



# 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、様々なり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要素を様々なり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。





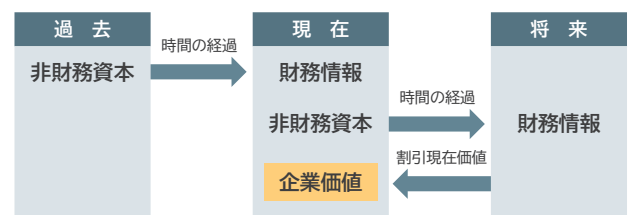
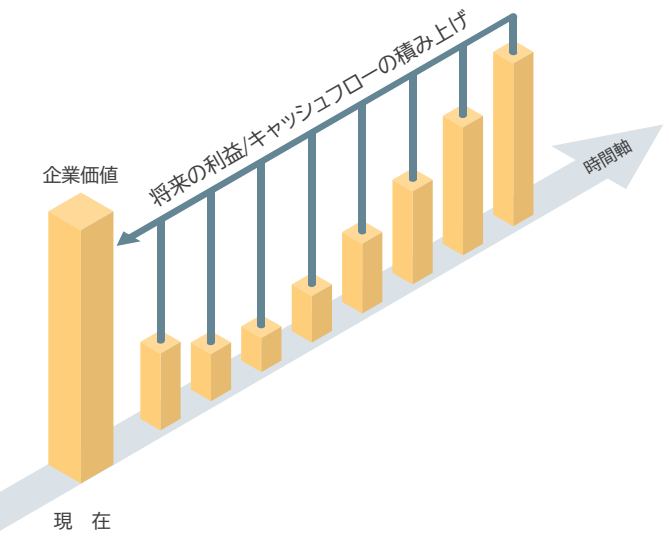
# 株式ESGインテグレーション

## 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

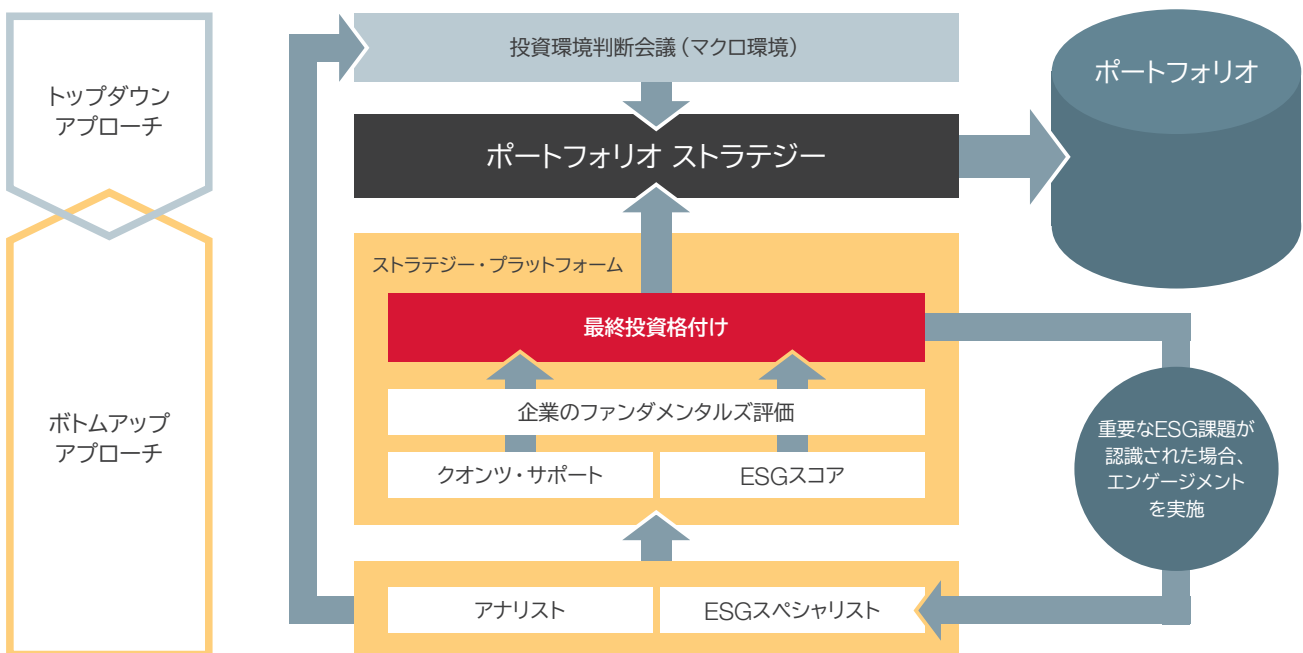
まえて投資対象銘柄への追加的なESG調査が必要であると判断した場合に、責任投資調査部のESGスペシャリストに対し調査を依頼し、最終投資格付けを付与する際の評価に加えることもあります。そして、「買い」という最終投資格付けが付与された投資ユニバースから、運用戦略ごとにポートフォリオを構築するというプロセスに至ります。

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、各国ごとにカンツリー・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%	 E Environment	15%	気候変動への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・温室効果ガス排出量に関する情報開示</li> <li>・気候変動に関連するイニシアティブへの参加</li> <li>・気候変動に関するリスク</li> <li>・TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)への取り組み</li> </ul>
		10%	自然資本への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・水使用量や廃棄物に関する情報開示</li> <li>・生物多様性や水資源に関するリスク</li> </ul>
		5%	その他の環境課題への対応	
30%	 S Social	10%	人権・労働への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・労働安全衛生に関する認証</li> <li>・労働に関する情報開示</li> <li>・人権や労働問題に関するリスク</li> </ul>
		10%	人的資本への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人的資本を有効に活用するための取り組み</li> </ul>
		10%	その他の社会課題への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> </ul>
30%	 G Governance	10%	経営トップ(経営陣)の評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期の産業ビジョン、有効なアクション・プランの有無</li> <li>・指名・報酬プロセスの実効性</li> <li>・少数株主への配慮</li> </ul>
		10%	取締役会の評価	
		10%	その他のガバナンス評価	
10%	 SDGs Sustainable Development Goals	10%	17のゴールへの貢献ポテンシャル	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SDGsの17のゴールに関連する事業機会</li> </ul>

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

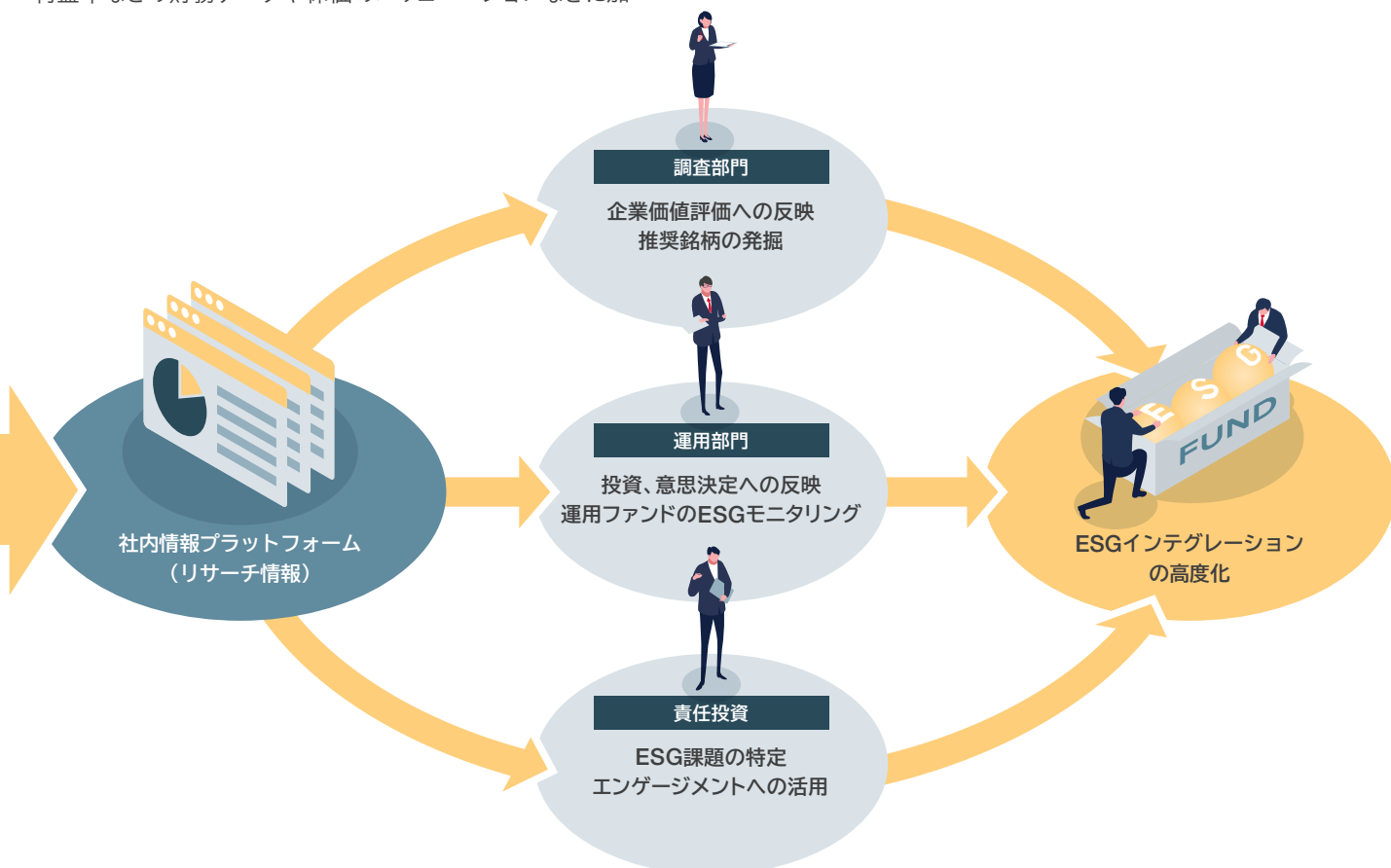
日本株式を運用する委員会において、個別企業の投資価値を評価する際に使用される各資料には、利益成長性、資本利益率などの財務データや株価のバリュエーションなどに加

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

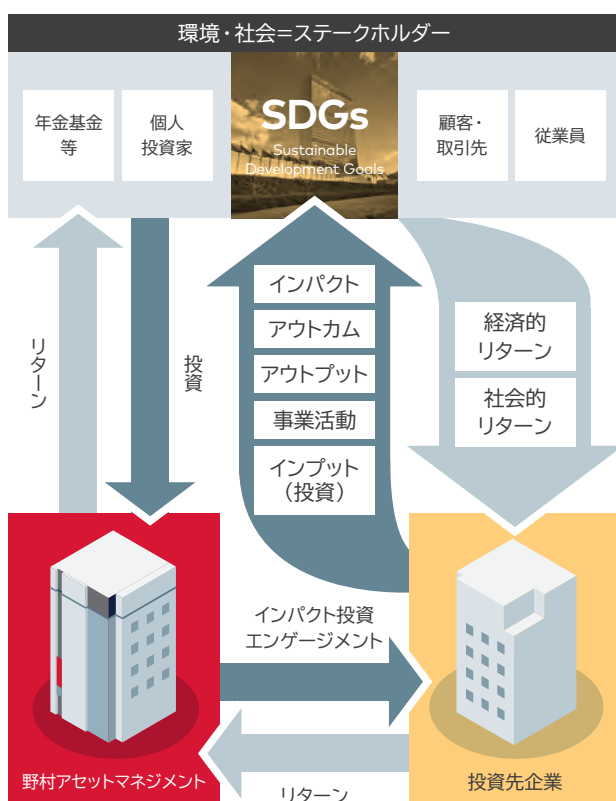
クト創出に繋がる投資先企業のKPI・目標値の設定やこれらの達成に向けた事業活動を積極的に支援しています。

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 категория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

	環境 Environment		社会的責任 Society			
ESGステートメントをベースとした課題の設定	気候変動	自然資本	医療問題		人が保証されるべき権利	
インパクト・ゴールの設定	気候変動の抑制: 地球温暖化を 摂氏2度以下に抑える	自然資本の 棄損を抑制	先進国の 医療問題の改善	途上国の 医療問題の改善	基本的な 金融サービスへの グローバル・アクセス	安全な水への グローバル・アクセス
主なモニタリング指標	世界の自然エネルギー生産量 大気中のCO <sub>2</sub> レベル	GDPIにおける 資源消費 世界の陸地 における 森林面積の比率	WHOによる 死亡率 ( 心血管疾患、 癌、糖尿病、 慢性呼吸器疾患)	WHOによる HIV/結核/ マラリア死亡率	銀行への アクセスが可能な 低所得層の比率	きれいな水を 利用できる 世界人口の割合
投資分野の特定	再生可能エネルギー・ デベロッパー 技術を保有する製造業者 電気自動車/OEM製造者 効率性の高いビル建設と管理	持続可能となる 原材料の管理/ 原材料の 効率的な使用	医薬品に係る事業 医療におけるバリューチェーンに 関連する医療関連企業		フィンテックによる 支払い手段を 提供する事業 社会的弱者への 貸出事業	上下水道の提供に 関する事業
SDGsテーマとの紐付け						
個別企業のKPI						
投資先企業との エンゲージメント	投資対象企業					

野村アセットマネジメントのインパクト投資

ポートフォリオ構築・  
運用プロセス

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・サステナブル株式ファンド (Global 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

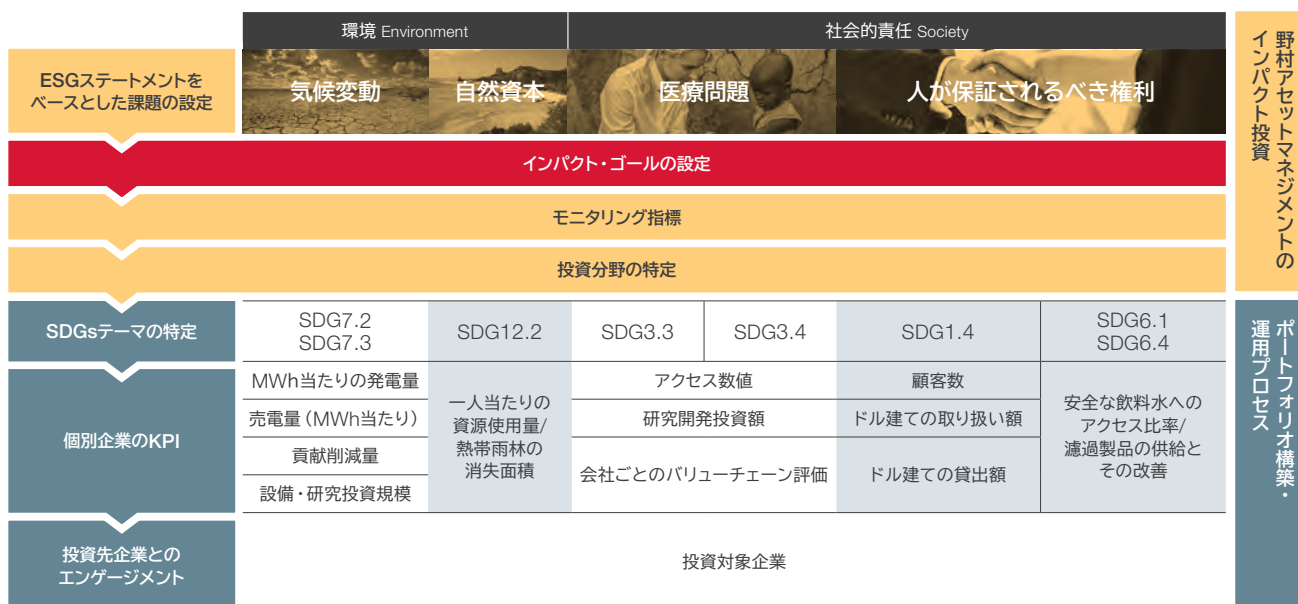
とで、国あるいは先進国・途上国、グローバルといったレベルでインパクト・ゴールの改善度合いを測ることが可能になります。詳細は、54頁を参照してください。

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		<ul style="list-style-type: none"> <li>・中・低所得国でHIV治療を受けている患者数</li> <li>・研究開発投資額 (売上高対比)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Access to Medicine Index (ATMインデックス) を活用した評価</li> <li>・ATMを活用した医療アクセスの向上</li> </ul>
Johnson Controls	気候変動	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>	 	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HVCA技術によるCO<sub>2</sub>排出量削減貢献量 (メトリックトン)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・HVCA技術によるCO<sub>2</sub>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</li> </ul>

### GSEのインパクト投資プロセス

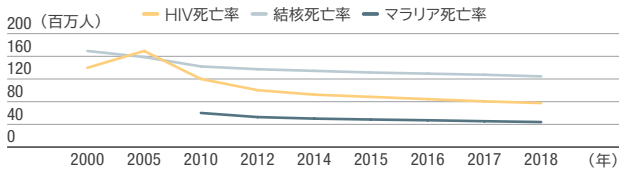


造会社に対する協働エンゲージメントにより、課題解決に向けて取り組みを進めています(34頁の「イニシアティブとの連携」を参照)。運用担当者は、KPIモニタリングに加えて、様々な形でエンゲージメントを行うことで、当社が設定したインパクト・ゴールの達成に向けて企業を後押ししながら、運用を行います。

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<sub>2</sub>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。

### 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

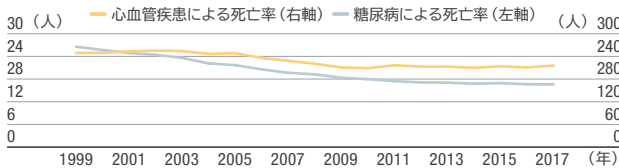


**KPI 評価** 結核死者数は低下の傾向を辿っているが未だに高い水準にあり、ワクチンによる革新的な予防法の必要性は高い。

**投資先企業**

- HIV治療業の大手企業
- 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)

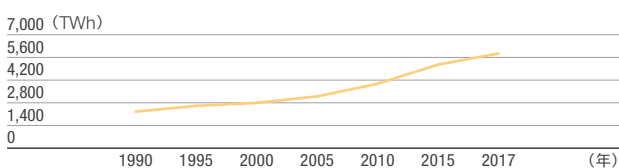


**KPI 評価** 心血管疾患死亡率は、低減・横ばいが続いていたが、肥満率上昇により再び増加の傾向。糖尿病死亡率も、肥満率の上昇により下げ止まりへ。

**投資先企業**

- 大手糖尿病治療業企業
- 糖尿病、心血管疾患における医療機器
- 心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**

### グローバル・サステ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

ポートフォリオのCO<sub>2</sub>排出量は、一般的なグローバル株式戦略に対して**4倍**少ない

建築技術により建物からの炭素排出量を**2,300万t**削減

**44TWh**のCO<sub>2</sub>を排出しないエネルギーを発電

#### 社会的責任 Society 先進国と途上国の医療問題

貧困層**1,800万人**へのHIV治療を提供

世界で、毎日**200万**を超えるワクチンを提供

世界中で苦しむ**2,800万人**に対する糖尿病の治療

#### 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)

ケニア全体で**2,260万人**がモバイル決済技術を利用

インド国内の経済的弱者への**11万件**の住宅ローン貸付

## 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

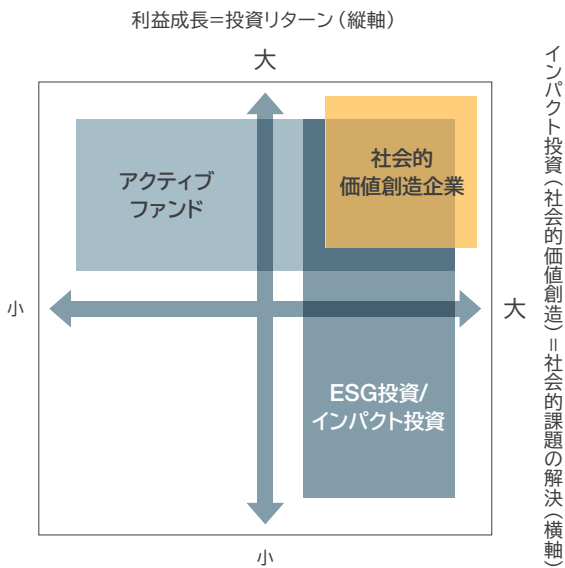
益成長＝投資リターンを置いて2軸の表で示すと、右上の象限にある2つを高い次元で両立する企業への投資を目指すことになります（右図参照）。これが「社会的価値創造企業」投資の基本です。実は、この社会的価値創造企業は、国連SDGsとの親和性が非常に高いことが分かります。当ファンドにおける社会的課題は、高齢化に伴う医療問題、気候変動に伴う環境問題、新興国における生活環境の改善、テクノロジーを利用した社会課題解決への取り組み、などです。これをSDGsの17の目標でマッピングすると、この社会的課題を網羅できます。当運用では、当社独自のESGスコアも活用することで、ファンダメンタルズでの評価に加え、SDGs目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



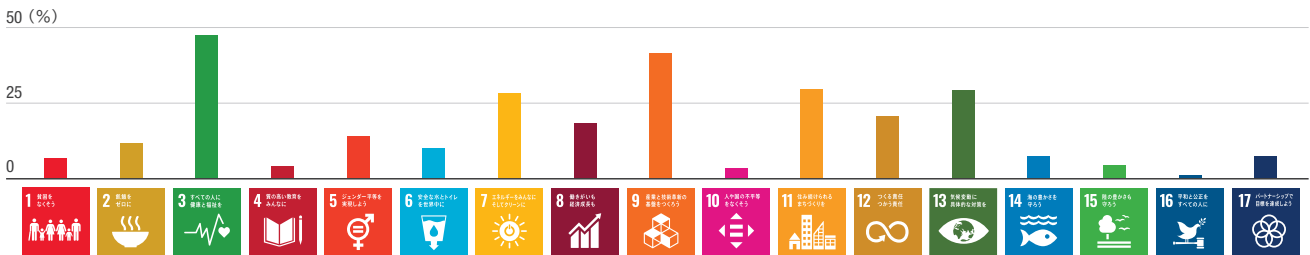
社会的価値創造企業ファンド  
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

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」とし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<sub>2</sub>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

**白井 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)、白井健人(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、市場から過小評価され、将来の高いリターンにつながる事が期待されます。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えます。」

## 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

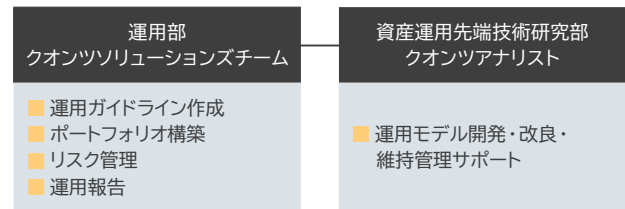
ESG(環境・社会・ガバナンス)投資の理念を実現するためには、持続的な社会の形成を支える企業と投資家の双方にインセンティブが存在することが重要です。働きやすさが象徴する社会性の観点から優れた企業への投資には、その経済的な背景が存在します。

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

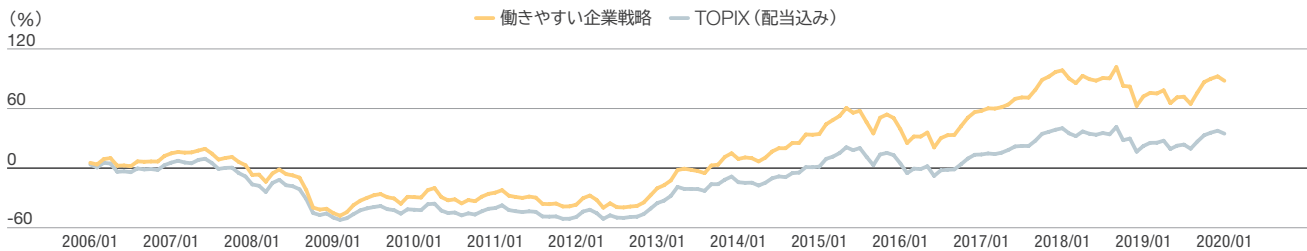
により働きやすい企業への投資は高い付加価値を生むことが期待される企業への合理的な価格での投資に繋がり、将来の高いリターンが期待されます。

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



### 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 (+)

⋮



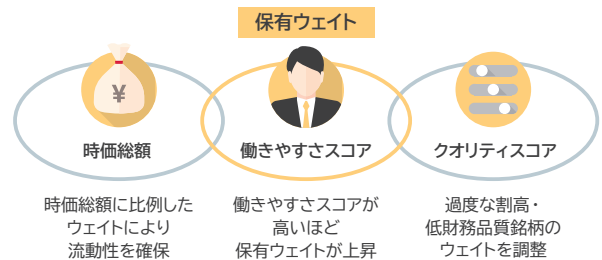
財務指標

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トイング]

■ 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

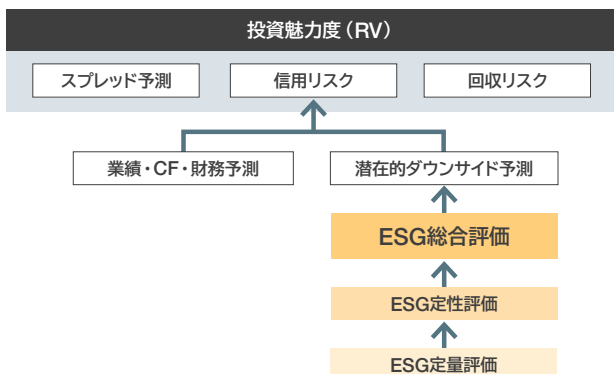


執行役員  
CIO(債券)

## 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、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

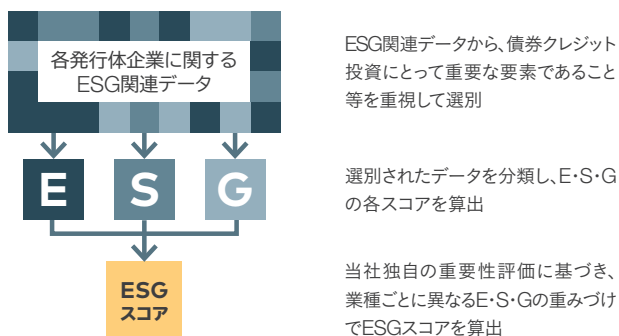


運用部 債券グループ  
債券サステナブル・インベストメント・ヘッド  
ジェイソン・モーティマー

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。

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





## 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



グローバル債券

シニア・インベストメント・オフィサー 債券担当

前田 有司

### 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

### 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へ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新興国債運用