

日本版スチュワードシップ・コードへの対応

「責任ある機関投資家」の諸原則

ウォルター・スコットは、2014年2月の金融担当大臣と金融庁によるスチュワードシップ・コードの導入を高く評価しています。これは、日本の投資家と企業双方の権利・義務の内容を進化させる意味で重要な一歩となりました。ウォルター・スコットは、2017年5月および2020年3月に実施されたスチュワードシップ・コードの改訂についても、これを受け入れ、支持しています。

ウォルター・スコットの運用アプローチは、「運用と対話を通じて企業の持続的成長を促す」という日本版スチュワードシップ・コードの目的と完全に合致しています。当社の運用アプローチの中核を成すのは長期的な株式保有であり、その意味で、投資先企業とその業界に関する深い知識に基づき、継続的に有意義な対話を行うことが不可欠となります。

ウォルター・スコットにとって適切なスチュワードシップとは、顧客の利益のため、投資先企業の慎重な株主として行動し、投資機会を創出すると共に、投資リスクを低減させることを意味します。ウォルター・スコットの取締役会も、スチュワードシップ責任の履行状況について、当社のみならず運用業界全体を通じ、その継続的な改善を支える責務を認識しています。

ウォルター・スコットは、顧客向けにグローバル株式に特化した資産運用を行っています。株主リターンは、長期的に見て、投資先企業の事業から生み出される富（価値）を上回ることはない、というのが当社の中核的信念です。従って、長期的・安定的に高い価値を創出し得る企業を見定めることが、最も重要な課題となります。1983年の創業以来、当社では、特にESG（環境・社会・ガバナンス）面の検討要素を統合した投資哲学とプロセスを一貫して採用しており、戦略レベルでも、すべての戦略を対象に、同様のアプローチを常に適用しています。また保有株式はいずれも、売却の時期等を明確に定めず、長期にわたり保有することを前提として運用しています。

日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対する当社の対応は以下の通りです。

原則1

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

ウォルター・スコットの運用プロセスの根底には、ポートフォリオへの組入候補となる全ての銘柄に対する徹底したリサーチがあり、その手法として、視点と目的の両面で、長期を見据えた取り組みが可能となるようなアプローチが考案されています。リサーチ活動では、様々な報告書や財務分析を判断材料として用いますが、取り組みを根本から支えているのは、投資リサーチ・チーム（「リサーチ・チーム」）内で原則週3回行われる正式なミーティングでの議論と、チームメンバー間の非公式な対話です。投資提案を成立させるためには、チーム全員の合意が必要であり、ガバナンス関連を含む全ての重要事項に関して、そのリサーチの質と完全性が担保されていることを、全員が確信していなければなりません。合意に至った提案は全て、インベストメント・エグゼクテ

イブ（IE）に提示され、承認を受けます（IE はマネージング・ディレクター、複数のインベストメント・ディレクター、2名のシニア・インベストメント・マネジャーから構成）。チームのメンバーは、投資を実行する前の段階で、当該企業の経営陣と対話するのが通常であり、投資後も、その企業との間で目的を持った対話を定期的に行うこととなります。

このプロセスを通じて実際に投資を行う企業数は比較的少ないため、通常は経営陣との間で定期的に会合を持ち、有意義な対話を行うことが可能です。当社の長期的な運用スタンス、また概して長い保有期間も、経営陣とのより建設的な会話に資する要因となっています。対面での話し合いは、企業の長期戦略の方向性や、ガバナンスの重要な側面、すなわち取締役会の構成、競争優位の持続性、また特に一部の企業では、株式持ち合いの根拠や持ち合い解消のタイムテーブル等を見直す絶好の機会となります。ある程度時間を割いて、環境面の課題やそれに付随する目標、社会的な懸念について話し合うことも可能です。いずれも、当該企業の従業員、コミュニティ全体、社会全体の問題に関係するテーマです。議決権行使やガバナンスに関する問題、報酬ポリシーの改訂などをテーマに、追加的なエンゲージメント（目的を持った対話）を行うこともあります。

ウォルター・スコットの「ボトムアップ」型の運用プロセスは、環境、社会、ガバナンス面の要素から判断して、ポートフォリオの長期的なリターン目標の達成が難しいと考えられる企業を排除するべく、慎重に構築されています。なおこの環境、社会、ガバナンス要因の分析は、あくまでウォルター・スコットのリサーチ・プロセスの一部を構成しているに過ぎず、従って、こうした側面にのみ依拠して投資決定を行うことはありません。投資対象となり得るかを判断するための「レッドライン」やハードルレート（最低限求められる基準やリターン）、参考指標等は設置していませんが、個別企業を投資対象または投資対象候補として包括的に評価するに当たっては、環境、社会、ガバナンス面と並行する形で、過去の財務分析や株価バリュエーション分析など、ウォルター・スコットが独自にリサーチした他の検討項目についても考慮するようにしています。

ウォルター・スコットでは、経営管理委員会（EMC）の配下にある投資管理委員会（IMC）が投資行動を監督しています。IMC は、各投資対象地域の責任者と当社のシニアメンバーから構成されます。

ウォルター・スコットのエンゲージメント・ポリシーおよび議決権行使ポリシーについては、当社ウェブサイトの「サステナビリティ」セクション（www.walterscott.com/sustainability）掲載の文書「ESG 統合プロセスの概略とスチュワードシップ・ポリシー（ESG Integration Overview and Stewardship Policies）」をご参照ください。

原則 2

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

ウォルター・スコットの利益相反ポリシーは、常に顧客の最善の利益を図るべく行動する、という当社のコミットメントを支えるものであり、利益相反または利益相反の可能性がある場合に従うべき手続きの概略を定めています。特にスチュワードシップとの関連では、ウォルター・スコットが特定の上場企業からの受託資産を運用している場合、当社にとってこの企業は顧客となりますが、そのような取引関係があるからといって、当該企業に対する当社の投資見通し、経営陣とのエンゲージメント、議決権の行使には一切影響しません。当社の議決権行使ポリシーは、特定の状況で従うべき指針や、全ての議決権行使に必要な承認プロセスについて定めているほか、不確定要素や利益相反の可能性がある場合に講じるべき措置についても規定しています。

原則として、リサーチ・チームのメンバーは、複数の保有銘柄を対象に、当該銘柄の責任者となります（「Stock Champion」と呼ばれています）。通常、Stock Champion となるのは、当該銘柄への投資を提案・提示したメンバーで、いずれも幅広いセクターや地域の少数の銘柄を担当します。各銘柄の議決権行使はそれぞれの Stock Champion の責任となります。何らかの疑念や利益相反の可能性がある場合は、投資管理委員会（IMC）配下の投資スチュワードシップ委員会（ISC）との間で会合が開かれます。

利益相反の発生は稀ですが、最も多い例としては、1）経営側が議決権行使の委任状（プロキシ）勧誘を行っている企業の資産を、ウォルター・スコットが受託し運用している、2）ウォルター・スコットの顧客が株主決議の提案者や支持者である、などのケースが挙げられます。そうした場合、投資スチュワードシップ委員会

(ISC) の会合が招集されます。利益相反の可能性が認められた場合、ISC は Stock Champion が指図した投票内容が、ウォルター・スコットの議決権行使ポリシーに完全に則しているかを確認し、必要であれば、投票指図の内容をしかるべく変更して、問題の議決権を行使する前に、利益相反の状態を解消します。会合には当社のリスク&コンプライアンス (R&C) チームのメンバーも参加し、利益相反が生じている場合に、議決権行使ポリシーが確実に遵守されることを確認します。ウォルター・スコットのリスク&コンプライアンス (R&C) チームは、英国金融行為監督機構 (FCA) の定めるところに従い、社内の運用部門およびオペレーション部門から独立した存在となっています。

利益相反ポリシーと議決権行使ポリシーは、顧客との取引関係の開始時、また重要な変更があった場合に、全ての顧客に提供されます。これらのポリシーは、常に全顧客の最善の利益を最優先に考えるというウォルター・スコットのコミットメントを支えています。利益相反ポリシーは、当社ウェブサイト (www.walterscott.com) の「規制およびガバナンスに関する情報開示 (Regulatory and Governance Disclosures)」のページに掲載しています。また議決権行使ポリシーについては、当社ウェブサイトの「サステナビリティ」セクション (www.walterscott.com/sustainability) 掲載の文書「ESG 統合プロセスの概略とスチュワードシップ・ポリシー (ESG Integration Overview and Stewardship Policies)」をご参照ください。

ウォルター・スコットは、Bank of New York Mellon Corporation (BNY Mellon) の 100%子会社ですが、同社とは別個の法人です。コーポレート・ガバナンスの最終的な責任を負うのは当社取締役会であり、取締役はいずれも、健全なガバナンスを実現する役割の重要性を認識しています。取締役会は、エグゼクティブ・ディレクター、BNY Mellon の代表者、4名の社外取締役から構成され、社外取締役の1人が取締役会の議長を務めます (各取締役の略歴については、当社ウェブサイト (www.walterscott.com) をご参照ください)。取締役会は、定例会合を通じてその責任を履行しますが、責任の一部を正式な組織としての委員会に移譲することもあります。さらに、効率的で適切なガバナンスを社内を実現するため、各種のポリシーや手順が定められています。取締役会の直接の監督下には、社内業務に関わる様々なグループや委員会が設置されており、いずれも原則として月に一度または四半期に一度ミーティングを開催しています。

ウォルター・スコットは BNY Mellon の 100%子会社ですが、投資リサーチ、ポートフォリオ運用、運用管理、その他、顧客に提供する運用サービスに直接的に影響が及ぶ全ての要素の面で、親会社からの独立性を保ちつつ業務を行っています。ウォルター・スコットの投資の意思決定と、その結果としての顧客ポートフォリオは、独立した投資リサーチを反映したものとすることができます。

原則 3

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

ウォルター・スコットのリサーチ・チームは、投資先企業の長期的な富 (価値) の創出能力を評価するべく、社内リサーチと当該企業との対話を通じ、環境、社会、ガバナンスをはじめ、関連する重要な要素を特定、精査するよう努めています。当社の運用プロセスは、これらの環境、社会、ガバナンス面の要素から判断して、持続的な成長と大幅な価値の創出が難しいと考えられる企業を排除するべく、慎重に構築されています。以上の点について示した文書「ESG 統合プロセスの概略とスチュワードシップ・ポリシー (ESG Integration Overview and Stewardship Policies)」は、当社ウェブサイトの「サステナビリティ」セクション (www.walterscott.com/sustainability) からご参照ください。

ウォルター・スコットでは、長期的な見通しに基づく運用哲学を採用しており、ポートフォリオの売買回転率は低く抑えられています。そのため投資先企業に関して公表されている情報を注意深く監視することが、運用プロセスの基本となります。リサーチ・チームの各メンバーは、特定の株式を担当する Stock Champion として、比較的少数の企業を監視する責任を負います。監視業務で判断材料となるのは、各 Stock Champion による広範かつ詳細なリサーチと分析、そしてチーム内のコミュニケーションです。リサーチ・チームは、週に一回以上、全ポートフォリオの全ての組入銘柄について検討するほか、特定の企業を巡って注目すべき報道がなされた場合や、株価の大幅な変動があった場合などは、特に議論の場を設けることが正式に定められています。リサーチ・チームはメンバー全員がエディンバラ本社に拠点を置いているため、日常的な意見交換が可能であり、また全ての投資先企業を常時監視する意味でも、対話が奨励されています。ウォルター・スコットの運用プロセスは、市場の短

期的な「ノイズ」を過度に重視することのないよう慎重に構築されていますが、その運用プロセスにおいても注意深い監視は不可欠です。

投資先企業の監視においては、経営陣との継続的な対話も非常に重要な要素です。コーポレート・ガバナンスに対する経営陣の姿勢や、長期的成長に向けた全体戦略の一環としてガバナンスを改善する意欲があるか、といった部分を評価するうえで、対話は重要な判断指標となります。コーポレート・ガバナンスに対する前向きで断固とした姿勢は、非常に幅広い意味で、優れたビジネスモデルを長期にわたり維持する基盤となるからです。

原則 4

機関投資家は、投資先企業との建設的なエンゲージメント(目的を持った対話)を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

ウォルター・スコットは、投資先企業とのエンゲージメント（目的を持った対話）こそが、責任をもって効果的に顧客資産を運用・管理するスチュワードシップの中核を成すものと考えています。そのため、当該企業の経営陣との建設的な対話を通じ、顧客のため長期にわたり富を創出する能力に影響しかねないリスクや機会について、知見を深めることを目指しています。これにより、長期株主としての意向や期待を伝える一方、当該企業の経営陣、戦略、プラクティス（慣行）に関して、より詳細に理解することが可能となります。また投資先企業との間で定期的に対話を持つことで、イベントや懸念が発生した際に、話し合いの機会を設けることもできます。稀に、そうした対話によっても懸念に対応できないケースがありますが、その場合は、エンゲージメントの度合いを強めることを検討します。対話を行っても満足すべき成果が得られない場合、当該銘柄のポジション解消につながることもあります。

エンゲージメントの度合いを強めるか否かは、当該銘柄の責任者（**Stock Champion**）が投資スチュワードシップ委員会（**ISC**）と協議したうえで判断します。この場合、エンゲージメントの内容や経営陣との間で合意する目標は、企業によって変わることになりますが、全てのエンゲージメントは、「長期にわたり、高水準の持続的成長を実現できる企業を特定し、投資することを目指す」というウォルター・スコットのアプローチに沿った形で実施されます。これまでエンゲージメントは、1）当該企業の上級経営陣との間で電話会議やミーティングの場を設け、特定の懸念事項について話し合う、2）具体的な問題について概略を述べ、当社の望む行動の道筋を説明した正式な文書を送付する、という形をとってきました。当社の懸念や目標、要望を述べたこの文書を送付した後は、多くの場合、ミーティングへと移行します。一部のケースでは、文書送付の後、ミーティングや電話会議を幾度となく繰り返し、時には対話が何年にも及ぶこともあります。またエンゲージメントは上級経営陣との間で行うのが通例ですが、時にはこちらから非執行取締役に対話を求めたり、逆に非執行取締役からの要請に応える形で対話した例もあります。非常に特殊なテーマの場合、当然ながら状況に応じてエンゲージメントの経路も変わります。例えば経営陣の報酬について懸念がある場合は、通常、報酬委員会の代表者との対話を求めます。

ウォルター・スコットは、投資先企業との間で個別に対話することを望んでおり、当社が他の機関投資家と合同でエンゲージメントを行うことは殆どありません。ただし、顧客の最善の利益に適うと考えられる場合は、集団的エンゲージメントの実施を検討します。集団的エンゲージメントが提案された場合は、当社の投資スチュワードシップ委員会（**ISC**）がこれを承認し、その後の監視を行います。

ウォルター・スコットは、投資先企業との間で建設的かつ定期的なコミュニケーションを実現させるよう努めていますが、一方で、通常は「重要な非公開情報（**MNPI**）」を受領しないことを強く望んでいます。**MNPI**を受領した場合、必然的に様々な制限が課されることになり、当社はそうした制限にとらわれることなく、独立性と顧客利益のために業務を行う能力を何よりも重視する義務があると認識しているからです。そのため投資先企業には、当社の最高コンプライアンス責任者（**CCO**）から、既に公開されている情報以外の情報は compliance@walterscott.com 宛に送信する旨を要請した文書が送付されます。

ウォルター・スコットでは、株主行動に関連し、報酬方針案や経営幹部の指名・退任など、「重要な非公開情報（**MNPI**）」となり得る内容のコミュニケーションに備えて、この種の情報を内部に限定して扱うチーム（**RFT: Ring-Fenced Team**）を設置しています。このチームは **CCO** およびその他の関係者から構成されますが、**CCO** 以外のメンバーは、投資判断について直接的な責任を負っていない、または日常的に投資先企業を担当していないスタッフから選ばれます。当社では、こうした情報を受領した場合に備え、規制要件の遵守に必要な全ての手順を徹底するための明確な手続きを定めています。

原則 5

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

ウォルター・スコットでは、投票内容の決定が顧客の最善の利益に適うものとなるよう、議決権行使ポリシーおよびその手続き、ならびに議決権行使ガイドラインをあらかじめ定めています。すべての株主総会で、すべての議案に対して投票することを目指していますが、これは最善の努力に基づくものであって、必ずしも実現できない可能性があります。また貸株、国・地域による制約、およびカストディアン関連の問題といった外部要因が、いずれも当社の議決権行使に影響を及ぼす可能性があります。

ウォルター・スコットは貸株を行っておらず、いかなる貸株取引も、顧客および顧客指定のカストディアンの責任において行われています。当社が顧客に対し、議決権行使のため貸株の回収を依頼することは、原則としてありません。

ウォルター・スコットの議決権行使ポリシーについては、当社ウェブサイトの「サステナビリティ」セクション (www.walterscott.com/sustainability) 掲載の文書「ESG 統合プロセスの概略とスチュワードシップ・ポリシー (ESG Integration Overview and Stewardship Policies)」にて開示しています。議決権行使ポリシーの目的は、あらゆる不測の事態への対応を盛り込むことではなく、問題が特に生じやすい分野について明確な枠組みを定め、その他の懸念事項への対応をも可能とすることにあります。これにより、投資先企業との間で最適な行動の道筋に関して合意し、結果的に当該企業の持続的な成長を促すことを目指します。同ポリシーで特に網羅している領域には、1) 報酬および取締役会の構成、2) 過度で容認し難い株式の希薄化や毒薬条項 (ポイズンピル) の導入など、資本構成の変更、3) 政治献金、4) 利益配分、配当、5) 環境や CSR (企業の社会的責任) を巡る課題など、コーポレート・ガバナンスに関する問題が含まれます。ウォルター・スコットは各項目を個別に評価し、全ての問題についてケースバイケースで判断の上、投票します。

年次株主総会や臨時株主総会に際しては、カストディアンと議決権行使助言会社 ISS から議案に関する文書を受け取り、必要な情報が漏れなく当該銘柄の責任者 (Stock Champion) に行き渡るようにしています。しかし Stock Champion は、いかなる仲介機関の推奨があろうとも、それとは関わりなく独自に議決権を行使します。

当社では、顧客の要望に応じて、議決権行使記録とその説明を提供しています。また当社ウェブサイト (www.walterscott.com) の「情報開示」および「サステナビリティ」セクションにおいても議決権行使記録を公表しています。

原則 6

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

ウォルター・スコットでは、会合や対話の機会を設けるだけでなく、エンゲージメントの取り組み、議決権行使活動、ESG (環境・社会・ガバナンス) 関連の問題等を詳述した月次、四半期、臨時の報告書を発行するなどして、顧客に対し、スチュワードシップ責任の履行に関する報告を行っています。また、英国スチュワードシップ・コードへの対応に関する報告書を兼ねる形で、顧客向けに年次サステナビリティ・レポートを発行しているほか、要望に応じ、株主総会で経営陣の推奨と異なる投票を行った場合の理由や、最近のエンゲージメントの事例、また特に ESG 分野の問題に関するリサーチなどについて、詳細な情報を提供しています。

利益相反ポリシーと議決権行使ポリシーは、顧客との取引関係の開始時、また重要な変更があった場合に、全ての顧客に提供されます。

原則 7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

ウォルター・スコットの運用プロセスの根底には、一貫したリサーチの枠組みとチームベースのアプローチがあります。チームベースのアプローチでは、知識や経験をチーム内で共有することが可能であり、結果としてチーム全体の力は、個々人の力を合わせたよりも大きくなる、と当社では考えています。当社の上級経営陣は、スチュワードシップ活動を行う全てのスタッフが、メンター制度や継続的な専門能力開発を通じ、業務に必要なスキルを獲得できる体制を実現すべく尽力しています。そのため専門の運用研修プログラムなど、社内・社外の研修機会を提供しているほか、必要に応じて外部の資格取得を促すこともあります。こうした取り組みは、徹底的な企業リサーチ、極めて慎重な運用アプローチ、そして長期の投資時間軸を重視する当社の姿勢を反映したものとと言えます。また、リサーチ・チームがスチュワードシップ活動を確実に実践し、その責任を全うできるよう、以上の取り組みを継続的に行っています。

リサーチ・チームは、「バイ・アンド・ホールド（買い持ち）」の考え方と極めて慎重な運用基準に従い、長期的な観点からグローバルに運用を行っていますが、実際のところは、非常に狭い投資ユニバースに的を絞っており、それ故に詳細なリサーチが可能となっています。長期的な観点から見て、個別の企業に恩恵や悪影響をもたらす要因を調査するのがチームの役割です。そのためには、公表されている財務諸表や戦略レポートの詳細な分析に加えて、投資先企業の上級経営陣や、時には実務レベルの経営幹部、さらには同業他社・競合企業との対話も行う必要があります。業界専門家や学識経験者との定期的な対話も実施しています。投資においては、セクターや地域などの制約に大きくとらわれることなく、個々の企業の価値に基づいて判断を下しますが、一方でリサーチ・チームは、経済、社会、産業の長期的な変化についても常に認識する必要があります。世界で主導的な地位を築いている企業も、長期にわたる成長を実現しようとするれば、こうした長期的な変化に対応していかなければなりません。

以上を踏まえ、ウォルター・スコットにとっては投資先企業との間で個別に対話することが望ましく、当社が他社との集団的エンゲージメントや、アクティビスト的なエンゲージメントを行うことは殆どありません。ただし、顧客の最善の利益に適合すると考えられる場合は、実施を検討します。企業とのエンゲージメントについては、投資スチュワードシップ委員会（ISC）が監督しています。

また当社は、各種基準やレポート内容の変更に関連する業界の取り組みや広範な議論の場にも参加することがあります。

原則 8

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

ウォルター・スコットはサービス提供者ではなく、サービスを利用する側の立場にあります。サービスの利用に当たって、正確性と透明性を確保し、紛争の可能性を排除するため、サービスの提供者と利用者の関係性を踏まえ、明確な手続きを定めています。

この点において、ウォルター・スコットにとって特筆すべきサービス提供者は、議決権行使助言会社 ISS です。年次株主総会や臨時株主総会に際しては、カスタディアンと議決権行使助言会社 ISS から議案に関する文書を受け取り、必要な情報が漏れなく当該銘柄の責任者（Stock Champion）に行き渡るようにしています。しかし Stock Champion は、いかなる仲介機関の推奨があろうとも、それとは関わりなく独自に議決権を行使します。当社は、個々の企業からも直接情報を収集しており、様々な情報の間に齟齬が生じた場合は、企業から提供されたこの情報が一次情報源となります。

自己評価

ウォルター・スコットは日本版スチュワードシップ・コードの推奨に従い、一年に一度、各原則の履行状況に照らして、本「日本版スチュワードシップ・コードへの対応」を見直し、必要に応じて内容を更新します。

日本版スチュワードシップ・コードの原則7は、資産運用会社に対し、各原則（指針を含む）の履行状況を定期的に自己評価し、その結果を公表することを推奨しています。

英国スチュワードシップ・コードに関連し、当社が過去一年間に実施したスチュワードシップ活動の実績およびその評価については、当社ウェブサイトの「サステナビリティ」セクション

(www.walterscott.com/sustainability) 掲載の「年次サステナビリティ・レポート (2022年版)」をご参照ください。