



# ESG INTEGRATION

ESGインテグレーション

実際の運用においてESGの要素を運用プロセスに組み込んで投資判断に活用する、いわゆるインテグレーションの取組みは重要です。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ためです。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評価を行い、投資判断に活用しています。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組み込むために、株式運用と債券運用の双方で、当社独自のESG

評価を行っています。こうした手法を運用へ統合することは、ダウンサイドリスクの低減のみならずリターンの向上のために必要不可欠な手段となっています。

ESG評価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も対象の範囲としています。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。



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

# ATION

## インテグレーションにおける特徴

**株式運用** 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、投資先企業のESG評価を実施。株式運用におけるインテグレーションは、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へ組み込んでいる。

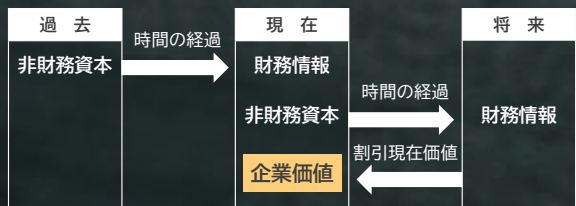
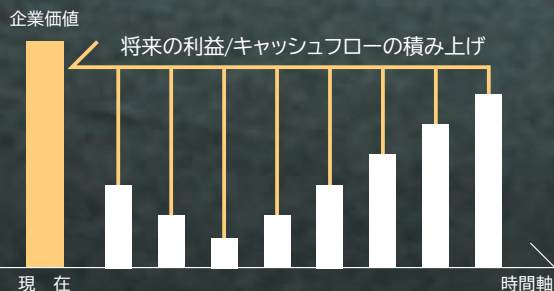
**債券運用** クレジット投資にとって重要なESG要素を様々なリサーチをベースに選別し、ESG評価とモデル化を実施。債券運用におけるインテグレーションは、モデルをベースとしたインテグレーションだけでなく、クレジット・アナリストによる定性評価を加え、ポートフォリオのリスク調整後リターンの改善と持続性を考慮する形で運用プロセスに組み込んでいる。





## 株式 インテグレーション

### 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」**

### 株式インテグレーションの考え方

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無形資産が含まれます。そうした様々な資本、つまり非財務情報も含めた事業資産の評価が企業価値の分析には欠かせません。当社は、財務情報に加えて、非財務情報も企業評価に反映させ、それを基に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考えています。

企業の財務情報に表れない無形資産の評価には2つの側面があります。ひとつは、無形資産がもたらす収益、すなわち「成長性評価」としての側面であり、もうひとつは、その企業の収益がさらされている「事業リスク評価」としての側面です。

前者は、気候変動の変化が事業に与える影響、サプライチェーンの強靱性、知的財産、研究開発力や組織の力、人材の質、多様性、などが、競争力の源泉、差別化要因として、将来的に企業の収益や成長性といった財務情報として顕在化するものです。

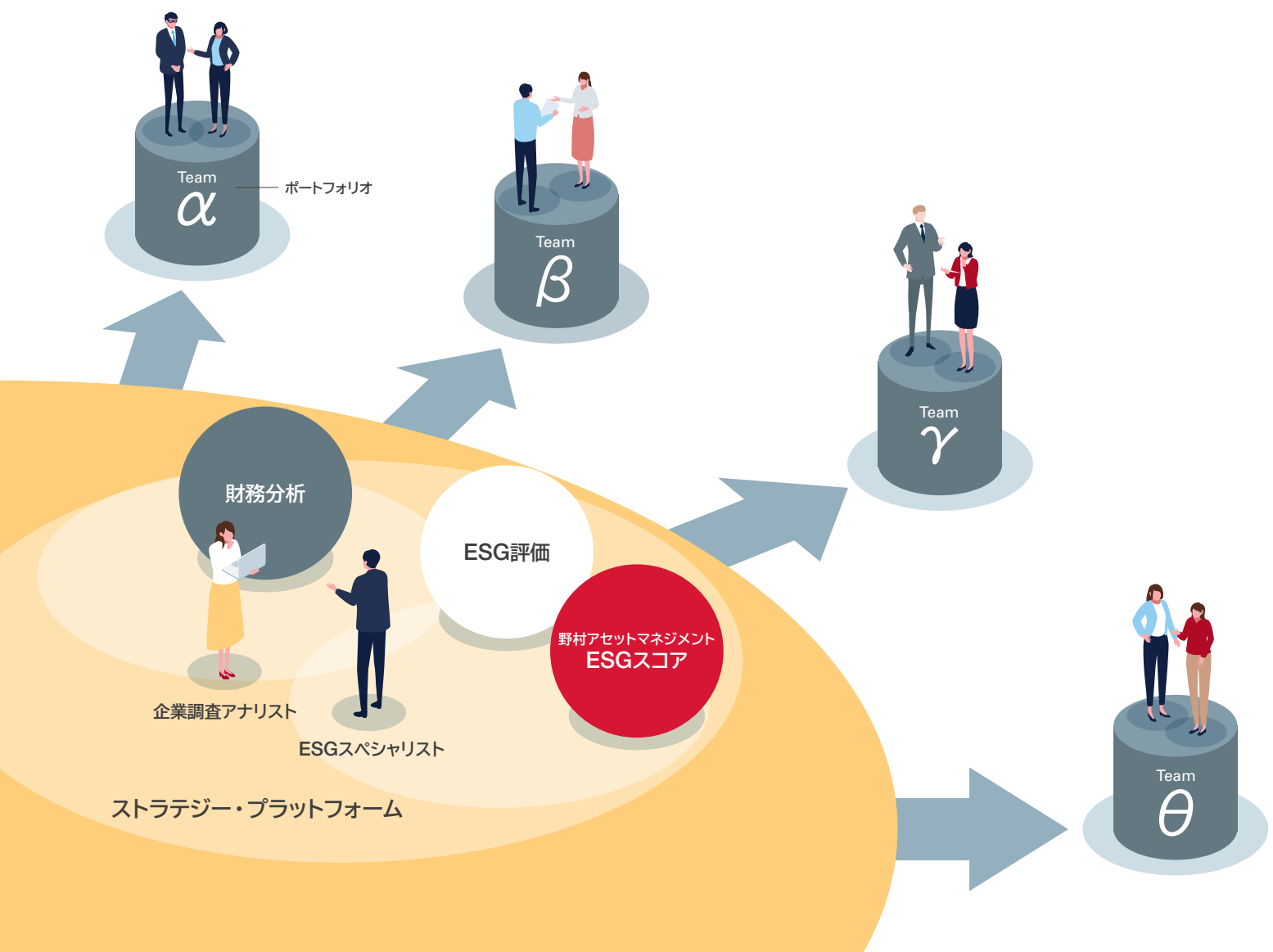
後者は、それらの無形資産の蓄積ができているかどうかで、将来の収益が安定的、持続可能なものか、事業環境の変化によって激しく浮き沈みしてしまうものか、というリスクを把握する側面です。つまり、この「事業リスク評価」は、将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際の割引率をどう評価するか、という視点そのものです。言い換えると、無形資産の評価を、投資対象となる企業のバリュエーション(株価の割高割安指標)が割安なのか、割高なのかを判断するひとつの要素として取り込むということです。

## 株式運用の投資プロセス

実際に評価を行う際には、当社の企業アナリストによる個別企業へのESG調査を土台にして、企業アナリストとESGスペシャリストが共同で作成している独自のESGスコアを活用します。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の分析・評価を行い数値化することで、個々の運用商品の運用プロセスにあるストラテジー・プラットフォームにおいて投資格付け(投資判断)をする際の重要な判断材料とのひとつとしています(下図参照)。投資格付けに応じて、ポートフォリオの個別銘柄の売買が行われますが、同スコアを企業アナリスト、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。また、追加的なESG調査が必要であると判断した場合、責任投資調査部

のESGスペシャリストへ調査を依頼し、必要なエンゲージメント活動に結び付けていくという取組みも行います。

ESG評価体制はグローバル株式においても構築されています。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(2020年:2,685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による企業のファンダメンタルズ調査を基にしますが、同時にESGに関する評価を加えて、個別銘柄に対して投資格付けを付与しています。これらの評価を基に、ポートフォリオを構築します。



## 日本株の銘柄選択におけるESG評価

ポートフォリオ構築におけるESGインテグレーションでは、中長期的に持続可能な成長を期待できる個別企業への投資を、ESG評価を通して行っていますが、投資対象から除外された企業に対しての働きかけ、つまりエンゲージメント活動も我々の重要な役割です。

温室効果ガスの排出量を削減する取組みは世界各国で行われていますが、石炭や原油資源に収益依存度が高い企業については、移行リスクへの取組みを評価し、対応が十分にとられていないと判断する企業にはその対応を促します。グローバル展開している企業は、部品などの調達ルートに存在する地政学的リスク、自然災害に係る物理的リスクについても企業と議論を行い適切な対応を求めます。また、元請け、下請け構造を持つ事業会社については、特に下請け会社の収益性や労働環境にも注目し、サプライチェーンとして持続的に事業継続ができる仕組みができていないかを議論します。親子上場に伴う少数株主との利益相反や、株式持ち合いによる低収益性など資本効率に係る問題もガバナンス上の課題として事業会社と対話を行い、改善を促す取組みを進めています。我々は、こうしたスチュワードシップ活動が、健全で持続可能な社会および効率的かつ安定的な資本市場の実現に繋がるものであると考え、「責任ある投資家」としての役割を果たしていきたいと考えています。



執行役員  
CIO(株式)  
村尾 祐一

## 株式アクティブ・マネージャーによるESG運用の視点



チーフ・ポートフォリオマネージャー  
手塚 雅明

フリードマンが、企業の社会的使命は株主利益の最大化と語ってから50年が経過しました。その後、ネットバブルの崩壊、リーマンショックなどを経て株式会社を取り巻く社会的規範も大きく変化を遂げています。ESGに代表される、非財務的役割を企業はどのようにして果たしていくのか。そしてそれをどのように評価していくのか、我々アクティブ・マネージャーの真価が問われる時が来たと考えています。

近年、ESGへの関心の高まりとともに、ESG評価が企業のバリュエーションに与える影響が急速に高まっていると感じます。経済的リターンを考えるうえでも、ESGの観点は不可欠となっています。運用チームとしてESGインテグレーションを通じ、非財務情報の長期的な企業価値への影響を精査し、パフォーマンス向上に繋げていきます。また、エンゲージメント活動などを通じて、より良い社会の実現に貢献していきたいと考えています。



チーフ・ポートフォリオマネージャー  
浅野 啓



シニア・ポートフォリオマネージャー  
山本 真

ESGの重要度が増す中で、日本には長期的な競争優位性を高められる企業が多いと思っています。アクティブ投資家として、ESG情報の中身を見極め、財務分析に落とし込む力が求められています。また企業の変化をいち早く捉えることや後押しすることも重要になっています。企業調査部や責任投資調査部と協力し、総合力を発揮することで、運用パフォーマンスと持続可能な社会実現の後押しの両面で貢献していきたいと思っています。

# ESGインテグレーションの 高度化に向けて

ESGインベストメントマネージャー  
鷹羽 美奈子



## 株式インテグレーションへの取組み

私たちの投資先である企業は、社会・環境の中で事業活動を行うことで利益を生み出し、株主は投資した結果をリターンとして受け取ります。しかし、企業は事業活動時に使用される自然資本、社会資本、人的資本が様々な形で長期的な脅威にさらされるときでも、短期的なリターンを優先させてしまうこともあります。その場合、投資家は当初想定した期待リターンを長期に渡り享受することが難しくなるでしょう。

ESGインベストメントマネージャーとしての私の役割は、ポートフォリオのESGクオリティを高め、なおかつESGファクターをポートフォリオリターンに結びつけることです。「リスクと機会をコントロールして5年後も10年後も成長する企業なのか?」という視点を常に持つことで、より長期的な視点から投資先企業を見極めることが可能となります。最終的には、銘柄の新規買い付けや売却、ポートフォリオ内における投資ウェイト変更といった投資判断に繋がっていきます。

例えば、環境技術基準を厳格化するEUタクソノミーや国内の温室効果ガス排出のネットゼロ政策およびガソリン車販売規制などにより、世界的にガソリン車からEV車へのシフト

の動きが進むなか、電気自動車開発への踏み出しが遅れていたある自動車会社には長期的な機会損失リスクがあると考え、投資対象から外すといった判断を行いました。一方で、過去に社内における労働問題が報じられた企業では、労務改革やガバナンス改革が進展したことや、ESG情報の開示が進められたことを受けて、引き続きモニタリングは必要なものの企業改革の継続が期待できると判断し、新たに買い付け判断を行いました。

こうしたESGクオリティを適切に判断する事例を積み重ねることは、ポートフォリオを構成する個々の企業における規制対応の能力、サステナブルな環境を重視する製品市場における販売機会の獲得能力の向上、適切な労務管理を背景に多様で優秀な人材の獲得がイノベーションや生産性向上などを投資先企業へもたらし、それが運用成果の向上に繋がると考えます。

私たちは、アセットマネージャーとしてお客様のために、激動する社会環境の中でサステナビリティを考慮しつつ、強靱に成長する企業を投資対象として選ぶことをミッションとします。

### ポートフォリオ・マネージャーのESG視点

ビジネスリスクと機会	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現在と将来のセグメント構成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ M&amp;A戦略の評価</li> </ul>
地理的リスクと機会	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 規制強化地域での生産や販売状況</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ サプライチェーン構造の変化</li> </ul>
環境・社会ソリューション事業の成長性	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 環境社会ソリューションビジネスの収益</li> <li>■ 成長目標値</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現在の顧客やマーケット開発戦略</li> <li>■ 研究開発の評価</li> </ul>
ESGトラックレコード	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 環境パフォーマンス (CO<sub>2</sub>排出量、座礁資産エクスポージャー、環境配慮調達率など)</li> <li>■ 社会パフォーマンス (離職率、多様性、安全性指標、人権対応状況など)</li> <li>■ ガバナンス (ガバナンス構造、報酬、不祥事など)</li> </ul>	



## 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」を独自に算出し活用しています。通常、企業価値は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。その将来のキャッシュフローを予測する上で、ESGをはじめとする非財務情報は非常に重要です。投資先企業の非財務情報を調査・分析しスコアリングすることで「ESGを考慮した企業価値」を測ることが可能となり、運用付加価値の向上に繋がると考えています。

### ESGスコアの改定

毎年見直しをしている日本株ESGスコアですが、投資先企業のESGに関する開示内容の充実や実際の取り組みの高度化が進んでいることもあり、従来のESG評価フレームワークでは十分に評価することが難しくなっていました。そこで、運用部、企業調査部、責任投資調査部が協力し、ESGスコアの改定作業を行ない、2021年より新スコアを運用に活用する体制へ移行しています。

新ESGスコアによる改定の概要は以下の通りです。評価項目は、新スコアでの各項目のウェイトは、それぞれ25%としました。SDGsへの取り組みをより重視する評価体系へ移行しています。

また、新スコアによる評価総数は約100項目となり、リスクと機会の双方の視点をバランス良く配置しています。その中では、環境や社会に対する企業や経営陣の取り組みを定性的に評価する項目を新たに追加しています。更に、各企業の業種特性などを勘案するため、マテリアリティ（経営の重



要課題)を導入し、業種特性の違いを反映することが可能となっています。

また、「機会」と「リスク」という評価軸をより明確に設定しました。「機会」項目は、ESG課題に対する経営陣のビジョンやコミットメント(説明力、企画力、行動力、実績)に加え、SDGs達成に貢献する企業の将来的な成長力およびこれらに貢献する経営資源などを評価します。一方、「リスク」項目は、開示・認証取得の有無、開示項目のデータやそのトレンド方向など、定量分析が可能であることも重視し、評価を行います。

### ESGスコアの内容

「環境」では、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、その対応を経営戦略に盛り込むと同時に、経営陣によるコミットメントが示されているか、などを見ています。評価項目としては、「TCFD」、「インターナルカーボンプライシング」や「削減貢献量の開示」などがあります。具体的

### 新ESGスコアのフレームワーク

大項目	中項目
<b>E</b> <b>環境</b> 全体の25%	E1: 環境戦略、経営陣の取り組み
	E2: 気候変動
	E3: 自然資本、その他環境課題
<b>S</b> <b>社会</b> 全体の25%	S1: 社会戦略、経営陣の取り組み
	S2: 労働環境、人的資本
	S3: 人権、その他社会課題
<b>G</b> <b>ガバナンス</b> 全体の25%	G1: 経営トップ(経営陣の評価)
	G2: 取締役会の評価
	G3: その他のガバナンス項目
<b>SDGs</b> 全体の25%	



には、TCFDでは、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」などの4指標に加えてシナリオ分析、移行リスク、物理リスクなどの開示を統合報告書やホームページの資料を基に分析し、評価を行います。自然資本・その他の環境評価項目としては、廃棄物管理、河川・海洋資源の保全や海洋汚染防止を含む生物多様性に関する項目などがあります。

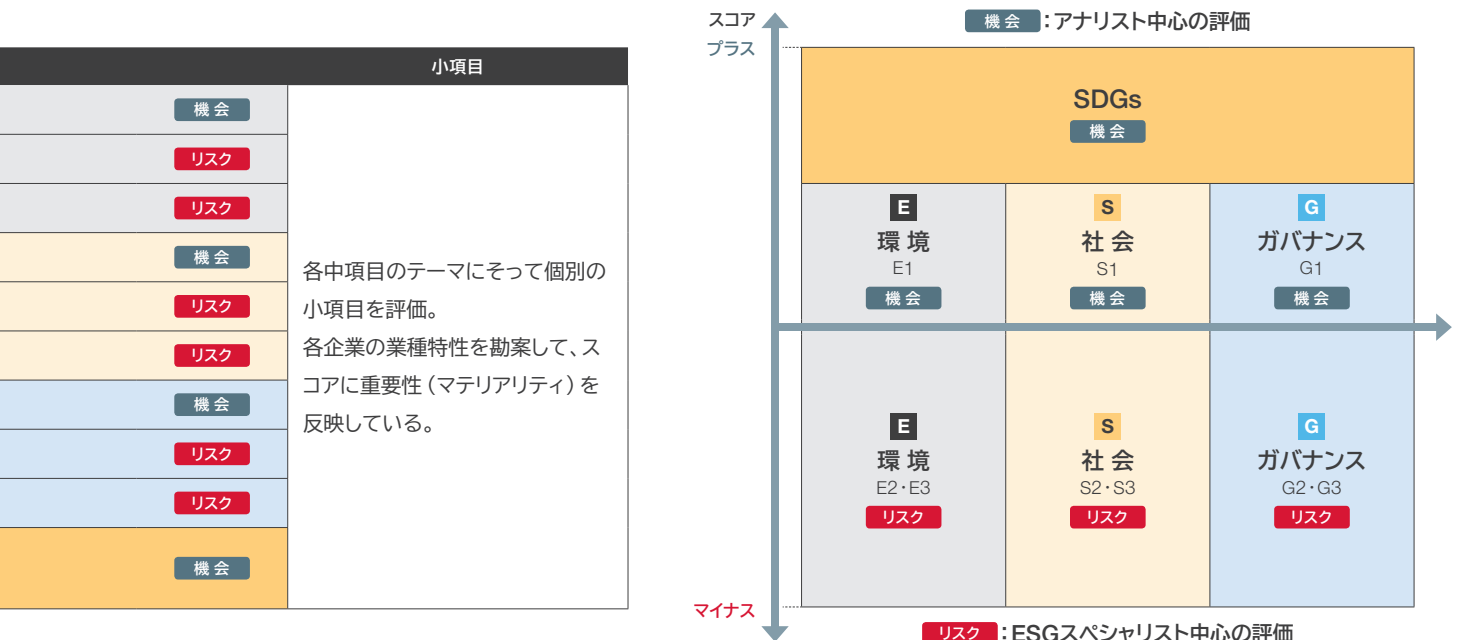
「社会」では、企業の内部と外部におけるリスク及びその対応に分かれます。前者は、従業員の人権や人的資本の活用に関する評価などが、後者は製品・サービスの品質に係る課題やサプライチェーン・マネジメントなどに関連しています。最近では、世界的に人権問題への取組みが注目されており、特に日本企業の場合、国内外の拠点におけるサプライチェーン・マネジメント管理の評価を重視しています。

「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。一方で、経営トップとの対話、後継者計画の策定など定性的な項目に関する評価もあり、

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るようになってきました。

「SDGs」では、評価ウェイトを引き上げ、企業が将来の「機会」へ取り組む姿勢を積極的に評価することにしました。ここでは、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でいるかを評価します。その際、単に各目標の達成に貢献できる事業の有無だけでなく、SDGsゴールの達成に貢献可能な売上高構成比の予測や、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スコアは、普段から企業との接点が多く企業を熟知しているアナリストと、ESGに関する業種横断的な視点で分析する機会が多いESGスペシャリストが協働し、それぞれ得意な項目を特定、スコアリングを行う体制としています。最終的に、責任投資調査部においてスコアリング結果を精査し、運用部に提供されます。





## ESGスコアの活用

非財務情報の定量化により作成されたESGスコアは、運用ポートフォリオにおける投資判断や新規の商品開発に加え、お客様への報告などにも活用され、野村アセットマネジメントのESG運用に活用されています。

### 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、情報開示データに加え、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

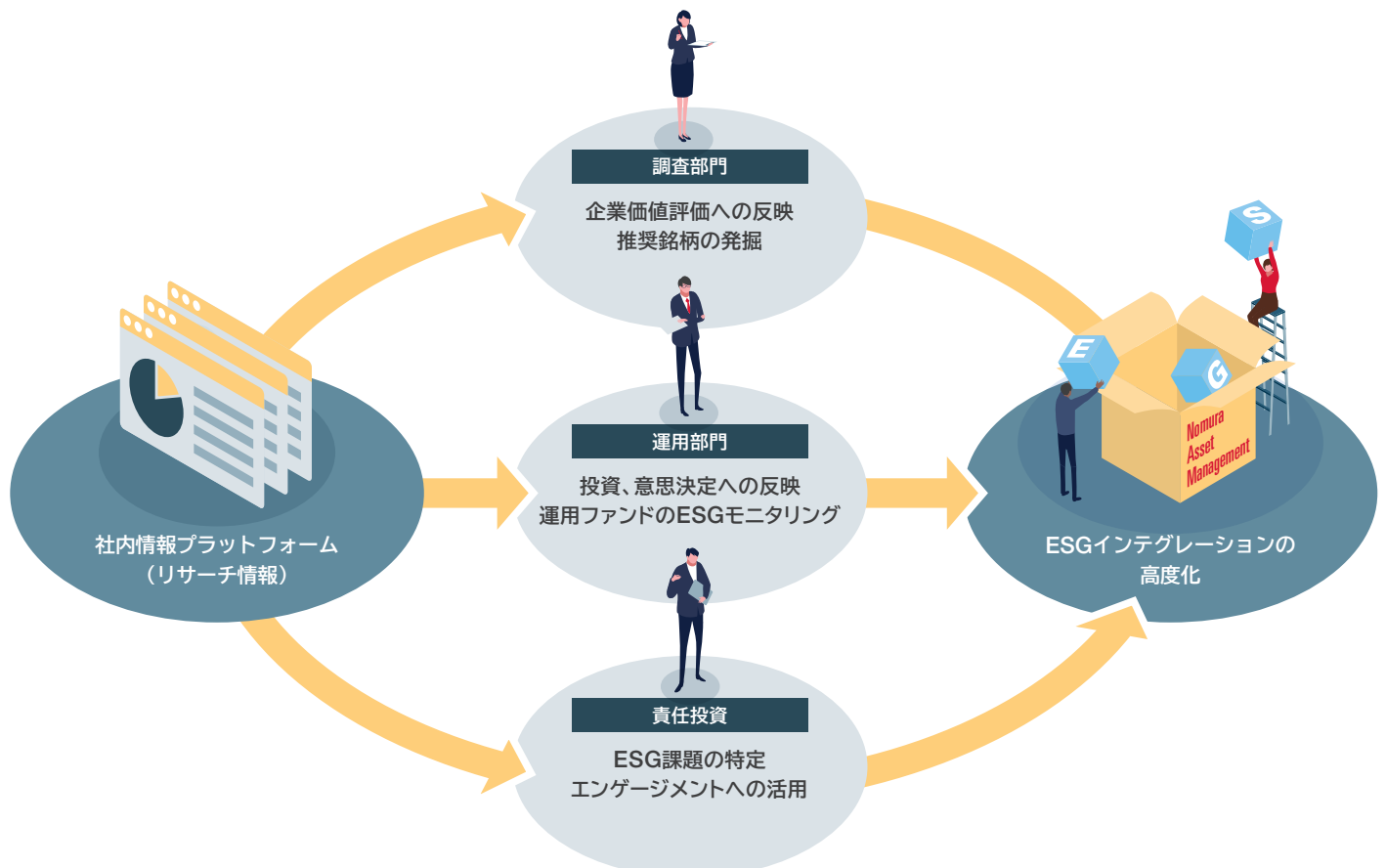
日本株式を運用する委員会において、個別企業の投資価値を評価する際に使用される各資料には、利益成長性、資

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。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スコアを常時確認し、同業他社比較やスコアの変化などを確認することが出来ます。また、ESGインベストメントマネジャーも加わり、同スコアを活用してポートフォリオのESGクオリティに関するチェックも行っています。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。

更に、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も可能です。



## ESGスコア改定2020を終えて



シニアESGスペシャリスト  
山我 哲平

### プロジェクトチームによる改定で投資判断にも 従来以上に活用しやすくなりました

投資先企業の非財務（ESG）情報開示の拡充に伴い、これらの情報を適切に評価できるESGスコアのフレームワークが投資家に求められています。このような急速な時代の変化に対応するため、当社では、2020年の年央から約半年掛けてESGスコアの改定作業を行いました。改定作業では、運用部、企業調査部、責任投資調査部の代表者から構成されるプロジェクトチームを立ち上げ、各部の専門的な見地から様々なアイデアを出し合った結果、ESGに関連した企業のリスク・機会をより適切に評価することが可能となり、投資判断にも従来以上に活用しやすくなりました。また、ESGスコアにおける評価者の判断基準を極力統一するとともに、スコアリング作業を効率化するため、メソドロジー（マニュアル）の作成やESGスコア入力シートの簡素化を進めるなどの工夫を行っています。

## 長期ビジョンや中期経営計画と紐づけてESGを 語られることを期待します

今回のスコア改定により、医薬品・ヘルスケアセクターの優れた点と課題が明確になったと感じます。当セクターの企業はSDGsに示された課題の解決が本業であり、例えばUnmet Medical Needs（いまだ満たされていない医療ニーズ）に対する治療法の確立は、「すべての人に健康と福祉を」という課題解決と企業価値向上を同時に達成可能です。

一方、ESGに対する経営陣のコミットメント状況には差があります。非財務情報の開示は進んでいますが、長期ビジョンや中期経営計画と紐づけてESGを語る企業はまだ一部です。環境関連については他産業比で企業価値への影響が小さいという側面はありますが、評価にあたっては経営戦略との一体化、それによる実効性を重視しています。



シニア・エクイティアナリスト  
医薬品・ヘルスケア担当  
鳥居 彩



エクイティアナリスト食品・日用品担当  
李 想

### 経営陣のコミットメントや取組みが機会・リスク面に 与える影響は大きいです

担当する食品・日用品セクターでは「環境」、「社会」課題に対する経営陣の意識の違いにより、取組みの進捗に差が出ています。経営トップの課題に対するコミットメントやその戦略的な取組みが将来経営に与える影響は、機会・リスク両面において増していると感じ、今回新たにこの点に注目して評価しました。

また、良品廉価な食品や生活を支える日用品を供給する会社のなかでも、特に「飢餓」や「健康」の課題解決に積極的に取り組む企業や、商品や包材のリサイクルに注力し業界をリードして「作る責任・使う責任」を全うしようとしている企業は、SDGsの達成に貢献できる企業として評価しています。



インパクト投資

# IMPACT INVESTING

## インパクト投資とは

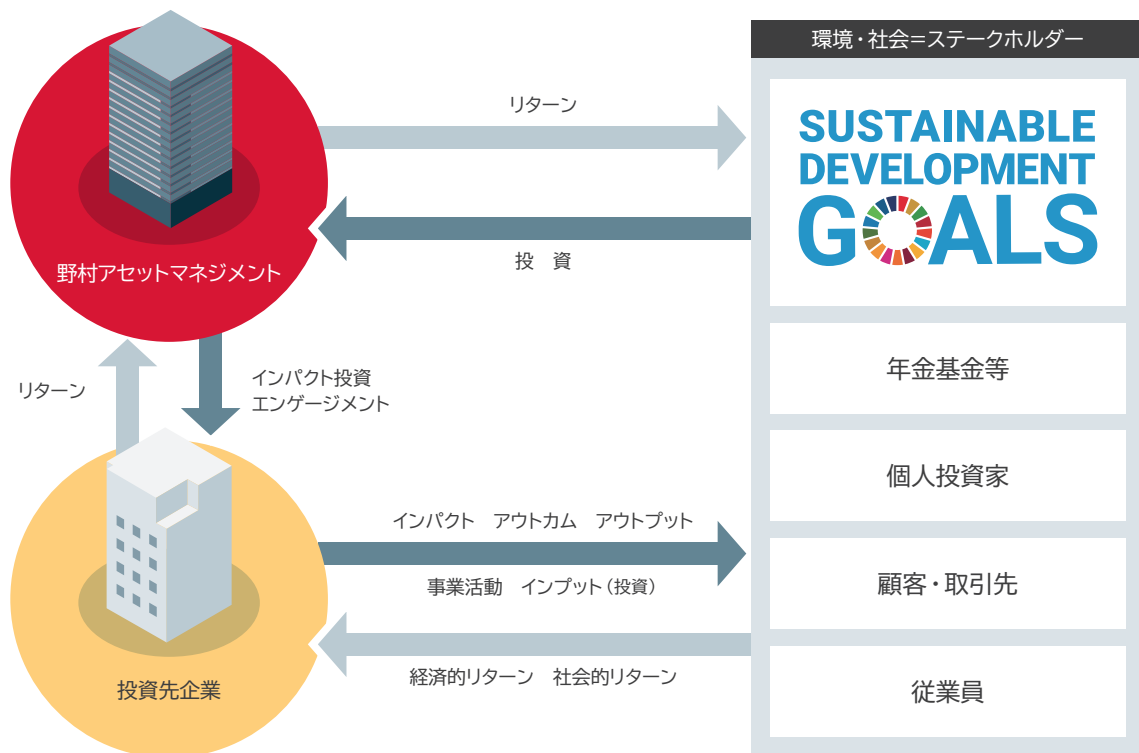
当社では、インパクト投資は単なる環境・社会へのインパクトの創出に留まらず、当該インパクトを通じて投資先企業の利益・キャッシュフローが生み出され、投資リターンとして、最終的にはアセットオーナーをはじめとするステークホルダーに還元されることが重要であると考えます。当社はインパクト投資を実施するにあたり、投資先企業が環境・社会に与えるインパクトと当該インパクトにより生み出される投資先企業の利益・キャッシュフローを精緻に分析するとともに、エンゲージメントを通じてインパクト創出に繋がる投資先企業のKPI・目標値の設定やこれらの達成に向けた事業活動を積極的に支援しています。

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ひと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。



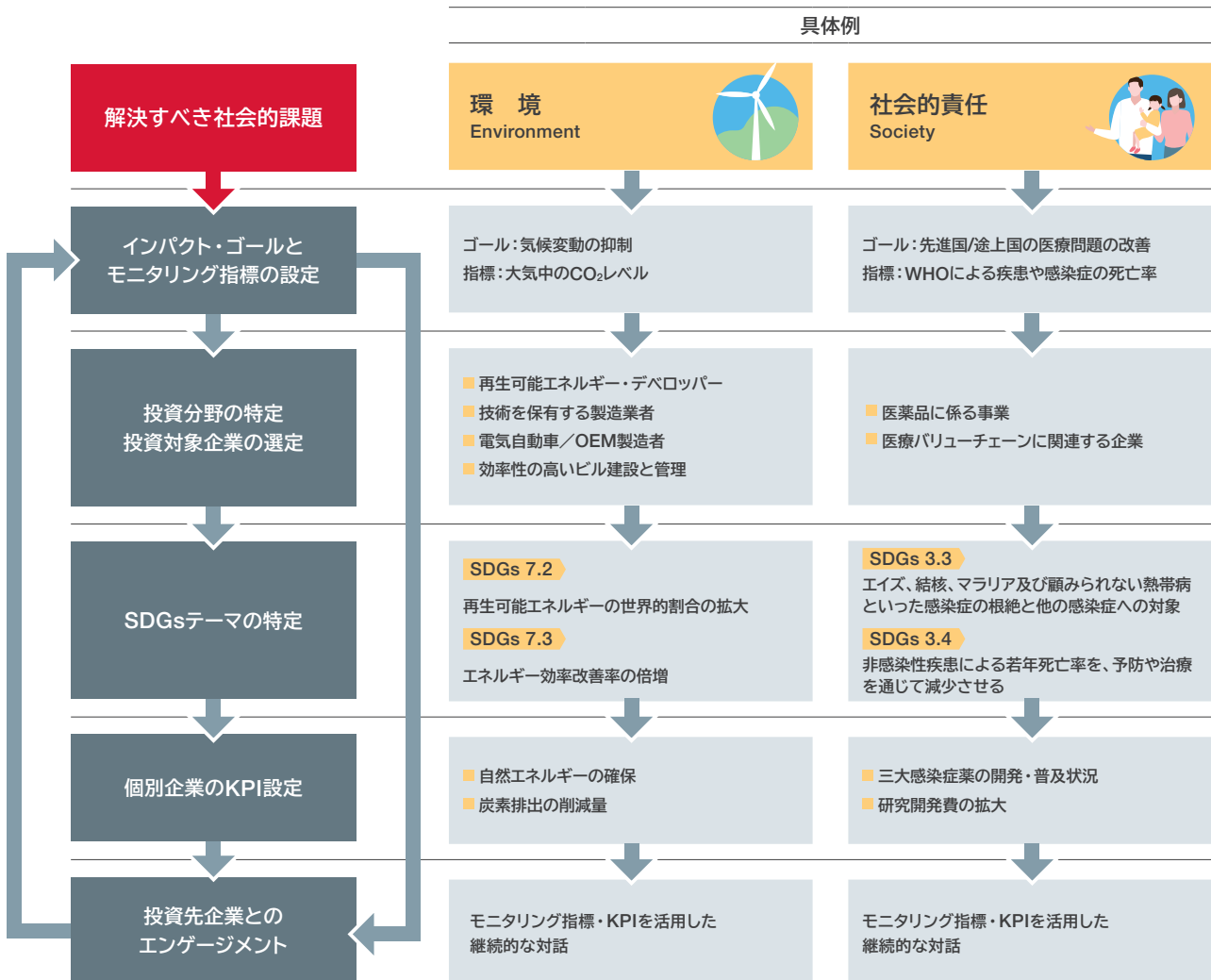
## 当社のインパクト投資プロセス

当社のインパクト投資は、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、自然資本、社会的責任といった課題を特定しています。インパクト投資は、この課題に対して、内部で議論したインパクト・ゴールを定めています。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としています。設定したインパクト・ゴールに対してその改善程度を測るための指標(KPI)を定めます。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、マラリアの死亡率などの指標をモニタリングすることにより、目標達成に向けたグローバルな進捗状況の評価を行えます。更に、この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、その中から投資対象

となる企業を選定します。投資対象となった企業はSDGsの17目標に関連付けられ、より具体的なKPIが設定されます。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ることが可能になります。

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。



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

**GSE**  
Global Sustainable Equity

野村グローバル・  
サステナブル株式ファンド

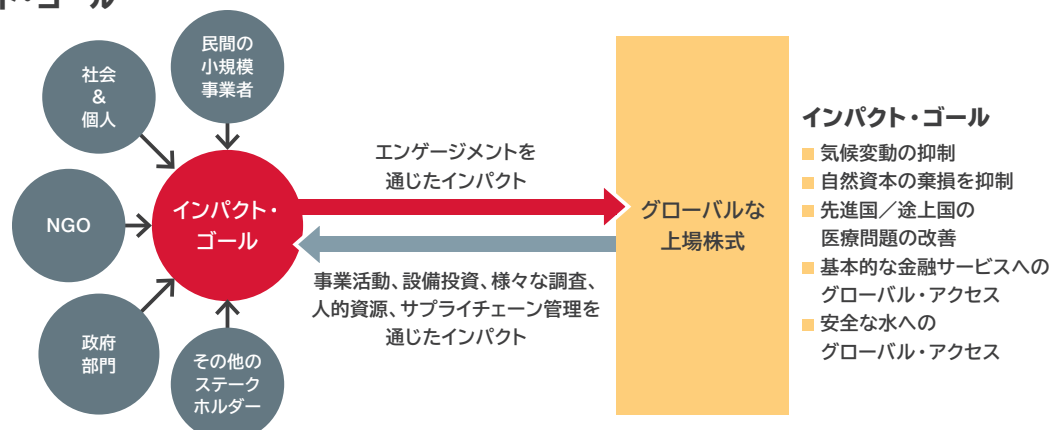
当社UK拠点では、インパクト投資をベースとした野村グローバル・サステナブル株式ファンドの運用を行っています。このファンドの特徴は、今日の世界が直面している重要な課題解決に企業が取り組むことを後押しするだけでなく、その事業の持続可能性への対応を求めることで、様々なステークホルダーに社会的インパクトを与え続けることにあります。重要なのは、当社がインパクト・ゴールを設定し、そのインパクトを計測することです。このインパクト・ゴールに関連したモニタリング指標 (KPI) を設定しており、国あるいは先進国・途上国、グローバルといったレベルでインパクト・ゴールの改善度合いを測ることが可能です。また、実際のポートフォリオに紐付けられた個別企業のKPIから様々な社会的インパクトを計測しています (次頁の「GSEの投資対象企業によるインパクト」を参照)。

個別企業の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ています。例えば、当社のインパクト・ゴールの「先進国の医療問題の改善」は、SDGsの目標3に関連して、

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 (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) に参加しており、2020年もグローバルで活動している大手医薬品製造会社に対する協働エンゲージメントを実施し、課題解決に向けた取組みを進めています (47~48頁の「イニシアティブとの連携」を参照)。

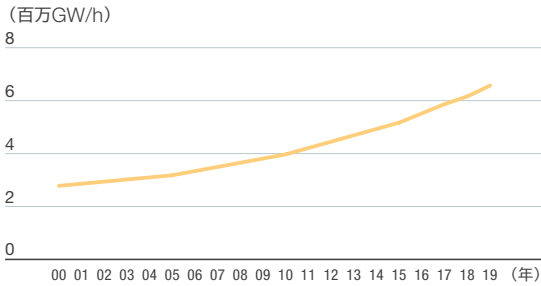
運用担当者は、KPIモニタリングに加えて、様々な形で投資対象企業とのエンゲージメントを行うことで、当社が設定したインパクト・ゴールの達成に向けて企業を後押しすると同時に、他の複数のステークホルダーとともに社会が直面する多くの課題を解決する、つまりインパクト・ゴールに向かうことが可能になると考えています。

## GSEのインパクト・ゴール



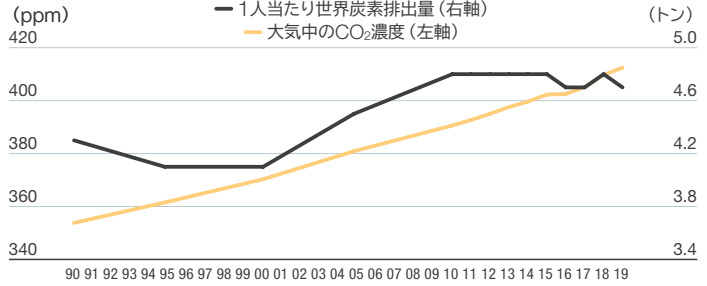
## GSEのKPI

■世界の自然エネルギー年間発電量  
期間：2000年～2019年



出所：国際エネルギー機関 (IEA) のデータより  
野村アセットマネジメント作成

■大気中のCO<sub>2</sub>濃度と1人当たり世界炭素排出量  
期間：1990年～2019年



出所：米国海洋大気庁 (NOAA)、Global Carbon Atlas のデータより  
野村アセットマネジメント作成

## GSEの個別企業KPI

### 投資の視点

再生可能エネルギーの利用拡大とこれまでに排出した炭素量を相殺するというコミットメントは、同社事業の中核的な目標ではないが、大きな影響力を持つと評価

### SDGsとの整合性

**SDGs 7.2** 世界のエネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの割合を大幅に拡大



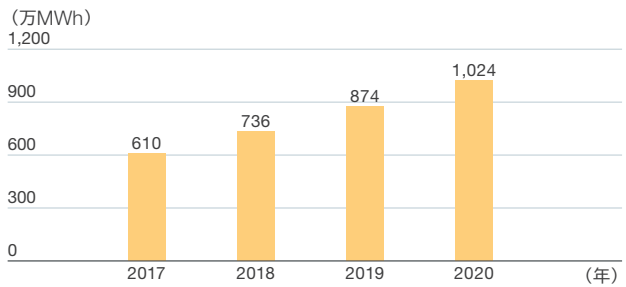
### 個別企業のKPI

再生可能エネルギーの利用拡大

### インパクト

約1,024万MWh

■再生可能エネルギー利用量  
期間：2017年～2020年



## グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジーGSEの投資対象企業によるインパクト

グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジーの投資対象企業は、事業活動を通じて以下の様な環境・社会へのインパクトを実現しています。(2019年)

<p>環境 Environment</p>	<p>気候変動の抑制</p> <p>再生可能エネルギー <b>10.5ギガワット</b>を供給</p>	<p>自然資本の毀損を抑制</p> <p>アパレル業界において<b>5万t</b>の衣料をリサイクル・再利用目的により回収</p>
<p>社会的責任 Society</p>	<p>感染症の撲滅／肥満の蔓延を抑制</p> <p>2019年に肥満関連疾患への治療を<b>3,000万人</b>の患者に提供</p> <p>2019年に1日当たり<b>200万人</b>にワクチンを提供</p>	<p>生活基盤の維持・生産性向上</p> <p>2019年にフィルター関連商品により<b>80億リットル</b>の清潔な水を提供</p> <p><b>12.4億人</b>に健康及び衛生に関するプログラムを提供</p>

左から

ポートフォリオマネージャー  
原田 信太郎

メイン・ポートフォリオマネージャー  
高橋 潤

ポートフォリオマネージャー  
佐々木 功大

国内株式を対象に、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投資(JSE)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、運用を行っています。

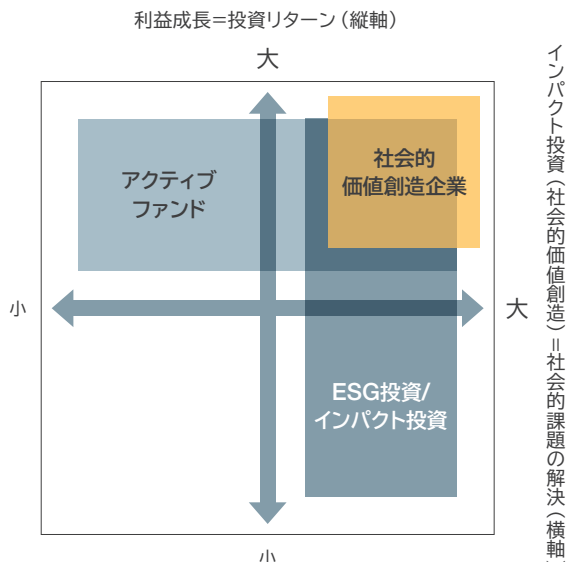
運用ファンドの設計コンセプトの発想は、2008年の金融危機以降、様々なステークホルダーにより環境・社会等において「持続可能性」が必要である、と認識されるようになったことがあります。ESG課題の解決など企業に対する社会的な要請が強まることでその競争環境が大きく変化し、企業が課題に対する解決策を提示できるということは、「本業を通じて社会課題の解決に貢献することで持続的に成長できる企業」であるとの認識に至りました。

また、ESG課題は、中長期的に取り組むべきテーマが多いため、長期保有を前提に企業へ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可能である、ことがファンド運用の基本的な考え方となっています。当ファンドの基本的な考え方を、横軸に社会的価値、縦軸に利益成長＝投資リターンと置いて2軸で示すと、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指すこととなります。これが「社会的価値創造企業」投資の基本です。

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くなっています。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。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の達成に貢献する社会的価値創造が可能な企業を厳選することが出来ます。インパクト投資の考え方は、従来のファンドにおけ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。JSEでは社会的価値創造を行う企業を評価しており、ファンドにおけるインパクトも計測しています。

「社会的価値創造投資」の基本的な考え方



## JSEの個別企業KPI

### 投資の視点

環境配慮型商品の提供による環境負荷の低減や、リサイクルによるバージン原材料の使用削減に積極的に取り組んでいる点を評価

### SDGsとの整合性

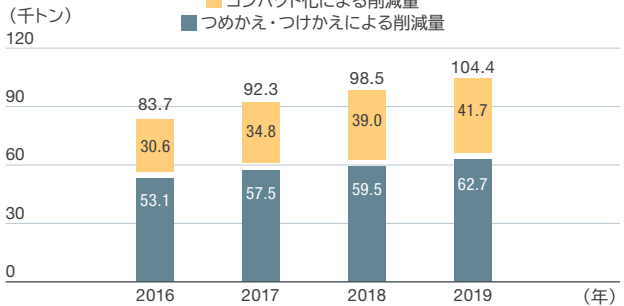
**SDGs 12.2** 天然資源の持続可能な管理及び効率的な利用を達成

### 個別企業のKPI インパクト

環境配慮型商品の開発・販売や、プラスチックを10.4万トン削減再生原料生産によるバージン原料の使用削減

### プラスチックの削減量

期間：2016年～2019年（運用開始からの期間）



## 社会的課題とSDGsとの関係

## 社会的価値創造投資の投資対象企業によるインパクト

社会的価値創造投資の投資対象企業は、事業活動を通じて以下の環境・社会へのインパクトを実現しています。  
(2019年度)

**環境 Environment**

**気候変動の抑制**

環境性能の高い製品販売によって、**7,458万t**のCO<sub>2</sub>削減に貢献  
(東京ドーム約260万杯分に相当)

温室効果ガス排出抑制効果が大きいEVトラクションモータを**約4.7万台**販売

**自然資本の毀損を抑制**

不要となった服**628万着**を店舗で回収し、リユース・リサイクルを実施

プラスチックボトルの再利用、プラスチックボトルレス化、洗剤などの濃縮化やフィルム容器化を推進することで、プラスチック包装等を**10.4万t**削減

**社会的責任 Society**

**感染症の撲滅**

**1.3億人**に**3.3億錠**「顧みられない熱帯病」のフィリア治療薬を提供

**生活基盤の維持・生産性向上**

経営者の高齢化などの事業継承の問題に直面する中小企業へ、**403社**を仲介し、**3,272億円**の経済損失回避効果





**グローバル  
投資適格社債運用**  
(写真左より)  
シニア・ポートフォリオマネージャー  
**安井 源太**  
ポートフォリオマネージャー  
**山本 笙乃**  
シニア・ポートフォリオマネージャー  
**岡部 堅斗**  
クレジットアナリスト  
**フィリップ カーガー**

### ESG統合プロセス

グローバル社債運用の軸である「発行体の信用力のダウンサイドリスク」を考えるうえで、ESG評価は必要不可欠な要素です。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、ESG評価の従来運用プロセスへの統合(インテグレーション)を行うことで、発行体の信用力評価を補強できると考え、ESG評価の運用プロセスへの統合を行いました。

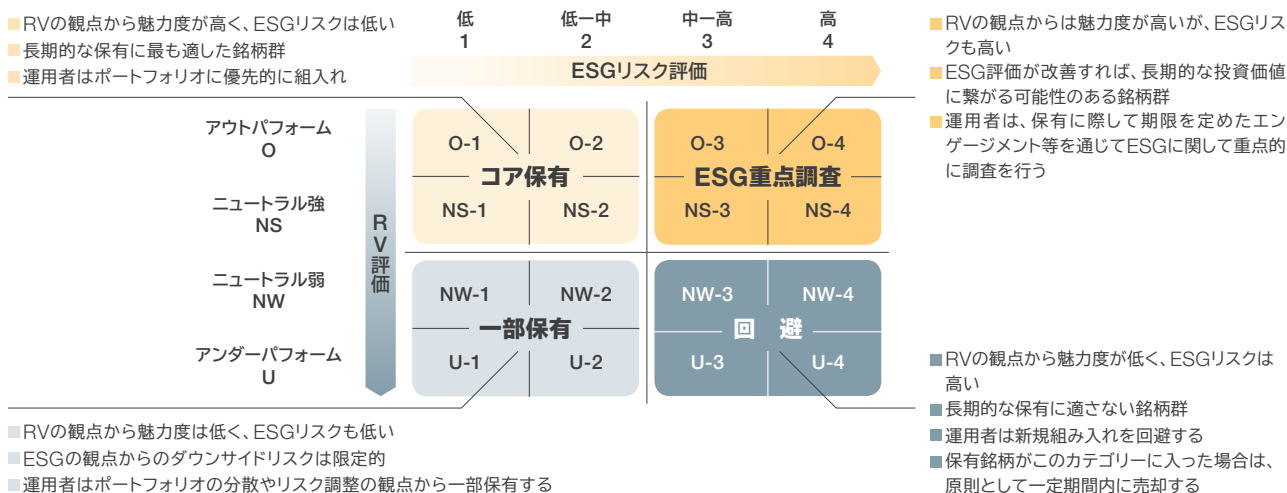
統合にあたっては、透明性・再現性の高いポートフォリオ構築プロセスを実現することが最も重要と考えました。結果として、発行体のファンダメンタル分析に基づいた相対価値(レラティブバリュー、“RV”)評価を縦軸に、ESGリスクの横軸を加えたマトリクスの形で統合レーティングを付与しています。

従来は、RV評価による4段階評価のみで投資の魅力度を測っていましたが、当社独自の定量モデルにより算出した4段階のESGリスク評価を横軸に加え、4×4の16段階の

統合レーティングを付与しています。そして16のマトリクスを大きく「コア保有」、「一部保有」、「ESG重点調査」、「回避」の4つに分類します。

RV評価が高くESGリスクが低い発行体は、長期的な保有に最も適した銘柄群であることから、「コア保有」としてポートフォリオに優先的に組み入れます。反対に、RV評価が低くESGリスクが高い銘柄群の保有は回避します。なお、RV評価の観点から魅力的である一方でESGリスクが高い発行体は、ESG評価が改善すれば長期的な投資価値に繋がる可能性のある銘柄群といえます。これらの銘柄は、期限を定めたエンゲージメント等を通じてESGに関して重点的に調査を行うことを条件に保有を可能とします。

以上のように、ESGリスクを明確にグローバル社債運用プロセスに統合することにより、発行体の信用力のダウンサイドリスクを軽減し、ポートフォリオのリスク調整後リターンを改善できると考えています。





Topic

債券運用におけるESG定量評価モデルとパフォーマンスの検証

社会的責任や持続可能性を考慮した投資手法は、2000年代から株式市場を中心に発展し、地域別では欧州が先行してきました。日本においてもここ数年、大手公的年金のESG投資へのコミットメント強化等を契機に、主に機関投資家の間でESG投資への意識や関心が急速に高まっています。

一方で、債券投資においてESG要素を考慮することによる経済的効果については、懐疑的な見方も多く、むしろ悪影響を及ぼすという意見も耳にします。また、ESG投資手法の一部は規範的な側面を含み、日本の投資家にとっては一様に受け入れられ難い側面もあると考えます。

これらの問題に対処するため、野村アセットマネジメントは、債券ESG定量評価モデルを独自に開発しました。開発にあたっては、(1)体系的で透明性の高いプロセスとすること、(2)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すること、を特に意識しました。同モデルは、2018年末から投資判断に活用しており、現在も改善を継続しています。

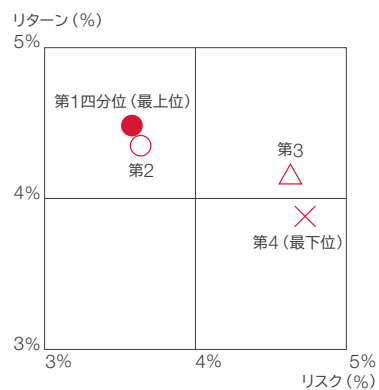
債券ESG定量評価モデルが示唆するESGリスクが、社債市場におけるリスク調整後リターンにどのように影響を及ぼすか、また、実際に運用プロセスに統合することに経済的合理性があるかを検証

するために、一定の前提条件のもとでバックテストを行いました。

バックテストの結果、米国・欧州のいずれの社債市場においても、債券ESG総合スコアの高い(低い)銘柄群は、長期ではリスク調整後リターンが高く(低く)なる傾向が確認されました。これは、適切なアプローチでESG要素を考慮したポートフォリオを構築することで、社債投資において長期的に優れた運用成果を実現することができる可能性を示唆しています。

※上記検証の詳細は、野村資本市場研究所の「野村サステナビリティクォーターリー」2020年秋号に特別寄稿として掲載されています。

ESGスコアと社債リスク・リターンの関係 (欧州市場)



Source: ICE BofA, Nomura AM calculations  
 Period Apr 2004 - Apr 2020  
 Back-test based on ESG Score as of Mar 2020



### 国内債券クレジット運用

(写真左より)  
 シニア・ポートフォリオマネージャー  
**宇治田 達哉**  
 シニア・ポートフォリオマネージャー  
**岸本 範大**  
 シニア・クレジットアナリスト  
**後藤 修一**  
 ポートフォリオマネージャー  
**榛沢 一樹**

### ESG統合プロセス

国内クレジット運用におけるESG統合プロセスの最大の特徴は、クレジットアナリストが提供する個別企業のファンダメンタルズ評価においてESGを明確に統合している点です。ファンダメンタルズ評価にESGを組み込むことで、投資行動にESG要素を具体的に反映させられるだけでなく、ファンダメンタルズ分析から、ポートフォリオ構築、発行体とのエンゲージメントまで一連の投資プロセスとしてESG投資を実行することができます。

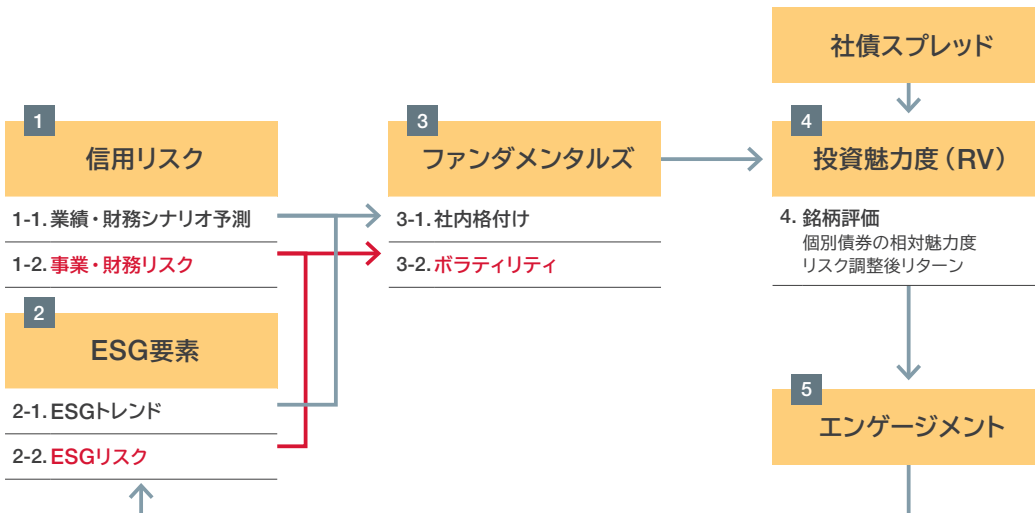
具体的には、当社独自の債券ESG評価モデルによって算出されたESGスコア(定量評価)に、クレジットアナリストによる個別企業のESG課題への取組状況等の評価(定性評価)を加えて、カバレッジ対象のすべての銘柄に対してESGレーティングを付与しています。

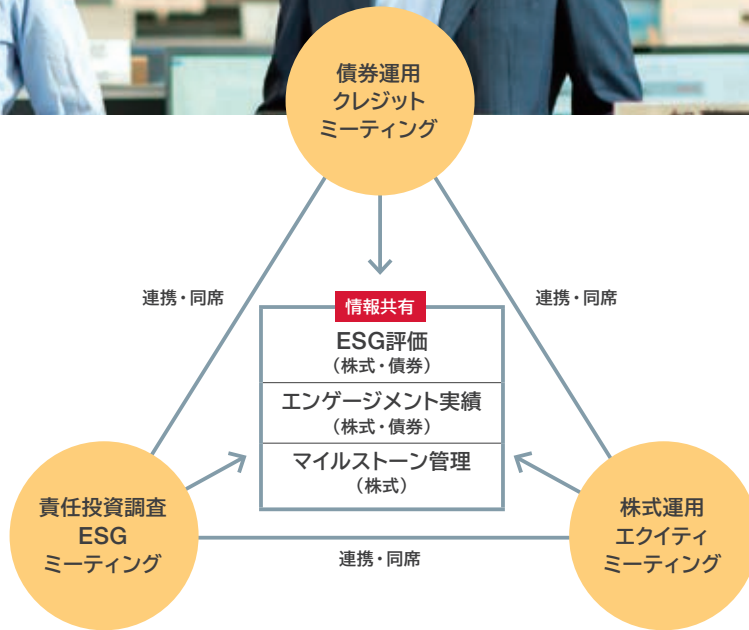
ESGに関する企業側の情報開示には格差が大きく、投資家側のESG評価手法も確立しているとは言えない状況では、定量アプローチと定性アプローチを融合させたプロセスが、

客観性と主観性のバランスの観点で最適だと考えています。

当該運用では、従来から「嵐でも倒れない樹の発掘」をコンセプトに、ボトムアップ戦略の銘柄選別においては外部環境変化への耐久性を重視しており、個別銘柄のファンダメンタルズ評価において信用リスクの観点でレーティングを実施していました。新たに導入したESG統合プロセスでは、従来のレーティングとESGレーティングの両方を考慮して、個別企業のファンダメンタルズに内包される潜在的ダウンサイドリスクの評価を決定しています。

ESGリスクは、顕在化したときのインパクトが大きいため、社債投資においては重大なリスクですが、時間軸が長く、発生確率も低いリスクであるため、信用リスクの観点の分析だけでは見落としてしまう可能性があります。ESGの切り口で分析し、ファンダメンタルズ評価に明確に取り込むことで、“本当の意味で信用できる銘柄”に投資することができ、ポートフォリオのダウンサイドリスクの軽減に大きく寄与すると考えています。





## エンゲージメント

国内クレジット運用では、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。発行体に対してESG課題への対処を促すことはポートフォリオの中長期的なリスク・リターン特性を改善させることができ、受益者に良好な投資リターンを提供することに繋がるだけでなく、機関投資家としての“責任ある投資行動”のひとつと考えています。

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、債券投資家としても積極的に発行体とエンゲージメントすることで、ESG課題への対処を促すことが可能だと考えています。

エンゲージメントの対象は、すべての投資先および投資検討先ですが、効果的なエンゲージメントの観点で個別企業の社債発行量やESG評価、投資魅力度などの観点から、重要な対象企業を選定して継続的な対話を実施しています。

エンゲージメントに際しては、我々が考えているESG課題を発行体と共有し、発行体から説明を受けます。当該ESG課題について、企業側の取組みが見られ、将来的に改

善が見込まれる場合は、ボトムアップアプローチで個別企業のESG評価を引き上げます。それによりファンダメンタルズにおけるダウンサイドリスク評価が見直され、投資魅力度(RV)が高まり、ポートフォリオの投資比率引き上げに繋がります。その逆に、適切に対処されていないと判断される場合には、潜在的ダウンサイドリスクに対して慎重な見方となり、投資見送りや投資比率の引き下げといった投資判断になることもあります。

国内クレジット運用では、発行体とのエンゲージメントを株式運用と連携して行っています。発行体の「持続可能性」という長期的な観点では債券も株式も違いはありませんし、ひとつの機関投資家の意見として発行体に対してエンゲージメントすることが重要だと考えているからです。

株式運用とは、普段から発行体のESG課題、ESG評価、エンゲージメントの進捗状況や結果に関する情報を共有しているほか、ESG課題が顕在化した企業とのエンゲージメントの際には、企業アナリストやESGスペシャリストと共にクレジットアナリストも参加し、議論を行います。



## 環境要因を重視した債券運用 (グリーンインカム戦略)

(写真左より)  
シニア・ポートフォリオマネージャー

**小泉 壮平**

プロダクト・マネージャー

**佐藤 舞**

シニア・ポートフォリオマネージャー

**藤木 秀平**

当社の債券運用では、ESGを考慮した投資対象資産をベースに、特定のベンチマークに対するアクティブ運用、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、「環境」といった特定のESGテーマにフォーカスした運用などを組み合わせる形で、お客様のESGニーズに合わせた幅広いESG債券運用ソリューションを提供しています。

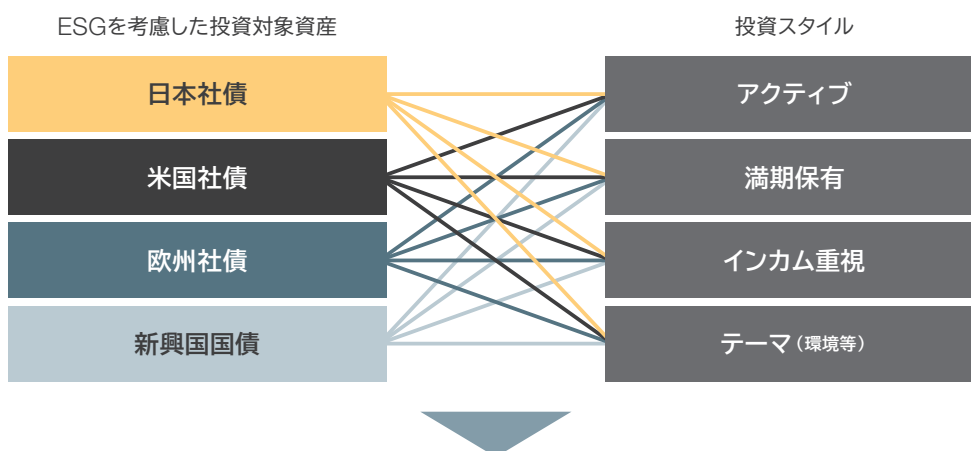
当社の特徴的なESG債券運用ソリューションの例として「グリーンインカム戦略」があります。2020年に、環境問題に取り組む企業や新興国が発行する債券に投資する運用戦略として開発しました。

銘柄選択にあたっては、投資対象となる企業や国の環境問

題への取組み等に関する独自の定量スコアリングに基づき、下位の銘柄を除外します(ネガティブ・スクリーニング)。また、財務分析やファンダメンタルズ分析などに加えて、ESG分析による評価が高い企業や国が発行する債券へ投資を行います(ESGインテグレーション)。

世界の持続可能性にとって重要な環境課題への対応の観点から、投資対象のスクリーニングを行うことで、環境問題の改善に貢献しつつ、持続的なリターンを獲得を目指します。このような特徴的な運用戦略を開発できることも当社の強みです。

この戦略は、グローバルなESGバランスファンドにも組み入れられています。



**ESG債券運用ソリューション** (ESGを考慮した資産と投資スタイルの組み合わせ)

Topic

『地方創生』に向けた寄附スキームの創設 ~投資信託でふるさと支援~



野村アセットマネジメントでは、地方創生に向けた取組みの一環として、地域金融機関と連携して地方創生応援税制(企業版ふるさと納税)の仕組みを活用した寄附スキーム(以下「本スキーム」)を創設しました。

当社では、野村グループ全体で取り組んでいる「Drive Sustainability.」というコンセプトのもと、持続可能な社会の実現と社会的課題の解決のため、ESGに関連する活動に積極的に取り組んでいます。『地方創生』は当社が重視するESG課題のひとつです。現在、日本が直面する人口急減・超高齢化という課題に対して、各地域は政府と一体となってそれぞれの特徴を生かした自律的で持続的な社会の創生を目指しています。その中でも地域金融機関はそれぞれが持つ知見やネットワーク



を生かし、地方創生の取組みに貢献しています。

本スキームでは、当社のESG運用戦略商品から当社が得られる収益の一部を、各道府県において地方公共団体が実施するSDGs関連事業に拠出します。寄附は、対象となるファンドを取り扱う各地域金融機関の販売残高に応じて、年1回実施します。対象ファンドは、地域金融機関と連携して地方創生に取り組むことが可能と当社が判断したESGファンドとなっています。

『地方創生』に向けた寄附スキームの概要図

