



### ESGインテグレーションに対する考え方

野村アセットマネジメントの株式アクティブ運用は、企業のファンダメンタルズ分析が土台となっています。この分野で競争力をもち、顧客資産の長期的な成長に安定的に貢献するためには、従来からある財務情報分析に加えて、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み、付加価値を上げていくことが必要不可欠です。

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が含まれると考えます。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、我々にとって最重要の課題です。

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、我々の運用力の向上に直結するものであり、今後、ますます重要になると考えています。

### ESGインテグレーション・ラボ

ESGインテグレーションは、我々の運用する多くの戦略に組み込まれつつあります。我々の運用プロセスは、各拠点の運用チームごとに組織的に構築されていることが特徴です。現在では、各運用チームが従来から継続してきている運用戦略の中にESGの考慮を加え始めています。戦略ごとにインテグレーションの手段は異なる一方で、基準となるESG評価はグローバルで構築しています。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。

近年ではAIなどテクノロジーの進化が著しく、資産運用業界を取り巻く環境も大きく変化しています。当社でも最先端の運用ノウハウを投資プロセスに取り入れるべく、2017年10月に資産運用先端技術研究室(イノベーション・ラボ)を新設しました。2018年には、運用へのESGインテグレーションにAIを活用し始めるなど、新たな取り組みも開始し、インテグレーションの多様化を進めています。

## 銘柄選択における ESG評価 日本株

シニア・インベストメント・オフィサー  
日本株担当

村尾 祐一

### 財務・非財務情報は密接に関係し、 相互に影響

当社の典型的な日本株のアクティブファンドの運用プロセスでは、競争力や成長性を踏まえた短期、長期の業績見通しに、株価評価指標による割安、割高評価などを加え投資判断を行っています。

現在はこのプロセスの中に、非財務情報、いわゆるESG評価を取り入れています。具体的には、担当アナリストやESGスペシャリストの視点に基づくESG評価やエンゲージメント情報、外部の格付け機関のESG評価などを判断材料として運用プロセスに取り入れています。これは、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からです。

このプロセスを高度化するために、当社独自のESG評価手法の改善を進めています。これにより企業アナリスト、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し、より効果的な運用へのESGインテグレーションが期待できます。

### 日本株における独自の ESG評価手法の構築

我々が投資先企業の非財務的側面を評価する際には、単に企業のESGへの取り組み状況だけではなく、一連



#### ESG評価の特徴

企業アナリストと  
ESGスペシャリストによる総合評価

開示の充実度や、リスクと機会に  
着目した実効性の高い評価項目の設定

主要評価5項目別に  
業種内相对比较が可能

#### ESG評価項目(5大項目)

**ガバナンス** 経営陣、取締役会の評価など

**環境** 気候変動関連などの情報開示

**社会** 女性活躍、人権などの情報開示

**リスク** ESGリスクの財務的影響を考慮

**オポチュニティ** SDGs17のゴール

の取り組みがその企業にとって財務的インパクトを伴うような重要事項であるかどうかに着目します。それは企業にとってリスク項目という観点だけではなく、将来キャッシュフローを創出するような機会であるかどうかもチェックします。現在、当社独自のESG評価は、①ガバナンス、②環境、③社会、④リスク、⑤オポチュニティの5つの大項目を設定し、それぞれの項目について更に細かい評価項目を定めています。

ESG評価は、企業の開示情報に加え、企業アナリストとESGスペシャリスト双方の視点を基に、定性判断も考

慮して決定されます。企業による開示情報だけでなく、定性判断を加えることで企業の実態をより反映したものとなります。また、評価内容は、評価項目ごとに順位付けが可能で、業種内比較もできるため、運用にとっても利用手段の多いものです。運用の立場にある者として、企業アナリスト、ESGスペシャリストには、今後とも質の高い独自の分析や評価を提供してくれることを期待しています。同時に、我々運用者も、ESG評価を通じて企業価値を適切に見定められるよう、今後も実力を高めていきます。

## 企業アナリストの視点

日本株

### 気候変動に関する取り組み姿勢や情報を開示する重要性が高まっています

私は資源・エネルギー関連のセクターを主に担当していますが、このセクターは気候変動リスクとの関係が常に意識されます。

確かに気候変動リスクへの対処は重要課題ですが、資源やエネルギーは経済活動だけでなく健康で文化的な生活の実現にも不可欠であり、供給責任も重要な課題となっています。2つの課題は最終的には両立すべきですが、以前は供給責任を優先する会社が多かったように思います。しかし、最近では気候変動リスクを長期的な戦略に反映させようとする会社も増えています。設備の統廃合を進めながら再生可能エネルギーや水素の利用拡大に向けた取り組みを行っている石油精製会社及び公益会社などは、その良い例だと思います。

また、情報開示も重要です。気候変動リスクへの対処は利用者負担や供給責任の観点からすぐに実現できないこともあります。そのような場合でも、長期的視点に基づく計画を示し、着実に推進していく姿勢を見せることが重要です。積極的に情報を開示し、建設的対話に臨むことが長期的には企業価値の向上に繋がると思います。



シニア・エクイティアナリスト  
資源・エネルギー担当

大島 彰雄

### 持続的成長のために 取り組まなければならない課題は少なくないです

私の担当する食品・日用品セクターは、環境や女性活躍などの社会課題に対する意識が高い企業が多く、積極的に取り組んでいるセクターだと思います。

それでも、パーム油をはじめ原材料調達における環境保護の問題や廃棄プラスチックの問題など、持続的成長のために取り組まなければならない課題は少なくありません。廃棄プラスチックの問題などは、食品・日用品のパッケージには多くのプラスチックが使われており、最近では企業と対話をする際の主要テーマの一つとなっています。

女性活躍の観点では、私の担当セクターは製品開発や販売など様々な分野で女性の活躍が目立つセクターです。なかでも、女性起業家の支援に取り組んでいる化粧品会社があるのですが、これは製品の需要増や女性従業員のモチベーション向上など、いろいろなメリットが考えられる大変面白い取り組みではないかと思っています。

エクイティアナリスト  
食品・日用品担当

李 想



## 投資の視点として社会的課題の解決と 企業価値向上の一致に注目しています

私の担当するヘルスケア・セクターは、事業の目的自体が Unmet Medical Needs(いまだ満たされていない医療ニーズ)の充足やQOL(生活の質)の向上などといった社会的課題の解決に繋がるものなので、社会貢献と企業価値向上のベクトルが一致しやすいセクターです。

一方、このセクターに特有の課題もあります。例えば、低所得国の人々への医療アクセスの提供などは、健康や生命に直結する産業だからこそ社会的責任と言えます。世界的に医療費が財政、家計に占める割合が高まる中、社会に認められることは持続的成長の観点でも重要です。

例えば、マラリアなど熱帯感染症は、患者の多くが発展途上国の人々であることもあり、これまで見過ごされがちでしたが、こうした病気に目を向けている企業もあります。これなどはグローバルな観点で Unmet Medical Needs に応えるという社会的責任を果たすものですが、同時に、地球温暖化に伴う長期的な熱帯感染症の拡大に備えるという意味もあり、投資の視点から注目できる取り組みだと思えます。

エクイティアナリスト  
ヘルスケア担当

鳥居 彩



## 優れた技術による 将来のビジネス機会を提示することも必要です

私の担当している電機セクターには、温室効果ガスの排出抑制など、環境問題の改善に繋がる優れた技術を持つ会社が少なくありません。その意味では、環境などの社会的課題はリスクというより、ビジネス機会として見るのが比較的多いセクターだと思います。

実際、日本企業は省エネを武器に市場を獲得してきた歴史があり、その強みは現在もエアコンなどで生きています。また、インバーターやブラシレス・モーターなど、省エネを支える要素技術を持った部品メーカーもたくさんあります。中長期的には温室効果ガスの排出抑制に大きな貢献が期待されている電気自動車などは、それらの会社にとって有望な成長機会だと思っています。

また、電機セクターは製造業の中では紛争鉱物や労働環境の問題に対する意識が高いことも特徴となっています。それらの企業は、サプライチェーン全体の取り組みを重視するため、取引関係がある企業では、社会的課題に適切に対処することがリスク・マネジメント上も重要な課題になってきていると認識しています。

シニア・エクイティアナリスト  
エレクトロニクス担当

磯 光裕



## 株式運用者の視点

日本株



## ESGインテグレーションは、 我々の価値評価の多様化に 繋がっています

### ESGの理念は、我々の考える バリュー投資に内包されています

ジャパン・ストラテジック・バリュー (JSV) ファンドは、割安に放置された企業群の中から、中長期に価値を創出するポテンシャルを持つ企業の発掘を目指す、バリュー投資戦略を採用するファンドです。2000年の運用開始以来、長期にわたり良好なパフォーマンスを挙げています。その源泉は、資産価値、収益力や競争力の改善、株主還元強化など様々な切り口から、5年程度の時間軸をもって企業の「本質的価値」を見出すJSV独自の企業価値の評価手法であると考えています。そこには、環境・社会・ガバナンス(ESG)における企業責任を果たすことは必要不可欠であるとの認識があり、JSVチームの評価手法にはそのESGの理念が内包されていると言えます。

チームでは、企業の本質的価値をいくつかの切り口から評価・分析を行っていますが、その切り口には、企業の中長

期の経営戦略や経営陣への評価、株主還元への姿勢なども含まれています。特にガバナンスに関しては、現状の執行・監督機能の評価だけでなく、後継人材などの持続性や将来にわたる時間軸の中で改善が期待される部分を含め、評価分析を行っています。こうしたアプローチが、持続的に付加価値向上が可能な企業を発掘するための企業価値の評価手法だと考えています。

そこには、保有銘柄の企業訪問時にESGスペシャリストと同行し、彼ら独自の観点や知見と共に、企業経営者との直接対話により企業価値向上のための議論を行ったりすることも含まれます。また、企業のESGに関する情報開示の充実は、我々の中長期に立脚した企業価値を評価するうえで非常に重要です。ポートフォリオのCO<sub>2</sub>排出量のモニタリングや、外部ベンダーのESGレーティングのチェック、統合報告書やCSRレポートの分析なども個別銘柄やポートフォリオ全体を評価するうえで重要なファクターになっています。

バリュー株運用  
チーフ・ポートフォリオ・マネージャー

高柳 健太郎

1991年当社入社。1993年より一貫して日本株式の運用キャリアを重ね、25年以上の長期間の運用経験を有する。2000年の設定時より最終意思決定者として運用するJSVファンドは、世界20カ国以上にわたるグローバルな顧客基盤を持つ海外でも有数のファンドに成長。

## 「目線を遠くに持つ」ことで ESGはより インテグレートされていく



### 長期投資に必要なことは、 会社の真の実力を見定めていくこと

私は、ジャパン・アクティブ・グロース及び日本株厳選投資運用を担当しています。双方に共通するのは、高ROEが長期的に持続できる銘柄に投資をするというものです。その中で特に意識をしているのが、「目線を遠くに持つ」ということです。足元の業績は以前に企業が意思決定を行った結果であり、現在の企業の意思決定は3年後、5年後の業績として顕在化すると考えています。中長期的な視点での企業価値の判断には、会社の持続可能な実力、すなわち、企業のコアコンピタンスは何か、競争優位は変化しないのかといった議論が必要となり、3年、5年という時間軸を見据えるほど、そうした要素に対する判断が重要な意味合いを増します。こうした我々のチームの運用プロセスは、ESG投資の考え方と非常に親和性が高いと認識しています。

我々の運用チームが求める情報は、今年、来年といった短期的な財務情報だけではありません。少なくとも5年程度の中長期的な会社の投資計画や人員配置などのリソース配分、継続している事業や新規事業に関するビジネスの持続性、あるいはその背景となる社会的なニーズの強弱なども含まれます。経営陣より示される会社のビジョンがどのようにビジネスに落とし込まれ、会社の有する優位性がどう維持され、どのように長期的に企業価値を積み上げていくのか、それを執行・監督するマネジメント・クオリティーの評価といった情報を、企業アナリストやESGスペシャリストなどが所属するリサーチ・チームと共に調査・議論し、銘柄選定に活用しています。

このようなファンダメンタルズ分析とESG考慮を経て、外部環境に左右されない企業の真の実力を把握し、株式を長期的に保有するに足る確信度を高めることができ、我々の意図する5年程度の中長期的なバイ&ホールドが可能と考えています。

グロース株運用  
チーフ・ポートフォリオ・マネージャー

### 原田 信太郎

1993年当社入社。年金運用部、株式運用部(現運用部)にて年金基金向け日本株運用に25年以上一貫して従事。1996年ジャパン・アクティブ・グロース運用を設定し、2012年に日本株厳選投資運用を開始。20年以上のグロース投資の経験を有し、2009年からは運用戦略をいち早くROEフォーカスに修正し、当社内でも最も投資ホライズンの長い運用を実践している。

グローバル株式運用チーム

## 株主利益と社会的価値の両方を追求した グローバル株式運用を実践

グローバル株

私が率いるグローバル株式運用チームは、ロンドンを中心に15名の運用調査メンバーで構成されています。先進国、新興国、フロンティア市場を含む、幅広い投資ユニバースで運用しています。私たちの投資哲学は、「クオリティが高く、かつバリュエーションが割安な株式への投資を追求すること」です。これは、その企業が持つ本来の価値を下回って取引されている企業の株式に投資することを意味します。

### チームの投資哲学

私たちのチームは、「責任ある投資家」として責任投資を投資哲学の中心に掲げ、運用を行っています。これは19世紀の哲学者であるベンサムが主張した考え方に近いかもしれませんが。彼の主張した功利主義の原則である「最大多数の最大幸福」の理念のように、投資対象企業の多様なステークホルダーの効用も念頭に入れています。

例えば、独占的な価格決定力を利用して医薬品の価格を大幅に引き上げたケースを考えてみましょう。利害関係者には株主だけでなく、その薬を必要とする患者も含まれます。株主は、価格の引き上げによる高い投資収益に満足かもしれませんが、患者へは深刻な影響を与えるでしょう。実際、ある医薬品会社では、短期間に大幅な薬価の引き上げを行いました。最終的に持続可能な利益を生み出すことはできませんでした。

### 私たちの意思決定プロセス

私たちの考える「責任ある投資」では、企業は持続可能な「あらゆる価値」を創造し、その価値を顧客、従業員、仕入先、社会全体及び株主を含むすべてのステークホルダーの間で公平に共有することが必要であると考えています。その企業が創出した価値を持続可能な形で社会と共有しないと、ステークホルダーに悪影響が引き起こされるからです。つまり、ステークホルダーに与える総合的な影響を考慮するというプロセスです。その出発点は、企業によって生み出される「総効用」、あるいは「総合的な価値」になります。

その「総合的な価値」には単なる金銭的なものだけではなく、お客様の「幸福度」、従業員にもたらされる「雇用や機会」、「環境への負荷」など、すべてのステークホルダーへの影響が含まれます。当チームの投資プロセスでは、これらすべてのステークホルダーに対する企業の影響度を分析し、関連する問題を特定しています。投資対象企業をESG要因に基づき「投資可能」、あるいは「投資不可」企業として評価することは、私たちの投資の意思決定にとって重要な要素です。従って、私たちの理念から外れる企業への投資は差し控えることとなります。

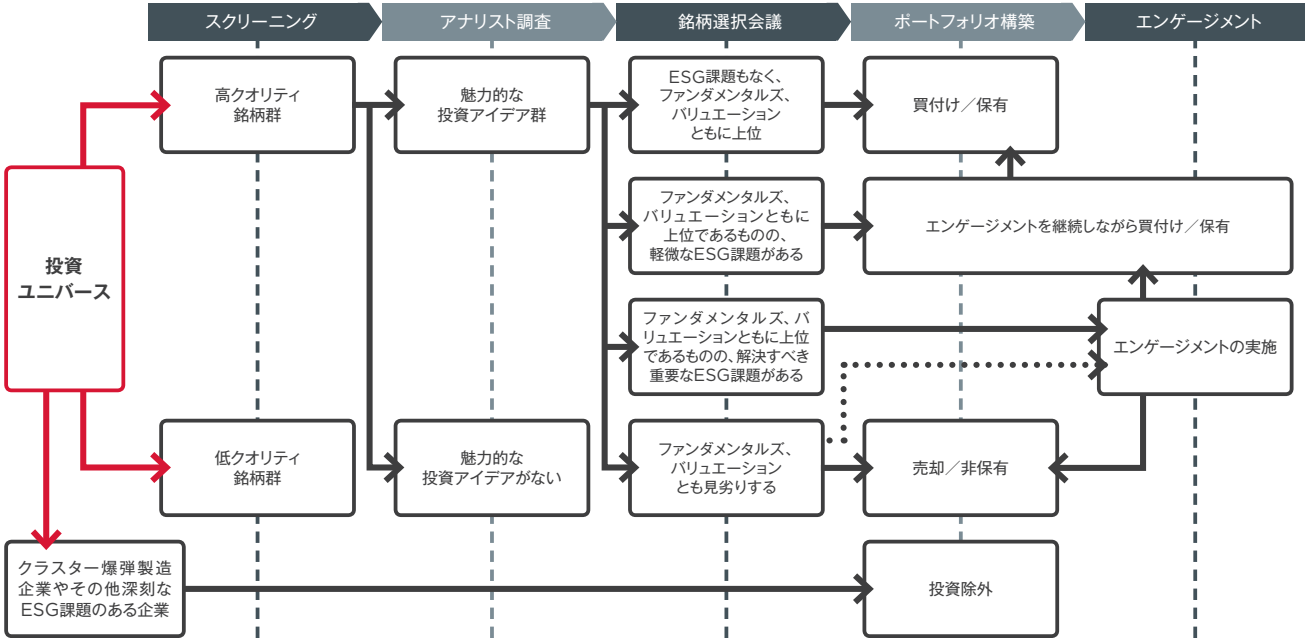
英国拠点  
グローバル株式運用  
ヘッド・オブ・インベストメント

### トム・ワイルドグース

7年間のコンサルティング会社での勤務を経て、2007年に当社英国拠点に入社。2011年にヘッド・オブ・リサーチに就任、2014年から現職。



### グローバル株式運用チームにおける運用プロセス



例えば非人道的武器であるクラスター爆弾の製造会社は、私たちの基準に反するため投資リストから除外されます。それ以外では、お客様からの除外要請があった場合を除き、当チーム独自の分析と意思決定フレームワークに従って判断します。

特に、企業が特定のステークホルダーなどに対して深刻な悪影響を及ぼしている場合、その株式は「投資不可」と判断され、投資対象から除外される可能性があります。また、何らかの規制に違反した場合も、その対象となります。

上の図は、ESG課題の特定と課題解決のための基本的な流れを示しています。課題の改善を促すための経営陣とのエンゲージメントは、プロセスの中核です。過去には企業との対話により、役員報酬スキームやサプライチェーンにおける環境負荷の改善を実現することができました。また、企業に継続的な取り組みを促すために、私たちのエンゲージメント活動を開示することも大切であると考え、四半期ごとにホームページに公開しています。

### 運用プロセスへのSDGsの取り込み

私たちの運用プロセスでは、ESG評価の悪い企業を除外するというよりは、良い企業を特定することに軸足を置いています。そのために、各産業におけるSDGsの17のゴールの影響も

評価し、投資対象となり得る業種に焦点を当てています。SDGsの達成に重大な負の影響を与える可能性がある、石油・ガス・石炭関連の企業は、投資対象銘柄になる可能性は低くなる傾向があります。これらの産業の中でも、安価な輸送用燃料を供給するなど実際には社会全般にプラスの影響があることも認識していますが、環境負荷など現在入手可能な情報に基づいて判断すると、将来的に世界への影響はネットでマイナスとなる可能性が高いと考えられるからです。

逆に、インターネット・サービス、インフラ整備、再生可能エネルギー、電子部品などは、国連SDGsに実質的にプラスの影響を与える産業であり、投資アイデアの源泉となる可能性が高いと判断しています。SDGsを運用プロセスに取り込むことは、私たちの運用哲学の強化にも役立っています。

### 国連SDGsによる産業・企業分析



## UK FRCから、 日系運用会社としては唯一のTier1の地位を獲得



英国拠点  
エクイティ・アナリスト  
**アレックス・ロウ**

私たち英国拠点は、2016年に英国財務報告評議会（UK FRC）から、日系運用会社としては唯一のTier1という最上位の地位を授与されています。これは英国スチュワードシップ・コードに賛同している機関投資家を、継続的な活動報告の開示とスチュワードシップ活動へのコミットメントの観点により、Tier1～3の3つに分類するものです。なお、Tier3に分類された賛同機関は、UK FRCより除名処分となりました。

グローバル株式運用チームは、「責任ある投資家」として明確な実績を誇っています。「ESGインテグレーション」の概念が主流になる前から、すべての投資判断にESGを考慮してきました。2013年以降、すべての株式分析においてチーム独自のESG調査と外部のESGデータベースを使用した分析を行っています。ESG要因の見直しは、銘柄選択会議の投資承認プロセスの中核的かつ必須の要素となっています。

ESGインテグレーションは、これまでもチームの投資プロセスの中にありましたが、2016年の年初に、責任ある投資家としての行動に最大のプラス効果をもたらすように、広範囲にプロセスの見直しを

行いました。この過程において、エンゲージメント活動全体で改善すべき点を特定し、責任ある投資家が真に取り組むための投資哲学を議論し、理念として掲げました。チームが公表した「責任投資の哲学的思考」<sup>※1</sup>という投資哲学を示すレポートでは、「責任ある投資家」であるという目標を達成するために、チームとしてどのように取り組むかを解説しています。

2016年4-6月期からは、ESG調査及びその活動結果を、四半期ごとの「UK責任投資レポート」<sup>※2</sup>として公開しています。私たちが自分たちの活動を開示することにより、自らの説明責任を高めるとともに、企業の説明責任も促すことになると考えたからです。

2017年には、総合的な価値創造の理念を更に一歩進め、同年8月から「グローバル・サステナブル・エクイティ」戦略をスタートさせました。この戦略では、すべてのステークホルダーに対して、最大の価値創造とその配分を示し得る魅力的な企業に投資することを目指しています。

これからも、業界をリードする責任投資の基準を提供し、私たちの活動の影響を最大化できるよう引き続き努力して参ります。

※1 責任投資の哲学的思考  
<https://www.nomura.com/nam-europe/resources/upload/the-philosophical-thoughts-of-a-responsible-investment-team.pdf>

※2 UK責任投資レポート  
[https://www.nomura.com/nam-europe/about\\_nam/responsible-investment.shtml](https://www.nomura.com/nam-europe/about_nam/responsible-investment.shtml)



# カントリー・スペシャリストによるESG調査がもう一つの付加価値の源泉

アジア・パシフィック株

## 運用プロセスとESGの考慮

シンガポール拠点では、アジア・パシフィック地域の株式について、ファンダメンタルズ調査に基づいたアクティブ運用を行っています。私たちのアクティブ運用におけるプロセスでは、人口動態、産業構造、経済発展段階、成長要因などが異なる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)を配置しています。経験豊富なプロフェッショナルである彼らによる、豊富な企業へのアプローチ(2018年:約3,000件)を通じたボトムアップの個別銘柄調査・選択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、個別銘柄に対して投資レーティングを付与しています。ESG関連については、各国固有の状況や慣習を踏まえたうえで、CSによる評価を行い、個別銘柄の評価に組み込んでいます。このESG評価は、CSによる独自の個別銘柄調査や、当社独自のESGレーティングを参考に付与されます。これらの投資レーティング及びESG評価を基に、実際のポートフォリオが構築されています。

## シンガポール拠点における具体的な投資事例

ある銀行株に対する銘柄評価と投資行動をご紹介します。ファンダメンタルズ面では、政策金利の引き上げに伴う利益率の改善、クレジットカードや証券事業の拡大が見込まれることに加えて、割安なバリュエーションを評価して、ポジティブな評価をしていました。ESGの観点からは、CSによる取材やGES社(現サステナリティクス社)との共同エンゲージメントにより、経営陣から独立したCSRコミッティーの設置、2020年に向けたCSR目標の策定とその実現に向けた投資家との対話の強化、取締役候補の多様性、再生可能エネルギー利用の推進、GHG排出量の削減などの取り組み姿勢など、同社がESGに対して建設的なスタンスを持っていることが確認できました。財務面からの高評価に加えて、中長期的な視点に基づくESGへの取り組み姿勢とその進捗状況を確認できたことから、この企業への投資ウェイトを引き上げることとしました。

## 高まるアジアにおけるESGの重要性

世界的なESGへの関心の高まりにより、アジア・パシフィック市場においてもESG関連事項の調査及びエンゲージメント活動が、長期での良好なパフォーマンスの創出にますます重要になってきています。特にアジア市場においては、政府系企業や財閥系企業のプレゼンスが大きいと、投資に際してのコーポレートガバナンス評価の重要性は高いと言えます。また、人口増加や中間所得者層の拡大、工業化の進展など構造的な高成長ステージにあるアジア諸国においても、環境や社会的問題といったESGをより意識した持続可能性の高い経営が、長期的な経済成長や企業の業績成長には不可欠な要素と考えられます。今後も、ESG評価プロセスの更なる強化・改善を継続し、長期的に良好なパフォーマンスの創出を目指していきます。

シンガポール拠点  
アジア・パシフィック株式運用  
ヘッド・オブ・インベストメント

ビプル・メタ

1994年に運用会社でファン  
ドマネージャー業務を開始。  
2004年に当社シンガポール  
拠点に入社し、インド株運用  
を担当。2016年から現職。

