

責任投資原則

責任投資の理念および責任投資原則の目的

日本バリュー・インベスターズ株式会社（「NVI」）の日本株投資プログラム（「日本株プログラム」）は、投資ユニバースの中において相対的かつ事業のクオリティに比べても割安であると考えられる日本の上場株式への投資を通じてポートフォリオの本源的価値を高めることにより、長期的に顧客からの受託資産の価値を高め、顧客の投資収益の拡大を目的としている。NVIは、その目的を達成するため、日本株プログラムの運用マネージャーとして、顧客のために投資判断を行う受託者責任を負っている。

国連の責任投資原則（Principles for Responsible Investment「PRI」）においては、責任投資とは、環境（E）、社会（S）およびガバナンス（G）（「ESG」）に関する要因（「ESG要因」）を投資判断およびアクティブ・オーナーシップに組み込むための戦略および実践と定義する。NVIは、ESG要因が投資先企業の長期的な財務業績や持続的株主価値に大きな影響を与える可能性があると認識し、顧客からの受託資産の長期的な投資収益の拡大のために主要なESG要因の検討を投資分析および意思決定のプロセスに反映させるべきであると考え。また、NVIは、責任ある投資家として、ESG要因を反映させた投資判断およびアクティブ・オーナーシップを実践することが、長期的に持続可能な社会や経済の発展への貢献につながるものと信じている。

上記の考え方に基づき、NVIは日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明を行なうとともに、気候関連財務情報開示タスクフォース（「TCFD」）に賛同し、UNPRIの署名機関となっている。

NVIの責任投資原則（「RIポリシー」）は、NVIが、その日本株投資プログラムにおいて、ESG要因の検討を効果的に投資判断に反映させ、アクティブ・オーナーシップを実践するための理念とアプローチを示すものである。

ESGへのアプローチ

NVIの投資判断は、基本的にそのクオリティに比べて株価が割安と判断された企業の事業および財務状況に基づいて下される。具体的には、個別銘柄の調査・分析に基づき、事業基盤、財務体質や経営能力の点において強固でありながらも、割安な価格で取引

されている企業の株式に投資する。個別企業の調査においては、ボトムアップ・アプローチにより、対象企業のクオリティにつき、8つのクオリティ評価項目に沿って総合的な分析・評価を行い、対象企業株価の相対的な魅力度を評価し、それをもとに投資判断を行う。

ESG 要因のうち、ガバナンス (G) は、NVI の 8 つのクオリティ評価項目の一つとして不可欠な項目である。なぜなら、NVI は企業の長期的な株主価値向上のためには健全なガバナンス構造が不可欠であると考えからである。

環境 (E) および社会 (S) に関わる問題も、当該企業の現在または将来的な財務状況やキャッシュフローに重大な影響を与え、持続的な株主価値向上に影響を及ぼす可能性があると考え。NVI は、企業のクオリティや持続的なキャッシュフロー創出力に大きく影響を及ぼす可能性があるため、環境および社会に関わる問題を含め主要な ESG 要因の分析・評価を総合的な企業のクオリティ評価の一部として投資判断に組み入れることは不可欠であると考えている。

環境 (E)

NVI は、地球環境の保全・保護にマイナスの影響を及ぼすような事業慣行に基づいて行われる事業は、その事業を営む企業の長期的・持続的な価値を毀損する可能性が高いと考える。そこで、NVI は、投資対象企業のクオリティ分析を行うにあたり、当該企業が営む事業に関係する主要な環境関連要因のうち、CO2 排出などの気候変動関連項目を中心として長期的に財務や企業価値に影響を及ぼす可能性のある要因に関するリスクおよび機会について分析・評価し、当該企業の評価に組み入れる。

社会 (S)

NVI は、企業が社会的責任を十分に自覚せずに人権や倫理、法令を無視したり、あるいは社会にマイナスの影響を及ぼすような事業慣行に基づいて業務を遂行したりする場合には、そうした企業は事業を持続的に営むことはできず、長期的にはその株主価値を毀損する可能性があると考え。そこで、NVI は、投資対象企業の倫理や法令順守に対する姿勢や労働者の雇用環境等の人権問題を含む主要な社会的要因に関して、長期的に企業価値を損なう恐れがあると考えられるリスクにつき分析・評価し、当該企業の評価に組み入れる。

ガバナンス (G)

NVIは、企業の長期的・持続的な株主価値向上のためには、健全なガバナンス構造が不可欠であると考えます。そこで、NVIは、企業のクオリティ評価のための8つの項目の一つとして、対象企業のガバナンス構造や資本政策につき、分析・評価を行い、投資判断のための当該企業のクオリティ評価に組み入れる。

運用プロセスおよび ESG インテグレーション

NVIの日本株プログラムは、日本の上場株式のうち他の企業に比べてバリュエーションが低いと思われる企業群の中から、その企業のクオリティと比べてもなお割安度が高いと思われる銘柄を選別してポートフォリオを構築することにより、ポートフォリオの本源的価値の増加を目指す。

そのため、NVIは、投資対象候補である企業のクオリティの分析・評価を8つのクオリティ評価項目に基づき多面的に行い、収益のノーマライズ分析とともに、中長期的な観点で対象企業の真の割安度を判断する。

NVIが投資候補企業のクオリティを評価するにあたり、当該企業が持続可能なフリーキャッシュフローを創出することができるかどうか非常に重要である。なぜなら、長期的な株主価値の創出・維持には、持続可能なフリーキャッシュフローが不可欠だからである。持続可能でない事業慣行に依拠する企業は、持続的にフリーキャッシュフローを創出することが難しく、NVIが求めるクオリティ基準を満たすことはできない。

だからこそ、NVIの運用プロセスにおいて、ESG要因（ESGリスクおよび機会）は、本来の企業分析・評価から独立して分析されるものではなく、投資対象候補である企業のクオリティの評価項目の一部に組み込まれ総合的に分析・判断されるのである（ESGインテグレーション）。

また、NVIの日本株プログラムにおいてESG要因の分析・評価は、あくまで投資対象候補である企業の相対的なバリュエーションの魅力度を判断するためのクオリティ評価の一部であり、それだけをもとにして投資判断を下すものではない。NVIは、当該企業の事業に関して主要なESGリスクがあると判断した場合でも、それらのリスクを考慮したうえでなお、企業の総合的なクオリティ対比バリュエーションが割安であると判断し、投資に至る場合がある。その場合は、エンゲージメント活動などを通じて、当該企業に対して適切な情報開示およびESGに関わるリスク軽減のための対応策の実践を促す。

NVIの運用プロセス

1. スクリーニング

NVIの日本株プログラムのユニバースは、時価総額200億円以上の日本の上場株式である。その中からリサーチ候補となる企業を選定するために、NVIのバリュー・スクリーニング基準により割安株群を抽出する。抽出された銘柄群から、NVIが財務および事業リスクやESGリスクが高いと思われる企業を除外した後、最終的にクオリティに比べ最も割安度が高いと思われる銘柄をリサーチ候補企業として選定する。

2. リサーチ

選定されたリサーチ候補企業については、NVIの運用担当者が、収益のノーマライズ分析やクオリティ評価を含めたファンダメンタルのリサーチを実施する。候補企業の主要なESG要因もファンダメンタルのリサーチの一部として分析され、当該企業のクオリティに関する総合的な評価に反映される。

特に、対象企業のガバナンスについては、NVIの企業リサーチにおいて企業のクオリティ評価項目のための主要項目の一つとして位置づけられており、NVIは企業の株主とのアラインメント、ガバナンスや資本の配分などを評価する。このプロセスの中で具体的に確認するのは、経営陣による持ち株の状況、ストックオプションの条件、取締役会の株主からの独立の度合い、独立社外取締役の人数およびその割合、情報開示に対する企業姿勢、株式の発行状況、資本構成、配当状況、自社株買いの状況、投資（M&Aを含む。）の状況などである。

環境および社会的要因に関しては、リサーチ候補企業の事業に関連する主要な環境または社会的要因を特定し、その要因が当該企業の長期的・持続的な株主価値やキャッシュフロー創出力に大きく影響を及ぼすと考えられる場合は、当該企業の財務力や事業の競争力、成長性を中心としたクオリティ評価項目の中でその影響度を分析し、総合的なクオリティ評価に反映させる。

ESGに関する評価は、すべて、企業リサーチの一部としてリサーチアナリスト兼ポートフォリオ・マネージャーであるNVIのインベストメント・マネジメント部門（「IM部門」）のメンバーが行い、個別企業の最終的なリサーチレポートに含められる。リサーチレポートはIM部門の全メンバーがレビューし、インベストメント・グループ・ミーティング（「IGM」）において議論の上、対象企業の総合的なクオリティ評価を決める。

3. ポートフォリオ・マネジメント

NVIのポートフォリオ構築は、個別企業の評価・選定に基づき、NVIのポートフォリオ・マネージャーが、投資対象となる企業のESG要因を含むクオリティを考慮したバリュエーションの相対的な魅力度に基づいて投資判断をする。同時に、リスク・マネジメントのために、ポートフォリオが有する主要ESG要因を含む特定のリスクに対するエクスポージャーをモニターする。

ポートフォリオの個別保有企業のESG要因にかかわるリスクおよび機会については、保有銘柄の定期的なリサーチ・アップデートにおいて、モニタリングを継続する。また、企業のESGリスクが高いが改善の余地があると判断される場合は、ESGリスク軽減および長期的・持続的な株主価値の向上に向け、議決権行使またはエンゲージメント活動を通して株主としての意思表示や経営陣への働きかけを行う（アクティブ・オーナーシップ）。

投資除外

NVIの運用プロセスにおいてリサーチ対象銘柄をスクリーニングにて選別する際に、明らかにリスクが高い、または事業の成長性が全く見込めないなどクオリティが低く投資対象として魅力的でないと考えられる企業については、NVIにおいて管理する

「Avoid List 銘柄」と指定してリサーチ対象銘柄から除外する。投資対象企業のESG要因に関する評価・分析は個別企業のファンダメンタル分析の一部として個別に行われるが、明らかにESGリスクが高く、長期的・持続的な企業価値を損なう恐れのある事業を営むと考えられる企業については、上述の「Avoid List 銘柄」と指定してスクリーニングの過程で日本株プログラムの投資対象企業群から除外する。「Avoid List 銘柄」として投資対象から除外される銘柄は四半期ごとに行われるスクリーニングにおいて、リサーチ対象銘柄ユニバースから除外される。IGMはAvoid List 銘柄を継続的に見直し、更新する責任を負う。

アクティブ・オーナーシップ

NVIは、NVIの顧客に対する受託者責任に基づき顧客に代わり長期的な株主として、投資先企業に対して積極的な議決権行使やエンゲージメント活動を通じてアクティブ・オーナーシップを実践することが投資先企業の持続的な株主価値向上に重要だと考える。

A. 議決権行使

議決権行使方針

NVIは、日本株プログラムの運用マネージャーとしてその顧客に対する受託者責任を果たすため、議決権を行使することは最重要の責務であると考えている。また、適切な議決権行使を通じて投資先企業の事業運営の改善やガバナンスの向上を図ることは、企業の株主価値の持続的成長を実現し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大に繋がるため重要であると考えている。NVIでは投資先企業の状況に精通した運用担当者が全ての投資先企業の全議案について、NVI独自の「議決権行使ガイドラインと実務指針」に従い議決権行使の判断を行う。その判断は、各々の議案が中長期的に投資先企業の持続的な株主価値の向上に繋がるか、またはその株主価値を毀損する恐れがないかという観点に基づいて行われる。

議決権行使に関する基本アプローチ

- NVIは、日本株プログラムにおいて投資運用する日本株を対象に原則としてその顧客から委託を受けた議決権行使の指図権限をすべて行使する。
- 議決権行使は、当該企業の中長期的な株主価値の向上と持続的な成長に資することを目的とする。
- 議決権行使に当たっては、個別の議案ごとにNVIの担当者がその重要度を精査したうえで行使内容を判断する。
- 議決権行使に関する基準日以降に当該株式を売却した場合であっても、原則として議決権を行使する。

議決権行使に係る意思決定プロセス

NVIのポートフォリオ・マネージャーは、議決権行使の判断を行う責任を有する。NVIでは、議決権行使サービスプロバイダーから議決権行使関係書類を受領するが、普通決議事項の場合はNVIの議決権担当ポートフォリオ・マネージャー1名により行使の判断をする。特別決議事項の場合は2名以上の議決権担当ポートフォリオ・マネージャーにより決議事項を議論し、当該決議が投資先企業および投資資産価値に及ぼす影響を検討のうえ行使の判断をする。

運用担当者はNVIの「議決権行使ガイドラインと実務指針」に基づいて投資先企業の個別事情を勘案し、全ての議案を精査したうえで株主利益の観点から問題ないものと

判断した議案に対しては「賛成」、株主利益に反するものと判断した議案に対しては「反対」の意思表示を行う。なお、議案によっては「賛成」「反対」に替えて「棄権」「白紙委任」の意思表示を行うこともあり得る。

重大な議決権行使

NVIは、「重大な議決権行使（「Significant Vote」）」を単なる手続的な行使とみるのではなく、対象企業の財務状況やコーポレートガバナンスについての姿勢、または、その企業の長期的・持続可能な株主価値に大きく影響を及ぼす可能性のある要因に関して重要と考えられる議案に対する議決権の行使と考える。

B. エンゲージメント活動

エンゲージメント活動方針

NVIは、投資先とのエンゲージメント活動はアクティブ・オーナーシップを効果的に実践するもう一つの重要な手段ととらえ、日本株プログラムの開始以来、積極的に投資先企業との対話を重ねてきた。また、日本版スチュワードシップ・コード（原則4：機関投資家は、投資先企業との建設的な「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。）に従い、NVIは1対1またはグループでのミーティングを通じて投資先企業の経営者との対話を継続している。これらの対話は、当該企業の株主価値の持続的成長及び資本効率の向上のための課題を投資先企業の経営者に明確かつ継続的に伝えることにより、それらの課題に対する経営陣の意識改善および改善策の実践を促すことを目指している。NVIは、これらのエンゲージメント活動を通じて、投資先企業がより持続的な企業価値の創造に結びつく事業の経営を推進することを期待する。

エンゲージメント活動プロセス

1) エンゲージメント活動対象の特定

エンゲージメント活動の対象となる企業およびその対象項目の特定は、NVIの個々の企業リサーチ活動を通じて行われる。具体的には投資先企業の個々のクオリティ評価を通じ、以下のようなリスクや状況が特定された場合、NVIでは当該企業をエンゲージメント活動の対象とする。

- ・対象企業の持続的株主価値を損なう恐れがある ESG リスクを含むリスクが存在する、または持続的株主価値の成長の余地があるにも関わらず、特に ESG の観点から適切な施策が実践されていない場合
- ・当該リスクを軽減する、または持続的株主価値の向上を実現するための方策に関して当該企業が、策定または実践することができると考えられる場合。

2) エンゲージメント・ミーティング

NVI は、主に対象企業との 1 対 1 のミーティングでの対話を通じて、NVI が課題と考える項目につき当該企業の経営陣に対して現状の認識の確認を行うとともに、NVI の見解を伝え経営陣と認識を共有し、その課題に対する方策の策定を促す。

NVI は NVI の見解に対する投資先企業の反応を評価し、課題に対する方策の進捗をモニターする。投資先企業が NVI の見解に肯定的な反応を示した場合には、投資先企業に対して具体的なアクションプランを求め、そのプランの進捗状況をモニターする。その進捗状況に遅延または障害がみられる場合は、対象企業の経営陣にフォローアップの面談を求め、状況の確認を行う。

一方、投資先企業が NVI の見解に対して否定的な反応を示した場合または前向きな反応を示さなかった場合には、NVI は継続的にフォローアップの面談を重ねる、あるいは、上級役員や CEO との面談を要請して直接対話を重ねることで対象企業の経営層に対して当該課題への問題意識を高め、その課題への迅速な対応を促していく。その際、一部の企業に対しては、課題への問題意識を更に高めるために、株主提案を行うこともある。また、将来的には NVI がより高い効果を見込めると判断する場合は、他の株主などのステークホルダーとの協調エンゲージメントもケースバイケースで行うことが考えられる。

3) エンゲージメント活動の成果に関する評価

NVI の日本株プログラムの投資判断は、あくまで個別企業のクオリティに対する相対バリュエーションの魅力度を根拠にしており、エンゲージメント活動の成果をそのまま投資判断に反映させることはない。しかしながら、継続的なモニタリングの中でエンゲージメント活動の成果が大きく上がらないと判断される場合は、エンゲージメントの対象となった課題に対する経営陣の取組み姿勢についても当該企業のクオリティ評価に反映させる。その結果、バリュエーションの相対的な魅力度が低いと判断される場合は売却する場合もある。また、エンゲージメント活動の成果を踏まえ、NVI の意見を議決権行使に反映させることもある。

C. 報告

NVIは、アクティブ・オーナーシップに基づく活動は顧客の中長期的な投資収益を向上させるために重要であると考えているため、当該活動をその顧客が十分理解することが不可欠であるとする。したがって、NVIは顧客向けの定期的なレポートにおいて、NVIのアクティブ・オーナーシップ活動状況（議決権行使状況およびエンゲージメント活動）を年次報告している。

利益相反

NVIと取引等の関係を有する投資先企業との間で利益相反が生じる恐れがあると判断した場合、NVIは顧客の利益を損なわないことを最優先に考え、社内規程等にしたがって利益相反を適切に管理する。利益相反の疑義を生じた取引は、コンプライアンス部門と協議のうえ、適切に管理していくものとしている。

組織構成

NVIのIM部門は、ESG要因を検討して投資判断へ組み入れることおよびアクティブ・オーナーシップに基づく活動の実行をすることについて責任を負う。

NVIにはESG関連の分析を行うための専属要員は配置しておらず、ESGに関する検討はNVIのIM部門のメンバーがNVIの投資プログラムの投資判断の過程において、投資先企業のクオリティとバリュエーションの評価の一部として取り入れている。NVIのIM部門は、Avoid Listを含むESG要因評価基準項目リストの策定・管理の責任を有する。NVIのIM部門の各メンバーは、対象企業のリサーチや投資判断の一部として、直接ESG要因の分析を行う。

議決権行使およびエンゲージメント活動についても、NVIのIM部門のメンバーがその実行および判断について責任を負う。議決権行使ガイドラインは、IM部門が少なくとも年次でレビューおよび更新を行う。

NVIのチーフ・インベストメント・オフィサー（「CIO」）は、NVIの投資プログラムがRIポリシーに基づいて実践されていることについて、最終責任を負う。

NVIのマネジメント・グループ（「MGM」）は、NVIの投資プログラムがESG要因を取り入れていることを含めて実践されていることをモニターする責任を負う。NVIのMGMは、RIポリシーを少なくとも年一回レビューして承認する。