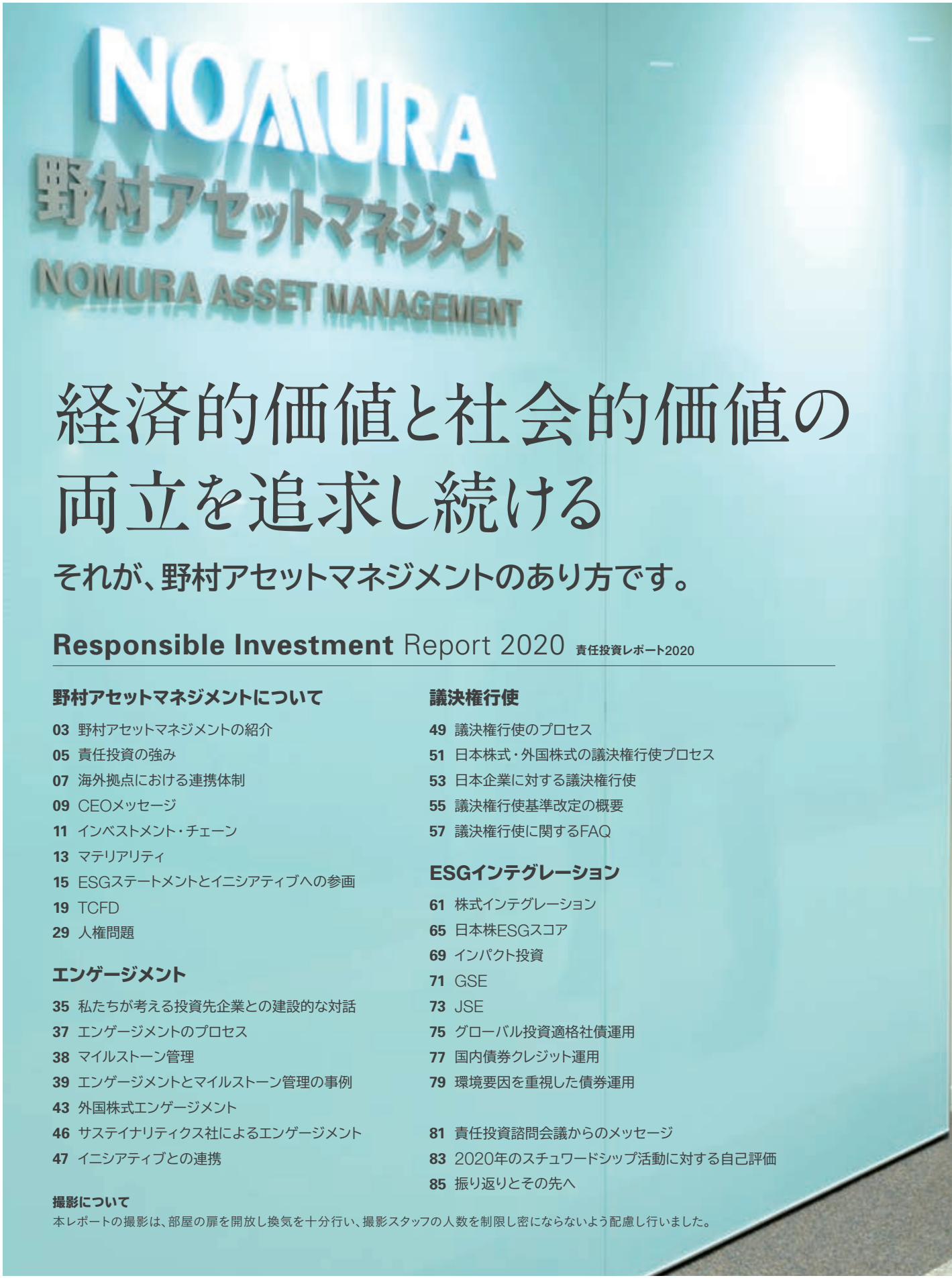
Responsible Investment Report 2020

責任投資レポート2020

Drive Sustainability.

野村アセットマネジメント株式会社



経済的価値と社会的価値の両立を追求し続ける

それが、野村アセットマネジメントのあり方です。

Responsible Investment Report 2020 責任投資レポート2020

野村アセットマネジメントについて

03 野村アセットマネジメントの紹介
05 責任投資の強み
07 海外拠点における連携体制
09 CEOメッセージ
11 インベストメント・チェーン
13 マテリアリティ
15 ESGステートメントとイニシアティブへの参画
19 TCFD
29 人権問題

エンゲージメント

35 私たちが考える投資先企業との建設的な対話
37 エンゲージメントのプロセス
38 マイルストーン管理
39 エンゲージメントとマイルストーン管理の事例
43 外国株式エンゲージメント
46 サステイナリティクス社によるエンゲージメント
47 イニシアティブとの連携

議決権行使

49 議決権行使のプロセス
51 日本株式・外国株式の議決権行使プロセス
53 日本企業に対する議決権行使
55 議決権行使基準改定の概要
57 議決権行使に関するFAQ

ESGインテグレーション

61 株式インテグレーション
65 日本株ESGスコア
69 インパクト投資
71 GSE
73 JSE
75 グローバル投資適格社債運用
77 国内債券クレジット運用
79 環境要因を重視した債券運用

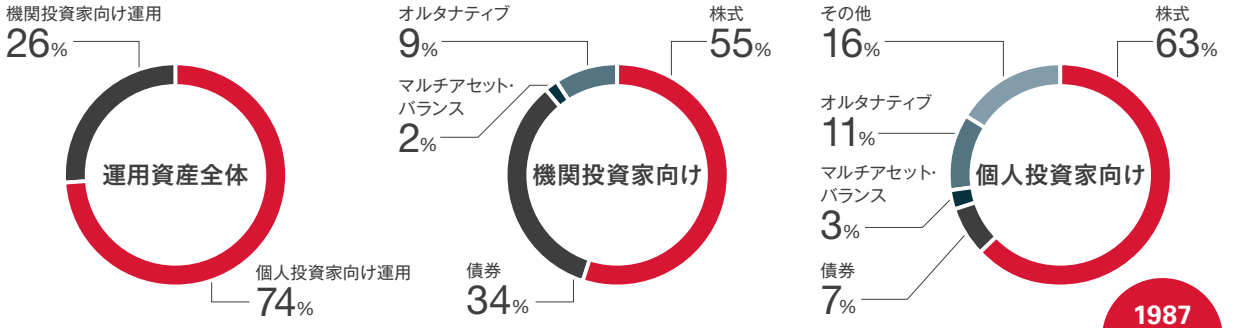
81 責任投資諮問会議からのメッセージ
83 2020年のスチュワードシップ活動に対する自己評価
85 振り返りとその先へ

撮影について
本レポートの撮影は、部屋の扉を開放し換気を十分行い、撮影スタッフの人数を制限し密にならないよう配慮し行いました。

Nomura Asset Management

野村アセットマネジメントは、1959年12月の設立以来、
日本国内をはじめ北米、中南米、アジア、欧州などグローバルに資産運用ビジネスを展開しています。
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。
また、お客様の資産を預かる責任ある投資家として、投資リターンの提供に加えて、
ESG（環境・社会・ガバナンス）を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティ）についても積極的に取り組んでいます。
すべてはお客様のために。
この想いを胸に、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

1960s

- **1960 12月** 投信
  当社最初の追加型株式投資信託（第一オープン）を設定
- **1961 1月** 投信
  公社債投資信託を設定
- **1969 9月** 投信
  Nomura Capital Fund of Japanを設定（米国における日本株運用商品）米国年金運用の開始

1970s

- **1972 2月** 投信
  外国証券の組入限度50%が撤廃され、日本初の外国証券投資を目的とするファンドを設定
- **1976**
  ニューヨーク駐在員事務所を開設

1980s

- **1980 1月** 投信
  他社に先行して中期国債ファンドを設定
  1980 8月 投信
  日本初のインデックスファンドの運用を開始
- **1984**
  ロンドン現地法人を設立
- **1986 3月** 投信
  長期国債ファンド（愛称:トップ）を設定
- **1988**
  シンガポール現地法人を設立
  香港現地法人を設立

海外拠点の開設・設置
当社のプロダクト

数字で見る当社の強み（2020年12月現在）

設立

1959年

運用資産残高
（アセットマネジメント部門）

61.2兆円

グローバルの陣容

1,404名

世界第5位のETF運用残高
国内シェア※1

45.0%

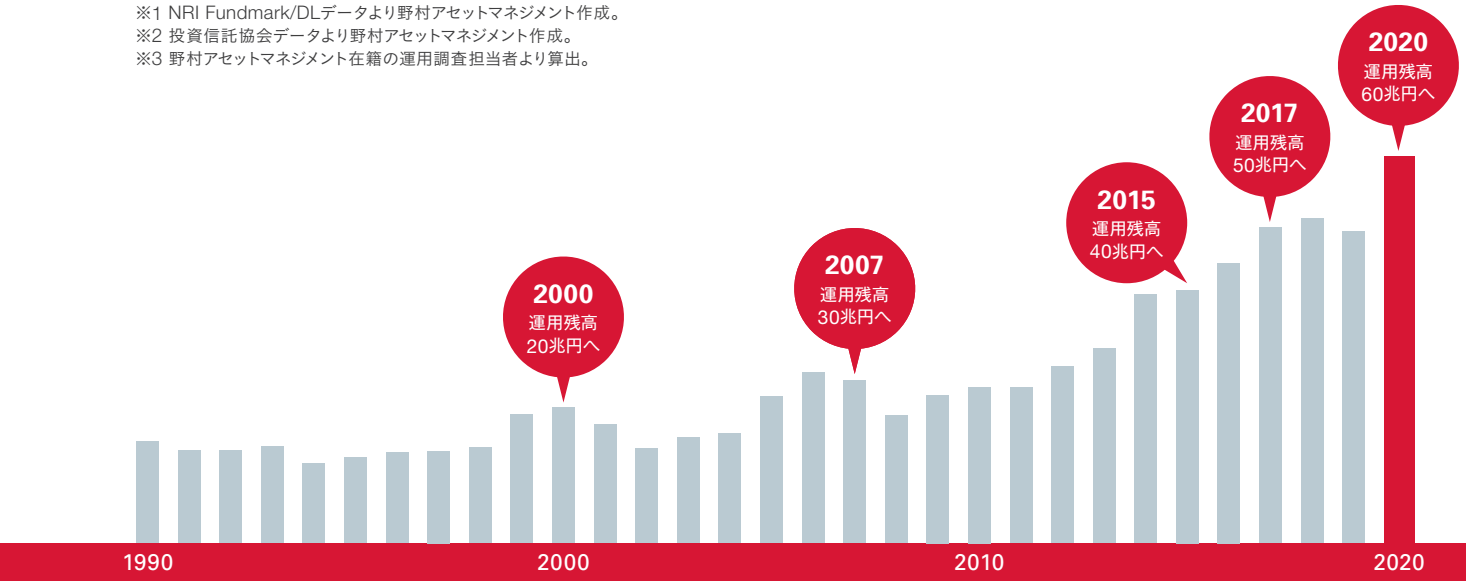
139兆円の国内公募投信市場
においてマーケットシェア※2

28.3% 首位

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12.8年※3

※1 NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。
※2 投資信託協会データより野村アセットマネジメント作成。
※3 野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。



1990s

1992 5月 投信
MMFを設定

1995 4月 ETF
日本初のETFである日経300株価指数連動型上場投信を設定、上場

1996
シドニー現地法人を設立

1998 4月 投信
MRFを設定

2000s

2001 6月/7月 ETF
日経225・TOPIX連動型上場投信を設定、上場

2005 10月 投信
郵貯向けバランス型ファンド野村世界6資産分散投信を設定

2007 8月 ETF
リンク債を利用した日本初のETFである金価格連動型上場投資信託を設定、上場

2008 3月 ETF
〈NEXTFUNDS〉TOPIX-17上場投信シリーズ17本を設定、上場

2008 9月 ETF
東証REIT指数連動型上場投信を設定、上場

2010s

2011
上海駐在員事務所を開設

2011 5月 投信
東日本復興支援債券ファンドを設定（16年5月償還）

2014
合弁による台湾現地法人の開設

ドバイ支店を開設

2015
ACI（アメリカン・センチュリー・インベストメンツ）と提携

2018 5月 ETF
日本株女性活躍ETFを設定、上場

2018 10月 投信
ACI先進医療インパクト投資ファンドを設定

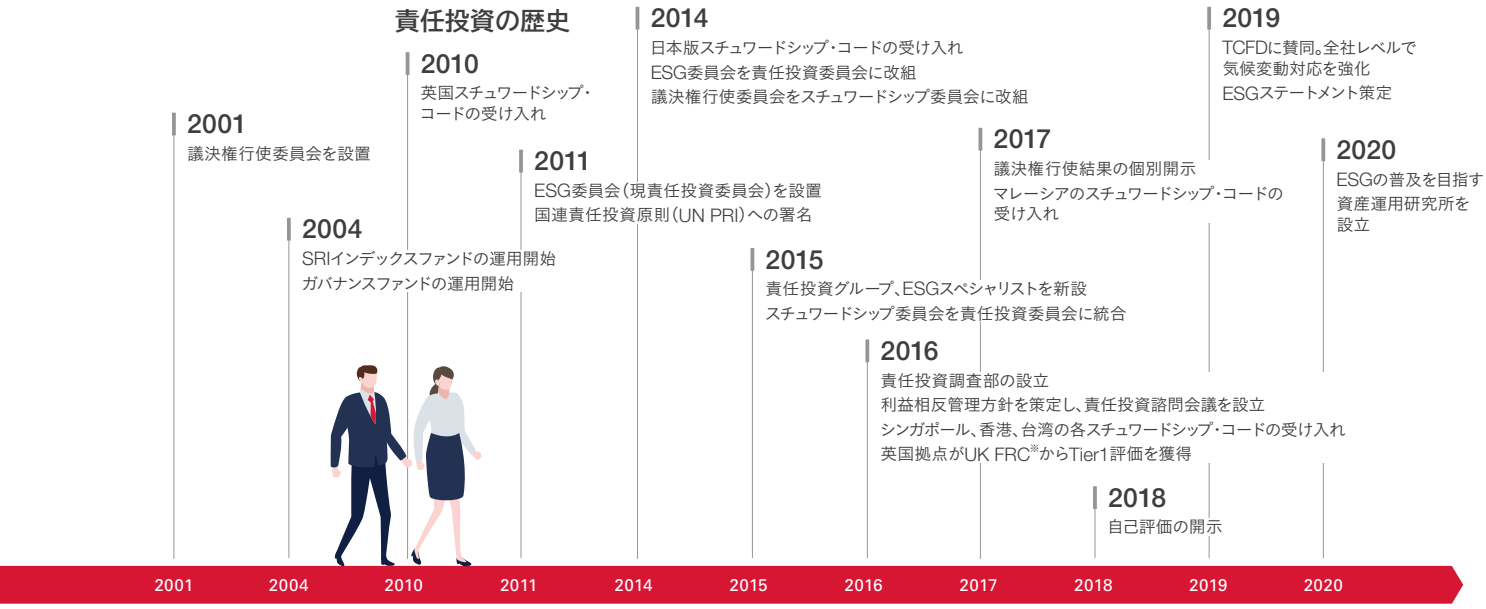
2019 11月 投信
日本初のファンド併合を発表

野村アセットマネジメント
責任投資の強み

1 責任投資に対する長期的な取組み

第一の強みは、長期にわたる責任投資への取組みの歴史です。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。



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

2 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していることです。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・社外有識者が過半数を占めており、利益相反管理体制は年々強化されています。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。

利益相反管理については52頁、諮問会議からのメッセージについては81～82頁をご覧ください。

責任投資における組織体制

主な活動内容 投資先との対話（エンゲージメント） | 議決権行使 | 投資判断への統合（ESGインテグレーション） | 協働・対外活動

3 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、企業調査アナリスト、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。

4 「議論を尽くす」姿勢

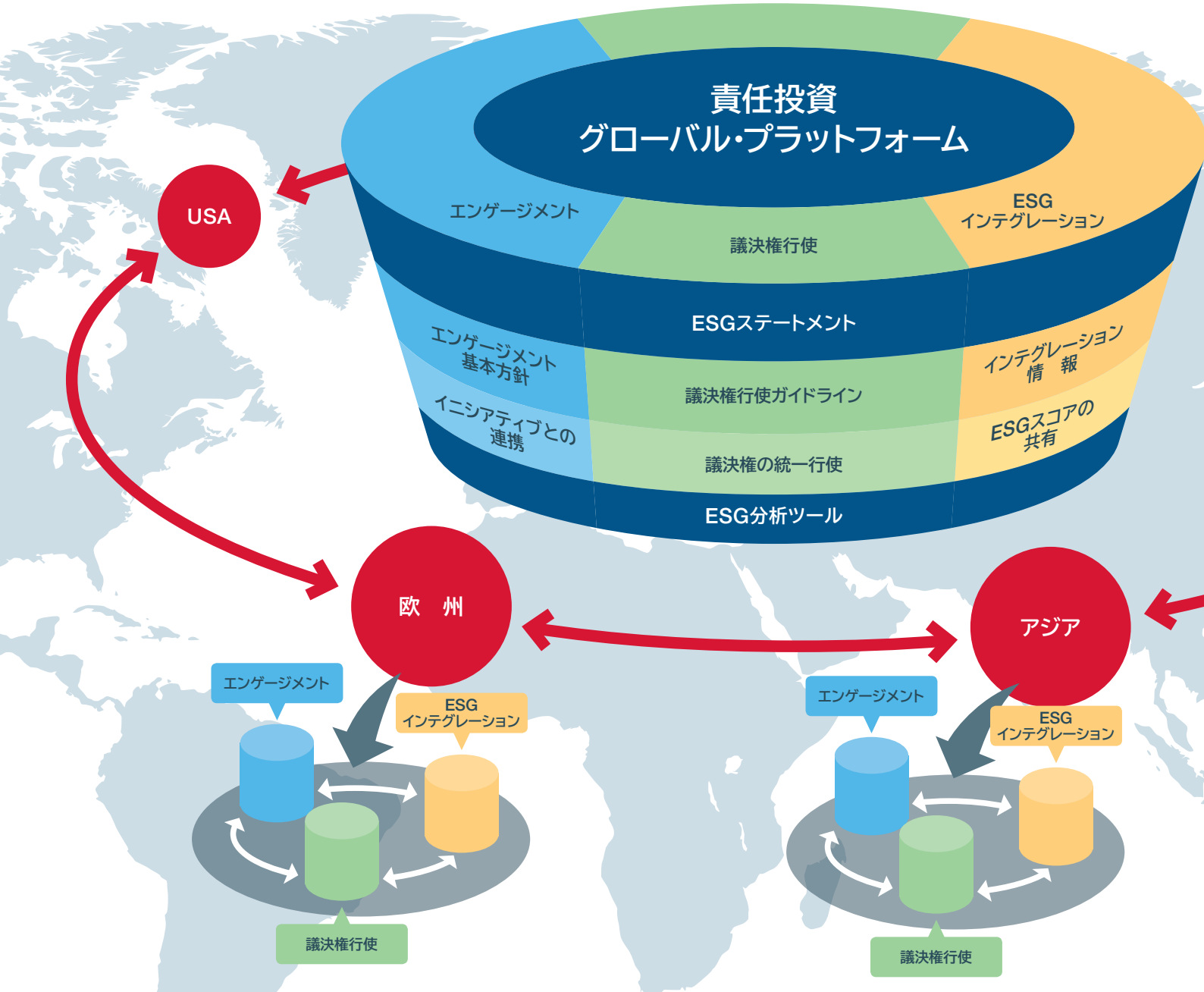
第四の強みは、議論を尽くすことです。2020年、責任投資委員会では株主提案による取締役選任やM&A関連等の議案判断のほか、再改訂された日本版スチュワードシップ・コードへの対応や議決権行使基準の改定について議論しました。議案判断では委員の間で賛否の判断が分かれる、あるいは事務局案が覆ることも多々ありました。責任投資諮問会議のメンバーも委員会に陪席し、利益相反に限定することなく積極的に議論に加わりました。

「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が、時間をかけて徹底的に議論することが当社の最大の強みだと考えています。

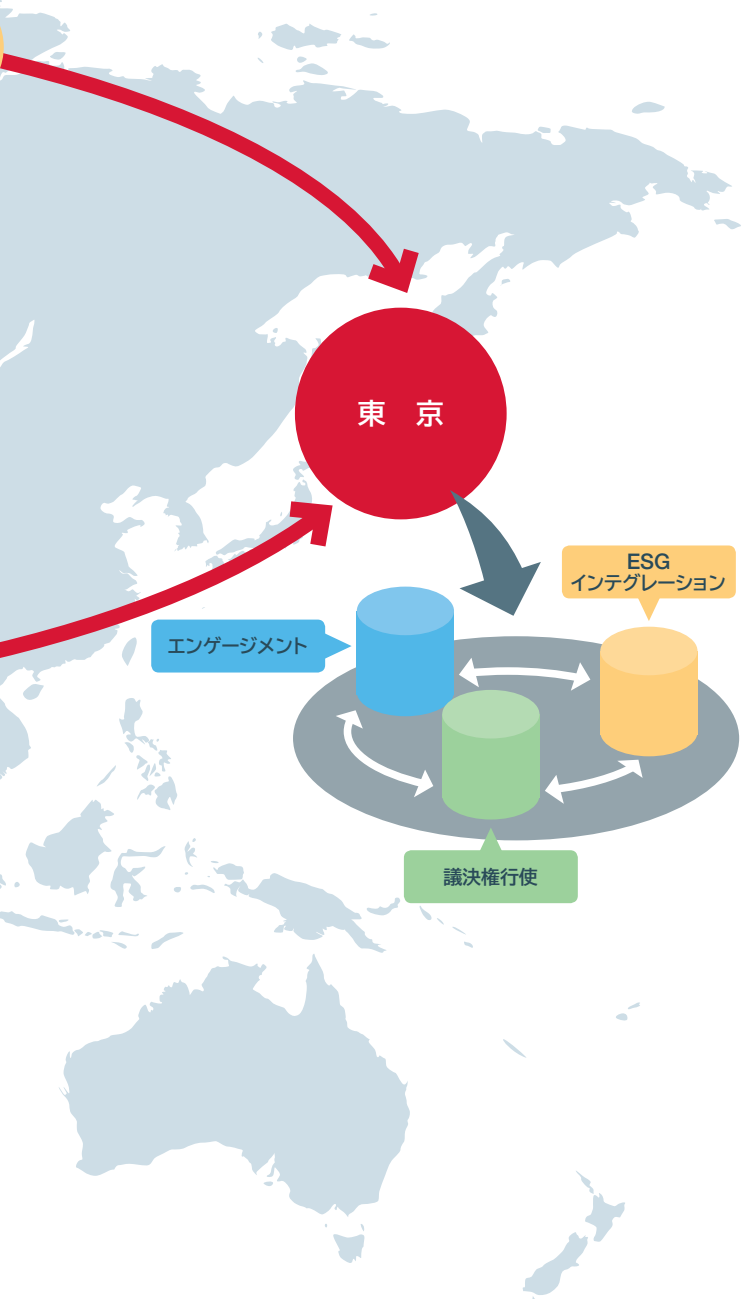
責任投資委員会の開催実績（2020年1月～12月）

責任投資委員会
19回
定例 4回　臨時 15回

責任投資諮問会議
8回
定例 4回　臨時 4回



Cooperation with overseas offices



our

野村アセットマネジメントの
海外拠点における連携体制

海外拠点との連携

野村アセットマネジメントでは、責任投資のグローバル・プラットフォームをベースに、東京・海外拠点と共にESGへの取組みを強化しています。この共通プラットフォームを活用することで、各拠点においてESGへの取り組みを進めるだけでなく、拠点間での綿密な情報共有が可能となっています。

「ESGステートメント」は、当社のESGに関連する活動の方向性とその課題について、グローバルで共有されています（15頁参照）。

エンゲージメント

エンゲージメントに関する基本方針を基に、グローバルで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（35頁参照）。具体的には、ESGスペシャリスト、ESGインベストメント・マネージャー、日本や海外拠点に在籍する企業調査アナリストやカントリー・スペシャリストとなどが協力して、投資先企業に対するエンゲージメントを行います。その各国担当者による対象銘柄企業へのエンゲージメント内容は共通のマイルストーン管理ツールを使ってモニタリングされているため、拠点間における情報共有もスムーズに行われています（38頁、44頁参照）。日本を拠点とする医薬品企業とのエンゲージメントにUK拠点の運用者が参加する場合や、シンガポールのESG担当者や香港の運用者の行う投資先企業のエンゲージメント内容について、東京のESGスペシャリストと議論を行うこともあります。（45～48頁参照）。

議決権行使

議決権行使（日本株以外）は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針（行使の基本方針）」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当者が必要と判断した場合は、協議のうえ行使の基本方針と異なる判断をすることもあります。最終的な判断は各拠点で共有し、グローバルに統一した行使をすることとしています（51頁参照）。

ESGインテグレーション

インテグレーションでは、気候変動分析ツールを使いファンド毎の気候変動リスク・機会を評価し（22～26頁参照）、当社のESGスコアを拠点間で共有すると共に、外部のESG情報なども取り入れて投資判断に活用しています。ファンド保有銘柄のエンゲージメント内容は運用者と共有され、保有継続の有無に関する議論に活用しています（62～64頁参照）。

CEO Message

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

2020年は、新型コロナウイルスが世界中に蔓延するという、非常に困難な状況に直面しました。また、2021年を迎えた現在も、明確な収束の兆しを見通せない状況にあります。しかし、医療関係の方々、様々な人や企業が、それぞれの立場でこの問題に立ち向かっている姿は、遠からず「感染症の克服」が可能であることを確信させるものです。

同時に、テレワークの広まりに象徴される働き方の多様化やデジタル・トランスフォーメーションの進展など、私たちの生活様式を一変させる社会的変革も、様々な分野において引き起こされています。運用会社として、こうした問題への取組みや克服を目指す動きを、「投資の好循環（インベストメント・チェーン）」により支えてまいります。

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という経済的な価値の創出だけではなく、投資先企業の社会的価値の創造を後押しすることが重要であると考えています。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となり、最終的にはお客様の生活の豊かさにも繋がると考えているからです。

気候変動、健康・人権問題への取組み

2020年もESGに関連したリスクを実感する年となりました。「環境」では、海外における大規模な森林火災の発生が報道され、日本でも梅雨前線の長期停滞などにより各地で大規模な水害が発生しました。

2020年10月には日本政府が温室効果ガスの排出量を2050年までに実質ゼロとする目標を掲げるなど、企業の気候変動対策が加速することが想定されます。また、「社会」に関しては、コロナウイルス感染症の蔓延により人々の健康に対する意識が大きく変化するだけではなく、働き方、サプライチェーンにおける労働環境など人権に対する意識の高まりを背景に、様々な対応が求められ始めています。

当社では「ESGステートメント」において、こうした「気候変動問題」や「社会的責任に係る問題」などを重要課題（マテリアリティ）として特定し、問題解決への取組みを進めてきました。株式投資の分野ではインパクト投資手法などを用いて、気候変動問題、健康や人権問題への取組みを進めると同時に、債券投資の分野においても、ESGに関する投資手法を用いた運用を拡大させています。

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受託者責任を果たし、社会的課題を解決することにあります。この使命を果たすため、当社は、投資の好循環（インベストメント・チェーン）の実現に向けた取組みを進めています。

2021年1月には、「ESGステートメント」を踏まえ、当社の企業理念、中期経営戦略として目指す姿を軸に中長期で取り組むマテリアリティを公表しました。こうした課題解決に積極的に取り組むことは、事業活動による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、社会的価値の創出を目指すという国連SDGs（持続可能な開発目標）にも合致しています。

当社は、世界のお客様から選ばれる日本を代表する運用会社になることを目指しています。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、責任投資への取組みを進めてまいります。

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
小池 広靖

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。

Investment Chain

野村アセットマネジメントのインベストメント・チェーンと重要課題（マテリアリティ）

4つの

インベストメント・チェーンの強化

- 資産形成に資するすぐれた商品・サービスの提供
- 責任投資の推進
- デジタル・トランスフォーメーション（DX）による運用力・お客様利便性の向上
- 金融リテラシー教育の推進
- 地方創生支援

ガバナンスを通じた企業価値の向上

- コーポレートガバナンス機能の十分な発揮
- 内部統制システムの強化・充実
- 利益相反管理体制の強化・充実

& Materiality

当社は、世界のお客様から選ばれる日本を代表する運用会社になることを目指しています。企業理念に基づき、
投資の好循環（インベストメント・チェーン）の実現に向けた重要課題（マテリアリティ）の解決に積極的に取り組んでいきます。

Materiality

インベストメント・チェーンの強化

	重要課題	目指す姿	主な取組み	関連する主なSDGs
	資産形成に資するすぐれた商品・サービスの提供	お客様の様々な資産運用ニーズに応え、最良の運用パフォーマンスを提供していきます	伝統的資産に加え、ESGやオルタナティブなどの領域での運用拡大やアセット・アロケーション能力の更なる向上 様々なライフステージのお客様向けの商品・サービスの開発・提供	
	責任投資の推進	スチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の企業価値向上と社会的価値の創造を後押ししていきます	非財務情報を運用プロセスに組み込むESGインテグレーションの強化 ESGの観点や重要テーマを踏まえた積極的なESGエンゲージメントの推進	
	デジタライゼーションによる運用力・お客様の利便性の向上	先端テクノロジーを最大限活用し、お客様により一層の投資機会と付加価値を提供していきます	デジタルコンテンツのUI/UXの向上やDXを活用した新たなビジネス領域の開拓 AIやオルタナティブデータ等を活用した運用手法の開発	
	金融リテラシー教育の推進	投資信託をお客様に身近な存在にするために、金融リテラシー教育を推進し、投資家の裾野拡大に取り組みます	資産形成の普及促進に結び付く、充実した教育・研修プログラムの拡充	
	地方創生支援	地域金融機関を起点とした地方創生の大きな流れを、地域金融機関と共に創り出します	地域金融機関と連携した企業版ふるさと納税を活用した寄附スキームの創設 地域金融機関と共に地方創生とESGの在り方について議論するESGフォーラムの開催	

健全な地球環境の実現

	重要課題	目指す姿	主な取組み	関連する主なSDGs
	脱炭素社会の実現	持続可能な脱炭素社会への移行に向けて、エンゲージメント等を通じて気候変動問題への取組みを投資先企業に促すとともに、当社自身もカーボンニュートラル達成を目指します	気候変動リスク・機会に対する運用の高度化 投資先企業へのエンゲージメントを通じた気候変動問題への取組みの経営戦略への反映	
			カーボンニュートラル達成を目指し、当社におけるCO_2排出量削減	
	自然資本の保全	自然資本の持続可能性を考慮した経営戦略を投資先企業に求めるとともに、当社自身も自然資本の保全に向けた取組みを推進します	投資先企業へのエンゲージメントを通じた自然資本と事業の共存に向けた取組みの経営戦略への反映	
			環境・社会配慮型製品の活用	

機関投資家として　事業会社として

人権が尊重される社会の実現

重要課題	目指す姿	主な取組み	関連する主なSDGs
ダイバーシティ&インクルージョンの推進	多様な人材が能力や個性を発揮することで、持続的に付加価値を創出するために、投資先企業および当社自身のダイバーシティ&インクルージョンを推進します	投資先企業とのエンゲージメントを通じたダイバーシティ&インクルージョンの推進 日本株女性活躍ETFの設定・運用 役割等級制度（Job型人事制度）の導入 多様なプロフェッショナル人材の育成と登用 仕事と育児の両立支援	
社員が生き生きと働ける環境づくり	投資先企業および当社自身が、質の高い労働環境を整備することで、生産性を向上し、付加価値の高いサービスを創出します	働きやすい企業のパフォーマンスに着目した運用戦略の開発・運用 投資先企業とのエンゲージメントを通じたディーセントワーク（働きがいのある人間らしい仕事）の実現 長時間労働の是正 柔軟な働き方の促進・社員エンゲージメント（会社に対する貢献意欲）の向上に向けたマネジメントとのコミュニケーション強化	
健康長寿社会の実現	人生100年時代に備えて、お客様の資産寿命を延ばすだけでなく、健康で長生きする社会（健康長寿社会）の実現を目指します	戦略的パートナーであるACIと協働したファンドの設定・提供を通じた医学研究への貢献 医療アクセス向上に向けたイニシアティブとの協働エンゲージメント ヘルスリテラシーの向上に向けた教育 従業員の健康状態の把握とメンタルヘルスチェック 感染症予防対策の実施	

ガバナンスを通じた企業価値の向上

重要課題	目指す姿	主な取組み	関連する主なSDGs
コーポレートガバナンス機能の十分な発揮	投資先企業、当社自身がそれぞれに掲げる企業理念、経営目標を達成するために、コーポレートガバナンス機能の十分な発揮を推進します	コーポレートガバナンス強化に向けた投資先企業とのエンゲージメント 議決権行使ガイドラインに則った規律ある議決権行使 監査等委員会設置会社としてモニタリング・モデルを採用 専門分野の知見を持つ独立社外取締役の起用 各種委員会の設置	
内部統制システムの強化・充実	お客様の資産を守り、深い信頼を獲得するために、内部統制システム、利益相反管理体制の強化、充実に取り組んでいきます	3つの防衛線による内部統制システムの構築 各種委員会による市場リスク、信用リスク、オペレーションリスク等のモニタリング コンダクト・リスク管理体制の強化 堅牢な危機管理体制の構築	
利益相反管理体制の強化・充実		ファンド業務運営諮問会議、責任投資諮問会議の設置と、両会議における独立した立場にある外部専門家の起用 運用、調査における意思決定や人材の独立性の確保	

ESG Statement

ESGステートメント

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まいります。

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

気候変動

Environment

脱炭素　緩和・適応　イノベーション

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て、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。

CDP

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。

署名時期 2015年6月N

気候関連財務情報開示タスクフォース
TCFD

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。

署名時期 2019年3月

Climate Action100+

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。

署名時期 2019年12月

Ⓝ 野村グループとして署名

自然資本
Environment

水・森林　生物多様性　畜産・養殖

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。

Farm Animal Investment Risk and Return　FAIRR

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。

署名時期 2019年6月

持続可能な海洋経済のための金融原則　SBEFP

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。

署名時期 2019年7月

社会的責任
Social

人　権　多様性　医療アクセス

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。

Access to Medicine Foundation/ Access to Medicine Index

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。

署名時期 2019年7月

30% Club Japan（Investor Group）

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。

署名時期 2019年12月

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

Ⓝ 野村グループとして署名

G

ガバナンス
Governance

独立役員　役員報酬　後継者計画

投資先企業がESG課題への取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。

国際コーポレートガバナンス・ネットワーク
ICGN
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。
署名時期 2018年12月

アジア・コーポレートガバナンス協会
ACGA
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。
署名時期 2018年12月

ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ
JSI
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。
署名時期 2019年11月

SDGs

SDGs
Sustainable Development Goals

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。

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その他の関連イニシアティブ

署名時期 2015年6月Ⓝ
国連グローバル・コンパクト
UNGC
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。

署名時期 2012年1月
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)
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。

署名時期 2011年3月
責任投資原則
PRI
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。

署名時期 2019年1月Ⓝ
国連環境計画・金融イニシアティブ
UNEP FI
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 Statement

野村アセットマネジメント

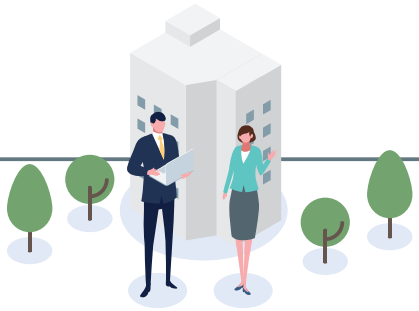
ESG課題における野村アセットマネジメントの役割

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

インベストメント・チェーン ▸11～12頁



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）

マテリアリティ ▸13～14頁

ESG課題の解決
社会的インパクトの創出

GRESB

署名時期 2021年3月

GRESB

不動産セクターの会社・ファンド単位で環境・社会・ガバナンス（ESG）配慮を測ります。投資先の選定や投資先との対話に用いるためのツールとして、欧州の年金基金を中心に2009年に創設。

GRESB® and the related logo are trademarks owned by GRESB BV and are used with permission

当社の気候変動および気候関連リスク・機会への取組み

（TCFD提言に基づいた開示）

1992年6月にブラジルのリオ・デ・ジャネイロで開催された環境と開発に関する国際連合会議（地球サミット）よりも前の1990年6月に、当社は業界に先駆けて「地球環境ファンド」を設定しました。このファンドを設定して以降、当社は世界で地球環境保全や気候変動対策に貢献する企業に対して積極的に投資をしてきました。特に、ESG課題における環境分野では、企業価値への影響という観点からも気候変動が最も重要であると考えており、当社のESGステートメントでは気候変動を最重要ESG課題のひとつとしています。このような方針に基づき、当社は2019年3月に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）の提言に賛同し、責任投資レポートなどにおいて、TCFD提言に基づいた気候変動および投資先企業の気候変動に関する「リスク」および「機会」（気候関連リスク・機会）に対する当社の取組みを詳細に開示しています。

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。

TCFD

企業経営や国の政策、消費者の選好、自然や気象などに対する気候変動の影響が大きくなる中で、気候関連リスク・機会は投資先企業の企業価値を決める重要な要素のひとつです。企業価値は、将来におけるフリー・キャッシュフローなどの財務情報の割引現在価値であり、それら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資本である「非財務資本」が含まれます。これらの非財務資本が、将来における企業の経営や成長持続性、財務情報などにどのように影響を与えるかを分析するために、非財務資本に関する情報である「非財務情報」を分析することがお客様からお預かりした資産を運用するうえで非常に重要であると考えます。

気候関連の「リスク」には、低炭素社会への移行に伴う「移行リスク」と自然災害などの影響がもたらす「物理的リスク」があります（下表を参照）。気候変動により、企業に自然災害費用や炭素税、排出権購入費用、災害に伴う訴訟費用や保険料の支払い、資産の減損などが生じれば、企業価値が低下することになります。一方、「機会」には、①資源効率、②エネルギー源、③製品・サービス、④マーケット、⑤レジリエンス等、様々な可能性があります。気候変動に伴うビジネス機会の拡大により、将来の利益やキャッシュフローが増加すれば、企業価値の向上に繋がります。

2020年10月、日本政府は「2050年カーボンニュートラル」を宣言し、同年12月には「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」を策定しました。海外でも、EUをはじめ、様々な国や地域で、持続可能な脱炭素社会に向けたカーボンニュートラルの宣言やタクソノミーに関する規則の制定、カーボンプライシング（炭素税、排出量取引など）の導入、気候変動などの非財務情報やTCFD提言に基づいた開示の義務化が進められています。このような動きを受けて、気候関連リスク・機会が今後ますます投資先企業の企業価値に影響を与えることが予測されます。

当社は、これらの気候関連リスク・機会の分析および評価を運用プロセスに統合するESGインテグレーションを進めており、全社ポートフォリオのみならず、個別ファンドベースでも包括的に実施する体制を構築しています。TCFD提言に加えて、当社独自のESGスコアにおける高度な気候関連リスク・機会の分析および評価を実施しているほか、エンゲージメントや議決権行使などによる投資先企業への働きかけや気候変動関連のイニシアティブにおける様々なステークホルダーとの連携を通じて、投資先企業の企業価値および当社が運用するファンドのパフォーマンス向上に取り組んでいます。

気候変動の「リスク」と「機会」

移行リスク

- ■カーボンプライシング、排出量の報告義務、製品・サービスに関する規制、訴訟に伴う政策的・法的リスク
- ■既存の製品・サービスの脱炭素オプションへの代替、新しい技術への投資の失敗、脱炭素技術への移行のためのコストやそれらに伴う技術的リスク
- ■消費者行動の変化、マーケットシグナルの不確実性、原材料コストの高騰に伴うマーケットリスク
- ■消費者選好の変化、業種に対する悪印象の浸透、ステークホルダーの懸念やステークホルダーからの好ましくないフィードバックの増加に伴う評判リスク

物理的リスク

- ■大型台風や洪水等の異常気象の激甚化に伴う急性の物理的リスク
- ■降雨パターンの変化や気象パターンの変動の増大、平均気温の上昇、海面上昇に伴う長期の物理的リスク

機会

資源効率：より効率的な交通手段の利用、より効率的な生産・輸送手段の利用、リサイクル、より効率的な建築物への移行、水使用・消費の削減

エネルギー源：脱炭素エネルギー源の利用、政策的インセンティブによる支援の利用、新しい技術の利用、カーボンマーケットへの参加、分散型電源への移行

製品・サービス：脱炭素製品・サービスの開発・拡大、気候変動への適応や保険を通じたリスク対応、R&Dやイノベーションを通じた新しい製品・サービスの開発、ビジネスの多様化の能力、消費者選好の変化

マーケット：新しいマーケットへのアクセス、公共セクターによるインセンティブの利用、保険による補償を必要とする新しい資産や場所へのアクセス

レジリエンス：再生可能エネルギープログラムへの参加やエネルギー効率性の向上、資源の代替・多様化

Task Force on Climate-related Financial Disclosures

TCFD提言に基づいた情報開示

カバナンス

- 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。
- TCFD事務局である責任投資調査部が取りまとめたGHG排出量やシナリオ分析、ESGスコア等の分析データは、運用調査部門内で共有され、企業分析やエンゲージメント、投資判断などに活用されています。
- 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、ポートフォリオの気候関連リスク・機会を評価します。その後、責任投資委員長が評価結果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・機会を適切にモニタリングし、経営の意思決定を行います。また、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ています。

戦　略

- 20頁のとおり、当社では短期・中期・長期における様々な気候関連リスク・機会を認識しています。移行リスクではカーボンプライシングや座礁資産化、消費者行動・選好の変化、物理的リスクでは近年増加傾向にある異常気象を注視しています。一方、機会では、再生可能エネルギーや省エネルギー、蓄電、水素、アンモニア、CCUS（Carbon dioxide Capture, Utilization and Storage）、カーボンリサイクル、防災・減災などに関連する技術や製品・サービスに注目しています。
- 当社はInstitutional Shareholder Services（ISS）社の分析手法に加え、当社のESGスコアにおいてカーボンプライシングを活用した財務分析および移行リスク分析を行うなど、気候関連リスク・機会が当社のビジネスや戦略、財務計画、ポートフォリオに及ぼす影響を分析しています。
- GHG排出量が多い投資先企業について、当社は対話の機会を失うダイベストメントは原則行わない方針であり、継続保有によるエンゲージメントを通じて投資先企業に気候変動対策を働きかけています。
- 当社が4資産統合ポートフォリオに関して実施したシナリオ分析は23頁をご覧ください。

リスク管理

- 当社はISS社の移行リスクおよび物理的リスクの分析手法を活用し、ポートフォリオのリスク管理を行っています。また、当社独自の企業分析やESGスコアの活用、エンゲージメントなどを通じて、投資先企業の移行リスクや物理的リスクを把握し、管理しています。
- 投資先企業のGHG排出量については、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、当社では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）を補完的に活用しています。
- これらのリスク管理の分析結果は運用調査部門内で共有され、責任投資委員会でモニタリングされた後、経営会議や取締役会に報告されています。

指標と目標

- 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、ポートフォリオごとにTCFDが推奨する4指標（総炭素排出量、カーボンフットプリント、炭素強度、加重平均炭素強度）の計測やシナリオ分析、移行リスク分析、物理的リスク分析などを実施しています。
- 当社全体の国内株式のポートフォリオにおける総炭素排出量はベンチマークを下回っている一方、外国株式のポートフォリオにおける総炭素排出量はベンチマークを上回っています。
- 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・長期の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%の削減を目標としています。

カーボンフットプリントおよびエクスポージャー指標の分析

当社は、自社の戦略とリスク管理プロセスに基づき、投資先企業の気候関連リスク・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。

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の売上高で割った値
- 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）

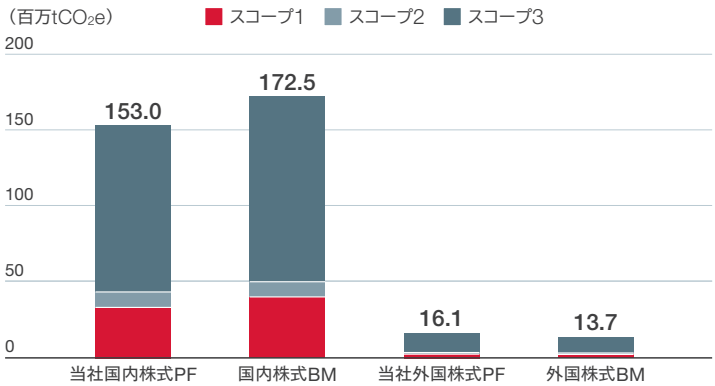
- ポートフォリオ内の各企業の売上高原単位を各企業のウェイトで加重平均した値
- 単位はtCO_2e/百万米ドル（売上高）

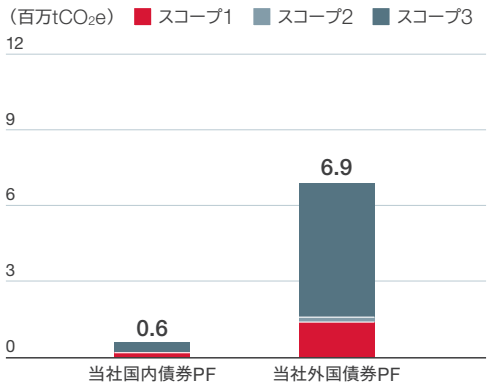
$$\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{投資額の時価}_i}{\text{ポートフォリオの時価}}\times\frac{\text{投資先企業のスコープ1・2のGHG排出量}_i}{\text{投資先企業の売上高}_i}\right)$$

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、国内株式は下回る一方、外国株式は上回ることを確認しました。外国株式については、インド、中国、ロシアなどの新興国におけるエネルギー、素材、公益事業といった多排出企業のウェイトがベンチマーク対比で高いことが要因と考えられます。総炭素排出量の業種別構成比では、エネルギーや素材、公益事業の比率が高いことに加え、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。引き続き、当社はエンゲージメントや気候変動関連のイニシアティブにおける連携を通じて、投資先企業に対して脱炭素社会に向けた取組みを働きかけていきます。

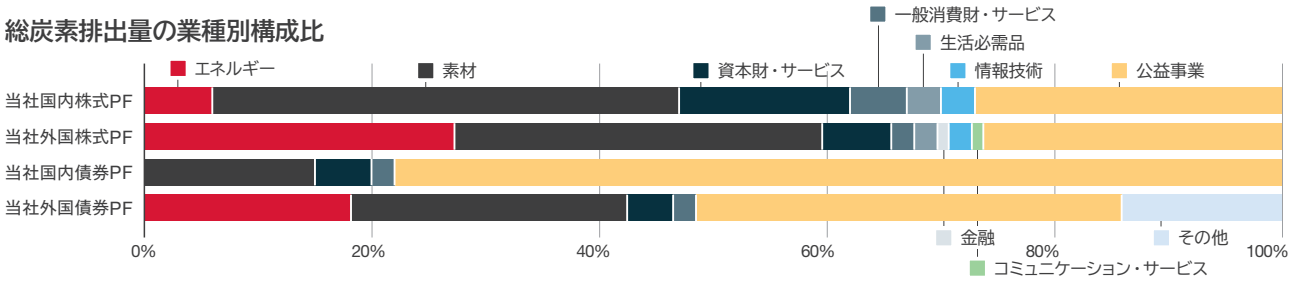
総炭素排出量





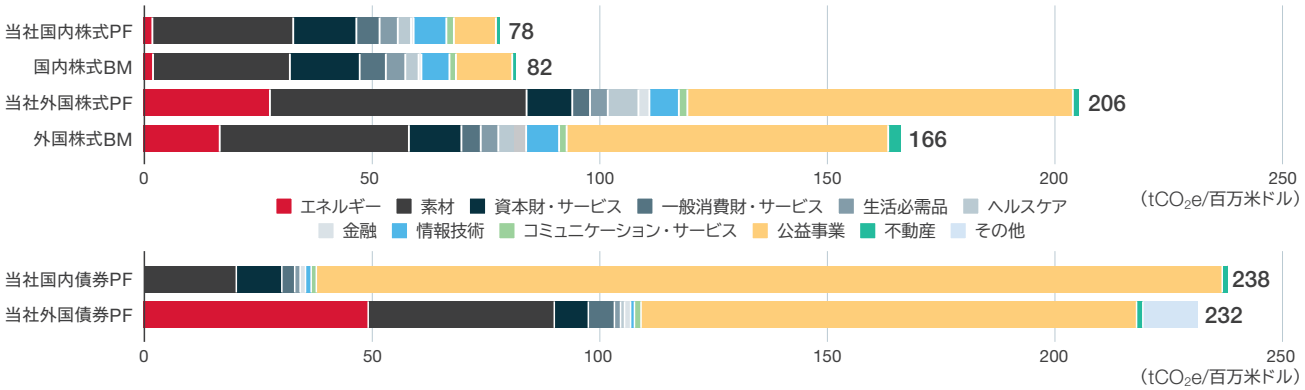
※ 株式は時価総額に対する当社持分、債券は調整企業価値（Adjusted Enterprise Value:時価総額+有利子負債）に対する当社持分を使用して、総炭素排出量を計算している。

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



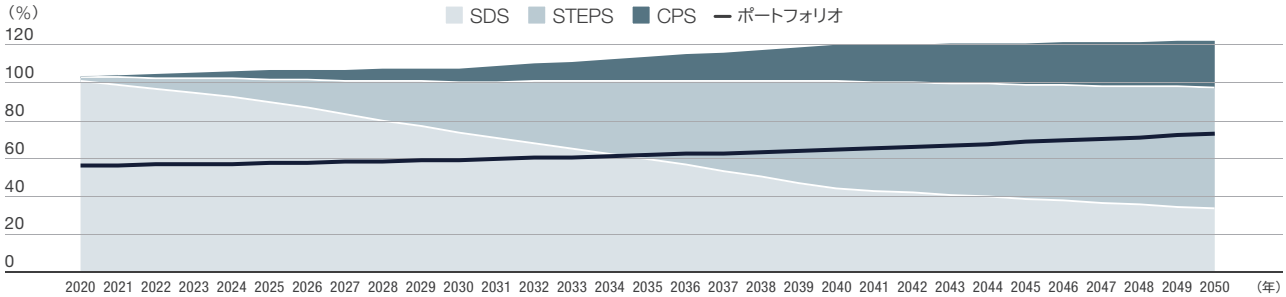
シナリオ分析

当社4資産統合ポートフォリオの総炭素排出量について、ISS社のデータを活用し、国際エネルギー機関(IEA: International Energy Agency) が「World Energy Outlook 2019」で示した3つのシナリオに基づくシナリオ分析を行いました。シナリオ分析で使用する総炭素排出量については、業種ごとの移行リスクの特性に鑑み、電力はスコープ1のみ、化石燃料生産業はスコープ3のみ、これら以外の業種はスコープ1およびスコープ2を使用しています。

❶ **Sustainable Development Scenario(SDS)**:パリ協定の「世界の気温上昇を産業革命前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をする」という目標に一致する1.5℃シナリオ。
❷ **Stated Policies Scenario(STEPS)**:各国が現在実施している政策の意思と目標を前提に、政府が公表済みの政策イニシアティブを実行した場合のシナリオ。今世紀末の気温上昇が2.7℃程度と推定される。
❸ **Current Policies Scenario(CPS)**:各国が現行政策をそのまま継続した場合のシナリオ。今世紀末の気温上昇が3.2℃程度と推定される。

シナリオ分析の結果、当社の4資産統合ポートフォリオは2035年頃にSDS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。特に、当社の外国株式や外国債券のポートフォリオには、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を中心としたエネルギー、素材、公益事業セクターの株式や債券が相対的に高いウェイトで含まれていることがポートフォリオの排出量に大きく影響していると考えられます。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4資産統合ポートフォリオの総炭素排出量と各シナリオにおけるカーボンバジェット(炭素予算)の比較



※ グラフの縦軸は2020年におけるSDSのカーボンバジェットを100%とする。

移行リスクの分析

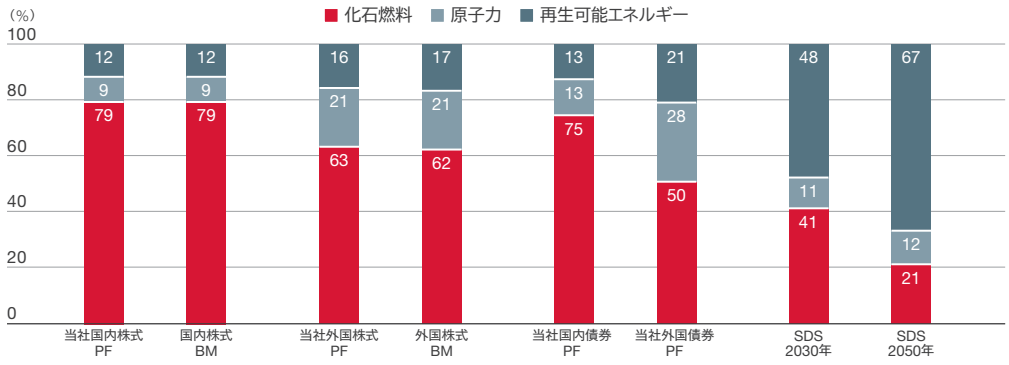
気候関連の移行リスクは、株価パフォーマンスや企業価値評価とも一定の相関が見られるGHG排出量に依存する割合が高いと考えられるため、精緻に分析する必要があります。また、当社は、GHG排出量を企業の製品・サービスにおけるライフサイクル全体で分析することが重要であると考えており、企業が開示するグローバルサプライチェーン全体での排出量や削減貢献量も補完的に活用しています。

具体的な移行リスクの分析手法としては、ISS社のデータを利用したポートフォリオにおける発電量ベースの電源構成比や将来的なGHG排出量（座礁資産化のリスク）、課題のある資源開発（シェールオイル・ガス開発や水圧破砕法、北極圏での原油・ガス掘削、オイルサンド開発など）の比率の分析に加え、ISS社独自の移行リスク評価であるカーボン・リスク・レーティングなど活用しています。更に、当社独自のESGスコアにおける環境スコアにおいて、気候関連の移行リスクを評価する項目があり、カーボンプライシングを活用した財務インパクトの分析を行っています。

電源構成比（ポートフォリオ、ベンチマーク、SDS）の分析

下記グラフは、当社ポートフォリオ、ベンチマーク、SDSにおける発電量ベースの電源構成を比較しています。SDS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1.5℃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、SDS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。

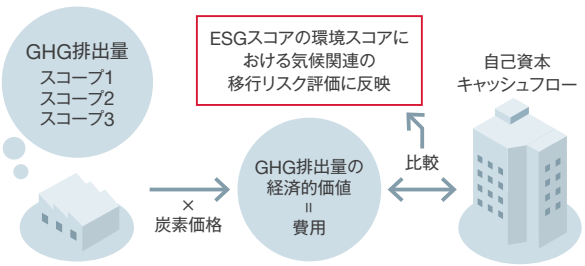


Column

カーボンプライシングを活用した財務インパクトの分析

従来の移行リスク分析はGHG排出量の多寡で評価することが一般的ですが、当社はESGスコアの環境スコアにおける気候関連の移行リスクを評価する項目で、カーボンプライシングを活用した財務インパクトの分析を行っています。例えば、炭素税や排出量取引制度が導入された場合、投資先企業のGHG排出量は費用となりますが、企業価値への影響という観点からは当該費用に対する自己資本やキャッシュフローの比率を分析した方がより正確に移行リスクを分析することができます。

GHG排出量については、スコープ1とスコープ2は企業が開示しているデータ、スコープ3はISS社の推計値を使用しています。また、GHG排出量を経済的価値に置き換えるために必要な炭素価格は、市場価格（EU ETSにおけるEUAなどの価格）や投資先企業のインターナルカーボンプライシングの水準、世界銀行をはじめとした国際機関などの報告書を参考に、定期的に見直しています。



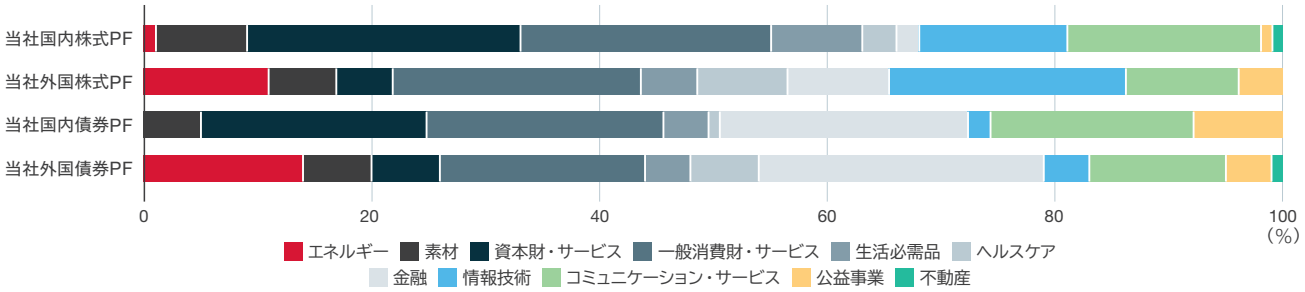
物理的リスクの分析

近年は、世界中で気候変動が影響していると見られるハリケーンやサイクロン、豪雨、洪水、熱波、森林火災、干ばつなどが頻発しています。これらが投資先企業の事業や保有資産に与える影響は無視できないものになってきており、物理的リスクを分析する重要性は高まっていると考えられます。当社では、投資先企業の物理的リスクを分析するに当たり、ISS社による業種別・地域別のリスク分析や物理的リスクスコアに加え、2050年までにポートフォリオの企業が保有する事業資産が気候変動に起因する異常気象により損害を受けた場合に失う潜在的な価値を算出したポートフォリオのバリューアットリスク（VaR: Value at Risk＝物理的リスクがポートフォリオの価値に与える潜在的なネガティブインパクト）を活用しています。また、日本企業については、必要に応じて、開示資料やホームページで事業所や工場、重要な保有資産などの地域を調べ、自治体が公表しているハザードマップなどを確認することにより、物理的リスク分析を補完しています。

地域別・業種別の物理的リスク分析

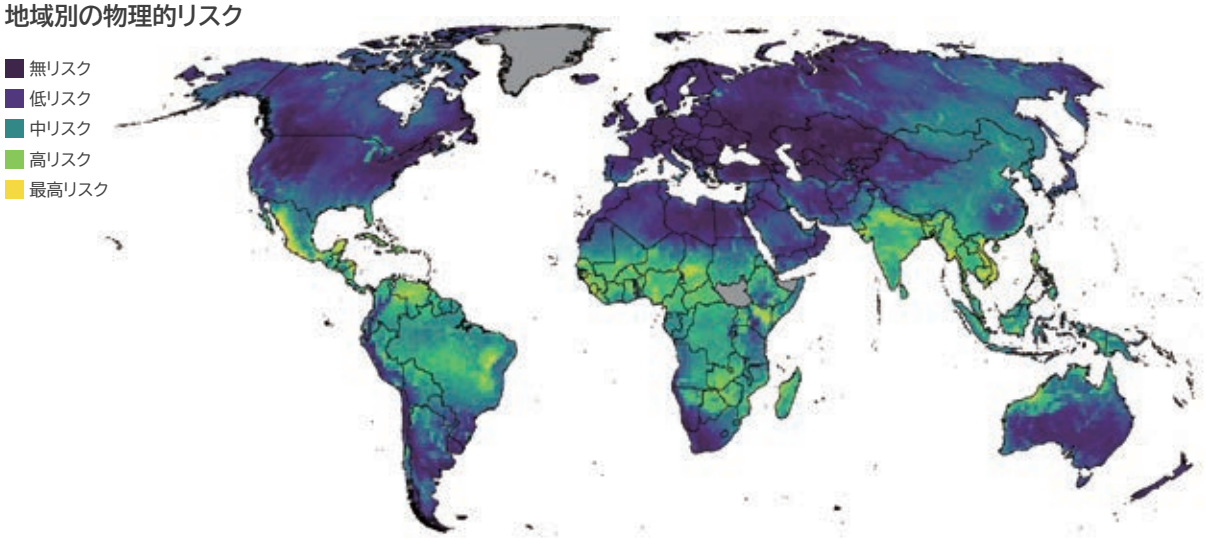
当社はISS社のデータを活用して、業種別・地域別の物理的リスクの分析を行っています。下記のグラフは当社の国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の各ポートフォリオについて、物理的リスクに関する2050年までのバリューアットリスクを計算した際の業種別構成比になります。この比率が高い業種ほど、物理的リスクが当該業種の企業の価値に与える潜在的なネガティブインパクトが大きいということになります。各ポートフォリオのバリューアットリスクは実際に計算していますが、社内向けの数値であるため、ここでは開示していません。

バリューアットリスクの業種別構成比



下記の地図は当社国内株式および外国株式ポートフォリオにおける地域別の物理的リスクを示したものです。業種別の比率と合わせて、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。これらの分析により、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。

地域別の物理的リスク



個別ファンドの分析

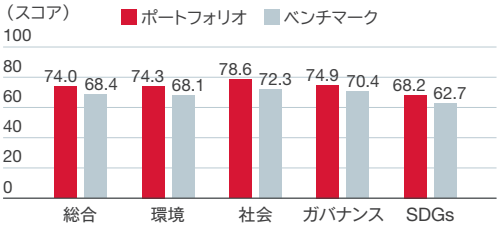
これまでは、当社全体のポートフォリオについて、気候関連リスク・機会の分析手法を説明してきましたが、個別ファンドでも、ISS社などのESG評価会社のデータや当社独自のESGスコアを活用しながら、以下の分析を実施し、ベンチマークとの比較を行っています。

- TCFDが推奨する4指標（総炭素排出量、カーボンフットプリント、炭素強度、加重平均炭素強度）
- ファンドの総炭素排出量や加重平均炭素強度における業種・個別銘柄の寄与率の分析、他業種や同業他社との比較
- 国際エネルギー機関の「World Energy Outlook 2019」で示されたシナリオ（SDS、STEPS、CPS）に基づくシナリオ分析
- 移行リスクや物理的リスクの分析
- TCFDへの賛同、GHG排出量の短期・中期・長期削減目標の策定、スコープ3や削減貢献量の計測、インターナルカーボンプライシング（ICP）の導入、役員報酬KPIへの気候変動対策項目の設定、気候変動イニシアティブ（CDP、SBT、RE100など）への参画などについて、ポートフォリオ全体に対する該当企業のウェイト合計

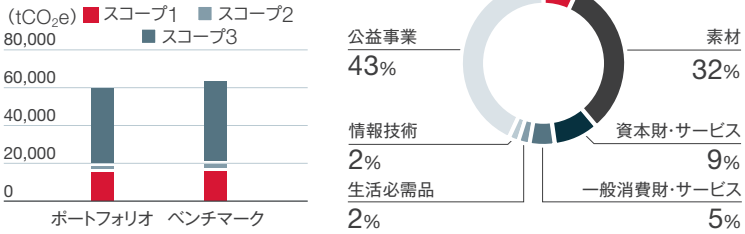
分析結果は各運用担当者に共有され、投資判断などの参考にしています。また、当社の責任投資委員会を通じて、経営会議や取締役会に定期的に報告されています。特に、ベンチマーク対比でGHG排出量関連の指標やシナリオ分析、リスクスコアなどで改善の余地がある場合には、該当する業種や企業の寄与率を確認し、投資先企業とのエンゲージメントの中で気候関連リスク・機会に対する認識を共有するとともに、GHG排出量などの改善に向けた取組みについて議論を行っています。

個別ファンド（100百万米ドル）の分析事例

野村アセットマネジメント ESGスコア



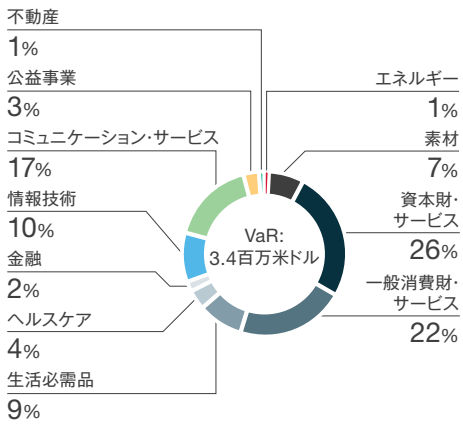
総炭素排出量のベンチマーク比較・業種別構成比



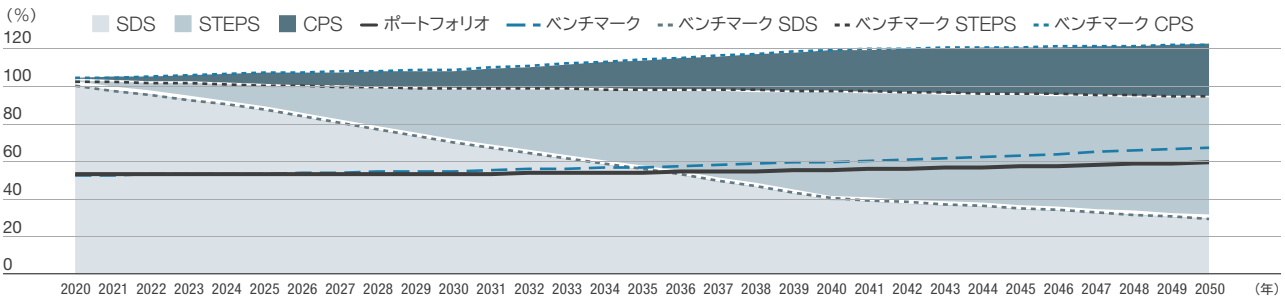
ベンチマークに対する総炭素排出量の業種・個別銘柄要因

業種	ポートフォリオウェイト	ベンチマークウェイト	差異	業種要因	個別銘柄要因
エネルギー	0.64%	0.58%	0.06%	-0.54%	-0.49%
素材	4.82%	6.28%	-1.46%	8.94%	-0.52%
資本財・サービス	20.20%	22.39%	-2.18%	1.39%	4.11%
一般消費財・サービス	17.76%	17.86%	-0.10%	0.03%	0.58%
生活必需品	8.43%	8.31%	0.12%	-0.04%	0.76%
ヘルスケア	11.82%	10.21%	1.61%	-0.06%	0.07%
金融	8.92%	8.49%	0.43%	-0.02%	0.01%
情報技術	12.64%	13.24%	-0.60%	0.12%	0.67%
コミュニケーション・サービス	9.59%	9.07%	0.52%	-0.03%	0.04%
公益事業	1.60%	1.32%	0.28%	-6.38%	-3.26%
不動産	3.57%	2.25%	1.31%	-0.19%	0.09%
ベンチマークに対するポートフォリオの総炭素排出量（プラス：少ない、マイナス：多い）				3.20%	2.07%
				5.27%	

ポートフォリオのバリューアットリスク・業種別構成比

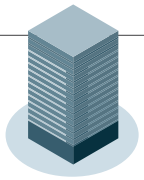


ポートフォリオおよびベンチマークの総炭素排出量と各シナリオにおけるカーボンバジェットの比較（シナリオ分析）



投資先企業との気候変動関連エンゲージメント

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を通じて、以下の取組みを推進しています。



当社

- 当社が参画するPRIやTCFD、Climate Action 100+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
- 気候変動対策項目や気候変動に関連する外部評価を役員報酬のKPIに設定
- SBT（Science Based Targets）の認定取得またはコミット
- CDPへの情報提供、RE100・EP100・EV100などへの加盟
- インターナルカーボンプライシング（ICP）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

気候変動関連エンゲージメントの事例

企業／業種	企業の取組みおよび対話後の反応	エンゲージメントで当社から企業に伝えたこと
A社 化学	■ エンゲージメントミーティング時にはTCFDへの賛同を検討中 ■ 役員報酬では、個人のKPIにESG関連指標が入っている取締役がいる ■ 主要製品の製造過程で発生する非エネルギー起源CO_2の削減に努めているが、新しい技術開発には時間が掛かる模様 ■ ミーティング後にTCFDに賛同し、気候関連の開示を強化	■ TCFDへの賛同により、経営陣の気候変動対策へのコミットメントを示すとともに、気候関連の開示を強化していただきたいことを伝達 ■ 環境貢献製品・事業の売上高目標は素晴らしい取組みである一方で、より具体的なGHG排出量・原単位の長期削減目標や役員報酬のKPIに気候変動対策項目を入れることも重要 ■ 製造過程で発生する非エネルギー起源CO_2の削減が難しいことに当社としての理解を示しつつ、イノベーションの促進を議論
B社 電気機器	■ TCFD開示において、詳細なシナリオ分析に加えて、リスク・機会の具体的な財務インパクトを開示 ■ 中長期の環境目標を設定し、当該目標を役員報酬に連動 ■ 気候関連のイニシアティブ参画や認証取得にも積極的	■ 中長期の環境目標の設定や当該目標を役員報酬に連動させるなど、先進的な取組みを行っていることを高く評価していることを伝えた ■ 最近は社内の投資決定などでICPを活用している企業が増加傾向にあり、導入を検討していただきたい。ICPにより、社内における非財務情報のリスク・機会に対する意識を高める効果も期待できる
C社 鉄鋼	■ TCFD開示において、詳細なシナリオ分析を実施 ■ 中長期のGHG削減目標を設定 ■ 高機能鋼材や再生可能エネルギーなどの活用による削減貢献量を開示	■ 削減貢献量に対する当社の評価方法について質問があったため、当社のESGスコアにおいて削減貢献量の開示の有無を評価していることを回答 ■ 現在は開示ルールで削減貢献量の算定について明確なルールはないが、将来的にデータの信頼性が向上した場合に、GHG排出量と合わせてどのように評価すべきかを議論した

気候変動関連イニシアティブへの参画および連携

当社は2019年3月にTCFDに賛同し、責任投資レポート2019から国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の当社全社ポートフォリオに関して、TCFD提言に沿った開示や個別ファンドのGHG排出量モニタリングに関する詳細な開示および報告を実施しています。また、当社は、2019年5月に日本で設立されたTCFDコンソーシアムに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）」を活用している投資家であるGIG Supportersの一社です。当社はグリーン投資ガイダンスを活用しながら、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。更に、2019年12月からClimate Action 100+に参画し、他の機関投資家と連携しながら、投資先企業に対して気候変動対策を促進するための働きかけを行っています。

野村グループとしては、野村ホールディングスが2015年6月にCDPに署名しており、当社はCDP署名投資家の一社です。当社は野村ホールディングスのCDP質問書における資産運用会社向けの質問に対する回答を担当しています。野村ホールディングスはCDPから「2020年度気候変動Aリスト企業」に選定され、気候変動対策の取組みとその情報開示に関して世界的に優秀な企業としての評価を受けています。

野村アセットマネジメントの

人権問題への取組み

仏食品大手ダノンは2020年6月の株主総会において、99%の株主の賛同を得て、「使命を果たす会社(Entreprise à Mission)」制度における上場企業第1号となりました。これはフランスが2019年に制定した新法であり、「利益以外の目標を達成する責任」を負う新たな会社形態です。同社は定款にESGに関する新たな4つの目標 — ①製品を介した健康の改善、②地球資源の保護、③将来を社員と形成すること、④包摂的な成長 — を盛り込みました。今後、同社の取締役会はこれらの目標に対して責任を負うことになります。外部の有識者や従業員の代表からなる10人の独立した「ミッション委員会」が取締役会を監督し、目標を達成できていなければ同委員会により改善を促します。

この出来事が象徴するように、いまや企業には利益追求以外にも、高い責任ある行動が求められるようになっています。経済発展の過程で企業活動が社会にもたらす影響も大きくなる中で、様々なESG課題が生じており、企業が責任ある役割を果たすことの重要性が認識されつつあります。数あるESG課題の中でも気候変動問題と並んで特に注目を集めているのが「人権問題」です。企業の事業活動がグローバルに拡大するにつれ、企業が関わるサプライチェーンも肥大化しています。その長く肥大化したサプライチェーンには非常に多くの人々が関わっており、それ故に様々な人権上の問題が日々発生しています。一方、肥大化した故に、企業の目が届きにくくなっているのも事実です。

> 「私は月末にお金をもらうのではなく、彼らに支払わねばならなかった。」マレーシアにある電子産業の工場で働く25歳のネパール人労働者バツァは、新たな就業許可を得るためという理由で、18か月にわたって給与の約50%(約1,800米ドル)を差し引かれた。
>
> ——KnowTheChain「2020年情報通信技術(ICT)部門ベンチマーク結果報告書(2020年6月)」より

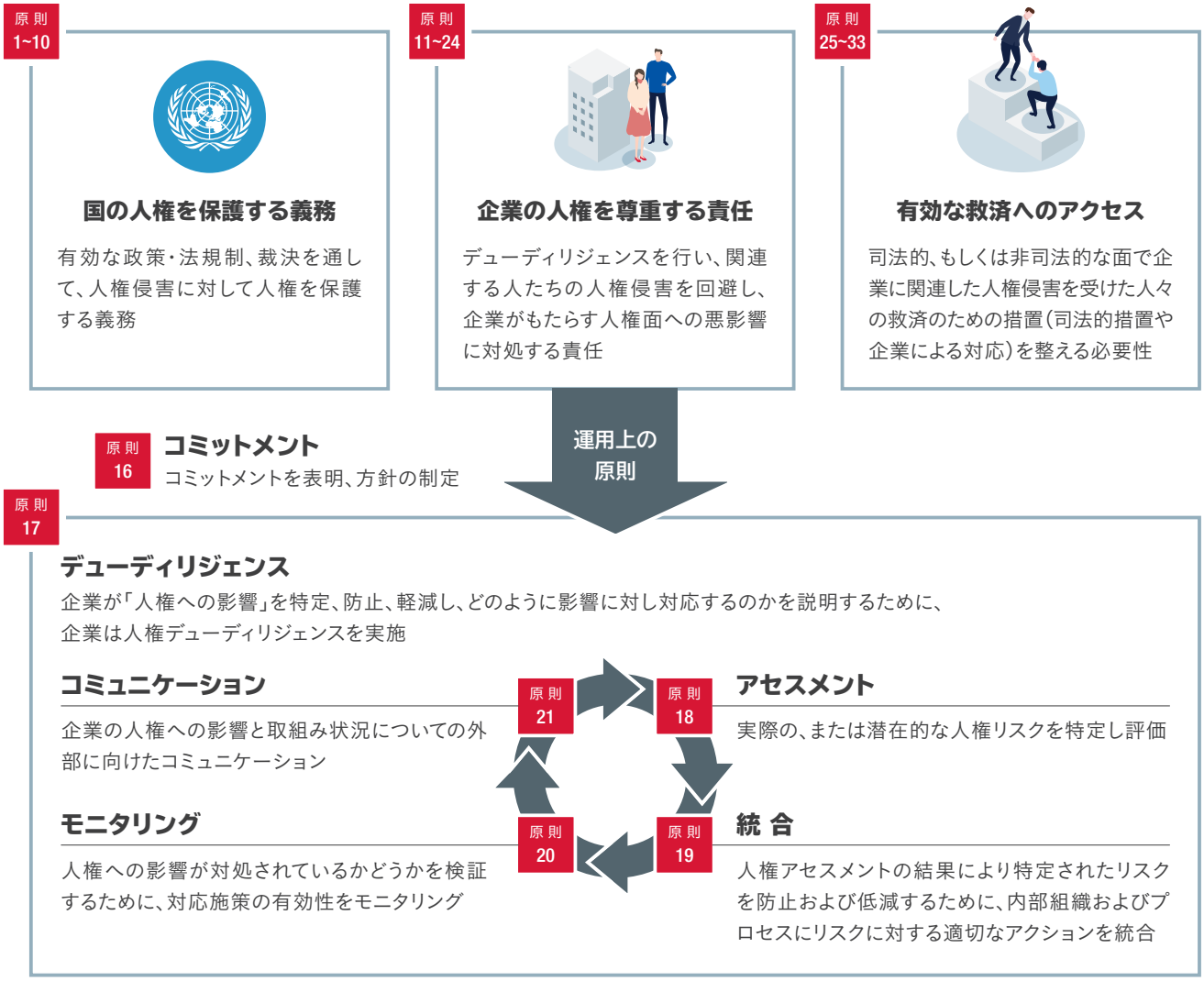
「人権問題」に関しては、過去何年にもわたり国際的に議論され、多くの原則等が生まれています。1976年には、経済協力開発機構（OECD）における行動指針参加国の多国籍企業に対して、企業に期待される責任ある行動を自主的に取ることを求める勧告を取りまとめた「OECD多国籍企業行動指針」が策定されました。また翌1977年には、社会政策と包摂的で責任ある持続可能なビジネス慣行に関して企業に直接の指針を示す、「国際労働機関（ILO）多国籍企業および社会政策に関する原則の三者宣言」も策定されています。

1999年には、企業を中心とした様々な団体が社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための自発的な取組みとして、「国連グローバル・コンパクト」が提唱されました。グローバル・コンパクトが企業に対し実践するよう要請している4分野・10原則のうち、2分野・6原則は「人権」および「労働」となります。また2011年には、米ハーバード大学のジョン・ラギー教授が提唱した「ビジネスと人権に関する指導原則」（通称：ラギー原則）が、国連人権理事会において承認されました。同原則は、企業と人権との関係を、①企業を含む第三者による人権侵害から保護する国家の義務、②人権を尊重する企業の責任、③救済へのアクセス、の3つの柱で構成されています。そこでは、企業活動が人権に与える影響に係る「国家の義務」および「企業の責任」を明確にすると同時に、被害者が効果的な救済にアクセスするメカニズムの重要性を強調し、各主体がそれぞれの義務・責任を遂行すべき具体的な分野および事例が挙げられています。現在はこのラギー原則を基に、国家ならびに企業が人権に関する取組みを強化しており、日本政府も2020年10月に「『ビジネスと人権』に関する行動計画（2020ー2025）」を策定しました。

人権に関する主な基本原則や指針

OECD多国籍企業行動指針（1976年）	■ 経済協力開発機構（OECD）行動指針参加国の多国籍企業に対して、企業に期待される責任ある行動を自主的に取ることを求めた行動指針
国際労働機関（ILO）多国籍企業および社会政策に関する原則の三者宣言（1977年）	■ 社会政策と包摂的で責任ある持続可能なビジネス慣行に関して、企業に直接の指針を示すために制定された企業活動に関する文書
国連グローバル・コンパクト（1999年）	■ 企業を中心とした様々な団体が社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための自発的な取組みとして提唱 ■ 企業に対し実践するよう要請している4分野にわたる10原則のうち、2分野（6つの原則）は、「人権」および「労働」
ビジネスと人権に関する指導原則：国連「保護、尊重及び救済」枠組みの実施（2011年）	■ 2005年、第69回国連人権委員会は、「人権と多国籍企業」に関する国連事務総長特別代表として、ハーバード大学ケネディ・スクールのジョン・ラギー教授を任命、2008年に「保護、尊重および救済」枠組みを第8回国連人権理事会へ提出 ■ 同枠組みは、企業と人権との関係を、①企業を含む第三者による人権侵害から保護する国家の義務、②人権を尊重する企業の責任、③救済へのアクセスの3つの柱に分類 ■ 2011年、本指導原則を策定、第17回国連人権理事会において全会一致で承認

ビジネスと人権に関する指導原則の3類型・33原則



出所: 各種情報を基に野村アセットマネジメント作成

人権デューディリジェンス義務化の動き

人権に関する意識の高まりを受け、欧米諸国を中心に、企業に対してサプライチェーンも含めた人権尊重を求める法制度を導入する動きが広がっています。特に欧州ではこの動きが活発化しており、各国で人権デューディリジェンス義務化法の制定が進められています。フランス、オランダではすでに導入・運用されており、ノルウェー、スイス、ドイツなどでは法案策定済みの段階となっています(2020年12月現在)。またEUレベルにおいても統一されたデューディリジェンス義務化法の準備に入っており、ドラフト・レポートが2020年9月に発表されました。

それによると本法案の対象は、事業規模の大小にかかわらずEUを拠点とする法人、およびEUで事業活動を行うEUに拠点を有しない企業体が該当し、その適用範囲は、①国際人権章典、弱者の権利に関する基準、ILO中核基準や、その他のILO条約に定義されている人権、②環境リスク(気候変動、自然資源、生物多様性を含む)、③ガバナンスリスク(OECD贈収賄ガイドラインを含む)と、ESGに関連する多岐の項目にわたっています。主要なデューディリジェンス要件は次頁下段のテーブルに示すとおりですが、その中に「デューディリジェンス戦略がどのようにビジネス戦略と関係するのか」とあります。つまり、EUは人権問題が「企業価値」と密接に関係するとの認識のもと同法案を策定している、と考えられます。

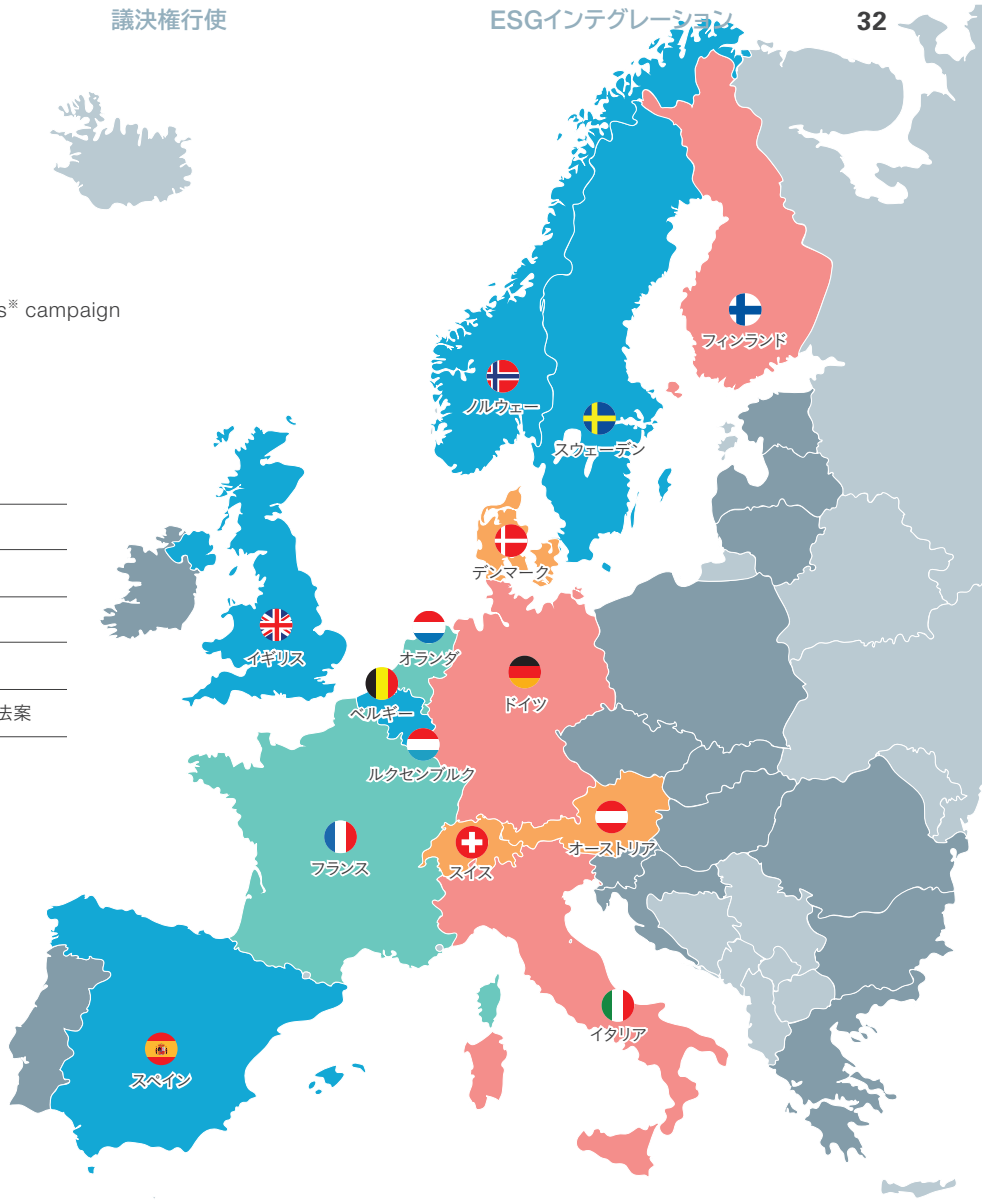
野村アセットマネジメントは、「人権問題」を気候変動問題と並ぶ企業価値に影響を与える重要なESG課題として位置づけ、運用ポートフォリオのモニタリングを基に投資先企業への働きかけを実施するとともに、運用調査へのインテグレーションを積極的に推進しています。

欧州各国における法制度導入の状況

（2020年5月現在）

- Policy statements / Public discussions / CSOs※ campaign
- Government's commitment
- Legislative process / motion
- Adopted law

※CSO...Civil Society Organization



具体的な法案事例

制定済み	フランス	企業注意責任法
	オランダ	児童労働DD
法案策定	ノルウェー	サプライチェーン透明&DD法案
	スイス	人権DD義務化法案
	ドイツ	人権・環境サプライチェーンDD法案

出所: European Coalition for Corporate Justice（ECCJ）

EUデューディリジェンス義務化法案「ドラフト・レポート」（2020年9月）の主な内容

対象企業	EUを拠点とする法人、およびEUで事業活動を行うEUを拠点としない法人
適用範囲	■ 国際人権章典、弱者の権利に関する基準、ILO中核基準や、その他のILO条約に定義されている人権 ■ 環境リスク（気候変動、自然資源、生物多様性を含む） ■ ガバナンスリスク（OECD贈収賄ガイドラインを含む）
主要なデューディリジェンス要件	■ 企業の事業活動に伴う、直接的・間接的なバリューチェーン全体における継続的なデューディリジェンス ■ リスク評価の実施に関するステートメントの開示（リスクが特定されていない場合） ■ デューディリジェンスの実施、リスクの停止、未然防止、リスクの低減、情報開示（リスクが特定された場合） ■ ステークホルダーと労働組合との、効果的で適切なデューディリジェンス戦略についてのコンサルテーションの実施（最低年1回） ■ 救済メカニズムの構築 ■ デューディリジェンス戦略がどのようにビジネス戦略と関係するのか、またビジネスパートナーとの行動規範や方針の契約事項内容や、サプライヤーの定期的な監査の実施状況などについての開示

今後のスケジュール

2021年上半期	欧州委員会が正式な法案を提案
2021年後半～2023年	欧州委員会にて提案された法案をEU議会と閣僚会議にて議論を経たのちに法制化。EU指令である場合は、EU各国に国内法とすることを求める。

出所: 各種情報を基に野村アセットマネジメント作成

野村アセットマネジメントの人権モニタリングプロセス

当社は投資対象ユニバース銘柄において幅広く人権リスクを継続的にモニタリングし、運用ポートフォリオレベルにおける人権侵害のリスク低減を目指しています。人権リスク管理は短期の将来キャッシュフローの創出にはなかなか結びつくものではありません。しかし、投資先企業だけではなく、その企業に繋がるサプライチェーンにおいて人権問題が顕在化した場合、社会における企業イメージの悪化など評判リスクが高まり、人権問題解決のために大きなコスト（評判回復のための費用や時間）を支払わざるをえなくなります。また、長期にわたって問題を解決できない場合は、企業価値そのものへの影響も大きくなってしまいます。

こうした人権問題に関連した予期せぬコストの発生を回避するため、また運用会社としての社会的責任を果たすため、多国籍企業行動指針やラギー原則など人権関連国際規範が定める人権尊重遵守項目を中心に、投資ユニバース企業に対して人権対応プログラムの策定や運用状況、また不祥事の有無やその内容などを調査します。基本調査は年に一度、企業による自主開示情報、人権モニタリングNGO、メディア報道を情報源としてESGスペシャリストと企業調査アナリストが行います。調査項目は、当社が支持する国際規範の署名・賛同状況や人権尊重方針などの開示、人権侵害リスクマネジメントの構築とその進捗レベル（監査、救済システム、自己評価など）、人権に関する不祥事発生状況などが該当します。

また、当社が定義する特定人権リスク業種に該当する企業については、その企業への部品サプライヤー企業を含めて人権モニタリングが実施されているかどうかを確認します。そこでは、自社の製品製造工程に加え、原材料や調達部品の製造工程などサプライチェーン全体における人権侵害リスクの有無を確認することが重要です。これらの業種において人権リスクが軽視されて問題が生じた場合、最終製品の評判リスクの増大や部品調達が難しくなるなど、ビジネス機会が失われることが想定され、企業価値に大きな影響が生じることになるからです。

対象セクター	食　品	ICT	自動車	アパレル	鉱　業	商　社
特定人権リスク業種	農産物 （特にパームオイル、ココア、青果、タバコ）	電子機器部品	自動車部品 タイヤ	繊維 （コットン、ウール） 縫製	貴金属 非貴金属	関連する 左記すべて

ポートフォリオレベルでの人権リスク管理

ESGインベストメントマネージャーは、年次で調査された各銘柄の人権リスクのモニタリングデータを基に、年間を通してポートフォリオレベルでの人権リスクを調査（人権モニタリングプロセスで言及した調査項目）します。事業活動において人権問題を認識し、積極的な取組みを進めている企業とは継続的なエンゲージメントを通じて問題を共有します。投資対象として継続保有する中で、エンゲージメントを進めることとなります。また、ポートフォリオにおいて新たに人権に関して重大な不祥事が発生した銘柄や人権リスクマネジメントの改善が不十分である銘柄は、それらを人権ハイリスク銘柄とし、重要エンゲージメント対象企業として管理します。人権リスクマネジメントを目的としたエンゲージメントは、ポートフォリオマネージャー、ESGスペシャリスト、企業調査アナリスト、ESGインベストメントマネージャーが協働して実施します。

ただし、人権ハイリスク銘柄とされたものの問題解決への取組みを継続的している企業については、定期的なエンゲージメントを通じてその進捗状況の確認を行っていきます。また、一定期間のエンゲージメントを経て、改善の見通しが立った銘柄は人権ハイリスク銘柄のフラグが外され、投資対象として通常のモニタリングが行われることになります。

こうした人権リスクマネジメントのプロセスを強固なものにしている企業は、人権リスク評価を行うことが一般的となっている企業取引において、既存顧客との取引だけでなく新規の顧客企業との取引においても人権リスクが低減されることになり、企業の提供する製品やサービスに対する評価も向上し、ビジネスチャンスも増加すると考えます。

私たちのポートフォリオに人権優良銘柄を多く保有することは、リスク回避だけでなく、リターン向上の機会獲得に繋がります。

銘柄の人権リスクモニタリング
（個別銘柄ベース）

- 国際規範コンプライアンス状況の確認
- 人権に関する方針（児童労働、強制労働、賃金、安全等）
- 人権侵害リスクマネジメントの有無
  （モニタリング、救済システム、自己評価等）
- 人権侵害に関する不祥事調査
- 調査対象企業の顧客企業の
  人権モニタリング方針への準拠状況

エンゲージメント
（人権ハイリスク銘柄）

- 人権方針・プログラムの策定
- 人権モニタリングの導入
- 自己評価の実施と開示
- 改善に向けたアクション

運用へのインテグレーション
（投資意思決定）

- 購入
- 売却
- 継続保有

エンゲージメントの事例

人権リスク課題

児童労働・貧困問題

マイルストーン管理状況

エンゲージメント期間
36か月
（面談：10回）

野村アセットマネジメント

- 児童労働やその根源となっている貧困などの問題への取組みを要請
- サプライチェーンにおける児童労働の削減、子供の教育へのアクセス、栽培農家の生活収入の改善に向けた取組みの更なる推進
- 機関投資家35社と共に、世界食品関連企業大手40社に対して、児童労働の削減と生活収入の改善に関する声明文を発表

児童労働の削減や生活収入の改善に向けた更なる取組み強化を要請

世界大手食品メーカー

- 児達労働報告書の発表、2025年までにサステナブルなココア調達100%達成を目標に
- ESGやサプライチェーンに関する40以上のKPI（重要評価指標）を設定（ほとんどの項目でポジティブな進展を確認）
- 児童労働監視・是正システムを適用。生活収入の改善を監視するための戦略を実施

子供の就学推進、高付加価値農業の推進など、ココア栽培農家へのインセンティブを通じて、児童労働の削減や生活収入の改善に向けた取組みを継続

エンゲージメント

ENGAG

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

私たちが考える投資先企業との建設的な対話

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ひと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「エンゲージメントの基本スタンス」を大切にしています（右表）。

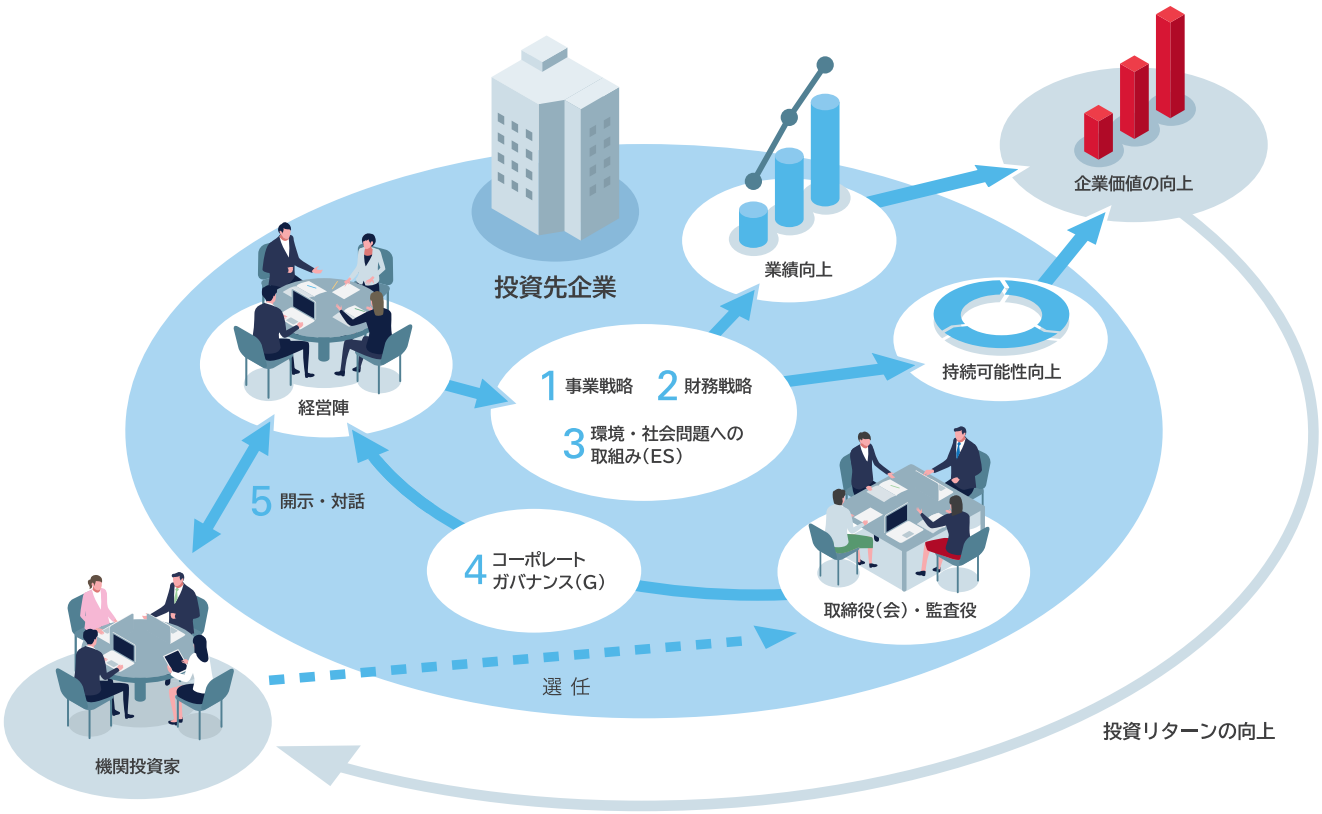
日々のエンゲージメント活動を通じて、企業の価値向上と持続的な成長をサポートすることは、お客様からお預かりした資産の中長期的な成長に貢献すると当社は確信しています。

EMENT

エンゲージメントの基本スタンス
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

エンゲージメント・プロセス

当社の「運用における責任投資の基本方針」に則り、エンゲージメントのテーマを❶事業戦略、❷財務戦略、❸環境・社会問題への取組み、❹コーポレートガバナンス、❺開示・対話の5つに分けています。



エンゲージメントの対象企業と実績

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(2020年12月末)がエンゲージメントの対象です。

投資先企業との総コンタクト件数

(日本企業、2020年1月~12月)

約5,600件

うち社内の1対1の対話件数

2,000件弱

うち役員以上との対話件数

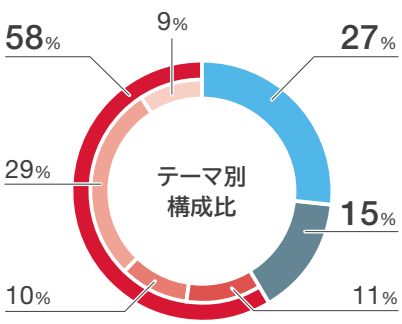
約900件

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)

2020年

1,215テーマ
(717件)



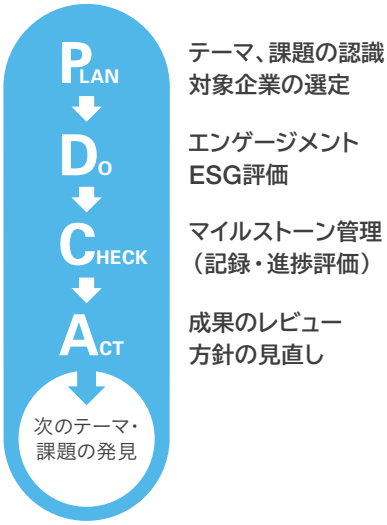
	比率	テーマ数
事業戦略	27%	326
財務戦略	15%	180
ESG関連ミーティング	58%	709
環境	11%	129
社会	10%	126
ガバナンス	29%	347
議決権行使関連	9%	107
合計		1,215

マイルストーン管理

エンゲージメントの進捗を管理する目的で、ひとつのテーマに関して区切りを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。

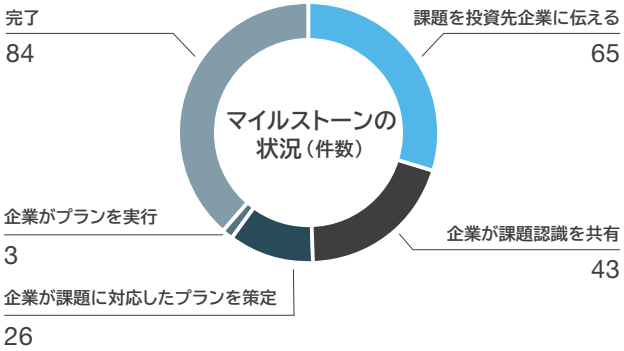
マイルストーン管理のためにはゴールを設定する必要がありますが、すべてのエンゲージメントでゴールを設定できるわけではありません。特に❶事業戦略や❷財務戦略は企業価値に直結するテーマですが、明確なゴールを設定するのは困難なケースが少なくありません。そこで、議論したテーマ自体にゴールを設定する（下図のパターン1）だけでなく、❶事業戦略❷財務戦略について議論したうえで❸❹ESGや❺開示・対話にゴールを設定する（下図のパターン2）といった工夫をしています。

マイルストーン管理によるPDCAサイクル

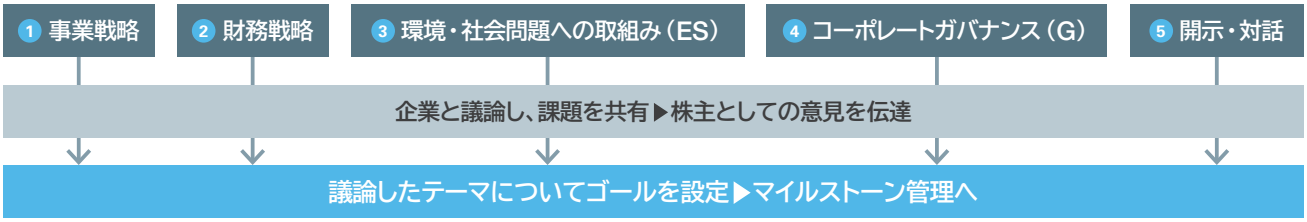


マイルストーン管理の状況（2020年12月末時点）

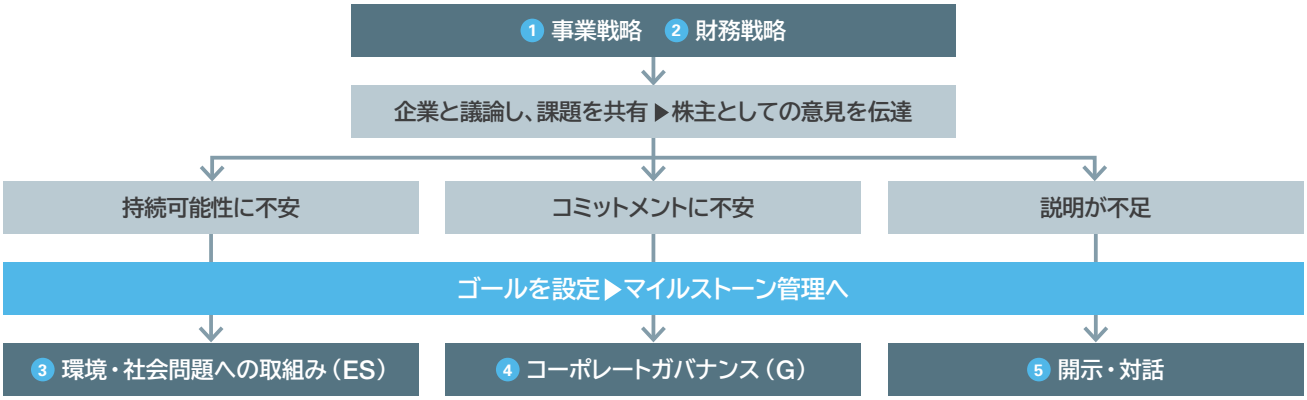
2020年は1215のテーマでエンゲージメントを行いました。現在、マイルストーン管理の対象としているのは延べ221件（147社）です。このうち84件はすでに「5.完了」となっています。



パターン1（個別のテーマについて議論し、同じテーマについてゴールを設定）

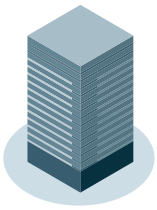


パターン2（❶❷事業・財務戦略について議論し、❸～❺についてゴールを設定）



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パターン2に該当する事例です。複数のゴールを設定しましたが、時間をかけて「5.完了」に至っています。



面談日: 2017年2月20日以降

野村アセットマネジメント

面談者
企業アナリスト、ESGスペシャリスト

A社 電気機器

面談者
代表取締役社長　他

根底にある問題意識

資本効率性が低迷。背景には財務戦略、ガバナンス、対話への姿勢など複数の要因がある。

- ROEが低迷。余剰金融資産（特に政策保有株式）と縦割り組織が背景。
- 機関投資家との対話に対する姿勢が消極的になっていないか。
- 監督と執行が分離されておらず、経営トップの後継者を選ぶ仕組みになっていない。

マイルストーン管理へ（右頁）

- ROEは政策保有株式によって押し下げられている。加えて、回転率や営業利益率もやや低水準。
- 株主に対するコミットメントとするため、ROEを含む目標数値を公表してほしい。
- 指名委員会は後継者計画を担うことを明記してほしい。
- 執行役員と取締役の関係を明確にしてほしい。社外取締役は経営の監督を担うため経営経験者が良い。
- コーポレートガバナンス強化の方向性は評価できる。監督と執行の分離など、継続的な取組みが必要。
- 社長ミーティングは継続してほしい。

- 金融資産を積み上げる意図はない。重要性の高い部門に重点投資を行う方針。
- 前社長の時代から徐々に事業本部の垣根を越えるべく組織改革も進んでおり、成功事例も出てきている。
- 後継者計画はこれから仕組みづくりを始める段階。
- 指名・報酬委員会を設置。株式報酬を検討している。
- 社内取締役の人数が多いこと、社外取締役1/3という要請があることは理解しており、検討中。
- 2019年5月、ROEの目標値（8%）を公表。
- 2019年6月、独立性に懸念のある社外取締役が退任。
- 横の部署との連携が弱いと認識。組織改革に注力しており、まずは研究開発部門を集約した。
- 執行役員を兼務する取締役は徐々に減らす方針。

- **株主還元を強化（配当性向の引上げ、フリー・キャッシュフローを全額還元する方針を表明）**
- **継続的な社長ミーティングを約束。**

今後の方針

ROE目標の達成に向けたプロセスとコーポレートガバナンス強化の取組みをモニタリングしつつ、株主の意見を伝えていく。

エンゲージメント（マイルストーン管理）の事例

A社
電気機器

事業戦略 / 財務戦略 / 開示・対話

課題：余剰金融資産と縦割り組織によるROEの低迷が続いている。

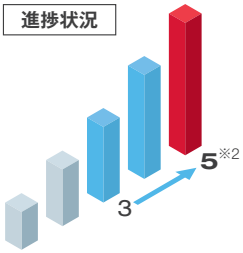
ゴール：資本効率性目標の開示

面談者：代表取締役社長　他

期間※1：27か月（面談:4回）

完了日: 2019年6月

進捗状況



A社
電気機器

事業戦略 / 財務戦略 / ES / 開示・対話

課題：ROEが低迷する中、機関投資家との対話に対する姿勢が消極的になっている。

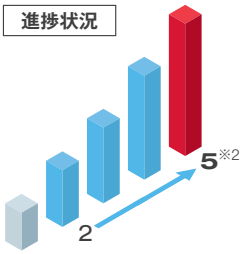
ゴール：定期的なトップ・ミーティングの開催

面談者：代表取締役社長　他

期間※1：37か月（面談:5回）

完了日: 2020年3月

進捗状況



B社
パルプ・紙

事業戦略 / ES / G

課題：業界再編の可能性を含め、大きな経営資源の再配分が求められる局面にあるが、社外取締役に経営経験者が不在で監督に不安。

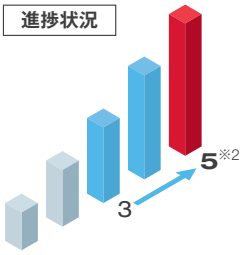
ゴール：経営経験のある社外取締役の選任

面談者：取締役専務執行役員 他

期間※1：15か月（面談:2回）

完了日: 2020年6月

進捗状況



C社
食料品

事業戦略 / 財務戦略 / ES / G / 開示・対話

課題：ESGに積極的に取り組むが、事業戦略との関連性について十分に説明されておらず、企業価値向上への貢献が不明確。

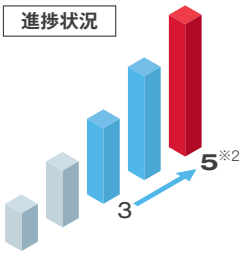
ゴール：事業戦略とESGを関連付けた統合報告書の作成・公表

面談者：代表取締役社長　他

期間※1：36か月（面談:4回）

完了日: 2020年12月

進捗状況



D社※3
ゴム製品

事業戦略 / ES / 開示・対話

課題：気候変動問題の影響の大きい事業特性だが、TCFDに賛同しておらず、気候変動によるリスク・機会が十分に説明されていない。

ゴール：TCFDの賛同

面談者：ESG担当部門の部長 他

初面談

直近の面談日: 2020年6月

進捗状況

E社※3
機械

事業戦略 / ES / G / 開示・対話

課題：ESGに関するリスク管理についての情報開示が少なく、特に人権リスクについて経営陣が十分に把握できていないことが懸念される。

ゴール：経営陣による人権リスクの把握（デューディリジェンスの実施等）

面談者：ESG部門の担当者 他

初面談

直近の面談日: 2020年11月

進捗状況

※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
※3　D社、E社は重点テーマに関するエンゲージメント

2020年度の重点テーマ：背景にある考え方

責任投資委員会においてエンゲージメントの重点テーマについて毎年議論しています。日本企業の課題を整理したうえで、2020年は下図の9点とすることを決定しています。

1
合理的な財務戦略の説明

手元資金の活用や株主還元方針等について説明を求める。

財　務

2
資本効率性に対するコミットメントの強化

資本効率性について、役員報酬を通じてコミットメントを求める。

ガバナンス

3
政策保有株式の縮減

コーポレートガバナンス・コードに沿った縮減を求める。

ガバナンス

4
TCFDへの署名、同署名後の対応

気候変動の影響や対応策について、TCFDに沿った情報開示。

環　境

5
新常態における事業戦略

ウィズ・コロナにおける事業戦略、サプライチェーン管理。
マテリアリティ（重要度）の再考。

事　業

6
新常態における人的リソース

ウィズ・コロナに対応した働き方改革。
人権・労働者への配慮。

社　会

7
多様性

ジェンダーに注目。中長期的な女性管理職比率の向上など。

社　会

8
取締役会の再定義

実効性の向上。
本格的にモニタリング・ボードへの移行を後押し。

ガバナンス

9
リスク管理

マテリアリティ（経営の重要課題）の再考。
マテリアリティを踏まえたリスク情報の開示。

開示・対話

Column

企業調査部のエンゲージメント

アナリストが取り組むエンゲージメント

企業調査部は長期担当制を採用しており、当該産業・企業の分析に精通した経験豊富な20名以上のセクターアナリスト（平均経験年数20年超）が、投資先企業とのエンゲージメントに直接取り組んでいます。

その企業調査部が取り組むエンゲージメント（対話）は、事業戦略・財務戦略が中心です。内容は、アクティブ運用向けの通常のリサーチ業務、すなわち産業調査、競争力評価に基づく企業価値の算定や株価指標評価をベースとした投資判断業務の流れの中から生まれる提言となっています。

当社のエンゲージメントは事業会社と問題意識を共有し、大筋での方向感を同じくすることが原則です。企業の自律的な変革を後押しすることを基本理念とします。そのうえで、抽象論は極力避け、議論を通じてより具体的な提案をすることを心がけています。

エンゲージメント内容は情報開示方法、事業構造改革、財務KPIの設定など多岐にわたります。時間軸の認識やアプローチ手法において齟齬が生じることもありますが、資本市場から見たスピード感、中長期視点に基づく産業ビュー、内外の同業種企業との相対感比較など、アナリスト独自の視点が対話を継続するためには不可欠であると考えています。

企業調査部長
内田 陽祐

	エンゲージメントの内容	進捗・成果・今後の方針
Y社 （化学）	企業価値向上のためには、温室効果ガス排出量削減に向けた施策の提示と、事業ポートフォリオ改革を進めることが必要との考えを、継続的に伝えてきました。	■ 会社とは問題意識を共有できたと認識しています。 ■ 会社は2050年までに温室効果ガス排出量の80%削減を目指す方針を打ち出しました。また、意思決定を迅速化するためのガバナンス強化、他社とのアライアンスなど事業ポートフォリオ改革に取り組んでいます。
J社 （輸送機械工業）	今後10年間キャッシュフローの半分以上を新規事業やM&A等に振り向ける計画ですが、その説明が不十分でした。1対1の対話において、適切な情報開示を行うことが資本市場からの評価向上に繋がることを会社に伝達しました。	■ 今後も定期的な対話を行うこと、新規事業の説明会開催などを検討することを約束。会社側は当社によるエンゲージメントの内容を認識し、前向きに取り組む姿勢を示してくれたと考えています。 ■ 情報開示だけでなく、最終的には適切なキャッシュフロー配分になるよう、会社側と対話を継続する計画です。

外国株式エンゲージメント

当社は、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。企業のESG課題はグローバルなテーマが多く、海外運用チームとの連携は、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。外国株式についてはその対象の国や企業が多いことから、各海外拠点の運用チームの専門性を生かしつつ、外部リソースを活用し、より効率的な体制づくりを進めています。

当社の海外拠点における2020年の延べエンゲージメント・テーマ数は合計で430テーマ（延べエンゲージメント件数は186件）となりました。エンゲージメントのテーマとしては、従来の環境、社会、コーポレートガバナンスの3テーマに、事業戦略、財務戦略、開示・対話を加えた6テーマへ分類し、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、企業とのエンゲージメントを実施しています。

当社はSustainalytics（サステイナリティクス）社を海外におけるエンゲージメント・パートナーとし、当社との協働エンゲージメントや、エンゲージメントの委託を行っています（46頁を参照）。また、Access to Medicine Foundationなどの連携イニシアティブ等を活用し、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（詳細は47～48頁をご参照ください）。

当社の海外拠点によるエンゲージメント実績数

延べエンゲージメント・テーマ数（延べ件数）

2020年

430テーマ（186件）

	構成比	テーマ数
事業戦略	4%	18
財務戦略	0%	2
環境	34%	145
社会	23%	97
ガバナンス	17%	74
開示・対話	22%	94
テーマ数合計		430

	構成比	テーマ数
欧州	12%	53
北米	22%	93
アジア・エマージング	66%	284
地域別合計		430

サステイナリティクス社によるエンゲージメント数※（2020年） **346件**

※対象はMSCI ACWI ex Japan

Column

海外エンゲージメント活動を支えるメンバーの紹介

UK拠点
ポートフォリオチーム・アシスタント
ダイアナ・フラタリ・モレノ

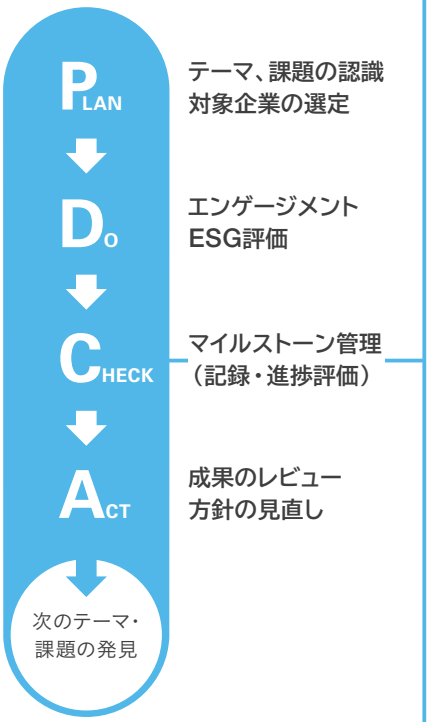
UK拠点
グローバル公益・ESGアナリスト
ダニエラ・ドレロバ

ダイアナとダニエラはロンドン拠点で世界株式のエンゲージメントデータを収集・管理しています。2020年には外国株式についてもマイルストーン管理を開始し、グローバルに一貫した管理ができるようになりました。

エンゲージメントとマイルストーン管理

2020年年央より、外国株式エンゲージメントにおいても、ESG課題に対する問題意識を各企業と共有し、具体的なゴールを設定、その実現に至るマイルストーンを管理しています。当社単独で行うエンゲージメントとマイルストーン管理に加えて、サステイナリティクス社との協働エンゲージメントについても、それぞれでマイルストーン管理を行っています。日本企業におけるマイルストーン管理と同様、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にし、エンゲージメントを把握・評価することで、PDCA（Plan,Do,Check,Act）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ESG課題や設定するゴールは企業によって様々です。

外国株式のマイルストーン管理



マイルストーン管理※1の事例（45頁参照）

		野村アセットマネジメントの外国株式エンゲージメント		
		野村アセット各拠点によるエンゲージメント	野村アセット・サステイナリティクス協働エンゲージメント	サステイナリティクス社委託エンゲージメント
		韓国のテクノロジーハードウェア・コンピュータ記憶装置・周辺機器企業	香港の保険企業	米国の専門サービス企業
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		1	1	4
期間※2		初面談	初面談	33か月

※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

海外拠点におけるエンゲージメント事例

UK拠点では、アフリカのココア農園や栽培農家における児童労働やその根源となっている貧困などの問題へ取り組む必要があると考えていました。そこで、チョコレートの原料となるココアを調達・製品化している企業に対するエンゲージメントを2017年12月に開始しています。当社単独のエンゲージメントに加えて、サステイナリティクス社との協働エンゲージメントを通じて、多くのステークホールダーと共に、サプライチェーン企業を含めた複数の企業へ働きかけ、同業界が抱える問題に取り組むことで、持続的な成長を達成できるよう促しています。これは、短期的に解決できる問題ではありませんが、状況の改善には投資家コミュニティーからのサポートが不可欠です。企業はココア農園における児童労働の削減や農家の生活収入向上に向けたKPI（重要評価指標）を設定するなど、改善に向けた取組みを積極的に行っています。当社も、企業と共に問題解決に向けた取組みを続けていきます。

外国株式エンゲージメント（マイルストーン管理）の事例

スイスの食品企業

ESG課題	エンゲージメント概要	企業側の対応	ゴール	マイルストーン進捗状況
児童労働の削減、貧困問題の解決	児童労働の削減、子供の権利推進 生活収入向上に向けた取り組みの強化	児童労働監視・是正システムを適用 生活収入の改善状況を監視するための戦略を実施	ガーナとコートジボワールのココア調達における児童労働を削減 これらの国の賃金増加	期間※1 36か月（面談:10回） 対話実施 2020年12月 4 進捗※2

韓国のテクノロジーハードウェア・コンピュータ記憶装置・周辺機器企業

ESG課題	エンゲージメント概要	企業側の対応	ゴール	マイルストーン進捗状況
汚職防止策の策定、取締役の多様化・独立性の確保、内部監査システムの強化	汚職防止策の策定と監視、取締役の多様性と独立性の確保、内部監査システムの強化に向けた取組みについて	グローバルな腐敗防止および贈収賄防止ポリシーの策定に加えて、全従業員向けのトレーニングを毎年行っている 取締役の多様性と独立性、内部監査役の独立性を確保し、ガバナンス強化に努めている	取締役会の多様性・独立性、内部監査役の独立性	期間※1 初面談（面談:1回） 対話実施 2020年9月 3 進捗※2

香港の保険企業

ESG課題	エンゲージメント概要	企業側の対応	ゴール	マイルストーン進捗状況
ESGリスクに関するKPIの設定と開示強化、取締役会指名プロセスの改善とジェンダー多様性の強化	取締役会のジェンダー多様性の改善 ESGリスクに関するKPIの開示強化	ジェンダー多様性、ESGリスクに関するKPIの開示について取り組む方針	取締役会の多様性、ESGリスクに関するKPIの開示	期間※1 初面談（面談:1回） 対話実施 2020年11月 3 進捗※2

マレーシアの食品企業

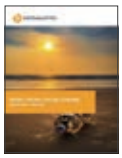
ESG課題	エンゲージメント概要	企業側の対応	ゴール	マイルストーン進捗状況
森林破壊防止に向けた取組みの強化	サプライチェーンの監視強化や認証取得に向けた支援体制など、森林破壊防止とトレーサビリティ確保に向けた取組みの強化	プランテーションへのトレーサビリティは100%は達成していない 生産者の100%がMSPO（マレーシア・サステナブル・パームオイル）の認証を取得すれば（現在は88%）、プランテーションまでの完全なトレーサビリティが達成される可能性がある	サプライチェーンを含めた森林破壊防止への取組み	期間※1 初面談（面談:1回） 対話実施 2020年11月 3 進捗※2

※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

サステイナリティクス社によるエンゲージメント

外国株式におけるエンゲージメントは、海外拠点でも積極的に行っていますが、対象範囲が広範囲に及ぶため、サステイナリティクス社をパートナーとして採用し、協働エンゲージメント・委託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は2019年旧GES社（2017年に当社と契約）との統合後に更なる機能強化がなされており、国連グローバル・コンパクトなどのグローバル規範違反に基づいて対象企業を選定するグローバル・スタンダード・エンゲージメント、ESG課題で高いリスクを抱える企業を対象とする重大なリスクに関するエンゲージメントに加えて、気候変動やプラスチック・循環型経済などの特定のテーマに絞ってグローバルな視点で対象テーマの解決を図るテーマ別エンゲージメントを実施しています。

	エンゲージメント方針	対象企業	ESG
グローバル・スタンダードエンゲージメント	重大事象への対応に留まらず、将来の再発防止およびESGプラクティスの改善に向けて、企業に戦略構築を促す	国連グローバル・コンパクトなどの国際規範に対して、著しく組織的な違反が見られた企業	E S G
重大なリスクに関するエンゲージメント	財務的に重要なESG課題を抱える企業に対して、長期的な企業価値の向上に向けて、ESGの重大なリスクと機会に対処するための戦略構築を促す	各業界内で高いESGリスクを有する企業	E S G

テーマ別エンゲージメント	エンゲージメント方針	対象企業	ESG
気候変動に関するエンゲージメント	国際的な開示基準に準拠した気候関連活動管理、2°C（またはそれ以下の）シナリオへの移行やSDGsを推進するための取組みへの関与	カーボン排出量および排出量強度が高い鉄鋼・セメント企業	E
ココア児童労働に関するエンゲージメント	ココア農園における児童労働の改善に向けて問題の根源となっている貧困の解決を目指し、教育へのアクセスなど子供の権利を促進するための取組み	ココア・チョコレート企業大手、関連サプライチェーン企業	S
 **プラスチック・循環型経済に関するエンゲージメント**	プラスチックリサイクルの推進、デザインの再考とイノベーションに向けた戦略シフト、商品の再利用促進とサステナビリティに向けたプラスチック市場の変革を促進するための取組み	自動車、エレクトロニクス、パッケージング/消費財セクター企業	E
持続可能な水産物に関するエンゲージメント	水産物の持続可能性リスクの適切な評価・管理体制を確立することを企業に促す取組み	水産物の調達に関わる大手企業	E
明日の取締役会に関するエンゲージメント	取締役が重要なESG課題に対処するための適切な能力を備え、必要なコミットメントを行うことを促す。	ESG課題と機会が特に大きい資源関連・金融・ヘルスケアセクター企業	G
SDGsのガバナンスに関するエンゲージメント	企業の事業計画に沿った意義のあるSDG戦略の策定を促す。SDGsの2030年目標に沿ったポジティブな結果を生み出せるよう企業に働きかける。	消費財、金融、情報通信テクノロジー企業	G

イニシアティブとの連携

Commitment to no-deforestation together with other financial institutions

森林破壊撲滅に向けた取組み

野村アセットマネジメントをはじめとする9つの金融機関(2020年10月現在で運用資産合計1.8兆ユーロ)は共同で、企業に対し、サプライチェーンにおける森林破壊の撲滅とサプライチェーン・トレーサビリティの強化に向けた行動を求めています。これは持続可能を考慮する運用会社であるACTIAM社が中心となり、気候変動や生物多様性の喪失、森林破壊に関連した金融リスクを考慮し、9社共同で森林破壊を減らすことを目的としています。

このイニシアティブでは、マレーシアのパーム油セクターにおける森林破壊に関連する企業や、サプライヤーリストの情報開示が不十分な企業を対象に、Satelligence社が提供する衛星画像と人工知能分析を使用し、エンゲージメントを行います。私たちは、対象となる企業に対して森林破壊のリスクが高い農作物の取引先リストの公開を求めています。森林伐採に関連する企業に対しては、森林伐採の影響を軽減することで将来的な環境悪化を防ぐための行動を求めています。

森林破壊による生物多様性の喪失は、私たちの社会と経済にとって最大のリスクのひとつです。財務的・非財務的重要リスクの精査や、最近の政府や規制上の議論により、森林破壊の分析とリスク管理が投資家の中心的な関心となっています。このように、企業のサプライチェーンのトレーサビリティと透明性は、投資家がポートフォリオの中で森林破壊リスクを特定し、軽減するために非常に重要です。

企業には2〜3年後に投資家の要望に対応することが期待されています。衛星画像やデータ分析などの革新的なツールを利用することで、投資家は対象企業の取組みにおける進捗状況や、その企業の取組みが本当に監視対象の地域やサプライヤーによる森林破壊の削減に繋がっているかどうかを独自に評価することが可能となっています。

森林伐採ゼロに向けて行動を起こした参加投資機関

ACTIAM N.V.
Achmea Investment Management
Aegon Nederland N.V.
a.s.r. Asset Management
Aviva Investors
Fidelity International
Nomura Asset Management
Robeco
Zwitserleven

Message

UK拠点グローバル公益・ESGアナリスト

ダニエラ・ドレロバ

森林伐採ゼロに向けたこの衛星ベースの取組みは、当社の投資哲学および我々のインパクト・ゴールに則っています。自然資本の枯渇を緩和することは、私たちの主要なKPIである世界の年間樹木被覆損失とともに、投資家として、私たちの投資とエンゲージメントを通じて最大のインパクトを与えることができると確信している目標の一つです。最初の協働エンゲージメントはマレーシアのパーム油セクターを対象としていますが、同様の手法は将来的には他のソフトコモディティにも拡大して適用することができます。

Access to Medicine Foundation / Access to Medicine Index:

医療品アクセスの改善に向けた取り組み

2年に一度公表されるレポート

2019年より野村アセットマネジメントは、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）の署名機関となっています。当社は、署名機関として、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継続的に行っています。

新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、私たちは2020年4月に、Access to Medicineや多くの署名機関と協力して公開書簡の作成を支持し、製薬業界の企業に以下の行動をとることを求めました。

- 積極的かつ革新的に、政府、医療部門、学術界、同業者との間で、関連するデータをタイムリーに入手し、協力し、共有すること。
- 長期的に、感染症に十分に対応できる研究開発プロセスを確保する。
- サプライチェーンの活性化に向けた国際協力に注力。
- 特許の強制、過大な価格設定、関連する知見の不開示、希少疾病用医薬品指定などによる市場独占性の拡大など、パンデミック対応の責任に反してはならない。

このレター発表に続いて、私たちは2つの企業との個別のエンゲージメントを共同で行い、それぞれの企業が取るべき最も重要な行動に焦点を当てました。私たちは、ワクチンの世界的リーダーでありながら、COVID-19治療薬の開発が進んでいない英国の製薬会社とのエンゲージメント（2020年6月時点）を行いました。そこで私たちは、治療薬開発の可能性が高い同業他社をサポートするために、同社がその膨大なリソースをどのように活用できるかについて議論を行いました。また、当時、COVID-19治療薬開発の最前線にいる米国の製薬会社とも対話（2020年6月時点）を行い、同社がどのように責任を持って治療薬の価格設定を行うのか、またライセンス契約を通じて新興国における治療薬へのアクセスを確保するために、どのような取組みを行うかについて議論を行いました。

新型コロナウイルスの大流行により、新興国内における重症患者の症状改善に重要な役割を果たす「医療用酸素」の重要性が認識されました。更に、我々は、「Access to Medicine」と「Every Breath Counts」連合が主導する2つの円卓会議に参加し、企業、NGO、寄附者、投資家などの関係者が、この深刻な問題に取り組むためにどのように協力していくかを率直に議論しました。また、当社の影響力を用いて、医療用酸素分野の主要なプレーヤーによるこの議論への参加を支援することができました。このイニシアティブはまだ初期段階にありますが、最初の一歩を踏み出すことができ、機関投資家が課題解決に向けて重要な役割を担うことが可能であることを示せました。

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

アレックスは、グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジーのリード・マネージャーであり、グローバル資本財セクターのリサーチとともにチームの責任投資活動においても中心的な役割を果たしています。ATMIにおいても、GSK社との協働エンゲージメントにおいて共同議長を務めるなど、企業によるインパクトの創出に貢献すべく、積極的に活動しています。アレックスは、新型コロナの大流行が始まった直後に一児の父親になり、育児休暇を取得しました。今では（幸せなことに）それまであった空き時間を有効に活用できることを喜んでおり、また、より持続可能な未来の実現に向けて更に情熱を燃やしています。

議決権行使

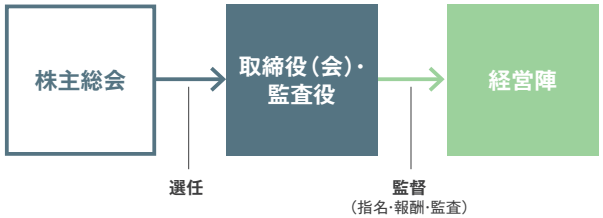
PROXY VOTING

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

議決権行使のプロセス

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、取締役会・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。

コーポレートガバナンスの基本的な構造



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。

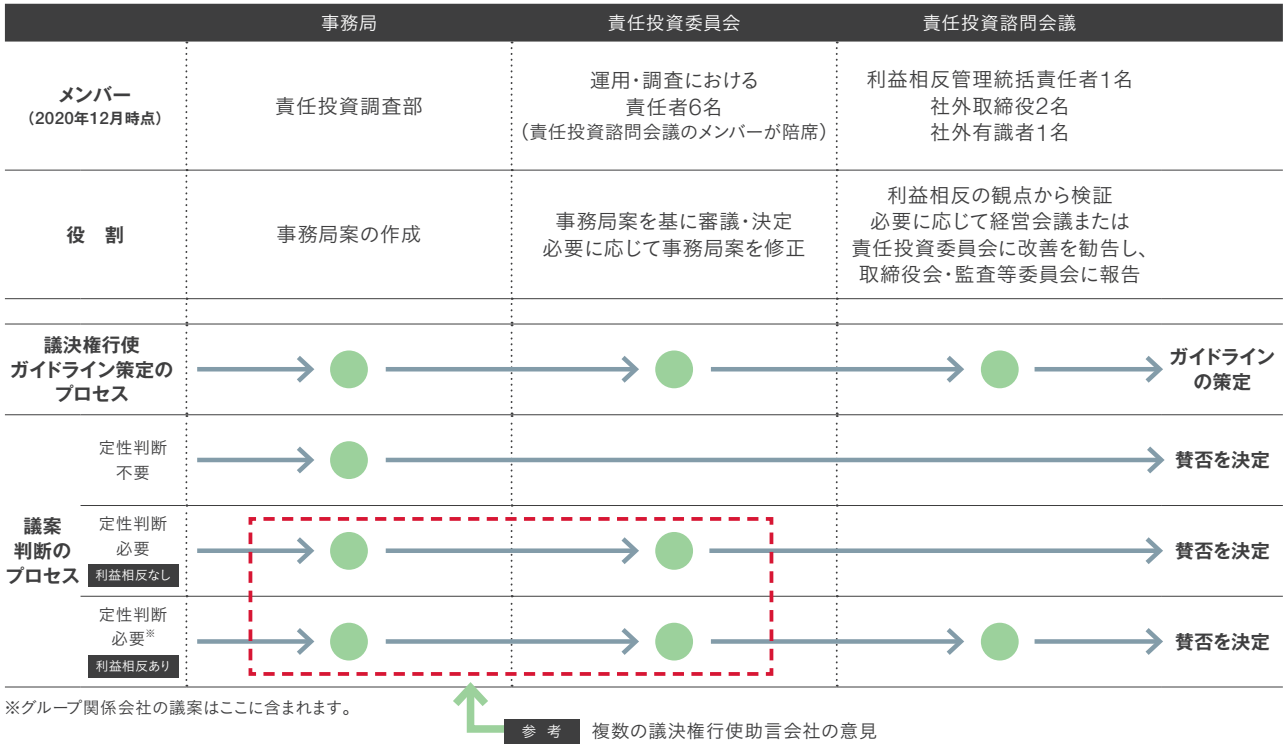
当社の議決権行使プロセスの特徴は右記4点です。

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 リアルタイム監視

※責任投資委員会については、5〜6頁もご参照ください

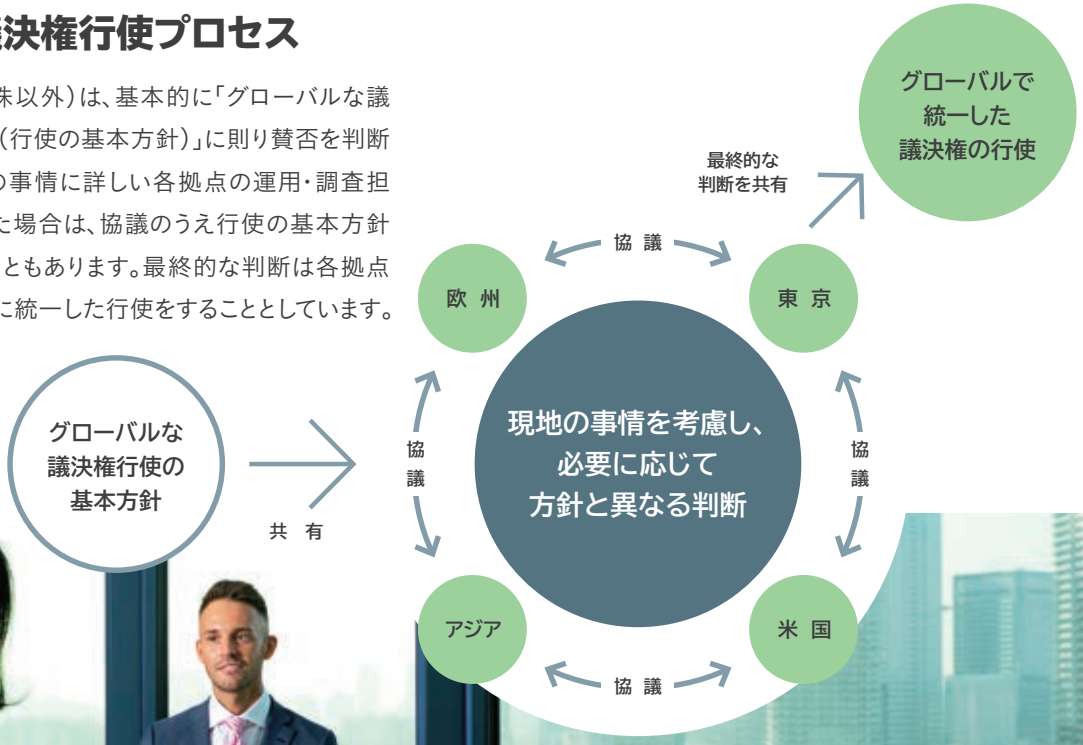
日本株式の議決権行使プロセス

議決権行使のプロセスは下図の通りです。議案判断は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）な議案とその他の（定性判断が必要な）議案によってプロセスが異なります。



外国株式の議決権行使プロセス

議決権行使（日本株以外）は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針（行使の基本方針）」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当者が必要と判断した場合は、協議のうえ行使の基本方針と異なる判断をすることもあります。最終的な判断は各拠点で共有し、グローバルに統一した行使をすることとしています。

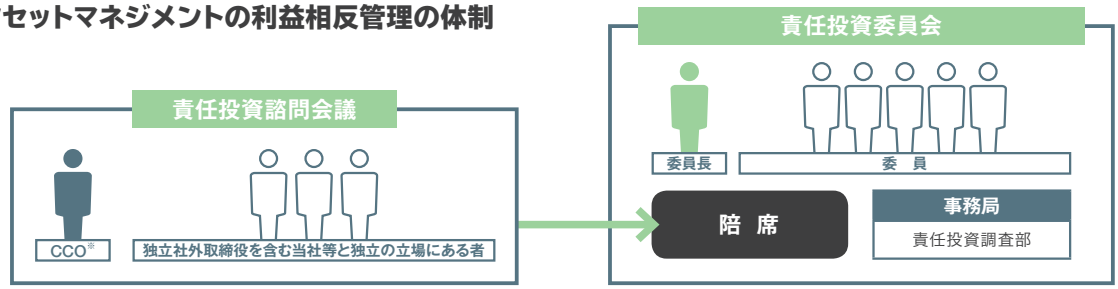


利益相反管理の体制

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責任者のみとし、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、責任投資委員会が決定した内容および運営全般について監視を行っています。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、速やかに意見を述べる運営を行っています。

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）

Column 1

賛否の理由の開示について

2019年4ー6月以降は一部の議案について、同年10ー12月期以降は全ての議案について賛否の理由を開示し、かつ当社が特に説明を要すると考える議案については理由を詳細に説明しています。2020年は24社・105議案（会社提案は65議案、株主提案は40議案）について、賛否の理由を詳細に説明しました。主なものは以下をご参照ください。

＜個別議案ごとの議決権行使結果＞（2019年10月1日~2019年12月31日）

・下表の賛否は当社基準による。顧客基準による賛否が当社基準と異なる場合は、当該議案の右端に＊印を付与してある。
・キーワードで検索可能（「編集」→「簡易検索」をクリック→表示されるボックスに企業コードや企業名を入力してEnterを押す）

企業コード	企業名	総会種類	総会日年/月/日	提案者	議案番号	候補者番号	議案分類	賛否	賛否・理由
1722	ミサワホーム	臨時	2019/11/26	会社	1		組織再編関連	賛成	親会社であるトヨタホームが株式交換によりミサワホームを完全子会社化するものであり、少数株主との利益相反が懸念されましたが、少数株主の利益保護の取組みが確認されること、同様の事例に比べて遜色のないプレミアムが確保されていること等を考慮し、当社基準に則り賛成しました。なお、本件についてはグループ関係会社である野村證券が第三者算定機関として関わりました。
1997	暁飯島工業	定時	2019/11/22	会社	1		剰余金の処分	賛成	当社基準に則り賛成

賛否の理由の事例

総会種類	提案者	議案分類	賛否	賛否の理由
臨時総会	会社提案	買収防衛策の導入・更新・廃止	反対	大株主による公開買付けを受けた買収防衛策の導入および対抗措置の発動について承認を求める議案。対抗措置を発動すると株主が株式を売買する権利に制約をかけることになりますが、それを正当化するに足る理由が示されていないと判断し、反対しました。
定時総会	株主提案	取締役選任	反対	情報開示不足が企業価値向上を妨げているとして社外取締役の選任を求める議案。取締役会の構成に加え、提案の理由として説得力のある内容が示されていないこと等を考慮し、株主価値向上に対する効果が確認されないと判断し反対しました。
定時総会	株主提案	取締役選任	賛成	社外取締役の独立性・多様性が不十分として社外取締役の選任を求める議案。取締役会の構成、政策保有株式の多い財務状況、バリュエーションの状況等を考慮し、コーポレートガバナンスの強化に資すると判断し賛成しました。

日本企業に対する議決権行使 (2020年1月～12月)

2020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 17,959

6%

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 2,589

13%

会計監査人の選解任

—

議案数 63

0%

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 826

24%

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 165

85%

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 1,548

1%

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 38

8%

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

議案数 92

100%

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自己株式の拠出

議案数 59

7%

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 530

2%

合計 会社提案

上記参照

議案数 23,877※

8%
(反対比率)

※上記に含まれない「その他の議案」8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 236

13%
(賛成比率)

参考

外国企業に対する議決権行使結果
2020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%**

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（以下、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。なお、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）拡大の影響を考慮し、2020年6月以降に開催される株主総会においては、下記で※を付した基準について適用を停止しています（2020年12月末現在）。

議決権行使ガイドラインの構造

モニタリング・ボードへの移行を後押し

■過半数の社外取締役など、モニタリング・ボードに該当するか否かを判断するための8つの要件を示します。

■モニタリング・ボードに該当する場合は会社提案に賛成する要件を緩和します。当面は役員報酬に関する基準を対象としますが、今後はROE低迷を理由に取締役選任議案に反対する基準（COVID-19の影響を考慮して適用を停止中）についても対象としていく予定です。

■モニタリング・ボードに該当しない場合でも、モニタリング・ボードへの移行に向けた取組みとして報酬ガバナンスを整備する企業に対しては、役員報酬について会社提案に賛成する要件を一部緩和します。

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（詳細は次頁参照）
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。	■在任期間が12年以上の場合 ■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※

議決権行使基準改定の概要（2020年11月）

今回の改定のポイントは、モニタリング・ボードへの移行を後押しするという当社の姿勢を明確化したことです。背景にある考え方等については次頁をご参照ください。

なお、コーポレートガバナンス・コードの再改訂においては取締役会機能の実効性向上に注目する中で過半数の独立社外取締役や指名・報酬委員会の設置と機能向上に言及※しており、当社が考えるモニタリング・ボードと方向性を同じくするものと言えます。

※「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（第22回）資料より。

	改定前	改定後
モニタリング・ボードに該当するか否か判断する基準を新設	（新設）	**モニタリング・ボードの要件として「社外取締役が過半数」、「女性の取締役1名以上」、「政策保有株式を過大に保有していない」など、8つの項目を設けます。次頁右下を参照。**
社外取締役の人数の最低水準	■支配株主のいない監査役会設置会社は2名（取締役の人数が12名を超える場合は3名） ■その他の企業は取締役の人数の1/3	**■原則として2名または1/3の多い方** **■支配株主のいない監査役会設置会社については2名または20%の多い方（2020年10月まで）**
役員報酬	下表を参照	
社外取締役・監査役の独立性	独立性が高いと判断する要件 ■独立役員としての届け出が確認される ■大株主となっている会社に在籍したことがない	独立性が高いと判断する要件 **■在任期間が12年未満** ■独立役員としての届け出が確認される ■大株主となっている会社に在籍したことがない
株主提案による定款変更	役員報酬の個別開示を求めるものには、原則として賛成	役員報酬**または取締役でない顧問、相談役等の報酬**の個別開示を求めるものには、原則として賛成
株主提案による定款変更	役員報酬の個別開示を求めるもの等の類型を示し、これに該当する議案に賛成	左記の類型に該当する議案であっても、**社会的・政治的な主張を目的とするものには反対**

※ 太字は今回の改定により変更された内容

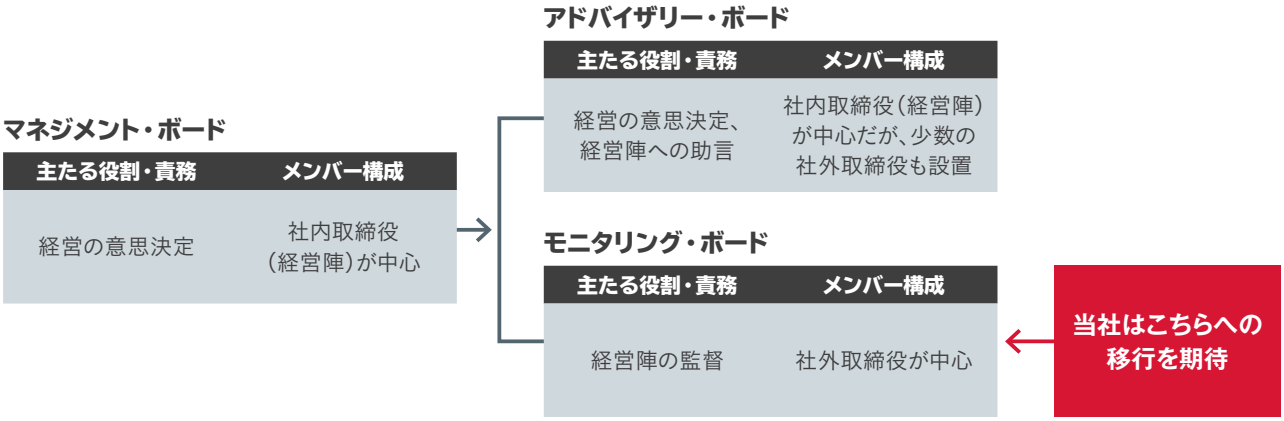
役員報酬に関する議決権行使基準改定の概要

		モニタリング・ボードに該当	モニタリング・ボードに該当しないが、報酬に関するガバナンスを整備※2	その他
ROEが低迷している企業における賞与の支給、報酬の増額		**賛成**	反対	反対
一定水準以上の役員報酬		賛成	賛成	反対
社外取締役等※3への賞与の支給		**反対**	**反対**	**反対**
株式報酬	希薄化率	10%超の場合に反対	10%超の場合に反対	5%超の場合に反対
	株式を売却可能になるまでの期間	**2年未満の場合に反対**	**2年未満の場合に反対**	3年未満の場合に反対
	社外取締役等※3への支給	**業績条件がない場合は監査役以外への支給に賛成**	反対	反対

※1 太字は今回の改定により変更された内容
※2 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
※3 社外取締役、監査委員・監査等委員である取締役、監査役

モニタリング・ボードへの移行について：背景にある考え方

モニタリング・ボードとは経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会のことです。伝統的に日本企業の取締役会はマネジメント・ボードが中心でしたが、社外取締役の設置・増員が進む今日、アドバイザリー・ボードまたはモニタリング・ボードのどちらに移行するのか、分岐点にあると言えます。上場企業では不特定多数の株主に代わって経営陣を監督する機能が不可欠であり、それを担うのが取締役会です。当社は、日本企業においても取締役会はモニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待しています。



監督と執行を分離するために執行役員制度を導入する企業も見られますが、取締役会がマネジメント・ボードの場合には取締役会が他の執行機関（経営会議、常務会など）よりも上位に位置付けられ、役位の高い執行役員が取締役を兼務するのが通常です。一方、モニタリング・ボードに移行した取締役会は執行機関の監督を担う機関ですから、上下の関係ではなくなります。取締役と執行役員も役位の上下ではなく、違う役割を担う役職ということになります。

実効的な移行を後押しするために

・重要なのは監督機能の実効性であり、当社は議決権行使だけでなくエンゲージメントを通じて実効性の向上を促します。
・形式的な移行を促す結果にならないよう、モニタリング・ボードに移行していないことを理由に会社提案に反対することはありません。

モニタリング・ボード：議決権行使基準における判断基準

モニタリング・ボードに該当するか否かを判断する基準を新設します。具体的には、以下の8つの要件をすべて満たす場合にモニタリング・ボードと判断します。なお、この要件はモニタリング・ボードとして最低限のものと考えます。

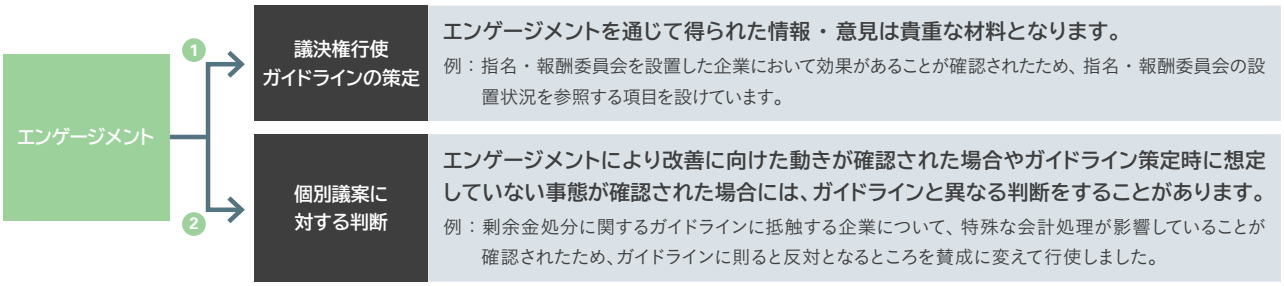
1 社外取締役が過半数	5 買収防衛策を導入していない
2 社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会を設置	6 政策保有株式を過大に保有していない（投下資本の10%未満）
3 指名・報酬委員会の議長は社外取締役	7 監査役会設置会社の場合、取締役の任期が1年
4 女性の取締役1名以上	8 支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役

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



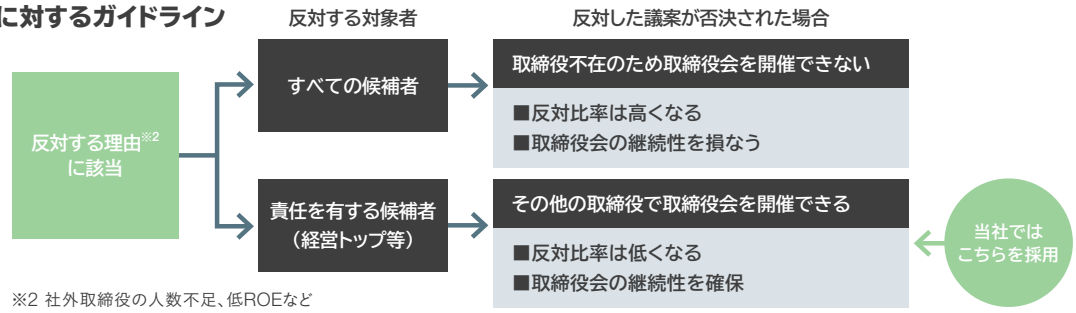
Q 会社提案への反対比率が低いようですが?

A 当社は、取締役会の継続性に配慮[※1]し、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ます。このことが相対的に反対比率が低く見える原因になっています(下図)。取締役選任議案への反対率は5%(2020年4−6月)ですが、同議案のうち1名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。

なお、当社は議決権行使とエンゲージメントを組み合わせて投資先企業に働きかけ、望ましいコーポレートガバナンスの実現と企業価値の向上を目指しています。議決権行使はそのための手段のひとつと位置付けており、反対比率の水準が当社のスタンスを示すものとは考えていません。

※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51頁、利益相反管理の体制については52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。

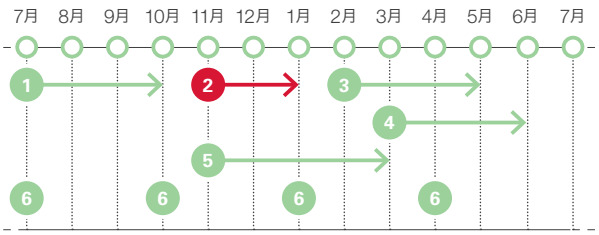
また、議案の説明を含む投資先企業とのエンゲージメントは常に貴重な機会と考えており、議決権行使がピークとなる5月下旬から6月中旬を除き、通年で対応しています。議決権行使担当者のスケジュール(58頁参照)もご確認のうえ、当社までコンタクトしていただけると幸いです。

Column 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か月を合わせると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。

ESG INTEGR

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

株式インテグレーションの考え方

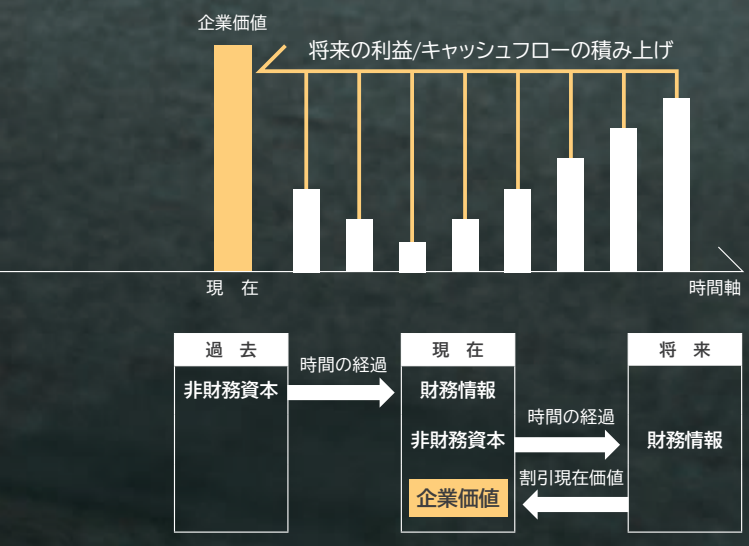
企業価値は、基本的には将来のフリー・キャッシュフローの割引現在価値です。それを生み出す事業資産には、生産設備などの企業の固定資産だけでなく、人的資本、自然資本、社会資本など、財務諸表には表れない様々な無形資産が含まれます。そうした様々な資本、つまり非財務情報も含めた事業資産の評価が企業価値の分析には欠かせません。当社は、財務情報に加えて、非財務情報も企業評価に反映させ、それを基に投資判断を行っていくことが、運用による付加価値の向上のために必要であると考えています。

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靭性、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。

企業価値に対する投資家の基本的な考え方

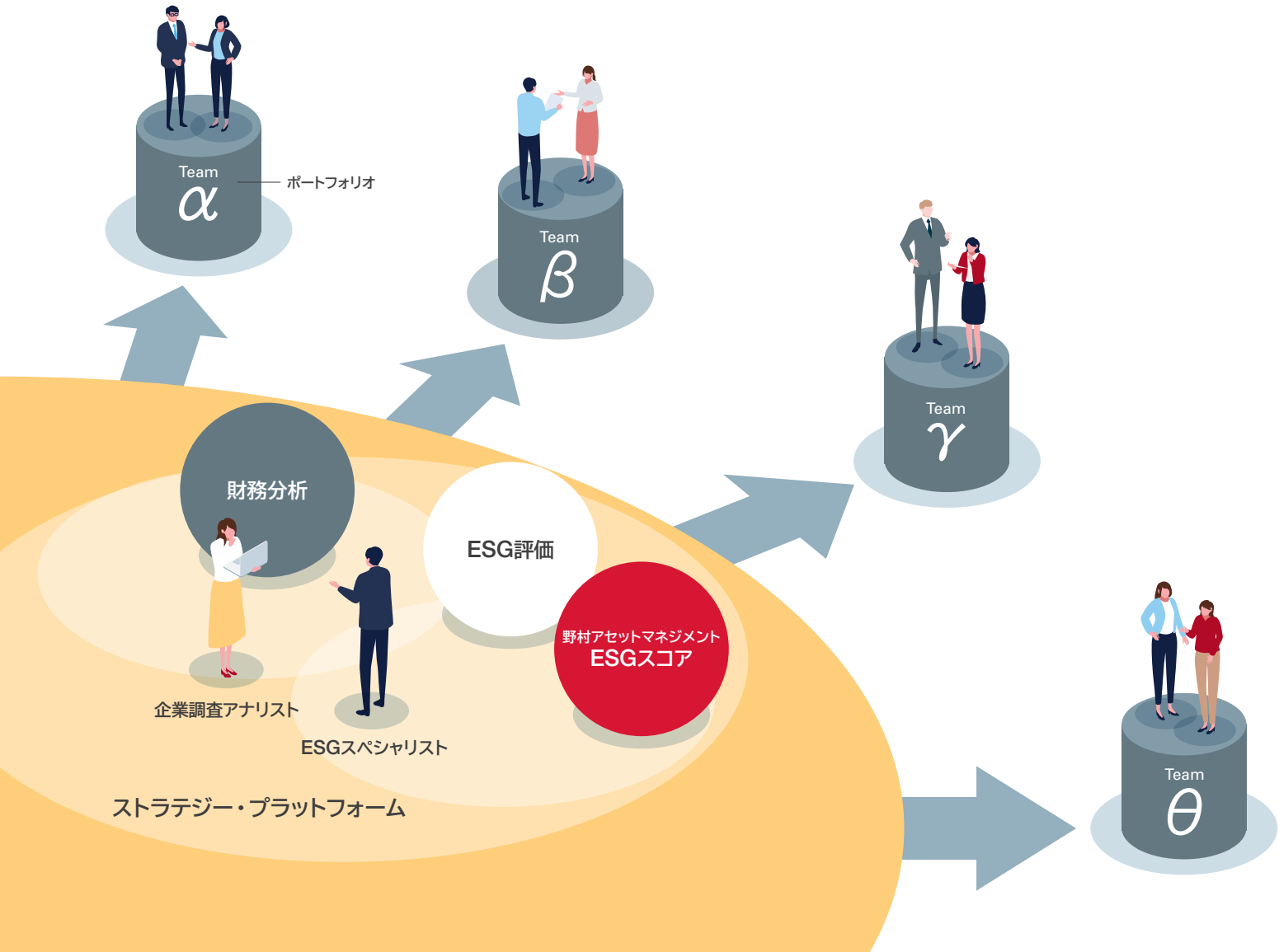


重要なのは「財務と非財務の連続性」と「長期の利益/キャッシュフロー創出へのインパクト」

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るかを議論します。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する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げていきます。

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、強靭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	■ 現在と将来のセグメント構成	■ M&A戦略の評価
地理的リスクと機会	■ 規制強化地域での生産や販売状況	■ サプライチェーン構造の変化
環境・社会ソリューション事業の成長性	■ 環境社会ソリューションビジネスの収益 ■ 成長目標値	■ 現在の顧客やマーケット開発戦略 ■ 研究開発の評価
ESGトラックレコード	■ 環境パフォーマンス（CO_2排出量、座礁資産エクスポージャー、環境配慮調達率など） ■ 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） ■ ガバナンス（ガバナンス構造、報酬、不祥事など）	

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
E 環境 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
S 社会 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
G ガバナンス 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
SDGs 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。

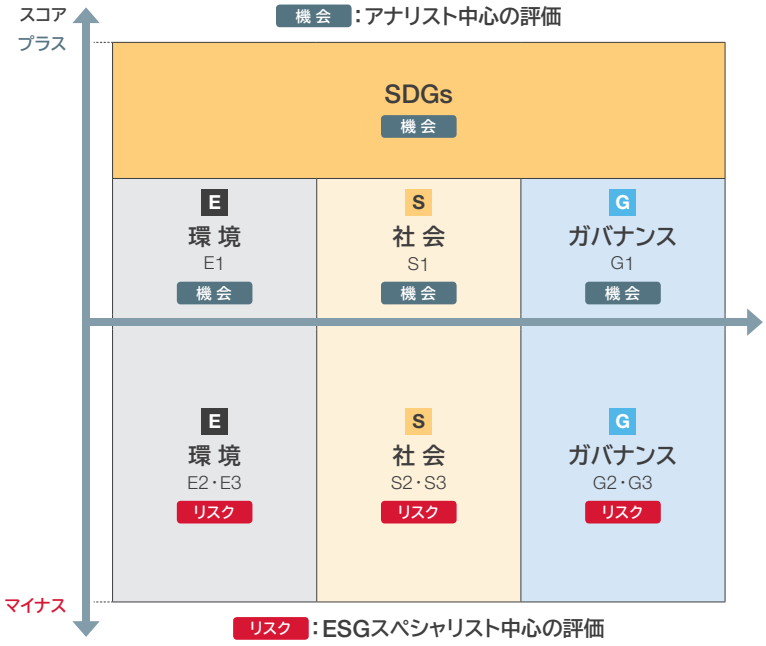
「社会」では、企業の内部と外部におけるリスク及びその対応に分かれます。前者は、従業員の人権や人的資本の活用に関する評価などが、後者は製品・サービスの品質に係る課題やサプライチェーン・マネジメントなどに関連しています。最近は、世界的に人権問題への取組みが注目されており、特に日本企業の場合、国内外の拠点におけるサプライチェーン・マネジメント管理の評価を重視しています。

「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います。

「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。そこでは、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はなく、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。

	小項目
機会	各中項目のテーマにそって個別の小項目を評価。 各企業の業種特性を勘案して、スコアに重要性（マテリアリティ）を反映している。
リスク	
リスク	
機会	
リスク	
リスク	
機会	
リスク	
リスク	
機会	



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。

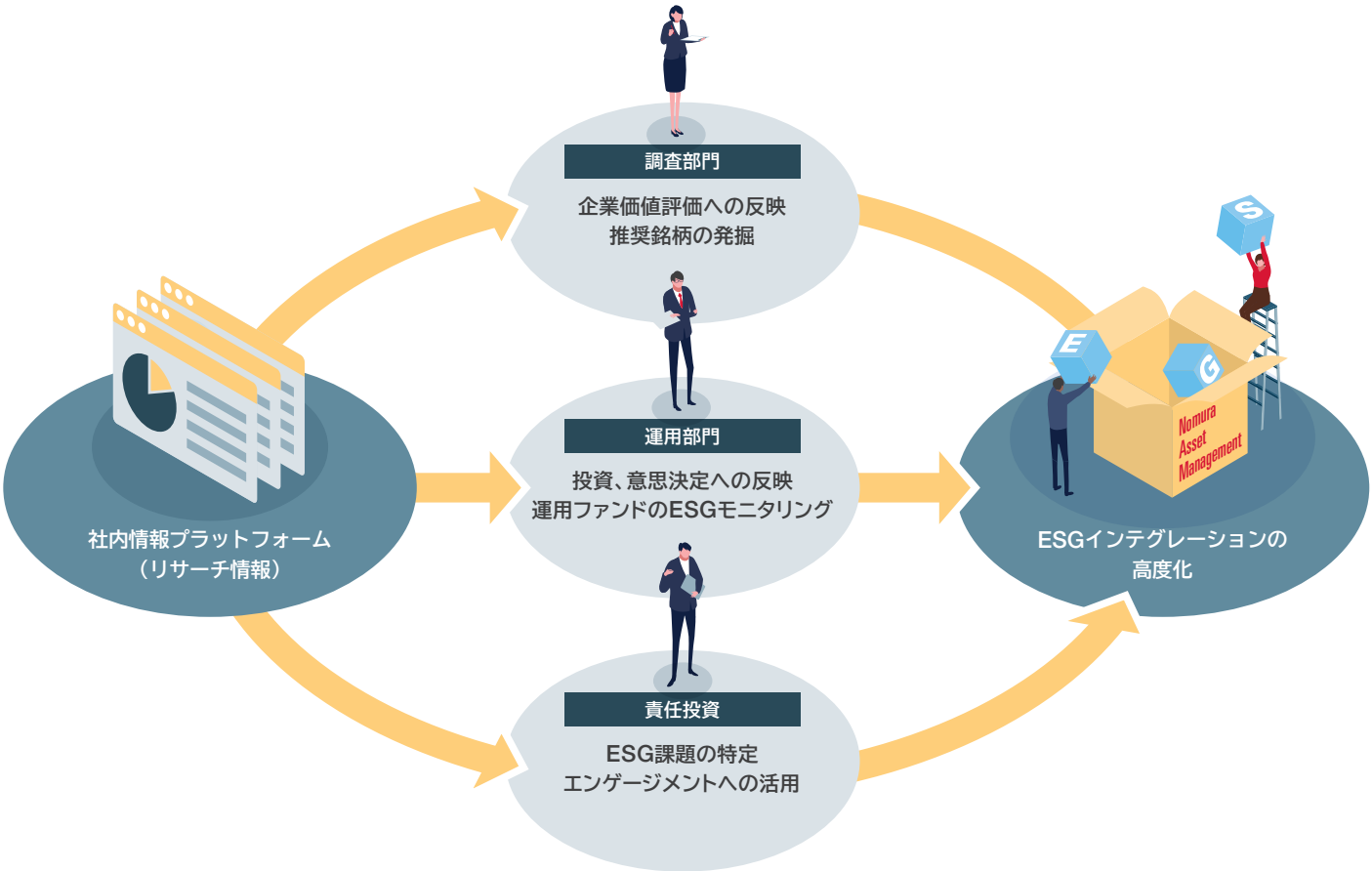
運用委員会におけるESGスコアの活用

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易くなりました。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を語れ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

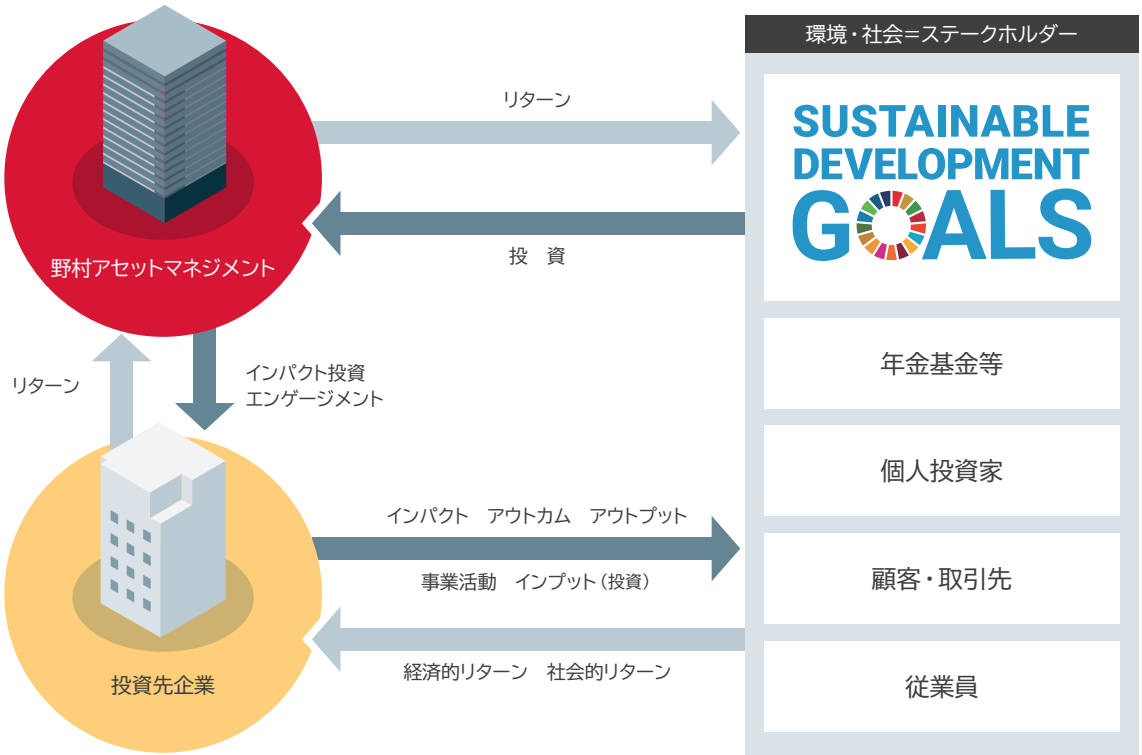
インパクト投資とは

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。

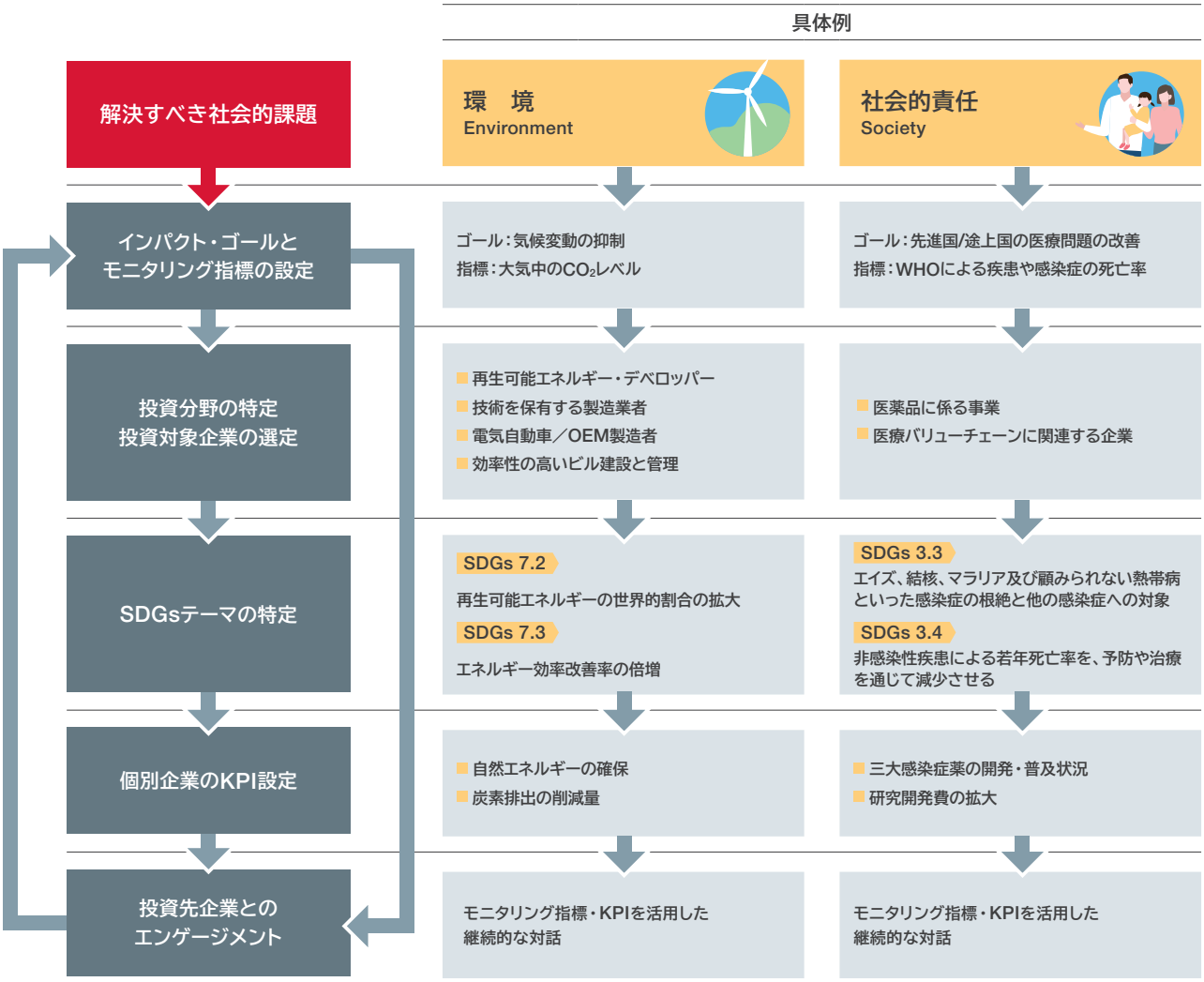


当社のインパクト投資プロセス

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

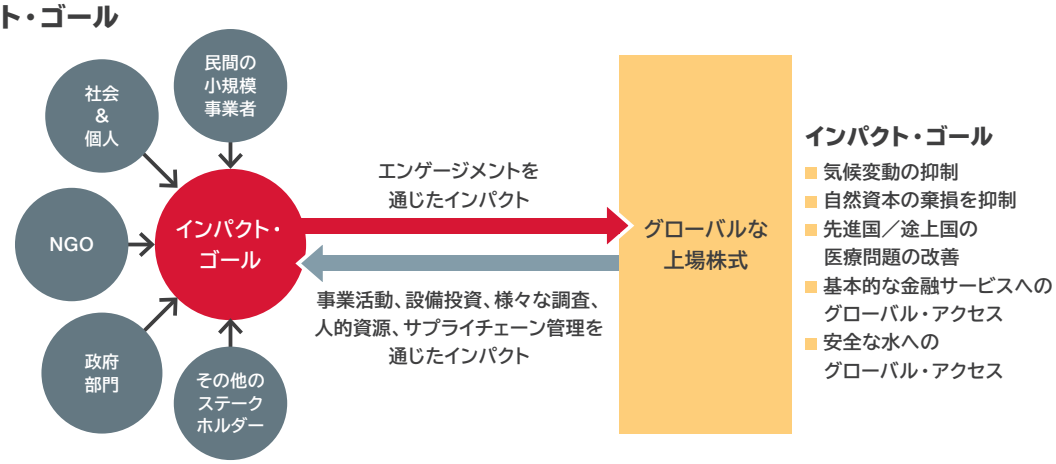
野村グローバル・サステナブル株式ファンド

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（低中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）。

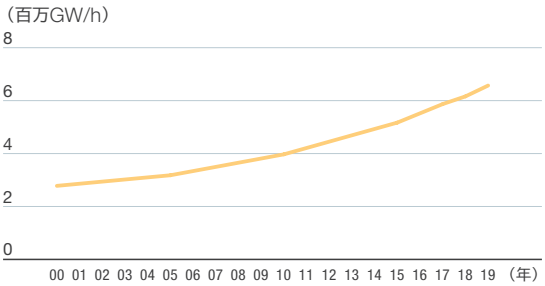
運用担当者は、KPIモニタリングに加えて、様々な形で投資対象企業とのエンゲージメントを行うことで、当社が設定したインパクト・ゴールの達成に向けて企業を後押しすると同時に、他の複数のステークホルダーとともに社会が直面する多くの課題を解決する、つまりインパクト・ゴールに向かうことが可能になると考えています。

GSEのインパクト・ゴール



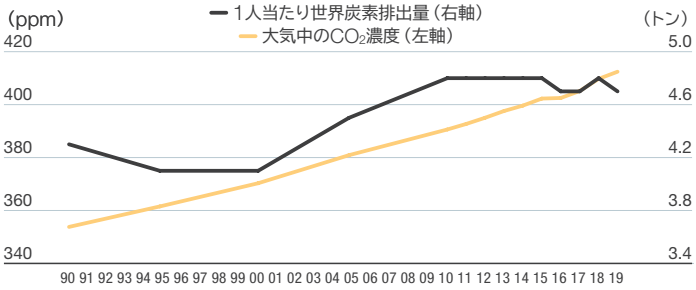
GSEのKPI

■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_2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

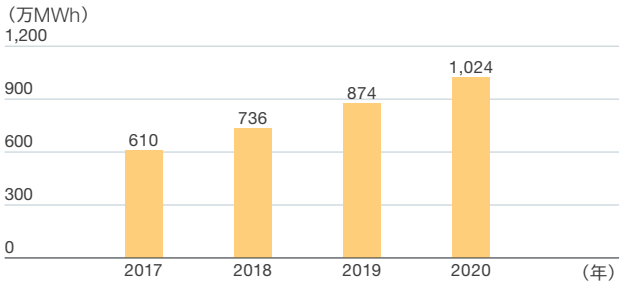
再生可能エネルギーの利用拡大とこれまでに排出した炭素量を相殺するというコミットメントは、同社事業の中核的な目標ではないが、大きな影響力を持つと評価

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	インパクト
再生可能エネルギーの利用拡大	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）

環境 Environment

気候変動の抑制

再生可能エネルギー
10.5ギガワットを供給

自然資本の毀損を抑制

アパレル業界において**5万t**の衣料をリサイクル・再利用目的により回収

社会的責任 Society

感染症の撲滅／肥満の蔓延を抑制

2019年に肥満関連疾患への治療を
3,000万人の患者に提供

2019年に1日当たり
200万人にワクチンを提供

生活基盤の維持・生産性向上

2019年にフィルター関連商品により
80億リットルの清潔な水を提供

12.4億人に健康及び衛生に関するプログラムを提供

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

JSE

Japan Sustainable Equity Strategy

社会的価値創造投資

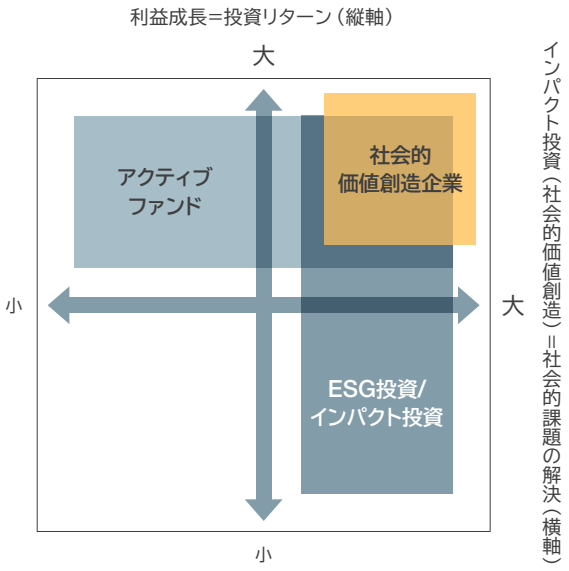
国内株式を対象に、ESG投資という考え方をベースとした野村社会的価値創造投資（JSE）の運用を行っています。このファンドの特徴は、「企業が本業を通じて社会的課題解決に貢献することで、長期にわたり持続的に成長できる企業に投資する」という考え方に基づき、運用を行っています。

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目指すことになります。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

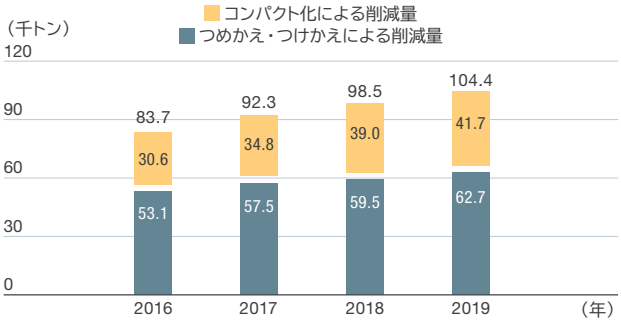
個別企業のKPI

環境配慮型商品の開発・販売や、再生原料生産によるバージン原料の使用削減

インパクト

プラスチックを10.4万トン削減

■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）



出所：対象企業のレポートより野村アセットマネジメント作成

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_2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」のフィラリア治療薬を提供

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

ESG統合プロセス

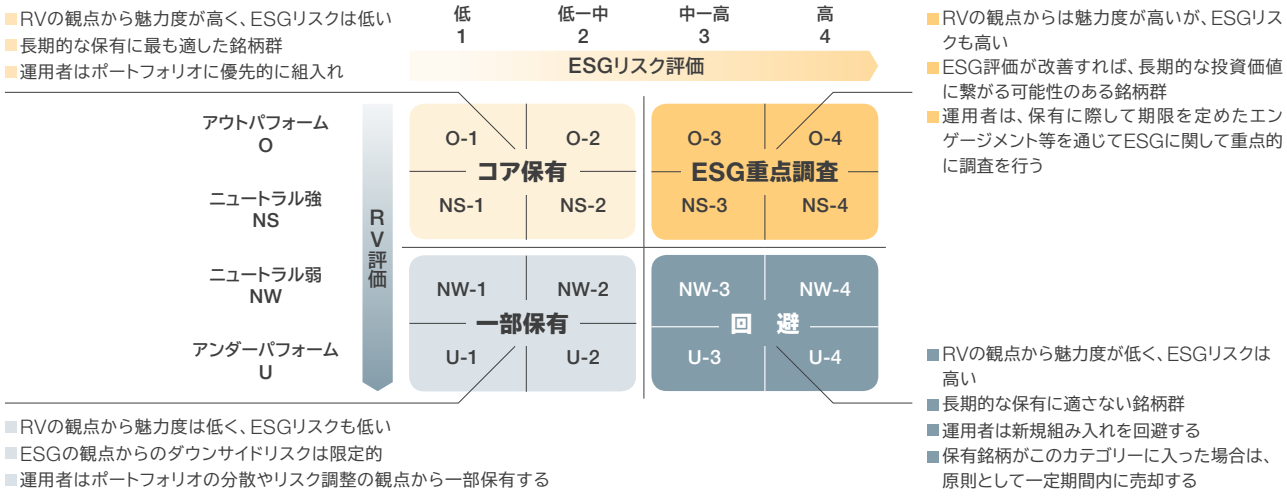
グローバル社債運用の軸である「発行体の信用力のダウンサイドリスク」を考えるうえで、ESG評価は必要不可欠な要素です。従来のファンダメンタルズ評価とESG評価は補完的な関係にあり、ESG評価の従来運用プロセスへの統合（インテグレーション）を行うことで、発行体の信用力評価を補強することができると考え、ESG評価の運用プロセスへの統合を行いました。

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の改善を達成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。

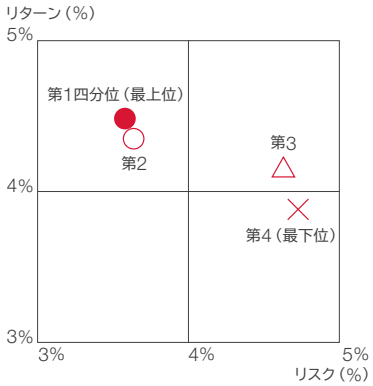
これらの問題に対処するため、野村アセットマネジメントは、債券ESG定量評価モデルを独自に開発しました。開発にあたっては、(1)体系的で透明性の高いプロセスとすること、(2)クレジット投資にとって重要な潜在的ダウンサイドリスクを重視すること、を特に意識しました。同モデルは、2018年末から投資判断に活用しており、現在も改善を継続しています。

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確認するために、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

ESG統合プロセス

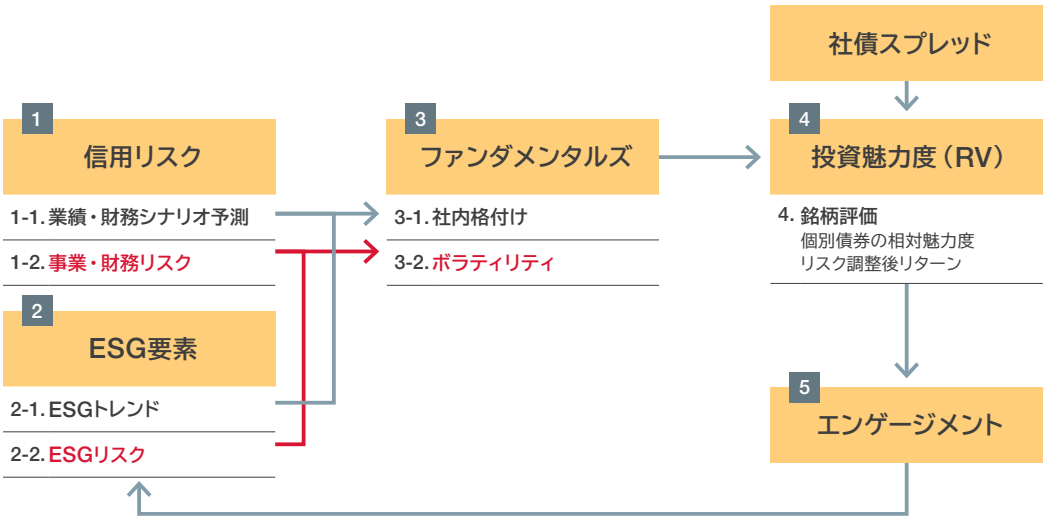
国内クレジット運用におけるESG統合プロセスの最大の特徴は、クレジットアナリストが提供する個別企業のファンダメンタルズ評価においてESGを明確に統合している点です。ファンダメンタルズ評価にESGを組み込むことで、投資行動にESG要素を具体的に反映させられるだけでなく、ファンダメンタルズ分析から、ポートフォリオ構築、発行体とのエンゲージメントまで一連の投資プロセスとしてESG投資を実行することができます。

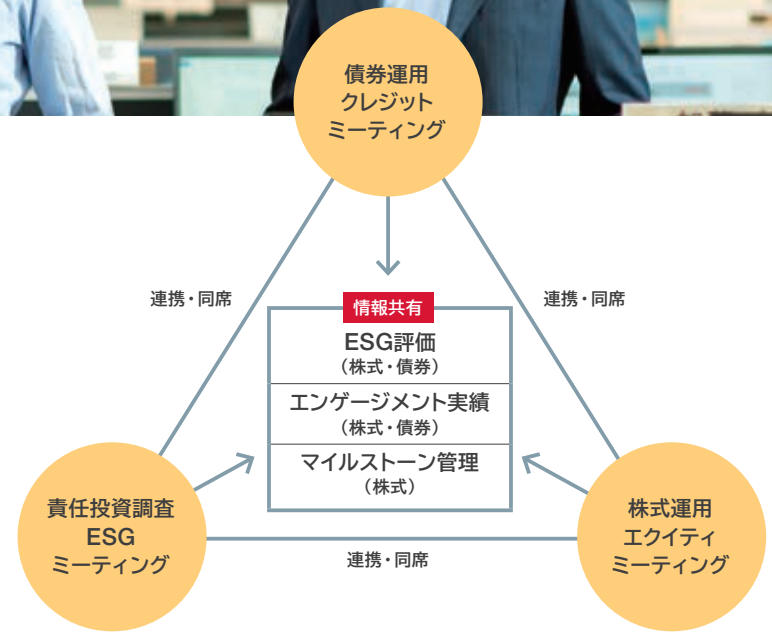
具体的には、当社独自の債券ESG評価モデルによって算出されたESGスコア（定量評価）に、クレジットアナリストによる個別企業のESG課題への取組状況等の評価（定性評価）を加えて、カバレッジ対象のすべての銘柄に対してESGレーティングを付与しています。

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した。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

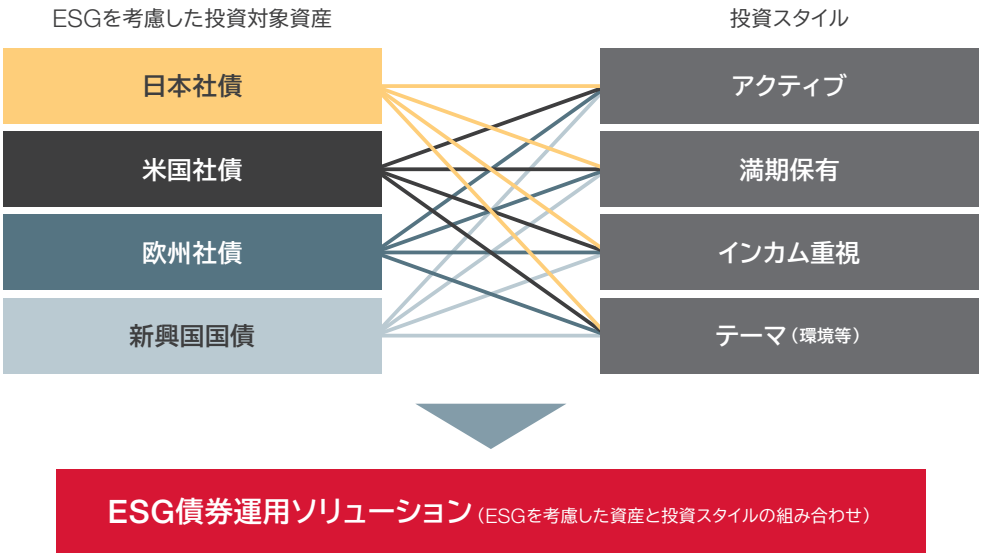
当社の債券運用では、ESGを考慮した投資対象資産をベースに、特定のベンチマークに対するアクティブ運用、満期保有を前提とする運用、保有する債券の残存年数を一定程度に維持する運用、インカム水準を意識した運用、「環境」といった特定のESGテーマにフォーカスした運用などを組み合わせる形で、お客様のESGニーズに合わせた幅広いESG債券運用ソリューションを提供しています。

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、持続的なリターンの獲得を目指します。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。



Topic

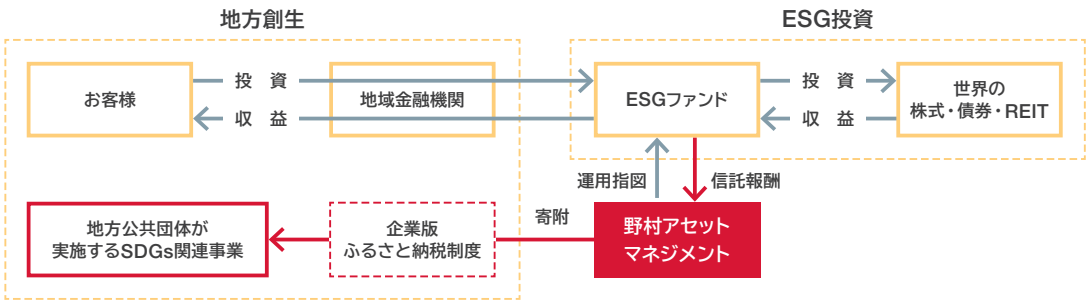
『地方創生』に向けた寄附スキームの創設 ～投資信託でふるさと支援～

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



責任投資諮問会議からのメッセージ

コーポレートガバナンスの向上に貢献し続けてほしい

社外取締役 **木村 明子**

責任投資諮問会議が設置された2016年はコーポレートガバナンス・コード（CGコード）適用開始の翌年で、多くの上場会社が社外取締役を2名確保するのに苦労していました。CGコードは2021年春に再改訂される予定ですが、社外取締役の人数だけでなく、社外取締役の質の向上や指名・報酬委員会の設置等、取締役会の実効性の向上が論点になっており、当時からは隔世の感があります。

2020年11月、野村アセットマネジメントでは、議決権行使基準の改定を通じて「マネジメント・ボード」から「モニタリング・ボード」への移行を後押しする姿勢を明らかにしました。取締役会の実効性が問われる中で取締役会に期待される役割が経営の監督であることを示すもので、CGコードの再改訂の方向性に沿っていると同時に日本では先進的な考え方だと言えます。責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーも陪席し、議論に参加していますが、「モニタリング・ボード」の考え方からそれを議決権行使基準に反映させるための数値基準に至るまで時間をかけて議論しました。私の弁護士としての知見に照らしてもレベルの高い議論だったと思います。

CGコード導入から5年半、日本企業のコーポレートガバナンスにはまだまだ改善の余地があります。野村アセットマネジメントには、この分野で先進性を追求する姿勢を保ち、コーポレートガバナンスの向上に貢献し続けてほしいと思います。

1973年4月 弁護士登録（第一東京弁護士会）
西村小松友常法律事務所入所（現アンダーソン・毛利・友常法律事務所）
1977年1月 西村小松友常法律事務所パートナー
1978年6月 米国Harvard Law School（LL.M.）
2011年1月 アンダーソン・毛利・友常法律事務所 顧問（現職）
2015年6月 野村アセットマネジメント（株）社外取締役（現職）

資産運用業界をリードし、更なる高みを目指す姿勢を貫いてほしい

社外取締役 **長濱 力雄**

私が運用に携わっていた時代、排ガスなど公害問題はありましたが、今日のように環境対策がすべからく企業評価の重要テーマとして、体系だって議論されることはありませんでした。今日では炭素税やカーボンプライシングが本格的に議論されるようになり、気候変動問題が企業の現実的なリスクとなると同時に、優れた環境技術を持つ企業にとっては大きな事業機会（オポチュニティ）になっています。その他にも生物多様性、人権、サプライチェーン管理、多様性など企業が取り組むべきESG課題は多くありますが、いずれも企業の取組み次第ではリスクにもオポチュニティにもなり得ます。

このようなトレンドは投資家にとっても大きなチャレンジです。野村アセットマネジメントではESGスコアを通じて投資先企業の状況や取組みを把握するほか、ポートフォリオ全体の温室効果ガスの排出量をモニタリングしており、責任投資委員会に定期的に報告しています。私も報告を聞いて議論に参加していますが、運用・調査の現場が高みを目指して試行錯誤を重ねていることが伝わってきます。

ESGへの取組みはお客様のニーズであると同時に、企業と社会の持続的な成長に資するものです。野村アセットマネジメントが投資活動を通じて、社会と企業の持続的成長に資するよう、資産運用業界をリードし、更なる高みを目指す姿勢を貫いてほしいと思います。

1967年4月 第一生命保険相互会社入社
2004年6月 興銀第一ライフ・アセット・マネジメント代表取締役社長
（2008年1月にDIAMアセットマネジメントに社名変更）
2009年6月 DIAMアセットマネジメント相談役（現アセットマネジメントOne）
2010年6月 特定非営利活動法人トリトン・アーツ・ネットワーク理事長（現職）
2015年6月 野村アセットマネジメント（株）社外取締役（現職）

（経歴は2020年12月現在）

日本を代表する機関投資家としての取組みを期待しています

社外有識者 **三和 裕美子** 新任

2020年5月に責任投資諮問会議のメンバーに就任しました。責任投資委員会に陪席してみると長濱さんや木村さんが委員と共に議論されていたので少し驚きましたが、「議論を尽くすことが利益相反の防止に繋がる」との説明を受けて合点がいきました。

私は学者として国内外の機関投資家の動向を調べていますが、近年はESGに対する要求水準は高まる一方です。特に欧州ではEUタクソノミーやSFDR（Sustainable Finance Disclosure Regulation）が導入され、ESGへの取組みが遅れている機関投資家はお客様から資金を集めるのも難しくなってきています。この背景には、従来の経済システムの転換があると考えています。これまでの経済モデルは、天然資源が豊富で炭素排出量による影響など考える必要もない時代に開発されたものです。競争的な経済システムのもとでは大量生産・大量消費が目標とされる一方で、長時間労働や低賃金、児童労働などの社会的問題、森林破壊、水資源、地球温暖化ガスなどの環境的問題は見過ごされてきました。ESGに関する社会的な規制は、従来の経済システムにおける問題点の反省から、持続可能な開発・経済発展を目指す行動の変革を求めるものと考えられます。

先日の責任投資委員会では、このようなトレンドに対する対応について報告を受け、議論しました。やるべきことは少なくありませんが、日本を代表する機関投資家としての取組みを期待しています。

1996年4月　明治大学商学部専任助手（2000年4月より助教授）
2002年4月　地方公務員共済組合連合会資金運用委員
2005年10月　明治大学商学部教授（現職）
2006年4月　ミシガン大学ビジネススクール客員研究員
2020年4月　全国市町村職員共済組合連合会資金運用委員（現職）
2020年6月　エーザイ（株）社外取締役（現職）

責任投資諮問会議とは

責任投資諮問会議は、議決権行使ガイドラインの策定、議決権行使の判断、エンゲージメント方針の策定およびエンゲージメント活動を含むスチュワードシップ活動の適切性、妥当性等を検証することによって利益相反等による顧客利益の毀損を防止するための機関です。

開催実績

2016年9月に設置され、20年12月末までに計34回開催しています。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速やかに意見を述べる運営を行っています。

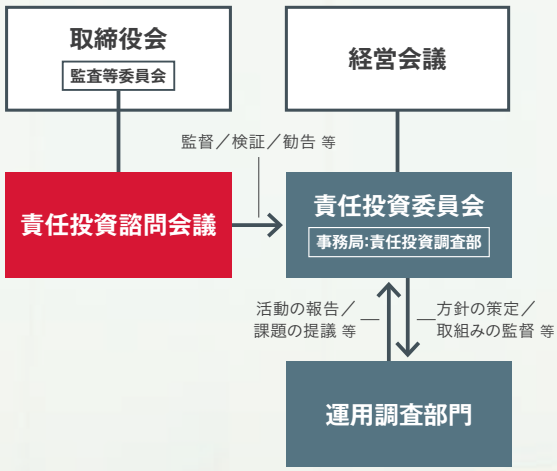
メンバー構成

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することとしており、現状は利益相反管理統括責任者1名、独立社外取締役2名および社外有識者1名の4名です。

位置付け

監査等委員会のもとに設置。必要に応じて経営会議や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（52頁の「利益相反管理の体制」も参照）。

責任投資における組織体制



主な活動内容	
投資先との対話（エンゲージメント）	議決権行使
投資判断への統合（ESGインテグレーション）	協働・対外活動

2020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、当社のスチュワードシップ活動について毎年、自己評価を実施しています。2020年（1月～12月）の結果は次の通りです。なお、本自己評価は、2020年3月24日に再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係る最高意思決定機関である責任投資委員会のメンバー等を対象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。

2 自己評価の結果

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います。

- ■責任投資委員会の効率的・効果的な運営及びエンゲージメント活動のPDCAサイクル[※3]の強化を不断の取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更に高める。
- ■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係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更に高めていくよう取り組んでいきます。

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※1委員6名 責任投資委員会事務局6名 責任投資諮問会議※2メンバー4名	設問	合計14問：日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対応 原則1（方針の策定と公表）：2問 原則2（利益相反の管理）：3問 原則3（投資先企業の状況の把握）：1問 原則4（エンゲージメント）：3問 原則5（議決権行使）：3問 原則6（顧客・受益者への報告）：1問 原則7（スチュワードシップ活動のための実力）：1問
実施時期	2020年12月		
対象期間	2020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		

2020年のスチュワードシップ活動において特に優れた取組みとして以下が挙げられました。

■責任投資委員会の議事運営を効率化するとともに、重要度が高く、意見の分かれる議題について議論を尽くすことができた。
■監視機能を担う責任投資諮問会議のメンバーを増員するとともに、議決権行使助言会社を追加し、利益相反管理の体制を強化した。
■アナリストとESGスペシャリストの問題意識の共有を更に促進し、エンゲージメントの実効性を向上させることができた。
■議決権行使を通じてコーポレートガバナンスの方向性を示すため、マネジメント・ボード※4からモニタリング・ボード※4への移行を後押しする議決権行使基準を導入した。
■グループ関係会社の議案に対する議決権行使結果について賛否の理由を詳細に開示し、また気候変動関連に関する顧客報告を行うなど、情報開示や顧客への報告を拡充した。

一方、当社のスチュワードシップ活動の実効性を更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。

■多様化するESG※5課題および要求水準の高まりに対応すべく、責任投資委員会において新たなスチュワードシップ活動の取組み方針について議論を深める。
■上記議論を踏まえ、運用調査部門における問題意識を深化させ、適切なリソースの配分、スチュワードシップ活動の更なる強化に取り組む。
■当社のスチュワードシップ活動を様々なステークホルダーの方々に理解していただくため、より一層分かりやすい情報開示に努める。

※1 運用・調査関係者により構成
※2 利益相反管理統括責任者1名、独立社外取締役2名および社外有識者1名により構成
※3「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。
※4「マネジメント・ボード」とは経営の意思決定を主たる役割・責務とする取締役会、「モニタリング・ボード」とは経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会です。
※5「ESG」とは、Environment（環境）、Social（社会）および（Corporate）Governance（企業統治）の総称です。当社は、ESG課題を、企業が社会的責任や持続性の観点から取り組むべき事項として重要視しています。

2020振り返り

2020年は、日本にとっても世界にとっても激動の1年でした。コロナ禍により、様々な活動が停滞し、新たなESG課題が発生しました。そのような中、運用会社としては投資先企業の持続的価値創造と投資リターンの向上に向け、ESGへの取組みの手を緩めることなく、前に進むことを強く意識した年でした。

まずESGインテグレーションの更なる高度化に向け、日本株式におけるESGスコアの見直しを行いました。その過程で、最優先課題のひとつである気候変動問題への対応を強化すべく、カーボンプライシングの手法を取り入れ、投資先企業のGHG排出量を金額換算することで、より客観的に排出量と企業価値の関係性を判断できるようにしました。

また日本企業のコーポレートガバナンス改革を更に後押しするために、議決権行使基準に「モニタリング・ボード」の概念を取り入れました。8つの要件を定め、すべてを満たす企業の一部の会社提案議案に対し、反対の基準を緩和しました。これにより多くの日本企業がモニタリング・ボード型の取締役会へ移行する切っ掛けになればと考えています。

インパクト投資については、コロナ禍もあり、引き続き国内外から高い関心が示されました。そのような中、気候変動対応に加え、人権問題を中心とした社会的課題への対応も強く求められるようになりました。年々進化するESG投資やお客様から求められる高い期待水準に応えるべく、2020年も新たな取組みに邁進した1年でありました。

2021その先へ

COVID-19にかかわらず、ESG課題への対応が企業の持続的成長のために重要であることには変わりはありません。2021年以降も様々な主体においてESGへの取組みが進展すると想定されます。当社でも、ESG課題の解決に向けて、様々な活動を支援・推進します。

運用調査の取組みでは、引き続き「気候変動問題」が最重要課題です。すべての運用ポートフォリオで投資先企業の脱炭素への取組みを可視化することで、運用プロセスを強化します。それとともに、「人権問題」への対応を強化していきます。2020年10月に日本政府も人権に関する行動計画を発表しましたが、人権問題はいまや気候変動問題と並んでESGの二大重要テーマです。投資先企業の人権問題への対応力強化を通して、強固なバリューチェーンの構築、それによる企業の競争優位性を働きかけていきたいと考えています。

「インパクト投資」については、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、更なる運用の付加価値を追求していきます。特にインパクト性の高い投資先企業の発掘を進め、国内外の社会的課題解決に繋がる成果の積み上げを目指します。

最終的にはインベストメント・チェーンに関わる重要なESG課題解決に向け、事業会社としての責務も果たしたいと考えています。引き続き当社の責任投資への取組みが「社会的インパクト」を伴って成果を創出できるよう、尽力していきます。

責任投資調査部長 **今村 敏之**

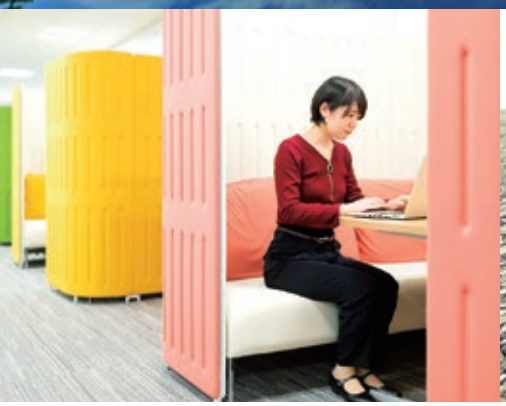
PRIアセスメント結果

		FY2019-2020	競合他社の中央値
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+	A
	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	SSA	A+	B
	事業債	A+	B
	金融債	A+	B

Responsible Investment Report 2020

野村アセットマネジメント株式会社
〒135-0061 東京都江東区豊洲二丁目2番1号
TEL：(03)6387-5000（大代表）

www.nomura-am.co.jp/

Expertise to Exceed

www.nomura-am.co.jp