリティが最も重複したSDGsは三つあり、「3. すべての人に健康と福祉を」、「8. 働きがいも 経済成長も」、「12.つくる責任つかう責任」となりました。それとは対照的に、「4.教育」と「14.海洋保全」に関する目標は、SASBとの相関が低くなっています[11]。こうした分野は、企業による貢献が限定的であるとも言えるかもしれません。

同様に、環境の分野において、水および廃水・有害物質の管理は、温室効果ガス排出よりもSDGsとの相関が高く、社会資本の分野では、財・サービスへのアクセスや価格設定が、情報セキュリティ、公正なマーケティング、人権よりも、SDGsとの相関が高いことが判明しました。そして、人的資本の分野では、公正な労働慣行が、従業員の健康および安全性あるいは報酬や福利厚生よりもSDGsとの相関が高くなっています。このような情報をもとに、投資家はポートフォリオで保有する企業に関して最も重要なマテリアリティ項目に着目するだけでなく、SDGsへの寄与が高いマテリアリティ項目についてもフォーカスすることが可能です。

また、SASBとSDGs間で重複する項目をマッピングし、次にそれを業種ごとに紐づけると 、SDGsへの寄与が最も高いセクターは、ヘルスケア、消費関連、資源加工、再生不能資源であることが分かりました。したがって、大まかな見方ではありますが、この4セクターに属する企業が投資家にとって重要な財務的項目に対する取り組みを正しく行うことができれば、他のセクターの企業よりもSDGsの達成に向けて、より大きなインパクトの創出が実現可能といえるでしょう。

サステナビリティとインパクトの計測について、今後の展望をお聞かせください。

次に解決すべき重要な課題は、インパクトを測るデータです。インパクト・マネジメント・プロジェクト（IMP）は、SASBをはじめとする標準化団体の世界的ネットワーク組織に対して、インパクトの評価および管理を幅広く可能とすべく協働するよう促しています。IMPの取り組みによって確立された基準は、市場の膨大なサンプルに基づいており、インパクトの枠組みの設定やインパクトに関するレポートのクオリティ向上に資する、インパクトやデータ・タイプの一元的な定義を提供するものとなっています。

[11]Costanza Consolandi and Robert G. Eccles, “Supporting Sustainable Development Goals is Easier than You Might Think”, MIT Sloan Management Review, 2018年2月15日

業界との協働とエンゲージメント

当社は、ESG投資のさらなる普及を推進し、資本市場全体の機能向上を図っていく責任があると考えています。この目標の達成には、お客様や同業他社との協働が最善の方法と考えており、個別企業および業界全体に対するエンゲージメントに加えて、ESGに関連する共同研究の実施やESG情報の開示に関する業界基準の策定とその活用を支援しています。

こうした取り組みの一環として、強い影響力を有するグループやイニシアチブを数多く支援していますが、毎年、当社の主体的な働きかけにより独自に大きな変化をもたらすと考えるものにとりわけ注力しています。

IMPACT MANAGEMENT PROJECT

ニューバーガー・バーマンは、IMPの諮問委員会のメンバーです。IMPは、インパクトの計測と管理における業界基準策定を推進するグローバル・ネットワークです。当社はIMPの枠組みをインパクト投資戦略において取り入れており、2018年は、IMPと共同でこの枠組みを上場株式投資において適用する可能性を研究報告という形で広く紹介しました。引き続き、将来を見据えた戦略についてIMPとの対話を継続し、IMPの枠組みのグローバルな認知向上と活用を牽引してまいります。

PRI Principles for Responsible Investment

2018年、ニューバーガー・バーマンはPRIの「ESG信用格付けイニシアチブ」を主導することにより、PRIの活動に大きく貢献しました。このイニシアチブは、信用格付け機関に対して、格付けのプロセスにESGファクターをさらに確実に組み入れることを促す取り組みです。具体的には、主要信用格付け機関に対する直接的なエンゲージメントを通じて、ESGファクターが各発行体の評価に与えた影響を透明化するよう求めたことに加え、重要なESG事項について十分な情報開示をしていない発行体の名称を公表することを提唱しました。大手格付け機関は、業界のこうした取り組みを受けて、ESG専門家の新規採用、業界ごとのESG評価手法に関する透明性の大幅な強化、ESGリスクが格付け変更につながった具体的事例の公表など、協力的な姿勢で応えています。直近では、当社は信用格付けイニシアチブとは別に、PRIの「プライベート・エクイティ諮問委員会」のメンバーに任命されました。

SASB INSIDE

ニューバーガー・バーマンは、米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）を支持しています。当審議会は、裏付けのある調査結果に基づく厳格なプロセスと、広範かつバランスのとれた関係者のコンセンサスに基づき、上場企業を対象とするESG関連情報の開示基準を策定し、管理することを目指しています。当社は、SASBアライアンスおよびSASB基準諮問グループの創設以来のメンバーであり、現在は、SASB投資家アドバイザリー・グループの一員に名を連ねています。2018年においても、当社の株式、債券、プライベート・エクイティ部門は企業によるSASB基準採用の推進に積極的に取り組みました。一例として、2018年は、議決権行使の時期に先立ち、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際の意志決定にマテリアリティに関するSASBのガイドラインを取り入れる方針を公の場で表明しましたが、他の資産運用会社や議決権行使助言会社の一部も当社のこの方針に追随する動きをみせています。

COALITION FOR INCLUSIVE CAPITALISM

ニューバーガー・バーマンは、エンバンクメント・プロジェクト（EPIC）の創設以来のメンバーです。EPICは、アセットオーナー、資産運用会社、証券の発行体が協働し、企業価値の評価と開示方法の改善を目指しています。2018年は、当社のポートフォリオ・マネージャーがヘルスケア業界を中心に、企業の長期的価値を明らかにする新たな指標の開発に参画しました。また当社のニューヨーク本社で行われたラウンドテーブル会議や、関連イベントにおいて、参加企業とともに国連の持続可能開発目標（SDGs）をEPICの枠組みに組み入れる最適な方法について議論をしました。

ニューバーガー・バーマンは、グローバル企業CEOの社会価値推進団体CECP（The CEO Force For Good）の長きにわたるメンバーであり[12]、企業や経営者は社会にとって有益な働きかけをすべきである、というCECPのビジョンに共鳴しています。2018年においても、当社はCECPの戦略的投資家イニシアティブ（SII）の諮問委員会への参加を通じ、企業に対して、投資判断に資する長期計画を長期的な投資家と共有することを促す働きかけを継続しています。また、当社の株式リサーチ・アナリストは、SIIが開催した「CEO投資家フォーラム」に参加し、参加したCEOが提示した長期計画に対して、実践的なフィードバックを直接伝えました。

ニューバーガー・バーマンは、気候変動、水不足、環境汚染、人権侵害など、持続可能な社会の実現において世界的に重要な問題に取り組む投資家と企業で構成されるネットワークであるCeres（セリーズ）のメンバーです。2018年においても、主要投資家として、引き続き「Climate Action100+」のキャンペーンを主導し、経済システム上重要な温暖化効果ガスの排出削減へのバリュー・チェーン全体での対策に取り組んだほか、気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による提言を実践しました。

ニューバーガー・バーマンは、UNGCの署名機関として、UNGCが定める人権、労働、環境、腐敗防止に関する普遍的な原則に沿って業務を遂行し、社会的目標達成のための行動に尽力します。

ニューバーガー・バーマンは、2018年に米国SIFに参画してから30年目を迎え、隔年で公表される「米国サステナブルで責任あるインパクト投資（SRI）動向レポート2018年版」の作成を支援しました。同報告書によると、米国では運用機関による運用金額の4分の1が責任投資であり、その運用額は2016年から38%増加しています。[13]

ニューバーガー・バーマンは、企業による国連の持続可能な開発目標（SDGs）への貢献に関する情報提供を目指すワールド・ベンチマーキング・アライアンスを支援しています。2018年には、市民団体、企業ネットワーク、国際機関と協働し、第一弾となるSDGsに関するベンチマークの策定を支援しました。

[12]ニューバーガー・バーマンは2012年以来「The CEO Force for Good（CECP）」のメンバーです。
[13]2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends, US SIF, 2018年10月31日

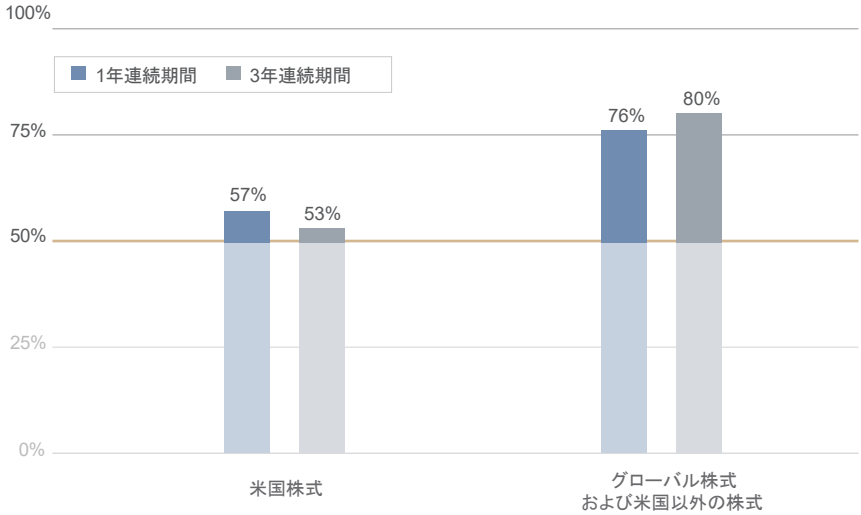
アクティブ運用とESG

ESG投資への関心が急速に高まる中、投資家はESGの組み入れにおいてアクティブ運用とパッシブ運用の選択という難しい問題に直面しています。特に、ESG関連の外部データを活用したファクター・ティルト戦略を行うESGパッシブ運用は、お客様が求めるサステナビリティ（持続可能性）、もしくはお客様が志向するインパクトを低コストで実現する方法と見なされています。ESGパッシブ運用には、潜在的なコスト削減といったプラスの面もありますが、パッシブ運用におけるESG分析の限界やパフォーマンス実績を考慮すると、ESGアクティブ運用の重要性は明らかです。

1999年から2018年までの20年間において、責任投資（社会貢献）型投資信託[14]のアクティブ運用とパッシブ運用における1年連続期間および3年連続期間の月次リターンを比較すると、下図が示す通り、米国株式を投資対象とするESGアクティブ戦略は、時価総額の規模にかかわらず、手数料控除後の運用パフォーマンスが、パッシブ戦略を全期間の50%以上で上回っています。また、米国株ファンド以外の株式のESG関連投資戦略においても、アクティブ運用のパフォーマンスがパッシブ運用を全期間の70%以上で上回り、アクティブ運用の優位性はより顕著となっています。当社の分析では、アクティブ戦略は過去の実績として、その与える影響とパフォーマンスの両面において、パッシブ戦略より優れていることを示しています。

多様な市場サイクルにわたり、ESGアクティブ株式運用はESGパッシブ株式運用よりも優れた運用パフォーマンスを達成

ESGアクティブ株式運用が、ESGパッシブ株式運用をアウトパフォームした期間の割合（手数料控除後、1999年1月-2018年12月）



過去20年間の累積超過リターン

35%

米国株式アクティブ運用

110%

グローバル株式および米国以外の株式のアクティブ運用

出所：モーニングスター。モーニングスターの「責任投資（社会貢献）型」に分類された投資信託の年率換算された平均リターン（手数料・費用控除後）。分析対象期間の数は、1年連続期間が229、3年連続期間が205となっています（期間：1999年1月～2018年12月）。加重平均は、2018年12月31日時点で1年連続期間もしくは3年連続期間の投資実績を有する、「責任投資（社会貢献）型」ETFやパッシブ運用のオープンエンド型米国籍投資信託の本数に基づいています（償還されたファンドを含む）。運用パフォーマンスは、投資信託の最初に発行された株式クラスに基づいて算出しています。投資は元本割れ含むリスクを伴います。**過去の投資実績は将来の運用成果を保証するものではありません。**

[14]関連開示情報は52ページをご覧ください。

ENGAGEMENT PROXY VOTING STATISTICS

ニューバーガー・バーマンにおけるエンゲージメントの取り組み

当社では、ポートフォリオ・マネジャーとリサーチ・アナリストが、投資先企業と健全かつ建設的な意見交換に努めています。私たちは、長期投資家として、企業経営陣、取締役および多様なステークホルダーとの持続的な関係の構築を目指すという基本的姿勢を、各産業においてみられる特有の専門的な知見を交えてお伝えしています。

“長期の投資ホライズンでポジションを持つアクティブ運用マネージャーには、様々な影響力を行使することにより、持続可能な企業価値の創造を支援する重要な責任があります。当社は、個別企業や市場全体に対してプラスの変化を起こすために、行動を厭わないという姿勢を長きにわたり貫いています。”

– JOSEPH V. AMATO
社長兼 株式部門最高投資責任者

3,052件
ESGに特化した
エンゲージメント件数*

4,894件
2018年に投票した年次総会の数*

*データは2018年暦年

当社のエンゲージメントの最終的な目標は、企業の行動にプラスの影響を与えることによって、お客様に長期的かつ持続的なリターンをご提供することです。投資先企業との面談では、実効性があると思われる情報開示の推進やリスク低減の取り組みなど、お客様の資産を保全しながらリターンを高めるうえで、最大の影響をもたらす可能性があると判断される重要なESGの問題を優先しています。

投資先企業へのエンゲージメントでは、対象企業に対する当社の見解や懸念を経営陣や取締役に直接お伝えし、建設的かつ現実的な方法で実施するように努めています。必要な時には、当社の懸念事項や行動指針に関する提言を記載した正式な書簡を送付することに加え、取締役候補の推薦、株主提案の提出、委任状争奪戦といったより強いスタンスもとってきました。

私たちは、エンゲージメントは第三者に委託することはできない、優れたポートフォリオ管理の延長線上にあるものだと考えています。当社が独自のエンゲージメントを行うことは、お客様に対する受託者責任を果たすうえで重要な要素です。2018年は、当社オフィスにおいて、投資先企業の経営陣と直接に深度のあるコミュニケーションを行ったミーティング数は、株式投資関連で1,324回、債券投資関連では1,728回にのぼります。

当社は複数の資産クラスに投資する運用会社であり、当社の「ガバナンス及びエンゲージメント原則」に則った方法で、発行体の資本構造を横断してエンゲージメントを行うと同時に、議決権行使を通じて受託者責任を果たしています。当社の「ガバナンスおよび議決権委員会」の監督のもと、当社は議決権行使のガイドラインと手続きを公表しています。

当社は、同業他社やお客様とともに、個別のエンゲージメントや業界全般における協働を積極的に実施しています。SASBとの協働を2018年も継続し、アナリストが、企業に対して、SASBに則った開示を行うようエンゲージメントに努めました。また、機関投資家の気候変動イニシアチブ「Climate Action 100+」に中心メンバーとして参加しており、経済システム全体にとって重要な温室効果ガス排出削減にバリュー・チェーン全体での対策に取り組んでいるほか、「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」の提言を実践しています。

また最後に重要なこととして、当社は、「議決権行使ガイドライン」において、政治的なロビー活動に関する開示情報を評価するツールとして、Center for Political AccountabilityのCPA-ジックリン指数に対する明確な支持を公表しています。これは、投資家が企業のESGに関連するリスクや機会の管理状況を評価する際に利用するツールへの実務的見解を発行体に伝えるという、当社継続的な取り組みの一つです。

株主としての懸念を表明

課題
取締役会改革の促進

カテゴリー
ガバナンス

資産クラス
株式

戦略
米国小型イントリンシック・バリュー戦略

セクター
市販ソフトウェア

アナリスト
Amit Solomon, PhD
リサーチ・アナリスト 兼
共同ポートフォリオ・マネージャー

背景と成果：ガバナンスの改善を求めた2年間におよぶ奮闘

2017年、当社では、5年以上にわたり投資をしていた中型株の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社（Nuance Communication）に対するエンゲージメントに注力しました。同社は音声認識ソフトウェアのパイオニアですが、業務用および民生用アプリケーションにおけるバーチャルアシスタントが急速に普及していく状況は、同社に有利に働くと思われました。ところが、CEOおよび取締役会が機能不全に陥っていることで、同社の戦略は失敗する一方で、過剰な報酬が支払われており、CEO交代も延期されていました。

当社は、まず同社に対して非公開のエンゲージメントを行いましたが、同社からの反応が得られなかったため、2回にわたり公開書簡を送付しました。当社の取り組みには他の株主から圧倒的な支持が寄せられ、年次株主総会では取締役会選任とガバナンス内容に対して、前例をみない数の反対票が投じられることとなりました。

同社取締役会は、その後も株主からの厳しい批判に対して適切な対処をとらず、当社は改めて公開書簡を提出し、同社に対する懸念を一層強く表明しました。こうした当社の一連の対応は、2018年にようやく結実し、次に挙げる非常にポジティブな変化が起こりました。

- 新たなCEOを任命し、現CEOは取締役会からも解任
- 株主は、取締役9名のうち7名を選出。そのうち1名は著名なテクノロジー企業のCEOであり、独立した取締役会議長に就任。
- 長年にわたり取締役を務めていた3名は、株主利益に沿わない行動をとったことを理由に、株主からの信任を得られず、結果として退任。
- 新たな取締役会は、当社が提唱していた多数決の導入や臨時株主総会を招集する権利といった、重要な株主の権利を認める定款変更を採択。
- 取締役会は、当社の要求に従って報酬委員会を再編成。報酬コンサルタントを更迭し、業績と報酬の関係を改善した新たな役員報酬プログラムを設定。
- 取締役会は、ガバナンス委員会と指名委員会を一本化。説明責任を大幅に強化したうえで、統合した委員会の幹部メンバーを再編。
- 新CEOの下、同社は非中核事業の売却およびスピンアウトをはじめとする重要な新たな戦略構想を発表

当社は、ニュアンス社の経営陣と取締役会に対し、面談や電話によるエンゲージメントを通じて、長期投資家の視点を継続的に伝えていますが、同社は、こうした問題に関してオープンに議論する意向を示しています。特筆すべき点として、当社と新たに就任した取締役会議長と独立取締役との対話が実現し、新取締役の尽力によって策定された同社のガバナンスと説明責任の新たな基準に確信を持つことができたことが挙げられます。いずれは、株主の権利や役員報酬プログラムの改正時に示された取締役の監視の下、経営陣が株主価値を創出しながら事業構造の効率化を進めることで、同社の業績は上向くものと当社は確信しています。

ENGAGEMENT CASE STUDY

データセンター会社におけるセキュリティ保護

課題
個人情報のセキュリティ対策

カテゴリー
社会

資産クラス
債券

戦略
投資適格クレジット戦略

セクター
IT、ソフトウェア

アナリスト
Zack Schroeder
リサーチ・アナリスト
テクノロジー・セクター担当

背景：データセンターのサイバーセキュリティ・リスク

世界的なソフトウェア企業が、投資適格社債市場で企業買収資金の調達を計画しました。同社のビジネスモデルは、独自ソフトウェアと顧客データを格納する大型のデータセンターの運営を柱としており、サイバーセキュリティのリスクが高いとみていました。

同社の信用力は良好であるものの、当社は同社のデータセキュリティ対策におけるインフラの充足度には懸念を抱いていました。サイバーセキュリティ侵害が発生すれば、顧客情報の流出につながる可能性があり、重大な顧客基盤の喪失、訴訟費用の負担、信用力の低下につながりかねないことから、当社では、サイバーセキュリティをテクノロジー企業に対するESG格付け時のファクターとして重視しています。

投資の視点とプロセス：サイバーセキュリティとデータセキュリティ対策におけるベストプラクティスの検証

当社は、同社の社債発行プロセスにおいて、複数の投資家を対象としたグループ電話会議に加え、経営幹部との直接対話を通じて複数回にわたりエンゲージメントを実施しました。当社がエンゲージメントの実施にあたり重視した点は、投資判断における重要なファクターであるサイバーセキュリティおよびデータセキュリティ対策に対する評価を行うことです。

当社は、同社のデータセキュリティ関連の投資やサイバーセキュリティ担当の専門スタッフの人数といった情報を評価した結果、潜在的なデータ漏洩リスクを低減するために十分な事業慣行を実施していると判断しました。例えば、同社でセキュリティ対策を担当するエグゼクティブ・ヴァイスプレジデントが取締役会に直接レポーティングを行う体制になっている点は、同社がデータの機密保護を重視していることへの表れであると考えています。

成果：セキュリティの再確認と継続的なモニタリング・システムの確立

当社運用チームでは、同社の強固な信用力に加え、ESG格付けにおいて重視するデータセキュリティ・リスクを低減するための経営陣による適切な対策が講じられているとの判断から、新発債への投資を行いました。今後も、同社のデータセキュリティ対策をモニタリングすべく、対話を継続していく意向です。

ENGAGEMENT CASE STUDY

エネルギー企業における一連の経営改善の実現

課題
組織の合理化と
戦略の明確化

カテゴリー
ガバナンス

資産クラス
株式

戦略
カンター・グループ

セクター
エネルギー

シニア・リサーチ・アナリスト
Ralph A. De Feo, CFA, CPA
カンター・グループ

Ronald B. Silvestri
株式リサーチ・チーム

背景：過去の成功体験に根差した価値あるインフラ資産

当社は、2018年を通じて、2005年から投資を継続している大手エネルギー企業へのエンゲージメントに注力しました。同社への投資は、代替不可能かつ貴重なインフラ資産、高い投下資本利益率（ROIC）、強固な業務遂行力を評価したことに始まりましたが、ここ5年間ほどは、こうした同社の魅力的な特性に陰りがみえたため、重要なガバナンス上の優先事項を見直すよう経営陣に求めました。

- 複雑な規制環境への対応の強化
- 会社組織の効率化による業務執行体制の向上
- 負債削減による資金調達コストの低減
- 株主との対話を改善し、経営目標を明確化

投資の視点とプロセス：建設的かつ包括的な対話

当社は、同社の経営陣と取締役会メンバーの双方と定期的なミーティングを開き、時には、当社オフィスでも話し合いを重ねました。ミーティングでは、当社から伝えた長期保有株主としての意見は、同社の健全で保守的な財務運営方針が変化し、より積極的な資本投下を進めていることへの懸念でした。また、企業構造が複雑でキャッシュフロー分析が困難であることが、同社が保有する資産のクオリティに対する投資家の認識低下につながっていることも説明しました。

同社の事業の安全性や地域社会との関係性は近年改善しているものの、こうした問題のせいで投資家から認識されていません。数年前に生じた原油流出以降、同社は施設の保守点検費用を大幅に増加したことに加え、検査、各種訓練、研修プログラム数を増やし、従業員と経営陣の報酬は安全性を巡る成果と連動させました。また、規制当局から認可を取得するうえでステークホルダーからの支持が重要であることを認識し、先住民や地域住民に提供する総合的な支援プログラムを拡充しています。当社は、事業の合理化は、こうした取り組みを管理しやすくすると同時に、投資家による認知の向上に寄与すると感じています。

成果：組織合理化による業務執行力の向上

当社のエンゲージメント実施後、同社の取締役会は、よりリターンを重視した戦略の策定、子会社数削減による従来のよりシンプルな企業組織への回帰、資産売却による信用力の改善を迅速に実行しました。また、過去の失敗からの学びや事業が環境に及ぼす影響の厳密な評価を紹介するESG報告書を発行し、投資家との対話の改善につなげました。また、株式報酬形式のインセンティブを付与することで、経営陣と株主との利益一致を促進しました。

ヘルスケア企業における薬価引き上げへの過剰依存

課題
ヘルスケア・サービス業界における薬価引き上げ

カテゴリー
社会

資産クラス
債券

戦略
非投資適格級クレジット戦略

セクター
医療サービス

アナリスト
Brian C. Bunker, CFA
Henry Reukauf
シニア・リサーチ・アナリスト

背景: 未定のLBO(レバレッジド・バイアウト)を背景とする脆弱な成長源

医療費抑制に対する社会全体からの圧力が高まる中、当社ではヘルスケア業界における従来のような値上げが困難になると予想しています。ヘルスケア業界の増収と増益は、今後はさらに販売数量の増加や患者のQOL(生活の質)改善を促す革新的ソリューションが牽引していくことになるとみています。当社は、レバレッジド・バイアウト(LBO)のシンジケーション過程において、当該ヘルスケア企業のデューデリジェンスを行いました。

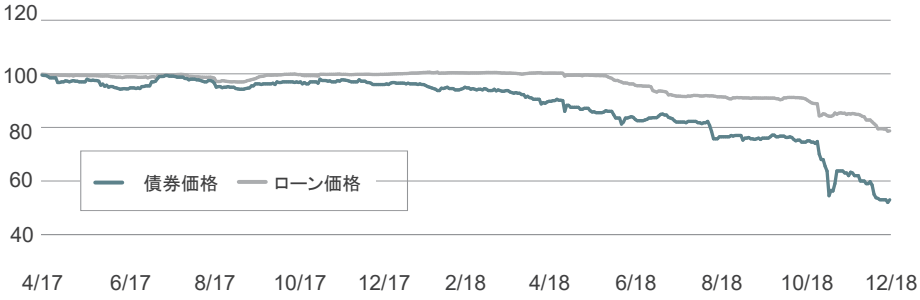
投資の視点とプロセス: 将来の価格形成過程と成長持続性の評価

当該ヘルスケア企業は、従来、大幅な値上げを通じて増収を達成してきました。当社では、同社のこれまでの強気な価格設定が、販売数量の減少、規制当局の監視強化、規制強化、キャッシュフロー拡大を目的とする値上げへの過度な依存体質を背景に、将来の業績見通しに悪影響を及ぼす可能性があると分析しました。当社では、エンゲージメントの実施にあたり、同社が将来的に価格設定方法を正常化する計画があるか、また事業計画では大幅な値上げがもたらす社会的なインパクトが考慮されているかを判断することにしました。同社の経営幹部、同社を買収予定の企業、そして規制関連の専門家との協議を重ね、同社に強気な価格設定を見直す計画がないことを確認しました。一方、患者は、多くの場合、被保険者であっても支払い能力の有無に関係無く、多額の医療費支払いを余儀なくされていました。当社では、今後は従来のペースでの薬価を引き上げは、患者への悪影響や保険会社のコスト増をもたらすため持続不可能であるとの結論に至りました。

成果: クレジットリスクの顕在化に先立ち、投資回避・売却を実施

当社は、同社の強気な価格設定に対する懸念を背景に、同社が発行するシニア無担保社債への投資を見送ると同時に、保有していたシニア有担保タームローンを額面近辺で売却しました。その後、複数の要因から同社の信用力は低下しており、当社では、販売数量の低下傾向、市場平均を上回る値上げ、メディアや規制当局からのヘルスケア業界に対する監視強化が要因の一つであったとみています。

同社債券価格とローン価格の推移



出所: BlackRock Aladdin(2018年12月31日現在)

動物福祉リスクへの対応

課題
動物福祉

カテゴリー
環境

資産クラス
株式

戦略
サステナブル株式戦略

セクター
生活必需品

アナリスト
Dina I. Ciarmatori
リサーチ・アナリスト
Robert T. Moffat
シニア・リサーチ・アナリスト

背景: 米国大手食品スーパーによる有機生鮮食品の取り扱い拡充

米国で最もテクノロジー面で先進的な食品スーパーは、新鮮なオーガニック食品を手頃な価格で消費者に提供するため、業界トップクラスのデータ分析と先進的なサプライチェーン・システムを活用しています。同社は、オーガニック食品の売上が2018年に10億ドルを突破しており、米国のオーガニック食品業界における有力企業の一角です。米国のオーガニック食品市場は2017年に売上規模が452億ドルに達し、食品小売全体の5.5%を占めています[15]。同社が有するPBブランドの一つは、101種類におよぶ人工添加物の不使用を特長としており、年間売上は20億ドル超にのぼります。また、同社はオンライン注文による食品配達サービスの先進的企業としての地位も確立しつつあり、多様な企業が乱立する食品スーパー業界において、シェア拡大が見込まれています。

同社は、米国最大級の食品スーパーとして、気候変動、水不足、水質汚染に結びつき、環境に悪影響を及ぼすことが多い工場的畜産を巡るリスクを有しています。実際に、畜産セクターの温室効果ガス排出量は、世界全体の同排出量の14%を占め、運輸セクターをも上回っています[16]。恒常的な畜産が社会にもたらす影響には、抗生物質乱用による健康への影響、感染症のパンデミック・リスク、家畜福祉に対する消費者意識の変化による風評被害などが挙げられます。

投資の視点とプロセス:工場的畜産がもたらす環境問題と動物福祉に注目

当社は、サプライチェーンにおけるリスクおよび事業機会に対して積極的に取り組んでいる企業への投資やエンゲージメントを行っています。同社との対話において、食品スーパーのサプライチェーンにおける工場的畜産や動物福祉の問題を議論していることは当社のこうした投資プロセスの一環であるといえます。また2017年から、eメール、電話会議、面談といった形式で、同社と定期的にコミュニケーションを重ねています。

2018年には、畜産動物の問題に特化したイニシアチブである「Farm Animal Investment Risk and Return(FAIRR)」を通じ、共同書簡を企業に送付する活動にも参画しました。この活動は、植物由来の代替肉、2℃気候シナリオ分析、総合的なサステナビリティ戦略への取り組みに関する企業の情報公開を目指して活動しています。また当社は、デューデリジェンスの一環として、食品スーパー業界の競合他社、同社のサプライヤー、関連する非政府機関(NGO)との面談も実施しています。

成果:情報開示の改善とサプライチェーンのサステナビリティ強化

現在、FAIRRは同社について、積極的にサステナビリティ戦略を遂行しているとして評価しています。同社は農業分野のサプライチェーンにおけるリスクと事業機会に対処するため、複数の目標を設定しています。具体例としては、同社が販売する鶏卵のケージフリー(平飼い)率を、サプライヤーの協力によって現在の21%から2025年までに100%に引き上げる目標を設定しています。また、同社はサプライヤーが全食肉(鶏・牛・豚)の生産過程で使用する抗生物質の量を削減し、最終的には抗生物質の使用量が低いか不使用の食肉へと移行させる取り組みを推進すると同時に、植物性タンパク質を使用した代替食品の品揃えも強化しています。

[15]出所: オーガニックトレード協会(OTA),「2018 Organic Industry Survey」(対象期間:2018年1月25日-3月26日)
[16]国連食糧農業機関(FAO), 2016 Global Livestock Assessment Model (GLEAM).

ENGAGEMENT CASE STUDY

航空機リース会社における取締役会の独立性の改善

課題
社債保有者の債権の保全

カテゴリー
ガバナンス

資産クラス
債券

戦略
非投資適格級クレジット戦略

セクター
金融

アナリスト
Rachel Young
シニア・リサーチ・アナリスト
消費財チーム責任者

背景: ファンダメンタルズは良好であるものの、主要株主の負債水準に懸念

グローバルな航空機リース事業を重点的に展開している総合金融会社が、2017年に初めてハイ・イールド債券とレバレッジド・ローンを発行しました。同社は、スケールメリット、低い負債水準、業界の順調な成長トレンドといった堅調なファンダメンタルズの恩恵を享受していましたが、同社の主要株主が大きな負債を抱えていることにメディアの注目が集まり、投資家の間では、同社のガバナンスと株主構造が企業価値を低下させ、債権者は損害を被る可能性があるとの懸念が持たれていました。

投資の視点とプロセス: 透明性とコベナンツ条項に注目

当社は、同社による社債の発行以来、CEO、CFO、IRをはじめとする同社経営陣との15回を超える対話を行いました。当社は、主要株主からの分離体制の強化に加え、独立したガバナンス体制の強化に焦点を絞り対話を実施しました。また、経営陣に対して債権者保全のためのコベナンツ条項の追加によって、資本配分における透明性の維持を求めました。

成果: コベナンツ条項による信用強化

同社は、2018年2月に資金使途制限の追加を含む信用補完目的のコベナンツ条項を自主的に導入することを決定しました。当社は、同社の株主構成とガバナンス体制が、同社の信用格付けを評価されるべき水準よりも低位に留まらせる要因であると判断し、同社に対して継続的なエンゲージメントを行いました。その後、同社は、信用力を改善させるために株主構成の分散、取締役会の体制改善に加え、株主に関連する重要事項は保有比率2位の株主からの承認を得なければ執行ができないように変更しました。同社の取り組みが投資家及び格付機関から評価された結果、同社の社債スプレッドは縮小しました。こうしたガバナンス強化への取り組みは、同社が非投資適格級から投資適格級へ格上げされる要素になるとみています。

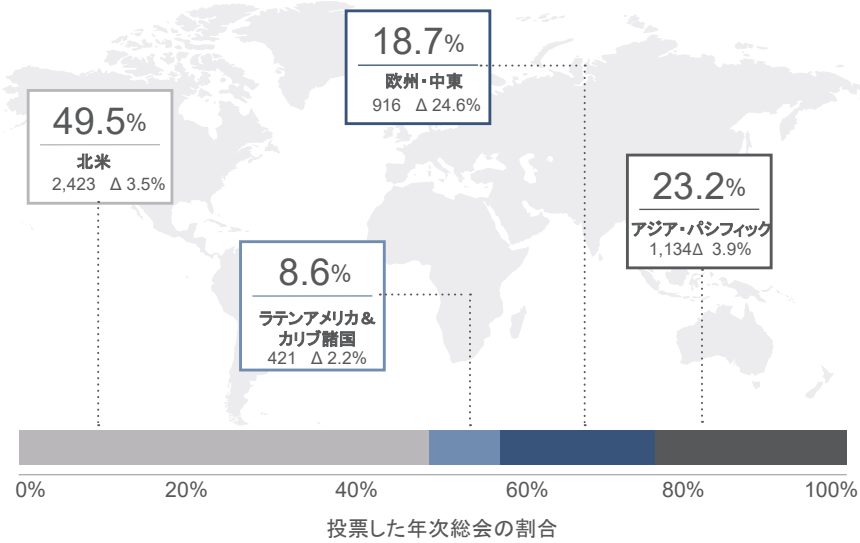
同社債券のスプレッド（Spread to Worst）推移

出所: BlackRock Aladdin.（2018年12月31日現在）

議決権行使

過去数年間にわたり、当社が株主総会でお客様に代わって議決権を行使した数は着実に増加し続けています。さらなる多様化が進む先進国市場やグローバルに展開される新たな戦略が議決権行使数の増加を促し、世界中のあらゆる地域に及んでいます。2018年は、初めて、当社の北米以外の地域における議決権行使数が北米地域における議決権行使数を上回りました。

2018年地域別投票率および2017年比の増加率



4,894

2018年に投票した年次総会の数

6.8%

2017年からの増加率

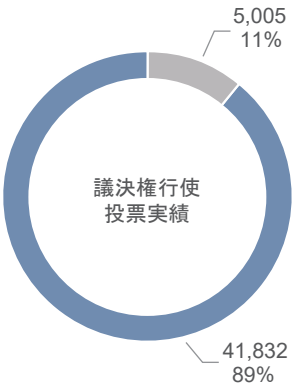
	2016年	2017年	2018年	Δ 2016年より増加
議決権行使	**4,407**	**4,583**	**4,894**	**11.1%**
北米	2,246	2,340	2,423	7.9%
アメリカ合衆国	2,045	2,101	2,043	-0.1%
ラテンアメリカ・カリブ諸国	385	412	421	9.4%
ブラジル	147	163	136	-7.5%
アジアパシフィック	1,006	1,091	1,134	12.7%
日本	176	193	226	28.4%
韓国	102	140	220	115.7%
ヨーロッパ、中東、アフリカ	762	735	916	20.2%
英国	181	162	173	-4.4%
南アフリカ	64	70	65	1.6%

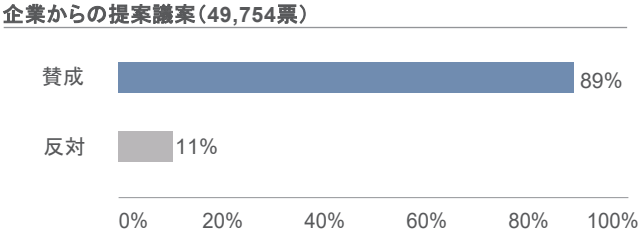
投票状況

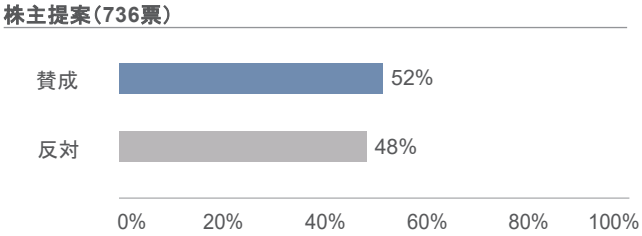
議決権行使に際しては、株主と内部関係者の間では情報は非対称であるという認識のもと、経営陣と取締役会は忠実に責務を果たしているという前提から始まります。しかしながら、それを理由として、エンゲージメントや議決権行使において当社が抱く懸念の伝達を躊躇するわけではありません。株主利益の一致が不明確な場合や、企業の経営戦略として最適ではないと当社が考える場合など、企業の提案に対して異議を唱えることも少なくありません。昨年、当社が企業の提案議案に対して賛成票を投じたのは全体の89%、反対票を投じたのは11%となりました[17]。 反対票を投じた主な分野の中には、経営陣の報酬と株式発行に関する議案があります。

当社は、2018年に株主提案に対する賛成票を大幅に増やし、初めて過半数を超える（52%） 議決権を行使しました。これは、株主提案が、株主にとって重要な問題に対する合理的な要求になるよう、提案内容を限定的かつ注意深く記載するようになったことを反映しています。過去にみられた議案の多くは、特別利益や社会運動に関する決議に偏る傾向にありました。当社は、米国証券取引委員会への書類提出プロセスや投資家とのより強固な協働により、株主決議の質の向上が形成されるものと考えています。

2018年議決権行使数 – 企業の提案議案および株主提案







89%

企業からの提案議案に賛成票を投じた割合

52%

株主提案に賛成票を投じた割合

出所：ニューバーガー・バーマン。データは2018年暦年。

[17]データは2018年暦年

企業からの提案議案

企業からの提案議案	経営陣を支持		経営陣に反対	
監査関連	6,249	96%	278	4%
監査人の任命	715	97%	24	3%
取締役会関連	24,737	89%	3,202	11%
取締役の選任	21,850	89%	2,593	11%
取締役会の職務の追認	533	86%	86	14%
関連当事者との取引（利益相反取引）	235	87%	36	13%
資本政策関連	2,649	86%	428	14%
新株発行権限の付与	764	80%	187	20%
授権普通株式の増加	59	87%	9	13%
定款等の変更	1,394	91%	144	9%
取締役選任投票における過半数得票の採用	7	100%	0	0%
条項、定款、付属定款の修正	342	87%	53	13%
スーパー・マジョリティ条項の撤廃	51	100%	0	0%
報酬	4,590	85%	802	15%
経営陣の報酬体系に関する諮問投票	1,318	86%	221	14%
ストック・オプション制度	174	78%	50	22%
買収合併	601	98%	13	2%
分社化／スピン・オフ	72	97%	2	3%
合併／買収	276	97%	8	3%

出所：ニューバーガー・バーマン、データは2018年暦年

上表は、広範に及ぶ企業からの提案議案に対して、当社が2018年に投票した実績の一部をご紹介しています。案件ごとに異なりますが、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に加え、こうした提案が当社の期待にどの程度応えているのかに関し、概観を示しています。なお、反対票を投じた案件に関する当社のより具体的な立場は、「議決権行使ガイドライン」においてご確認いただけます。最も多く反対票を投じた案件は、取締役の報酬制度等に関する開示や、取締役会の構成に関して、当社の基準を満たさなかったものとなります。

株主提案

株主提案	株主提案に反対		株主提案を支持	
環境	40	59%	28	41%
気候変動	0	0%	9	100%
サステナビリティ報告書	15	48%	16	52%
社会	41	47%	46	53%
人種および性差による賃金格差に関するレポート	0	0%	4	100%
政治的な支出やロビー活動の見直し	7	16%	36	84%
ガバナンス	140	44%	178	56%
スーパー・マジョリティ条項の撤廃	1	11%	8	89%
情報開示の改善	1	8%	12	92%
会長とCEOの兼任禁止	25	74%	9	26%
同意書による株主決議	2	6%	34	94%
期差任期制度の廃止	0	0%	4	100%
取締役選任投票における過半数得票の採用	0	0%	3	100%

出所：ニューバーガー・バーマン。データは2018年暦年。

2018年、当社は287件の株主提案に賛成票を投じました。広範なトピックに加え、マテリアリティ（重要性）やクオリティの観点から多様な提案が、継続的に挙げられています。当社の「議決権行使ガイドライン」には、株主提案に柔軟に対応することが明記されていますが、株主提案の評価においては、特に、提案に至った経緯、その重要性、外部の支持状況、社会の変化や運動といった大きな流れの中における位置づけを理解することが重要です。当社は、このような株主提案が企業に望ましい結果をもたらす度合いを考慮し、最終的に賛成票と反対票のいずれを投じるかを決定します。こうした提案には嘆願書のような意味合いがあることに鑑みると、当社は、企業が株主投票の結果に対して適切な回答を準備することを期待しています。また、企業には株主運動に対する注意を怠らず、株主にとって最も有益なエンゲージメントの水準を適宜判断した上で、その実施に要する費用の透明性を確保することを奨励しています。当社は、常に自らの受託者責任を最大限に果たす観点から投票を行っていますが、企業にとってこうした状況は、投票において「勝つ」か「負ける」かのいずれでもなく、むしろ特定のESGリスクについて議論し、株主とのエンゲージメント・プログラムの維持および改善を促す機会と捉えています。当社は2018年の「議決権行使ガイドライン」において示した通り、いくつかの事案の投票判断において、SASBによるマテリアリティ評価を利用しています。

2018年ステークホルダー評価指標

当社は、お客様の大切な資産をお預かりする運用会社として、最高水準の行動規範と開示基準を追求するとともに、当社が自らに課している各種基準の向上に継続的に取り組んでいます。当社は、私たちが働き、そして生活するコミュニティへの貢献に努めています。また、従業員の構成は、文化的背景、経歴、経験の観点で多様性を確保することを重視しています。当社の事業のあらゆる側面において、当社が社会を構成する責任ある企業として成長を続けていることをご理解いただくための取り組みとして、当社の従業員、顧客ポートフォリオ、環境への影響、コミュニティへのエンゲージメントに関連する多様な指標の計測を継続し、報告を開始してまいります。

顧客ポートフォリオ関連の評価指標

環境、社会、ガバナンス（ESG）リサーチへのアクセス可能率	100%
明確かつ一貫したESGインテグレーションを実施している運用資産の比率	60%
投票した株主総会の数/比率[1](#/%)	4,894/99%
企業経営陣とのエンゲージメント・ミーティング数	
株式を保有している企業	1,324
債券を保有している企業	1,728
モーニングスターのサステナビリティ格付けが、3以上のUCITSファンドおよび投資信託の比率[2]	50%
株式投資信託の売買回転率の中央値[3]	39%
マーケティング活動が関連規制や当社方針に著しく違反していた事例	0

データは特に注記がなければ2018年12月31日時点

[1]取引が規制されていたり、事務費用がお客様の享受できるメリットよりも大きい場合に限り、投票を行わない場合もあります。

[2]モーニングスターがサステナビリティ格付けを付与していないファンドを除きます。

[3]運用開始から5年未満の投資信託、クローズエンド型投資信託、債券やオルタナティブに投資する投資信託、セクター特化型投資信託等を除きます（2018年11月30日までの12ヵ月）

従業員関連の評価指標

グローバル

従業員数（フルタイム）	2,036
従業員数（パートタイム ）	44
シニア投資プロフェッショナルの定着率	95%
福利厚生を受けることが可能な従業員（フルタイム）の比率	100％
従業員による自社株式保有比率	100%
自社株を保有している従業員の比率[4] (#/%)	~500/~25%
報酬が複数年の運用パフォーマンスに連動しているポートフォリオマネジャーの比率	100%
専門的研修の受講可能な従業員の比率	100%
昇進機会がある従業員の比率	100%
教育支援が利用可能な従業員の比率	100%
従業員のダイバーシティ	
全従業員における女性比率	35%
管理職における女性比率[5]	26%
新規採用における女性比率（過去3年平均）	39%

米国

従業員数	1,578
確定拠出型年金に会社が給与の15%を拠出している従業員の比率（従業員の拠出や退職時の受給権返還の義務はありません）	99%
従業員のダイバーシティ	
全従業員におけるエスニック・マイノリティ比率	29%
管理職におけるエスニック・マイノリティ比率[5]	20%
新規採用におけるエスニックマイノリティ比率（過去3年平均）	35%

データは特に注記がなければ2018年12月31日時点

[4] 当社の従業員株主制度は、シニア・ヴァイス・プレジデント以上の全社員を対象に自由参加の形式をとり、自己裁量で株式を購入します。現在、同制度に占める女性およびエスニック・マイノリティの参加比率は、参加資格を有する従業員の女性とエスニック・マイノリティの比率に概ね一致しています。

[5]タイトルが、ヴァイス・プレジデント以上が対象

環境関連の評価指標

グローバル

通勤において公共交通機関を利用している従業員の比率	88%
従業員の出張にともなう温室効果ガス排出量(メートルトンs CO_2e)	5,500
従業員の海外出張に伴う温室効果ガス排出オフセット比率	100%

ニューヨーク本社

世界全拠点の総オフィス面積に占める比率	64%
LEED 認証[6]	Silver
エネルギー総消費量(ギガジュール)	40,430
電力消費量(ギガジュール)	13,440
蒸気消費量(ギガジュール)	26,991
エネルギー消費に由来する温室効果ガス排出量(メートルトンCO_2e)	431
水使用量(百万ガロン)	8.6
廃棄物のリサイクル率(転用率)	47%

[6] LEED(Leadership in Energy and Environmental Design)は、米国のグリーンビルディング協会(USGBC)が運営する国際的に認知された環境配慮型ビルの認証制度。建物またはコミュニティが、最も重要な測定基準(省エネルギー、節水、CO_2排出削減、室内環境品質の向上、資源ならびにその影響に対する感度の管理)に関して、パフォーマンスの改善を目指した計画に基づいて、設計と建築が行われたことを第三者が検証するものです。

コミュニティに関する評価指標

慈善事業への寄付 (基金、マッチング募金、災害復旧支援)	$2,553,479

ボランティア活動への資金協力

従業員のボランティア活動(時間)	5,738
従業員のボランティア活動参加人数(社外の活動も含む)	1,861
当社独自のボランティア活動への参加率	64%
ボランティア活動に参加している地域拠点の比率	100%
ボランティア活動のプロジェクト数	166

受益機関

資金援助の対象となった組織・団体の数	752
ボランティア活動の対象となった組織・団体の数	111
資金援助およびボランティア活動を通じて 支援した子供・青年・学生の人数	496,557
慈善団体の役員を務めている従業員数	407
サプライヤーに占めるマイノリティおよび女性が経営する 企業(米国MWBE)の比率	5%

“当社は、あらゆるタイプの従業員が活躍できる、インクルーシブで、透明性と信頼感の高い企業文化を育む職場環境の醸成に努めています。この目的を達成するために、従業員から寄せられたフィードバックへの迅速な対応、コンセンサスに基づいた意思決定の促進、従業員への多様な成長機会の提供に努めています。当社の従業員およびダイバーシティに関する評価指標を集計し、ご報告することは、お客様への説明責任を果たす取り組みの一つ位置づけ、今後も継続的にさらなる充実を図ってまいります。”

– HEATHER P. ZUCKERMAN
チーフ・オブ・スタッフ

出所:ニューバーガー・バーマン(データは、特に注記がなければ2018年12月31日時点)
注:従業員には、自身の人種/民族を明らかにする法的義務はありません。また、性別および人種/民族に関する情報について、米国では調査を実施しません。従って、上表に記載の情報は、当社の現社員の人種/民族およびジェンダー構成の概要を示す目的に限って掲載するものです。

ニューバーガー・バーマン PRIアセスメント・スコア

ニューバーガー・バーマンは、国連責任投資原則（PRI）が実施する最新のアセスメント・レポートにおいて、環境、社会、ガバナンス（ESG）のインテグレーションの取り組みに対し、最高評価であるA+を獲得しています。2018年のアセスメントでは、運用資産残高2,500億ドル以上の大手運用会社69社のうち、「戦略とガバナンス」の総合スコアに加え、株式と債券で1項目以上のA+評価を獲得し、合計3項目以上でA+を獲得した運用会社は8社のみで、当社はその1社となります。さらに、すべてのカテゴリーにおいて同業他社の中央値を上回り、当社のスコアは過去数年間で大幅に向上しています。資産クラス別および年度別のスコアカードの概要は、以下をご参照ください。

	2018年		2017年	
	ニューバーガー・バーマン	同業他社の中央値	ニューバーガー・バーマン	同業他社の中央値
01. .戦略とガバナンス	**A+**	A	**A**	A
間接投資–マネージャー選定、委託、モニタリング				
07. プライベート・エクイティ	**A+**	C	**B**	B
直接投資／アクティブ・オーナーシップ				
10. 上場株式 – 統合	**A+**	B	**A**	A
11. 上場株式 – アクティブ・オーナーシップ	**A**	B	**B**	B
12. 国際機関債、ソブリン債	**A+**	B	**A**	B
14. 債券 – 非金融債	**A+**	B	**B**	B

PRIの評価は署名機関が報告した情報に基づいて行われています。2018年の報告では、運用会社1,120社が報告を行いました。全署名機関が報告の対象となっており、質問状への回答を行う必要があります。署名機関から提出された情報は、PRIあるいは委託機関が監査を行うことはありません。署名機関はレポーティング・フレームワークにある各資産クラス別モジュールに回答する形で責任投資の取り組みについて報告を行います。各モジュールは責任投資に関する複数の質問項目から成ります。署名機関の回答の評価結果はアセスメント・レポートにまとめられます。アセスメント・レポートではインディケーター・スコア（個別のスコアおよび平均との比較）、セクション・スコア（インディケーター・スコアをカテゴリー分類（例：政策、保証、ガバナンス）し、平均との比較）、モジュール・スコア（モジュールのインディケーター・スコアを合計し、EからA+の6段階総合評価を算出）が含まれます。スコア、格付けの評価は、ニューバーガー・バーマンのお客様によるご意見を反映したものではなく、特定のお客様の体験に基づいた情報ではありません。また、スコア、格付けの評価は、ニューバーガー・バーマンの製品あるいはサービスの過去、あるいは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

ニューバーガー・バーマン米国地方債インパクト投資のフレームワークにおけるファクターは、特定の投資が投資基準を満たすかどうかという点に関する運用チームの見方に基づき分析されます。当資料は、現時点における運用スタイル、運用哲学、投資プロセスの概観をお示しするものであり、これらは、事前の予告なく変更される場合があります。ご紹介している事例は、あくまで例示であり、パフォーマンスや時期ではなく、運用チームの調査プロセスを分かりやすくご理解いただくという観点から選んだ事例である点にご留意ください。

「社会貢献型」ファンドは、モーニングスター社の定義によります。モーニングスター社によれば、「非経済原則に基づいて選別投資を行うファンド」と定義され、例えば、環境責任や、人権、宗教観などに基づいて投資を行うファンドが含まれ得ます。また、環境にやさしい企業や従業員との関係が良好な企業を積極的に選んで投資するようなファンドも含まれ、アルコールやたばこ、ギャンブルの販売促進に係わる企業、防衛産業への投資を除外するようなファンドも、このグループに含まれます。なお、あくまでにモーニングスター社の分類によるものであり、これらのファンドのESG統合の程度は、実際には様々であることが想定されます。

CPA-ジックリン指数は、政治活動に関わる情報開示と説明責任、選挙関連の支出について、主要な米国上場企業を評価する指数です。

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、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。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思わ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。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述（Forward-looking statements）」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。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。

本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文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。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬：投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率1.00%（税抜き）を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬（ない場合もあります）、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供する場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。 運用報酬料率：運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率：成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、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。

その他費用等：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及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金（以下総称して「証拠金」と言います）を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、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。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について： これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があり、また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券（ジャンク債）、バンクローン（優先担保及び劣後担保のものを含む）、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があり、投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について： 大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、全般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であること等から、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について： これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。なお、為替ヘッジを行う場合でも、為替変動リスクを完全に排除できるものではありません。また、為替ヘッジを行なう場合、円の金利が為替ヘッジを行なう通貨の金利より低い場合など、ヘッジコストが発生することがあります。為替および金利の動向によっては、ヘッジコストが予想以上に発生する場合があります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について： ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります（レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります）。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について： プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があり、その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針（及び、場合によっては運用の基本方針）等を確認させていただく他、必要に応じて情報を提供していただくこともあわせてご了承ください。

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

ニューバーガー・バーマンのESG投資の取り組みに関する詳細は当社サイトをご覧ください。www.nb.com/esg

グローバル本部

米国　ニューヨーク
800.223.6448

地域統括拠点

中国　香港
+852 3664 8800

英国　ロンドン
+44 20 3214 9000

日本　東京
+81 3 5218 1930

ポートフォリオ運用拠点

米国　アトランタ
中国　北京
バミューダ
米国　ボストン
アルゼンチン　ブエノスアイレス
米国　シカゴ
米国　ダラス
中国　香港
英国　ロンドン
米国　ロサンゼルス
イタリア　ミラノ
米国　ニューヨーク
フランス　パリ
米国サンフランシスコ
中国　上海
シンガポール
オランダ　ハーグ
カナダ　トロント

拠点

米州

米国　アトランタ
バミューダ
コロンビア　ボコタ
米国　ボストン
アルゼンチン　ブエノスアイレス
米国　シカゴ
米国　ダラス
米国　ロサンゼルス
米国　ニューヨーク
米国　サンフランシスコ
ブラジル　サンパウロ
米国　タンパ
カナダ　トロント
米国　ウエストパームビーチ
米国　ウィルミントン

欧州・中東

アラブ首長国連邦　ドバイ
アイルランド　ダブリン
ドイツ　フランクフルト
英国　ロンドン
ルクセンブルグ
スペイン　マドリッド
イタリア　ミラノ
フランス　パリ
イタリア　ローマ
オランダ　ハーグ
スイス　チューリッヒ

アジア太平洋

中国　北京
中国　香港
オーストラリア　メルボルン
韓国　ソウル
中国　上海
シンガポール
オーストラリア　シドニー
台湾　台北
日本　東京

NEUBERGER | BERMAN

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

www.nb.com

MIX Paper from responsible sources FSC® XXXXXX

T0280 04/19 306710 ©2019 Neuberger Berman Group LLC. All rights reserved.