



TOKIO MARINE
ASSET MGT



Stewardship Report 2019

スチュワードシップ・レポート 2019



豊かで快適な社会生活と経済の発展に 貢献するため、責任ある機関投資家として、 お客様の一步先を行く活動を実践します

東京海上アセットマネジメントでは、豊かで快適な社会生活と経済の発展を推進するにあたって、伝統的資産からオルタナティブ資産まで多様なプロダクトを広くお客様に提供しています。多様なアセットクラスへの投資で共通する重要な姿勢は、より精緻に、より広く、より深く、投資対象について認識・分析・判断していくことであると、私たちは考えています。

「虫の眼、鳥の眼、魚の眼」という表現があります。経済を見る上で、また企業経営を見る上で、この三つの視点を持つことが大切であると説くものです。これは私たちが大切にする、投資対象に対する姿勢にも共通する視点です。虫の眼はミクロ・現場の視点から精緻な分析を試みること。鳥の眼はマクロの視点から、グローバルに現実を認識すること。そして、魚の眼は歴史的な潮目を読む視点で、深い洞察により判断していくことです。

この三つの視点は、責任投資にも当てはまります。虫の眼は、個々の企業（ミクロの経済活動）において健全な経営責任を果たせるために、「ガバナンス」体制を確立すること。鳥の眼は、個別企業の経営だけでなく、グローバル社会全体に視野を拡げて、「社会」に対する責任を果たすこと。魚の眼は、過去の産業化の歴史を踏まえた上で、地球の持続可能性を高めるために、現在と将来の「環境」に責任を持つことです。

私たちは、三つの視点が、それぞれESGの要素を包含しており、投資活動の認識・分析・判断のそれぞれの局面で共通する重要な姿勢であると考えています。特にアクティブ運用においては、この認識・分析・判断の巧拙が投資成果を大きく左右するため、最重要課題としてESGインテグレーションの取組を進めています。

グローバル金融危機から10年超を経て、時代は、責任投資の真価が問われる局面に突入しました。私たちは、責任ある機関投資家として、お客様の期待の一步先を行く活動を実践して参ります。



東京海上アセットマネジメント株式会社
執行役員 運用本部長
責任投資委員会 委員長

平山 賢一

CONTENT

01	メッセージ
03	東京海上アセットマネジメントの責任投資
05	アナリストによるエンゲージメント
07	議決権行使
08	ESGインテグレーション
10	国内株式アクティブ運用と責任投資
14	国内債券アクティブ運用と責任投資
15	気候変動時代の投資
16	スチュワードシップ・コード各原則の実施状況
17	関連イニシアティブへの参画

会社概要 | 2019年4月1日現在

会社名	東京海上アセットマネジメント株式会社
所在地	東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング
代表取締役社長	後 藤 俊 夫
設立年月日	1985年(昭和60年)12月9日
資本金	20億円
運用資産残高*	投資顧問(投資一任契約資産残高) 3兆9,268億円 投資信託(純資産残高) 2兆6,248億円
役職員数	336名
金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第361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

*運用資産残高は2019年3月末現在

東京海上アセットマネジメントの責任投資

中長期的な投資リターンの向上を目指すため、投資先企業との建設的な対話を行うとともに、投資判断プロセスに財務的要素と非財務的要素の評価を統合的に取り込んでいます

責任投資の基本方針

東京海上アセットマネジメントは、快適な社会生活と経済の発展に貢献するため、投資先企業の財務的要素のみならず、環境・社会・ガバナンス(ESG; Environment, Social, Governance)等の非財務的要素も適切に考慮した、責任ある投資を受託者責任に即して実行しています。それと共に、投資先企業に対して能動的な働きかけを行うことで当該投資先企業の中長期的成長を促し、お客様にとっての中長期的な投資リターンが向上することを目指します。

また、東京海上アセットマネジメントでは、財務的要素と非財務的要素を統合的に捉えて企業価値を評価するESG

インテグレーションを投資判断プロセスに組み込んでいます。ESGインテグレーションは、より精度の高い企業評価ならびに投資判断につながり、このスタンスは、すべてのアセットクラスに共通するものと考えています。環境・社会・ガバナンス等は、お客様にとっての中長期的な投資リターンを支えるうえで基盤をなす評価項目であり、すべてのアセットクラスにおいてガバナンスを企業評価の重点に位置づけるとともに、環境・社会等の非財務的要素についても適切に考慮していく方針です。

責任投資の沿革・歴史

2007年(平成19年)

●責任投資委員会(運用本部直轄)の設置

2009年(平成21年)

●責任投資グループ(運用本部直轄)の設置

2011年(平成23年)

●国連責任投資原則(PRI)への署名

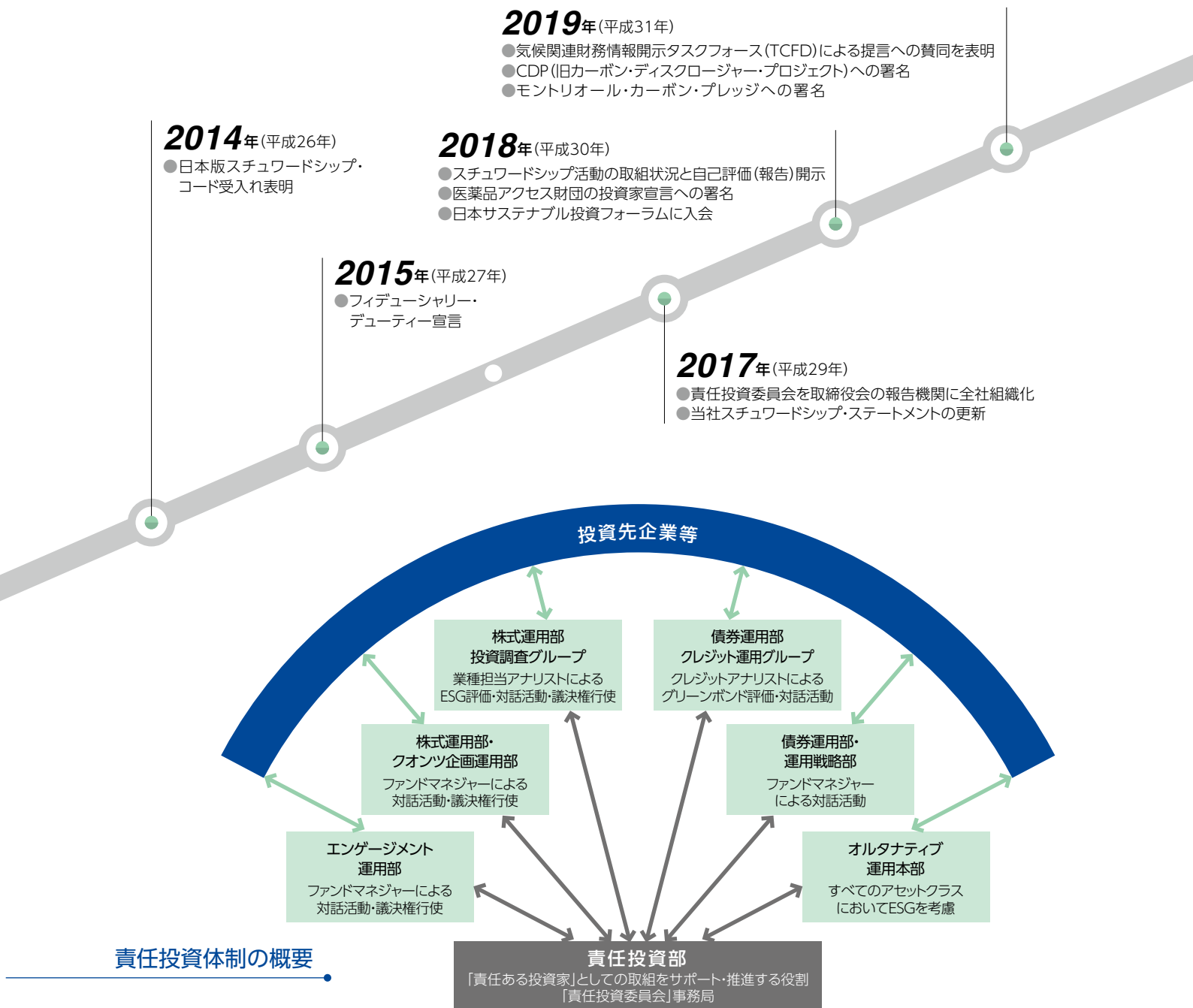
2012年(平成24年)

●21世紀金融行動原則への署名

アクティブ運用機関としての責任投資

株式投資スタイル毎に、責任投資に対するスタイルは異なっています。当社では多様な株式投資スタイルがあるものの、主としてアクティブ運用を主軸にした責任投資を推進しています。

投資先企業を厳選することを通してパフォーマンスを高めていくアクティブ運用機関として、的確な状況把握に基づく企業の持続的成長に向けた建設的な対話(エンゲージメント)は、投資先企業の中長期的な成長にも貢献すると考えています。



具体的には、個別企業の状況に最も精通している業種担当アナリストが、調査対象銘柄の中から企業価値向上を図る上で解決すべき課題を見出した銘柄について、エンゲージメントを行います。エンゲージメントにおける課題の設定では、個々の企業の置かれている状況が異なることから、その違いに応じて業種担当アナリストが適切に選定し、トップダウン・画一的な課題設定による弊害を回避しています。

このエンゲージメントの「質」は、投資先企業との間で、課題

解決に向けたインプリケーション(気づき)を共有できるか否かにより左右されるため、適切なアジェンダ設定、中長期的な時間軸の共有、経営的視点に立った課題認識等を意識した実効性のあるエンゲージメントを目指しています。

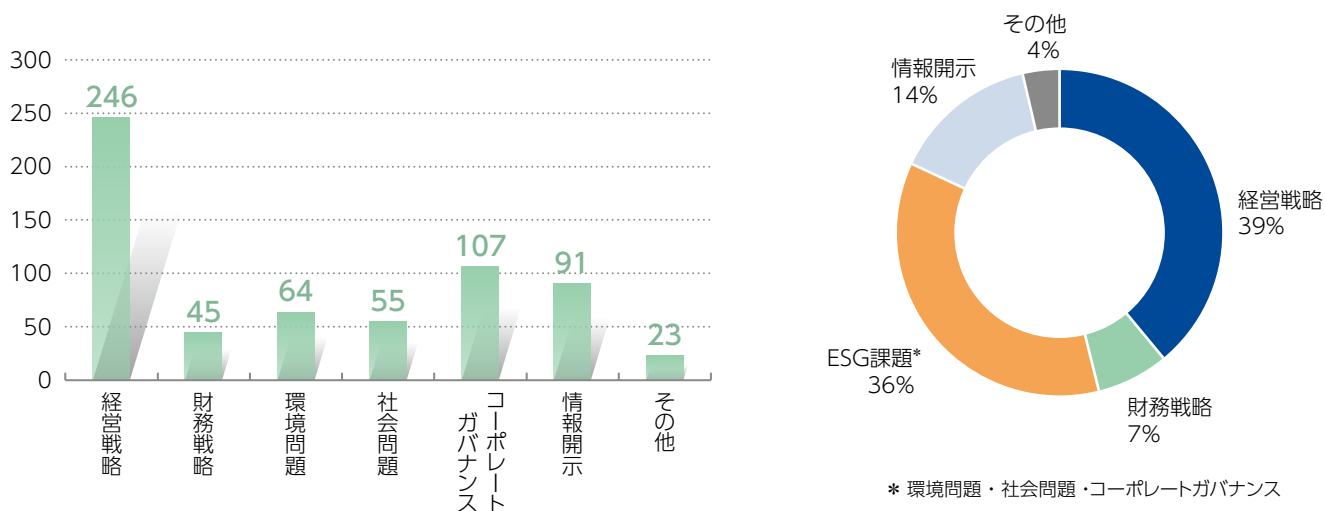
なお、エンゲージメントの質的向上を継続して行うために、運用本部長、責任投資部、およびエンゲージメント運用部メンバーで構成される「対話促進部会」が、エンゲージメント活動の進捗状況等をモニタリングしています。

アナリストによるエンゲージメント

企業の状況に精通した業種担当アナリストが
実効性のあるエンゲージメントを行っています

対話テーマ事例の分類

「目的を持った対話」631件 / 対話テーマ別件数(2017年4月～2018年3月末)



株式運用部
投資調査グループ 兼 責任投資部
シニアアナリスト
浅野 建



機械部品企業A社

対話テーマ コーポレートガバナンス

対話相手 IR担当者

対話時期・内容

2017年8月及び12月のIR面談において、機械部品企業A社に対し、長年に亘る課題であるステークホルダー・コミュニケーションの不備・不足を指摘。情報発信のあり方や、ESGの組織的推進を含めたガバナンス体制改善(外部への説得性向上)を提案・要請しました。

対話結果と評価

2017年までのエンゲージメントを踏まえ、2018年3月、新設のコーポレート・コミュニケーション部とESG対話を持ち、以下の諸点についてA社の積極姿勢を確認しました。

- ① 社外取締役比率1/3、ダイバーシティを考慮したモニタリングボード化の検討。
- ② 指名委員会設置、CEOサクセッションプラン策定の可能性検討。
- ③ 将来的な統合報告書発行に向けた環境報告書の策定・公表方針。
- ④ 外部ESGアンケート対応を含めたステークホルダー・コミュニケーション改善。

当社との上記面談が、A社として初のESG対話。積年のガバナンス課題解決に向けた初動として評価しています。また、その後、A社は2018年の東洋経済、CDP*のESGアンケートに初めて回答した上、同年12月には環境面に重点を置いたCSR報告書を策定・公表しています。

*CDP(旧称：カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)は2000年に英国で設立したNGO。



医薬品企業B社

対話テーマ 社会問題

対話相手 IR担当者

対話時期・内容

2017年春の米国出張時に、オピオイド依存患者や中毒死の拡大が深刻な社会問題化し、関連業界に対する風当たりが著しく悪化していることを認識しました。

2017年6月のIR面談時、医薬品企業B社が米国で展開予定の疼痛治療薬事業について、依存・中毒患者数の急拡大が大きな社会問題になりつつあり、同社が手掛けるのが乱用防止型製剤であるとしても、潜在的なレピュテーション毀損・大型訴訟リスクが生じることを指摘。社会問題化した場合を想定した事業評価等の対策強化を要請しました。その後の複数の面談でも同様の指摘や対話を続け、IR部門からもマネジメントへの意見伝達を約されました。これを受けて社内会議で検討の結果、長期成長力が高く魅力的な投資対象ながら潜在的な社会問題リスクを念頭に投資推奨を見送ることを決定しました。

対話結果と評価

その後、関連品開発失敗等もあり2017年8月、一部関連資産の減損処理を発表。2017年10月の説明会でB社はオピオイド乱用が社会問題であるとの認識や対応策を提示、2017年度末に乱用防止製剤を社会的責任における供給に限定するなど、同事業参入計画の見直しを表明しています。

当社では、エンゲージメント課題は概ね解消したものと認識し、B社を再度、魅力的な投資対象として位置づけました。

株式運用部
投資調査グループ 兼 グローバル株式運用グループ
シニアアナリスト
水野 要



食品企業C社

対話テーマ 財務戦略

対話相手 取締役とIR担当者

対話時期・内容

2017年9月、食品企業C社株式の20%を保有する海外大株主企業にアクティビストファンドが投資しました。これを踏まえ、同海外大株主企業の財務戦略が見直される可能性を指摘。大株主企業にとってのシナジーが限定され、政策保有に近い状況にあったことや、C社株価が高値圏であったことから、C社株式が売却される可能性を指摘しました。また、C社のB/Sやキャッシュフロー見通しを勘案した上で、資本効率向上を兼ねた自社株買いの検討を要請しました。

対話結果と評価

2018年2月、同海外大株主企業が保有するC社株の一部売却を発表。これを受けてC社は自社株買いの実施を決定しました。株式需給緩和による株価への影響や資本効率の改善にも言及されており、保有外貨レベル、海外での設備投資動向などキャッシュフロー動向に比べて自社株買いの規模感は物足りないものの、既存株主に考慮した財務アクションとして評価しました。

C社は、世界で人々の健康に資する商品を販売し、中長期的に継続的な成長が期待されます。一方で、株主還元やガバナンスに課題があるため、株式市場で十分に企業価値が反映されていないと思われます。潜在的な企業価値の顕在化を図るべく、今後も継続的なエンゲージメントを行っていきます。

株式運用部
投資調査グループ
シニアアナリスト
五十崎 義将



エンゲージメント内容の議決権行使への反映

アクティブ運用機関としての議決権行使

受益者の利益のために、議決権行使ガイドラインを定め、ガイドラインに沿って議決権を行使しています。特に重点的に調査する企業の精査議案は、業種担当アナリストとファンドマネジャーの常日頃からの企業との対話や調査の内容を

踏まえ、個別要因を考慮して定性判断も行っています（エンゲージメント内容の議決権行使への反映）。

アクティブ運用のための企業調査と議決権行使を一体化して運用プロセスに織り込んでいる点が特徴と言えるでしょう。

議決権行使結果の概要（2017年7月から2018年6月に開催された株主総会）

- ・東京海上アセットマネジメントは、議決権行使の基本方針とガイドラインに則り、議案の判断を実施していますが、投資先企業との建設的な対話や調査の内容を踏まえ、個別に定性判断する議案もあります（社内取締役の増員に関する議案や反社会的行為に関する議案等）。
- ・買収防衛策の導入・更新議案に対しては、全件反対しました。また、取締役選任議案、役員の退職慰労金支給議案、組織再編関連議案に対する反対行使比率が高くなりました。
- ・株主提案については、買収防衛策の廃止を求める議案や役員報酬の個別開示を求める議案、政策保有株式の削減を求める議案に対して賛成しました。

全議案

		賛成	反対	総計(*4)	反対比率
会社機関に関する議案	取締役の選解任	9,041	1,335	10,376	12.9%
	監査役の選解任	1,051	56	1,107	5.1%
	会計監査人の選解任	14	0	14	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬(*1)	468	17	485	3.5%
	退任役員の退職慰労金の支給	71	12	83	14.5%
	剰余金の処分	842	36	878	4.1%
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	組織再編関連(*2)	16	1	17	5.9%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	33	33	100.0%
	その他資本政策に関する議案(*3)	64	2	66	3.0%
	定款に関する議案	280	4	284	1.4%
	その他の議案	6	1	7	14.3%
	株主提案	5	111	116	95.7%
	総計	11,858	1,608	13,466	11.9%

精査議案 非精査議案

精査議案	非精査議案
反対比率	反対比率
39.4%	0.0%
14.0%	0.0%
0.0%	0.0%
11.4%	0.0%
60.0%	0.0%
12.9%	0.0%
14.3%	0.0%
100.0%	100.0%
6.7%	0.0%
3.4%	0.0%
14.3%	—
87.2%	100.0%
33.9%	1.1%

- (*1) 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等
 (*2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等
 (*3) 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等
 (*4) 棄権・白紙委任については該当無し

精査議案（アクティブプロダクト+スクリーニング+重点調査対象）

		賛成	反対	総計	反対比率
会社機関に関する議案	取締役の選解任	2,051	1,335	3,386	39.4%
	監査役の選解任	343	56	399	14.0%
	会計監査人の選解任	3	0	3	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬(*1)	132	17	149	11.4%
	退任役員の退職慰労金の支給	8	12	20	60.0%
	剰余金の処分	244	36	280	12.9%
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	組織再編関連(*2)	6	1	7	14.3%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	11	11	100.0%
	その他資本政策に関する議案(*3)	28	2	30	6.7%
	定款に関する議案	112	4	116	3.4%
	その他の議案	6	1	7	14.3%
	株主提案	5	34	39	87.2%
	総計	2,938	1,509	4,447	33.9%

*精査対象企業：

- ・アクティブ・プロダクト保有の全企業
- ・パッシブ・クオンツプロダクトの内、3期連続ROE5%未満でスクリーニングされた企業
- ・パッシブ・クオンツプロダクトの内、責任投資部が重点調査対象企業に選定した企業（業績不振企業、反社会的行為企業、コーポレートガバナンス問題企業等）

ESG評価を考慮した 企業価値を参照して投資判断を行っています

「ESGインテグレーションとは何か?」

ESGインテグレーションとは、伝統的な投資判断指標である財務情報に、企業収益成長の持続可能性に影響を及ぼすと考えられるESG(E:環境、S:社会、G:ガバナンス)要因を併せて考慮する投資戦略です。ESG評価が高い企業ほど、中長期成長期待が高く、株価ボラティリティが低下する、即ち理論的なバリュエーションが上昇する傾向が観察されています。

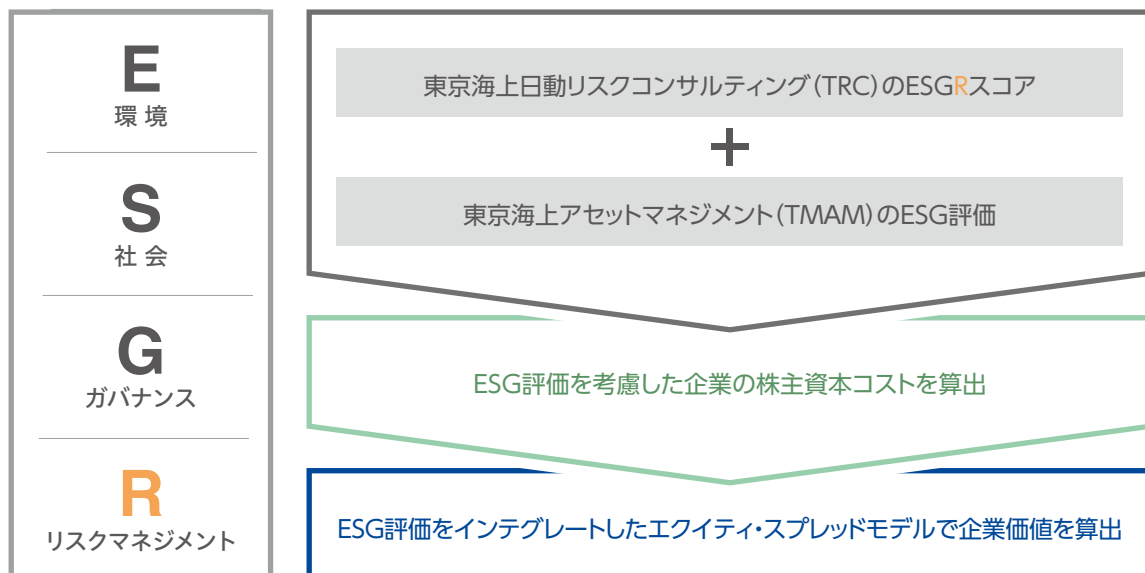
当社では、個別企業の事業環境・企業戦略評価、業績予想分析を実施した上で、ESG要因考慮後企業価値(ESG要因の定量的な企業価値への影響)を参照して投資判断を行っています。

ます。具体的には、ESG要因考慮後企業価値を次のように算出しています。まず、主として公開情報に基づくスコア(グループ企業である東京海上日動リスクコンサルティングによる評価)を、当社アナリストが独自調査に基づき、細分化した項目毎に修正し、ESG定量評価を決定。次に、同評価を利用してバリュエーション基準(ESG要因考慮後株主資本コスト)を導き出し、独自の企業価値評価モデル(エクイティ・スプレッドモデル)に適用し、算出しています。

ESG評価(ESGインテグレーションプロセス)

ESGR評価シートを活用

(TRCが採用する評価体系をベースに、当社が独自に作成したESGに関する企業の評価ツール)



◆ESGRとは
E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)にR(リスクマネジメント)を加えた、当社のグループ会社である東京海上日動リスクコンサルティング(TRC)の評価体系です。



〈スチュワードシップ会議風景〉

「投資家はESG情報を本当に必要としているのか。」
これは、アセットオーナーや投資先企業との対話の際に、繰り返し私たちが頂く質問です。

これに対して、私たちは、「将来財務情報として投資判断に用います。必要不可欠な情報です。」と回答しています。

東京海上アセットマネジメントは、企業の成長性を評価するには、どのようなビジネスモデルを構築し、いかなる価値を生み出そうとしているのかが重要と考えています。しかし、この価値創造ストーリーだけで投資判断を行うことはありません。企業の持つ資源やストーリーを実現する能力に加えリスクに対する準備といった視点を評価プロセスに加えることで初めて判断可能となります。この時、必要となるのがESG情報です。ESG情報は、現在の売上や利益に直接つながってなくても、将来の価値を予想する手がかりになる情報といえます。私たちは、ESG情報を中長期的視点の投資に必須の「将来財務情報」と

捉え、企業評価の中に統合する挑戦を続けています。これが、東京海上アセットマネジメントの進めるESGインテグレーションです。

責任投資部 シニアアナリスト
(ESGスペシャリスト)

菊池 勝也



国内株式アクティブ運用と責任投資



ESG評価が企業の中長期成長性に大きな影響を与える時代に入り、
当社のグロース運用が本領を発揮できる可能性が一段と高まりました

■ 企業成長のためのESGと株式投資

グロース運用におけるESGの視点

東京海上アセットマネジメントの株式アクティブ運用は、設立以来、一貫してグロースに拘った運用を行ってきました。「なぜグロース運用に拘ってきたのか?」、それは成長こそが株主、従業員、顧客など全てのステークホルダーの満足を満たす唯一の解であると考えためです。

グロース運用において最も重要なことは中長期成長性の高い企業を的確に見つけられるかという点にあります。私たちは、成長企業を発掘する着眼点として、①製品、サービスの付加価値など成長ドライバーを有するか、②競争優位性の持続

が可能なビジネスモデルを有するか、③戦略遂行力や資本効率向上など優れたマネジメント力を有するかといった点を重視して企業調査を行ってきました。中長期的な視点で企業を見る際、ステークホルダーの誰かを犠牲にして成り立つビジネスは継続性がないとの考えから、株主の視点(ガバナンス)、従業員の視点(社会)、顧客の視点(環境)を常に意識して投資対象企業を選別しています。つまり、グロース運用においてESG的な視点は不可分なものと考えて運用を行っています。

経営資源の獲得につながるESG

バブル崩壊後に長く続いたデフレ経済下では、グロース運用、特にESG的な視点を持った中長期運用においては厳しく長い冬の時代が続きました。デフレ経済下では、人・モノが余剰となり、過度な金融緩和でカネもダブっている時代でした。デフレ経済下ではESGを逆手にとる企業、例えば人をモノと考えるようなブラック企業の成長性が高い皮肉な時代でした。しかし、日本企業が少子高齢化に加えて長期成長を続けた結果、前例のない人手不足となり、人をモノとして扱うブラック企業は採用が困難になりました。また、株式持ち合いの解消に

よる外国人投資家保有比率の上昇やコーポレートガバナンス改革により資本コストも上昇傾向にあるなど、人・モノ・カネは成長の制約要因になりつつあります。つまり、ESGへの対応を真摯に実行している企業のみが貴重な経営資源を獲得出来ることになり、ESG評価が中長期成長性に大きな影響を与える「真の株式投資時代」に突入したわけです。このような環境はESGの視点を持ち続けてきたグロース運用にとって本領を発揮できる環境とも言え、中長期的にお客様の期待を上回る運用が可能であると考えています。

「今、なぜ気象予報士なのか？」

コラム 2 東京海上アセットマネジメントの新たな試み

「おはようございます。関東地方の気象情報です。…」とTVでお天気解説をすることが気象予報士の重要な仕事と認識されています。それも1つですが、高度で様々な気象データを総合的に判断して自ら責任をもって、的確に気象予報を行うことができる気象のスペシャリスト、今で言うところのデータサイエンティストが気象予報士です。

私たちは好むと好まざるとに関わらず天気と一生付き合っていかなざるを得ません。気候変動リスクが高まってきている昨今においては、これまで以上に天気に関心を払わなければならなくなってきました。

気象データは豊富ですが、3つの熱輸送(大気の大循環、海流、潜熱)が地形などと複雑に絡み合って気象が構成されるため、不確実性も多く、分析には専門性が必要です。気温1度の変動や晴雨は経済に大きな影響を及ぼすため、短期・中長期的に気候変動を分析することが必要不可欠となっており、データサイエンティストとしての気象予報士の重要性が増してきています。

気象予報士と同様にアナリストはデータ分析を行い、将来を予測します。気象データ分析を組み合わせることができると、事業会社のポテンシャル・リスク

といった判断に厚みを持たせることができます。

気候変動リスクが増している現状において気象予報士が果たす役割は大きく、アナリストが気象予報士であることへの期待が高まってきていると言えるでしょう。

株式運用部
投資調査グループ
シニアアナリスト
気象予報士
夏目 宏之



■ パフォーマンス向上のためのエンゲージメント

ESGの中でも特にガバナンス(G)に着目してエンゲージメントを行う「国内株式エンゲージメント運用」は、2012年3月の運用開始以来、順調な歩みを続けてきています。当社の主たる株式運用との違いは、企業の中長期的な価値創造につながるエンゲージメントを積極的に行い、エンゲージメントの効果を超過収益の源泉とする運用を目指すという点です。

投資先企業へのエンゲージメントによる有効性を検証し、優良企業への集中投資と日本型エンゲージメント(日本の企業風土を前提としたエンゲージメント)によって、持続的な超過収益が獲得できると考えています。

株価指数が軟調に推移する局面でも、持続的にプラスの投資リターンを上げる企業の多くには、成長性(売上高増加率)と収益性(営業利益率)との間に、比較的強い相関関係が見られます。この点に着目し、集中投資のための投資ユニバースをスクリーニングしています。その上でファンダメンタルズリサーチにより魅力度をチェックし、最終的な「投資対象銘柄群」を作成し、その中から実際に投資を実施しています。

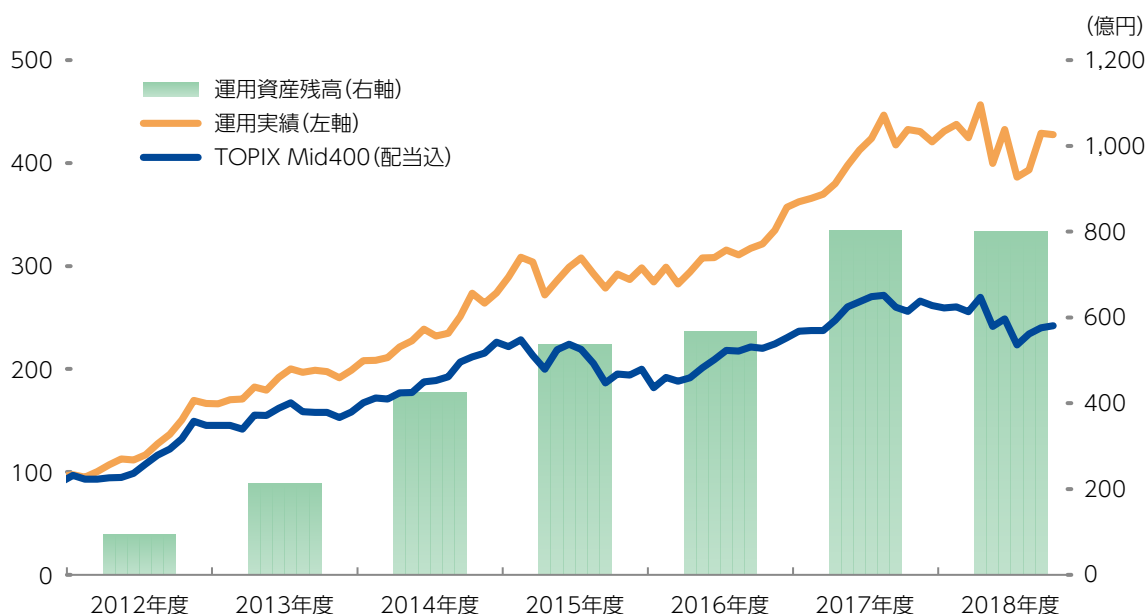
一部のアクティビスト的手法におけるエンゲージメントでは、実態や現実を無視し、株主権の強硬手段を最終的に行使することもあります。当社のエンゲージメントは、日本型エンゲージメントで、企業に投資する前から実施している点が特徴です。投資前にその企業経営者が経営に対して健全な問題意識を持っていることを把握した上で、投資後も問題意識を共有して対話の余地があると判断した企業を投資対象として選択するわけです。いわゆる経営者との「共創」ができる場合に、投資家としての投資行動を開始するというステップを踏んでいます。

その上で、投資後は、投資家の目線での事業戦略に関する対話を重視し、その結果としてのパフォーマンス(投資成果)の向上を目指すのが、「国内株式エンゲージメント運用」です。

「エンゲージメント運用チーム」メンバーは、スチュワードシップ会議を通して当社「アクティブ運用チーム」との情報共有を行い、適宜、対話手法についての提案や意見交換を活発に実施しています。

「パフォーマンスが語る」エンゲージメントの魅力

「国内株式エンゲージメント運用」の運用実績と運用資産残高



上記はエンゲージメント運用の代表ファンドの運用実績(運用報酬控除前)で2012/4/30を100として指数化した累積値です。
運用資産残高は当社「国内株式エンゲージメント運用」全体の各年度末実績値です。上記運用実績は過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
(出所) Bloomberg、東京海上アセットマネジメント

エンゲージメント事例

「国内株式エンゲージメント運用」において、企業価値の「共創」を行った事例として、大手食品メーカーをご紹介します。

同社へは2012年3月の運用開始時に最初の投資を行いました。それに先立つIPO間もない時期に長期投資家として一定の信任を得られたことから、同社からの依頼を受けて、グローバルにおける競争比較を中心としたディスカッション資料を作成のうえ、目的を持った対話を開始いたしました。

その後も、資本政策におけるシナリオ分析の共有や、当運用

の投資家である欧州アセットオーナーも同席した、ESG対話、社外取締役との対談（同社アニュアルレポートへの特集掲載）、資本コストに関する同社の社内研修への講師派遣等を通じて、様々な階層に対して広範な課題に関するエンゲージメントを行いました。

結果として、超過収益に関する寄与度においても、同社は上位にランクしています。今後も、エンゲージメントによる超過収益も含めて運用成績を高めることを目指していきます。

低炭素社会実現に向けた取り組み

コラム 3 東京海上アセットマネジメントの挑戦

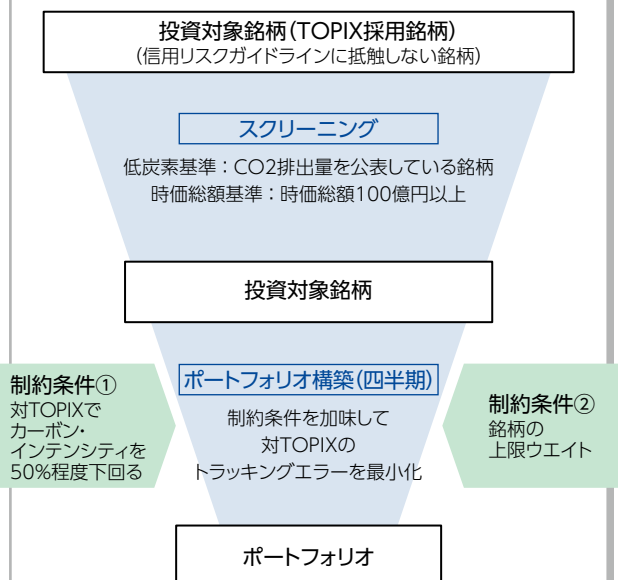
ESGの中でも特に環境(E)に着目してポートフォリオを組成する「国内株式低炭素運用」は、非常にユニークな運用プロセスを採用しています。近年、わが国でも二酸化炭素(CO₂)に代表される温室効果ガス(GHG)排出量の開示が進んできており、カーボン・インテンシティ(CO₂排出量／売上高)に注目することで、低炭素社会実現に向けた新たな運用手法が可能となりました。

この運用では、排出量を開示するようになった環境への取組の意識が高い企業を投資対象としつつ、ポートフォリオの加重平均カーボン・インテンシティが、東証株価指数の加重平均カーボン・インテンシティ*の半分程度になるようにポートフォリオを構築します。しかも、そのポートフォリオは極力、東証株価指数とのトラッキングエラーを年率1%以内に抑えることを目指します。

そのため、単に指数連動型の運用を考えている投資家にとっては、多少のトラッキングエラーを許容することで、株式ポートフォリオの炭素排出量半減効果が得られるわけです。この運用は、運用プロセスの中に環境(E)の要素を明示的に織り込むESGインテグレーションの典型的な運用と言えるでしょう。東京海上アセットマネジメントでは、このような運用手法の認知度が高まり、より多くの企業がCO₂排出量を公表することを望んでいます。

*東証株価指数の加重平均カーボン・インテンシティは、各社のカーボン・インテンシティを東証株価指数構成比率で加重平均した数値を算出していますが、二酸化炭素排出量が未公表である企業のカーボン・インテンシティは業種平均から当社が推定しています。

「国内株式低炭素運用」の運用プロセス



- (注1) カーボン・インテンシティとは、CO₂排出の原単位で、CO₂排出量を売上高で除したもの。
 (注2) スクリーニング条件等は、2019年3月現在のものであり、今後変更の可能性があります。
 (注3) 制約条件は四半期のポートフォリオ構築時に使用する条件であり、ある時点のポートフォリオの状態と異なる場合があります。

国内債券アクティブ運用と責任投資

国内債券アクティブ運用での取り組み

発行体へのエンゲージメント

東京海上アセットマネジメントの債券運用では、主に、国内民間企業の発行する事業債を対象に、ESGの視点を銘柄選択に取り入れています。

投資先企業のガバナンスの欠如、反社会的行為、環境破壊行為などESG面での問題行為が発生すると、信用格付の引き下げなどを通じて、社債等の上乗せ利回り(スプレッド)が上昇し、パフォーマンスの悪化につながるリスクがあるためです。

そこで、事業債投資では、発行体のESGへの取り組みを定性評価項目の一つと位置づけ、重大な瑕疵を抱えていると疑われる発行体については、疑念が解消されるまで新規投資を見送ると共に、すでに保有している場合には、投資比率を圧縮するという措置を講じています。

事業債への投資では、株式とは異なり議決権がないものの、ESG要素について発行体と直接対話し、必要に応じて改善を働きかけることを債券投資におけるエンゲージメント活動と位置づけています。

格付会社を通じたエンゲージメント

さらに、発行体に直接働きかけるエンゲージメントだけでなく、格付会社を通じた間接的なエンゲージメントにも力を入れ、



〈債券運用部〉

半期に一度の国内格付機関との意見交換に積極的に取り組んでいます。たとえば、環境面から将来のビジネスリスクの上昇につながる可能性の観点で、石炭火力発電に対する電力会社の経営方針が、格付け判断にどのように影響するかについて、格付機関と建設的な議論をすることが挙げられるでしょう。特に、事業債市場における電力債比率が大きいことから、中長期的な格付け動向が、スプレッドに影響しパフォーマンスを左右することなどが想定されます。

なお、近年、発行額が増加してきたグリーンボンド(ソーシャルボンド等)への投資については、調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティングに関して、外部機関による評価も参考に、ESGインテグレーションの一環として積極的に取り組んでいます。

グリーンボンド投資の実態と課題

コラム

4

東京海上アセットマネジメントのグリーンボンド投資

持続可能な社会の実現に向けて、債券投資家が果たす役割に近年、高い期待が寄せられています。資金使途が環境プロジェクトに限定され、信頼できる第三者評価機関が環境改善効果を検証したグリーンボンドに投資することは、その社会的要請に応えていく直接的な方法の一つと言えるでしょう。

東京海上アセットマネジメントの事業債運用でも、利回りが発行体の信用リスクに見合っており、且つポートフォリオの構築方針に沿った銘柄であれば、積極的に組み入れるようにしています。さらに発行体との対話を通して、環境プロジェクトの取組姿勢に共感できる場合は、運用上支障がない限り、応援する意味を含めて投資表明も行っています。2018年度の国内グリーンボンド発行額は、環境省による政策的な後押しもあって急拡大しましたが、発行体してみれば、まとまった投資金額の環境プロジェクトが社内・機関内に多く存在する訳ではなく、金額や頻度を増やすのは容易でないのが現状です。

一方、投資家の需要は非常に強いため、通常の債券

と経済的価値が同等であるグリーンボンドが、需給要因から相対的に低利率で発行されるようになると、特殊な投資家しか参加できない偏った市場になる可能性があります。このような問題も抱えつつ、グリーンボンド発行体には、環境問題の解決に向けた自社の取り組みを広く投資家にアピールでき、社会的支持の獲得につなげられるというメリットがあります。

私たちは、このようなメリットを考えて、普段は債券発行による資金調達をしない発行体にも、するメリットを見いだせない企業にも、発行の裾野が広がることを期待しています。

日本における円建グリーンボンド発行額推移



注：日本企業による円建社債のローンチベース。
(出所) Bloomberg、東京海上アセットマネジメント

ESGの中でも特に環境(E)に着目した運用として、当社では、前掲の「国内株式低炭素運用」に加え、「国内再生可能エネルギー発電事業運用」もお客様に提供しています。機関投資家が気候変動課題を考慮した投資、再生可能エネルギーへの投資にアクセスできる道を拓き、金融商品として機関投資家が投資しやすい仕組みを構築しているといえるでしょう。持続可能な経済・環境・社会の実現に向けて、わが国におけるクリーンエネルギーの導入促進の一助を担うという点においても社会的意義のある取組みと考えています。



〈沼津太陽光発電所(静岡県沼津市)〉

国内初の太陽光発電事業に投資する運用商品の開発

当社では2012年8月にわが国の大規模太陽光発電事業(メガソーラー事業)に幅広く分散投資する投資商品「TM ニッポンソーラーエネルギーファンド2012 投資事業有限責任組合」(1号ファンド)をわが国で初めて開発しました。その後、2013年8月に2号ファンド、2014年8月に3号ファンド、2017年1月には、再生可能エネルギー全般に投資対象を拡大した4本目のファンドを設定しています。いずれも三井物産グループと協業して企画したもので、国内の企業年金のお客様、並びに金融機関を含む機関投資家のお客様から出資約束を受ける事により成立したものです。

当ファンドは、2012年7月より施行された「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」に基づく固定価格買取制度を活用することで長期間にわたる一定レベルでの売電収入の確保を目指し、為替リスクがない円ベースでの安定的

な収益機会を投資家の皆様に提供することを目標に開発に取り組みました。

これまでの投資家様からの出資約束総額は総計約450億円で、現在約40カ所のメガソーラー事業に実質的に投資しています。これまでの発電量や売電金額の状況は、当初の想定を概ね上回る水準で順調に推移しており、2018年度の発電量実績は年間約167,867MWhです。これは一般世帯の年間電気使用量に換算すると、38,178世帯分/年程度となり、CO2の削減等ESGの推進に貢献しています。

太陽光発電所というリアルな事業資産を投資商品として組成し、プロジェクトファイナンスが可能なストラクチャーを構築するには独特のノウハウが必要となります。当社では本件を皮切りにリアルアセットの投資商品化に関わる知見を積み上げています。

スチュワードシップ・コード各原則の実施状況

当社は、スチュワードシップ活動の継続的な改善に向けて、その実施状況を定期的に自己評価したうえで、公表して参ります

スチュワードシップ活動に対する自己評価(サマリー)

原則	スチュワードシップ活動に対する自己評価
1	弊社HP上でスチュワードシップ責任を果たすための各種方針を公表しており、総じて策定した方針に沿ってスチュワードシップ活動が適切に実施されていると考えております。引き続き、投資先企業に対して能動的な働きかけを行うことで企業の持続的成長を促し、お客様にとっての中長期的な投資リターンの向上を目指して参ります。
2	適切な議決権行使が妨げられないよう、運用担当者等で構成する責任投資委員会において決定される議決権行使ガイドラインに基づき、運用部門で独立した判断を行っております。また、責任投資委員会を取締役会への報告機関として位置付け、監視を受ける体制とすることで、利益相反管理方針に則した忠実な業務運営が励行されていると考えております。 引き続き、議決権行使において、お客様の利益を最優先した業務遂行に努めて参ります。
3・4	機関投資家として従来から蓄積した知見に基づき、個別企業の事業戦略、周辺事業環境、関連する社会的課題について相互理解を深める対話に努めました。対話内容は、財務・経営戦略の改善要請に止まらず、企業側・投資家側の認識ギャップを縮めるIR・開示や、ESG課題に関する経営トップの理解促進・解決方法提案、学会や顧客の声といった周辺情報の企業側へのフィードバックといった実践的側面にも及び、一定の成果が実現しました。今後とも、企業側から建設的な対話の相手として選ばれ続ける実力を養成し、一定の対話成果の拡大・深化、残存する対話課題の解決に向けた共通認識を醸成、成果につなげることによって中長期的な企業価値向上を目指して参ります。引き続き、これまでの継続課題に加え、新たな対話テーマに関しても粘り強く対話し、投資行動や議決権行使の検討事項に反映させるべく注力していく方針です。
5	責任投資委員会で決定された議決権行使ガイドラインに則して、適切に議決権行使が遂行されていると考えております。 引き続き、業種担当アナリストによる企業の的確な状況把握に基づいて、個別定性要因を考慮した実効的な議決権行使に努めるとともに、投資先企業の持続的成長に資する対話テーマにもつなげられるよう、さらに取り組みを強化して参ります。
6	弊社HP上で議決権行使結果の個別開示を開始するとともに、議決権行使ガイドラインの詳細開示も行い、議案の賛否判断に対する考え方がご理解いただけるよう取り組んで参ります。今後につきましても、議決権行使結果を含むスチュワードシップ活動の状況について、定期的に報告を行って参ります。
7	従来から実施している対話事例の共有や議決権行使に関する勉強会及び、東京海上日動リスクコンサルティングによるテーマ勉強会に加え、2017年度下期からは週次で「スチュワードシップ会議」を開始し、ESG評価や関連情報の共有を図っており、スチュワードシップ活動の実効性を高める組織的な取り組みが継続できていると考えております。今後もESG関連の情報収集と共有を通して組織的な知見蓄積に努め、スチュワードシップ活動がより適切に行えるよう注力して参ります。

(2018年7月31日作成)

関連イニシアティブへの参画

スチュワードシップ活動が一層適切で効果的なものとなるように、
関連イニシアティブに賛同し、署名しています

Signatory of:



国連責任投資原則(PRI) (署名：2011年3月)

PRIは国連環境計画・金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトの支援の下、2006年に当時のアナン国連事務総長が提唱した原則です。持続可能な社会の実現に向けて、責任ある機関投資家として投資分析と意思決定プロセスにESGの観点を組み込むこと等が求められています。



21世紀金融行動原則(持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則) (署名：2012年2月)

21世紀金融行動原則は環境省の中央環境審議会の提言に基づき、環境金融への取組みを促す目的で、幅広い金融機関が参加した「日本版環境金融行動原則起草委員会」が取り纏めた原則です。当社は「運用・証券・投資銀行業務ワーキンググループ」に所属して活動を行っています。



日本サステナブル投資フォーラム(Japan Sustainable Investment Forum) (法人会員：2018年11月)

日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)は、欧米で積極的に行われているサステナブル投資を、日本で普及・発展させる活動をしています。当社は、JSIF法人会員としてSRI・ESG投資の調査研究や健全な発展に向けた取り組みに参加しています。



医薬品アクセス財団の投資家宣言(Access to Medicine Index Investor Statement) (署名：2018年11月)

医薬品アクセス財団はオランダを拠点とする非営利団体で、開発途上国・新興国の医薬品アクセス改善に向けて世界の大手製薬企業を調査し、医薬品アクセスインデックスを公表しています。当社は2018年11月に国内のアセットマネジメント会社として初めて署名しました。



モントリオール・カーボン・プレッジ(Montréal Carbon Pledge) (署名：2019年2月)

2014年9月の国連責任投資原則(PRI)の年次総会で発足し、国連責任投資原則と国連環境計画・金融イニシアティブが支援しています。機関投資家によるポートフォリオの温室効果ガス排出量の測定・公表を通して、企業の継続的な温室効果ガス排出量の削減努力を促進することを目的としています。



気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD) 提言(賛同表明：2019年4月)

TCFDは金融安定理事会(FSB)によって設置され、投資家に適切な投資判断を促すための一貫性、比較可能性、信頼性、明確性をもった、効率的な気候関連財務情報開示を企業に対して求めています。当社では気候関連リスクと機会が及ぼす影響を把握・分析することで、よりの確な企業評価と投資判断の精度向上につなげていきたいと考えています。



CDP(署名：2019年4月)

CDPは世界の主要な機関投資家と連携し、温室効果ガスの削減や水・森林資源の保全のために、企業や都市等に対して気候変動、水、森林等に関する情報開示を求めるイニシアティブです。「気候変動」、「ウォーター」、「フォレスト」の各分野で企業の回答を分析した結果が公表されており、当社としてこれらのデータを企業評価に有効に活用すべく取り組んでいます。

ご参考

スチュワードシップ活動に関連するご報告については、以下に記載の当社ホームページのWebサイトでも開示しています。

責任投資原則とスチュワードシップ活動の振り返り(報告)

https://www.tokiomarineam.co.jp/company/stewardship_code

議決権行使(基本方針、ガイドライン、体制、議決権行使結果)

<https://www.tokiomarineam.co.jp/company/vote>

利益相反管理方針

<https://www.tokiomarineam.co.jp/company/conflicts>

投資一任契約におけるリスクについて

当資料に記載の運用戦略は、主に国内外の有価証券等に投資しますので、組入れている資産価格の下落や為替変動等により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。戦略毎にリスクの内容が異なりますのでリスクの詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

投資一任契約における費用について

受託資産残高に1.65%(税込み)を乗じたものが年間運用報酬(固定報酬部分)の上限となります。また、成功報酬がかかる場合があります。その他、組入有価証券の売買手数料等がかかりますが、それらは取引等に応じて決まるため事前に表示することはできません。また、合計金額についても同様に事前に表示することはできません。費用の詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

商号等：東京海上アセッ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361号)

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



東京海上アセットマネジメント株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング
代表：03-3212-8421 URL <https://www.tokiomarineam.co.jp>