Responsible Investment Report 2019

責任投資レポート2019

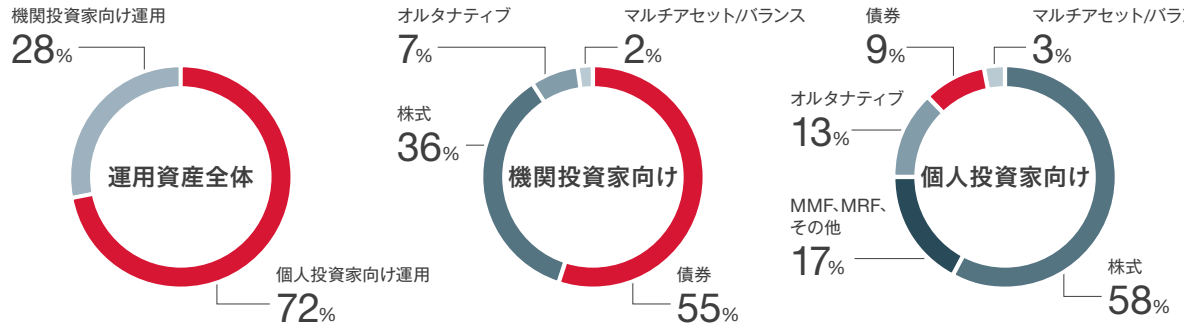
2019 60th Anniversary

野村アセットマネジメント株式会社

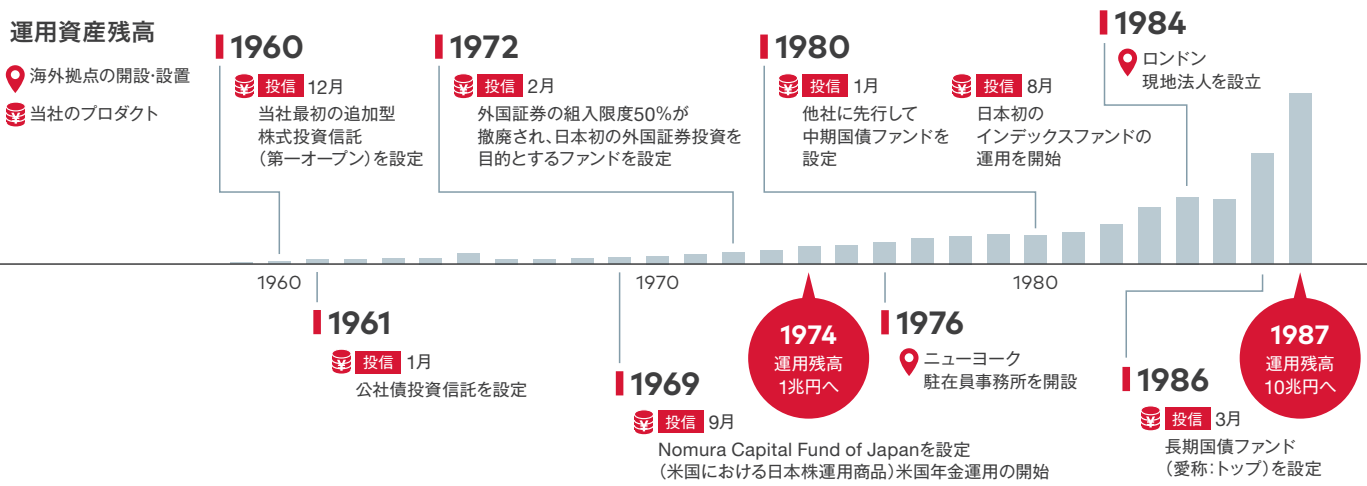
Nomura Asset Management

野村アセットマネジメントは、2019年12月1日に創立60周年を迎えました。
個人のお客様から、大手年金基金や機関投資家等の法人のお客様まで、多様なお客様の資産運用ニーズに対応しています。
すべてはお客様のために。
この想いを胸に、東京・ニューヨーク・ロンドン・シンガポール・クアラルンプール・香港などの各拠点が連携し、
世界中のお客様の期待に応えていきます。

当社の運用資産別構成比



運用資産残高



当社の沿革

1959
12月1日　野村證券投資信託委託を設立
60年4月1日　営業開始

1967
4月　野村総合研究所（NRI）投資顧問室が発足

1969
1月　野村證券海外投資顧問室が発足

1981
12月1日　NRIの投資顧問部と野村證券の投資顧問室が統合し、野村投資顧問を設立

数字で見る当社の強み

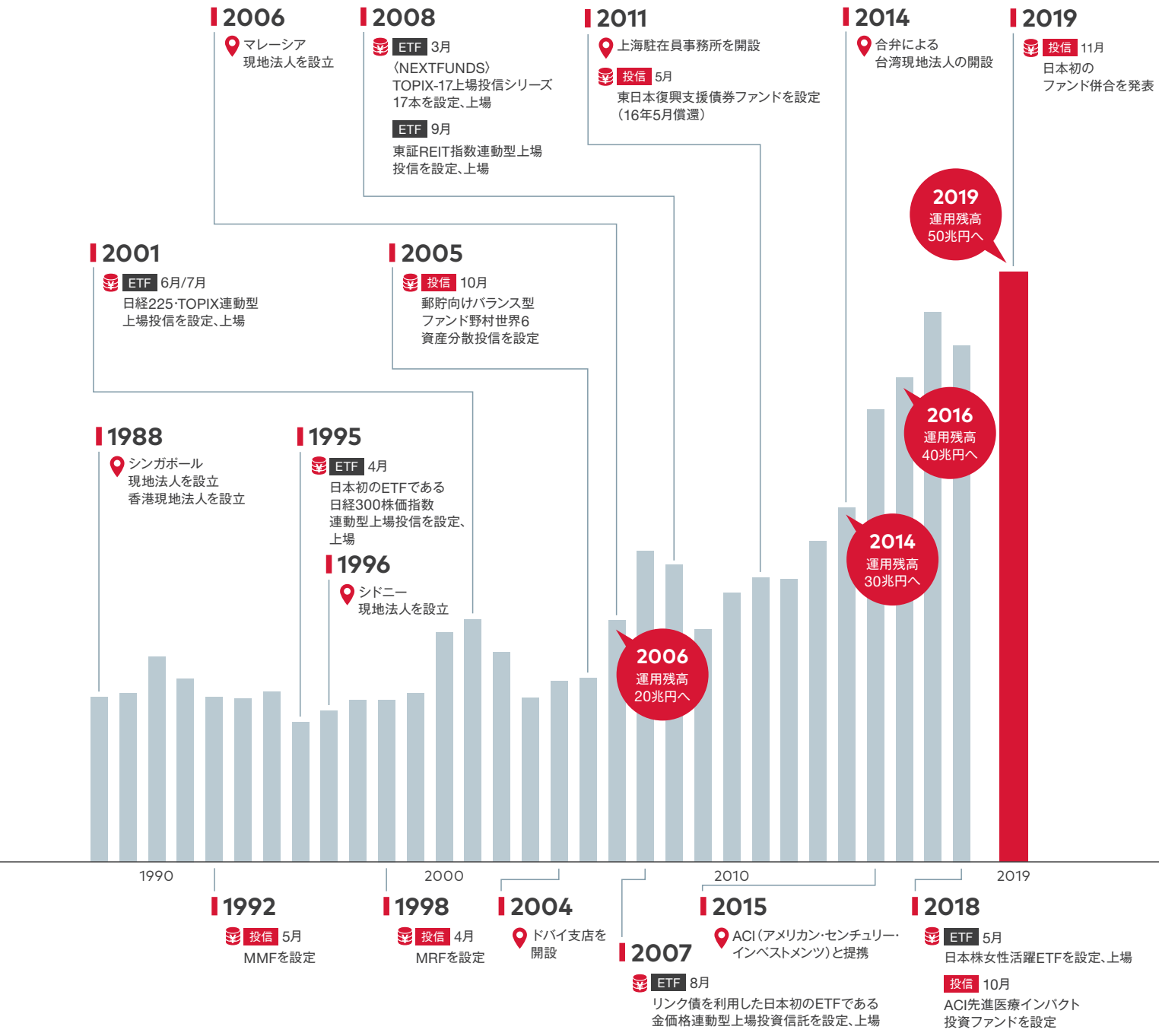
（2019年12月現在）

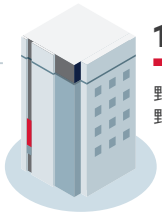
設立
2019年12月に創立60周年
1959年

運用資産残高
（アセットマネジメント部門）
55.6兆円

本社・拠点の従業員数
13拠点1,472名

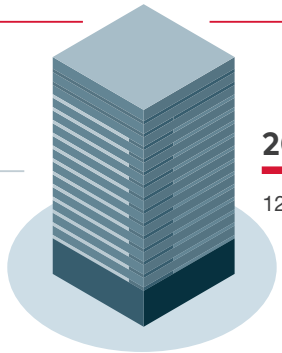
議決権行使　P37-46　　ESGインテグレーション　P47-64





1997

野村證券投資信託委託と野村投資顧問の合併により
野村アセットマネジメント投信が発足（2000年11月に現社名に変更）



2019

12月　創立60周年

世界第5位のETF残高
国内シェア

45.0%

113兆円の国内公募投信市場
においてマーケットシェア

27.6% 首位

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数（2019年3月）

12.8年

野村アセットマネジメント

責任投資の強み

責任投資に対する長期的な取り組み

第一の強みは、長期にわたる責任投資への取り組みの歴史です。現在の責任投資委員会のルーツは、2001年に設置した議決権行使委員会にあります。その後、2011年にESG委員会を設置。2014年、2015年に組織体制の見直しを経て、現在の責任投資委員会となりました。

長い歴史の中で、常にお客様からの付託を意識した真剣な議論を積み重ねることで、多くのプロフェッショナルによる多様な意見、活発な議論を尊重した責任投資に資する文化が形成されています。

責任投資の歴史

2001	議決権行使委員会を設置
2004	SRIインデックスファンドの運用開始 ガバナンスファンドの運用開始
2010	英国スチュワードシップ・コードの受け入れ
2011	ESG委員会（現責任投資委員会）を設置 国連責任投資原則（UN PRI）への署名
2014	日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ ESG委員会を責任投資委員会に改組 議決権行使委員会を スチュワードシップ委員会に改組
2015	責任投資グループ、ESGスペシャリストを新設 スチュワードシップ委員会を 責任投資委員会に統合
2016	責任投資調査部の設立 利益相反管理方針を策定し、 責任投資諮問会議を設立 シンガポール、香港、台湾の 各スチュワードシップ・コードの受け入れ 英国拠点がUK FRC※によりTier1評価を獲得
2017	議決権行使結果の個別開示 マレーシアのスチュワードシップ・コードの受け入れ
2018	自己評価の開示
2019	TCFDに賛同。全社レベルで気候変動対応を強化 ESGステートメント策定

※UK FRC（Financial Reporting Council）
英国財務報告評議会の略

強固な組織体制の構築

第二の強みは、時代の要請や変化を先取りして継続的に組織改革に取り組み、強固な組織体制を構築できていることです。その一例として、2016年には責任投資委員会を監督する組織として責任投資諮問会議を設置しました。

諮問会議は独立性の高い社外取締役が過半数を占めており、利益相反管理体制は更に強化されました。諮問会議がリアルタイムに委員会での議論を監視する仕組みは、業界でも類を見ないものと考えています。

責任投資における組織体制

グローバルなアプローチ・多様性・調査力

第三の強みは、グローバルで多様性に富んだ人材とその調査力です。国内最大規模のアクティブ運用に取り組む多数のポートフォリオ・マネージャー、アナリスト、ESGスペシャリストが卓越した分析力・洞察力を発揮し、責任投資にコミットしています。

「議論を尽くす」姿勢

第四の強みは、議論を尽くすことです。2019年の責任投資委員会で議論が最も白熱したのはM&A関連の議案や株主提案による取締役選任です。委員の間で賛否の判断が分かれる、あるいは事務局案が覆ることも多々ありました。責任投資諮問会議のメンバーも委員会に陪席し、利益相反に限定することなく積極的に議論に加わりました。

議論を尽くすことが最も効果的な利益相反管理に繋がると考えているためです。予定時間を超過することも度々ありました。このように時間をかけ活発に議論することが当社の最大の強みだと考えています。

責任投資委員会の開催実績 2019年1月～12月

責任投資委員会	責任投資諮問会議
18回	**4回**
定例 4回　臨時 14回	定例 4回　臨時 0回

CEO Message

野村アセットマネジメント株式会社
CEO兼代表取締役社長
中川 順子

資産運用ビジネスを通じて
経済的価値と社会的価値を創出します

責任ある機関投資家として

野村アセットマネジメントは、責任ある機関投資家として、お客様の資産形成に貢献し、持続可能で豊かな社会の実現を目指しています。昨今ではSDGsに代表されるように、企業は事業活動により経済的価値を追求するだけではなく、その活動を通じて様々なステークホルダー間に存在する課題を解決し、社会的価値を創出することも求められています。当社では、資産運用ビジネスを通じてお客様の資産形成に貢献することに加え、エンゲージメント等を通じて「投資の好循環（インベストメント・チェーン）」を生み出し、投資先企業の社会的価値の創造を後押しすることも重要視しています。それにより持続可能な経済成長と豊かな社会の実現が可能になり、最終的にはお客様の生活の豊かさにも繋がっていくと考えるからです。2019年3月、当社は「ESGステートメント」を策定しました。当社として重要視するESG課題を特定し、私たちのスチュワードシップ活動や運用調査業務に反映していくとともに、当社としてもESGを重視した事業運営を進め、運用会社としての責任を果たしていきたいと考えています。

気候変動問題への取り組み

2019年も気候変動リスクを実感する年となりました。大規模火災による森林の喪失、欧州における熱波、アフリカでの深刻な干ばつ、台風の激甚化により日本でも今までとは異なる大規模な災害が発生しました。当社では「ESGステートメント」において「気候変動問題」を重要な課題として特定し、気候変動問題への取り組みを強化しています。気候変動問題は、すぐには解決できない課題ですが、中長期的には企業価値に与える影響が非常に大きいため、継続的な取り組みが求められると認識しています。当社は、2019年3月にTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）への賛同を表明し、組織的な対応を進めるとともに運用するポートフォリオのGHG（温室効果ガス）排出量などのモニタリングを開始しています。モニタリングの結果などを投資先企業との対話や運用に活用することで、気候変動問題への取り組みを積極的に進めています。

資産運用を通じた社会発展への貢献

資産運用ビジネスの本質は、お客様のニーズに対応した商品、最良のパフォーマンスとサービスの提供を通じて社会的責任を果たすことにあります。このような観点から、責任投資に限らず、ESG投資のラインナップの拡充や投資教育を通じて資産形成の重要性を理解していただく取り組みも継続しています。社会全体が持続的成長を目指す中、人々の資産形成を支えるための取り組みは、当社にとっても必要不可欠です。私たちの企業理念である「最高の付加価値の創造」「高度な専門性の追求」および「信頼の獲得と社会への貢献」を柱に、野村アセットマネジメントは、資産運用ビジネスを通じて、投資先企業の企業価値向上と持続可能な社会の構築のために、責任投資への取り組みを進めて参ります。

企業理念

最高の付加価値の創造
高度な専門性の追求
信頼の獲得と社会への貢献

コーポレートスローガン

Expertise to Exceed

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

ESG Statement

当社は2019年3月に「ESGステートメント」を策定しました。本ステートメントは、当社のESGに関連する活動の方向性、および環境や社会のリスクに対して当社がどのように対応していくかについて、ステークホルダーの皆様と共有し、持続可能な環境・社会の実現を目指していくことを目的としています。

ESG課題の解決へ向けた取り組みが、インベストメント・チェーンの好循環を支えるうえで重要であると認識しています。当社は責任ある投資家として、投資先企業にESGを重視した経営を求めるとともに、当社自身もESGを重視した事業運営を進めて参ります。

野村アセットマネジメントESGステートメント　https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/pdf/esgstatement.pdf

E Environment

気候変動

気候変動へ負の影響を及ぼす可能性がある事業を持つ投資先企業に対し、気候変動に関する移行リスクや物理的リスクを適切に管理し、気候変動への対応を経営戦略に織り込むよう求めていきます。また、脱炭素社会に向けた産業構造の転換と技術革新による問題解決が実現するよう、投資先企業との対話を継続していきます。

E Environment

自然資本

事業活動や資源の調達において自然資本や生物多様性に負の影響を与え得る事業を行う投資先企業との継続的な対話を行い、問題の回避に向けた方針の策定や実行を働きかけるとともに、事業活動における課題への対応を適切に経営戦略に反映していくことを求めていきます。

S Social

社会的責任

投資先企業が、社会や、児童労働および強制労働など人権に負の影響を及ぼす可能性がある場合は法令等に加え、「ビジネスと人権に関する指導原則」などの国際的な人権基準を尊重したうえで適切に経営戦略に反映していくことを投資先企業に求めていきます。また、その方針や活動が対外的に明らかになるよう、適切な情報開示を求めていきます。

G Governance

ガバナンス

投資先企業がESG課題への取り組みを適切に推進し、持続的な企業価値向上に繋がるよう、適切なコーポレートガバナンスの構築を働きかけていきます。

SDGs Sustainable Development Goals

SDGs

SDGsに示された様々なESG課題の解決を新たなビジネス機会と捉え、それらを適切に経営戦略に反映していくことを投資先企業に求めていきます。また、その方針や活動が対外的に明らかになるよう、適切な情報開示を求めていきます。

関連する ESG課題	野村アセットマネジメントが参画する関連イニシアティブ

脱炭素
緩和・適応
イノベーション

CDP

署名時期	2015年6月 N

2000年設立。世界の機関投資家が、企業に対して気候変動への戦略やGHG排出量等の公表を求める国際的なプロジェクトであり、現在の活動領域は「気候変動」「水」「森林」がある。

気候関連財務情報開示タスクフォース TCFD

署名時期	2019年3月

金融安定理事会（FSB）が2015年12月に設立した民間主導のタスクフォースで、気候変動に関する情報開示の拡充を求めている。

Climate Action100+

署名時期	2019年12月

世界の機関投資家が協働（集団的エンゲージメント）し、GHG排出量の多い企業に気候変動関連の情報開示と対応を求めるイニシアティブ。2017年12月に立ち上げられ、活動期間は5年に設定されている。

水・森林
生物多様性
畜産・養殖

Farm Animal Investment Risk and Return FAIRR

署名時期	2019年6月

英コラーキャピタル創業者のジェレミー・コラー氏が2015年に立ち上げた畜産関連の機関投資家イニシアティブ。環境への影響や食品安全性（抗生物質）等、畜産のリスクを啓発している。

持続可能な海洋経済のための金融原則 SBEFP

署名時期	2019年7月

2018年3月に欧州委員会等により策定された持続可能な海洋経済の実現を目指す金融原則。海洋生態系の保護や海洋プラスチック等の海洋問題を解決するための投資活動を推進している。

人　権
多様性
医療アクセス

Access to Medicine Foundation Access to Medicine Index

署名時期	2019年7月

2003年にオランダの実業家、ウィム・リーアベルド氏が設立。医薬品へのアクセスが不足する低・中所得国のため、製薬会社に経営改善を求めている。署名は同財団が公表するインデックスへの賛同。

30% Club Japan（Investor Group）

署名時期	2019年12月

アセットオーナーおよびアセットマネージャーから成るグループで投資先企業の取締役会やシニアマネジメントとの建設的な対話を行い、トップ層におけるジェンダーダイバーシティの重要性の共有とその実現を目的としている。

独立役員
役員報酬
後継者計画

国際コーポレートガバナンス・ネットワーク ICGN

署名時期	2018年12月

1995年に設立。効率的なグローバル市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレートガバナンスの構築と投資家の責任投資の醸成を目的としている。

アジア・コーポレートガバナンス協会 ACGA

署名時期	2018年12月

1999年に設立。アジアにおけるコーポレートガバナンスの推進を目的に、コーポレートガバナンス関連の調査や企業支援・教育を推進している。

ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ JSI

署名時期	2019年11月

スチュワードシップ活動の高度化・深化に向け、アセットオーナーとアセットマネージャー間の実務的な課題の特定と、効率的な情報伝達の支援を目的とする。日本取引所グループ（JPX）も運営に、またオブザーバーとして金融庁と日本経済団体連合会が参加。

持続可能な開発目標（SDGs）とは、2001年に策定されたミレニアム開発目標（MDGs）の後継として、2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」にて記載された2030年までに持続可能でより良い世界を目指す国際目標。17のゴール、169のターゲットから構成され、地球上の「誰一人取り残さない（Leave no one behind）」ことを誓っている。SDGsは開発途上国のみならず、先進国自身が取り組むユニバーサル（普遍的）なものであり、日本としても積極的に取り組んでいる。

野村アセットマネジメントが参画する左記以外の関連イニシアティブ

国連グローバル・コンパクト
UNGC

署名時期	2015年6月Ⓝ

1999年のダボス会議でコフィー・アナン国連事務総長が提唱した自主行動原則。世界中の団体に対して、「人権」「労働」「環境」「腐敗防止」の活動を促している。

責任投資原則
PRI

署名時期	2011年3月

責任投資原則は2006年4月に策定された原則。環境・社会・ガバナンス（ESG）を投資分析と意思決定のプロセスに組み込むことを目的としている。

持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則
（21世紀金融行動原則）

署名時期	2012年1月

環境省の中央環境審議会の提言に基づき、金融機関が持続可能な社会の形成に必要な責任と役割を果たすための行動指針として、2011年10月に策定された。

国連環境計画・金融イニシアティブ
UNEP FI

署名時期	2019年1月Ⓝ

国連環境計画と世界各地の金融機関とのパートナーシップ。1992年の設立以来、金融機関や規制当局と協調し、経済的発展とESGへの配慮を統合した金融システムへの転換を進めている。

ESG課題における野村アセットマネジメントの役割

機関投資家としての役割

機関投資家として経済サイクルにインパクトを与える

投資資金の好循環を創出し、持続的な経済成長と豊かな社会を実現

事業会社としての役割

事業会社として社会に直接インパクトを与える

資産形成を通じた社会課題の解決
（貧困、健康・福祉、ダイバーシティ、教育）

ESG課題の解決
社会的インパクトの創出

Ⓝ 野村グループとして署名

TCFD

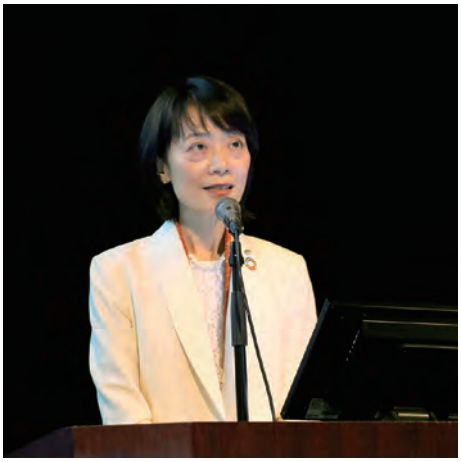
気候関連のリスクおよび機会を分析・評価し、ESGインテグレーションを高度化
投資先企業との建設的な対話を通じて、気候変動対策を企業の経営戦略へ

気候変動は投資先企業の経営戦略において最も重要なESG課題のひとつです。
当社はTCFDへの取り組みにより、気候関連リスク・機会に対する運用の高度化を進めるとともに、
エンゲージメントを通じて投資先企業の経営戦略に気候変動対策を反映してもらうことで、脱炭素社会の実現に貢献します。

脱炭素社会の実現は長期にわたり取り組むべき問題であり、ハードルも高いと認識していますが、気候変動への対応において、資金提供や投資先企業との対話で重要な役割を担う投資家も具体的な行動を取らなければ何も変わらないと考えています。

当社は投資先企業と建設的かつ友好的な対話を継続しながら、気候変動問題に協力して取り組み、脱炭素社会の実現に貢献していきます。

野村アセットマネジメント株式会社
CEO兼代表取締役社長
中川 順子



「環境省・CDP共催 脱炭素経営フォーラム」
（2019年11月19日）にて基調講演

野村アセットマネジメントのTCFDへの取り組み

TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures:気候関連財務情報開示タスクフォース）は、G20の要請を受けて、FSB（Financial Stability Board:金融安定理事会）が気候関連のリスク（移行リスク、物理的リスク）および機会に対する情報開示や金融機関の対応を検討するために、2015年12月に設立したタスクフォースです。

2008年の世界的な金融危機を受けて、短期志向の投資に対する反省から、中長期的な投資のリスク管理を重視する機運が高まりました。一方、世界的な異常気象が事業会社に甚大な損害を与え、損害保険会社をはじめとした金融機関のバランスシートにも大きな影響を与えるようになってきました。このような中、金融システムの安定のためには、投融資先企業が統一のフレームワークの下で気候関連財務情報を開示することが重要であり、TCFDが設立されることになりました。

2017年6月、TCFDは最終報告書であるTCFD提言をFSBに対して提出し、公表しました。その後、TCFDは、当該提言への対応状況を報告するステータスレポートを2回（2018年9月、2019年6月）公表しています。

当社は、ESGステートメントにおいて気候変動を最も重要なESG課題のひとつとして認識していることに加え、投資先企業における気候関連財務情報開示の重要性に鑑み、TCFDに賛同しています。また、2019年5月に設立されたTCFDコンソーシアムにも当社は設立当初から参加しており、同コンソーシアムが同年10月に策定した「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス（グリーン投資ガイダンス）」等を活用しながら、エンゲージメントを通じて、投資先企業によるTCFDへの賛同や気候関連財務情報の開示、気候関連リスク・機会の経営戦略への統合等を積極的に促進しています。これらの取り組みにより、当社は、気候変動に対する金融システムの安定や資本市場の透明性向上に貢献しているほか、気候関連リスク・機会に対する運用の高度化を進めています。

ここでは、TCFD提言に基づき、当社における気候関連のガバナンス、戦略、指標と目標、リスク管理を開示するとともに、当社ポートフォリオにおける気候関連分析の結果を説明します。

GIG GREEN INVESTMENT GUIDANCE

野村アセットマネジメントはGIG Supporters（グリーン投資ガイダンスを活用している投資家）の一社です。

ガバナンス Governance

当社の取締役会および経営会議は、気候関連リスク・機会を当社のビジネスや中長期的な経営目標に重要な影響を与える要素として位置付け、適切なガバナンス体制を構築し、モニタリングを行っています。

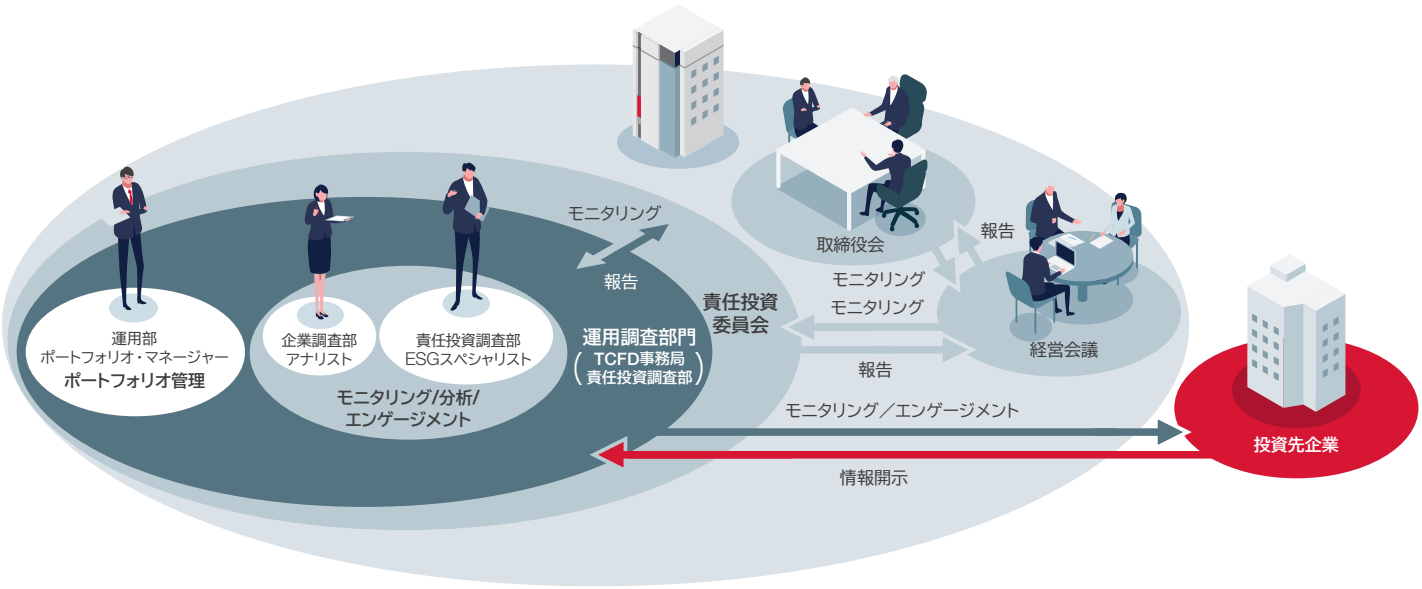
当社は野村グループの資産運用会社ですが、利益相反管理方針に基づき、運用調査部門における意思決定は取締役会や経営会議等の経営意思決定機関から分離されています。運用調査に関わる非公開情報が事前に経営側に伝播することを防止するとともに、運用調査の意思決定に係る独立性を確保する形で運用調査における気候問題への対応を進めています。このような体制の下で、気候関連リスク・機会のモニタリングにおいては、当社で責任投資全般を担当する責任投資調査部がTCFD事務局を務め、実務的な取り組みを進めています。

責任投資調査部のESGスペシャリストは、運用部のポートフォリオ・マネージャーや企業調査部のアナリストと連携して、投資先企業の温室効果ガス（GHG）排出量やESGスコアのモニタリング、シナリオ分析や移行リスクの分析などによるポートフォリオ管理を行い、投資先企業における気候関連リスク・機会を把握することに努めています。事務局が取りまとめたGHG排出量やESGスコア、シナリオ分析等の分析データは、ポートフォリオ・マネージャーやアナリストなどと共有され、企業分析やエンゲージメント、投資意思決定に活用されています。また、これらの分析データは定期的に運用調査部門の責任者で構成される責任投資委員会に報告されます。

責任投資委員会では、これらの報告に基づき、委員である運用調査部門の担当役員や各資産クラスの最高投資責任者（CIOs）、シニア・インベストメント・オフィサー（SIOs）、企業調査部長などが運用ポートフォリオや投資先企業の気候関連リスク・機会を把握するほか、当社のビジネスやポートフォリオに与える影響を評価し、対応策を協議します。その後、責任投資委員長が責任投資委員会における報告事項を経営会議に報告することで、経営陣は当社の気候関連リスク・機会をモニタリングし、適切な経営資源の配分等を決定します。

この内容は、経営会議を通じて最終的に取締役会へ報告されます。このようなプロセスを通じて、ポートフォリオの気候関連リスク・機会に関する重要情報は、当社のマネジメントから運用調査担当者に至る幅広い層で共有されるとともに、取締役会及び経営会議により適切にモニタリングされています。

TCFDに関するガバナンス体制



戦略 Strategy

当社が識別した気候関連リスク・機会は下表のとおりです。

気候関連リスク・機会は、企業の貸借対照表や損益計算書、キャッシュフロー計算書の各財務数値に対する影響を通じて、企業価値に影響を与えます。当社では、ESGスペシャリストがポートフォリオ・マネージャーやアナリストと連携して、気候関連リスク・機会が企業のビジネスや経営戦略、財務計画に及ぼす影響を分析し、当社の投資戦略やESGスコア、企業評価等に組み込まれます。また、企業のGHG排出量やESGスコアに基づいた分析結果は、ベンチマーク等と比較したうえで、エンゲージメントに活用し、投資先企業の企業価値の向上に繋げています。エンゲージメントにより企業に改善の傾向が見られない場合には、投資の意思決定への反映を検討します。

当社の全ての運用商品が気候関連モニタリングの対象となります。気候関連リスク・機会が当社のポートフォリオに与える影響に関して、外部の情報ベンダーが提供するデータ等を利用してシナリオ分析を行い、分析結果は投資戦略やポートフォリオ管理、エンゲージメント等に活用しています。パリ協定に掲げられた1.5℃目標や2℃目標に整合的なポートフォリオを構築する方法の一つとして、ベンチマーク対比でのウェイト調整やダイベストメントという選択肢も考えられますが、これらは単なる技術的かつ表面的な対応にすぎず、気候変動の緩和や適応をはじめとする効果的な気候変動対策には繋がりません。当社はGHG排出量が相対的に多い企業についても継続保有によるエンゲージメントにより、企業の気候変動対策を促進することがアセットマネージャーとしての重要な役割であると認識しており、このような活動を通じて世界の気候変動対策に積極的に貢献していきます。

気候関連リスク・機会

	リスク・機会	内容	短期	中期	長期	財務への影響	当社	投資先企業
移行リスク	政策・法律	カーボンプライシング（炭素税、排出量取引）や製品・サービスに対する規制・罰金の導入	←	→	→	費用↑ 利益↓	●	●
	技術	競合他社の低炭素製品・サービスの開発による既存の製品・サービスの代替、化石燃料関連施設等の座礁資産化、新しい低炭素技術への投資の失敗を含む低炭素技術への移行のための費用や技術的リスク		↔	→	費用（減損含む）↑ 利益↓	●	●
	消費者行動・選好	気候変動や脱炭素社会に対する意識向上による消費者行動・選好の変化	←	→	→	売上高↓ 利益↓	●	●
	原材料費用	気候変動による原材料費用の高騰		↔	→	費用↑ 利益↓	●	●
	レピュテーション	気候変動による（企業が所属する）業種全体への印象の悪化等、レピュテーション・リスク	←	→	→	売上高↓ 利益↓	●	●
物理的リスク	急性	台風や洪水等の異常気象の激甚化による急性リスク	←	→		売上高↓ 費用（減損含む）↑ 利益↓	●	●
	慢性	降雨パターンの変化や気象パターンの変動の増大、気温上昇、海面上昇による慢性リスク			↔	売上高↓ 費用（減損含む）↑ 利益↓	●	●
機会	再生可能エネルギー	太陽光、風力、地熱、バイオマス	←	→	→	売上高↑ 利益↑		●
	省エネルギー	省エネ製品、エネルギーマネジメントシステム（EMS）、コジェネレーション	←	→	→	売上高↑ 費用↓ 利益↑		●
	水素	（CO_2フリー）水素の製造、輸送、貯蔵技術、水素発電、燃料電池		↔	→	売上高↑ 利益↑		●
	低炭素モビリティ	電気自動車、燃料電池車	←	→	→	売上高↑ 費用↓ 利益↑		●
	不動産	ゼロ・エネルギー・ビル／ゼロ・エネルギー・ハウス（ZEB/ZEH）、スマートシティ	←	→	→	売上高↑ 費用↓ 利益↑		●
	防災・減災	レジリエントな防災・減災の製品・サービス	←	→	→	売上高↑ 利益↑		●
	医薬品・機能性食品	感染症や気温上昇に対応した医薬品・機能性食品	←	→	→	売上高↑ 利益↑		●
	代替肉・培養肉	代替肉（植物由来）、培養肉	←	→	→	売上高↑ 利益↑		●
	CCUS	CCU（メタネーション、人工光合成等）、CCS			↔	売上高↑ 利益↑		●
	金融商品	気候変動関連金融商品	←	→	→	売上高↑ 利益↑	●	

指標と目標 Metrics and Targets

当社は、自社の戦略とリスク管理プロセスに即して、気候関連リスク・機会を評価するために、TCFDが推奨する以下の4指標をポートフォリオごとに計測しています。

1 総炭素排出量	ポートフォリオに関連したGHGの総排出量
2 カーボンフットプリント	総炭素排出量をポートフォリオの時価で割った値
3 炭素強度	総炭素排出量をポートフォリオに割り当てられた投資先企業売上高で割った値
4 加重平均炭素強度	ポートフォリオ内の各企業の売上高原単位を各企業のウェイトで加重平均

また、当社は独自のESGスコアを構築し、企業分析や投資判断の際に運用部のポートフォリオ・マネージャーが参考にしています。更に、カーボンプライシングについては、投資先企業が公表している水準や1.5℃目標・2℃目標と整合的な水準を参考にしつつ、上記4指標やESGスコアを分析する際に有効であると考えています。

16～19頁では、当社が運用する国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の4つのポートフォリオ（PF）に関して、気候関連リスク・機会を分析しています。分析にあたり、当社はInstitutional Shareholder Services（ISS）社のデータおよび分析手法を利用しています。株式のベンチマーク（BM）については、国内株式はTOPIX、外国株式はMSCI ACWI ex Japanを使用しました。また、債券は国債等の公共債を含まず、社債のみを対象としています。

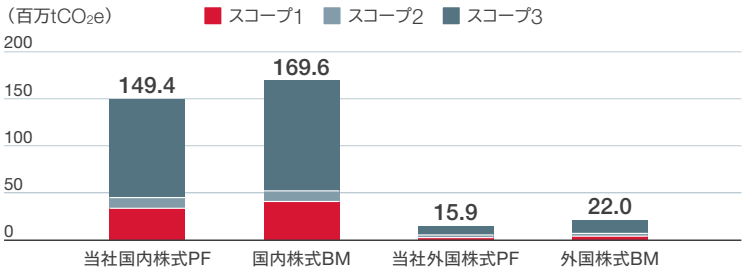
分析の結果、当社ポートフォリオの総炭素排出量は、当社ポートフォリオと同額で、ベンチマークと同じ銘柄・構成比で組成したポートフォリオの総炭素排出量を、国内株式、外国株式ともに下回ることが確認できました。

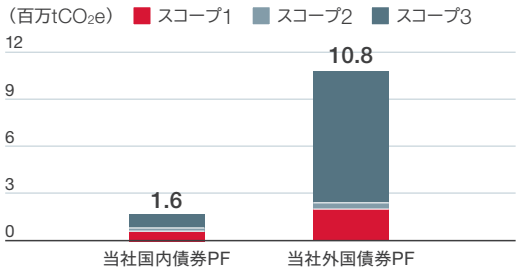
総炭素排出量の業種別構成比では、素材や公益事業の比率が高いことに加え、エネルギーや資本財・サービスの比率も比較的高いことが特徴であり、加重平均炭素強度における業種比率でも同様の傾向が見られます。

今後、当社は気候関連リスク・機会を管理する際の目標として、気候変動関連のファンド組成やポートフォリオにおけるGHG排出量の削減に努めていきます。更に、当社はPRIやTCFD、CA100+等の気候変動に関連した主要なイニシアティブに参画しており、エンゲージメントを通じて、投資先企業による脱炭素社会に向けた取り組みや気候変動関連イニシアティブへの参画を促進していきます。

上記のほか、野村グループは、グローバルに事業を展開する企業の責任として、事業を通じて気候変動問題の解決に貢献するとともに、自らの事業活動に伴う環境負荷低減に取り組んでいます。野村グループは2018年12月に国内外を含むグループ全体を対象とする中期・長期CO_2排出量削減目標を策定しました。グローバルでCO_2排出量（総量）を、2013年3月期対比で、2031年3月期（中期）に32%削減、2051年3月期（長期）に65%削減することを目標としています。

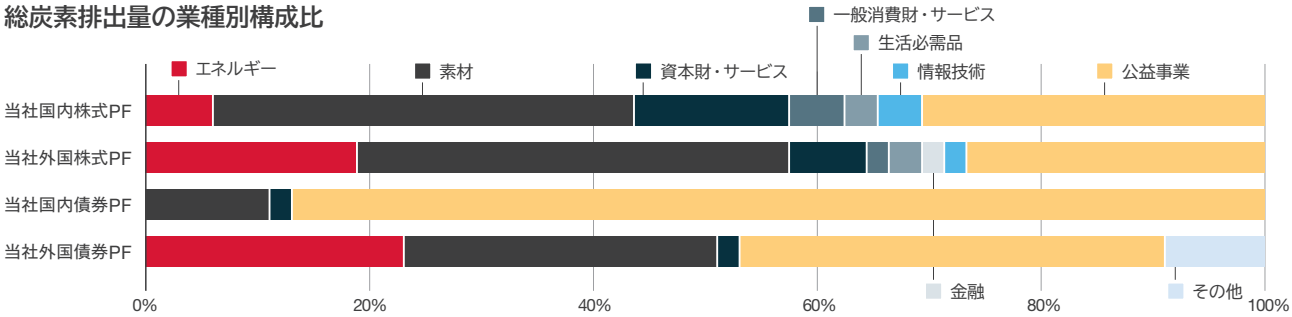
総炭素排出量





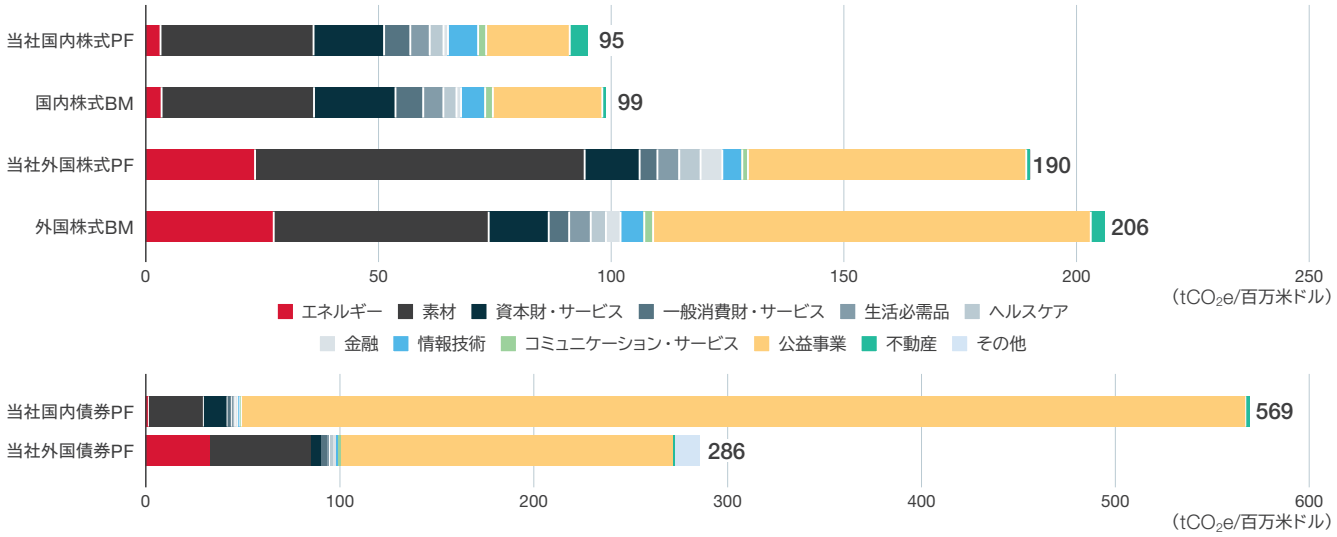
※ 株式は時価総額に対する当社持分、債券は調整企業価値（Adjusted Enterprise Value:時価総額+有利子負債）に対する当社持分を使用して、総炭素排出量を計算している。

総炭素排出量の業種別構成比



※ 業種分類はGICS（Global Industry Classification Standard: 世界産業分類基準）。構成比が1%未満の業種は図示していない。

加重平均炭素強度および業種別構成

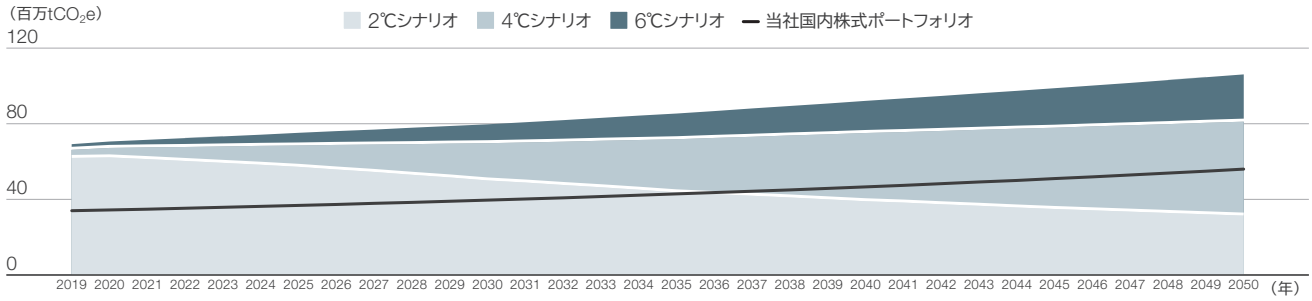


シナリオ分析

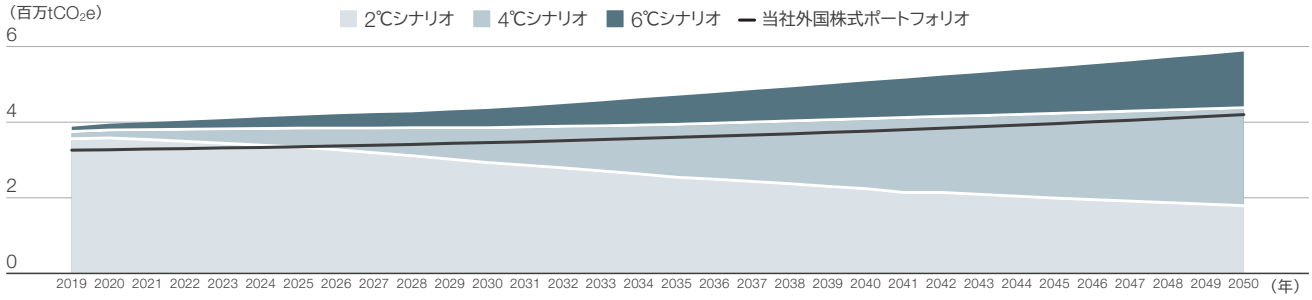
当社国内株式および外国株式ポートフォリオの総炭素排出量（本シナリオ分析ではスコープ1のみ）について、パリ協定において合意された2℃シナリオに加え、4℃シナリオ、6℃シナリオとの比較を行いました。これらの3つのシナリオは、IEA（International Energy Agency：国際エネルギー機関）の報告書において示されています。

シナリオ分析の結果、当社の外国株式ポートフォリオは国内株式ポートフォリオよりも早い時期に2℃シナリオで許容される総炭素排出量に達する可能性が高いことが確認できました。これは、当社外国株式ポートフォリオに、経済成長に伴いGHG排出量が多くなる新興国や開発途上国におけるエネルギー、素材、公益事業セクター等の株式が含まれているためです。また、当社の運用ポートフォリオには多くのパッシブ運用が含まれており、市場全体に対して気候変動対応を働きかけていくことの重要性が、この分析からも示唆されます。

当社国内株式ポートフォリオ



当社外国株式ポートフォリオ



リスク管理 Risk Management

当社は、気候関連リスクを移行リスクと物理的リスクに分類しています。企業の気候関連の移行リスクは当該企業のGHG排出量に大きく依存しており、TCFD提言に基づき、ポートフォリオの4指標（「指標と目標」参照）を計測し、ベンチマークや同業他社との比較を行っています。

これらに加え、当社はGHG排出量を企業の製品・サービスにおけるライフサイクル全体で分析することが重要であり、企業が開示するグローバルサプライチェーン全体での排出量や削減貢献量（Avoided Emissions）も補完的に活用しています。一方、企業の気候関連の物理的リスクは外部の情報ベンダーが提供するデータ等を利用しています。気候関連の移行リスクや物理的リスクは企業の開示情報や外部の情報ベンダーが提供するデータを参考としつつ、不足する部分については、エンゲージメントの中で気候関連リスクに対する企業の対応状況を直接ヒアリングしています。当社は2019年において環境関連のリスクと機会に重点を置いたESGエンゲージメントを国内で117件実施しています。

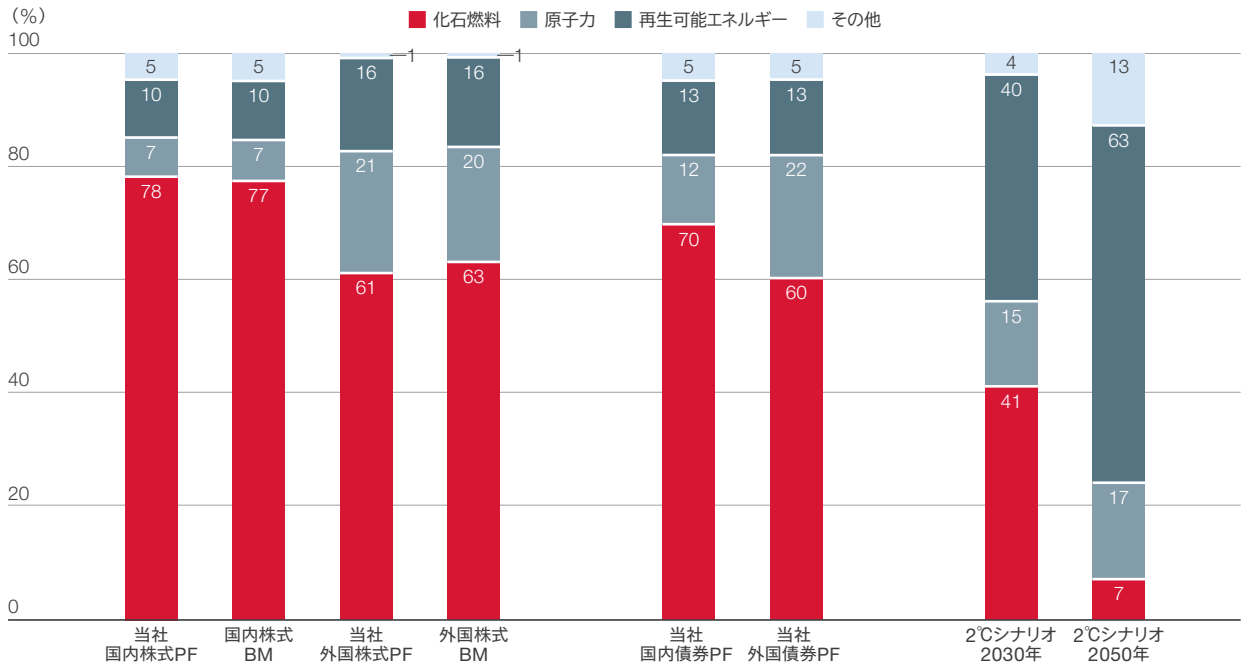
気候関連リスクの管理にあたっては、事務局の責任投資調査部が運用部のポートフォリオ・マネージャーや企業調査部のアナリストとも連携し、定期的にGHG排出量の計測やESGスコア等のモニタリングを実施しています。これらの分析結果は責任投資調査部から責任投資委員会へ報告された後、経営会議を通じて、取締役会に報告されます。気候関連リスクが当社のビジネスや経営戦略、財務計画等に重要な影響を及ぼすと判断した場合には、企業とのエンゲージメントの中で改善を促します。現在、当社では運用調査部門を中心に気候関連リスクの識別・評価および管理を行っていますが、会社レベルでの総合的リスク管理も検討しています。

移行リスク分析 電源構成比（ポートフォリオ、ベンチマーク、2℃シナリオ）

下記グラフは、当社ポートフォリオ、ベンチマーク、2℃シナリオにおける発電量ベースの電源構成を比較しています。2℃シナリオは、IEAの予測に基づき、2030年および2050年において、気温上昇を産業革命前に比べて2℃未満に抑制する可能性が高い電源構成を示しています。

当社国内株式および外国株式ポートフォリオの電源構成はベンチマークとほぼ同じである一方、2℃シナリオにおける2030年や2050年の電源構成と比較すると、化石燃料の比率が高いことが分かります。

当社では、投資先企業とのエンゲージメントを通じて、ポートフォリオにおける再生可能エネルギーの比率を高めることにより、化石燃料による移行リスクの軽減に努めるとともに、当社ポートフォリオにおける総炭素排出量や加重平均炭素強度の削減に繋げていきます。



物理的リスク分析

ISS社は業種および地域の物理的リスクを長期（Long Term）と災害（Catastrophic）の観点から分析しています。当社は、ISS社の分析結果を活用して、当社ポートフォリオにおける物理的リスク（急性、慢性）を業種・地域ごとに把握しており、業種・地域のアロケーションを検討する際に参考にしています。

当社ポートフォリオにおける業種・地域ごとの物理的リスクの分析結果は下記のとおりとなっており、物理的リスクが比較的高い業種や地域を確認することができます。

物理的リスク（急性）の業種分析

※表中の%は、当社の各ポートフォリオにおけるGICS業種ごとのウェイト合計

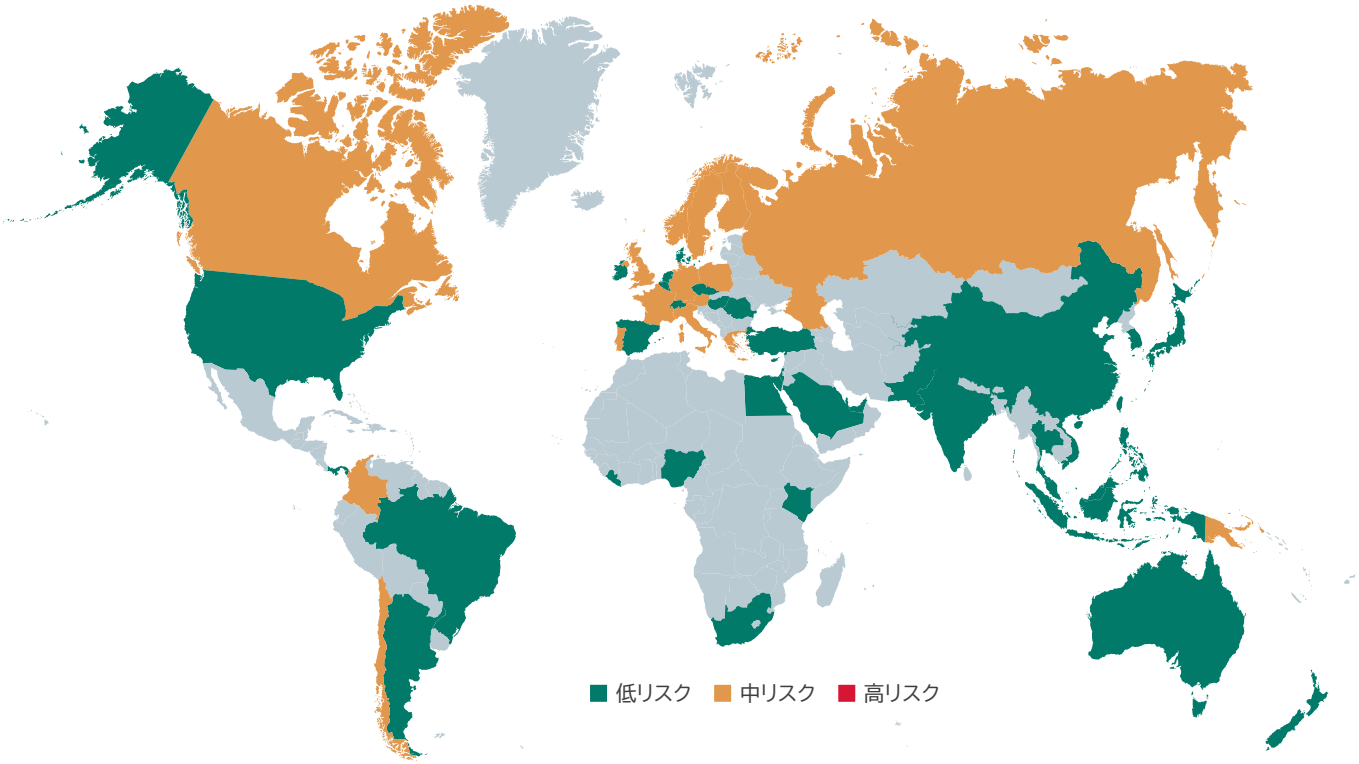
	エネルギー	素材	資本財・サービス	一般消費財・サービス	生活必需品	ヘルスケア	金融	情報技術	コミュニケーション・サービス	公益事業	不動産	その他
当社 国内株式PF	1%	6%	21%	18%	8%	9%	8%	13%	8%	1%	5%	0%
当社 外国株式PF	4%	3%	9%	8%	8%	19%	20%	16%	6%	4%	2%	0%
当社 国内債券PF	0%	4%	13%	10%	2%	0%	36%	2%	2%	27%	4%	0%
当社 外国債券PF	6%	4%	4%	6%	2%	3%	39%	2%	7%	4%	1%	22%

物理的リスク（慢性）の業種分析

	エネルギー	素材	資本財・サービス	一般消費財・サービス	生活必需品	ヘルスケア	金融	情報技術	コミュニケーション・サービス	公益事業	不動産	その他
当社 国内株式PF	1%	6%	21%	18%	8%	9%	8%	13%	8%	1%	5%	0%
当社 外国株式PF	4%	3%	9%	8%	8%	19%	20%	16%	6%	4%	2%	0%
当社 国内債券PF	0%	4%	13%	10%	2%	0%	36%	2%	2%	27%	4%	0%
当社 外国債券PF	6%	4%	4%	6%	2%	3%	39%	2%	7%	4%	1%	22%

■ 低リスク　■ 中リスク　■ 高リスク

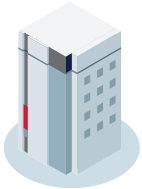
物理的リスクの地域分析（当社国内株式および外国株式ポートフォリオ）



気候変動に対する今後の対応

当社はTCFD提言のフレームワークに加え、ISS社のデータおよび分析手法を活用することにより、今後も当社ポートフォリオの気候関連リスク・機会を詳細かつ包括的に把握する方針です。特に、当社の国内株式および外国株式ポートフォリオの総炭素排出量や加重平均炭素強度はベンチマーク対比で少ないものの、シナリオ分析を通じて、各ポートフォリオの総炭素排出量が2°Cシナリオで許容される排出量に達してしまう可能性がある時期を確認することができます。また、移行リスクや物理的リスクの分析により、当社ポートフォリオの化石燃料に対するエクスポージャーの比率や物理的リスクに留意すべき業種・地域を認識することができます。

今後、当社はポートフォリオにおける気候関連リスクを軽減し、気候関連機会への投資を促進するために、投資先企業とのエンゲージメント等を通じて、以下の取り組みを推進します。



当社

- 当社が参画するPRIやTCFD、CA100+等の気候変動関連イニシアティブを通じた気候変動対策への積極的な取り組みや他の投資家との協働、ベストプラクティスの共有
- TCFD開示や気候変動に関連するESGインテグレーションの更なる高度化
- 気候変動関連金融商品の開発
- カーボンプライシングを活用した財務分析・バリュエーション手法の開発

投資先企業

- TCFDへの賛同、シナリオ分析やGHG削減目標を含めたTCFD提言に基づく気候関連財務情報開示
- 気候変動対策項目を役員報酬のKPIに設定
- SBT（Science Based Target）の認定取得またはコミット
- CDPへの情報提供、RE100への加盟
- インターナルカーボンプライシングの導入
- GHG排出量を製品・サービスのライフサイクルやサプライチェーンの中で評価することを可能にするスコープ3や削減貢献量の開示

Column　個別ファンドのGHG排出量モニタリング

これまでは、当社全体のポートフォリオについて、気候関連リスク・機会の分析・評価を説明してきましたが、個別ファンドでも、TCFDが推奨する下記の4指標を利用して、GHG排出量のモニタリングを実施しています。モニタリング結果は各運用担当者に共有されます。また、当社の責任投資委員会を通じて、経営会議や取締役会に定期的に報告されています。

ベンチマーク対比でGHG排出量が多い場合には、ファンド構成銘柄の寄与を確認し、投資先企業とのエンゲージメントの中で気候関連リスク・機会に対する認識を共有するとともに、GHG排出量の削減に向けた取り組みについて議論を行っています。

総炭素排出量（Total Carbon Emissions）

- ポートフォリオに関連したGHGの総排出量
- 単位はtCO_2e（CO_2 equivalent）

$$\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{投資額の時価 } i}{\text{投資先企業の時価総額 } i}\times\text{投資先企業のスコープ1・2のGHG排出量 } i\right)$$

カーボンフットプリント（Carbon Footprint）

- 総炭素排出量をポートフォリオの時価で割った値
- 単位はtCO_2e/百万米ドル（投資額）

$$\frac{\text{総炭素排出量}}{\text{ポートフォリオの時価}}$$

炭素強度（Carbon Intensity）

- 総炭素排出量をポートフォリオに割り当てられた投資先企業売上高で割った値
- 単位はtCO_2e/百万米ドル（売上高）

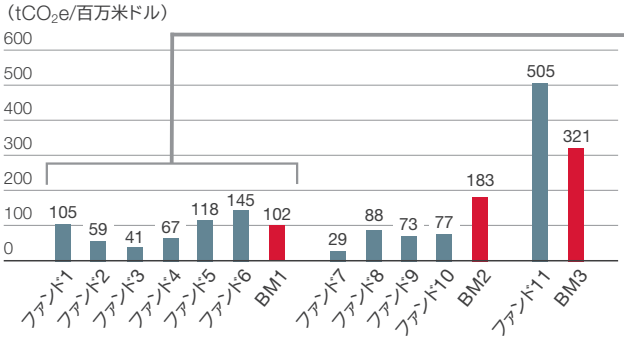
$$\frac{\text{総炭素排出量}}{\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{投資額の時価 } i}{\text{投資先企業の時価総額 } i}\times\text{投資先企業の売上高 } i\right)}$$

加重平均炭素強度（Weighted Average Carbon Intensity）

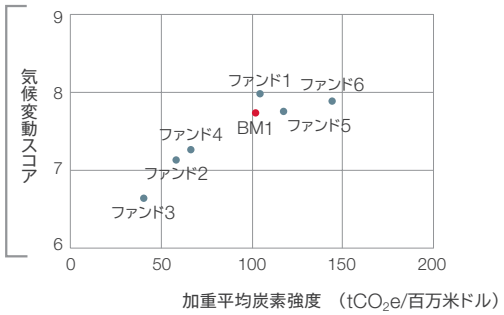
- ポートフォリオ内の各企業の売上高原単位を各企業のウェイトで加重平均
- 単位はtCO_2e/百万米ドル（売上高）

$$\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{投資額の時価 } i}{\text{ポートフォリオの時価}}\times\frac{\text{投資先企業のスコープ1・2のGHG排出量 } i}{\text{投資先企業の売上高 } i}\right)$$

加重平均炭素強度



加重平均炭素強度と当社独自の気候変動スコアの関係



野村アセットマネジメントが目指す

当社は、責任ある機関投資家として、お客様の資産形成を支え、豊かな社会の構築を目指しています。そのためには、投資先企業に持続的成長を促すなど、運用商品の品質を向上させ、より良い商品、サービスの提供に努める必要があります。

一方、投資先企業は調達した資金を効率よく活用し、持続可能な事業を行っていくことが求められます。当該企業の事業活動によって、従業員や取引先企業、株主を含む様々なステークホルダーは経済的価値を得ることができます。

インベストメント・チェーン

また企業は事業を通じて様々な環境・社会的課題を解決することにより、社会に受け入れられ、持続的な成長を可能とします。そして、最終的には、私たちに大切な資金を預けていただいている個人や年金などのお客様のリターンとなって反映されます。

こうした一連の「投資の好循環」を生み出すことにより、持続可能な経済成長と豊かな社会の実現が可能となり、最終的にはお客様の資産形成に繋がるものと考えています。

1 Engagement

財務および非財務の重要なリスク･機会について、企業と建設的な対話を行っています

投資先企業の中から、定期的なスクリーニングにより対象企業を選定し、
ESGの観点や重要テーマを踏まえてエンゲージメントを実施しています。
エンゲージメントに際しては、それぞれの高度な専門的知見を有するアナリストとESGスペシャリストが連携して臨みます。
投資先企業との相互理解がより深まるよう、また対話の果実がより建設的な内容になるよう、日々の活動を積み重ねています。

エンゲージメントの基本的な考え方

責任投資に関わる最高意思決定機関である責任投資委員会で策定した「運用における責任投資の基本方針」において「エンゲージメントの基本方針」を定めています。ここでは、その概要についてご説明します。

当社は、対象企業、およびその事業を取り巻く環境と将来への深い理解が、投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントのスタートであると考えています。そして、エンゲージメントを、スチュワードシップ責任を果たすための最も有力な手段の一つとして位置付けています。

当社のエンゲージメントの定義は、「会社に対する深い理解を基礎にしつつ、企業が望ましい経営を行い、企業価値向上と持続的成長を実現できるよう働きかけること」です。ESG課題を抱える企業に対して改善を求めることだけがエンゲージメントではありません。望ましい経営を進めている企業に対して、投資家として支持や賛同を直接伝えることもエンゲージメントの重要な役割であると考えます。当社はエンゲージメントに際して、「4つの基本スタンス」を大切にしています。

日々のエンゲージメント活動を通じて、企業の価値向上と持続的な成長をサポートすることは、お客様からお預かりした資産の中長期的な成長に貢献すると当社は確信しています。

4つの基本スタンス

1

友好的かつ建設的な姿勢で
対話に努めること

2

ESG課題への対応状況、更に
その背景にある戦略や哲学などを含めて、
非財務情報の理解に努めること

3

資本の効率的利用に関する
投資先企業の考え方を聞くとともに、
当社の考え方を伝えること

4

重大な不祥事・事故などが生じた際には、
原因や再発防止策を聞き、健全な
経営を促すこと

当社が考える望ましい経営のあり方

当社は企業価値の向上を実現するうえで、5つの要素（❶～❺）を重視しています（下図参照）。「運用における責任投資の基本方針」では「投資先企業の望ましい経営のあり方」として４点を定めていますが、この４点は下図で示した企業価値を支える5つの要素を網羅しており、これらを実践することにより企業価値の向上と持続的成長が実現されると考えています。

1 社会的責任への適切な取り組み
（=❸環境・社会問題への取り組み（ES））

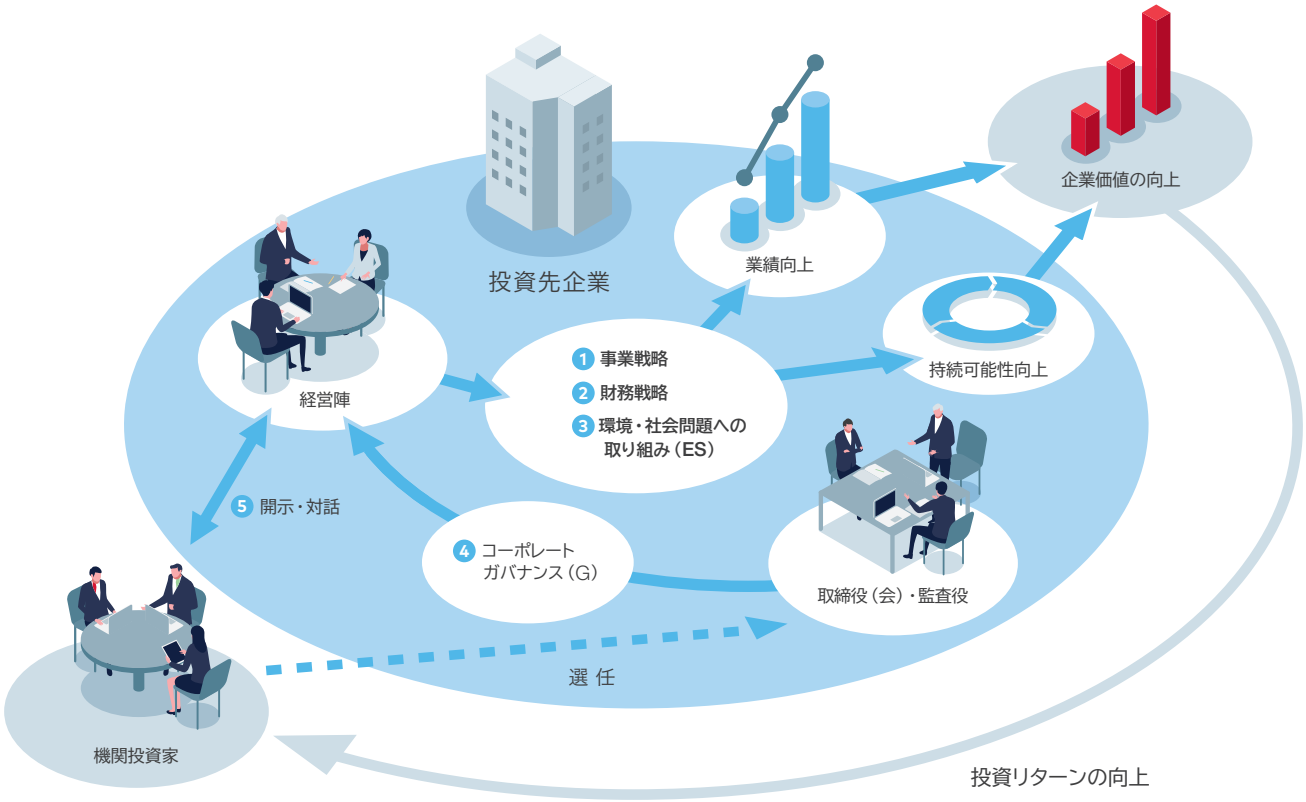
2 資本の効率的な活用による価値創造
（=❶事業戦略、❷財務戦略）

3 コーポレートガバナンス機能の十分な発揮
（=❹コーポレートガバナンス（G））

4 適切な情報開示と投資家との対話
（=❺開示・対話）

エンゲージメントで重要なのは下図❶～❺の一貫性です。「ガバナンスのためのガバナンス」や「形式的な環境・社会問題への取り組み」に陥らないようにしなければいけません。特に重要なのが❶❷事業・財務戦略の方向性や課題との整合性です。例えば❹コーポレートガバナンス（G）であれば、まずは事業・財務面の課題を投資先企業と共有し、次に課題を解決しようとする経営陣を監督するために何が必要か、ということを議論します。具体例を29頁に記載していますので、ご参照ください。

❸環境・社会問題への取り組み（ES）についても同様です。初めに事業を中長期にわたって持続的に成長させていくうえで重要な影響を与える課題（マテリアリティ）について、投資先企業と共有します。マテリアリティは事業特性によって様々ですが、典型的な例としては重厚長大型の製造業における気候変動問題、サービス業における従業員の働き方が挙げられます。その後、共有されたマテリアリティについて企業と深い議論を行います。具体的には、経営陣がどのような目標を掲げているのか、現場ではどのような取り組みをしているのか、取締役会はどのように関わっているのか、といった内容になります。社内で取り組むだけでは、社外にいる投資家やその他のステークホルダーには伝わらないので、適切な情報開示を働きかける場合もあります。



エンゲージメントのプロセス

国内株については、当社が株式を保有する日本企業約2,400社（2019年12月末）がエンゲージメントの対象です。当社の保有比率などの観点からスクリーニングを行い、通常の対話に加えて更に深掘りすべき重要対象企業を選定しています。企業数は300社を超え、東証一部の時価総額の約75%、当社の日本株投資額の8割以上をカバーしています。この中から、ESG課題や重点テーマを踏まえて優先順位を設定し、対話を行っています。また、投資先企業から対話の要望を頂くことも増えています。

エンゲージメントの進捗を管理する目的で、一つのテーマに関しての区切りを3年に設定したマイルストーン管理を行っています。時間軸を定めたPDCA進捗管理により、次回以降のスケジュールの策定や成果の評価などを効率的に行うことができます。成果については、ステージアップがあったかどうか、すなわち課題に対する改善プロセスが継続しているかについて測定しています。

当社のエンゲージメントは、1対1の直接対話が基本です。対話先は経営のトップ層（取締役・執行役）が全体の半数近くを占めており、テーマによっては専門部署の担当者とより深い対話を行います。対話の重点テーマの設定に際しては、担当アナリストとESGスペシャリストが意見を出し合って決めています。一つの重点テーマだけではなく、複数のテーマに関してエンゲージメントを行うのが通常です。

アナリストと経営トップとのミーティング

投資先企業との総コンタクト件数

（日本企業、2019年1月～12月）

約5,600件

うち社内の1対1の対話件数

2,100超

うち役員以上との対話件数

900超

エンゲージメント・ミーティング

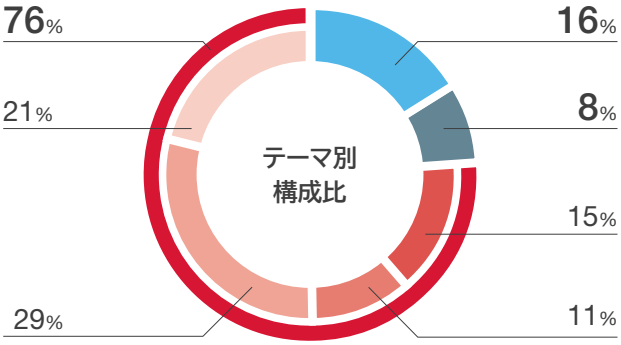
延べエンゲージメント・テーマ数（延べ件数）

2019年

793テーマ（399件）

2018年

656テーマ（345件）



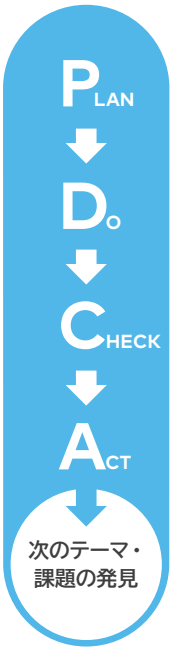
	比　率	テーマ数	前年同期
事業戦略	16%	128	116
財務戦略	8%	63	51
ESG関連ミーティング	76%	602	489
環境	15%	117	101
社会	11%	87	96
ガバナンス	29%	231	143
議決権行使関連	21%	167	149
合計		**793**	**656**

エンゲージメントとマイルストーン管理

エンゲージメントのテーマは❶事業戦略、❷財務戦略、❸環境・社会問題への取り組み(ES)、❹コーポレートガバナンス(G)、❺開示・対話の5つに分けられます。それぞれのテーマについて企業と議論し、課題を共有するとともに株主としての意見を伝えます。当社の意見について企業から説明を受け、意見の相違が見られない場合は、それまでの取り組みについて議論を行った後、そのテーマについてのエンゲージメントは終了となりますが、そうでない場合には次のステップに移ります。

エンゲージメントでは企業と投資家が互いに意見を述べ合い、議論が平行線をたどることも少なくありません。継続的に意見を伝えることは重要ですが、それだけでは進捗状況を把握できない状態に陥ってしまいます。そこで、当社では具体的なゴールを設定し、その実現に至るマイルストーンを管理することで進捗状況を把握するようにしています。マイルストーンは5段階、期間は3年を区切りとしています。ゴールと時間軸を明確化することで、PDCAを効果的に機能させることができます。実際のエンゲージメントでフォーカスするテーマは様々ですが、次頁では典型的な2つのパターンについて説明します。

PDCA進捗管理 プロセス



テーマ、課題の認識
対象企業の選定

エンゲージメント
ESG評価

マイルストーン管理
（記録・進捗評価）

成果のレビュー
方針の見直し

マイルストーン管理※1の事例（30頁参照）

		A社	B社	C社	D社
1	課題を投資先企業に伝える	■	■	■	■
2	企業が課題認識を共有	■	■	■	■
3	企業が課題に対応したプランを策定	■	■	■	
4	企業がプランを実施	■	■		
5	終了	■	■		
面談回数		3	3	2	1
期間※2		19か月	21か月	10か月	初面談

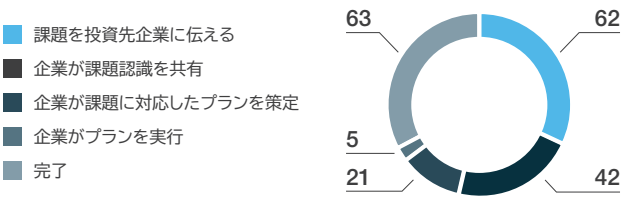
※1　1:課題の伝達、2:認識の共有、3:対応策の策定、4:対応策の実施、5:終了
※2　3年を目途としている

マイルストーン管理の状況（2019年12月末時点）

2019年のエンゲージメント件数は399件となりました。現在、マイルストーン管理の対象としているのは延べ193件となります。このうち63件はすでに「5.完了」となっています。

ゴールとして設定したテーマはコーポレートガバナンス(G)が最も多く、次いで環境・社会問題への取り組み（ES)、開示・対話の順になっています。事業戦略・財務戦略についてはパターン2の形式になることが多いため、議論した件数は多いのですが、ゴールを設定した件数は少なくなっています。

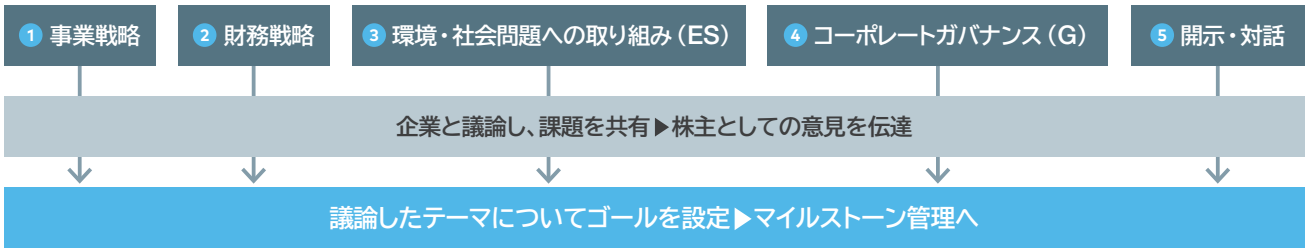
マイルストーンの状況（件数）



	事業戦略	財務戦略	環境・社会問題への取り組み(ES)	コーポレートガバナンス(G)	開示・対話
議論した件数	77	62	44	137	79
ゴールを設定した件数	0	2	40	115	36

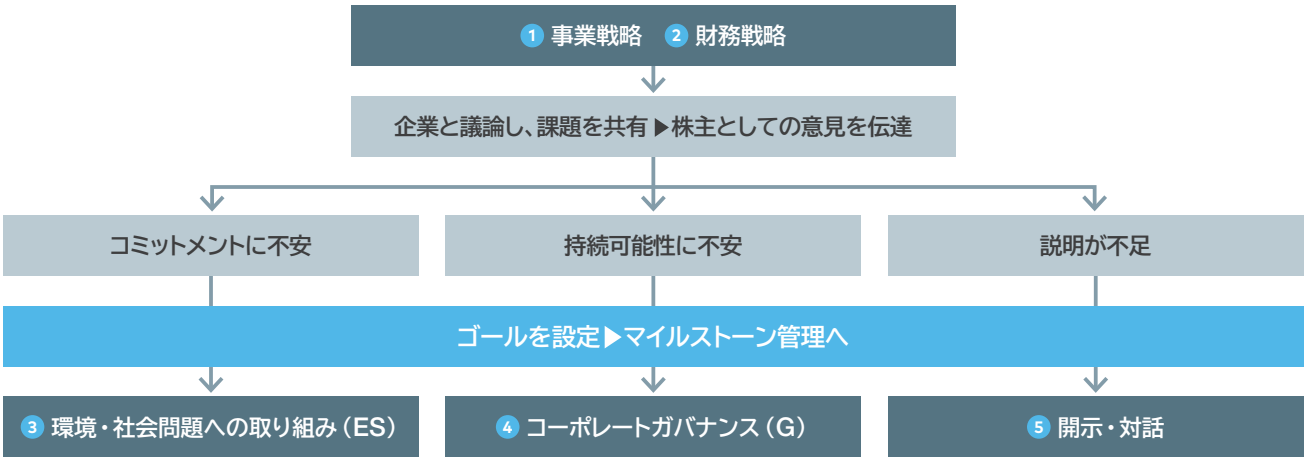
パターン1（個別のテーマについて議論し、マイルストーン管理）

例えば、④コーポレートガバナンスについて議論し、④コーポレートガバナンスについてゴールを設定してマイルストーン管理を行うパターンです。社外取締役に経営経験者がいない、指名・報酬に関する委員会を設置していないといった基礎的な内容が多くなります。この場合でも、①事業戦略や②財務戦略を含む企業の状況を念頭に置いたうえで、特に重要な事項についてゴールを設定します（例:30頁のB社）。なお、「個別のテーマ」といっても様々で、多くの場合、②財務戦略は①事業戦略と合わせて、⑤開示・対話は①～④のいずれかと合わせて議論しています。



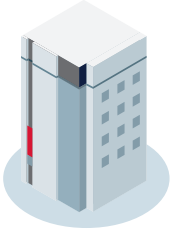
パターン2（①②事業・財務戦略について議論し、③～⑤についてマイルストーン管理）

企業価値に直結するのは①②事業・財務戦略ですが、この2つのテーマについては企業との議論が平行線になりがちです。企業にご理解いただいて当社の意見が受け入れられるのであれば良いのですが、意見の相違など明確なゴールが設定できないままではエンゲージメントを継続することが難しく、中長期的な企業価値向上や持続的成長は期待できません。そこで、③④ESGや⑤開示・対話など比較的ゴールとしやすいテーマを設定し、企業自ら実行していただくように促します（例:29頁のA社）。



エンゲージメントの事例

ここではエンゲージメントの事例を紹介します。A社については前頁で説明した典型的なパターン2に該当する事例です。ゴールとして設定したのは株式報酬の拡充というコーポレートガバナンスに関するテーマでしたが、A社の対応は、これを上回るものでした。



野村アセットマネジメント

面談者
アナリスト、ESGスペシャリスト

A社　卸売業

面談者
代表取締役常務執行役員 他

根底にある問題意識	財務戦略に関して議論したところ、経営陣の株価に対する意識が不十分であり、株価上昇を妨げているように見受けられた。

- 利益・キャッシュフローをステークホルダー間のバランスを保ちながら、どのように配分していくかが重要。
- 過去の投資実績は良いとは言えない。有利子負債削減を急ぐ必要もないのではないか。
- 貴社の業界に対する株式市場の評価は低い。同業他社では営業キャッシュフローを上方修正したのに配当見通しを変えなかったため、株価が大きく下がった。
- 経営陣は業績に対する意識は高いが、それを株主に還元する意識は高いとは言い難い。意識を高めるため、株式報酬を増やしてはどうか。

マイルストーン管理へ（右頁）

- 新しい株式報酬も開発されており、検討してほしい。
- 貴社は業績向上には熱心だが株主還元に対して保守的。
- 株式報酬型ストックオプションを導入していることは理解しているが、株主還元に対するインセンティブを強化する方向での報酬改革を進めてほしい。

- 財務レバレッジを引き下げるため、株主還元よりも成長投資や有利子負債削減を優先。
- 積極的な投資を継続したい。
- 配当と自己株式取得は全く別物。安定配当の方針だが、足元、急速に業績が回復したため配当性向が下がってしまった。
- 自己株式取得はレバレッジの修正のために使う。現状は資本が足りない。
- 考えたことがなかったので検討したい。
- 株式報酬型ストックオプションを導入しており、今でも株式報酬は多いと思っている。
- 役員報酬については足元で議論している。

自己株式取得を公表。

株主総会を経て株式報酬を導入。

上記に合わせて役員報酬の見直しを公表。変動部分を増やし、事業特性を反映するよう業績連動賞与を変更したほか、株式報酬に株価達成条件を付与。

今後の方針

継続して株主の意見を伝え、株主・株価に対する意識をモニタリングする。

エンゲージメント（マイルストーン管理）の事例

A社
卸売業

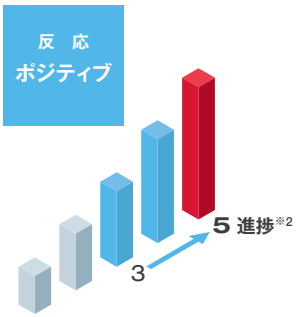
事業戦略
財務戦略
G
ES
開示・対話

課題　**役員報酬の見直し**
経営陣の株主・株価に対する意識を高めるため、株価に対するコミットメントの高い報酬体系が必要。

ゴール　株式報酬の拡充

面談者　代表取締役常務執行役員 他

完了日
2019年6月



B社
食料品

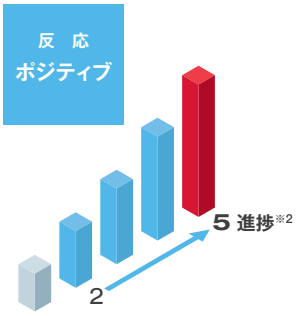
事業戦略
財務戦略
G
ES
開示・対話

課題　**取締役会のメンバー構成**
過去の不祥事の影響から、社外取締役の構成が「守り」に偏り。事業ステージの切り替わりを反映した構成への変更が必要。

ゴール　経営経験のある社外取締役

面談者　代表取締役社長 他

完了日
2019年6月



C社
化学

事業戦略
財務戦略
G
ES
開示・対話

課題　**非財務（特にES）情報の開示強化**
既存事業・成長事業ともにパーム油を原料とするが、認証油の調達などの取り組みに消極的な姿勢が見られた。十分な取り組みと情報開示が必要。

ゴール　パーム油の調達に関する情報開示

面談者　取締役専務執行役員 他

直近の面談日
2019年11月

D社
電気機器

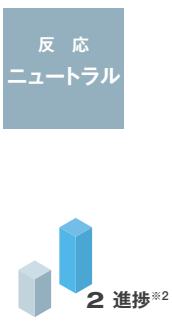
事業戦略
財務戦略
G
ES
開示・対話

課題　**非財務（特にES）情報の開示強化**
ESGに積極的に取り組むが、長期目標はCO_2の削減のみ。女性の活躍推進などより広いESG課題についても長期目標を示すことが必要。

ゴール　CO_2以外の長期目標の策定・公表

面談者　取締役常務執行役員 他

直近の面談日
2019年10月



※1　3年を目途としている　※2　1：課題の伝達、2：認識の共有、3：対応策の策定、4：対応策の実施、5：終了

外国株式エンゲージメント

当社は日本株式のみならず、外国株式においてもエンゲージメント活動の強化を続けています。6つの国と地域（日本、英国、シンガポール、香港、マレーシア、台湾）でスチュワードシップ・コードに署名し、それぞれの拠点の運用チームがグローバルに連携しながらエンゲージメントを進めています。企業のESG課題はグローバルな共通テーマが多く、海外の運用チームとの連携体制の強化は、外国企業のみならず、日本企業におけるエンゲージメント活動においても必要不可欠です。一方、国や産業ごとの法律や慣習、状況等により企業の実務レベルでのESG課題への対応は異なっています。また、日本株式と異なり、外国株式についてはその対象の国や企業数が多く、地理的な問題など物理的な障害が大きいのも特徴です。各運用拠点の専門性を生かしつつ、外部リソースの活用など、より効率的な体制作りを進めています。

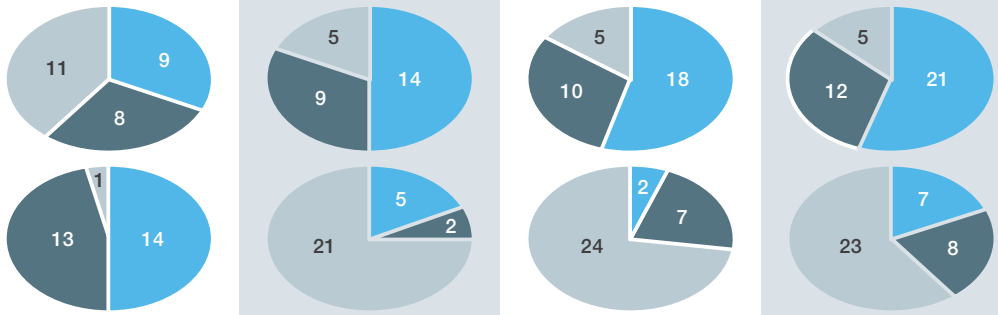
当社の海外拠点でも積極的にエンゲージメントを実施しています。2019年のエンゲージメント件数は合計で127件となりました。エンゲージメント内容としては、気候変動や自然資本など環境関連テーマが62件、社会的責任に関するテーマが39件、ガバナンス関連のテーマが26件となっています。各拠点の運用者やアナリストがエンゲージメント・テーマを決定し、企業とのエンゲージメントを実施しています。また、PRIなどが提供している協働エンゲージメント・プラットフォーム等を活用し、他の運用会社などと一緒に特定のテーマに関するエンゲージメントも行っています。

2019年の特徴としては、アジア地域におけるエンゲージメント件数の増加が挙げられます。アジアにおいてもESGの取り組みを積極化させている企業が増加しており、投資先企業とのESG課題に関するエンゲージメントを実施する環境は格段に改善しています。また、ESG要素を運用戦略へ取り込むインテグレーションの必要性を認識する運用者が増加していることも影響しています。

当社はSustainalytics（サスティナリティクス）社を海外におけるエンゲージメント・パートナーとしています（次頁を参照）。当社の保有銘柄からESG課題に直面している企業の重要度に応じて、エンゲージメントを委託、あるいは当社と協働でエンゲージメントを行います。2019年には250社を超える企業へのエンゲージメントを実施しています。一部で重複はありますが、当社の海外拠点と合わせると約300社の企業に対してエンゲージメントを実施しています。

海外拠点・サスティナリティクス社によるエンゲージメント数

	2019/1Q	2019/2Q	2019/3Q	2019/4Q
海外拠点による エンゲージメント数	28	28	33	38
サスティナリティクス社 によるエンゲージメント数※	48 うち先進国 33	75 うち先進国 40	63 うち先進国 46	71 うち先進国 26



※対象はMSCI ACWII ex Japan

Sustainalytics（サスティナリティクス、旧GES）社によるテーマ別協働エンゲージメント

海外拠点においても投資先企業へのエンゲージメントを行っていますが、外国株式におけるエンゲージメントは対象範囲が広範囲に及ぶため、実際の活動には地理的・人的な制約などが生じてしまいます。そのため、当社は2017年4月にGES社（現在はSustainalytics（サスティナリティクス）社のエンゲージメント部門に統合）を外国株式のエンゲージメント・パートナーとして採用しました。同社へエンゲージメントを委託、または協働でエンゲージメントを行っています。同社の提供するエンゲージメント・サービスは統合後に更なる機能強化がなされており、同社とのパートナーシップを活かして海外におけるエンゲージメント活動を進めています。

また、サスティナリティクス社と協働で特定のテーマに絞り、期間を区切って集中的にエンゲージメントを行う体制も導入しています。特定のテーマに集中してエンゲージメントを行うことにより、グローバルな視点で対象テーマの課題解決を図り、社会的なインパクトを創出するという「インパクト投資」としての側面もあります。現在は当初の「コーポレートガバナンス」に加え、「新興市場」、「気候変動」、「プラスチック・循環型経済」、「持続可能な水産物」に関するエンゲージメントを実施しています。

テーマ　新興市場に関するエンゲージメント

エンゲージメント方針

- 新興市場企業はESG関連のリスクが高いため、エンゲージメントを通じて企業に重大なリスクと機会に対処する戦略構築を促す
- 国の各種規制や国際基準への準拠
- 事業のリスク・機会の評価（製品・サービス等の管理・監督）
- 透明性と報告書(アニュアルレポートなど)による開示

対象企業

ESGリスクを把握した上で、業界や事業拠点ごとにESGリスクが最も高い企業を対象
また、機関投資家のための責任あるビジネス行動に関するOECDガイドラインに準拠

テーマ　気候変動に関するエンゲージメント

エンゲージメント方針

- CDPやTCFDといった主要な取り組みに準拠した透明性の向上
- 科学的なアプローチに基づく炭素排出目標の設定
- 2°Cシナリオに一致するような設備投資プラン
- 業界団体の指針を確実に行うための活動の透明性
- 低炭素社会を加速させる製品開発プロセス

対象企業

以下の基準で20社を上限に対象企業を選定

- 先進国と新興国において、業界をリードする企業の中でCO_2削減が遅れている企業
- 時価総額とカーボンフットプリントが大きい企業

テーマ　プラスチック・循環型経済に関するエンゲージメント

エンゲージメント方針

- プラスチック・リサイクルの実践による経済性と質的向上を企業に促す
- 企業の戦略的な焦点を再設計とイノベーションへのシフトに促す
- プラスチック製品の再利用性を拡大させる

対象企業

自動車関連、エレクトロニクス関連、消費財・パッケージング関連の21社を対象企業に選定

テーマ　持続可能な水産物に関するエンゲージメント

エンゲージメント方針

- 魚介類の持続可能性リスクを評価し管理するための企業のアプローチを確保
- 環境的にも持続的であること
- SDGsのゴールの12と14との関連性が高く、それに対応した企業への取り組みを促す

対象企業

6社を対象企業として選定
（自社と第三者から天然と養殖の魚介類を調達するグローバルな企業であり、かつ世界の水産会社売上高の上位10社以内）

外国株式エンゲージメント事例

台湾の資本財セクター企業

2019年11月 電話会議

ESG課題

海洋ゴミ（マイクロプラスチック）や、先進国から一部開発途上国への廃棄物移転問題などから、バージン・プラスチック削減が必要。

会社の取り組み

リサイクル・ペットボトルを利用した、スポーツシューズやスポーツウェアの販売、開発を進めている。

会社の認識

環境への配慮や、顧客であるグローバルなアパレルや食品会社の要請に応えるべく、リサイクル・プラスチックを利用した繊維製品開発を推し進める。

提案

リサイクル・ペットボトルの使用率を高めるとともに、技術的にリサイクルが難しい他の合成繊維リサイクル技術の開発推進と、その進捗の開示を求めた。

タイの食品セクター企業

2019年8月 電話会議

ESG課題

漁業分野における生態系保全・環境保護の推進、漁業者の労働環境改善などを通じて、より倫理的かつ持続可能な水産物調達・加工が必要。

会社の取り組み

世界的な海洋環境問題や労働者の人権問題への意識の高まりを受けた消費者からの要請を踏まえて、同社のサスティナビリティ戦略をもとに国際環境NGO（グリーンピース）と持続可能な水産加工・製造を推進するアクションプランに合意。乱獲・混獲防止や違法な労働慣行、人権侵害を抑止する監視システムの導入などを進め、水産業界のサプライチェーン全体の改善に寄与。

会社の認識

2016年に策定した包括的なサスティナビリティ戦略に沿って、環境保護、人権保護などの各種施策を推進する。

提案

アクションプランおよびサスティナビリティ戦略での取り組みの進捗状況の詳細な評価、開示を要請。また食品認証制度に係る訴訟問題への対応、問題認識について確認した後に、食品認証制度に関する情報開示とその対応策の策定を要請。

香港の金融セクター企業

2019年7月 訪問

ESG課題

従業員、特に保険販売員の高い離職率がどのように改善できるか、販売地域などコンプライアンスを遵守した販売活動をいかに徹底するか。

会社の取り組み

自己株式の付与、表彰システム、現場の職員による直接採用などで、従業員のモチベーションを高く保っていく方針。行動規範を従業員や保険代理店に対して定めることで、何を遵守すべきかを明確にする。

会社の認識

業界平均と比較して離職率が特別に高いという認識はないが、改善を目指す。コンプライアンスを逸脱した販売行為は見られていないが、コンプライアンス遵守を強化していく。

提案

従業員へ付与している追加的ベネフィットの開示や、社内アンケートによる従業員満足度の変化などの開示を提案。
行動規範に抵触した件数と、それに伴う罰則の内容を開示することで、外部にも改善度合いや徹底ぶりが分かりやすくなると提案。

中国の資本財セクター企業

2019年10月 訪問

ESG課題

会社としてマテリアリティを特定し、ESGへの取り組みを強化する必要がある。環境問題に関する目標値の設定や社内における腐敗防止のためのシステム構築など。

会社の取り組み

取締役会における女性の比率を上げるよう取り組んでいる。また、サスティナビリティ推進委員会の立ち上げや、サスティナビリティに関する定期的な報告を開始。

会社の認識

香港証券取引所のESG報告ガイドライン発表を待っている。公表後、ガイドラインに沿ってESGへの取り組みを進めていく予定。

提案

ESG指標の重要性を取締役会に認識してもらうことや、企業内部におけるESGへの取り組みを適切に外部へ発信していくことを求めた。

イニシアティブとの連携

Access to Medicine Foundation
Access to Medicine Index

2年に一度公表されるレポート

2019年、野村アセットマネジメントは、英国政府（UK AID）、オランダ外務省、オランダ厚生労働省、およびビル&メリンダ・ゲイツ財団が資金を提供する独立非営利研究財団であるAccess to Medicine Foundation（ATMF:医薬品アクセス財団）が2年ごとに実施するAccess to Medicine Index（ATMI）の署名機関となりました。

同財団は、10年以上にわたって製薬業界と連携し、中低所得国における現代の医療進歩による恩恵を受けられない何十億もの人々への医療アクセスの改善をもたらすことを、主要な目標として掲げています。ATMIは、世界の大手製薬会社20社によるグローバルな医薬品アクセスへの支援状況と、その達成度合いについてランキングを行っています。

現在、総投資資産で13兆ドルを超える95の資産運用会社が、資産運用やその管理のためのツールとしてATMIを使用し、支援を行っています。

当社は、ATMIの署名機関として、責任ある機関投資家としての立場を生かし、製薬会社による活動の改善と社会的な影響力の拡大を推進させることにコミットしています。特に、グローバルな製薬会社が責任を持って、現在使用できる薬への中低所得国におけるアクセスが可能となり、更に拡大するようにエンゲージメントを行っています。

Access to Medicine Indexによる2018年ランキング一覧

順位	社名	ATMインデックス得点
1	GlaxoSmithKline plc	4.01
2	Novartis AG	3.21
3	Johnson & Johnson	3.05
4	Merck KGaA	2.90
5	Takeda Pharmaceutical Co. Ltd.	2.75
6	Novo Nordisk A/S	2.68
7	Sanofi	2.49
8	Eisai Co. Ltd.	2.48
9	AstraZeneca plc	2.48
10	Roche Holding AG	2.38
11	Pfizer Inc.	2.34
12	Merck & Co., Inc.	2.32
13	Gilead Sciences Inc.	2.29
14	Boehringer Ingelheim GmbH	2.11
15	Bristol-Myers Squibb Co.	2.03
16	Bayer AG	1.88
17	AbbVie Inc.	1.88
18	Daiichi Sankyo Co. Ltd.	1.77
19	Astellas Pharma Inc.	1.46
20	Eli Lilly & Co.	1.27

（出所）Access to Medicine Index 2018

Message

UK拠点
リード・ポートフォリオ・マネージャー兼アナリスト
アレックス・ロウ

野村アセットマネジメントは、ATMIおよびその署名機関を代表してグラクソ・スミスクライン社との共同リードインベスターを務めており、同社とATMFとの継続的な対話を通じて、医薬品アクセスの成果が更に改善するよう働きかけています。

ATMFによる投資家主導の企業エンゲージメント・プログラムは、医薬品会社へ投資をしている投資家が医薬品アクセスに関する製薬会社との議論に直接的に参加することにより、世界的に医薬品アクセスへの関与を強化するための協調的な取り組みを進めることを目的としています。

2019年12月、グローバル・サスティナブル株式ファンド（55頁参照）のリード・ポートフォリオ・マネージャーである私は、他の13社のグローバル資産運用会社とともに、グラクソ・スミスクライン社との電話会議による協働エンゲージメントの議長を務めました。

経済発展段階にある国々に対する医薬品アクセスに関する戦略など、様々な問題に焦点を当てて、同社との間で非常に活発な意見交換を行いました。

この協働エンゲージメントは、医薬品アクセスに関する投資家コミュニティにおける企業責任の重要性を強固なものにするとともに、ATMのグローバルな成果を向上させる活動をサポートすることになります。

当社は、現在、ATMと投資家によるエンゲージメント結果について議論し、エンゲージメント・プログラムを次の段階へ進めているところです。グラクソ・スミスクライン社およびその他の投資家と協働して、医薬品アクセスの重要性が高まるように継続的に取り組んでいきます。

（2019年12月現在）

債券エンゲージメント

当社は、社債投資においても運用プロセスの一環として、発行体とのエンゲージメントを実施しています。ESGの要素を社債投資においても運用プロセスに統合することは、リスク管理の強化に繋がるとともに、より安定したリターンの獲得に貢献すると考えており、エンゲージメントはその重要な手段のひとつと考えます。

近年、多くの発行体が資金調達手段の一環として継続的に社債を発行していることや、低金利環境で発行年限が長期化していることを踏まえると、社債投資においても企業の持続可能性は重要なテーマです。重要性の高いESG課題に対処できるか否かは、発行体の業績や資本コストなどに直結する問題であり、企業の信用リスクに大きな影響を与えます。投資先企業の経営陣にエンゲージメントを通じて持続可能性を高める働きかけを行うことは、社債投資においても重要な取り組みであると考えています。

現在、当社の債券運用におけるエンゲージメントでは、社債の発行体に対してESG要素に関する当社の問題意識を伝え、持続可能性への考慮を促すことを中心にしています。クレジット・アナリストは、当社独自の定量評価モデルおよび定性的な調査に基づき、個々の発行体の信用力にとって重要性の高いESG課題を決定した上で、面談や取材を通じて企業と認識を共有して、開示の充実や課題の改善について議論を行います。

継続的なエンゲージメントの結果、信用力に影響を与えるESG課題について改善の兆しが見られた場合には、積極的に投資を行います。反対に、納得のできる回答が得られず、適切に対処されていないと判断した場合には、社債への投資を見送る、投資比率を引き下げるといった判断を行います。

企業の資金調達手段のひとつである社債は、様々な年限でかつリファイナンスを前提に発行されることも多く、クレジット・アナリストによるESGエンゲージメントは、発行体企業の資金調達方針に高い影響力が期待できるとも言えます。また、近年ではグリーンボンドなどESGに特化した資金調達も盛んになってきています。議決権を持たない債券投資家であっても、経営の意思決定に影響を与えることで、企業価値の向上に貢献できると考えています。債券投資家もより広範に責任投資に取り組むことで、企業の変革を後押ししていきたいと考えています。

主なエンゲージメントのテーマ

E Environment	S Social	G Governance
温室効果ガス排出	製品の安全性	企業理念・倫理
水資源管理	地域社会への貢献	取締役会の機能
廃棄物処理	労働慣行	法令順守

クレジット・アナリストによるエンゲージメント例

日本の通信セクター企業

2019年11月 電話会議

ESG課題

従業員の高い離職率とコンプライアンスを重視した販売活動

会社の認識

過度な販売目標と実績至上主義の企業風土は、会社を取り巻く環境、価値観の変化によって、リスクを高めていると認識。

会社の取り組み

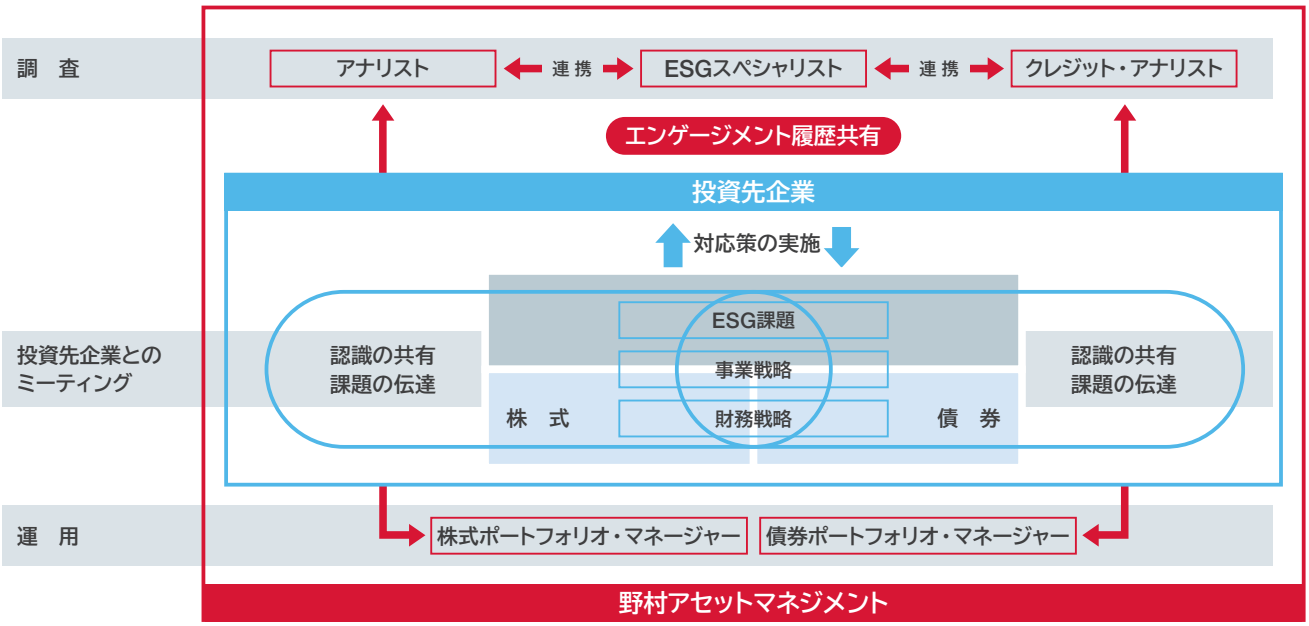
残業規制、目標設定の見直し、コンプライアンス研修を徹底させており、組織風土や従業員の働き方は従来から大きく変わっている。それに伴い離職率も改善している。

提案

当社については社債市場でESGの観点で超過スプレッドが要求されていることを伝え、この課題を含めESGに関する情報発信を増やすよう提案した。

エンゲージメントにおける株式運用と債券運用の協働

すでに投資先企業とのエンゲージメントで先行している株式部門との連携も強化しています。投資先企業との関係においては、債券と株式では視点が異なったり、利益が相反したりすると一般的に言われます。しかし、「持続可能性」という観点から企業リスクを評価する点では債券と株式で共通であり、企業価値の向上という目指す地点も同じです。こうした考えに基づき、当社の債券、株式の両部門では普段から発行体のESG課題、エンゲージメントに関する情報を共有しており、投資先企業に対するエンゲージメントにアナリストやESGスペシャリストと共にクレジット・アナリストも参加するなどの協業を進めています。



クレジット・アナリストとESGスペシャリストによる協働エンゲージメント

発電部門を保有する事業会社

2018年12月 対話実施

ESG課題

事業部門として石炭火力発電施設を保有しており、世界的な脱炭素を背景とした気候変動問題への取り組み。また、気候変動問題への取り組みに関する情報開示。

会社の取り組み

電力の安定供給に向けた安全操業への取り組みを継続。地域への環境負荷低減のための取り組みを積極的に行っている。
また、気候変動問題へ対応するために、現状の設備の変更等について検討する必要性を認識。

会社の認識

政府が提示しているエネルギー供給の基本計画に則り火力発電事業を継続し、安定的なエネルギーの供給が必要。

提案

石炭火力に対する金融機関の認識の変化を背景に、今後、運転資金や市場での資金調達などに注意する必要があることを伝達。また、TCFDに準拠した気候関連の情報開示に対応できるような取り組みが必要であることを伝えた。

火力発電設備を保有する事業会社

2019年12月 対話実施

ESG課題

水力発電など再生可能エネルギーによる発電施設を多く抱える一方で、火力発電所の比率も一定程度保有。CO_2削減に向けた取り組みや情報開示について。

会社の取り組み

気候関連の情報開示やTCFDのシナリオ分析への取り組みを進め、次回の統合報告書で公表できるように対応を進めている。新しい技術を使った石炭火力発電の実証実験を進めることで、脱炭素に合致した発電施設の稼働を目指し、電力の安定供給と脱炭素へ向けた取り組みを推進。

会社の認識

気候変動問題への対応としての火力発電の在り方について議論を進めている。水力や風力発電など再生可能エネルギーによる発電にも注力している。

提案

再生可能エネルギーへの充実した取り組みをレポートだけでなく、投資家ミーティングにおいても積極的に伝えることが大切であることを伝達。金融機関や市場での資金調達環境の急速な変化への対応、資金調達方針に関するリスクについての議論を継続したい旨を伝えた。

2 Proxy Voting

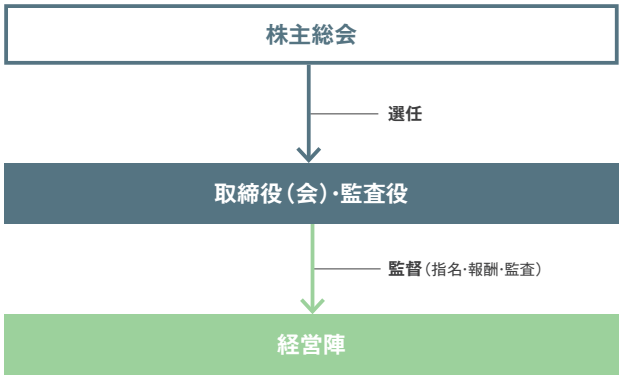
堅牢な意思決定プロセスにより、規律と実効性を重視した議決権行使

投資先企業の株主総会において、取締役選任をはじめとする様々な議案に対して議決権を行使します。
議決権行使ガイドラインに則り規律ある行使を心掛けていますが、定性判断を要する議案については、
企業価値の向上や実効性の高いコーポレートガバナンスに繋がるよう、徹底的な議論を行っています。
また、責任投資諮問会議を設置し、リアルタイムで利益相反を管理する体制を構築しています。

議決権行使に対する基本的な考え方

議決権行使において注目するのは投資先企業のコーポレートガバナンスです。その基本的な構造は、株主総会で取締役・監査役を選任し、取締役・監査役が指名・報酬・監査を通じて経営陣を監督する、というものです。そのため、議決権行使で特に重要なのは取締役の選任（指名）、役員報酬（報酬）、監査役の選任（監査）の3つになります。加えて、日本企業の場合には現預金を多く保有する一方、配当や自己株式取得といった株主還元に消極的である、との批判を受けるケースが多いため、剰余金処分も重要です。また、近年は株主提案が増加している点も見逃せません。法規制の違いから、日本では欧米よりも株主提案が容易であり、かつ企業経営に直接的に影響を与える内容が多いため、慎重な対応が必要になります。当社では、議決権行使を投資先企業に対するエンゲージメントの一環と位置付け、当社独自の議決権行使ガイドラインに則り、すべての投資先企業について議案の判断を行っています。議決権行使が「ガバナンスのためのガバナンス」の要求になることのないよう、議決権行使ではその時々における「必要最低限のライン」を示すにとどめ、それ以上の内容については投資先企業の状況を踏まえ、エンゲージメントを通じて働きかけることとしています。一方で、結果責任については議決権行使を通じて厳格に判断することとしており、経営実績が芳しくない場合や、不祥事等があった場合は会社提案に反対することがあります。

コーポレートガバナンスの基本的な構造



議決権行使のプロセス

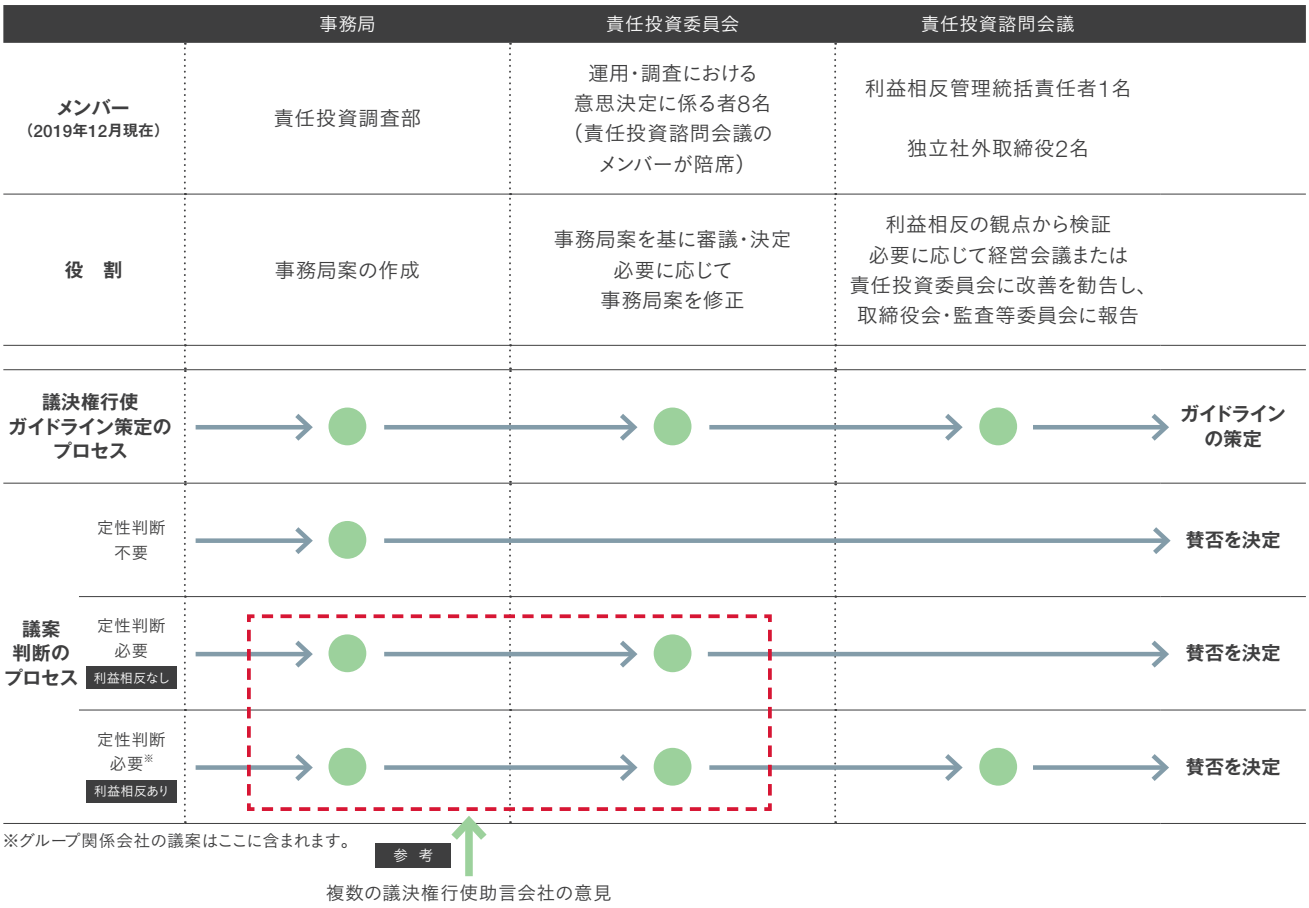
議決権行使におけるプロセスは下図の通りです。意思決定の最高機関である責任投資委員会に加えて、利益相反を防止するため、責任投資諮問会議を設けています。利益相反管理の体制については41頁をご参照ください。

最初に、議決権行使ガイドラインの策定プロセスについて説明します。事務局が作成した案を基に責任投資委員会で審議し、必要に応じて事務局案を修正したうえで決定します。責任投資諮問会議は責任投資委員会の後に開催され、利益相反の検証を行いますが、責任投資諮問会議メンバーが責任投資委員会に陪席することで、審議・決定の過程から利益相反の監視を行っています。意思決定の結果を事後的に検証するのではなく、意思決定の過程に利益相反の監視・検証を組み込んでいるのが当社の特徴です。

次に議案判断のプロセスは、大きく3パターンに分けられます。議決権行使ガイドラインに則って判断可能（定性判断が不要）な議案については事務局が賛否の決定を行いますが、その他の（定性判断が必要な）議案については責任投資委員会を開催し、審議・決定します。更に利益相反を伴う議案については議決権行使ガイドラインの策定時同様、責任投資諮問会議を開催し、複数の議決権行使助言会社の意見も参考にしつつ、利益相反の監視・検証を行います。責任投資委員会および責任投資諮問会議は年４回の定例開催に加え、必要に応じて臨時開催を行っており、2019年はそれぞれ合計で18回、4回開催しました。

議決権行使プロセスの特徴	
規　律	議決権行使ガイドラインに則って 議案を判断
堅牢性	責任投資委員会を中心とする 堅牢な意思決定プロセス
徹底的な議論	事務局案の追認ではなく、 責任投資委員会自身が賛否を判断
利益相反の管理	責任投資諮問会議による リアルタイムの監視

※責任投資委員会については、3〜4頁もご参照ください



日本企業に対する議決権行使基準の概要

当社の日本企業に対する議決権行使基準（議決権行使基準）の概要についてご説明します。詳細は当社Webサイト※をご参照ください。

議決権行使ガイドラインの構造

議決権行使基準とその概要	以下の場合、会社提案に反対します
コーポレート・アクションや結果責任は厳格に判断 経営陣・取締役会の判断や結果責任については精査のうえ、厳格に判断します	■M&A等のコーポレート・アクションにおいて少数株主の利益が保護されない場合 ■株主価値を大きく毀損する行為（不祥事等）が認められる場合 ■株主資本利益率（ROE）が低迷している場合
取締役（会）の構成 経営陣の監督のために、一定数の社外取締役が必要です。特に支配株主のいる会社（上場子会社等）では支配株主との利益相反が懸念され、より高い水準が求められます。	■社外取締役の人数が最低限の水準を下回る場合（詳細は41頁参照）
社外取締役の独立性 経営陣を監督するため、社外取締役には一定の独立性が求められます。なお、実効性を優先するため、当社では独立性について過度に厳しい基準にならないようにしています。	■独立役員としての届け出が確認されない場合 ■大株主となっている会社に在籍したことがある場合
社外取締役の実効性 社外取締役は、経営陣を実効的に監督することが求められます。	■取締役会への出席率が75%未満の場合 ■経営陣幹部の選解任や会社と経営陣・支配株主等との利益相反の監督等、期待される役割を果たさなかったことが明らかである場合
適切な報酬ガバナンス 役員報酬の決定プロセスには透明性が求められるため、適切な監督（＝報酬ガバナンス）が機能することが求められます。	■社外取締役が過半数に満たず、かつ独立性のある報酬委員会が設置されていない企業で、一定の水準以上の役員報酬や役員退職慰労金に関する議案が付議される場合
適切なインセンティブ 経営陣に対するインセンティブとして株式報酬は重要ですが、適切な設計になっていないと逆効果になる可能性があります。	■経営陣に対して短期志向を促しかねない設計になっている場合 ■支給対象者が適切でない場合 ■過度な希薄化に繋がる場合
金融資産の有効な活用 企業価値向上のために金融資産を有効に活用することが求められます。	■金融資産を有効に活用しておらず、かつ株主還元（配当・自己株式取得）が適切でない場合

※ http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/pdf/vote_policy.pdf

議決権行使基準改定（2019年11月）のポイント

コーポレートガバナンス改革は形式から実効性の段階に移行しています（46頁参照）。日本企業には指名・報酬や経営陣・大株主との利益相反の管理といった監督機能の強化が求められており、2018年11月の改定では報酬委員会や社外取締役に期待される役割（経営陣幹部の選解任や利益相反の監督等）に関連した項目を新設しました。今回の改定も監督機能の強化を重視する内容になっています。主な変更点は以下のとおりです。

1. 監督機能を強化するため、社外取締役の人数について最低限の水準を引き上げる。

機関設計		改定前	改定後
監査役設置会社	支配株主がいない	2名	2名。但し、取締役の人数が12名超の場合は3名。
	支配株主がいる（上場子会社等）	過去3期の平均ROE8%以上：2名 過去3期の平均ROE8%未満：1/3	1/3
監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社		2名	1/3

2. 最低限の報酬ガバナンス（社外取締役が過半数または独立性のある報酬委員会を設置）が整備され、監督が機能している場合は希薄化の上限を10%とする（改定前は報酬ガバナンスの状況を問わず5%）。

3. 取締役選任を求める株主提案の増加・多様化を反映し、会社提案と同列に判断するよう変更する（改定前は会社提案による提案者が適切な場合は株主提案に反対）。

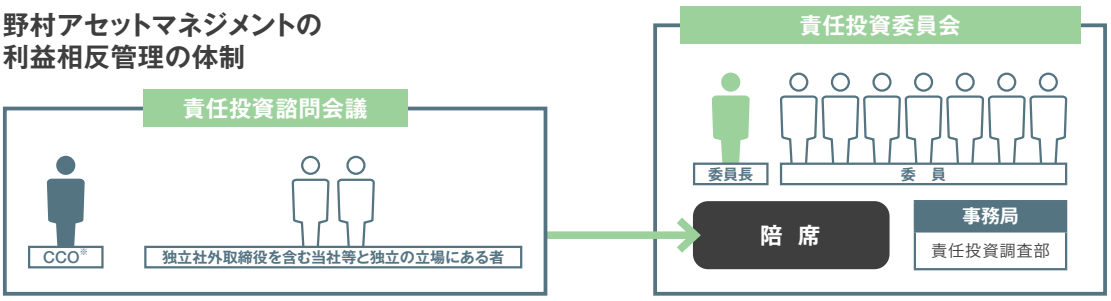
4. 企業再編・資本政策を判断する要因として少数株主との利益相反の可能性や少数株主の利益保護の取り組みの重要性が高まっているため、基準にその旨を明記する。

利益相反管理の体制

最高意思決定機関である「責任投資委員会」の委員は、原則として運用・調査における意思決定に係る者のみとし、利益相反の立場にある者またはそれを代弁する可能性のある者を除外します。また、監査等委員会のもとに、利益相反管理統括責任者と、独立社外取締役を含む当社等と独立の立場にある者のみによって構成される「責任投資諮問会議」を設け、特に利益相反を伴う議決権行使等のスチュワードシップ活動については、利益相反によりお客様の利益が損なわれることなく意思決定されるよう監視する体制としています。

責任投資諮問会議は、必要に応じて、経営会議または責任投資委員会に改善を勧告し、その内容を取締役会および監査等委員会に報告します。更に、責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーが陪席し、利益相反の観点から問題がある場合は速やかに意見を述べることができるようにすることで、責任投資諮問会議がスチュワードシップ活動に係る利益相反を適切に監視し、未然に防止できます。

野村アセットマネジメントの利益相反管理の体制



※チーフ・コンフリクト・オフィサー（利益相反管理統括責任者）

2019年1月～12月 日本企業に対する議決権行使

2019年1月～12月の日本企業に対する議決権行使結果は以下のとおりです。特に断りのない限り会社提案に対する反対比率と反対した理由を記載しています（株主提案の場合は賛成比率と賛成した理由）。

取締役の選解任

社外取締役候補者の独立性が確認できない、業績不振、不祥事等

議案数 18,438

5%

監査役の選解任

社外監査役候補者の独立性が確認できない等

議案数 2,963

16%

会計監査人の選解任

当局から処分を受けて間もない監査法人が候補者になっている

議案数 58

2%

役員報酬

株式報酬について支給対象者に社外取締役や監査役が含まれる、譲渡制限期間が3年未満等

議案数 856

29%

退任役員の退職慰労金の支給

支給対象者に社外取締役や監査役が含まれる等

議案数 191

84%

剰余金の処分

キャッシュリッチ企業でROEおよび株主還元率が低い

議案数 1,593

5%

組織再編関連

少数株主の利益保護の観点から問題がある等

議案数 44

5%

買収防衛策の導入・更新・廃止

買収防衛策の導入・更新に関わる全議案（廃止1議案に賛成）

議案数 78

99%

その他資本政策に関する議案

株主価値への影響が明確でない増資・自己株式の拠出

議案数 65

3%

定款に関する議案

取締役会議長と最高経営責任者（CEO）が分離されない等

議案数 590

3%

合計 会社提案

上記参照

議案数 24,878※

8%（反対比率）

※上記に含まれない「その他の議案」2件を含む。

合計 株主提案

コーポレートガバナンスの向上に資すると考えられる等

議案数 157

17%（賛成比率）

参考

外国企業に対する議決権行使結果 2019年1月～12月

	賛　成	反　対	合　計	反対比率
会社提案	18,814	3,330	22,144	15%
株主提案	677	225	902	25%
合　計	**19,491**	**3,555**	**23,046**	**15%**

定性的な議案判断の事例

近年、上場子会社のコーポレートガバナンスが注目されています。親会社が議決権の過半数を保有して実質的に経営を支配する権利（支配権）を持つことから、その他の株主（少数株主）との利益相反が懸念されるためです。当社も議決権行使基準において上場子会社に対して1/3の社外取締役を求めており、一段厳しい内容にしています。

では、上場子会社はどのように生まれるのでしょうか。典型的なのは（1）子会社を上場する、あるいは上場会社の株式の過半数を取得して子会社化するといった形式ですが、（2）第三者割当増資や株式交換によって上場子会社が生まれることもあります。（1）の場合は株主総会は開催されませんが、（2）の場合は株主総会が開催され、議案が付議されるのが通常です。ここでは、（2）の場合にどのような判断をしたのか、ご説明します。

議案の概要

賛成した事例（事例1）、反対した事例（事例2）を1つずつ取り上げます。形式こそ異なりますが、いずれもS社がP社の上場子会社となる事例であり、S社の株主総会に付議されました。詳細は右頁図をご覧ください。

議案判断のプロセス

まず議決権行使ガイドラインを参照します。事例1、2では以下の基準※1が適用されましたが、定性判断を要するため、責任投資委員会で審議しました。なお、両事例とも野村アセットマネジメントに利益相反が生じない議案だったため、責任投資諮問会議は開催していません。

企業再編・資本政策（合併、買収、事業譲渡・譲受、会社分割、増資等）

企業再編・資本政策に係る議案については、その内容、経済的な条件（プレミアムを含む）、株主価値への影響、経営判断の根拠および合理性、開示状況等を総合的に考慮し、適切と判断される場合には賛成し、それ以外の場合には反対する。企業再編・資本政策に関して一般株主が株式、金銭等の対価を受け取る場合は、かかる賛否の判断に当たって、対価の適正性を重視する。

※1 両事例を踏まえ、本基準は 2019年11月に改定しています（41頁参照）。
上記は改定前のものです。

議案判断の結果

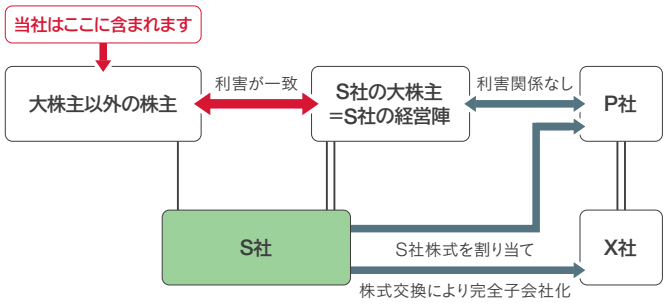
このような事例では支配権に対するプレミアム※2の適正性が重要な論点となります。両事例ともにプレミアムが実質的にゼロであり、かつ独立委員会が外部の専門家の意見・情報を活用してプレミアムの適正性を検証するという対応を行っていないため、慎重に検討する必要がありました。

賛否を分けたのは、S社の経営陣と大株主以外の株主の間の利益相反の有無でした。事例1については経営陣と大株主以外の株主の利害が一致していることから会社の意見を尊重して賛成、事例2については経営陣に利益相反の懸念があるため、独立性の高い専門家や委員会による検証がない中で会社の意見を尊重することはできず反対、との結論に至りました。

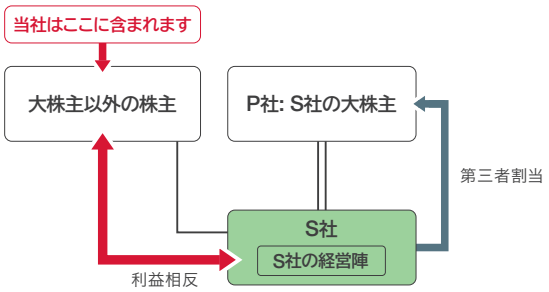
※2 P社が公開買付けによりS社の株式の過半数を取得する場合、直前の株価に上乗せした価格を支払うのが通常です。これは支配権を得る対価と考えられ、上乗せ分を「プレミアム」と言います。株式交換や第三者割当増資の場合は新たに株式を発行するなど公開買付けとは異なる部分もありますが、プレミアムの適正性が重要な論点であることに変わりはありません。

定性判断の事例（S社の株主総会）

事例1: 賛成



事例2: 反対



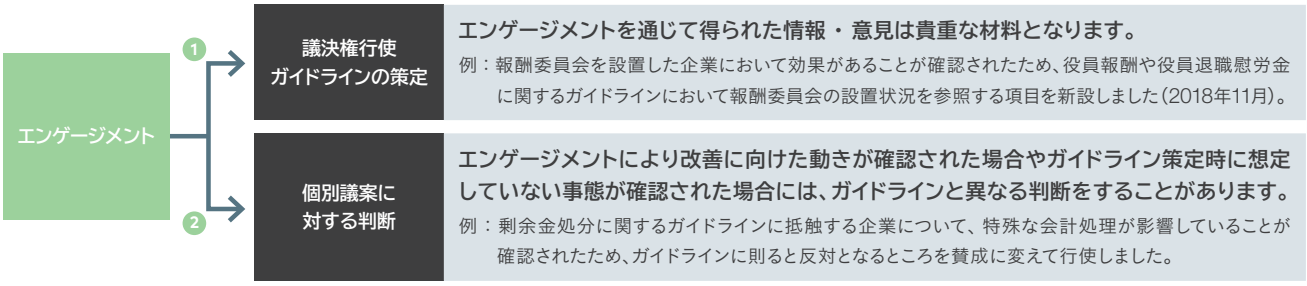
	事例1: 賛成	事例2: 反対
形式	X社はP社の完全子会社でした。 P社が保有するX社株式をS社株式と交換することで、 P社はS社の株式の過半数を取得して親会社となります。	第三者割当によってP社に株式を発行します。 P社はS社の株式の過半数を取得して親会社となります。
経営判断	事業上のシナジーが認められ、 合理性はあると判断しました。	事業上のシナジーが認められ、 合理性はあると判断しました。
発行価格・交換比率	交換比率はX社の株価算定レンジの範囲内 （プレミアムは実質的にゼロ）。	発行価格は公表直前の株価とほぼ同水準 （プレミアムは実質的にゼロ）。
独立委員会による検証	外部の専門家がX社の株価算定を実施。 但し、独立委員会は非設置。	独立委員会を設置。但し、外部の専門家による 株価算定は行われず、法規制上の確認にとどまる。
利益相反	S社の経営陣も株主のため、 利益相反の懸念は小さい。	P社はS社の大株主のため、 利益相反の懸念は大きい。

議決権行使に関するFAQ

Q エンゲージメントが議決権行使に影響することはありますか?

A エンゲージメントを通じて企業の状況や議決権行使に対する意見を把握しますが、その内容は議決権行使ガイドライン（以下ガイドライン）の策定および個別議案に対する判断に影響します。具体的な内容は下図をご参照ください。

エンゲージメントと議決権行使の関係

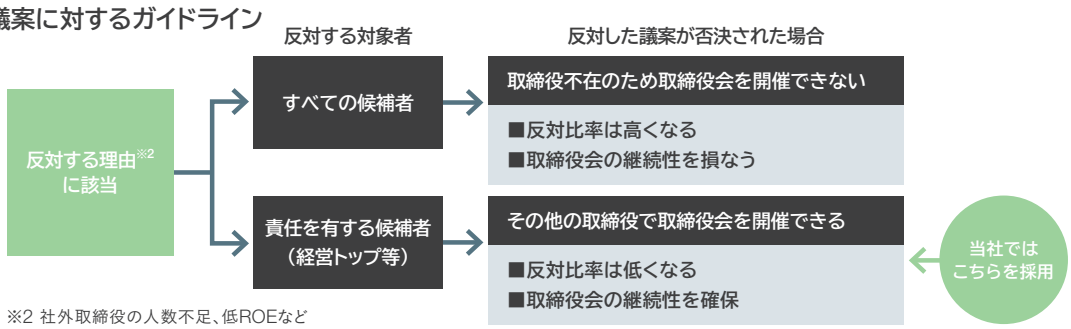


Q 会社提案への反対比率が低いようですが?

A 38頁で述べたとおり、当社は議決権行使をエンゲージメントの一環として位置付けており、議決権行使では当社として考えるその時々における「必要最低限のライン」を示すにとどめています。このことが反対比率の上昇を抑えている可能性があります。また、取締役会の継続性に配慮[※1]するため、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定していることも影響しています（下図）。実際、取締役選任議案への反対率は5%（2019年）ですが、同議案のうち1人以上の候補者について反対した企業の割合は30%（同）であり、特に低い水準ではないと考えています。

※1 会社法上、取締役会を開催するためには最低3名の取締役が必要です。

取締役選任議案に対するガイドライン



※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど

Q グループ関係会社に対する議決権行使は?

A グループ関係会社に対しても、他の投資先企業同様、ガイドラインに則って賛否を判断します。利益相反のある議案として、責任投資委員会において複数の議決権行使助言機関の意見を参考に審議します。同委員会には責任投資諮問会議のメンバーも参加して審議に加わるほか、同委員会終了後に責任投資諮問会議を開催し、利益相反の観点から検証します。議決権行使プロセスについては39頁、利益相反管理の体制については41頁をご参照ください。

Q 投資先企業へのメッセージはありますか?

A 議決権行使に際しては、招集通知を含む株主総会関連書類、独立役員届出書、コーポレートガバナンス報告書等を参照しています。最近は株主総会関連書類の内容が充実しており、スムーズな判断ができるようになってきています。引き続き分かりやすい情報開示をお願い致します。

また、議案の説明を含む投資先企業とのエンゲージメントは常に貴重な機会と考えており、議決権行使がピークとなる5月下旬から6月中旬を除き、通年で対応しています。議決権行使担当者のスケジュール（46頁参照）もご確認のうえ、当社までコンタクトしていただけると幸いです。

Column 1　コーポレートガバナンス改革の現状 ―形式から実効性へ―

コーポレートガバナンス改革を受け、日本企業の取締役会は様変わりしています。数年前は社外取締役を設置するか否かという形式面の議論が主でしたが、今日では論点は実効性へと移りつつあります。では、コーポレートガバナンスの実効性とは、どう考えればよいのでしょうか？

38頁で基本構造を示したとおり、コーポレートガバナンスに求められるのは経営陣の監督ですから、重要なのは指名・報酬・監査の実効性です。指名と報酬に注目すると、問われるのは右図の①～③に集約されます。

日本企業の現状はどうでしょうか。①～③をすべて高いレベルで実践できている企業もあれば、未だ形式面の対応に追われている企業もあるようです。全体で見ると、経営陣が①～③の重要性を認識しつつあり、できるところから着手する、というケースが多いように思われます。当社としても、議決権行使とエンゲージメントを通じて①～③の実践を働きかけていきたいと思います。

① 適切なメンバー構成

取締役会や指名・報酬委員会を適切なメンバーで構成する。③を担うため、経営陣からの独立性、企業経営の経験、多様性等の条件を満たす社外取締役が中心になります。

② 経営戦略・計画

経営陣が提示した経営戦略・計画について議論を尽くす。経営戦略・計画は③で経営陣を評価する際の尺度となります。

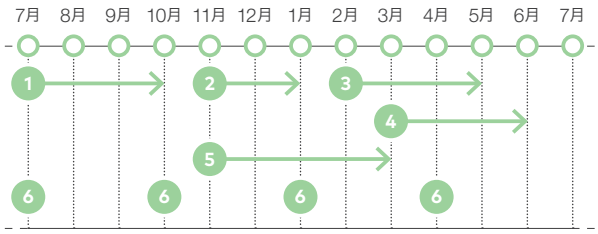
③ 指名・報酬

経営陣を評価し、交代の要否（指名）や報酬を決定する。②と整合的な後継者計画の策定と報酬体系の設計が前提となります。評価の結果を②にフィードバックすることも重要です。

Column 2　議決権行使担当者の1年間

日本企業の株主総会が最も多いのは6月、次いで3月、5月の順になります。当社の場合には6月だけで約1,600社、この3カ月を合わせると1,900社以上の投資先企業について議決権を行使します。ここでは、この集中期を中心に、議決権行使に関する1年間の大まかなスケジュールをご紹介しましょう。

議決権行使　1年間のスケジュール



① 議決権行使ガイドラインの改定

7月～10月

集中期が終わるとすぐに、議決権行使ガイドラインの見直しが始まります。エンゲージメントや議決権行使を通じて得られた日本企業の現状を踏まえつつ、コーポレートガバナンス・コードの改定等の法規制の変更も反映させます。

② 改定を周知するためのエンゲージメント

11月～1月

議決権行使ガイドラインの改定による影響が特に大きいと考えられる投資先企業を中心にエンゲージメントを行い、当社の考え方を伝えるとともに、コーポレートガバナンスの強化等を働きかけます。投資先企業との個別面談に加え、セミナーに登壇して説明することもあります。

③ 株主総会を見据えたエンゲージメント

2月～5月

集中期が近づいてくると、株主総会を見据えたエンゲージメントが活発になります。株主総会に付議する議案が固まりつつある時期（すでに固まっているケースもあります）のため、投資先企業の関心は個別議案に対する賛否の見通しに偏りがちですが、当社としては、議論の方向性を中長期的なコーポレートガバナンス強化に向けるよう心がけています。

④ 株主総会の集中期

3月～6月

多数の議案を正確に判断することが求められる時期です。6月のピークでは1日で100社以上について議決権を行使するため、分かりやすい情報開示を願う気持ちが最も強くなる時期でもあります。

⑤ コーポレートガバナンス強化に向けたエンゲージメント

通年 特に11月～3月

当社の議決権行使の考え方について説明するとともに、投資先企業からコーポレートガバナンス強化の取り組みについて説明を受け、議論を行います。典型的には、投資先企業の事業・財務の状況を踏まえ、中長期的な企業価値向上のため、どのような取り組みが求められるのか、それを監督する仕組みとしてのコーポレートガバナンスはどうあるべきか、といった内容になります。

⑥ 議決権行使結果の開示

1月・4月・7月・10月

各四半期が終わると、議決権行使結果を賛否の理由とともにホームページに開示しています。

3 ESG Integration

ESGの要素を運用プロセスに組み込み、運用付加価値の向上を目指す

野村アセットマネジメントでは投資先企業に対して、独自のESG評価を、日本だけでなく、
欧米先進国やアジア・エマージング諸国においても行い、投資判断に活用しています。
株式運用、債券運用それぞれの運用手段において有効なESG評価を行うとともに、
その評価を運用へインテグレートすることにより、トータルの運用付加価値の向上を目指しています。

ESGインテグレーションに対する基本的な考え方

ESGの要素を実際の運用プロセスに組み込む、いわゆるインテグレーションの取り組みは、株式運用、債券運用ともに重要です。企業を評価する財務情報などのファンダメンタルズ分析を土台として、ESGを含めた非財務情報の評価を効果的に運用プロセスに取り込むことは、ダウンサイドリスクの低減のみならずリターンの向上にも繋がり、当社の運用調査の品質向上に必要不可欠となっています。

株式運用と債券運用の双方で、当社独自のESG評価を運用プロセスに取り入れています。評価対象は日本企業だけではなく、欧米先進国やアジア・エマージング諸国の企業にも拡大しています。気候変動や人権などのグローバルな共通テーマに加え、個別産業・企業ごとのESG課題を抽出し、様々なリサーチや複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGスコアを付与し、運用に活用できる体制を構築しています。

株式運用と債券運用を中心にインテグレーションを実施していますが、それぞれに特徴を持ったものとなっています。株式ESGスコアでは、リスク項目だけではなく、将来の収益を創出するような機会にも注目し、評価を行っています。各株式運用プロセスでは、共通のESG評価をベースに戦略ごとに異なる手段で運用プロセスに組み込んでいます。

一方、債券ESGモデルでは、クレジット投資にとって重要なESG要素を様々なリサーチをベースに選別し、モデル化しています。債券運用では、モデルをベースとしたインテグレーションだけでなく、クレジット・アナリストによる定性評価を加え、ポートフォリオのリスク調整後リターンの改善と持続性を考慮する形で運用プロセスに組み込んでいます。

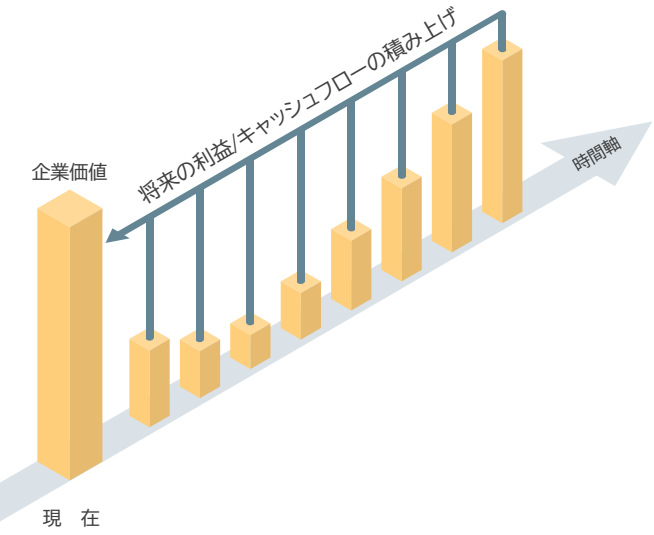
株式ESGインテグレーション

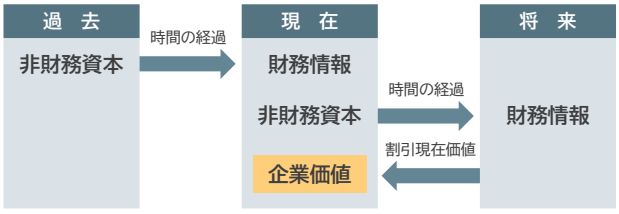
ESGインテグレーションに対する考え方

実際の運用においてESGの要素を運用プロセスに組み込む、いわゆるインテグレーションの取り組みは重要です。企業を評価する財務情報などのファンダメンタルズ分析を土台として、ESGを含めた非財務情報の評価を効果的に運用プロセスに取り込むことにより、トータルの付加価値の向上が可能であると考えているからです。背景には、財務的な経営パフォーマンスと非財務情報であるESGへの対応との間には密接な関係があり、相互に影響するものであると考えていることも挙げられます。

企業価値は、基本的には将来のフリー・キャッシュフローの割引現在価値です。それを生み出す事業資産には、生産設備などの企業の固定資産だけでなく、人的資本、自然資本、社会資本など、財務諸表には表れない様々な資本（非財務情報）が含まれます。そうした様々な資本、つまり非財務情報が将来の事業運営や企業の成長持続性にどのように影響を与えるかを分析し、その評価を踏まえたうえで投資判断を行っていくことが、運用による付加価値の向上のために必要であると認識しています。こうしたプロセスの精度向上のために、当社独自のESG評価手法であるESGスコア（51頁参照）を定期的に改良しています。また、同スコアをアナリスト、ESGスペシャリスト、運用者が議論する際の共通言語として機能させることで、より効果的な運用へのESGインテグレーションを行うことが可能となっています。

企業価値に対する投資家の基本的な考え方





重要なのは「財務と非財務の連続性」と「長期の利益/キャッシュフロー創出へのインパクト」

ESGインテグレーション・プロセス

ESG評価は、我々の多くの運用戦略に組み込まれています。各運用プロセスでは、ポートフォリオを構築するにあたり、定量的な分析と定性的な評価を踏まえて、銘柄選択を行います。定量的な分析には、株価の割安、割高指標に加え、アナリストによるファンダメンタルズ分析に基づいた将来の利益成長率、株主資本利益率、キャッシュフローや財務健全性の予測なども含まれます。定性的な評価には、産業の成長性や、技術開発、競合状況、サプライチェーンの構造など、将来の財務状況の予測に直接的に結びつけられる分析に加えて、事業が環境や社会に与える影響、自然災害に対するリスク管理体制、労働環境改善の取り組み、取締役会の構成、資本政策など、その企業の成長持続性を評価する非財務情報に関わる分析があります。これらがESG評価と言われるものです。この「持続可能性」を評価する指標として、ESG指標は非常に有効性が高いと考えています。

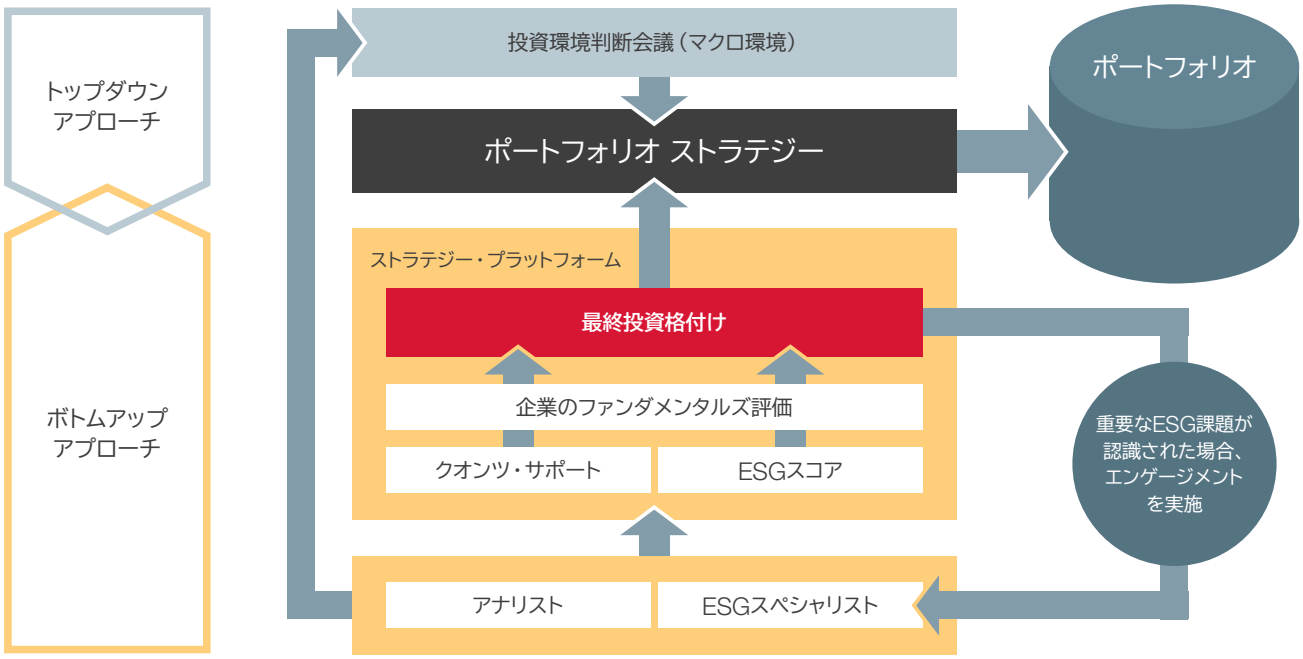
実際に評価を行う際には、当社のアナリストとESGスペシャリストにより作成している独自のESGスコアを参考にして「持続可能性」の評価を加え、それぞれの運用プロセスで最終的な投資格付け（投資判断）を行います。当社のESGスコアは、環境・社会・ガバナンス・SDGsにより構成されており、リスク要因や投資機会がどの分野にあるかなどをストラテジー・プラットフォームにおいて分析・評価することが可能となっています（下図参照）。また、各運用プロセスにおける議論を踏まえて投資対象銘柄への追加的なESG調査が必要であると判断した場合に、責任投資調査部のESGスペシャリストに対し調査を依頼し、最終投資格付けを付与する際の評価に加えることもあります。そして、「買い」という最終投資格付けが付与された投資ユニバースから、運用戦略ごとにポートフォリオを構築するというプロセスに至ります。

また、基準となるESG評価はグローバルでも構築しています。気候変動や人権などの共通テーマに加え、個別産業・企業ごとのESG課題を抽出し、複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGレーティングを付与し、運用で活用できるようにしています。

例えば、シンガポール拠点では、多種多様な国々をカバーするため、各国ごとにカントリー・スペシャリスト（CS）を配置し、豊富な企業へのアプローチ（2019年：約2,550件）を通じたボトムアップの個別銘柄調査を主な付加価値の源泉としています。CSによるファンダメンタルズ調査を基にしますが、同時にESG関連についても評価を行い、個別銘柄に対して投資レーティングを付与しています。これらの評価を基に、実際のポートフォリオを構築しています。

ポートフォリオ構築後、各企業に対してエンゲージメントを行う場合は、アナリストやESGスペシャリストと連携し、対応しています。

株式運用の投資プロセス



日本株ESGスコア

当社はアナリストとESGスペシャリストが協業して、日本企業のESGの実力を評価する「ESGスコア」を独自に算出しています。企業価値は通常、企業が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値として表現されます。当社はESGをはじめとする非財務情報は将来のキャッシュフローを左右する重要項目であると考えています。企業価値を測るうえでESGの調査分析とスコアリングは極めて重要な要素であり、当社の運用の付加価値に繋がると考えています。

当社のESGスコアは大きく分けて、環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)、SDGs(持続可能な開発目標)の4つから構成されています。現在の評価を入力する総項目数は合計で80以上となり、リスクと機会の双方の視点をバランス良く配分しています。

「環境」では、「気候変動への対応」への評価が最も重要と考えています。企業が気候変動に関する移行リスクや物理的リスクを管理し、気候変動問題への対応を適切に経営戦略に盛り込んでいるかを評価しています。評価項目の具体例として、「TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への取り組み」があります。当社はTCFDに係る「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の開示状況や、シナリオ分析への取り組み状況について、統合報告書などの公開資料を基に分析して、評価を行っています。単なる形式的な対応ではなく、経営のコミットメントなど実質的な取り組みも見ています。その他の環境評価項目としては、水資源や海洋汚染防止を含む生物多様性などがあります。

「社会」では、企業内部におけるリスクおよびその対応と、企業外部へのリスクとその対応に大きく分かれます。前者では人権や人的資本開発などであり、後者では製品・サービスの品質に係る課題やサプライチェーン・マネジメントなどが挙げられます。特に日本企業の場合、海外拠点におけるサプライチェーン・マネジメントに関して進んでいる企業とそうでない企業との差がまだあると分析しています。

「ガバナンス」では、取締役会の構成、社外取締役の独立性、指名・報酬に関する委員会の設置状況など、形式をチェックする評価項目が複数あります。ただし、当社の調査チームによる評価の成果が出ると期待しているのは、定性的な項目です。経営トップ、後継者計画、投資家との対話などについて、長年にわたり企業を深く調査分析している、当社のアナリストならではの強みが評価に反映されているからです。

SDGsを敢えてESGの枠の外に出して評価しているのも当社のESGスコアの特長です。企業がSDGsに示された課題への解決を事業機会と捉えて、適切に経営戦略に組み込ん

ウェイト	大項目	ウェイト	中項目	評価項目の例
30%		15%	気候変動への対応	・温室効果ガス排出量に関する情報開示 ・気候変動に関連するイニシアティブへの参加 ・気候変動に関するリスク ・TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への取り組み
		10%	自然資本への対応	・水使用量や廃棄物に関する情報開示 ・生物多様性や水資源に関するリスク
		5%	その他の環境課題への対応	
30%		10%	人権・労働への対応	・労働安全衛生に関する認証 ・労働に関する情報開示 ・人権や労働問題に関するリスク
		10%	人的資本への対応	・人的資本を有効に活用するための取り組み
		10%	その他の社会課題への対応	・人権・労働や人的資本以外の幅広い社会課題に対する情報開示や取り組み、リスク
30%		10%	経営トップ(経営陣)の評価	・長期の産業ビジョン、有効なアクション・プランの有無 ・指名・報酬プロセスの実効性 ・少数株主への配慮
		10%	取締役会の評価	
		10%	その他のガバナンス評価	
10%		10%	17のゴールへの貢献ポテンシャル	・SDGsの17のゴールに関連する事業機会

でいるかを評価しています。その際には、単に各目標の達成に貢献できる事業の有無だけではなく、将来的な売上高構成比の予想や、他社と差別化できる優れた人的・技術的資源の有無にまで踏み込んで調査分析を行い、評価しています。

ESGスコア情報の取得

ESGスコアは、リサーチ情報を共有する社内システムに掲載されています。運用担当者は個別企業のESGスコアを常に確認、取得することが可能であり、投資判断をサポートしています。

ESGスコア情報のエンゲージメントへの活用

ESGスコアは、情報開示データだけではなく対話を通じて得られた将来のリスクと機会などの情報も含めてスコア化されています。このESGスコアを使用することで、投資先企業のESGへの取り組みによる強みと弱みを評価・比較し、今後の方向性を伝えるなど、エンゲージメントにも活用しています。

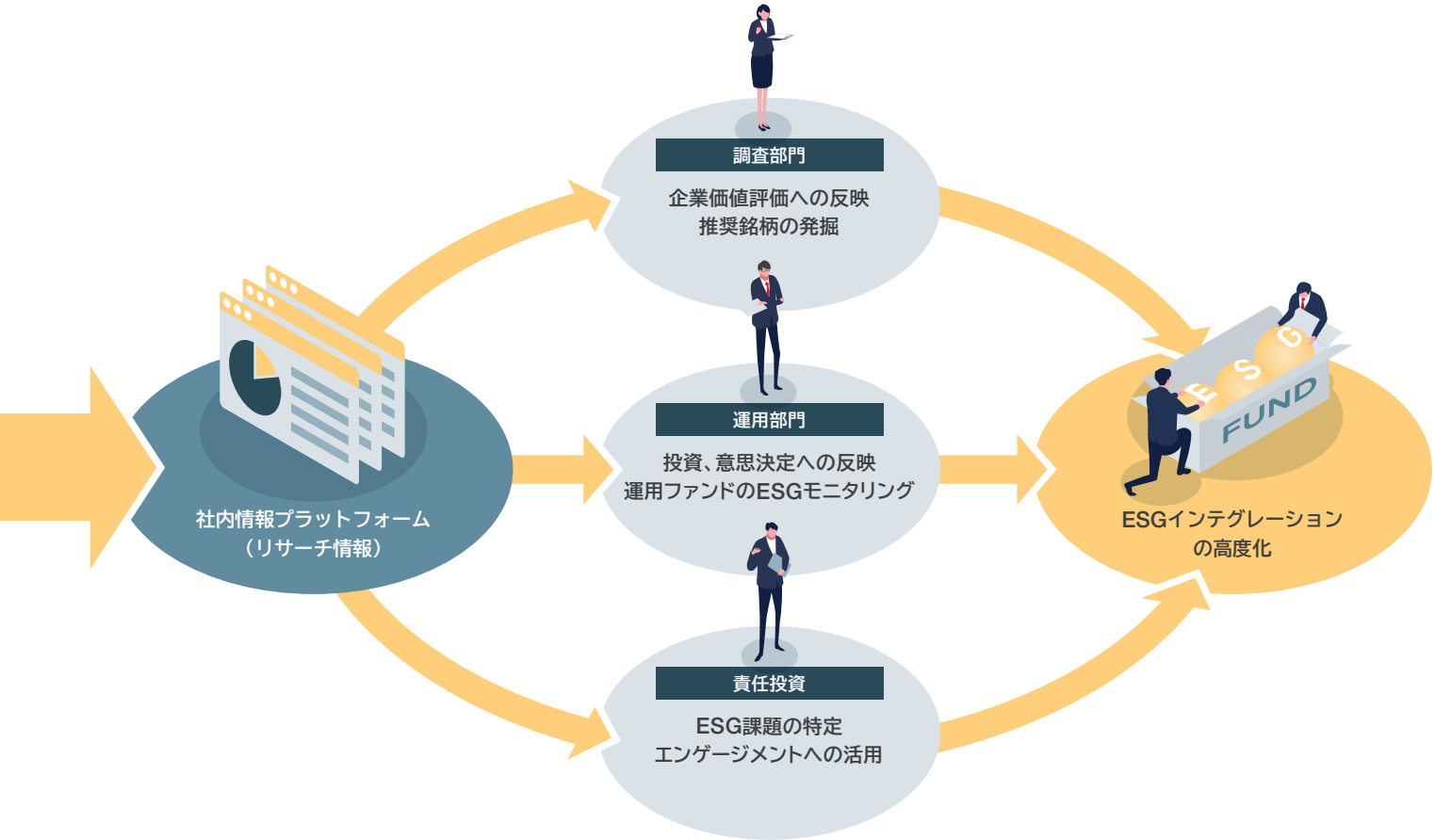
運用委員会におけるESGスコアの活用

日本株式を運用する委員会において、個別企業の投資価値を評価する際に使用される各資料には、利益成長性、資本利益率などの財務データや株価のバリュエーションなどに加えて、ESGスコアおよび担当アナリストのESGコメントが記載されています。グロース系の運用委員会、バリュー系の運用委員会にかかわらず、ESGスコアが積極的に活用されています。

ポートフォリオ構築とモニタリングによるESGスコアの活用

ポートフォリオ構築や見直しを行う際、ボトムアップ・アプローチでは、運用担当者が個別企業のESGスコアを常時確認できるようにしています。主に同業他社比較やスコアの変化などを確認する目的で利用しています。一方、トップダウン・アプローチでは、定期的にポートフォリオ全体のESGスコアをベンチマークと比較することにより、意図せざるESGリスクの偏りの回避などに活用しています。

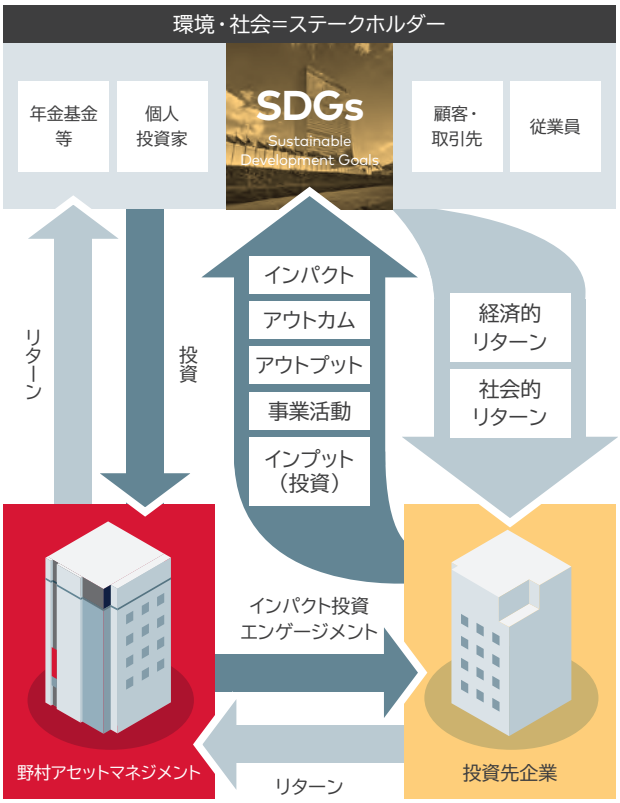
また運用担当者は、個別企業のESGスコアを構成している評価項目を単独データとして使用することも可能です。例えば、担当しているファンド特性を反映させる目的で特定項目のウェイトを調整して利用する、あるいは特定項目のスコアのみを利用するなどの応用が可能です。



インパクト投資

インパクト投資とは

当社では、インパクト投資は単なる環境・社会へのインパクトの創出に留まらず、当該インパクトを通じて投資先企業の利益・キャッシュフローが生み出され、投資リターンとして、最終的にはアセットオーナーをはじめとするステークホルダーに還元されることが重要であると考えます。当社はインパクト投資を実施するにあたり、投資先企業が環境・社会に与えるインパクトと当該インパクトにより生み出される投資先企業の利益・キャッシュフローを精緻に分析するとともに、エンゲージメントを通じてインパクト創出に繋がる投資先企業のKPI・目標値の設定やこれらの達成に向けた事業活動を積極的に支援しています。



2013年にG8議長国である英国が主導して設立した「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が2014年に公表した報告書では、『資本市場の考え方に二次元から三次元へのパラダイムシフトが求められている。社会的インパクト投資は「リスク」と「リターン」という20世紀の資本市場における2つの次元に「インパクト」という新たな3つ目の次元を加えることによって、より良い社会を実現するための新たな可能性を秘めている』と述べられています。

一般的に、インパクト投資は環境・社会へのインパクトと経済的な投資リターンを同時に創出することを目的とした投資として定義され、インパクト投資を実施する際には、従来のリスク・リターンの二次元評価ではなく、リスク・リターン・インパクトによる三次元評価という高度なスキルが求められています。インパクト投資は環境・社会を改善する効果が期待できるため、ESG投資やサステナブル投資の一つのカテゴリーとして定義されています。

インパクト投資の代表的な投資対象がSDGsです。2015年に国連で採択されたSDGsは、17のゴールと169のターゲットとして、投資先企業のリターンに繋がる世界市場の巨大なニーズと効果的なリスク管理の手法を示すと同時に、環境・社会へのインパクトを測定するための有効な指標と考えられます。

当社はインパクト投資およびそれらに付随するエンゲージメントに積極的に取り組むことにより、投資先企業の事業活動によるアウトプットやアウトカム、SDGs等に関連した環境・社会へのインパクトを創出し、アセットオーナー等のステークホルダーに対して経済的価値および社会的価値を還元していきます。

当社のインパクト投資プロセス

野村アセットマネジメントのESGステートメントは、ESGに関する活動の方向性、環境や社会課題に対する当社の認識についてステークホルダーと共有すると同時に、持続可能な環境・社会の実現を目指すことを目的としています。

当社のインパクト投資はこのESGステートメントを出発点としています。同ステートメントでは、重要なテーマとして、気候変動問題、自然資本、社会的責任といった課題を特定しています。この課題に対して、内部で議論したインパクト・ゴールを定めます。具体的には気候変動、自然資本、先進国と途上国の医療問題の改善、人が保証されるべき基本的権利（例:金融サービスと飲料水へのアクセス）など、世界が直面している喫緊に解決すべき課題を取り上げています。

次に、設定しているそれぞれのインパクト・ゴールの改善程度を測るために指標を定めますが、これは国や世界レベルの指標となります。例えば、インパクト・ゴール「途上国の医療問題の改善」では、WHO（世界保健機関）が公表するHIVや結核、マラリアなどの死亡率などの指標をモニタリングすることで、目標達成に向けたグローバルな進捗状況の評価を行うことができます。更に、この指標を改善させるために、こうした指標と紐付けられたもう一段細分化された投資分野を特定します。この投資分野の中から投資対象となる企業が抽出されます。

当社のインパクト投資ファンドは、こうした社会的課題を投資先企業に落とし込む、いわゆる「アウトサイド・イン」する考え方をベースに構築され、当社の内外のインパクト投資戦略で共有しています。ポートフォリオを構成する企業は、細分化された投資分野とSDGsの17目標に関連付けられ、より具体的なインパクト投資テーマや個別のKPIが設定されます。このKPIを測定することにより、インパクト・ゴールの改善に寄与する企業活動に対するきめ細かいモニタリングが可能となります。例えば、「気候変動問題」では、GHG排出削減量や気候変動対応のための研究開発投資などをKPIとすることで、個別企業の課題解決に向けた動きをより具体的にモニタリングできます。

設定したKPIのモニタリングを細かく継続的に行うことで個別企業ごとのインパクトを測ることが可能となるうえ、ポートフォリオ全体としてのインパクト・ゴールに向けた改善の程度やインパクトそのものを計測することが可能となります。また、モニタリングの状況を受けて投資先企業へのエンゲージメントを行うことで、課題解決の動きを後押ししています。当社のファンドでは、このプロセスを繰り返すことで、経済的リターンを追求しながら社会課題の解決というインパクトを生み出し続けます。

野村グローバル・サスティナブル株式ファンド（Glaobal Sustainable Equity : GSE）

当社UK拠点では、インパクト投資という考え方をベースとした野村グローバル・サスティナブル株式ファンドの運用を行っています。このファンドの特徴は、今日の世界が直面している重要な課題解決に企業が取り組むことを後押しするだけでなく、その事業の持続可能性への対応を求めることで様々なステークホルダーにインパクトを与え続けることにあります。重要なのは、当社がインパクト・ゴールを設定し、そのインパクトを測れるようにすることにあります。

基本プロセスにおいて、KPIに紐付けされた投資分野を特定することは、実際の投資対象となる企業を抽出するうえで重要です。具体的には、「途上国の医療問題の改善」というインパクト・ゴールに関連した投資分野を特定することで、医薬品に係る事業や、医療におけるバリューチェーンに関連する事業を行っている企業が投資対象として選ばれます。このインパクト・ゴールに関連したモニタリング指標を設定することで、国あるいは先進国・途上国、グローバルといったレベルでインパクト・ゴールの改善度合いを測ることが可能になります。詳細は、54頁を参照してください。

個別企業ごとのKPIモニタリングを行うだけでなく、実際に投資先企業へのエンゲージメントを行うことで、課題解決の動きを後押しします。例えば、当社のインパクト・ゴールの「途上国の医療問題の改善」は、SDGsの目標3「すべての人に健康と福祉を」にある目標3.3「2030年までに、エイズ、結核、マラリアおよび顧みられない熱帯病といった伝染病を根絶するとともに肝炎、水系感染症およびその他の感染症に対処する」に関連しています。UK拠点の運用者が、Access to Medicine Foundation（医薬品アクセス財団）が主催するイニシアティブ（中低所得国における現代の医療進歩による恩恵を受けられない何十億もの人々への医療アクセスの改善を目的）に参加し、グローバルで活動している大手医薬品製

インパクト目標を達成するための投資先企業の役割とモニタリング事例

投資先企業	インパクト・ゴール	主要なインパクト	SDGsターゲット	個別企業のKPI	エンゲージメント目標
Gilead	途上国の医療問題	・HIVによる世界全体の死亡率の低下	3 すべての人に健康と福祉を	・中・低所得国でHIV治療を受けている患者数 ・研究開発投資額（売上高対比）	・Access to Medicine Index（ATMインデックス）を活用した評価 ・ATMを活用した医療アクセスの向上
Johnson Controls	気候変動	・世界トップクラスの排出削減技術であるHVAC技術とビル管理システム ・世界の最終エネルギー消費の30%を占める建築物からの排出抑制	7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに 11 住み続けられるまちづくりを	・HVCA技術によるCO_2排出量削減貢献量（メトリックトン）	・HVCA技術によるCO_2排出量削減貢献量をサポートするためのデータ開示の拡大

GSEのインパクト投資プロセス

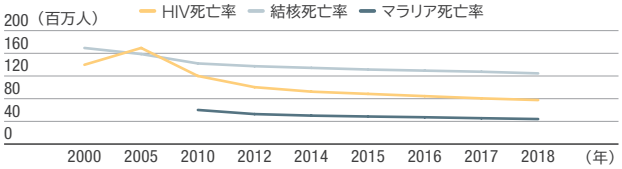
造会社に対する協働エンゲージメントにより、課題解決に向けて取り組みを進めています（34頁の「イニシアティブとの連携」を参照）。運用担当者は、KPIモニタリングに加えて、様々な形でエンゲージメントを行うことで、当社が設定したインパクト・ゴールの達成に向けて企業を後押ししながら、運用を行います。

実際のポートフォリオに紐付けられたKPIから様々なインパクトが計測できます。例えば、気候変動の抑制効果として典型的なグローバル株式ファンドよりもCO_2の排出量を低減させることができたり、「途上国の医療問題の改善」では、1,800万人がHIV治療へのアクセスが可能となったり、毎日200万を超えるワクチンが供給されるようになっています。こうした形でインパクト・ゴールの達成に向けて企業を後押しすることで、他の複数の利害関係者とともに社会が直面する多くの課題を解決する、つまりインパクト・ゴールに向かうことが可能になると考えています。

グローバル・サスティナブル株式ファンド（GSE）の
リードポートフォリオマネージャー
アレックス・ロウ

インパクト・ゴールに関連したKPIのモニタリング・投資先企業の例

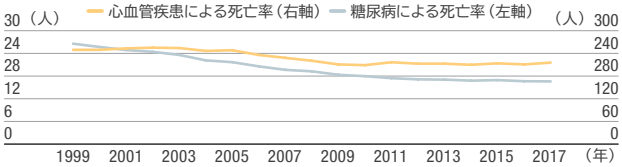
伝染病による世界の死者に関するWHOのデータ



KPI評価　結核死亡者数は低下の傾向を辿っているが未だに高い水準にあり、ワクチンによる革新的な予防法の必要性は高い。

投資先企業
- HIV治療薬の大手企業
- 途上国へのアクセス戦略を持つワクチン製造のトップ企業

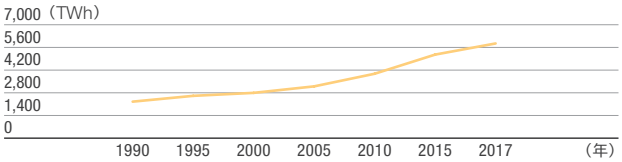
米国の肥満関連死亡者数（米国疾病予防管理センター、10万人当たり）



KPI評価　心血管疾患死亡率は、低減・横ばいが続いていたが、肥満率上昇により再び増加の傾向。糖尿病死亡率も、肥満率の上昇により下げ止まりへ。

投資先企業
- 大手糖尿病治療薬企業
- 糖尿病、心血管疾患における医療機器
- 心臓血管と糖尿病のフランチャイズを持つ企業

世界の再生可能エネルギー発電（TWh、世界銀行）

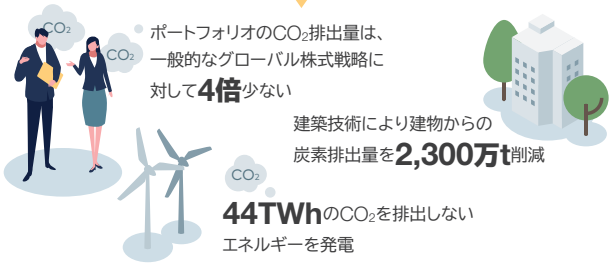


KPI評価　2020年代から再生可能エネルギーの投資拡大に伴い、発電量も大幅に増加。足元でも投資拡大の動きが続いている。

投資先企業
- 再エネ関連の発送電運営企業
- 電気および天然ガスの配給企業
- 空調機器・空調システムの提供企業

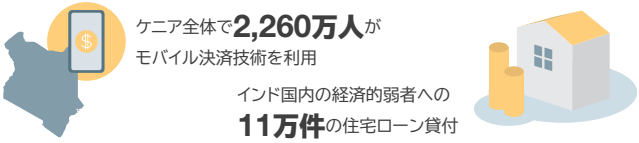
グローバル・サスティナブル株式ファンドにおけるインパクト・ゴールの測定

環境 Environment　**気候変動の緩和**



社会的責任 Society　**先進国と途上国の医療問題**

社会的責任 Society　**ファイナンシャル・インクルージョン（金融知識や金融サービスへのアクセスなどの支援）**



社会的価値創造企業ファンド（Social Value Creation : SVC）

日本では、ESG投資という考え方をベースとした野村社会的価値創造企業ファンドの運用を行っています。このファンドの特徴は、「企業が本業を通じて社会的課題解決に貢献することで、長期にわたり持続的に成長できる企業に投資する」という考え方に基づき、2015年に当社のパイロット・ファンドとして運用を開始し、現在はファンドとしてお客様へ提供しています。しかし、運用を開始した当時の日本では、まだESGに明示的に取り組むという動きはそれほど強まっていませんでした。グローバルで見ても、2015年9月の国連サミットにおいて「持続可能な開発目標：SDGs」が採択され、17のゴールを掲げてスタートした頃です。

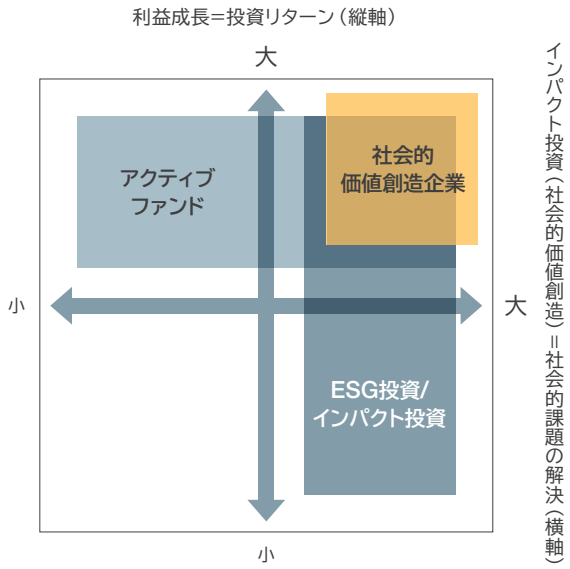
ファンドの運用コンセプトを考えた当時、ESG課題の解決など企業に対する社会的要請が強まることで、その競争環境が大きく変化することを想定するようになりました。2008年の金融危機以降、様々なステークホルダーにより環境・社会等において「持続可能性」が必要であると認識されるようになったことが背景にあります。ESG課題は、中長期的に取り組むべきテーマが多いため、企業がその課題に対する解決策を提示できるということは、「本業を通じて社会課題の解決に貢献することで持続的に成長できる企業」であることを意味します。その企業に長期保有を前提に投資することにより、超過収益を求める投資とESG課題の解決という両立ができるとの考えに至りました。

当ファンドのコンセプトを、横軸に社会的価値、縦軸に利益成長＝投資リターンを置いて2軸の表で示すと、右上の象限にある2つを高い次元で両立する企業への投資を目指すことになります（右図参照）。これが「社会的価値創造企業」投資の基本です。実は、この社会的価値創造企業は、国連SDGsとの親和性が非常に高いことが分かります。当ファンドにおける社会的課題は、高齢化に伴う医療問題、気候変動に伴う環境問題、新興国における生活環境の改善、テクノロジーを利用した社会課題解決への取り組み、などです。これをSDGsの17の目標でマッピングすると、この社会的課題を網羅できます。当運用では、当社独自のESGスコアも活用することで、ファンダメンタルズでの評価に加え、SDGs目標の達成可能な社会的価値創造企業を厳選することが可能です。

インパクト投資の考え方は54頁で述べていますように、従来のファンドにおいて考慮されているリスクとリターンという二次元に、社会的課題を解決することによりインパクトを生み出すという三次元で評価を加えたものです。当ファンドは、社会的価値創造企業を評価してファンドに組み入れるというプロセスを経ており、ファンドのインパクトを計測することが可能となります。実際、インパクト・ゴールに対する考え方や評価方法、インパクト・ゴールに関連したSDGsテーマの特定、投資先企業に対するKPIの設定とモニタリングなどは、UK拠点でインパクト・ファンドを運用しているアレックス・ロウとも連携し、運用を行っています。

SVCのインパクト投資プロセス

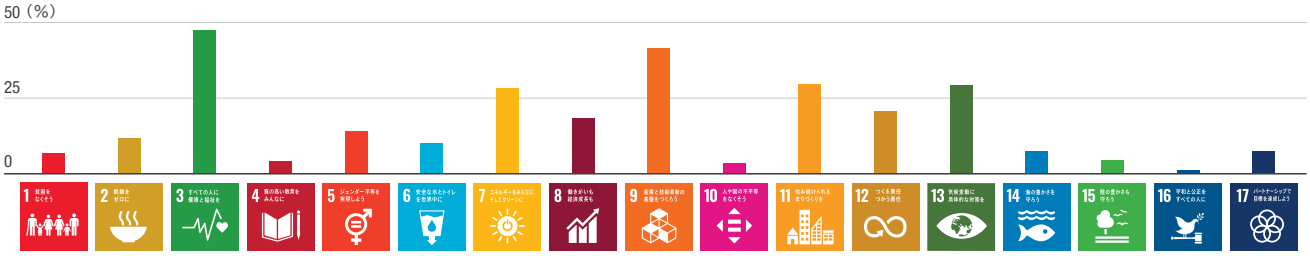
「社会的価値創造企業」投資のコンセプト



社会的価値創造企業ファンド
シニア・ポートフォリオ・マネージャー
高橋 潤

社会的課題とSDGsとの関係

各SDGsゴールにおけるポートフォリオ・ウェイト



※ 当社が評価するSDGsスコアリングに基づき分類。ウェイト重複あり（2019年12月末現在）

Column　投資先企業の紹介

ファンドの投資先でインパクトへの貢献があると考えている企業に「ダイキン工業」があります。同社はグローバルで高いシェアを持つエアコンメーカーであり、ファンド設定当初から重要銘柄として投資を行っています。エアコンはSDGsゴール3のテーマである「健康と福祉」にとって世界になくてはならない製品ですが、一方で電力消費量が非常に大きいだけでなく、冷媒による温室効果が他のGHGに比べても大きいという課題があります。同社は、優れたインバーター技術、冷媒技術を生かして省エネ性能が高く温暖化効果の少ないエアコンを提供しており、製品の普及による事業目標の達成とGHG排出抑制貢献量の拡大という社会課題解決への貢献を目指しています。つまり、同社の製品が普及することにより実際には排出されなかったGHGの計測が可能となります。こうした目標は、当ファンドのインパクトゴールとも合致しており、個別企業のKPIとして継続的にモニタリングが可能です。実際、同社は2018年度実績として6,700万t-CO_2のGHG排出の抑制貢献量を達成すると同時に業績においても大きな成長を続け、ファンドの運用パフォーマンスにも貢献しています。

このように投資先企業の個別KPIを測定することで、インパクトを計測することも可能となり、投資先企業のインパクトを積み上げることで、ファンド全体のインパクト量を計測することが可能となっています。今後も、リスクとリターンという二次元に、社会的課題を解決することによりインパクトを生み出すという視点を加えて、ファンドの運用を続けて参ります。

資産運用先端技術研究部（イノベーション・ラボ）

資産運用の高度化を目指し、2017年10月、野村アセットマネジメントにイノベーション・ラボが設置されました。2019年4月にクオンツリサーチ組織、さらに同年10月にはデータエンジニアリング組織を統合しています。現在は、(1)定量分析・先端技術を用いたR&Dによる運用の高度化、(2)資産運用の各プロセスにおけるデジタル化推進という、2つの大きなミッションを担っています。

同部では様々な研究開発テーマがプロジェクトとして行われています。その範囲は基礎研究からファンド運用への直接的な応用まで多岐にわたり、実施形態も大学やベンチャー企業との連携から社内運用部門との協働、個々人のリサーチまで多様です。例えば、AIの活用ではファンドの運用パフォーマンス向上・マーケティング・業務プロセス改善を含めて幅広い応用を実践しています。また、日々の資産運用で生じる膨大なデータを効率的に活用できるよう、先端テクノロジーを用いた情報と分析プラットフォームの整備を進め、運用と調査の間での知識の共有を進めることで、運用力の向上を図っています。

ESG分野では、責任投資調査部のESGスペシャリストと協働によるエンゲージメント対象企業のスクリーニング手法開発支援や、当社ESG分析基盤（データベース）の構築、日本価値創造ERM学会にて分析の発表や論文掲載を行うなど知見を深めています。実際に、2017年度の証券アナリストジャーナル賞を受賞した論文「働きやすい会社のパフォーマンス」をベースに、ESGの「S」に注目した運用が開始されるなど、ESG運用への貢献も進めています。

Message

資産運用先端技術研究部
リサーチフェロー
山田 徹

運用部クオンツ
ソリューションズチーム、
ポートフォリオマネージャー
臼井 健人

米ロードアイランド大学、
ファイナンス准教授
後藤 晋吾

2017年証券アナリストジャーナル賞は、野村アセットマネジメントの山田徹（現：資産運用先端技術研究部リサーチフェロー）、臼井健人（現：運用部クオンツソリューションズチーム、ポートフォリオ・マネージャー）、後藤晋吾氏（米ロードアイランド大学、ファイナンス准教授）の3名による「働きやすい会社のパフォーマンス」（2017年11月号）が選定されました。

証券アナリストジャーナル賞の対象は2017年4月号から2018年3月号に掲載された論文およびノート、計51編から、編集委員会において(1)独創性、(2)論理の展開力、(3)実務への応用性、という3つの審査基準に着目し、3段階にわたる審査を経て、受賞作の選定が行われたものです。以下の点が、選定理由として挙げられています。「本論文は、ESG投資や働き方改革などが社会的な話題となる中、そのプラスの効果を見出した点で注目される。」（2017年度証券アナリストジャーナル賞の選定理由から抜粋）

受賞に際して執筆者は以下のコメントとともに、今後も運用への貢献を目指した分析を進めていく決意を示しました。

「本論文は、日本経済新聞社が公表する『働きやすい会社』および『人を活かす会社』ランキングを用いて、企業の働きやすさと財務・株式パフォーマンスとの関係を検証したものです。その中で、企業の従業員に対する姿勢に着目することで、そこに正の関係を見出すことができた点をご評価頂けたと考えています。

それではなぜ、働きやすさが高いパフォーマンスをもたらすのでしょうか。これには様々な仮説が考えられますが、一つには企業の競争力の源泉が、工場や生産設備などの物理資産から、研究開発力やブランド力、情報システムなどの知的資産に移行しつつあることが考えられます。人材投資を含めて知的資産が生み出す企業の競争力は外部から見えにくいために、市場から過小評価され、将来の高いリターンにつながることが期待されます。時を同じくして、『働き方改革』をキーワードに日本における労働環境や生産性を見直す動きが急速に起きていることは偶然ではないかもしれません。このように『働きやすさ』は、資本市場の変化と労働市場の変化をつなぐ興味深いテーマであると思われます。

長い歴史を有するファイナンスの研究において、ESGは相対的に新しいテーマです。我々自身もこの度の受賞を励みに、より一層、研究に取り組み、本当の意味で投資家と企業と従業員が共存できるより良い投資の在り方について考えていきたいと思います。」

野村 日本働きやすい企業戦略

論文「働きやすい会社のパフォーマンス」を基にした運用ファンドのコンセプトを紹介

ESG（環境・社会・ガバナンス）投資の理念を実現するためには、持続的な社会の形成を支える企業と投資家の双方にインセンティブが存在することが重要です。働きやすさが象徴する社会性の観点から優れた企業への投資には、その経済的な背景が存在します。

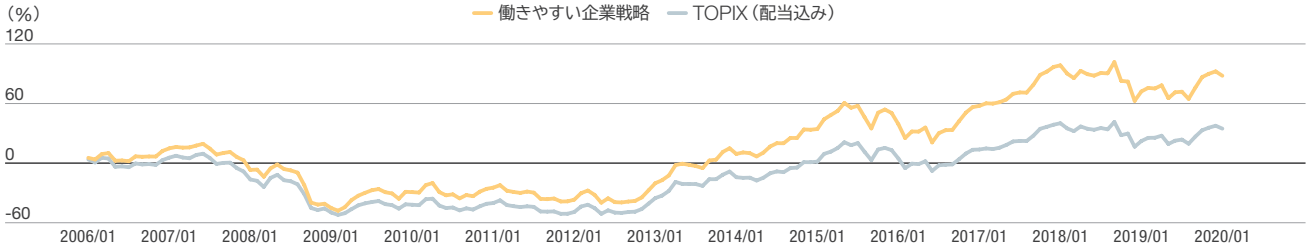
長期的な経済構造の変化にともない、企業の競争力・付加価値の源泉は伝統的な工場や生産設備等の有形資産から、ブランド戦略や商品アイディア、情報システムの活用等の無形資産へと移行しつつあります。質の高い労働環境を提供することで従業員が生産性高く働く企業は、長期的に高い付加価値を生み出すことが期待されます。また、企業が行う従業員に対する経営資源の配分は、将来の収益に繋がる重要な投資である一方で、投資家はそれらを短期的な利益のマイナス要因として過小評価する傾向があります。これにより働きやすい企業への投資は高い付加価値を生むことが期待される企業への合理的な価格での投資に繋がり、将来の高いリターンが期待されます。

当運用は、従業員にとって働きやすい企業への投資を通じて、投資家への高い期待リターンの提供、企業の競争力源泉の変化に対する対応、日本における持続的な社会の形成を同時に追求する優れたESG投資であると考えます。

野村 日本働きやすい企業戦略の運用体制

運用部 クオンツソリューションズチーム	資産運用先端技術研究部 クオンツアナリスト
■ 運用ガイドライン作成 ■ ポートフォリオ構築 ■ リスク管理 ■ 運用報告	■ 運用モデル開発・改良・維持管理サポート

パフォーマンスの推移



・2019年3月以前のプロダクトリターンは、同モデルのシミュレーション数値（配当込、推定売買コスト控除後、運用報酬控除前）、2019年4月以降は、国内籍私募投資信託の実績（報酬控除前）です。
・上記グラフはシミュレーションを含む過去の実績を示すものであり、将来のパフォーマンスを予想あるいは示唆するものではありません。
・指数：Bloombergより、野村アセットマネジメント作成。

運用プロセス

以下の運用プロセスに基づいて、働きやすい企業で構成されるポートフォリオを構築します。
実証研究の結果に基づく定量的な運用プロセスによって、透明性および再現性の高い運用ポートフォリオを構築します。

1 スクリーニング［働きやすさでスクリーニング］

■ ポートフォリオの流動性を考慮して、日本株の時価総額上位約1,000銘柄をスクリーニング対象とします。

非財務指標

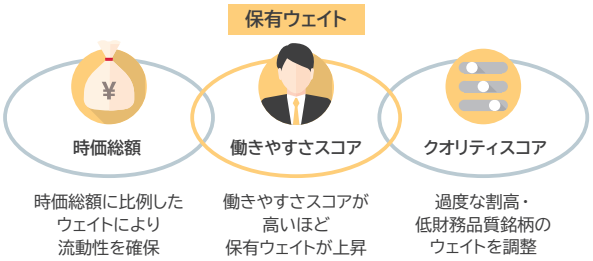
女性管理職比率	（+）
有給休暇取得日数	（+）
⋮	

財務指標

研究開発費／総資産	（+）
有形固定資産比率	（−）
⋮	

2 モデルポートフォリオ［働きやすさでウェイティング］

■ 保有ウェイトは、銘柄の時価総額、働きやすさスコア、クオリティスコアを勘案して決定。



3 ポートフォリオ構築［働きやすさでポートフォリオ運用］

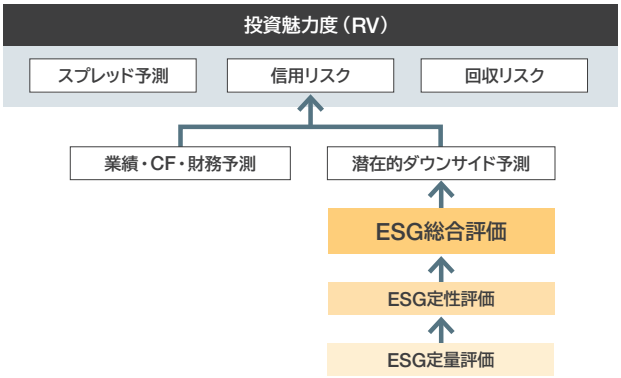
■ 参照ポートフォリオに対するトラッキングエラー（T.E.）および取引コストを勘案し、（最適化手法により）運用ポートフォリオを構築します。

債券ESGインテグレーション

執行役員
CIO（債券）
本間 隆宏

当社の債券運用においては、発行体の信用リスクを主な収益源泉とするクレジット戦略においてESGインテグレーションを進めています。ダウンサイドリスクの軽減を通じて、ポートフォリオのリスク調整後リターンの改善を図るとともに、ESG課題の改善による市場全体の持続的かつ安定的な成長にコミットします。

債券ESGインテグレーション



従来のファンダメンタルズ評価とESG評価の関係

従来のファンダメンタルズ評価とESG評価は補完的な関係にあります。発行体の信用力に対する環境・社会・ガバナンス問題の影響が高まっており、ESG要素を考慮することでリスクをより包括的に把握することができます。また、従来のファンダメンタルズ評価と比較して、ESG要素はより長期の持続可能性やダウンサイドリスクを想定に入れるため、時間軸の観点からも信用力評価を補強することができます。

当社の債券運用におけるESGインテグレーションの特長

当社の債券運用におけるESGインテグレーションの特長は以下の3点です。

第一に、ESG要素を考慮した運用の効果を検証し、ポートフォリオの長期的なリスク調整後リターンが改善するとの確認を行ったうえで、投資判断プロセスに組み入れていることです。

第二に、当社独自の定量的手法を用いて実効性・透明性の高いESGスコアを算出していることです。具体的には、クレジット投資にとって重要な潜在的ダウンサイドリスクを重視して、ESGに関する様々なデータの選別・集計を行っています。

最後に、市場動向や発行体分析に精通した運用者およびアナリストが、各戦略におけるインテグレーションを直接主導していることです。個々の運用チームがESG評価の重要性を理解し、個別戦略や市場の特徴に合わせて、自ら責任をもってESGインテグレーションを推進することが最も重要であると考えます。

ESG債券運用ソリューションの提供

これまでに欧州社債、米国社債、新興国債券の各戦略において、ESG要素を重視した運用を開始しました。特定のベンチマークに対するアクティブ運用に加えて、満期保有を前提とする運用、保有する債券の残存年数を一定程度に維持する運用、インカム水準を意識した運用、気候変動など特定のテーマにフォーカスした運用など、お客様のニーズに合わせたESG債券運用ソリューションをご提供できることも当社の強みです。

債券ESG定量評価モデル

当社では、クレジット戦略にとって特に重要な要素である「ダウンサイドリスクの軽減」に焦点を当てて、定量的なESG評価の枠組みを構築しました。この定量評価モデルは、当社の社債および国債のクレジット戦略の運用者・アナリストにより、調査・分析、銘柄選択、保有銘柄のモニタリング、企業とのエンゲージメントのために、グローバルに活用されています。

グローバル社債における定量スコアの作成

グローバル社債における定量スコアの作成にあたっては、発行体の公開情報や、第三者機関が提供するESG関連データのうち、債券クレジット投資にとって重要な要素であること、持続的にデータの入手が可能なこと等を重視してデータを選別します。また、企業が営む事業によってE・S・Gの相対的な重要度は異なるとの考えから、当社独自の重要性評価（重要性マトリクス）に基づいて、業種ごとにE・S・Gのウェイトを決定します。

同様に、グローバル国債においても定量スコアを算出し、新興国の信用リスクを主な収益源泉とする運用戦略において活用しています。

当社のESG定量評価モデルの特長

当社の債券運用におけるESG定量評価モデルの特長は以下の3点です。

第一に、当社の研究と理解に基づいて適切と判断したESG関連データのみを選別・集計しています。体系的で透明性の高い算出プロセスが担保され、スコアの変動要因等について詳細な分析を行うことができます。

第二に、国・企業の信用リスクにとって普遍的なESG要素のみを考慮しています。これにより、投資対象市場や戦略を問わず、すべてのクレジット戦略の運用者・アナリストがモデルを活用し、ESGインテグレーションを推進しています。

最後に、クレジット戦略において特に重要な要素であるダウンサイドリスクを重視してESG要素を選別しています。運用者・アナリストにESGの観点から重要な示唆を与えられるよう、モデルを継続的にモニタリングし、改善を続けています。

運用部 債券グループ
債券サステナブル・インベストメント・ヘッド
ジェイソン・モーティマー

私たちは、適切なESG定量評価とインテグレーションにより、ダウンサイドリスクの軽減を通じて、債券運用のリスク調整後リターンを改善することができると考えます。また、市場への価格シグナルと資本配分を通じて、国や企業に対して、持続可能性の問題が投資評価の重要なポイントであるという明確なメッセージを送ることができると確信しています。

グローバル社債におけるESG定量評価プロセス

ESG関連データから、債券クレジット投資にとって重要な要素であること等を重視して選別

選別されたデータを分類し、E・S・Gの各スコアを算出

当社独自の重要性評価に基づき、業種ごとに異なるE・S・Gの重みづけでESGスコアを算出

各運用戦略におけるESGインテグレーションの実践

国内債券

シニア・ポートフォリオ・マネージャー
岸本 範大

本当の意味で信用できる銘柄に投資する

国内債券運用では、ポートフォリオにおける潜在的ダウンサイドリスクを抑制するために、投資プロセスにおいて個別企業のファンダメンタルズ評価および銘柄選択の２つの段階でESGの視点を取り入れています。格付け（信用力）が高い企業であっても、ガバナンスの欠如や環境破壊行為等のESGリスクが表面化することによって債券価格が大きく下落するケースがあるためです。クレジットアナリストは個別企業によって重要となるESG課題を特定し、当該企業の課題に対する取り組み状況や、当社独自の債券ESGスコアを考慮してESG評価を行います。こうしたプロセスを加えることにより、本当の意味で信用できる発行体への投資が可能になると考えています。

具体的な事例では、素材・加工を中心とした事業会社のケースがあります。信用力（格付け水準）との比較で同社の利回り水準を見れば魅力度が非常に高いと判断されましたが、品質不正などの問題が続いたことを背景に、経営陣による管理体制（ガバナンス）の動向を注視する必要があるとの判断から、チーム内における投資評価を引き下げました。また、取締役会におけるガバナンス不全が明らかとなった企業のケースもあります。株主総会を経て新しいガバナンス体制が整備されましたが、取締役会における執行と監督の状況を当面の間、注視する必要があるとの判断から同社への投資については慎重であるべきとの評価を行いました。

このようにESGの観点で投資先企業のリスク評価を導入したことにより、潜在的なダウンサイドリスク評価がより精緻になるとともに、投資タイミングについての議論を深めることができています。

運用プロダクト	国内債券

国内債券アクティブ運用
円建てクレジット特化型運用

グローバル債券

英国拠点
シニア・インベストメント・オフィサー 債券担当
前田 有司

企業の信用力評価に必要不可欠なESG

UK拠点ではグローバルな社債への投資を行っています。発行体の持続性を評価することは、グローバルな社債投資における信用力評価でも必要不可欠な要素であります。特に、環境（E）・社会問題（S）の信用力に対する影響度が高まっており、ESG要素を考慮することで発行体の信用リスクをより包括的に把握する必要があります。また、社債の発行体との面談や取材にあたり、ESG要素に関する当社の問題意識を伝え、持続可能性への考慮を促すことで、信用力のダウンサイドリスクの軽減を図れると考えます。

具体的な事例では、ある家電メーカーへの投資を見送ったケースがあります。財務分析上の信用力およびクレジットスプレッドの水準から投資妙味があった一方で、リコールの多発によって製品の安全性が担当クレジットアナリストから問題視されました。製品の安全性およびその対策に関して同社に直接問い合わせたものの、当問題に対して納得のできる回答を得られなかったことから社会問題のリスクが高いと判断しました。結果として同社への投資を見送り、同程度の信用力およびクレジットスプレッド水準を有する他銘柄を組み入れるという決定に繋がりました。

2019年1月からESG評価に基づいて銘柄を選定するユーロ建て社債のファンドの運用を開始し、2020年1月より米ドル建て社債でも同様のファンドを運用しています。既存のファンドでもESG評価を運用プロセスにインテグレートすることで、リスク調整後リターンの改善および社会の持続的な成長に貢献できるよう努めています。

運用プロダクト	グローバル債券

外国債券アクティブ運用（総合型）
ESG欧州投資適格社債運用
ESG米国投資適格社債運用

アジア債券

シンガポール拠点
シニア・ポートフォリオ・マネージャー
サイモン・タン

ガバナンス要因に注目しています

シンガポール拠点では主にアジアの社債に投資しています。アジアの債券市場においてはESGを考慮した投資戦略は先進国市場ほど広く用いられていません。しかし、私はESGの概念とアジア債券投資の親和性は高いと考えています。アジアの債券発行体が経営破綻したり、信用力を大きく悪化させる場合は、その多くがガバナンスにおいて何らかの問題を抱えています。このような経験から、株主構成、経営陣の質、関係者との取引状況、不祥事の有無などガバナンス関連を中心にESG要因の分析を運用プロセスに取り入れています。

具体的な事例では東南アジアの資源企業が挙げられます。同社は大規模な石炭鉱山を有していますが、過去にデフォルト（債務不履行）が発生しました。それまでの過程において、財務上の不正の有無を争点に主要株主と対立したために資金調達が滞ったという事実があり、長く企業統治リスクを注視していました。その後、債務再編（債務の株式化や満期の長期化）を経て米ドル建て債券市場に復帰し、新発債が発行されましたが、過去のデフォルトの経緯やグループ経営における投資戦略を疑問視しており、投資の見送りを継続しています。

アジア債券市場は今なお急速に拡大しており、初めて債券を発行する企業や創業間もない企業が次々と市場に現れます。魅力的な投資対象を新たに発掘するチャンスが多い一方で、こうした若い企業が持続的成長を可能とするガバナンスを有しているかを見極めたうえで投資判断を行うことが大切です。ガバナンス・リスクを適切に排除することが、優れた運用パフォーマンスに繋がると考えています。

運用プロダクト	アジア債券

アジア投資適格債運用
アジア・ハイ・イールド債運用

新興国債券

シニア・ポートフォリオ・マネージャー
谷内 則仁

新興国債券運用におけるESG評価の重要性

新興国債券運用では、ESG要素を活用して新興国（ソブリン）を評価し、投資判断を行っています。新興国の信用力分析に際しては、政治リスクや社会組織の頑健性、長期的な環境への対応といった幅広い観点で評価することが、長期的な運用パフォーマンスの向上にとって非常に重要です。特に、ソブリン債のリスクを見極めるうえでは、ガバナンス（G）の要素が重要になります。

財政運営や債務返済の意思といった信用力と市場評価の双方に大きな影響を与える要素は、概ね行政組織の質に起因する部分が大きく、ガバナンス指標の水準や変化に焦点を当てることで国の潜在的リスクをより適切に見分けることができるからです。

アジア地域のある国に対する評価の事例をご紹介します。同国は新興国の中でも相対的に良好な経済ファンダメンタルズを有しているため、大手格付け会社から投資適格級を付与されています。一方で、犯罪者に対して超法規的な措置が取られるなど「法の支配」が軽視されている状況が見られるほか、アジアの中でも汚職が最も深刻とされる国の一つでもあります。同国の信用格付けにはこうしたESGの観点からのダウンサイドリスクが十分に反映されていないと考えるため、我々は同国への投資に対して慎重な評価をしています。

2020年1月より、ESG要因にフォーカスした新興国債券運用戦略の運用を開始しています。伝統的なファンダメンタルズ分析とESG分析を統合することで、長期的に運用効率の改善が期待できると考えます。

運用プロダクト	新興国債券

米ドル建てESG新興国国債運用

2019年のスチュワードシップ活動に対する自己評価の結果について

当社は、投資先企業の企業価値の向上と持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、スチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいます。同活動をさらに高めていくため、2019年（1月～12月）における当社のスチュワードシップ活動について自己評価を実施しましたので、その結果についてご報告いたします。なお、本自己評価は、2017年5月29日に改訂された日本版スチュワードシップ・コードの指針7-4が求める自己評価に対応したものです。

1 自己評価の方法

当社のスチュワードシップ活動に関わる最高意思決定機関である責任投資委員会のメンバーを中心にアンケートを実施し、その結果に基づいて議論を行いました。利益相反管理に係る事項を中心に、同委員会に対する監視機能を担う責任投資諮問会議のメンバーもアンケートおよび議論に加わっています。

ご参考 アンケートの概要

対象者	設問の内容に応じ、以下が回答しました。 責任投資委員会委員8名 責任投資委員会事務局5名 責任投資諮問会議メンバー3名	実施時期	2019年12月
		対象期間	2019年1月～12月
		回答方式	記名式 選択式（4択） コメントを自由記載

2 自己評価の結果（全体）

スチュワードシップ活動の自己評価に係るアンケートを行った結果、当社におけるスチュワードシップ活動は適切だったとの回答は9割超を占めました。アンケートの結果とアンケートで寄せられたコメントに基づき、責任投資委員会において議論を行った結果、前回強化ポイントとして見出した以下3点への対応を含め、概ね適切なスチュワードシップ活動を行うことができたと評価しております。

- 責任投資委員会において、より重要性の高い事項について議論を深めていくことができるよう、引き続き、効率的・効果的な運営に努める。
- エンゲージメント活動について、責任投資委員会および運用調査本部内で情報共有および意見交換する機会を増やし、PDCAサイクル※をさらに高める。
- スチュワードシップ活動の持続性をさらに高めるため、引き続き、運用調査本部における適切な人員の確保や育成に取り組む。

※「PDCAサイクル」とは、Plan（計画）、Do（実行）、Check（評価）、Act（改善）を繰り返すことで、業務を改善していく手法です。

一方、当社のスチュワードシップ活動の実効性をさらに高めていくための強化ポイントとして、以下を見出すことができました。

- 責任投資委員会の効率的・効果的な運営およびエンゲージメント活動のPDCAサイクルの強化を不断の取り組みとして継続する。
- エンゲージメントとのリンクを含め、議決権行使の実効性をさらに高める。
- 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などスチュワードシップ活動に関わる領域が拡大しており、かつ目指すべき水準が高まっていることに対応するため、引き続き、適切なリソースの配分・強化に取り組む。

3 今後の対応

本自己評価を通じて挙げられた強化ポイントについては、今後、責任投資委員会で議論を深め、スチュワードシップ活動をさらに高めていくよう取り組んでいきます。

2019の振り返り

2019年も様々な取り組みを進めましたが、なかでも活動の中心となったのは「気候変動問題への対応」と「インパクト投資の実践」でした。責任投資調査部の設立以来、適切な利益相反管理体制の強化や議決権行使プロセスの高度化、ESG調査リソースの拡充、グローバルなエンゲージメント体制の構築など、責任投資を着実に実践するための仕組み作りを進め、その環境を整えました。2019年はより具体的な成果に結びつけるための活動に注力しました。

気候変動問題への対応では、当社運用ポートフォリオの気候関連リスクと機会の特定を進め、それらの分析内容を投資先企業へのエンゲージメントや運用ポートフォリオの管理に活かし、気候変動問題に対し、より耐性が強く、かつ付加価値の向上に繋がるような運用品質の向上に取り組みました。またインパクト投資の実践においては、従来のリスク・リターンの概念に加え、「社会的インパクト」という3つ目の軸をプロセスに取り込み、社会の発展と繋がりながら、より持続的成長の高い新たな運用手法の開発を進めました。その際、グローバルな社会的課題から投資先企業に落とし込む、いわゆる「アウトサイド・イン」の手法も取り込みました。

2019年に付与されたPRIアセスメントでは、全ての項目でA以上の評価を取得しました。また、様々なイニシアティブへの参加も増やし、全社的なESGへの取り組みの強化に努めた1年でもありました。

2020その先へ

2020年は日本にとっても世界にとっても、様々なESG課題の議論の進展がみられる年となるでしょう。依然として気候変動は世界の大きな課題であるとともに、足元で起こっている様々な社会問題は、ESG課題が企業の持続的成長に及ぼす影響の大きさを改めて示しています。こうした状況を背景に、投資の世界においても、ESG課題への新たな取り組みが加速するものと思われます。様々なイニシアティブとの連携の中で、当社としても世界的な取り組みをサポートするとともに、日本においても更なるESG課題の解決に向けて貢献していきたいと考えています。

当社の取り組みにおいては、引き続き「気候変動問題」と「インパクト投資」が重要なテーマになります。気候変動問題は長期的な取り組みであるとともに、すぐにでも取り組みを開始しないといけない緊急性の高い課題です。気候変動問題に関する情報インフラや分析手法を更に高度化し、運用の持続性を高めていく予定です。また2020年はSDGsが目指す2030年まであと10年となる年でもあります。社会課題の中に存在する機会をうまく捉え、経済的リターンと社会的リターンの両立という新たな領域で、運用の付加価値を追求していきます。

責任投資調査部も設立5年目の年となりますが、気候変動対応を含む当社の責任投資への取り組みが「社会的インパクト」を伴って成果を創出できるよう、また1年間尽力していきたいと考えています。

責任投資調査部長
今村 敏之

PRIアセスメント結果

		FY2018-2019	PRI 中央値評価
戦略とガバナンス		A+	A
上場株式における責任投資の統合状況		A	B
上場株式におけるアクティブオーナーシップ		A+	B
	エンゲージメント	A+	
	議決権行使	A	
債券投資（国債等）		A	B
債券投資（社債等）		A	B

Expertise to Exceed

www.nomura-am.co.jp