

Pzena Investment Management, LLC

Statement of Acceptance of Japan's Stewardship Code

July 14, 2021

Last updated on: October 31, 2025

Pzena Investment Management, LLC ("Pzena" or "we") hereby declares the acceptance of the Japan's Stewardship Code ("the Code"). This document describes how we implement our approach to each of the principles of the Code.

Pzena is a value-oriented investment manager serving institutional and retail clients. The firm was founded in late 1995 and began managing assets on January 1, 1996. Since our inception, we have employed a disciplined, research-driven approach to long-term value investing and have subsequently built a diverse, global client base. As of September 30, 2025, we managed approximately \$80 billion in assets, invested globally across market capitalizations. Our team currently consists of 167 employees, primarily based in New York City. Pzena also has business development/client service offices in Melbourne, Australia and London, England, and an operational and distribution office in Dublin, Ireland.

We apply a classic value approach to investing that requires a commitment to research-driven stock selection and environmental, social, and governance ("ESG") integration. Our team focuses on research that yields a deep understanding of the long-term prospects and intrinsic value of a company. We have always believed that ESG issues, where material to a company's operations from a risk or an opportunity perspective, have the potential to impact these drivers of earnings.

Principle 1. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.

Stewardship refers to the responsible management of assets through influence, in service of long-term shareholder value creation for clients and beneficiaries. Influence can be best exerted through ongoing constructive conversations with company management about the key issues affecting the business. That is why we have spent a lot of time thinking about the most effective way to have these conversations. It is through these discussions that we can a) understand the businesses we invest in and the risk/reward tradeoffs; and b) nudge the company in the direction of long-term shareholder value creation, when needed.

We outline our approach to effective stewardship in more detail in our [Q1 2025 newsletter article](#).

Additional resources which explain aspects of our approach to stewardship can be found on our website, including the following:

- [ESG Investing Approach](#)
- [Proxy Voting Policy](#)
- [2024 Stewardship Report](#)
- [The Pzena Opportunity List](#)
- [Managing Climate Risk](#)

Principle 2. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.

Pzena is sensitive to conflicts of interest that may arise in the proxy voting process. Pzena believes that application of the Guidelines should, in most cases, adequately address any potential conflicts of interest.

However, if an actual or potential material conflict of interest has been identified, Pzena has put in place a variety of different mitigation strategies as outlined below.

A potential material conflict of interest could exist in the following situations:

- i. Pzena manages any pension or other assets affiliated with a publicly traded company, and also holds that company's or an affiliated company's securities in one or more client portfolios;
- ii. Pzena has a client relationship with an individual who is a corporate director, or a candidate for a corporate directorship of a public company whose securities are in one or more client portfolios; or
- iii. A Pzena officer, director or employee, or an immediate family member thereof is a corporate director, or a candidate for a corporate directorship of a public company whose securities are in one or more client portfolios. For purposes hereof, an immediate family member is generally defined as a spouse, child, parent, or sibling.

If a potential material conflict of interest exists, the following procedures will be followed:

- i. If our proposed vote is consistent with the Guidelines in our Proxy Voting Policy, we will vote in accordance with our proposed vote;
- ii. If our proposed vote is inconsistent with or not covered by our Guidelines, but is consistent with the recommendations of ISS, we will vote in accordance with ISS recommendations; and
- iii. If our proposed vote is inconsistent with or not covered by our Guidelines, and is inconsistent with the recommendations of ISS, the Chief Compliance Officer ("CCO") and the Director of Research ("DOR"), (or their respective designees) (the "Conflicts Committee") will review the potential conflict and determine whether the potential conflict is material.
 - a. If the Conflicts Committee determines that the potential conflict is not material, we will vote in accordance with the proposed vote.
 - b. If the Conflicts Committee determines the potential conflict is material, the Conflicts Committee will review the proposed vote, the analysis and rationale for the vote recommendation, the recommendations of ISS and any other information the Conflicts Committee may deem necessary in order to determine whether the proposed vote is reasonable and not influenced by any material conflicts of interest. The Conflicts Committee may seek to interview the research analysts or portfolio managers or any other party it may deem necessary for making its determination.
 - i. If the Conflicts Committee determines the proposed vote is reasonable and not influenced by any conflicts of interest, we will vote in accordance with our proposed vote.
 - ii. If the Conflicts Committee cannot determine that the proposed vote is reasonable and not influenced by any conflict of interest, the Conflicts Committee will determine the best course of action in the best interest of the clients which may include deferring to the ISS recommendation or notifying each client who holds the relevant securities of the potential conflict, to seek such client's voting instruction.

On an annual basis, we will review and assess the conflicts policies and Code of Conduct that ISS posts on its website for sufficiency in addressing potential conflict of interest, self-dealing and improper influence issues that may affect voting recommendations by ISS. Pzena will also periodically review samples of ISS' recommendations for voting proxies, after the vote has occurred, to ensure that ISS' recommendations are consistent with ISS' proxy voting guidelines, as applicable. Pzena's analysts also incorporate information regarding ISS' potential conflicts of interest into their process when evaluating and voting proxies, and on a quarterly basis, our DOR reviews an updated list of ISS' significant client relationships.

Other Situations

Client Conflict:

Where Pzena manages the assets of a proponent of a shareholder proposal for a company whose securities are in one or more client portfolios, the following guidance should be followed:

- i. The identity of the proponent of a shareholder proposal shall not be given any substantive weight (either positive or negative) and shall not otherwise influence an analyst's determination whether a vote for or against a proposal is in the best interest of our clients.
- ii. Where Pzena determines that it is in the best interest of our clients to vote against that proposal, a designated member of Pzena's client service team will notify the client-proponent and give that client the option to direct Pzena in writing to vote the client's proxy differently than it is voting the proxies of our other clients.
- iii. If the proponent of a shareholder proposal is a Pzena client whose assets under management with Pzena constitute 30% or more of Pzena's total assets under management, and Pzena has determined that it is in the best interest of our clients to vote for that proposal, Pzena will disclose its intention to vote for such proposal to each additional client who also holds the securities of the company soliciting the vote on such proposal and for whom Pzena has authority to vote proxies. If a client does not object to the vote within three business days of delivery of such disclosure, Pzena will be free to vote such client's proxy as stated in such disclosure.

Analyst Conflict:

If the analyst voting the proxy also beneficially owns shares of the company in his/her personal trading accounts, they must notify the Proxy Coordinator and the DOR must sign off on the analyst's votes for that company. It is the responsibility of each analyst to disclose such personal interest and obtain such approval. Any other owner, partner, officer, director, or employee of Pzena who has a personal or financial interest in the outcome of the vote is prohibited from attempting to influence the proxy voting decision of Pzena personnel responsible for voting client securities.

The Proxy Voting Committee reviews these Voting Guidelines and procedures at least annually and makes such changes as it deems appropriate, considering current trends and developments in corporate governance and related issues, as well as operational issues facing Pzena.

Principle 3. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.

We spend a large proportion of our research effort after investment continually monitoring risk factors that can have a financial impact on a company. Revisiting and testing our assumptions against a company's real-time earnings progression — and emergent challenges and opportunities — is core to our process. Material developments can sometimes lead us to update our estimate of earnings potential and, if appropriate, make changes to our positioning in that stock. Much of this monitoring is done through our regular conversations with management and our own independent ongoing research. The ESG data sources we subscribe to can be a helpful addition in this process, to the extent that they track and flag material changes in the ESG profile of a company. The ESG analysts are responsible for an additional layer of ESG governance, whereby, through a series of watchlists, they monitor material ESG issues and developments in the portfolio. These may include, though not limited to: UN Global Compact violations, reputational risk incidents, and company/portfolio carbon footprint.

Our investment philosophy is oriented around earnings recovery, which implies improvement in material earnings drivers is expected for sustainable future growth. As such, ESG improvement is often a core principle of our investment approach, particularly where an ESG risk or risks may have contributed to the buying opportunity in the first place. We therefore spend a significant amount of time monitoring a company's progress against the areas where we expect to see improvement. Deep company-specific investment research and active ownership are both critical to identifying the stocks that can improve their ESG credentials.

We also published a [whitepaper](#) on this topic, where we examine the relationship between ESG score and stock price performance. The conclusion of our research was that there is a stronger relationship between ESG score improvement and stock price performance than there is between point in time ESG scores and stock price performance. Although preliminary findings only, this study suggests that value investors can capitalize on valuation dislocations and potentially find sources of alpha by understanding the long-term impact of company specific ESG improvement actions. In that respect, the company's ESG score likely matters less than the selection and monitoring of investments based on improvement potential. Our focus, therefore, is not on the absolute score, or even good versus bad ESG scores, but on whether we believe the company can recover its normalized earnings power over time.

Principle 4. Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies.

Philosophy

We engage with company management throughout our due diligence process, and extensively after investment. We view stock ownership as an opportunity to help steer companies toward long-term shareholder value creation and therefore favor engagement over divestment. If we determine an ESG consideration to be material to our investment thesis, we raise it with the management team. Our aim is to develop a robust understanding of the company's exposure to the issue, and management's plans to address it.

Approach

Each company and management team is unique. Consequently, our approach to management conversations is organic in each case, however, we seek an open, cooperative dialogue. We prefer to maintain an ongoing dialogue with company management on all material or potentially material investment issues through regular meetings, in-person site visits, and calls.

Broadly speaking, our discussions with company management have the following purposes in mind:

1. **Testing assumptions** — intended to deepen our understanding of issues that we have identified as material or potentially material to the investment. Sometimes we identify these issues at the point of investment and other times they arise during ownership. In both cases, we discuss the issues with management, solicit their input, assess their response, and evaluate the impact on our investment thesis. To the extent that the issues are ongoing, we continue to follow up until the issue is resolved or no longer relevant.

2. **Maintaining an informed dialogue** — whereby we keep apprised of decisions relating to strategic and operational considerations. We usually routinely meet with management following earnings, strategic business updates, and management transitions.
3. **Advocacy** – an explicit opportunity for us, as shareholders, to advocate for different decisions that we believe will enhance long-term shareholder value. With increasing regularity, companies also proactively seek our input on a range of issues.

Escalation

In instances where we feel that our concerns have not been adequately addressed during these conversations, we may consider the following actions to escalate our concerns:

1. A private meeting with the chairman or other board members;
2. A written letter to members of the senior management team and/or board members;
3. Voting against members of the board or resolutions at annual meetings;
4. And/or divestment if the lack of progress changes our view of the risk-reward embedded.

Collaborative Engagement

While our preference is to engage directly with the companies we own, we recognize that there are occasions when collaborative engagement with other investors can be beneficial. We view collaborative engagement as an important option and may choose to participate when we determine it is in our clients' best interests and compliant with applicable laws and regulations. We have found such engagements useful in certain situations, such as advancing a shared agenda with a client regarding a portfolio company or exchanging perspectives with other investors on specific issues. Although our approach is primarily company specific and bottom-up, we remain open to collaborative opportunities that align with our investment philosophy and stewardship objectives.

Shareholder Disclosure

In support of constructive dialogue with investee companies, we are prepared to disclose information regarding our shareholdings upon request. Although we do not maintain a formal written policy on such disclosures, we follow a consistent process to provide this information when requested by company management.

Roles & Responsibilities

For ESG to be integrated into the research process, the industry analyst covering the stock must also lead the associated investment due diligence, of which engagement is a key part. The industry analysts are best placed to evaluate the investment implications of ESG issues, and therefore they bear primary responsibility for discussing these with company management. Our ESG analysts support the industry analysts in these conversations as needed but we intentionally do not delegate these responsibilities to a separate stewardship team.

Principle 5. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.

Philosophy

We take our responsibilities as stewards of our clients' capital seriously, actively voting the shares of companies in which we invest on their behalf as an integrated part of our investment process. Each proxy is voted in the best interest of our clients, defined as maximizing long-term shareholder value. We exercise proxy voting to highlight our views on management decisions, including ESG-related items, regardless of whether we agree with management's recommendation.

Roles & Responsibilities

We have engaged Institutional Shareholder Services (“ISS”) to provide a proxy analysis with research and a vote recommendation for each shareholder meeting of the companies in our client portfolios. ISS also votes, records, and generates a voting activity report for our clients and assists us with recordkeeping and the mechanics of voting. In no circumstance shall ISS have the authority to vote proxies except in accordance with standing or specific instructions given to it by Pzena. We retain responsibility for instructing ISS how to vote, and we will still apply our own Voting Guidelines.

The analyst who is responsible for covering the company also votes the associated proxies since they have first-hand in-depth knowledge of the company. In evaluating proxy issues, the analyst consults the ESG team and together they utilize a variety of sources to help come to a vote decision:

- i. Information gathered through in-depth research and on-going company analyses performed by our investment team in making buy, sell and hold decisions for our client portfolios. This process includes regular external engagements with senior management of portfolio companies and internal discussions with Portfolio Managers and the Chief Investment Officers, as needed.
- ii. ISS reports to help identify and flag factual issues of relevance and importance.
- iii. Information from other sources, including the management of a company presenting a proposal, shareholder groups, and other independent proxy research services.
- iv. Where applicable, any specific guidelines designated in writing by a client.

To help make sure that Pzena votes client proxies in accordance with our fiduciary obligation to maximize shareholder value, we have established a Proxy Voting Committee (“the Committee”) which is responsible for overseeing the Voting Guidelines. The Committee consists of representatives from Legal and Research, including our CCO, DOR, and at least one PM (who represents the interests of all Pzena’s portfolio managers and is responsible for obtaining and expressing their opinions at committee meetings). The Committee will meet at least once annually and as often as necessary to oversee our approach to proxy voting. The DOR is responsible for monitoring the analyst’s compliance with the Voting Guidelines, the CCO is responsible for monitoring overall compliance with these procedures and an internally-designated “Proxy Coordinator” is responsible for day-to-day proxy voting activities.

Our proxy voting records are publicly available on our website: [Proxy voting records](#)

Principle 6. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.

Pzena records our stewardship activities, including proxy voting and engagement activities, and reports details to our clients as appropriate. Additionally, as a signatory of the Principles for Responsible Investment, we report annually on a broad range of matters including our stewardship responsibilities.

The PRI Transparency Report and our Annual Stewardship report can be found on our website here:

- [PRI Transparency Report](#)
- [2024 Stewardship report](#)

In addition, as clients and prospects have assigned a greater importance to the consideration of stewardship in their portfolios. Pzena has regular conversations with our clients, often involving the portfolio managers and/or research analysts to review holdings and portfolio activity. Occasionally, these conversations may happen more formally as part of a client due diligence review. Other methods of communication include the completion of clients’ Requests for Information (“RFI”).

Additionally, Pzena includes stewardship analysis in its quarterly newsletter, both in the form of a dedicated

section and through write-ups on certain highlighted holdings. We have also written several white-papers, covering topics such as ESG improvement and the energy transition.

Principle 7. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should develop skills and resources needed to appropriately engage with the companies and to make proper judgments in fulfilling their stewardship activities based on in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and consideration of sustainability consistent with their investment management strategies.

We recognize that the issues affecting companies are not static and therefore we are always examining our approach to stewardship and making the necessary enhancements. We also recognize the importance of maintaining strong governance and clear oversight in the execution of our stewardship responsibilities. Senior management provides direction and accountability for these efforts, ensuring that our approach to stewardship remains aligned with our investment philosophy and client interests.

We are committed to identifying and managing potential conflicts of interest that may arise in the course of our investment and engagement activities and to maintaining practices that support objective, long-term decision making on behalf of our clients.

Organizational oversight of our firm – and therefore of our ESG approach – is the responsibility of our Executive Committee. This includes both our commitment as a firm and approach to evaluating ESG issues as part of our investment process. When it comes to our investment approach, the Executive Committee also has critical input from two ESG-focused internal organizations:

1. ESG Steering Committee: comprised of members of the Research team, specifically a sub-set of Portfolio Managers and the ESG team. The ESG Steering Committee meets quarterly to guide priorities at the intersection of ESG and Research. Responsibilities include determining quarterly thematic ESG research and setting external facing priorities, such as publications, interviews, and conference attendance.
2. ESG Operating Committee: consisting of representatives from our Research, Client Services, Legal/Compliance, and Operations groups. The ESG Operating Committee meets as often as needed, and at least once annually, to oversee the day-to-day operations of Pzena's ESG efforts. Responsibilities include overseeing ESG reporting initiatives and evolving ESG regulations, evaluating membership of third party ESG organizations, reviewing ESG-related policies and procedures, and other firm-level ESG initiatives.

Some other examples of our stewardship framework include:

1. ESG Team: responsible for consulting with the industry analysts on company-specific ESG issues, keeping the research team current on thematic ESG issues that cross-cut companies and industries, and providing analysis to support our proxy voting decisions. The ESG team also spends significant time staying current on industry trends through organizational memberships and events.
2. Quarterly ESG research team meetings: The research team convenes quarterly to discuss ESG issues and share insights across the team. This is an opportunity for the ESG team to bring new insights to the entire research team at once but also for the investment analysts to share their own ESG research and frameworks.

Principle 8. Service providers for institutional investors should endeavor to contribute to the enhancement of the functions of the entire investment chain by appropriately providing services for institutional investors to fulfill their stewardship responsibilities.

Not applicable.

Self-Evaluation Report*Updated May 2025*

As part of Pzena Investment Management's statement of self-evaluation and adherence to Japan's Stewardship code, we regularly review our commitments as reflected in our statement of adherence. During the period of April 2024-March 2025, we fulfilled our stewardship responsibility properly in line with Japan's Stewardship Code, and the following actions were implemented:

- All stewardship-related policies and procedures are reviewed at least once annually. We published our third annual [Stewardship Report](#) in January 2025, which highlights significant engagement and proxy voting instances throughout 2024. This report will continue to be updated and published annually as part of our reporting catalogue.
- We maintain a relationship with the management teams of all Japanese companies through regular meetings, in-person site visits, and telephone calls. Our approach to these engagements is consistent across all our holdings i.e. collaborative and tailored to the specific issues for a given company. In the reporting period, engagements were conducted with approximately 130 Japanese management teams about various topics including: board structure and composition; capital allocation; and capex plans for environment-related projects and pathways to net zero.
- Our '[ESG Opportunity List](#)', a subset of our portfolio companies for which ESG matters are among the most financially material issues, has remained an integral part of our engagement strategy.. We have a proprietary rating system for all names on the opportunity list to reflect the progress made against our stated engagement objectives. A score of '1' is for those companies that have made little to no progress on the objectives we have outlined and/or have not yet acknowledged the issues. A '3' rating is for companies that are making substantial progress in addressing our objectives and/or are highly engaged in addressing the issues. There are currently six Japanese names on the list: four are rated 2, one is rated 3, and one is rated 1.
- We regularly publish thought leadership pieces on our website, highlighting key stewardship-related topics. In early 2024, we examined the evolving landscape of Japanese Corporate Governance reform. Historically, the Japanese market has been associated with governance shortcomings, often reflected in underperformance. However, recent developments, driven in large part by initiatives from the Tokyo Stock Exchange, have brought about meaningful improvements. [This article provides a summary of those changes and our view as a firm.](#)
- Over the past year, the ESG Team launched a pilot program aimed at better supporting industry analysts during company proxy voting, including all Japanese proxy votes. While final voting decisions remain with the industry analysts, the ESG Team now takes the lead in evaluating each vote and providing a recommendation, informed by relevant context and our historical voting trends. This approach helps ensure consistency, both with past decisions and across different companies and regions of investment.
- At the start of 2025, we made a few structural adjustments to our team to enhance efficiency and strengthen our stewardship capabilities. Anna Doran, formerly the ESG Associate, transitioned into the role of ESG Analyst, where she focuses on company-specific and thematic research. Jasmin Gonzalez joined the team as the new ESG Associate, bringing experience from her previous role in the firm's marketing department. Both Anna and Jasmin are familiar with Pzena's ESG approach, and we believe their backgrounds contribute to a more senior and effective team overall. Rachel Segal continues in her role as Head of ESG.

ブジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシー

日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明

2021年7月14日

最終更新日：2025年10月31日

ブジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシー（以下「ブジーナ」または「弊社」）は、ここに、日本版スチュワードシップ・コード（以下「本コード」）の受け入れを宣言します。本資料は、本コードの各原則に対する弊社のアプローチの実施方法を記載したものです。

ブジーナは、機関投資家および個人投資家にサービスを提供するバリュー投資の資産運用会社です。1995年後半に設立され、1996年1月1日より資産運用を開始しました。設立以来、規律あるリサーチ重視の長期バリュー投資アプローチを採用し、多様でグローバルな顧客基盤を構築してきました。2025年9月30日現在、約800億ドルの顧客資産を運用しており、従業員は167名で、その大半はニューヨーク市に拠点を置いています。また、オーストラリアのメルボルンとイギリスのロンドンに営業/顧客サービスオフィス、アイルランドのダブリンにオペレーション及びディストリビューションオフィスがあります。

弊社は、伝統的なバリュー投資のアプローチを採っています。そのアプローチにおいては、ファンダメンタル・リサーチに基づくボトムアップの銘柄選択と、そこにESG (Environmental, Social, and Governance)要素を組入れることを徹底することが不可欠です。弊社のリサーチ・チームは、調査対象である企業の長期的見通しや本質的価値を深く理解することに重きを置いています。事業機会またはリスクの側面から企業にとって重要なESG関連の課題は、そうした収益のドライバーにも影響を及ぼし得ると考えています。

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。

スチュワードシップとは、顧客や受益者の長期的な株主価値の創出のために、影響力を行使して資産を責任を持って管理することを指します。投資家の影響力は、投資先の事業に影響を与える重要な問題について、企業経営陣と継続的かつ建設的な対話をを行うことによって最も効果的に発揮されます。そのため、私たちはこれらの対話を最も効果的に行う方法について、多くの時間を費やしてきました。これらの議論を通じて、私たちは、a) 投資先企業の事業を理解し、リスクとリターンのトレードオフを把握すること、b) 必要に応じて投資先企業を長期的な株主価値創造の方向へ導くことができます。

効果的なスチュワードシップに関する当社のアプローチについては、[2025年第1四半期のニュースレター記事](#)で詳しくご紹介しています。

当社のスチュワードシップに関するアプローチについて詳しく説明したその他の資料は、当社のウェブサイトに掲載されています。

- [ESG投資アプローチ](#)
- [議決権行使方針](#)
- [2024 スチュワードシップレポート](#)
- [プジーナのオピチュニティ・リスト](#)
- [気候変動リスクのマネジメント](#)

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。

プジーナは、議決権行使プロセスで生じ得る利益相反に細心の注意を払っています。プジーナはほとんどの場合、ガイドラインの適用によって潜在的な利益相反に適切に対処できると考えています。ただし実際または潜在的に重大な利益相反があると判断された場合に備え、プジーナは以下に記載する多様なリスク抑制策を講じています。

以下の状況では、潜在的な重大な利益相反が存在する可能性があります。

- プジーナが上場企業と関連した年金その他の資産を運用しており、かつ 1 つ以上の顧客ポートフォリオで当該企業またはその関連企業の有価証券を保有している場合。
- プジーナが、1 つ以上の顧客ポートフォリオに含まれる有価証券の発行体である公開企業の取締役または取締役候補である個人と、顧客としての関係を有している場合。
- プジーナの役員、取締役、従業員、またはその近親者が、1 つ以上の顧客ポートフォリオに含まれる有価証券の発行体である公開企業の取締役または取締役候補である場合。ここでの「近親者」とは、一般的に配偶者、子、親またはきょうだいを指します。

重大な潜在的利益相反が存在する場合は、以下の手順に従います。

- 弊社の議決権行使案がプジーナの議決権行使規則のガイドラインと一致する場合は、弊社の議決権行使案に従って議決権を行使します。
- 弊社の議決権行使案が弊社のガイドラインに反するか、またはガイドラインでカバーされていないものの、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ (ISS) の推奨と一致する場合は、ISS の推奨に従って議決権を行使します。
- 弊社の議決権行使案が弊社のガイドラインに反するか、またはガイドラインでカバーされておらず、かつ ISS の推奨に反する場合は、最高コンプライアンス責任者 (CCO)、リサーチ担当ディレクター (DOR)（もしくはそれぞれの被指名人）（以下「利益相反委員会」）が潜在的な利益相反をレビューし、重大かどうかを判断します。

- 利益相反委員会が潜在的な利益相反は重大ではないと判断した場合、弊社は議決権行使案に従って議決権を行使します。
- 利益相反委員会は、潜在的な利益相反が重大であると判断した場合、議決権行使案、議決権行使推奨のために行った分析と推奨の根拠、ISS の推奨、および利益相反委員会が必要と見なすことのあるその他の情報をレビューし、議決権行使案が妥当であり、重大な利益相反による影響を受けていないかどうかを判断します。利益相反委員会は、この判断を下すため、リサーチ・アナリスト、ポートフォリオ・マネージャー（PM）、または利益相反委員会が必要と見なすことのあるその他の者との面談を要求する場合があります。
 - 利益相反委員会が議決権行使案は妥当であり、利益相反による影響を受けていないと判断した場合、弊社は議決権行使案に従って議決権を行使します。
 - 利益相反委員会が議決権行使案は妥当であり、重大な利益相反による影響を受けていないという判断を下せない場合、利益相反委員会は、最も顧客の利益に適う行動を決定します。これには、ISS の推奨に従うか、または潜在的な利益相反の対象となっている有価証券を保有する各顧客に通知し、議決権の行使方法を指示するよう求めることが含まれる場合があります。

弊社は年に一度、ISSのウェブサイトに掲載されている、利益相反に関する方針および行動規範をレビューし、ISSによる議決権行使推奨に影響を与えるかねない潜在的な利益相反、自己取引、および不適切な影響力の問題が適切に対処されているかどうかを評価します。またプジーナは、議決権を行使した後、ISSの議決権行使推奨のサンプルを定期的にレビューし、ISSの推奨がISSの議決権行使ガイドライン（該当する場合）と一致していることを確認します。さらにプジーナのリサーチ・アナリストは、議決権行使を評価および実行する際にISSからの潜在的な利益相反に関する情報を考慮します。また、DORは四半期に一度、ISSの最新の重要顧客関係リストをレビューします。

それ以外の状況

顧客側の利益相反

プジーナがその資産を運用している投資家が 1 つ以上の顧客ポートフォリオに含まれる有価証券の発行体である企業に株主提案を行った場合は、以下のガイダンスに従う必要があります。

- 株主提案の提案者がどの投資家であるかということは（プラスにもマイナスにも）重大な考慮事項とはせず、どのような場合でも、株主提案に賛成票または反対票のいずれを投じることが最も顧客の利益に適うかに関するアナリストの判断に影響を与えないようにします。
- プジーナが、かかる株主提案に反対票を投じることが最も顧客の利益に適うと判断した場合は、プジーナの顧客サービス・チームの指名されたメンバーがかかる株主提案を行った顧客にその旨を通知し、かかる顧客の議決権を他の顧客とは異なる方法で行使するよう、委任状でプジーナに指示する選択肢を提示します。
- 株主提案を行った投資家の、プジーナにおける運用資産額が、プジーナの運用資産総額の 30%以上を

占め、かつプジーナが、かかる株主提案に賛成票を投じることが最も顧客の利益に適うと判断した場合、プジーナは、かかる株主提案への投票を求めている企業の有価証券の保有者であり、プジーナが委任状による議決権行使権限を有する他の各顧客に対し、かかる株主提案に賛成票を投じる意向である旨を開示します。かかる開示を行ってから3営業日以内に顧客が反対の意向を示さなかった場合、プジーナは、かかる顧客の議決権を、かかる開示に記載された方法で、委任状によって行使することができます。

アナリスト側の利益相反

議決権行使するアナリストが、自身の個人用取引口座でも当該企業の株式を受益者として所有している場合、その旨を委任状コーディネーターに通知する必要があります。DOR が当該アナリストによる当該企業の議決権の行使を承認する必要があります。各アナリストは、かかる個人的な利害関係を開示し、かかる承認を得ることに責任を負います。プジーナのそれ以外の所有者、パートナー、役員、取締役または従業員のうち、投票結果に対して個人的または金銭的な利害関係を有する者が顧客保有の有価証券に関する議決権を担当するプジーナ職員の議決権行使の決定に影響を及ぼすことを試みることは禁止されています。

委任状議決権行使委員会は、このような議決権行使ガイドラインおよび手順を少なくとも年に一度レビューし、コーポレート・ガバナンスおよび関連問題の最新の傾向と動向、ならびにプジーナが直面している事業上の問題を考慮しながら、適切と思われる変更を行います。

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。

弊社は、投資後のリサーチの大部分を、企業の財務状況に影響を与えるリスク要因の継続的なモニタリングに費やしています。最新の収益動向（そして新たに浮上した課題や機会）に照らした前提の見直しと検証は、弊社のプロセスの中核を構成しています。重大な出来事が発生した時は、弊社の利益予想を更新し、適切と判断した際には当該銘柄のポジションを変更する場合があります。このモニタリングは主に、経営陣との定期的な対話や独自のリサーチを継続的に行うことを通じて行われます。このプロセスでは、弊社が契約しているESG関連の情報提供サービスもまた、企業のESG特性の重大な変化を捉えるという点で、有益である場合があります。ESG アナリストは、業界担当アナリストに加えて、投資先企業の重大なESG課題とその動向を多面的に分析・モニタリングする責任を負っています。ここでいう重大なESG課題には、国連グローバル・コンパクト違反、レビューション・リスクに関わるインシデント、企業やポートフォリオのカーボン・フットプリント等の問題が含まれますが、これらに限定されません。

弊社の投資理念は、問題が一時的なものであれば、企業の利益は回復するという考えが中心にあり、企業の利益を左右する重要な要因に改善が見られれば、将来的に持続可能な成長を遂げるという考え方に基づいています。したがって、弊社の投資アプローチでは、往々にしてESG要素の改善が肝要となり、とりわけESGリスクとみなされている事象が投資機会をもたらしたそもそもの原因である場合はなおさらです。そのため弊社は、

改善を期待する分野における進捗のモニタリングに多くの時間を費やします。企業ごとの詳細なリサーチとアクティブ・オーナーシップはいずれも、ESG面での評価を改善し得る銘柄を発掘する上で、極めて重要です。

また弊社は先日、このテーマに関して、ESG スコアと株価の動きとの関係を検証した白書を公表しました。調査の結果、ESGスコアの改善と株価の動きの間には、一時点のESGスコアと株価の動きの間よりも強い関係があることが分かりました。この調査はまだ初期段階にありますが、その結果は、企業ごとのESG課題とその改善策が長期的に企業業績に及ぼす影響を理解することで、バリュー投資家がバリュエーションの歪みを利用できること、そしてアルファの源泉を見出し得ることを示唆しています。その意味でESG課題の改善の可能性に基づいた投資先企業の選定やモニタリングは、企業の一時点におけるESGスコアそのものを評価することよりも重要と言えるでしょう。そのため弊社は、絶対的なESGスコアまたはESGスコアの良し悪しの比較ではなく、その企業がいずれ正常な収益力を取り戻せるかどうかに注目しています。

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。

理念

弊社は、デューディリジェンス・プロセス全体を通じて企業の経営陣に対するエンゲージメントを行い、また投資後も経営計画や事業戦略に関する深い知識と理解を維持するために広範囲なエンゲージメントを実施します。弊社は株式の保有を、長期的な株主価値の創造に向けて企業の舵取りを支援する機会と捉えており、そのため投資の引き揚げ（ダイベストメント）よりもエンゲージメントを選好します。ESGに関する懸念事項が弊社にとって重要な投資テーマと判断した場合は、その懸念事項を経営陣と協議します。企業がその問題からどの程度影響を受けるか、また経営陣がどのような対応を計画しているかを確実に理解することが目的です。

アプローチ

企業や経営陣はそれぞれに異なります。そのため弊社は、経営陣との対話について、個別の事例ごとに臨機応変なアプローチを採りますが、いずれの場合も率直で協調的な対話を心がけています。弊社は、定期的な会合や現地訪問、電話を通じて、投資に関するすべての重大な問題や潜在的に重大な問題について企業の経営陣と継続的に対話することを選好します。

弊社は一般的に、以下の目的を念頭に置きながら企業の経営陣とのエンゲージメントを行っています。

1. 仮定を検証する：弊社の投資にとって重大であるか、または潜在的に重大であると判明した問題について、理解を深めます。このような問題は投資時に判明する場合もあれば、保有期間中に浮上する場合もあります。いずれの場合も、弊社は問題を経営陣と協議し、情報提供を求め、企業の対応を評価し、弊社の投資テーマに対する影響を判断します。現在進行中の問題に関しては、問題が解決されるか、重要ではなくなるまで継続的に検証します。
2. 情報に基づいて対話を継続する：企業の戦略および事業の検討事項に関する意思決定を把握します。弊社は通常、決算発表や事業戦略の更新、および経営陣の刷新が行われた後に、定期的に経営陣と面

談を行います。

3. 支持：エンゲージメントは、弊社が株主として、長期的に株主価値を高めると思われる様々な決定を支持するための明確な機会です。投資先企業からも、様々な問題に対する弊社の見解を積極的に求められるケースが増えています。

エスカレーション

企業の経営陣との対話の中で、弊社の懸念事項が適切に対処されていないと判断した場合は、懸念事項をエスカレーションするため、以下の措置を検討することがあります。

1. 経営トップやその他の取締役との私的な面談
2. 上級幹部または取締役への書簡
3. 年次株主総会における取締役候補または決議案への反対票
4. 投資の引き揚げ（進展がないことでリスク・リターンの見通しが変化した場合）

弊社は時として、他の投資家との協調的なエンゲージメントに潜在的なメリットを見出す場合があります。その場合、弊社は他の投資家との協働を模索することがありますが、そうすることが最も顧客の利益に適っており、かつ適用法規に基づいて認められる場合に限定されます。弊社はアクティビストまたはインサイダーになることを目指すことはなく、また委任状争奪戦は奨励しません。

協働エンゲージメント

弊社は、保有企業との直接対話を優先していますが、他の投資家との協働エンゲージメントが有益となる場合もあることを認識しています。協働エンゲージメントは重要な選択肢と捉えており、お客様の最善の利益にかなうと判断し、かつ適用される法令・規制に準拠する場合、参加を選択することができます。例えば、ポートフォリオ企業に関する顧客との共通課題の推進や、特定の問題に関する他の投資家との意見交換等においては、このような取り組みが有用であることが確認されています。弊社は主に企業特有の課題に対してボトムアップのアプローチでエンゲージメントを行いますが、投資哲学とスチュワードシップ目標に沿った協働の機会には常にオープンな姿勢を維持しています。

株主開示

投資先企業との建設的な対話を支援するため、要請に応じて保有株式に関する情報を開示する用意があります。正式な書面による開示方針は設けておりませんが、企業経営陣から要請があった際には一貫したプロセスに従い、情報提供に努めてまいります。

役割と責任

ESGをリサーチ・プロセスに組み込むためには、その銘柄を担当する業界担当アナリストが投資先のESG関連のデューディリジェンスでも主導的な役割を果たすことが求められます。エンゲージメントは、このデューディリジェンスの重要な部分です。業界担当アナリストは、ESG問題が投資に及ぼす影響を評価することに最も

適した立場にあるため、それを企業の経営陣と協議することに主たる責任を負います。ESGアナリストは、この対話において、必要に応じて業界担当アナリストを補佐しますが、このような責任を別個のスチュワードシップ・チームに委ねることは意図的に行っておりません。

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。

理念

弊社は、顧客資金の管理者としての責任を重く受け止めており、顧客に代わって積極的に投資先企業の議決権を行使することは、投資プロセスにおいて欠かせません。議決権の行使は必ず、長期的な株主価値の最大化という点で最も顧客の利益に適う方法で行われます。弊社は、経営陣の提案に賛成か否かにかかわらず、ESG関連の項目を含む経営陣の決定に対する意見を表明するため、議決権の行使を行います。

役割と責任

弊社はISSとの間で、顧客ポートフォリオ企業の各株主総会のための委任状分析、リサーチおよび議決権行使推奨の提供契約を交わしています。またISSは、議決権行使し、その内容を記録し、顧客向けの議決権行使報告書を作成しており、議決権行使の記録管理と手続きの面でも弊社を支援しています。ISSには、いかなる場合も、ブジーナによる永続的または個別的な指示なく、またはこれに反して議決権行使する権限はありません。弊社は、議決権の行使内容をISSに指示する責任を留保し、弊社自身の議決権行使ガイドラインを適用します。

当該企業の事情に精通している業界担当アナリストも、議決権の共同行使に参加します。アナリストが議決権行使に関する問題を評価する際は、以下の様な情報源を用いて決定を下します。

- 投資チームが顧客ポートフォリオにおける投資判断（売り・買い・保有継続）のために行った、詳細なリサーチと継続的な企業分析を通じて集めた情報。このプロセスには、必要に応じて、ポートフォリオ企業の上級幹部との定期的な社外エンゲージメントや、PMおよび最高投資責任者との社内協議が含まれます。
- 関連性と重要性が高い既存の問題を明らかにして注意を促すISS報告書
- 株主提案を行う企業の経営陣、株主団体、およびその他の独立した委任状調査サービス提供機関を含む他の情報源からの情報
- (該当する場合) 顧客が書面で指定した具体的なガイドライン

ブジーナは、株主価値を最大化するという受託者責任に従い、顧客の議決権行使するため、委任状議決権行使委員会（以下「議決権委員会」）を設置しており、議決権委員会は、議決権行使ガイドラインの監督に責任を負います。議決権委員会は法務部門とリサーチ部門の代表者で構成され、CCO、DOR、および少なくと

も1名のPM（プジーナの全PMの利益を代表し、全PMの意見を集約して議決権委員会の会合で表明することに責任を負う）が含まれます。議決権委員会は、少なくとも年に一度、また議決権行使に対するアプローチを監督するために必要に応じて会合を開きます。DORは、アナリストによる議決権行使ガイドラインの遵守状況のモニタリングに責任を負い、CCOはこの手順の全体的な遵守状況のモニタリングに責任を負い、社内で指名された「委任状コーディネーター」は、日常的な議決権行使活動に責任を負います。

議決権行使の記録は、弊社のウェブサイトで公開されています。

- [議決権行使の記録](#)

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。

プジーナは、議決権行使およびエンゲージメント活動を含めたスチュワードシップ活動を記録し、適宜、顧客に詳細を報告しています。また責任投資原則（PRI）の署名機関として、スチュワードシップ責任を含む幅広い事柄について毎年報告を行っています。

PRI透明性報告書と年次のスチュワードシップレポートは弊社のウェブサイトからご覧いただけます。

- [PRI透明性報告書](#)
- [2024スチュワードシップレポート](#)

さらにプジーナは、顧客および見込み顧客の間で、ポートフォリオに含まれるESGリスクを重視する傾向が高まっていることを背景に、ESGに対するアプローチや投資プロセスへの組み込み方の説明をたびたび求められてきました。説明を求められるのは通常、PMまたはリサーチ・アナリストが保有銘柄や運用状況を見直し、最新情報を定期的に顧客にお伝えする際ですが、時にはより正式に、顧客によるデューディリジェンス・レビューの一環として説明を求めることもあり、その場合は弊社のESGリサーチ・アナリストがESGに対するアプローチをご説明しています。そのほかにも、顧客の情報提供依頼書（RFI）に対応する形でESGに関する情報発信を行っています。

またプジーナは、最近、ESG専用のセクションと、特定の保有銘柄に関する記事を通じて、四半期ごとのニュースレターにESG分析を盛り込んでいます。また、ESGの改善やエネルギー転換などのトピックを取り上げた白書も発行しています。

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。

企業に影響を及ぼす問題は絶えず変化しているため、自社のスチュワードシップに対するアプローチを常に検

証し、必要な改善を行っています。また、スチュワードシップ責任の遂行においては、強固なガバナンスと明確な監督体制を維持することが重要であると認識しています。経営陣はこれらの取り組みに対する方針決定と説明責任を担い、弊社のスチュワードシップへのアプローチが投資哲学およびお客様の利益と常に整合的であるよう努めます。

投資およびエンゲージメントにおいて生じうる潜在的な利益相反を特定・管理、ならびにお客様の利益を代表した客観的かつ長期的な観点からの意思決定を支えるための慣行を維持することに尽力しています。

弊社における組織の監督、ひいてはESGアプローチの監督は、執行委員会が担います。これには、企業としてのESGへのコミットメントと、投資プロセスの一環としてESG課題を評価するアプローチの両方が含まれます。ESG投資アプローチに関しては、執行委員会はESGに特化した2つの内部組織からもサポートを得ています。

1. ESG統括委員会：リサーチチームメンバー（ポートフォリオマネージャーの一部とESGチームメンバーで構成）で構成されます。ESG統括委員会は四半期ごとに開催され、ESGと企業リサーチが密接に関係する事項に関して、優先順位を決定します。具体的には、四半期ごとのテーマ別ESGリサーチの決定や、外部向け優先事項（出版物、インタビュー、カンファレンス参加など）の決定が主たる役割です。
2. ESG業務委員会：リサーチ、クライアントサービス、法務・コンプライアンス、オペレーション各グループの代表者で構成されます。ESG業務委員会は、必要に応じて隨時、少なくとも年1回開催され、弊社のESG関連活動の日常業務を監督します。主な責務には、ESG関連レポートに関する助言、規制動向の把握、第三者ESG機関への加盟評価、ESG関連方針・手続の審査、その他企業レベルのESGイニシアチブが含まれます。

スチュワードシップ体制のその他の例としては、以下のようなものがあります。

1. ESGチーム：企業固有のESG課題に関する業界アナリストへの助言、企業や業界を横断するテーマ別のESG課題に関する最新情報の共有、および議決権行使判断を支援するための分析を担当します。ESGチームは、業界団体への参加やイベントへの出席を通じて、業界動向の動向を把握するために多大な時間を割いています。
2. 四半期ごとのESGリサーチチーム会議：リサーチチームは四半期ごとに集まり、ESGに関する課題を議論し、チーム全体で知見を共有します。これは、ESGチームが新たな知見をリサーチチーム全体に一斉に共有する機会であり、同時に業界アナリストが自身のESGリサーチやフレームワークを共有する場でもあります。



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。

該当しません。

ブジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシー自己**評価レポート****最終更新日：2025年5月31日**

ブジーナ・インベストメント・マネジメントは、日本版スチュワードシップ・コードに対する自己評価および遵守表明の一環として、遵守表明に反映されているコミットメントを定期的に見直しています。私たちは、2024年4月から2025年3月までの期間中、日本版スチュワードシップ・コードに従い、スチュワードシップ責任を適切に果たし、以下の取組を実施しました：

- スチュワードシップ関連の方針および手続きはすべて、少なくとも年1回見直されます。2025年1月に第3回年次スチュワードシップ・レポートを発行し、2024年中の重要なエンゲージメントと議決権行使の事例を紹介しました。今後もこの報告書は毎年更新および公開していく予定です。
- 私たちは、定期的なミーティング、現地訪問、電話などを通じて、すべての日本の投資先企業の経営陣との関係を維持しています。このようなエンゲージメントに対する私たちのアプローチは、投資先のすべての企業において一貫しています。当期間中、約130の日本の経営陣と、取締役会の構成、資本配分、環境関連プロジェクトの設備投資計画、ネット・ゼロへの道筋など、さまざまなテーマについて意見交換を行いました。
- ブジーナでは、「ESGオポチュニティ・リスト」（ESGに関する事項が最も財務的に重要な事項の一つである投資先企業のサブセット）を、エンゲージメント戦略の重要な一部として位置づけています。オポチュニティ・リストに掲載された全ての投資先企業に対し、当社のエンゲージメント目標に対する進捗状況を反映した独自の評価システムを導入しています。スコアが「1」の企業は、私たちが提示した目標に対してほとんど進展がなく、かつ／または、まだ問題を認識していない企業です。評価「3」は、目標への取り組みが大幅に進展している企業、および／または、問題への取り組みに非常に積極的な企業です。オポチュニティ・リストに入っている日本企業は現在6社で、それらの評価は4社が「2」、1社が「3」、1社が「1」となっています。
- 私たちは、スチュワードシップに関連する主要なトピックを取り上げた記事をウェブサイトで定期的に発表しています。2024年初頭には、日本のコーポレート・ガバナンス改革の進化を検証しました。日本市場は歴史的にガバナンスの欠点が指摘され、しばしば株価のパフォーマンスの低迷に反映されてきました。しかし、東京証券取引所のイニシアチブを中心とした最近の動きは、有意義な改善をもたらしました。本稿では、こうした変化の概要と私たちの見解をご紹介しています。
- 昨年、ESGチームは、日本企業を含むすべての投資先企業の議決権行使において、業界アナリストをより良くサポートすることを目的とした試験的プログラムを開始しました。最終的な議決権行使の決定は業界アナリストに委ねられますが、現在ではESGチームが率先して各議決権行使を評価し、関連する文脈や自社の過去の議決権行使の傾向に基づいて推奨を行います。このアプローチにより、過去の決定との整合性、異なる企業や投資地域間での整合性を確保することができます。
- 2025年初めに、スチュワードシップ能力を強化および効率化するため、体制を変更しました。以前は

ESGアソシエイトを務めていたアンナ・ドゥランは、ESGアナリストの役割に移行し、企業別およびテーマ別のリサーチに専念することになりました。ジャスミン・ゴンザレスは、以前マーケティング部門で勤務していた経験を活かし、新しいESGアソシエイトとしてチームに加わりました。両名はともにブジーナのESGアプローチに精通しており、チームの発展に貢献すると期待しています。また、レイチェル・シーガルは引き続きHead of ESGを務めています。