

ESG運用

CIO MESSAGE

「お客様・投資先企業とともに歩む ESG 運用」を目指して

取締役 執行役員 運用本部本部長
チーフ・インベストメント・オフィサー
河崎 圭助



ESG 運用に逆風が吹いていると言われるなか、思うこと

過去数年にわたり世界的に急拡大してきた ESG 運用には、いま逆風が吹いていると言われる。米国で政治的な動きから反 ESG の動きが強まっているほか、足元で ESG ファンドの運用成績がやや苦戦していることもあるでしょう。

しかし、私達が株式や社債への投資を通じて関わっている企業に目を移すと景色は大きく異なります。サステナビリティを意識した経営を深化させる企業や、環境・社会問題の解決を企業のパーパスとして掲げ実践する企業がますます増えていると感じます。サステナビリティに対する「感度」は、資産運用業界よりも優れているのかもしれない。

もっとも、私達ニッセイアセットマネジメントも、これまで数十年にわたって、ESG 運用に真剣に取り組んできました。とりわけ ESG 運用の最前線で試行錯誤してきた当社のポートフォリオマネージャーやアナリストは、幅広い業界の企業との関わりを通じて、サステナビリティ経営のあり様を肌で感じ、様々な知見を蓄積してきました。投

資先企業に対しては、当社ならではの知見をお伝えしつつ、自由闊達に議論し、対話させて頂くことを通じて、中長期の企業価値向上の一助になりたいと考えています。

マーケットは短期的な要因で大きく変動することもあります。投資先企業の中長期の企業価値向上を通じて、長期安定的なリターンをお客様にご提供できるものと信じています。

独りよがりになることなく、「お客様・投資先企業とともに歩む ESG 運用」を目指す

私の理想とする ESG 運用を一言で表現するとすれば、独りよがりになることなく、「お客様・投資先企業とともに歩む ESG 運用」と言えます。

私達にできることを一つ一つ地道に積み重ねていくことによって、私達を信頼し、大切な資産を預けてくださるお客様、投資や対話の機会を提供して頂いている企業、そして幅広い社会に対して、今後も持続的に私達ならではの付加価値をご提供していきたいと考えています。

HIGHLIGHT

ハイライト

“ESG” レター from ニッセイアセットマネジメント

- ・企業に浸透する ESG
- ・メガトレンドと ESG 経営の必然性
- ・ESG は既に財務上の重要な要素
- ・海外では見方が分かれるも ESG は避けて通れない



詳細は P30 ~



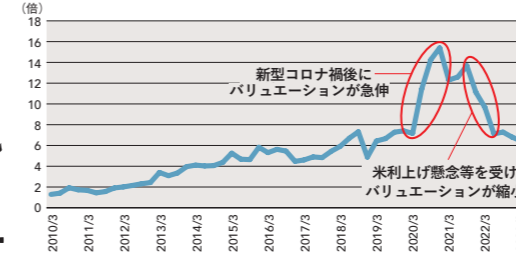
安心感のある ESG ファンドのご提供に向けて

- ・金融庁監督指針で ESG 投信への留意事項が示される
- ・安心感のある ESG ファンドのご提供に向けた取り組み
- ・ESG ファンドにかかるガバナンス体制の概要

詳細は P32 ~

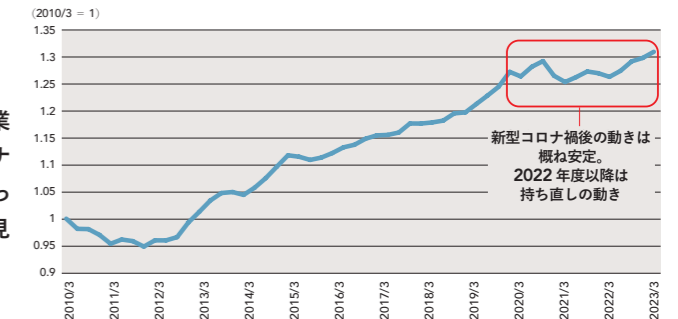
ESG レーティングの安定性は健在

ESG1 レーティング銘柄群のレーティング付与銘柄全体に対する予想 PER の推移



国内株式 ESG レーティング1銘柄群(高評価)の株価バリュエーションは新型コロナ禍後、大きく上昇したが、米利上げの流れ等を受け剥落。市場の期待感は新型コロナ禍前の水準に

ESG1 レーティング銘柄群の ESG レーティング付与銘柄全体に対する予想増益率



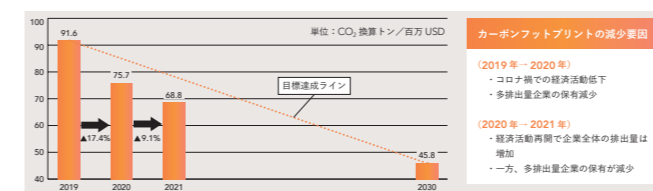
(注) 各図の注釈については該当ページをご参照下さい。

詳細は P58 ~



- ・株式・社債の運用ポートフォリオのカーボンフットプリントは、着実に低下(下図)
- ・ソブリン債の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出量を今回初めて開示

ポートフォリオ(株式・社債)のカーボンフットプリントの推移



注) 上図の注釈については該当ページをご参照下さい。

ネットゼロに向けて着実に進捗

企業価値向上を後押しする対話活動の豊富な実例をご紹介します

- ・食品会社経営層に対する個別勉強会
 - ・地方銀行業界団体の勉強会講師を通じた対話
 - ・企業の変化を捉える柔軟な対話アジェンダの設定
- アナリストが実際に使用したプレゼン資料についても一部掲載



詳細は P38 ~

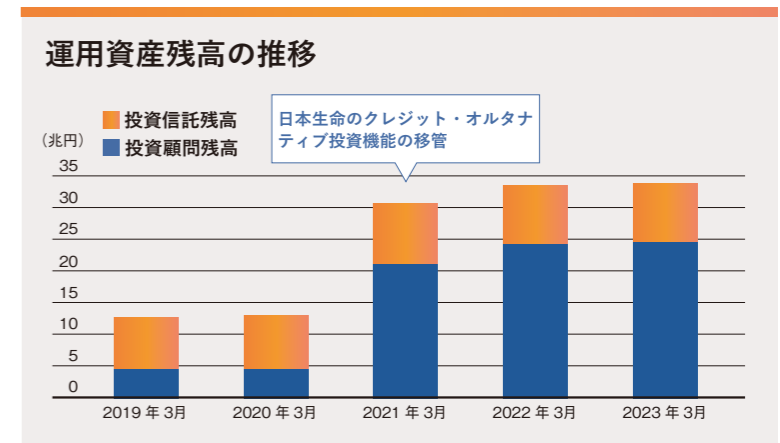
ESG へのコミットメントの歴史

「企業価値の向上」「持続可能な社会の実現」「資本市場の健全な発展」に向けて、責任ある投資家としての社会的使命を全うするため、ニッセイアセットは10年以上にわたり、ESGに関する取り組みを行って参りました。2006年に国連が提唱した責任投資原則（PRI）に署名してからは、ESG評価を国内外の株式や債券に組み込み、長期投資の軸を明確にしてきました。また、議決権行使を含めた投資先企業との対話も積極的に推進し、2014年5月に日本版ステュワードシップ・コードを受け入れて以降、継続的に質の向上に取り組んでいます。2023年2月には、グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）に加入し、インパクト投資への取り組みを強化しています。

約**12**年
運用業務従事者の平均経験年数

36名
在籍アナリスト、エコノミスト数

606件
経営陣との個別対話



(注)各種数値は、2023年3月末時点。なお、経営陣との個別対話数は、日本企業を対象に、運用本部における実施状況を集計。



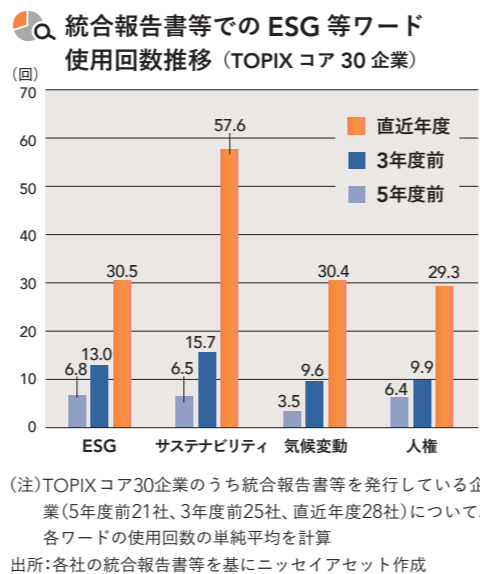
“ESG” レター from ニッセイアセットマネジメント

昨年当サステナビリティレポートでは、ESG に関しては様々な見方があるものの、本当の意味で世の中に根付いてくるのはこれから、という見方をお示ししました。気候変動や人権への対応が企業業績を左右する傾向が強まっているほか、グローバルに様々なルールが規定されていることが背景です。1年経ち、米国で ESG を回避する動きが強まるなど、逆風と言える事象も見られます。しかし、気候変動や人権尊重の動き、人口増大や格差拡大の流れ、デジタル・トランスフォーメーション (DX) の進展といった、世の中を取り巻くグローバルなメガトレンドが早晩終焉に向かうとは考えにくく、これらに密接に関わる ESG の視点が企業価値に与える影響が増大する流れは今後も継続していくものと思われます。ここでは、ESG を取り巻くこれまでの動きや足元で起こっている事象を踏まえながら、ESG を考える上での視点をお示ししたいと思います。

1. 企業に浸透する ESG

企業が ESG 視点を経営に組み込む動きが強まっています。これは ESG 説明会を行う企業数の増加や、企業取材中での議論の内容の変化からも感じとれることですが、企業が発行する統合報告書等にも表れています。

右の図は TOPIX コア 30 の企業の統合報告書等において、「ESG」「サステナビリティ」「気候変動」「人権」というワードが出てくる回数を時系列で比較したものです。ご覧のように登場回数が大きく増加しており、企業が ESG を重視してきていることが窺えます。2020 年の政府のカーボンニュートラル宣言や昨年発表された人権に関するガイドライン、人的資本関連指標の有価証券報告書での開示義務化の流れ等も影響しているものと思われます。今後、開示等のルールが浸透してくる中で、ESG 要素の企業経営への組み込み度合いはさらに深化していくと見えそうです。

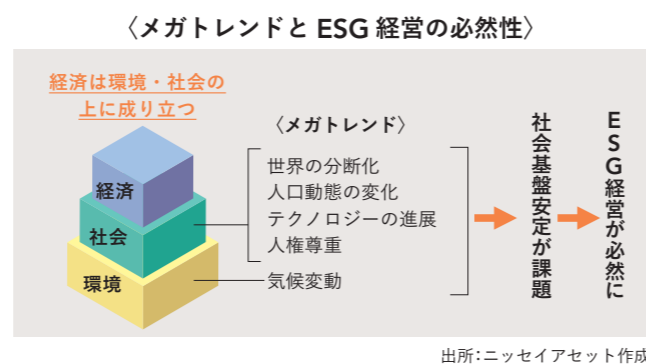


2. メガトレンドと ESG 経営の必然性

前述のような ESG の流れを、世の中のメガトレンドに照らして考えてみると、その必然性が浮かび上がってきます。代表的なメガトレンドは気候変動ですが、この問題は私達が生活する「環境」に大きな影響を及ぼします。また、ロシアや中国を中心とした国々との世界の分断化の進行、世界人口の増大、AI に代表されるテクノロジーの進展や人権尊重の流れは、私達が生活する「社会」に大きな影響を及ぼしています。

企業の経済活動が、これら「環境」「社会」の上に成り立っていることを踏まえれば(右図)、これらの社会基盤が揺らぐとなると、経済活動への影響は必至であり、課題解決に向けた対応が求められることも必然と言えます。開示等の様々なルールが導入され、企業はステークホルダーと協働することが求められ、メガトレンドを乗り越える

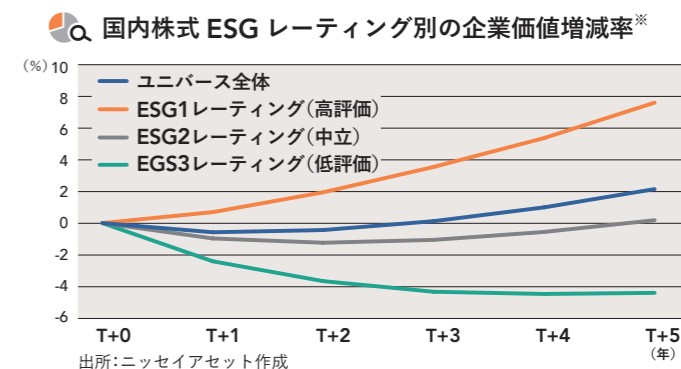
ための人的資本や多様性が重要となってきます。そして、そのための規律が必要になるという意味で G (ガバナンス) が重要になります。メガトレンドを通じて発生するリスクを抑制し、機会を生かす ESG 視点での経営が時代を乗り越える鍵になるのかもしれません。



3. ESG は既に財務上の重要な要素

企業の ESG への取り組みが企業価値に影響を及ぼすかどうかは依然意見の分かれるところだと思います。今般、ニッセイアセットの国内株式の ESG レーティングを使って、レーティング別に企業価値がどのように増減したのか、実績値の試算を行いました。

結果は右図の通り、当社が高い ESG 評価を付与している企業ほど、企業価値増加率(実績値)が高い傾向にあることが分かります。これは、足元までで 5 年間の実績値がとれる 2009 年度から 2017 年度にかけての毎年度期初のレーティング別に企業のその後の 5 年間の実績値を算出したものであり(実績の最終年度は 2021 年度)、この結果からは、ESG に優れた取り組みを行う企業は実際に企業価値を高めていると言えます。



※ ESG 評価と企業価値算出方法について

当社では、2008 年以降国内株式の調査銘柄に ESG レーティングを付与しています。その付与の基準は P.34 に記載の通りですが、企業の ESG の取り組みが将来の企業価値にポジティブとアナリストが判断した場合、高評価(レーティング 1)とし、中立の場合は 2、ネガティブの場合は低評価の 3 としています。

企業価値については、企業の期初投下資本に資本収益率から資本コストを差し引いた数値を掛け合わせることで当期の企業価値増減額(実績値)を算出し、これを実績のある 5 年間行います。そして、2009 年度から 2017 年度の各期初のレーティング別に 5 年間(T+1 年~T+5 年)の企業価値増減率を算出し、T+1 年から T+5 年の各年ごとに平均値をとったものを上図にプロットしています。

4. 海外では見方が分かれるも ESG は避けて通れない

米国で ESG に逆行する動きが目立っています。フロリダ州では資産運用や州政府の物品の購入にまで ESG を考慮することを事実上禁じる法案を成立させたほか、企業年金の運用に ESG を考慮することを認めた労働省の規則の無効化が上下両院で可決され、バイデン大統領が拒否権を行使して法案の成立を阻止する事態になっています。

これは米国で古くからある責任投資を重視する民主党と拒否反応を示す共和党の対立(右表参照)が、ネットゼロをはじめとする昨今の世界的な ESG の盛り上がりを受け、先鋭化してきているものと思われます。

一方、2022 年に成立したインフレ抑制法では、支出のほとんどが気候変動対策に充てられるほか、人権等の人権問題への対応は軽視できる状況ではありません。大手運用会社では、ESG という言葉を使わない動きが広がる中でも「Financially Material Factors」と呼び方を変更する対応も見られる等、ESG の要素に経済的なインパクトがある以上、今後も考慮せざるを得ないという雰囲気も感じます。

グローバルに目を向けると、欧州で「サステナビリティ・デュー・ディリジェンス指令案」として、企業に人権と

環境のデュー・ディリジェンスを義務付ける法制化のプロセスが進み、非財務情報の開示基準である ISSB が非財務情報全般と気候変動に関する開示ルールを最終決定する等、ESG を推し進める動きも強まっています。

米国の ESG に対する見方の分断は今後も続いていくと思われるかもしれませんが、メガトレンドが経済や企業業績に大きく影響してくる中では、ESG の要素を避けて通ることは難しく、表面的には打ち出しを抑制しながらも、実際には ESG 要素を考慮するような実をとる動きも出てくるように思います。

米国労働省における年金基金向け責任投資のスタンス変遷

時期	政権	労働省見解
1994年	民主党	リスクリターンが同等であれば責任投資の採用は問題ない
2008年	共和党	経済的要因以外を考慮する場合、注意すべき
2015年	民主党	優れた運用成果を期待できれば採用は問題ない
2018年	共和党	ESG要素を過度に重視すべきでない
2023年	民主党	ESG要素の考慮を認める

出所:各種資料よりニッセイアセット作成

安心感のある ESG ファンドのご提供に向けて

金融庁監督指針で ESG 投信への留意事項が示される

見せかけの ESG 運用を防止すべく、国内外で ESG ファンドの定義や情報開示に関する規制強化が進められています。

日本においても、金融庁が 2023 年 3 月に「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の中で、ESG 投信[※]の範囲を定め、ESG に関する公募投信の情報開示などについて、具体的な検証項目を定めました（概要は右表）。

※監督指針での ESG 投信は公募投信に限定。当社では公募投信に拘らず ESG ファンドの定義を定め、ファンド特定を実施。

指針における ESG 投信向け留意事項（概要）

【ESG 投信の範囲】

- ・ ESG を投資対象選定の主要な要素とすること
- ・ 交付目論見書にその内容を記載すること

【開示】

- ・ 主要な ESG 要素の具体内容や運用での勘案方法
- ・ 上記の場合の制約要因やリスク
- ・ 主要な要素とする ESG の投資比率の目標 等

【定期開示】（交付運用報告書への記載事項）

- ・ 主要な要素となる ESG の投資比率の達成状況
- ・ ステュワードシップ方針に基づく行動 等

安心感のある ESG ファンドのご提供に向けた取り組み

当社では、上記指針を踏まえ、ESG ファンドのご提供に関し、以下の考え方、体制を整備しています。

(1) ESG ファンドを特定

- ・ ESG ファンドの定義明確化
- ・ ESG ファンドの特定は経営会議で協議の上、社長決定事項（下図）

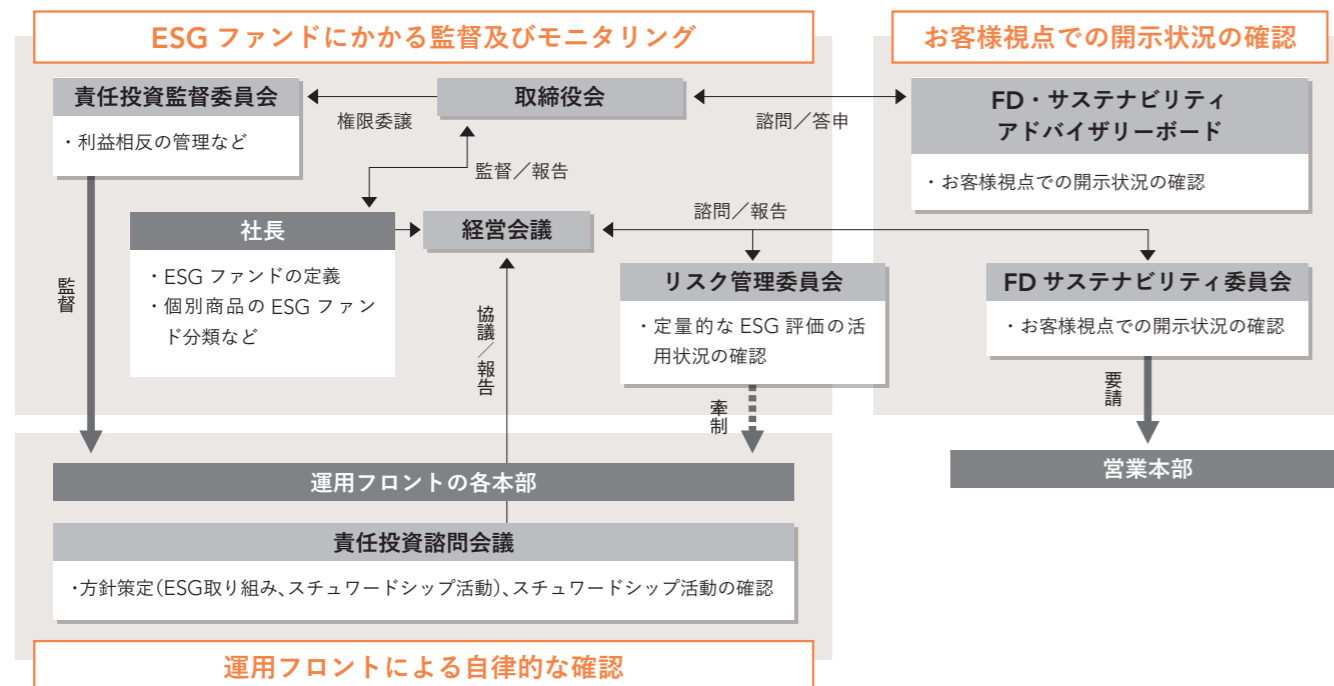
(2) 誤認防止の観点での情報開示

- ・ 指針に沿った情報開示を実施
- ・ お客様視点で開示状況を確認する体制（下図）

(3) 品質管理の徹底

- ・ ESG 評価やステュワードシップ活動のクオリティコントロール体制
- ・ 責任投資諮問会議でのモニタリング（下図）

Q ESG ファンドにかかるガバナンス体制の概要



ニッセイアセットの ESG ファンドの定義

当社では、インハウス・外部運用共通で ESG ファンドの定義を定めています。「ESG ファンド」は、ESG 要素を積極的に活用してポートフォリオを構築するファンドで、アクティブ・パッシブ運用別に右表のように定義付けを行っています。同定義は前ページの金融庁指針における「ESG を投資対象選定の主要な要素とする」考え方に沿ったものと考えています。

また、その他、ESG 要素の組み込み度合いに応じて、「ESG 要素を体系的に運用プロセスに組み込んでいるファンド」「ネガティブ・スクリーニングなどで ESG 要素を考慮するファンド」「ESG 要素を考慮していないファンド」に分類しています。

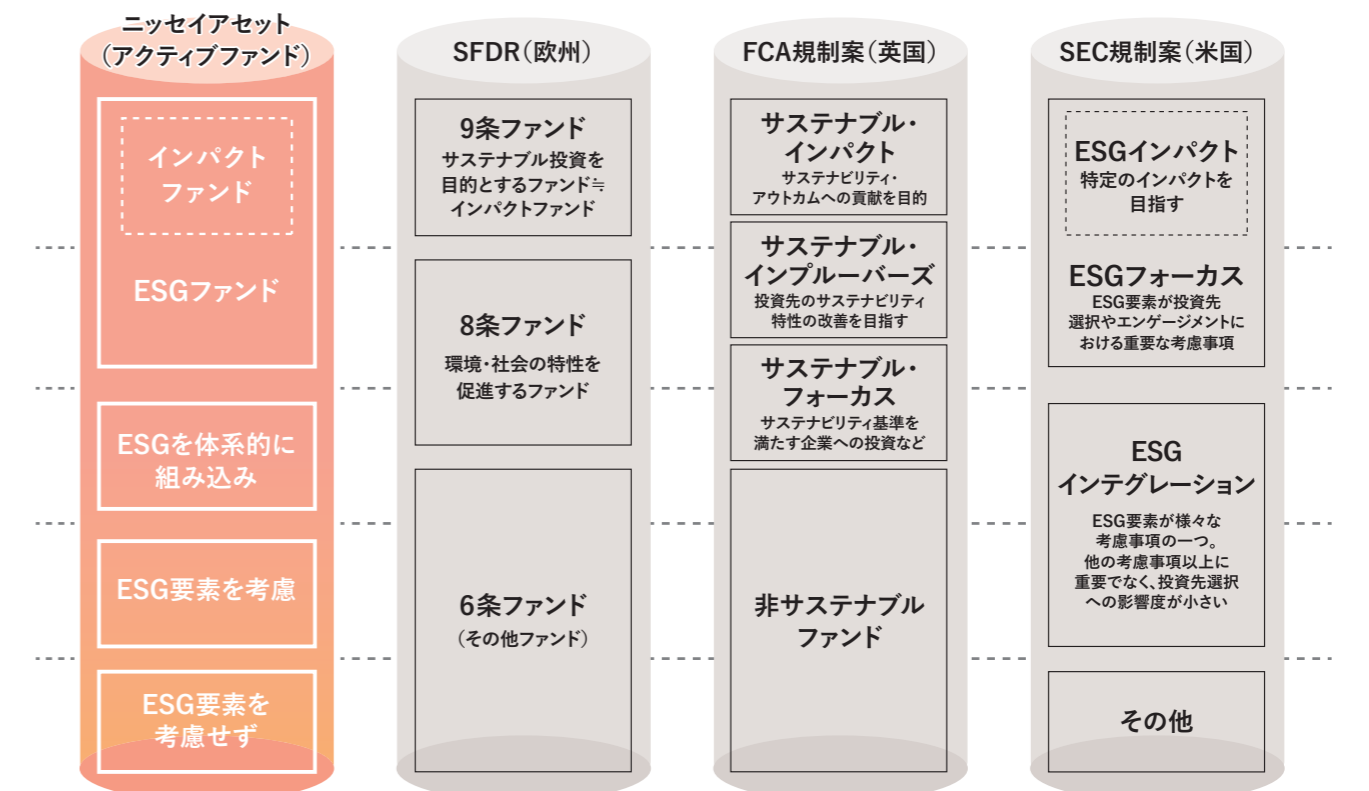
Q 当社の ESG 関連でのファンド分類の定義

運用 ファンド 全体	ESG ファンド	ESG 要素を積極的に活用してポートフォリオを構築するファンド
	アクティブ運用	相対的に ESG 評価の高い銘柄を選別するファンド、あるいは ESG の視点でインパクト創出可能な銘柄を選別するファンド
	パッシブ運用	ESG 要素を積極的に活用して構成されていると当社が考える指数に連動するファンド
	ESG 要素を体系的に運用プロセスに組み込んでいるファンド	
		ネガティブ・スクリーニングなどで ESG 要素を考慮するファンド
		ESG 要素を考慮していないファンド

グローバルな ESG ファンドの規制に照らした当社 ESG 関連ファンド分類の鳥瞰

上記の当社 ESG 関連でのファンド分類をグローバルな規制に照らしてみた場合、下図のようになります（切り分け線はイメージです）。当社 ESG ファンドは概ね海外においても ESG・サステナブルファンドに区分される定義になっていると考えています。

Q ニッセイアセットと諸外国における ESG 関連ファンドの分類の鳥瞰（イメージ）



(注) 対応関係についてはおおよそのイメージであり、厳密性を担保するものではありません。
なお、上記 SFDR は Sustainable Finance Disclosures Regulation、FCA は Financial Conduct Authority、SEC は Securities and Exchange Commission の略です。

ニッセイアセットのESGファンド

当社では、2007年に「健康応援ファンド」をESGファンドとして設定して以来、様々なESGファンドを開発・運用してきました。2023年3月末時点で運用している商品は下表の通りです。

近年では、国内外のインパクトファンドや気候変動に特化したクライメート・トランジション戦略ファンド、先進国の脱炭素インデックスに連動するパッシブ商品の運用なども行っています。

Q ニッセイアセットのESGファンドラインナップ

資産	ファンドグループ	資産	ファンドグループ
国内株式	ESG ジャパンセレクト	国内債券	国内社債 ESG (持ち切り運用)
	SDGs ジャパンセレクト	外国株式	グローバル ESG フォーカス
	ESG グロース		SDGs グローバルセレクト
	ESG インカム		インパクト・グローバルセレクト
	ESG フォーカス企業価値向上		気候変動グローバル株式 (外部委託運用)
	ESG アルファ	先進国脱炭素インデックス (パッシブ運用)	
	ステューワードシップ・ファンド	外国債券	SDGs 欧州クレジット
	健康応援ファンド		SDGs 北米クレジット
	インパクト・ジャパンセレクト		SDGs インカムファンド
	クライメート・トランジション戦略		欧州社債持ち切り運用 (SDGs)

当社独自のESGレーティングについて

当社のESGレーティングは、アナリストが企業の公開情報の分析に加えて、企業への取材や対話を通じて、定性評価により行います。

評価区分は、評価項目ごとに、ESGの取り組みが中長期の企業価値に「ポジティブか」「中立か」「ネガティブか」の原則3段階となっています(レーティング1が高評価、レーティング3が低評価)。

なお、ESGに関する取り組みを通じて企業価値が大きく毀損することが予想される場合は、通常、投資ユニバースから除外し、ESGレーティング付与の対象でなくなる場合が多くなりますが、時価総額が大きい等の理由で投資ユニバースとして継続する場合に、レーティング4を付与することがあります。

Q 当社のESGレーティングの区分と内容

レーティング区分	内容
1	企業のESG取り組みが企業価値にポジティブ
2	企業のESG取り組みが企業価値に中立
3	企業のESG取り組みが企業価値にネガティブ
4	企業のESG取り組みが企業価値に大きくネガティブ
付与なし	流動性や信用リスク等の観点から原則アクティブ運用の投資ユニバース外

(注) 第三者の運用会社に運用の委託等を行う外部運用におけるESGに対する考え方やESGレーティングの付与方法などについては、この限りではありません。

ESG評価・データ提供機関のデュー・ディリジェンス

気候変動対応やネガティブ・スクリーニング等にESG評価・データ提供機関を活用

当社における企業のESGレーティングは、社内のアナリストが情報収集から分析までを一貫して行っており、第三者のESG評価・データ提供機関を直接活用していませんが、運用ポートフォリオの温室効果ガス(GHG)排出量計測やTCFD提言への対応、責任ある投資家として

の社会的責務を果たすためのネガティブ・スクリーニングの実施、議決権行使における利益相反管理などの目的で、議決権行使助言会社を含むESG評価・データ提供機関を活用しています。

当社が活用する主なESG評価・データ提供機関

MSCI	Sustainalytics	ISS
ポートフォリオのGHG排出量等を測定するため、投資先企業のGHG排出量に関するデータについて、同社による推計値を含めて活用。また、TCFD提言を踏まえたシナリオ分析に同社の分析を活用	「生物兵器」「化学兵器」「クラスター弾」「対人地雷」の製造に関与する企業の特定期間や、ESGの観点で深刻な問題(「内戦」「国家の弾圧」等)が発生、継続している国の評価にあたって同社の分析やデータを活用(ネガティブ・スクリーニング等に活用)	利益相反の懸念が特に高い国内外の企業に対する議決権行使にあたっては、利益相反を回避する観点からISSの助言に従って議決権を行使。また、外国株式の議決権行使における議案判断のサポートとして活用

ESG評価・データ提供機関のデュー・ディリジェンスに向けて

当社は、2022年12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」が金融庁により公表されたことや、「日本版ステューワードシップ・コード」において議決権行使助言会社に関する原則・指針が示されていることも踏まえ、データ等提供機関との対話に取り組んでおり、インベストメントチェーンの一員として、資産運用会社の立場から、ESG評価・データの質や信頼性の向上に貢献し

たいと考えています。

対話にあたっては、前述の行動規範の内容も踏まえて独自の確認項目を設けるとともに、形式的な確認ではなく、実質的な対話を心掛けています。今後は、各提供機関における行動規範に対する賛同や取組状況なども踏まえつつ、対話を継続的に実施していく予定です。

コラム ESG評価・データ提供機関に係る行動規範

ESG運用におけるESG評価・データの重要性が高まるなか、ESG評価・データ提供の在り方への注目が高まり、規制強化に向けた議論が世界的に高まっています。

そうしたなか、世界に先駆けて、金融庁が2022年12月に公表した「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」は世界から注目を集めています。英国などでも、金融庁の取り組みを参考にしながら、同様の行動規範を策定するための議論が進んでいます。

金融庁の行動規範には強制力はありませんが、機関投資家の諸原則である「日本版ステューワードシップ・コード」が日本の機関投資家に大きな影響を及ぼしてきたことを踏まえると、行動規範はESG評価・データ提供機関に対して大きな影響を及ぼすことが予想されます。

行動規範は、品質・独立性・透明性の確保、利益相反の管理など、ESG評価・データのユーザーである投資家にとって重要な事項が網羅されています。また、データ等提供機関による企業とのコミュニケーションの在り方に関する原則も含まれています。

行動規範の6つの原則

原則1	品質の確保
原則2	人材の育成
原則3	独立性の確保・利益相反の管理
原則4	透明性の確保
原則5	守秘義務
原則6	企業とのコミュニケーション

出所:「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」を基にニッセイアセットが作成

ESG 評価とパフォーマンス

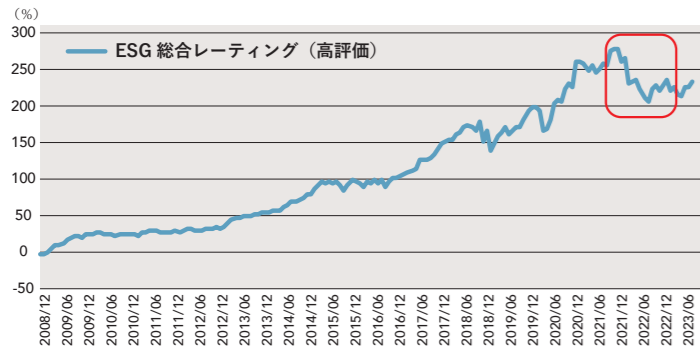
ニッセイアセットでは、運用パフォーマンスに繋がるESG評価を目指し、これまで仕組みを構築してきました。ESG要素を運用に組み込むことは運用会社としての責務であり、それを手段としてパフォーマンスを高めることがESG運用そのものの持続性を高め、ひいては持続的な社会構築への貢献に繋がると考えています。一方、2021年度以降の当社の国内株式のESGレーティングでは、評価が高い銘柄群ほど苦戦しました。ここでは、その現状を分析するとともに、将来の展望についてお示ししたいと思います。

1. 長期パフォーマンスは良好だが、2021年度以降は苦戦

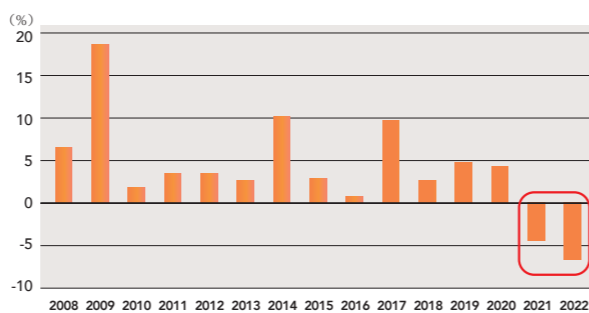
当社のESGレーティング1銘柄群(高評価)の対TOPIXのパフォーマンスは、レーティング付与を開始した2008年以降、長期で良好な内容となっています。一方、2021年度半ばより2022年度にかけては、劣後する状況となりました(下図左)。

その数値を年度別に見たものが下図右になります。レーティング1銘柄群のパフォーマンスはこれまでになく対TOPIXでマイナスとなっているのが見てとれます。

ESG 1レーティングの累積超過リターン (国内株式、対TOPIX、単純平均値)



ESG 1レーティングの年度別超過リターン (国内株式、対TOPIX、単純平均値)



(注) 左図の累積超過リターンは対TOPIX(単純平均により計算)で、当社が独自に付与しているESGレーティングの評価が高い企業群のパフォーマンスを示したもので(期間: 2008/12/1 ~ 2023/6/30)。右図は、その数値を年度別に見たもの(2008年度は2008/12以降)。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。

出所: 東証のデータを基にニッセイアセット作成

2. レーティング1銘柄群の株価バリュエーションが大きく上昇した反動が要因

右図は、国内株式ESGレーティング付与銘柄全体に対するレーティング1銘柄群の相対株価バリュエーション[※]を示したものです。

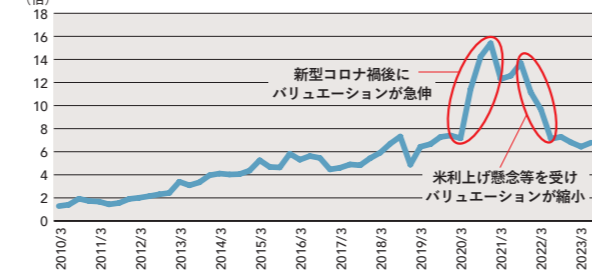
ESG評価は株価のバリュエーションを勘案するものではありませんが、上記バリュエーションは、持続的な成長を背景に、新型コロナ禍前までは緩やかに拡大し、新型コロナ禍後に急上昇しています。ESGの高評価銘柄群は新型コロナ禍で、業績の安定性や持続性が評価されたこと、グローバルにグリーンリカバリーと称し、気候変動対応への投資拡大が想起されたこと等が背景にあります。

2021年度に入ると、グローバルにインフレ懸念が台頭したこと等から利上げが意識されるようになり、それまで買われてきた銘柄が売られる展開となりました。この図から、新型コロナ禍という未曾有の事態に対し、持続的と見られた銘柄群が

期待先行で買われすぎた反動があったものと見ることができます。

※ 株価バリュエーションには予想PER(株価収益率)を使用。業績予想は向こう12ヶ月の市場コンセンサス。計算手法詳細は、下記(注)を参照。

ESG1レーティング銘柄群のESGレーティング付与銘柄全体に対する予想PERの推移



(注) レーティング1銘柄群の予想PERからESGレーティングを付与した銘柄全体の予想PERを差し引いたもの(ESGレーティングは2023/3時点のデータを使用。分析期間は、2010/3 ~ 2023/6で、データは四半期毎)。なお、予想PERは各対象銘柄群の平均値で、異常値を除外するため上下各5%の銘柄を除いて計算。出所: 東証・ブルームバーグのデータを基にニッセイアセット作成

3. 業績予想が低下しているわけではなく、安定性を堅持~再び見直される局面も

下図は、ESGレーティング1銘柄群の予想EPS(一株当たり当期利益)の伸び率から当社ESGレーティング付与銘柄全体の同伸び率を差し引き累積したものです。2012年度以降右肩上がりであり安定的に推移しています。

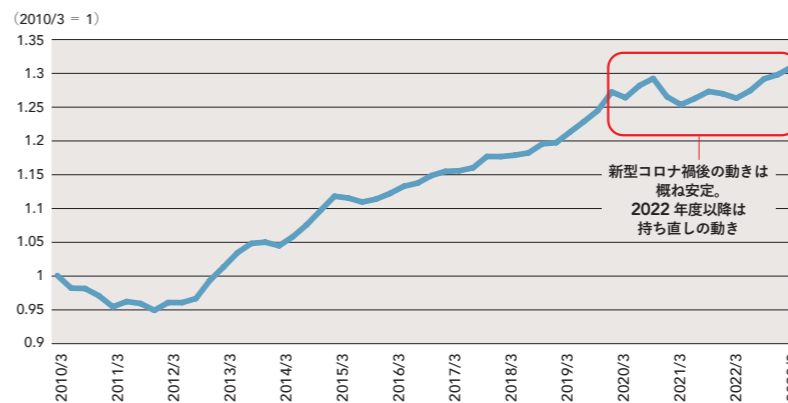
この図からは、新型コロナ禍を受けて多少弱含んでいる局面はありますが、安定しており、2022年度以降はむしろ改善傾向にあります。前ページで見たバリュエーションの乱高下が、業績に基づいたものというよりも、市場の期待によって左右されていたことを示唆しています。

今後を見通した場合、過度な高バリュエーションは、前掲

図で見たように期待の剥落によって新型コロナ禍前の水準に戻ってきている一方、業績予想については、新型コロナ禍前の水準よりも高い位置で改善傾向にあることを踏まえれば、レーティング1銘柄群が再び見直される局面に戻ることも考えられると思います。

当社のESGレーティングは、企業の長期持続性を評価するものであり、今後も一時的な株価動向に左右されることなく、企業の本質を見極め、中長期的なリターンの拡大に繋げていきたいと思っています。

ESG1レーティング銘柄群のESGレーティング付与銘柄全体に対する予想増益率



(注) レーティング1銘柄群の予想EPS伸び率からESGレーティングを付与した銘柄全体の予想EPS伸び率を四半期毎に差し引いて累積したもの(ESGレーティングは2023/3時点のものを使用。分析期間は2010/3 ~ 2023/6。2010/3を1として計算)。予想EPS伸び率は各対象銘柄群の平均値で、異常値を除外するため、上下各5%の銘柄を除いて計算。なお、EPSの業績予想は向こう12ヶ月の市場コンセンサスを使用。出所: 東証・ブルームバーグのデータを基にニッセイアセット作成

国内債券クレジット ESGレーティングの有効性

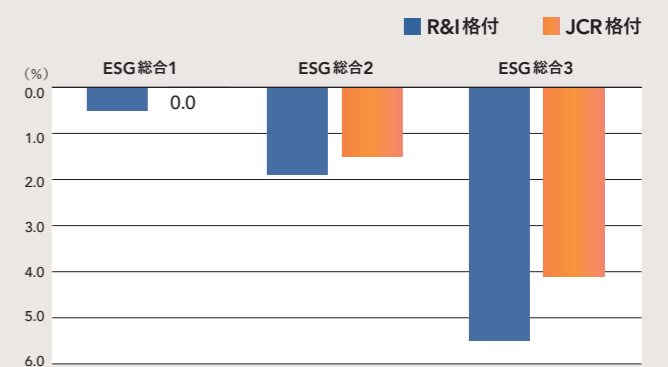
ダウンサイドリスクの抑制に有用

債券は、株式と異なりアップサイドが限定的、かつ、投資期間も有限という特徴があります。そのため、債券におけるESG評価は、発行体の信用力評価に組み入れるなど、主にダウンサイドリスクの抑制に活用しています。

右図は当社のESGレーティング別に外部格付機関(R&I及びJCR)が格下げを行った企業の割合を見ました(2014 ~ 2022年度)。

いずれの格付機関においても、当社のESGレーティングが低いほど(レーティングは、1 > 2 > 3の順に評価が高い)、格下げとなる企業の割合が高くなっています。このことは、当社のESG評価が債券運用においてダウンサイドリスクを抑制することに有用であることを示唆しています。

ESG総合レーティング別の外部格付の格下げ比率



(注) 上記データは2014 ~ 2022年度の期間平均値。各年度はじめに付与されたESG総合レーティングに基づいて計算。ニッセイアセットのESG評価は高い順に1, 2, 3の原則3段階評価になります。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。出所: R&I格付、JCR格付のデータを基にニッセイアセット作成

ESGインテグレーションの考え方と対話との関係

ESG評価の中長期業績予想などへの反映 (ESGインテグレーション)

当社では、ESGは企業のあらゆる活動に影響を与える要素であると考えており、企業のESGに関する取り組みを分析することで、企業のサステナビリティ（中長期的な持続可能性）や中長期的な企業像を把握することができると考えています。また、一般にESGの観点で優れた取り組みを行い、ステークホルダー（企業のあらゆる利害関係者）との持続的な関係を構築できる企業は、中長期的に持続的な成長基盤を有していると言えます。

当社では、アナリストがESG要素の中で企業価値に影響を与えるものを選別しながらサステナビリティの評価（ESGレーティングの付与）を行います。その評価を中長期的な業績予想や信用力評価に反映させ、投資判断の土台として活用しています。

なお、当社がESG分析・ESG評価を実施する際は、原則外部のESG評価機関等は利用せず、当社アナリストが独自に評価を実施しています。

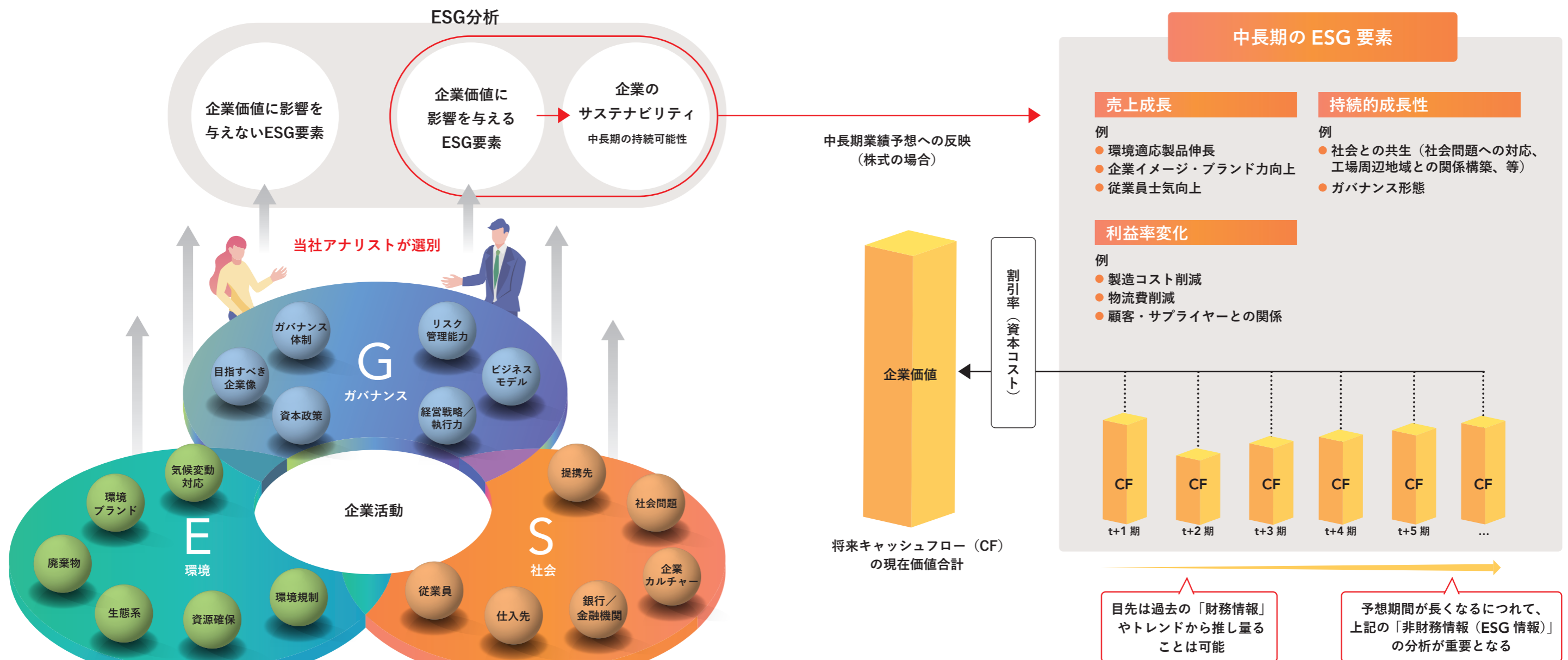
対話との関係

企業との対話は、ESGインテグレーションにおける重要なプロセスの一部です。アナリストは対話を通じて投資先企業に対する理解を深め、それをESG評価に反映し、中長期の業績予想や信用力評価に組み入れます。さらに、対話を通じて生じた企業の変化を踏まえて、ESG評価や

中長期の業績予想、信用力評価を継続的に見直していきます。

このように、ESG評価と対話は相互に関連する活動であり、別々なものではなく、一体的に取り組むことが重要だと考えています。

株式におけるESGインテグレーションのイメージ



中長期の 企業価値向上を 目指す ボトムアップ対話

潜在的な企業価値の 向上・発現を目指す対話

当社が理想とする対話活動とは、投資先企業との相互信頼関係の下で建設的な議論を行い、企業成長の実現を下支えするような意識を持って取り組む活動です。

日頃の経営者やIR担当者との議論を通じて、足元の事業課題や、将来のビジネス展開を見据えた経営課題等が浮かび上がってきます。成長を志す企業の多くは、こうした課題の把握に余念がありませんが、ここでの投資家の重要な役割は、企業が抱えている弱みや課題解決の糸口に繋がる「俯瞰的視点の提供」です。

第三者としての意見発信や、業界での解決事例の紹介などを織り交ぜつつ、改善行動への気づきに繋がるサポートを意識してアナリスト活動に取り組んでいます。

当社におけるボトムアップ対話の実施枠組み

左記のような対話を進めるには、企業についての深い理解が欠かせません。担当アナリスト自身がESG評価を行い、中長期業績予想を経て企業価値分析に至る一連のESGインテグレーションプロセスに関与することが重要です。

当社のアナリストは、投資先企業の経営陣等との対話を通じて相互信頼感の醸成を図るとともに、企業の本質を把握することに取り組んでいます。これはESG評価を踏まえた中長期の業績予想の確信度を高めることにも繋がります。

このような対話活動を踏まえて、対話による企業価値向上の可能性があります。かつ企業の経営陣等との対話を行うことが可能な企業を「重点対話企業」として設定しています。

もちろん、企業には多様な課題があり、利害関係の異なるステークホルダーや、企業価値向上に対する時間軸の視点が異なる投資家からの意見もあり、優先順位付けに悩みを抱えていることも多い印象です。

対話活動においても同様で、長期的な企業価値に影響を与える要素を踏まえ、優先順位を持って絞り込みを行った上で継続的に議論する必要があります。

そのため、当社における対話アジェンダの達成基準は、ROE目標や営業



利益率目標といった成果基準ではなく、企業が取るべき具体的な経営行動に関する基準を設定した上で、企業価値向上を目指しています。このような枠組みで進捗管理を行うことで、改善行動を支える黒子的存在として企業との関わりを継続したいと考えています(なお、こうしたボトムアップ対話に加えて、ネットゼロ貢献に向けた活動等の一環として、テーマを定めたトップダウン対話も行っています)。

対話を踏まえた議決権行使(エスカレーション)

アナリストが継続的に行う企業との対話の状況や結果は、議決権行使の判断にも反映されます。その際、効果的と判断する場合には、議決権行使の賛否判断においてより厳しい判断(エスカレーション)を行うこともあります。

当社による議決権行使判断は、理由とともに全て公表しており、必要に

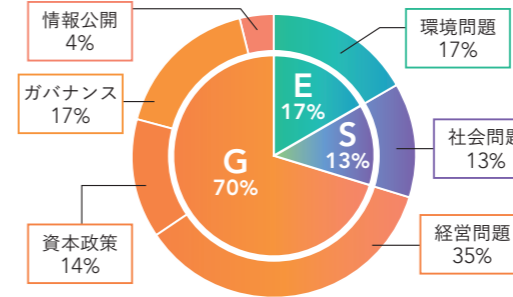
応じて企業にも直接伝達しながら対話を継続することで、企業価値の向上を目指しています。

例えば、2023年3月には、東京証券取引所がPBR(株価純資産倍率)1倍割れの企業が多数存在することを踏まえ、資本コストを意識した経営の要請を行いました。当社は、それ以前

※1 重点対話企業

約220社
(2022年度)

セクターアナリストカバレッジ数は約600銘柄



※3 対話アジェンダの進捗管理

区分	状態	
新規設定(対話前)	アジェンダの新規設定(期末時点で対話未済)	
課題共有中	経営層未済まで課題認識が共有、または、共有までには至っていない	
課題対応中	プロセス構築中	経営層まで課題認識を共有しており、プロセスを構築中
	行動進捗中	課題解決に向けた取り組み進捗中
対応完了	アジェンダ目標達成	

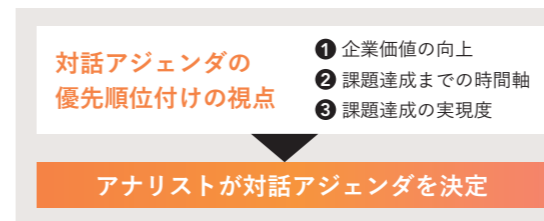
Q 対話アジェンダのリストアップから優先順位付けのイメージ

企業の弱み・改善点のリストアップ(前ページのボトムアップ対話の主な流れ③)

対話アジェンダの事例	企業価値向上を踏まえた対話視点	
E対話	① 製造手法改善	● 製造工程におけるCO ₂ 発生抑制の抑制取り組み
	② 環境経営・GHG排出ネットゼロ	● 省エネ製品や新製法の開発推進と投下資本のバランス
	③ TCFD・環境情報開示	● 2050年カーボンニュートラルに向けた経営戦略の構築
S対話	① 社内文化・従業員との関係性	● ビジネスにおけるリスクと機会、対応策の開示強化
	② ステークホルダー・顧客との関係性	● 企業理念の浸透、従業員エンゲージメントの開示強化
	③ 労働安全・人権対応	● 人材育成施策・DEIの推進、中途採用人材の活用
G対話	① 経営戦略・投下資本効率	● サプライヤー等との関係構築
	② ガバナンス体制・対話姿勢	● 労働慣行・安全衛生等の開示強化
	③ コンプライアンス・リスク対応	● 投資と還元的最適構成、質の高い投資規律の設定

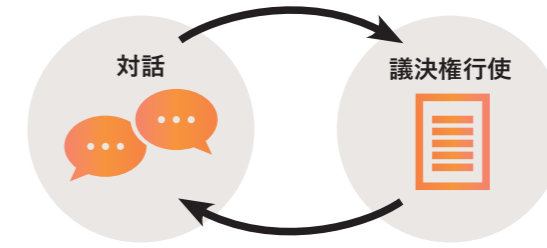
製造業を一例にすると、E・S・Gの各側面において企業が抱える課題を左の表のように整理することができます。表外の内容も含めた対話テーマのなかから、対話が散漫にならないようにステークホルダー視点における重要性の高い取り組みを検討します。アナリストは調査活動の内容を踏まえ、「企業価値の向上」「課題達成までの時間軸」「課題達成の実現度」を総合的に勘案して優先順位付けを行った上で、対話アジェンダを設定することが重要です。

対話アジェンダの設定(優先順位付け) (前ページのボトムアップ対話の主な流れ④)



対話を踏まえた議決権行使(効果的と判断する場合は、より厳しい判断も行う=エスカレーション)

から、親子上場などの要因で資本効率が低迷している企業と継続的な対話を行うとともに、必要に応じて、資本効率を意識した経営を求める株主提案にも賛成(エスカレーション)しながら、投資先企業の資本効率の改善に向けて取り組んできました。



議決権行使判断は、理由とともに全て公表
議決権行使の後にも対話を継続

企業価値向上を後押しする対話活動の実際

当社が投資判断を行う上で、企業の ESG 要素を分析することは不可欠ですが、企業にとっても ESG 要素のリスクや機会を適正に捉えて、企業価値を把握することの必要性は高まっているように思います。

投資家から見える企業価値向上の分析視点をお伝えするという意味で、継続的な対話を行う意義は大きいと考えており、当社アナリストは主に右記のような視点を持って対話に臨みます。

ここでは、個別企業との対話（実例①）、業界団体との意見交換（実例②）、継続的に経営層と行う対話（実例③）の実際をご紹介します。

ESG 関連でのアナリストの主な対話の論点

- ESG に関する機関投資家の捉え方
- 業界／投資先企業における ESG の課題認識、外部環境を踏まえた重視する ESG 開示情報の共有
- 業界／投資先企業の ESG 情報をどのように財務分析に反映するかという意図の共有
- 経営改善の参考となる他社事例の紹介 等

実例①食品会社

個別企業への ESG 勉強会を通じて、ESG 経営の高度化を後押し

当社のアナリストが、食品会社 A 社からの依頼を受け、同社の経営層を対象とした ESG に関する勉強会を実施しました。そこでは、全 72 ページのプレゼン資料を用意し（下段に一部抜粋を掲載）、当社の ESG に関する考え方をお伝えするとともに、企業価値向上に向けた双方向の議論を行いました。当社からお伝えした「課題」や「期待する ESG 取り組み」の内容（抜粋）については以下の通りです。この勉強会を通じて、当社の考え方をご理解頂く一方、当社自身も議論を通じて A 社の取り組みの考え方を深める有意義な機会となりました。

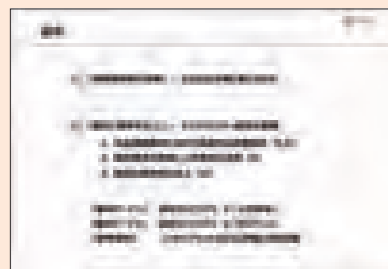
食品会社 A 社が抱える主な課題（例）

- 健康・栄養・循環経済といった食品業界にとって重要な ESG 課題の解決を起点とするビジネス展開の強化
- 経営層と従業員との一体性や人的資本経営についての社内取り組み、情報開示の強化
- 商品の付加価値に見合う価格設定、収益性の向上 等

企業価値向上に向けて今後期待する ESG 取り組み（例）

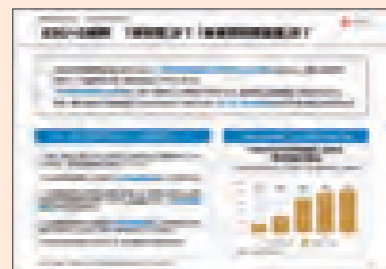
- 環境・社会課題解決に向けた具体的な目標設定 [E, S]
- 従業員エンゲージメント向上に向けた施策の実施とモニタリング情報の開示の充実 [S]
- セグメントごとの収益性指標・ROIC ターゲットの提示 [G] 等

食品業界担当アナリストが実際に使用したプレゼン資料（全 72 ページ）を一部紹介



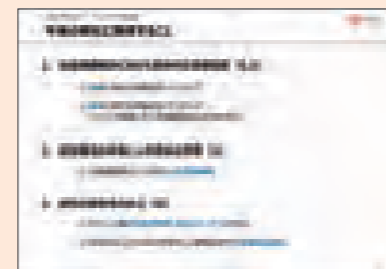
目次

機関投資家の ESG に関する目線や、E・S・G 別に食品業界に期待すること、参考情報や最近のトピックスなどを網羅的に記載



機関投資家の目線

ESG 要素を、単なる「非財務」情報と捉えるのではなく、「未実現財務価値」という視点で分析している点を強調



企業への期待

個別企業の成長ステージに合わせ、E・S・G のそれぞれについて、A 社に今後期待する経営取り組みを具体的に解説

実例②地方銀行業界団体

業界団体主催の勉強会講師として、業界に働きかけ

地方銀行の業界団体が主催する勉強会で、銀行セクター担当の当社アナリストが勉強会講師を務めました。そこでも全 56 ページのプレゼン資料を用意し（下段に一部抜粋を掲載）、以下記載のように、ESG の要素を含む長期的な課題認識とともに、今後業界全体が価値を高めるために当社が期待する ESG 取り組みなどについてお伝えしました。業界団体の多くの方がご参加されていたため、当社としても幅広い意見交換を行うことができました。このような勉強会への参加を通じて、個別の地方銀行の方との対話のきっかけにもなればと考えています。

地銀業界が抱える主な ESG 課題（例）

- 改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応
 - 資本効率の改善
 - デジタル・トランスフォーメーション（DX）やサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）の対応
 - 人口減少（少子高齢化、過疎化、後継者不足問題等）
 - 自然災害の頻発・激甚化 等
- 改訂コーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえたコンプライアンス対応の進展 [ESG 全般]
- 規律ある資本政策の実践 [G]
- 人的資本に関する開示の工夫や充実 [S]
- 気候変動関連での主体的な取り組み [E] 等

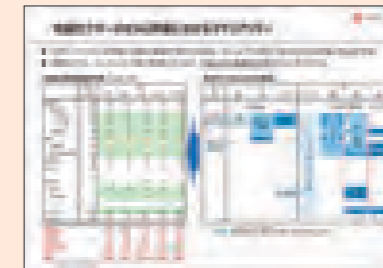
業界全体の価値向上に向けて今後期待する ESG 取り組み（例）

銀行業界担当アナリストが実際に使用したプレゼン資料（全 56 ページ）を一部紹介



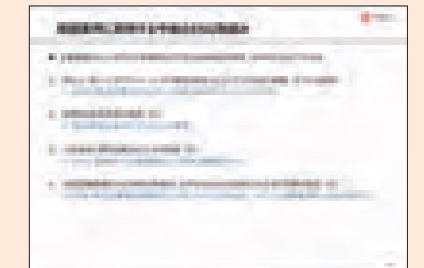
ビジネス分析の視点

銀行ビジネスを分析する際に、セクターアナリストが重視している視点を整理



ESG 要素の業績への反映

地銀の分析において、ESG のマテリアリティの認識と業績予想への反映手法を解説



ESG 取り組みへの期待

地銀業界において、E・S・G のそれぞれについて、今後期待する取り組みを具体的に解説

コラム

ESG リサーチの社内勉強会の取り組み

投資先企業との個別対話を行うセクターアナリストには、ESG に関する深い見識が求められます。

アナリストチームでは、ESG に関わる情報を日々アップデートするほか、定期的に ESG リサーチ会議と称し、メンバー間での対話の好事例を共有化したり、専門家のレクチャーを受けたりする機会を設けています。こうした取り組みを通じて、ESG インテグレーションや対話スキルの向上など、リサーチ力の強化に取り組んでいます。

ESG リサーチの社内勉強会資料の例



事例③サービス会社 企業の変化を捉える柔軟な対話アジェンダの設定

当社では、企業の本質を見出すリサーチ段階で ESG 分析に取り組み、浮かび上がった ESG の重要課題を企業面談時に共有することで企業価値向上に向けた糸口を掴むことを心掛けています。セクターアナリストは課題の把握のみならず、世の中で求められる要求の高まりを感じとり、伝達する役割も担っています。

ここでは具体的な事例を用いて、世の中の変化に対応しながら対話を行っている様子をご紹介します。

1 企業の ESG 課題の把握

A 社はお客様と従業員との接点が近く、お客様の体験価値を高めることでリピーターを増やすことに強みを持つサービス企業です。当初の ESG 分析では、G の評価項目のうち、特に資本収益率に関する項目に課題があると判断し、「ESG における重要課題」として特定し、重点的に企業との対話を行いました。

2 課題解決に向けた対話の実践

A 社の ESG 評価では、従業員に対して企業が重要と考える価値観の共有を繰り返し行うことで、高いサービスレベルを維持している点を評価していました。一方、余剰資金を抱え、「資本収益率」にはやや課題があったことから、対話活動の初期段階では、「顧客獲得に向けた投資の増加」について議論を行いました。対話を進める中で、経営者の資本収益率改善に向けた意識が高まってくる様子も感じられ、顧客獲得に向けた投資を通じて客数や客単価を増加させ、企業価値を高める好循環が実現してきました。

3 世の中の変化に応じた対話内容の設定

人的資本の重要性に注目が集まるなか、担当アナリストは、次の段階の対話テーマとして「従業員のやりがい向上を通じた収益拡大サイクルの構築」に取り組むことがさらなる企業価値向上に繋がると考え、右図（後期の対話議論内容）のような新たな対話課題を設定しました。

実効性の高い施策を実施するためには、現状を定量的に把握することが重要となります。当社では海外での事例などを紹介しながら、従業員満足度を測定することの重要性について対話を継続しました。

4 対話を通じた ESG 評価への反映

経営者からは、従業員や顧客満足度を高めることは喫緊の課題であると共有頂き、そうした課題に対する投資を行っていく姿勢が示されました。当社では経営者の姿勢の変化を ESG 評価や長期業績予想に反映させることで投資判断に結びました。

企業は「生き物」であり、取り巻く環境も変化します。当社では、この事例のように、企業が価値を向上させるために今必要なことを絶えずアップデートしながら対話を行います。ESG 評価はそのためにも必要不可欠であり、対話の好循環を生むツールとも言えます。



A 社担当アナリストのコメント



投資調査室 チーフ・アナリスト 佐藤 啓吾

A 社経営陣とは長期間にわたり継続的な対話を積み重ねていますが、「人を生かす経営」に実直に取り組もうとする経営姿勢に強く共感しています。

コラム 従業員エンゲージメントが企業価値にもたらす効果とは

人材を「資本」と捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上を目指す人的資本経営を目指す企業が増えています。人的資本経営において特に重要とされるのが、従業員による仕事・職場への熱意を持った関与を意味する「従業員エンゲージメント」の向上です。

このコラムでは、従業員エンゲージメントの向上がどのような効果をもたらすのかについて、世界の学術研究の成果を紐解きます。

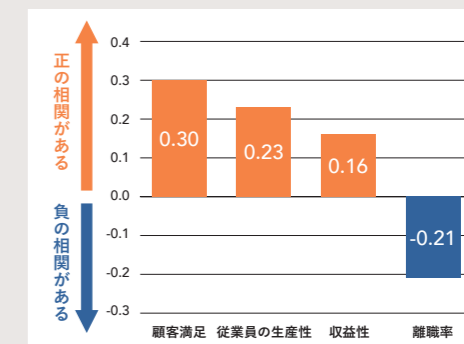
従業員エンゲージメントは、顧客満足・従業員の生産性・収益性を高め、離職率を抑制する

最初にご紹介する研究は、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのクリスチャン・クレケル准教授らが 2019 年に発表した論文です。同氏らは、従業員エンゲージメントと①顧客満足、②従業員の生産性、③収益性、④離職率、の関係に関する 339 の独立した分析結果を基に、その全体的な傾向を調べる「メタ分析」と呼ばれる分析を行いました。

その結果、右図の通り、従業員エンゲージメントと顧客満足・従業員の生産性・収益性との間には正の相関が、離職率との間には負の相関が報告される傾向にあることが分かりました。

業種別では、製造業で収益性との相関が特に強い一方で、サービス業では顧客満足との相関が強いといった傾向があることも分かりました。

従業員エンゲージメントと顧客満足・生産性・収益性・離職率との相関関係 (相関係数の調整後平均値)



出所: Krekel, C., Ward, G., & De Neve, J. E. (2019). Employee wellbeing, productivity, and firm performance. Said Business School WP 2019-04 を基にニッセイアセット作成

パーパスが社員に浸透する企業は業績が上回る

次にご紹介する研究は、ESG における世界的な権威でもあるハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授らによる論文で、2019 年に学術誌に掲載されました*。

この研究は、従業員へのアンケート調査データを用いて、パーパスの明確さ（会社が目指すもの、それを実現する方法、社員への期待事項などが明確かどうか）を数値化し、財務パフォーマンスとの関係を分析しました。その結果、パーパスが、特に中間管理職や専門職の

間で明確になっている企業は、財務パフォーマンスが優れる傾向にあることが分かりました。

この研究は、従業員エンゲージメントを直接測定・分析したものではありませんが、パーパスを含む経営理念の従業員への浸透を通じて、従業員エンゲージメントを高めることが、財務パフォーマンスを高めるために重要であることを示唆しています。

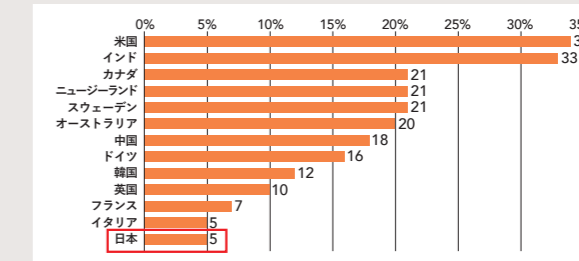
* Gartenberg, C., Prat, A., & Serafeim, G. (2019). Corporate purpose and financial performance. Organization Science, 30(1), 1-18

日本企業への示唆：ESG の S の重要性

日本企業は、平均的に見ると、諸外国と比べて「熱意を持った社員」（従業員エンゲージメントの高い社員）が極めて少ないことが国際調査で判明しています。

逆に言えば、日本企業にとって従業員エンゲージメントの向上は、競合他社との差別化に繋がり、企業価値にも大きな差として現れる可能性が高いと言えるのではないのでしょうか。このことは、ニッセイアセットの ESG レーティングの中でも、特に S レーティングが高い企業の株価パフォーマンスが優れる傾向にあることにも関係している可能性があります。

従業員エンゲージメントの高い社員の割合の国際比較



出所: 米ギャラップ社のデータを基にニッセイアセット作成

コラム ニッセイアセット ESG セミナー（2023.5.30開催）

第一部 人的資本経営

2023年5月30日、経団連会館にて「ニッセイアセット ESG セミナー」が開催されました。

人的資本経営で先進的な取り組みをされている、オムロン株式会社 執行役員常務 井垣勉氏(写真)をお招きし、ニッセイ基礎研究所 井出真吾氏の司会のもと、当社執行役員チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサー 井口譲と、企業と投資家にとっての人的資本経営の重要性について、以下の3つのテーマで、パネル対談を行いました。(以下は、その抜粋となります)



オムロン株式会社 井垣氏

テーマ① 人的資本経営と開示の潮流

井口 人的資本は、中長期的な観点で企業価値を分析する投資家にとっては従来から重要でした。素晴らしい経営計画であっても、従業員の働き方次第で、その成否が決まるからです。一方、最近、特に注目される背景には、サステナブル社会の到来のなか、多くの企業で、経営戦略の再考やビジネスモデルの抜本的な改革が必要となり、人的資本の活用期待が集まっていることがあります。このように投資家にとってより重要な情報となったため、有価証券報告書での人的資本の強制

開示が求められたと考えています。海外でも状況は同じであり、欧州・米国などグローバルでも、人的資本の開示ルールの整備が進んでいます。

井出氏 海外での情報開示制度が進展しているなか、オムロンさんはどのように対応していますか。

井垣氏 以前から海外の機関投資家対応の観点で、状況を注視し、対応するようにしています。

テーマ② オムロン株式会社の人的資本経営の取り組み

井垣氏 当社では、今後10年の成長を見据え、5つのサステナビリティ重要課題を特定しています。その中で、人的資本に関わるのは「③価値創造にチャレンジする多様な人財づくり」と「⑤バリューチェーンにおける人権の尊重」です。5つある重要課題のうち2つということで、人的資本が当社の今後の成長にとって大変重要な位置づけにあるという点をご理解頂けると幸いです。今回は③の人財づくりに焦点をあて説明したいと思います。

人財づくりのポイントは、D&I。ただ、外形的なものを当てはめず、オムロン自身の言葉で定義しました。「Diversity」は「より良い社会づくり」へ挑戦する多様な人々を惹きつけること。「Inclusion」は「一人一人の情熱と能力を解放し、多様な意見をぶつけ合うことでイノベーションを創造し成果を分かち合うこと」と定義しました。この定義に基づき、この先10年の成長で「求められる人財像」も明確化しています。

また、人財施策についてKPIを設定しています。重要なことは、人

財施策の結果として、2024年度末に人的創造性(付加価値/人件費)が7%向上するという目標を設定した点です。7%向上は、3年間で人への投資を増やすことで15%の人件費上昇を計画するとともに、これによって付加価値を22%増やすことを意味します。こういった施策を従業員のアクションに繋げるため、社員に対する株式報酬制度も導入し、企業価値向上の果実が従業員にも行き渡るようにしています。井口さんの発言にもありましたが、経営戦略立案だけでなく、どのように従業員をモチベートし、動かすかが鍵と考えています。



テーマ③ 投資家にとっての人的資本の重要性と活用

井出氏 では、投資家としてどのような人的資本の開示が望ましいのでしょうか。

井口 投資の目的は、お預かりした資産の中長期的なリスク調整後リターンを最大化です。このため、人的資本の活用は経営戦略と連動したものになる必要があります。中期経営計画との整合性を見極めることが重要になると考えています。経営戦略と連動した人的資本の開示は、企業価値評価にとって、非常に有用となります。

井出氏 オムロンさんが、人的資本の開示で苦労しているところはどこですか。

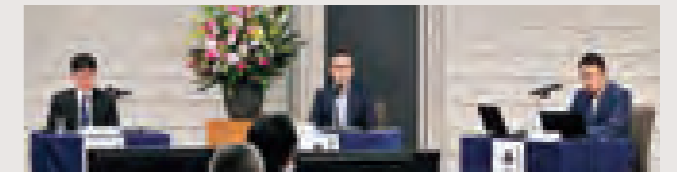
井垣氏 人財施策は、その成果が出るまでに時間がかかるという時間差があります。したがって、説明の際にはストーリーが重要と考えています。有価証券報告書と、より詳細に説明できる統合報告書を活用し、人的資本も含めた価値創造のストーリーを伝えるよう心掛けています。

井出氏 ところで、第二部で議論される人権ですが、オムロンさんが重視する人権の取り組みをどのようにチェックしているのでしょうか。

井口 主に機会に焦点をあてる人的資本と人権は、表裏一体で企業存立の基本的な条件でもあると考えています。サプライチェーンにおける人権デューデリジェンスの有無などを開示資料でチェックしています。

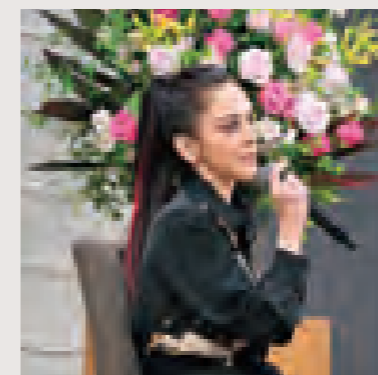
井出氏 年金スポンサーは人的資本情報をどのように活用すべきでしょうか。

井口 人的資本の活用は、中長期的な株価パフォーマンスに影響するため、必要に応じ、委託運用業者が、投資先企業の人的資本の状況をどのように把握しているかをチェックすることは、委託運用業者のクオリティ評価にとって一つの示唆になるのではないかと考えています。



左：井口、中央：井垣氏、右：井出氏

第二部 人権、ダイバーシティ



第二部では、俳優サヘル・ローズ氏と当社社長大関が対談を行いました。ローズ氏の生い立ちを振り返りつつ、いま注目されている人的資本経営の土台となる人権などについて企業経営の視点も交えながらお話し頂きました。(以下はその抜粋となります)

サヘル・ローズ氏 俳優

イラン出身。8歳で来日し、高校在学中から芸能活動を始める。主演映画『冷たい床』では、ミラノ国際映画祭で最優秀主演女優賞を受賞。また、第9回若者力大賞を受賞。公私にわたる福祉活動が評価され、2020年には米国で人権活動家賞も受賞。

大関 本日はありがとうございます。サヘルさんの簡単な自己紹介をお願いします。

ローズ氏 私は、イラン・イラク戦争のさなかに家族を失い、孤児院で育ったため本当の名前も誕生日もはっきりしません。サヘル・ローズという名前は「砂漠に咲く薔薇」という意味で、養母から授かりました。本来、砂漠に薔薇は咲かないのですが、過酷な状況でも凛と美しく咲いてほしいとの願いが込められています。養母の夫を頼り8歳の頃来日しましたが、義父の虐待に伴い、養母と2週間ほどホームレス生活をしました。この時、スーパーのおばさんや小学校の先生など多くの人達に助けられました。現在の日本にも貧困は存在するし、何らかの理由により親元で生活できない子供達もいます。全ての子供達に社会の居場所を作ってあげたいと思っ支援活動を行っています。

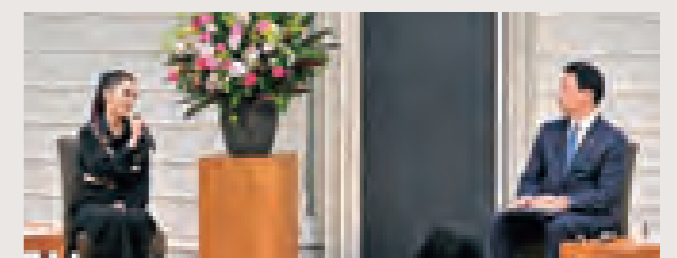
大関 人的資本のベースとなる“人”が、人として希望や夢、やる気を持って生きていくためには、どうしたらよいと思いますか。

ローズ氏 私は、“人”を育てることは自分自身を育てることと同義だと思っています。私の場合、自己肯定力を上げてくれた養母の存在が大きいです。日本人は他人と合わせることを重視しがちですが、お互い違って当たり前、他人が持っている視点を大切に、お互いを尊重し合うことが、“人”を育てる上で重要だと思います。また、言葉をファッションのように表層的に使うのではなく、本質を見ることが大切です。そして、種を蒔いてもすぐには芽が出ないことを認識すべきだと思います。

大関 企業がイノベーションを起こすためには各人がオープンな関係性である必要があり、それには心理的安全性が重要です。支援の手を差し伸べても心を閉ざしてしまう人もいます。こうした方とオープンに話すためにどのようなことを心掛けていますか。

ローズ氏 私は中学生の頃いじめられていましたが、言葉の暴力は身体的な暴力よりも厄介です。私がそこから学んだのは、心を閉ざしている人には、まずは横に座り寄り添うことが大切だと思います。自分の痛みは自分にしか分からないものなので、「分かるよ」などと安易に言わないことも大切だと思います。

大関 変化が激しい時代こそ、企業価値を向上させるためには、“人”が持てる能力を最大限発揮することが必要です。それと同時に、働いている一人一人のハピネス、幸せの向上がないと、自発的なアイデアや好取り組みは生まれてこないとも思います。これまでのサヘルさんのお話を踏まえ、何か経営へのヒントを見つけて頂ければ望外の喜びです。



左：ローズ氏、右：大関

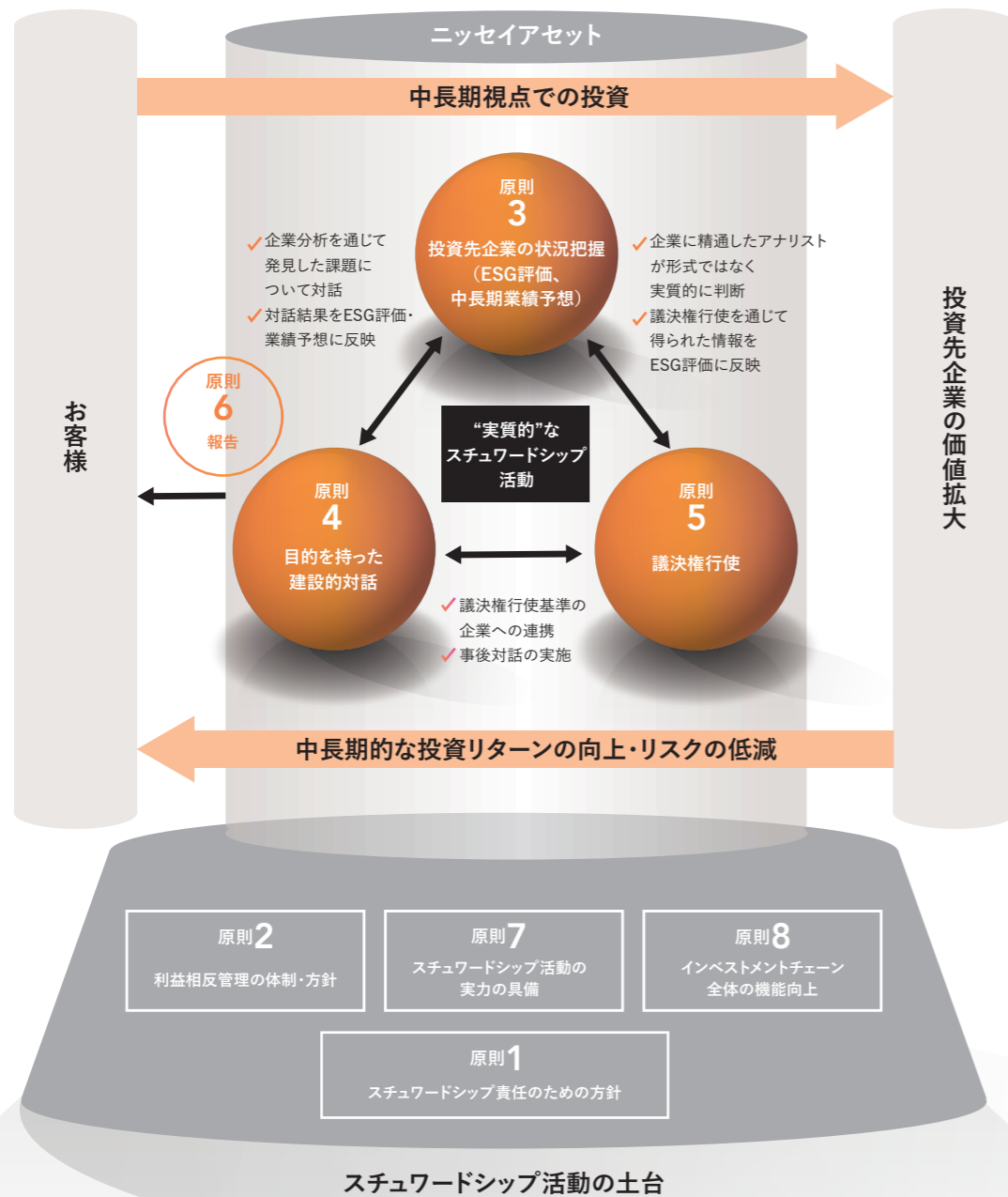
スチュワードシップ活動の全体像・活動体制

私達の調査・投資活動が目指すものはお客様と投資先企業の価値の共創です

ニッセイアセットは、お客様の中長期的な投資リターン向上とリスクの低減を目的とした調査・投資活動を運用プロセスの中核としており、このプロセスにおいて重要となる「投資先企業の状況把握」「目的を持った建設的対話」「議決権行使」を通じてスチュワードシップ責任を果たし、投資先企業の価値拡大に繋げることでお客様と投資先企業の価値の共創（Co-Creation）が果たされるよう努めています。

スチュワードシップ活動の全体像

当社のスチュワードシップ活動の全体像を、スチュワードシップ・コードの各原則に照らした場合、以下のような関係（イメージ）になります。具体的な取り組み内容については、P74以降の「2022年度スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」をご参照ください。



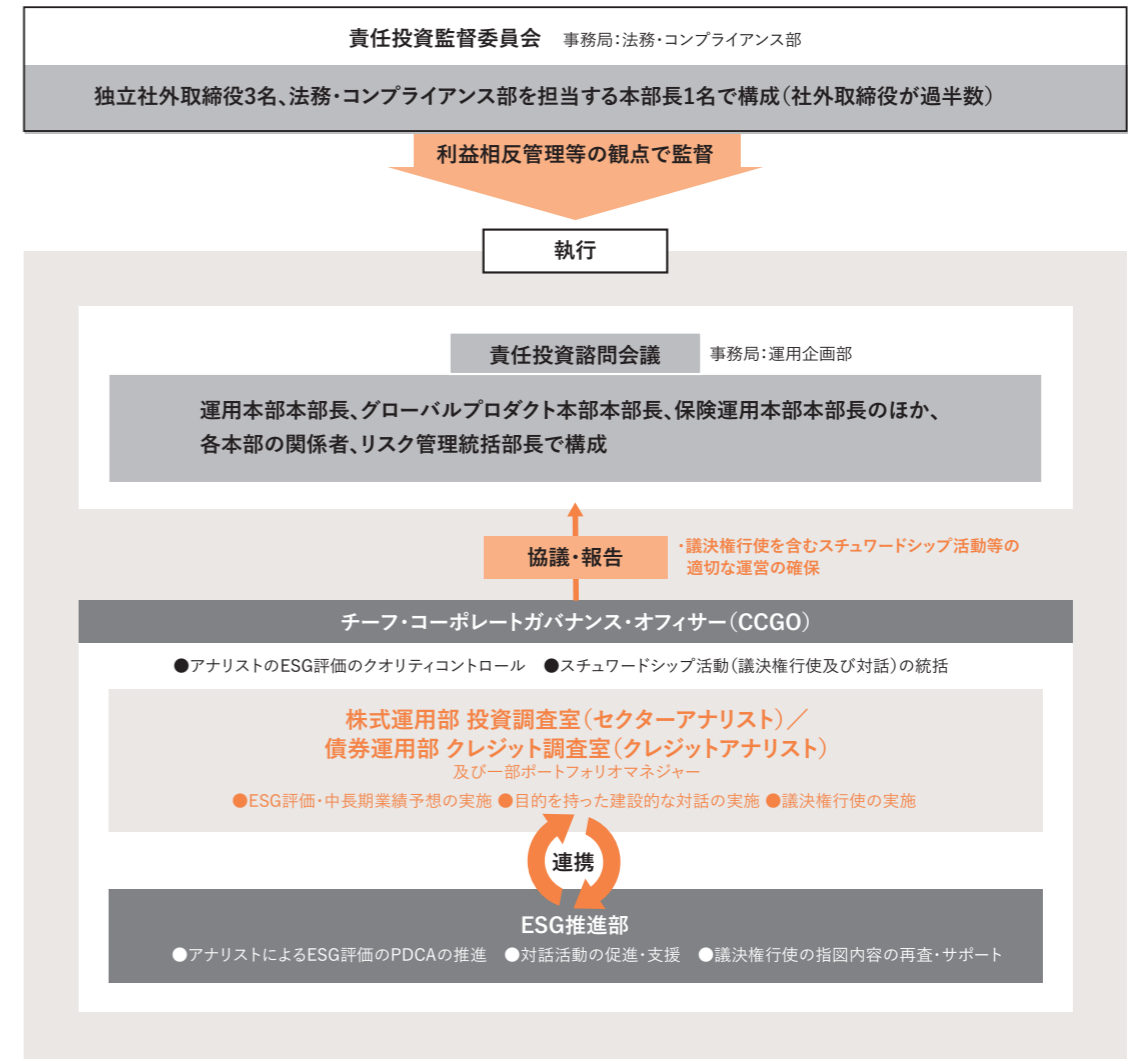
スチュワードシップ体制

当社では、利益相反管理等の観点からスチュワードシップ活動の監督を実施する、独立した社外取締役を過半数とする「責任投資監督委員会」を設置しています。また、運用本部本部長（役員）を議長とし、当社の ESG 運用やスチュワードシップ活動を資産横断的に議論する「責任投資諮問会議」を設置しています。このような体制のもと、日本版スチュワードシップ・コードに定められている「企業の状況の的確な把握」「建設的対話」「議決権行使」の各活動について、国内株式のセクターアナリスト約 20 名が中心となり、各担当企業に対して一貫して実施する体制としています（一部企業は国内社債のクレジットアナリストが議決権行使を除いて担当）。これは、企業に最も精通するアナリ

ストが、一連の活動を担うことで、各活動に相乗効果生まれ、形式的なスチュワードシップ活動ではなく、企業価値向上に資する実質的なスチュワードシップ活動が実現するとの考えに基づいています。

また、当社では ESG や議決権行使に関する専門人材であるチーフ・コーポレートガバナンス・オフィサーのもと「ESG 推進部」が中心となり、アナリストの実施する ESG 評価の高度化や、クオリティコントロール・PDCA を推進しています。ESG 推進部は、専門人材として配置した部長・部員のほか、株式・債券・外部運用等の各部から担当者が兼務することにより、関係部門と連携しながら活動を深める体制となっています。

スチュワードシップ活動の体制図



社外取締役との対談

責任投資監督委員会とチーフ・コーポレート
ガバナンス・オフィサーとの対話 2023

昨年に引き続き、責任投資監督委員会メンバーでもある、3名の社外取締役と議論を行いました。



座談会
出席者

濱 正孝
社外取締役

布施 麻記子
社外取締役

黒沼 悦郎
社外取締役

井口 譲二
執行役員
チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサー

井口 本日は、お時間を頂きありがとうございます。当社の責任投資監督委員会（以下、委員会）は、社外取締役の方を過半とする構成であり、これによって、取締役会から委員会までの一貫したステュワードシップ活動が可能になっていると考えています。本日は、委員会のごときと同様、忌憚のないご意見を頂ければと思っています。

ステュワードシップ活動に
期待されること

井口 最初のテーマですが、金融庁フォローアップ会議でアクションプログラムが示され、その中で、ステュワードシップ活動の実質化が求められています。このような中で、当社のステュワードシップ活動において求められることなどについて、ご意見を頂ければと思います。では、黒沼取締役からお願いいたします。

黒沼取締役 ステュワードシップ・コードは、機関投資家の活動の大枠を定めるものであって、具体的な活動の内容は、機関投資家が自ら判断して定めるものだと思っています。ですので、ステュワードシップ活動の実質化は、我々の責務であると考えています。当社でも、女性



布施 麻記子（社外取締役）
山田コンサルティンググループ株式会社取締役も兼務



濱 正孝（社外取締役）
国内外の資産運用会社の役員を歴任、東京エレクトロン株式会社社外監査役も兼務

取締役導入推進の方針を公表し、その後対話を通じて周知をはかった結果、基準が適用となる今年の総会では、反対する企業がなくなっていたということがありました。これは実質化の一例として高く評価できると思います。今後は、現状の対象であるTOPIX100をどのように拡大していくか、ということになると思います。

井口 ご指摘のように、議決権行使と対話をどのように組み合わせるのかというのは、ステュワードシップ活動の実質化という観点で重要だと思っており、いつも頭を悩ませています。今後とも、ご助言よろしくお願いたします。では、布施取締役、濱取締役、お願いいたします。

布施取締役 委員会を見ていて感じるのは、「議決権行





黒沼 悦郎 (社外取締役)

早稲田大学法学学術院教授、政府の審議会の座長等を歴任

使や企業との対話を通じて、企業の健全な成長をサポートしよう」という強い思いが、皆さんにあるということです。こういった思いが、今後とも当社のステュワードシップ活動の実質化にとって重要であると思っています。

濱取締役 私もそのように感じています。また、当社は『年金情報』のステュワードシップ活動において、年金顧客満足度評価が3年連続首位であり、こういったステュワードシップ活動の実質化は、お客様からも高く評価されているのではないかと考えています。

井口 ありがとうございます。布施取締役がおっしゃったように、色々な新しい事象が出てくる中、企業価値向上の観点から常にステュワードシップ活動に取り組み、また高度化していくという姿勢が、活動の実質化において重要になるのではと思います。そしてそれは、濱取締役に引き上げられたように、お客様からの評価にも繋がると信じています。

昨年度の責任投資監督委員会の運営について

井口 次に、昨年度の委員会の振り返りと今後の方向性などについて、布施取締役からご意見をお願いいたします。

布施取締役 毎年のこととなりますが、利益相反管理はしっかりと行われていると思いました。印象深かったのは、退職慰労金の行使基準策定時の議論です。グローバル・国内のガバナンス形態や退職慰労金の状況を踏まえた上で、退職慰労金に一律に反対するのではなく、開示の重要性に絞ったところとなりますが、非常に丁寧に議論がなされていると感じました。

濱取締役 委員会では、ステュワードシップ活動だけでなく、その前提となる資本市場の状況について議論することもあります。特に、私にとっては東証の市場区分の議論が有益でした。「上場会社数は多いかもしれないが、機関投資家から高いガバナンス等を求められるため、結果として市場全体がよくなる」という考え方が学びになりました。今後とも、幅広い視点で議論させてもらえればと思います。

黒沼取締役 昨年は、大きな進展のあった1年でした。国内株式だけでなく、外国株式、REITの行使基準を整備したことは、特に意義深いです。E・S要素を行使基準に組み込むということが実現しなかったのは残念ですが、今後とも検討は続けてもらいたいと思います。また、詳細な考察を経て、政策保有株の行使基準を策定したこ

とも、高く評価できる点です。

井口 ありがとうございます。ご指摘のように、議決権行使基準は、常に実効的な基準を設定したいと考えています。そのために、幅広い視点で議論させて頂ければと思います。また、こういった姿勢が、政策保有株の基準策定において、資本効率への考慮や有価証券報告書への「縮減の方針」の記載を求めるといった、他社とは違った基準の策定に繋がったと思っています。

責任投資監督委員・社外取締役としての期待

井口 最後となりますが、責任投資監督委員・社外取締役として、今年度への期待をお話し頂ければと思います。濱取締役からお願いいたします。

濱取締役 職員の方にはいきいきと働いて頂きたいと思っています。また、今後は資産運用ビジネスがますます注目されると思いますので、フロントランナーとしてがんばってほしいと思っています。

黒沼取締役 市場には、上場子会社の課題や、東証プライム市場に対話内容の開示を求めるなどの新しい事象もあります。これらに適切に対応する必要があると考えます。社外取締役としては、当社自身の取り組みも重要だと思っています。

布施取締役 社外取締役としてになりますが、当社は、取締役会体制を見直すなど、スピーディーに取り組んでおり、これを続けてもらいたいと思っています。また、



井口 譲二

(執行役員 チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサー)

運用部門で、資産横断的に、ステュワードシップ活動、ESGを中心としたリサーチプロセスを統括

新NISAの立ち上げなどがありますので、グループのブランド力を生かし、積極的に取り組んで頂きたいと思っています。

井口 ありがとうございます。座談会は以上となりますが、当社のステュワードシップ活動の進化に向け、本年度も委員会で様々な議論をさせて頂ければと思います。よろしくお願いたします。本日はありがとうございました。

(文責：井口譲二)



リターンも生むインパクト投資に向けた取り組み

金融庁がインパクト投資の基本指針案を公表

2023年6月、金融庁のインパクト投資等に関する検討会が、インパクト投資に関する基本指針の案を公表し、インパクト投資に必要な4つの要件が示されました(右表)。

ニッセイアセットでは、10年以上にわたって培ってきたESG運用の知見を応用し、2021年に、日本株式及びグローバル株式を投資対象とするインパクトファンドを、2022年には「ニッセイ国内株式クライメート・トランジション戦略ファンド」(当社でインパクトファンドと位置づけ)の運用を開始しました。

これらのインパクトファンドにとって特に重要なのが、右表①、②にあるように「インパクト及び収益性(リターン)をいかに両立させることができるか」という点、そして「投資しない場合と比べていかに追加的なインパクトを生むことができるか」という点です。

ここでは、この2点に焦点を絞って、ニッセイアセットの取り組みを解説します。

Q インパクト投資の4つの基本的要件

①意図	インパクト及び収益性(リターン)を実現する意図が明確であること
②追加性	自社が投資しない場合と比べて追加的なインパクトが見込まれること
③特定・測定・管理	インパクトの特定・測定・管理を行うこと
④新規性などの支援	市場・顧客を変化させ得る新規性や優位性を支援するものであること

※2023年6月時点の案であり、今後、変更される可能性がある
出所:金融庁資料を基にニッセイアセット作成

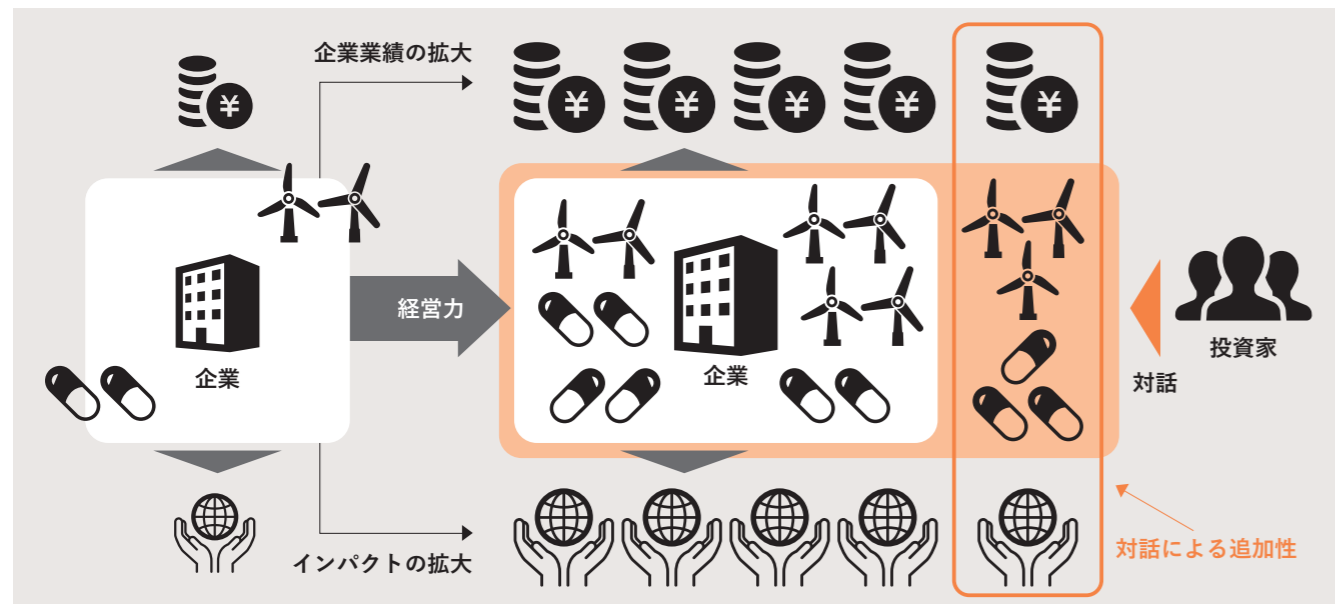
インパクトと収益性(リターン)の両立に向けて

インパクトを投資のリターンに繋げるためには、企業がインパクトを通じて業績を伸ばし、企業価値を向上させることが必要となります。

GHG排出量を大幅に削減する省エネ製品や、人々の幸福度を大きく改善するサービスがあった場合、それを企業価値向上に繋げるためにはそれらをいかに世の中に普及・流通させることができるかという点が重要です。

従って、投資家として留意すべき点はそうした製品やサービスの価値を正しく認識することに加え、それらを普及・流通させることのできる経営力に対する目利きということになります。さらには、効果的な対話を通じて追加性に貢献することもインパクト投資の重要な要素であり、これらをもって初めてインパクトと収益性の両立が実現できると考えています。

Q インパクトと収益性(リターン)両立のイメージ図



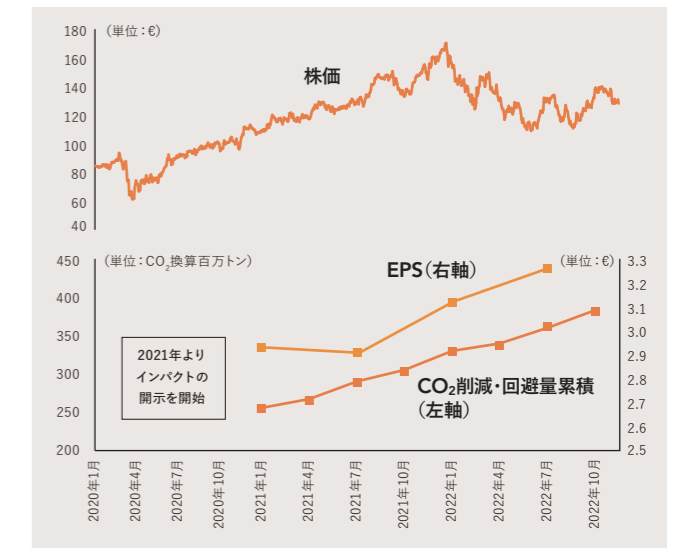
投資先企業におけるインパクト創出とリターンの両立の事例

A社は、顧客企業のデータセンターや工場、ビル・住宅などのエネルギー効率を改善させる事業を主力とするフランスの電気機器大手です。同社は、2020年からの5年間で、顧客のCO₂排出量を5.37億トン削減・回避することに貢献するという目標を掲げ、インパクト創出と企業価値向上に取り組んでいます。

同事業は直近にかけて好調に推移しており、2022年末までに1.77億トンの削減・回避を実現したと推計されています(同社は2021年からインパクトの開示を開始)。同時に、一株当たり売上高(EPS)と株価も直近にかけて、概ね堅調に推移しており、インパクト創出と企業価値向上の両立が実現する状況が続いています。

当社としても、同様の事業を行う企業の好事例などを共有しながら、経営に「インパクト」を与えられるよう対話を継続しています。

Q A社の株価・EPS・インパクトの推移



注:CO₂削減・回避量累積は2018年からの累積
出所:ブルームバーグのデータ、および会社公表資料を基にニッセイアセット作成

投資家の立場から投資先企業におけるインパクト創出を後押しする

前述のように、自社の投資がインパクトの追加性を創出するには、自社が投資をしたから企業に何らかの変化が生じ、インパクトを増大させるアクションに繋がることが求められます。

上場株式投資は、未上場株式投資と比べると、一般的に企業への影響力は小さい傾向にはあるものの、対話を通じて投資先企業のインパクト創出への一助になることができると考えています。

投資先企業との対話にあたっては、例えば下表に記載のように、情報開示を促したり、経営に事業戦略の高度化を促すことでインパクト拡大に向けた行動を後押ししたり、さらにはインパクト創出に関する気づきを与えることで行動変容を促したりといった視点でアジェンダを設定し、粘り強く対話に取り組んでいくことが重要になると考えています。

Q インパクトファンドにおける対話の視点の例

視点	期待される効果
情報開示の改善	投資先企業においてインパクトが適切に測定・管理され、それを情報開示することにより、インパクト創出に向けた経営の深化が期待されます。また、情報開示を通じた市場の認知度向上により、ディスカウントレートの低下等による企業価値向上も期待できます。
経営執行の改善	インパクトの創出を意識した事業活動を行っているものの、企業価値向上との両立に課題がある企業に対して、投資家の立場から業界分析なども含めて意見を伝え、事業戦略の高度化を後押しします。
製品・サービスに対する新たな気づき	インパクトの創出を特に意識はしていないものの、潜在的にその可能性を秘めた事業を手掛けている企業に対して、インパクトの観点からの事業展開を促すことで、インパクト創出と企業価値向上の両立が期待できます。

人権と ESG 運用

強まる人権重視の流れ

近年、欧米諸国を中心に、企業活動における人権尊重に関する法制化が広まり、企業が適切な対応を求められるようになってきました。

人権については、従来、企業のグローバル化に伴い、多国籍企業による途上国等での人権侵害が問題視される場面が増えてきたことなどから、2011年に国連が「ビジネスと人権に関する指導原則」を人権理事会の全会一致で定め、企業に人権重視への責任を求める流れが確立しました。

これを受け、英国、ドイツ、フランスや米国カリフォルニア州などで企業に奴隷労働などの調査やサプライチェーン内での人権デュー・ディリジェンス、その公表を義務付ける法律が次々と施行されています。日本では2022年に「責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン」により、人権方針の策定や

デュー・ディリジェンス、問題が発生した場合の救済の実施の必要性などが示されました。

近年の人権を巡る法制化等の動き

時期	主体	人権に関する法律等内容
2011	国連	ビジネスと人権に関する指導原則公表
2012	カリフォルニア州	サプライチェーンでの奴隷労働等根絶努力等の情報開示を義務付け
2015	英国	奴隷労働等根絶に向けた対応等の毎年の声明公表を義務付け
2017	フランス	サプライチェーンでの人権注意義務に関する計画・実施等開示を義務付け
2022	日本	責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン公表
2023	ドイツ	サプライチェーンでの人権デュー・ディリジェンスと報告書開示を義務付け

出所：各種資料よりニッセイアセットが作成

人権対応の企業価値への影響も増大

上述のように企業に対する人権への対応が法律に盛り込まれ、社会の監視の目が強化されるようになると、人権侵害に伴うリスクが顕在化しやすくなるとともに、課題がある場合には、取引停止や顧客の不買運動等を通じて売上へのネガティブなインパクトも大きくなります。

実際、近年、新興国で製造を行うアパレルメーカーで人権を軽視する過酷な労働実態や強制児童労働などが明らかになることで、業績や株価が大きく落ち込む事例も複数見られています。

人権侵害は、前述のような不買運動等を通じた売上の減少だけでなく、補償コスト増加、ひいてはブランド価値の毀損を通じ、中長期的な企業価値にも影響する課題となっています。特に、SNSで情報が拡散される時代においてはなおさらです。なお、リスクと捉えられがちなこの課題を、例えば人的資本経営や新たなイノベーションのための基盤として位置づけ、積極的な対応を行っていくことで企業価値創造に繋げるという発想も今後重要となっていくでしょう。

投資家としてのニッセイアセットの対応方針

投資先企業の人権への対応状況を投資判断に組み入れることは、今や責任ある投資家の重要課題の一つとなっています。当社でも、お客様の資産価値保全及び持続可能な社会への貢献の観点から、基本的な考え方、ガバナンス、運用プロセスへの組み入れ、対話や議決権行使に関する考え方等を対応方針として定め（右表）、人権を運用プロセスに反映させる取り組みを進めています。同対応方針の詳細はホームページにてご覧頂けます。

責任投資における人権への対応方針（項目抜粋）

- (1) 基本的な考え方
- (2) ガバナンスについて
- (3) 人権の運用プロセスへの組み入れについて
- (4) 投資先等との対話について
- (5) 議決権行使について
- (6) エスカレーションについて
- (7) 受益者や外部運用会社への理解促進について

生物の多様性が失われる問題と ESG 運用

生物の種の数が大きく減少

現在、気候変動とならび、生物の種の数(生物多様性)の減少が自然資本を揺るがす2つの危機とされています。WWF ジャパンによれば、1970年から2018年の約50年間で観測できる動植物の約69%が減少し、さらに現在約100万種が絶滅の危機に瀕していることが明らかにされ、人類が生存し続けるための基盤が限界に達しているとの指摘もあります。

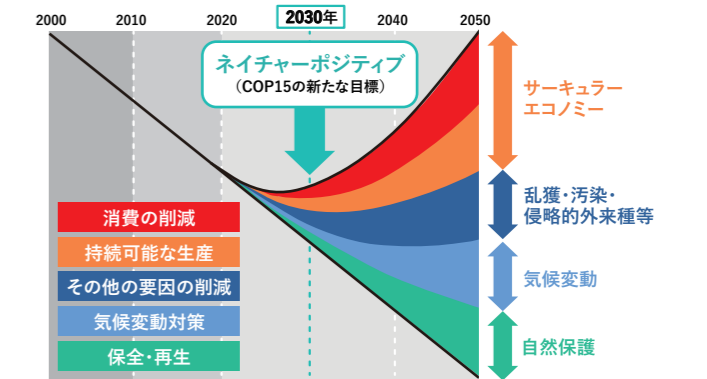
この要因として、影響が大きい順に①陸と海の利用の変化、②生物の直接的採取、③気候変動、④汚染、⑤外来種の侵入とされ^(※1)、急速な人口増加や持続不可能な生産・消費といったことが背景にあることが示されました。

昨年12月に開催された国連生物多様性条約の国際会議(COP15)では、右図に記載したような対策(自然保護、気候変動対策、サーキュラーエコノミーなど)を通じて生物多様性の

喪失を止め、反転させる「ネイチャーポジティブ」のための目標が策定されました。日本政府も今年3月に2030年までの国家戦略を打ち出し、対策を強化しています。

(※1)IPBES (2019) "Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services"

生物多様性の損失を減らし、回復させる行動のポートフォリオ



出所：「地球規模生物多様性概況第5版(GBOS)」(環境省) (https://www.biodic.go.jp/biodiversity/about/aichi_targets/index_05.html)を加工して作成

生物多様性問題のリスクと機会

生物は種単体で存在することはできず、異なる種の絶妙なバランスの上で補い合い存在しています。人類も生物多様性から成る生態系を社会の基盤としており、生態系の安定は企業活動の根幹である社会基盤の持続性に欠かせません。

生物多様性問題のリスクは様々であり、例えば、ミツバチの花粉送粉機能を人間の労働に置き換えた場合、経済的価値は最大で年間5,770億ドル(約80兆円、1ドル140円換算)に上ると試算されており^(※2)、ミツバチが絶滅するとすれば同額の損失とも言えます。また、アジア・オセアニア地域で2048年までに水産資源が枯渇する可能性も示唆されており^(※3)、持続不可能な漁業が世界の食料安全保障にとって重大な脅威に繋がることが指摘されています。

一方、こうした問題に対する対策に目を向けると、世界経済

フォーラムによれば、上述のようなネイチャーポジティブに資する経済に移行する社会変革の過程で、2030年までに3億9,500万人の雇用創出と年間10.1兆ドル規模のビジネスチャンスが見込めるとしており、課題解決に向けた機会も大きいと言えます。

生物多様性については、現時点では気候変動対応での炭素税のように経済的規制があるわけではありませんが、将来的にTNFD^(※4)のような流れが強まることを通じて、経済活動への影響が増大する可能性もあり、投資においてリスクと機会を考慮する重要性は高まっていく可能性があると考えています。

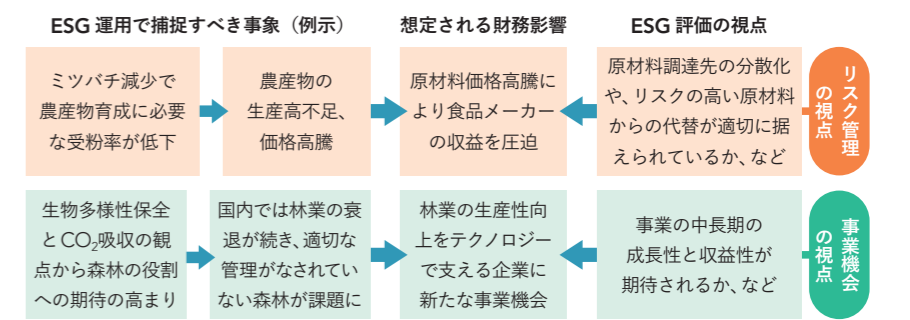
(※2)IPBES (2016)"Assessment Report on Pollinators, Pollination and Food Production"

(※3)IPBES (2018)"Regional Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services for Asia and the Pacific"

(※4)Taskforce on Nature-related Financial Disclosures:自然関連財務情報開示タスクフォース

生物多様性の投資判断への組み込み例

生物多様性喪失の影響は気候変動に比べて捉えにくい面がありますが、右図のように捕捉すべき事象に目を向けると、投資判断においてもリスクと機会が浮かび上がってきます。当社でもこうした視点を組み込むことで、リターンの向上、ひいては持続的な社会の構築に貢献していきたいと考えています。



気候変動への取り組み

到来迫る、ネットゼロ商品でなければ売れない時代

サプライチェーンの川上へと押し寄せるネットゼロの波

ネットゼロ実現を目指す企業の取り組みは、自社工場などでの取り組みから、サプライチェーンの川上企業に要請する動きへと広がっています。

例えば、Appleは、2030年までの脱炭素化を世界に広がるサプライヤー企業に要請しています。パソコンやスマートフォンなどの電子機器の内部には、プリント基板と呼ばれる緑色の板状の部品が必ず使われていますが、プリント基板の製造工程は環境負荷が非常に大きいこと

で知られています。

取引先から購入するこうした部品を含めて2030年までにネットゼロを達成するとなると、プリント基板の製造方法を大きく転換する必要があり、対応できない製造メーカーは今後取引が難しくなる可能性が高まっています。

Apple以外にも、日用品などを手掛けるユニリーバ、自動車メーカーのメルセデス・ベンツ・グループなど、こうした取り組みは様々な国、産業へと広がっています。

🔍 サプライチェーン全体で脱炭素化を目指す企業の取り組み例

企業名 (国)	事業内容	サプライチェーン全体での脱炭素に向けた取り組み
Apple (米国)	パソコン・スマートフォンなど製造	世界に広がるサプライヤー企業に対し、2030年までの脱炭素化を要請し、主要な製造パートナーの毎年の進捗状況をモニタリング
Unilever (英国)	日用品など製造	2039年までに、製品からのGHG排出を原料調達から店頭販売までの全ての過程でネットゼロにする
Mercedes-Benz Group (ドイツ)	自動車製造	新規契約において、遅くとも2039年までにネットゼロ製品を供給することを確約したサプライヤーのみと取引をする

出所：各社ホームページを基にしてニッセイアセット作成

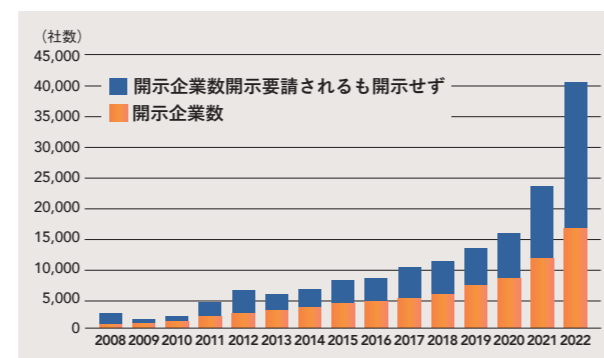
サプライヤー企業への環境情報開示要請の広がり

右図は、CDP（元カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト。英国で設立された環境に関わる国際的な非営利団体）を通じて、大手企業がそのサプライヤーに対して、排出量等の情報開示の要請を行った企業数と実際に開示を実施した企業数の推移です。

特に、最近数年間の伸びが著しく、スコープ3の開示がルール化されるにあたって、サプライチェーン全体の排出量を把握しようとする動きが強まっていると言えます。

出所：CDP (2023) Global Supply Chain Report 2022 を基にニッセイアセット作成

🔍 サプライヤー企業への要請社数と開示社数



日本の産業競争力を維持するためにもネットゼロ対応が不可欠に

日本には、素材産業のように、高い技術力を有し、世界的に高いシェアを誇る企業が少なくありません。こうした企業は、世界の川下企業と取引しているため、サプライチェーンの川上へと押し寄せるネットゼロの波を直接受ける可能性が高いといえます。

ネットゼロへの取り組みは、究極的には地球のためですが、日本の産業競争力を維持するためにも、極めて重要になってきています。当社でも、上述のようなリスクと機会を捉えながら、企業の長期業績予想に反映させ、投資判断を行っています。

当社のネットゼロ・アセットマネージャーズ・イニシアティブへの取り組み

当社は、2021年3月にネットゼロ・アセットマネージャーズ・イニシアティブに加盟し、2022年1月に同イニシアティブの枠組みの中で、当社の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出量削減に関する「2030年中間目標」を設定し、公表しました。

目標としては、2019年12月時点の運用資産の59.6%に対し、2030年迄にポートフォリオのカーボンフットプリントを2019年対比で50%削減するというもので、目標達成に向けた取り組みを進めています。

2030年中間目標



※1) 2021年3月に日本生命相互保険会社から当社への運用機能移管に伴い、新たに締結した投資一任契約の対象資産を含む。全ての株式及びクレジット投資が対象（ロング・ショート・ファンドを除く）。対象外としている資産の大部分は、中間目標設定時点で、ポートフォリオの温室効果ガス排出量の算定方法が確立されていなかったソブリン・オルタナティブ資産です。今後、計算方法の確立等の状況を見ながら、順次拡大を検討する方針です。

※2) 株式・社債への投資を通じて当社に帰属する投資先企業の温室効果ガス排出量(スコープ1及び2)の総和を投資総額で割り算した値。50%削減という目標値は、「IPCC1.5°C特別報告書」で示された科学的知見に基づいています。当社に帰属する温室効果ガス排出量は、PCAF(Partnership for Carbon Accounting Financials)の提唱する方法論に基づいて計算。計算にあたっては、MSCI社の提供するサービスを使用。

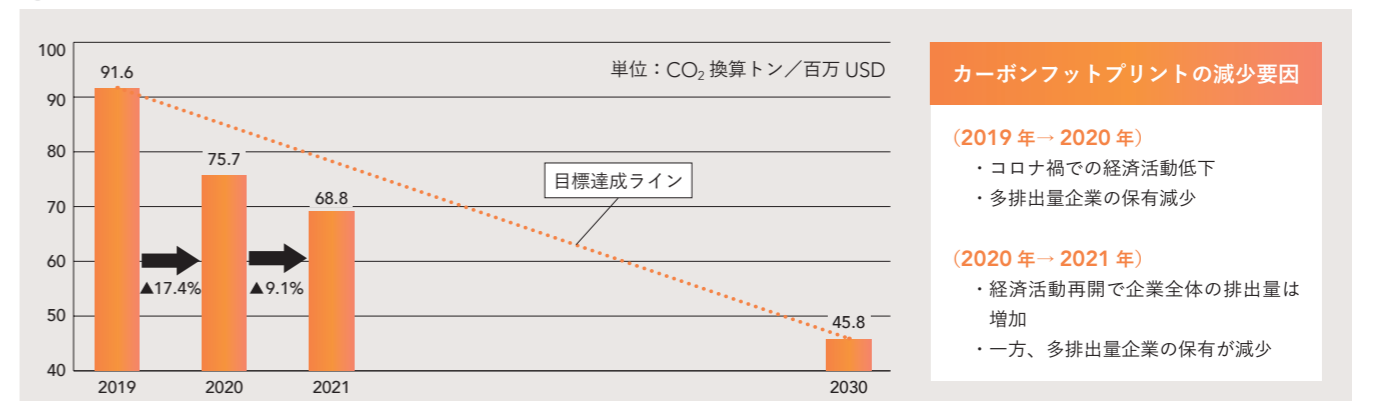
出所：一部の情報は©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て記載

当社ポートフォリオ（株式・社債）のカーボンフットプリントは2020年から21年にかけて9.1%減少

当社の運用ポートフォリオ（株式・社債）の2021年のカーボンフットプリントは68.8（CO₂換算トン/百万USD）となり、前年の75.7から9.1%減少しました。2030年中間目標の基準年である2019年比では24.9%の減少となっています。2020年から2021年にかけては、新型コロナウイルス禍からの回復の影響で企業の排出量

自体は増加しましたが、当社の運用ポートフォリオに帰属する排出量（総炭素排出量）が大きい企業の保有割合が低下したこと等による影響が上回り、全体では減少となりました。今後、経済活動の再開等により反転する局面もあると思いますが、企業との対話等を通じて、削減努力を行っていく所存です。

🔍 ポートフォリオ（株式・社債）のカーボンフットプリントの推移



カーボンフットプリントの減少要因

(2019年→2020年)

- ・コロナ禍での経済活動低下
- ・多排出量企業の保有減少

(2020年→2021年)

- ・経済活動再開で企業全体の排出量は増加
- ・一方、多排出量企業の保有が減少

注：本レポート作成時点（2023年7月時点）において、投資先企業の温室効果ガス排出量データが十分に利用可能な直近年度が2021年度であることから、削減状況の把握も2021年までとした。計算にあたってはMSCI社の提供するサービスを使用。

出所：一部の情報は©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て記載

企業との対話を通じてともにネットゼロに向かっていく

前述の通り、サプライヤーに対するネットゼロの波が押し寄せてきている以上、グローバルな競争力を維持する上でも、日本の各企業におけるGHG排出量削減努力は欠かせません。特に、多排出産業である電力・ガス・鉄鋼・セメント・化学・運輸等に分類される企業では、様々な新技術の実用化や普及が鍵を握っているケースが少なくありません。

当社ではポートフォリオで主にそれらの産業に属する企業に対し、固有の課題を踏まえた上で、重点的に対話を行っています。そうした企業には、ネットゼロ達成への道のりが長く、先を見通すことも困難な場合が多いため、下表のような内容の対話を行いながら、それを開示して頂くことで、将来のネットゼロ達成の予見性を高めたいと考えています。

GHG多排出産業に対する対話の主なポイント

- 1.5°Cシナリオに沿ったネットゼロ達成目標について
- 上記目標達成に向けた科学的根拠に基づいたパスについて
- ネットゼロ達成に向けた実効的な削減戦略について
- 重要性の高いスコープ3排出量を含む排出量の実績及び見直しについて
- ネットゼロ達成に向けた目標と資本支出の整合性について
- TCFDに沿った気候変動のガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標の内容について

GHG多排出企業との対話の実例

①総合商社A社

A社は、スコープ1及び2に関し、2030年迄の中間目標を定め、2050年までのネットゼロにコミットしています。また、再生可能エネルギーの分野に力を入れており、削減貢献の開示も行うなど、優れた取り組みを行っています。対話においては、排出量に占める割合が大きいスコープ3も含めたネットゼロ達成に向けた具体的なロードマップの重要性について議論してきました。そうした中、スコープ3の中でも最も大きなカテゴリーの排出量が新たに開示され、サプライチェーンを含めた排出量について、よりイメージを掴むことができるようになりました。ロードマップの開示についても進展しており、引き続きネットゼロに向けた対応の実効性について対話を継続していきたいと考えています。

②電力会社B社

B社も2030年及び2050年に向けた排出量削減目標を公表しています。一方で、火力発電への依存が高いというビジネス特性から、技術面、資金調達面での課題は多く、投資家として、将来予見性に対する確信度が高まりにくい状況にあります。そのため、同社との対話においては、目標達成に向けた具体的な戦略について、継続的に議論を行ってきました。直近の経営層とのミーティングでは、具体戦略の情報開示について前向きな発言が聞かれたほか、ウェブサイトにおいても脱炭素に向けた取り組みの開示が進んできています。電力業界はネットゼロ達成に向けた課題が多い一方、日本全体のネットゼロの鍵を握る重要な位置づけにあり、今後日本のネットゼロの予見性を高める意味でも、継続的に取り組みを進めて頂くよう対話を行っていききたいと思います。

コラム 国内株式クライメート・トランジション戦略ファンドでの取り組み

ニッセイアセットは2022年に「国内株式クライメート・トランジション戦略ファンド」を立ち上げ、運用を行っています。このファンドは、魅力的な運用リターンと日本のネットゼロ実現への貢献を目指すインパクトファンド[※]です。

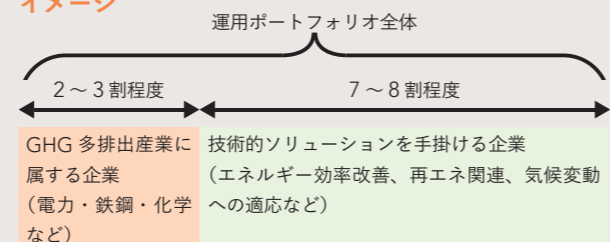
このファンドの最大の特徴は、GHG多排出産業に属する日本企業と、GHG多排出産業のトランジションに不可欠な技術的ソリューションを手掛ける日本企業の両方に投資し、対話を行う点です。

GHG多排出産業に属する日本企業に対しては、対話を通じて、着実な低炭素化に向けた取り組みを促すことで企業価値の向上を、技術的ソリューションを手掛ける企業に対しては、対話を通じて収益機会を捉えたインパクト

創出を促しています。

ポートフォリオの保有比率の構成イメージは下図のようになり、2~3割程度がGHG多排出産業に属する企業、7~8割程度が技術的ソリューションを手掛ける企業となっています。

トランジション戦略ファンドのポートフォリオの構成イメージ



※当社のインパクト投資に向けた取り組みの詳細は、54ページで紹介しています

ソブリン債投資のGHG排出量とその削減に向けて

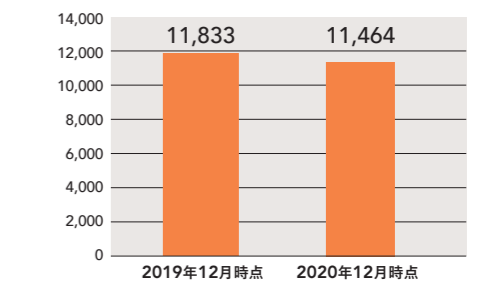
2022年12月、PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) が、ソブリン債についての計算方法を公表したことを受け、2019年12月末時点、2020年12月末時点における当社のソブリン債投資についての排出量を算出しました。なお、2021年以降については、各国のGHG排出量データの利用可能状況を踏まえて、今後計測する予定です。

ソブリン債ポートフォリオの総炭素排出量

当社の運用ポートフォリオに含まれるソブリン債についての総炭素排出量は、2019年12月時点で約1,183万CO₂換算トン、2020年12月時点で約1,146万CO₂換算トンとなっています。

当社のソブリン債ポートフォリオの保有時価は2019年12月から2020年12月にかけて増加したため、総炭素排出量の増加要因になっていますが、一方で、2020年の新型コロナウイルス感染症拡大に伴って経済活動が停滞したことにより、多くの国でGHG排出量が減少したことが大きく影響し、全体としては約3%の減少となっています。

ソブリン債ポートフォリオの総炭素排出量 (単位: CO₂換算千トン)



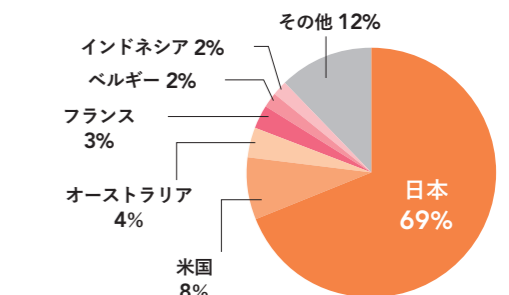
注1: 2021年3月に日本生命保険相互会社から当社への運用機能移管に伴い、新たに締結した投資一任契約の対象資産を含む(以降の排出量関連データも同様)。
注2: 2019年12月末及び2020年12月末時点の当社の投資先(ソブリン債)について、OS Climateによる当該年度の生産ベース排出量(土地利用、土地利用変化及び林業を含まない)及び購買力平価GDPのデータを使用し、欠損値を除外した上で、PCAFが提唱する計算方法を用いて、当社に帰属する排出量(Financed Emission)を計算
出所: ニッセイアセット作成

総炭素排出量の国別内訳: 日本国債が全体の約7割

現在、ソブリン債ポートフォリオのカーボンフットプリントについても目標設定を検討しています(現在は株式・社債のみ対象)。検討にあたっては、削減目標設定に関する世界の代表的なガイダンスが、ソブリン債に関して改訂を検討していることも踏まえ、そうした議論の行方も見ながら、当社でも検討を深めていきたいと考えています。

なお、当社のソブリン債のGHG排出量の国別内訳を示したものが右図です。当社の場合、日本国債による排出量が全体の約7割を占めており(2019年12月末時点)、ソブリン債ポートフォリオの排出削減には、日本国の排出削減がカギを握っていることが分かります。

ソブリン債ポートフォリオの総炭素排出量の国別内訳



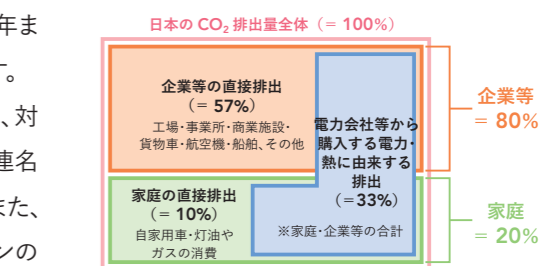
注: ポートフォリオは2019年12月時点

どうやって減らしていくのか?

当社のソブリン債ポートフォリオの総炭素排出量の国別内訳において、上位15カ国で全体の約95%を占めます。この15カ国について、各国が定めている2030年までの削減目標が達成されると仮定すると2019年対比で約38%の削減となります。

ソブリン債ポートフォリオの排出削減については、各国政府との対話機会を、対企業と同じように獲得することは困難であり、方向性を同じくする各種団体との連名で政府宛てに声明を送付することも等も含めて対応していきたいと考えています。また、国の排出量の大きな部分を占める「企業」の排出削減を促進することが、ソブリンの排出削減にも繋がるため、例えば日本の場合であれば、右図のように排出量の3分の1を占める電力由来の排出や、自家用車による排出といった、企業にとってのスコープ3の排出量が重要となるため、企業との対話も深めていきたいと考えています。

日本の排出量の内訳 (2021年時点)



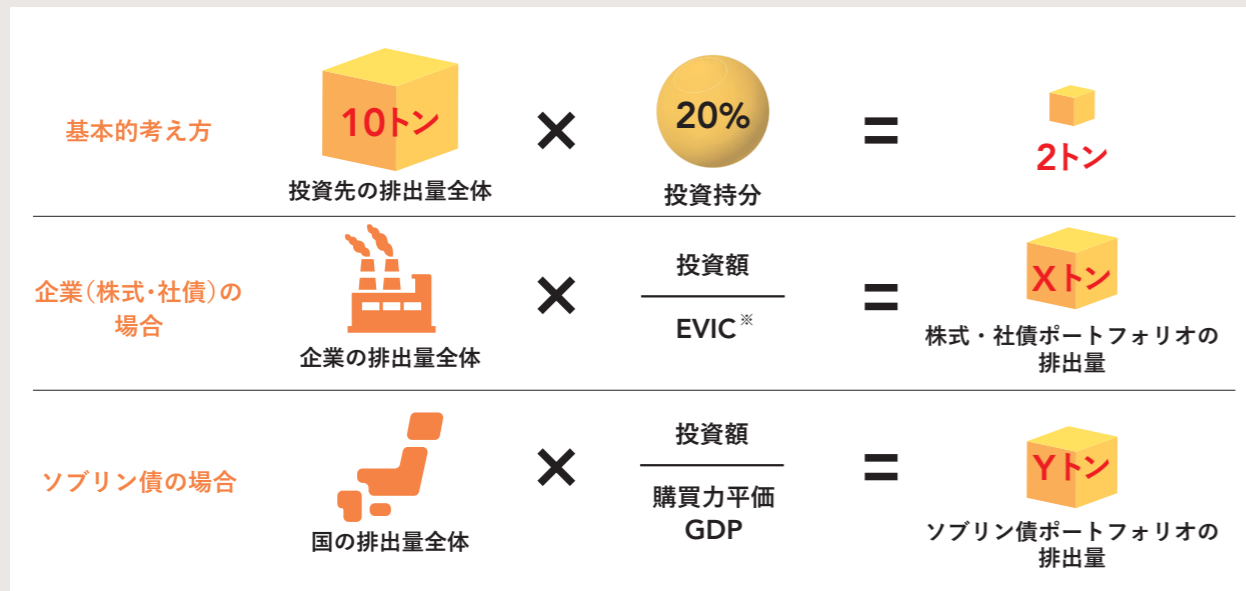
注: CO₂が日本全体のGHGの約91%。残りがメタン等のその他のGHGである
出所: 環境省資料を基にニッセイアセット作成

効果的なポリシーエンゲージメントに向けて

国の排出量の削減には、国による排出削減目標とその達成に向けた様々な政策が不可欠です。これまでも、日本政府に対して気候変動政策の強化を求める書簡に賛同を表明するなど、ポリシーエンゲージメントを行ってきました。

ポリシーエンゲージメントは、資産運用会社が単独で行うことは効果的・効率的でないため、理念を共有する投資家団体等との協働を通じて取り組むことが重要だと考えています。

コラム ソブリン債ポートフォリオのGHG排出量の計算方法（PCAFが推奨する方法）



(※) EVICはEnterprise Value Including Cashの略。普通株式・優先株式の時価総額及び負債全体・被支配株主持分の簿価総額の和。(現預金・現金同等物を除く)

ソブリン債ポートフォリオのGHG排出量の主な特徴

特徴1 株式・社債投資と、ソブリン債投資の排出量は直接比較に適さない

排出量全体に、投資持分を掛け算することによって、ポートフォリオに帰属するGHG排出量を計算するという基本的な考え方は、企業（株式・社債）も、ソブリン債も共通ですが、投資持分の計算方法が、企業とソブリン債で異なります。そのため、ソブリン債投資の排出量は、株式・社債投資の排出量との直接比較には適さないと考えられます。

特徴2 企業の排出量と国の排出量の集計対象が異なる

企業の排出量には、事業展開する国・地域で排出したものを合算するのが一般的ですが、国の排出量は、各国の領土内から排出された温室効果ガスを対象とするのが一般的です（下記に述べる「生産ベース排出量」の場合）。

そのため、例えば、日本企業の排出量と日本国の排出量には一部重複があると同時に、日本企業の海外工場の操業に伴う排出量は日本国の排出量には含まれない、という特徴があります。

特徴3 国の排出量の計算方式は2通り存在（生産ベースと消費ベース）

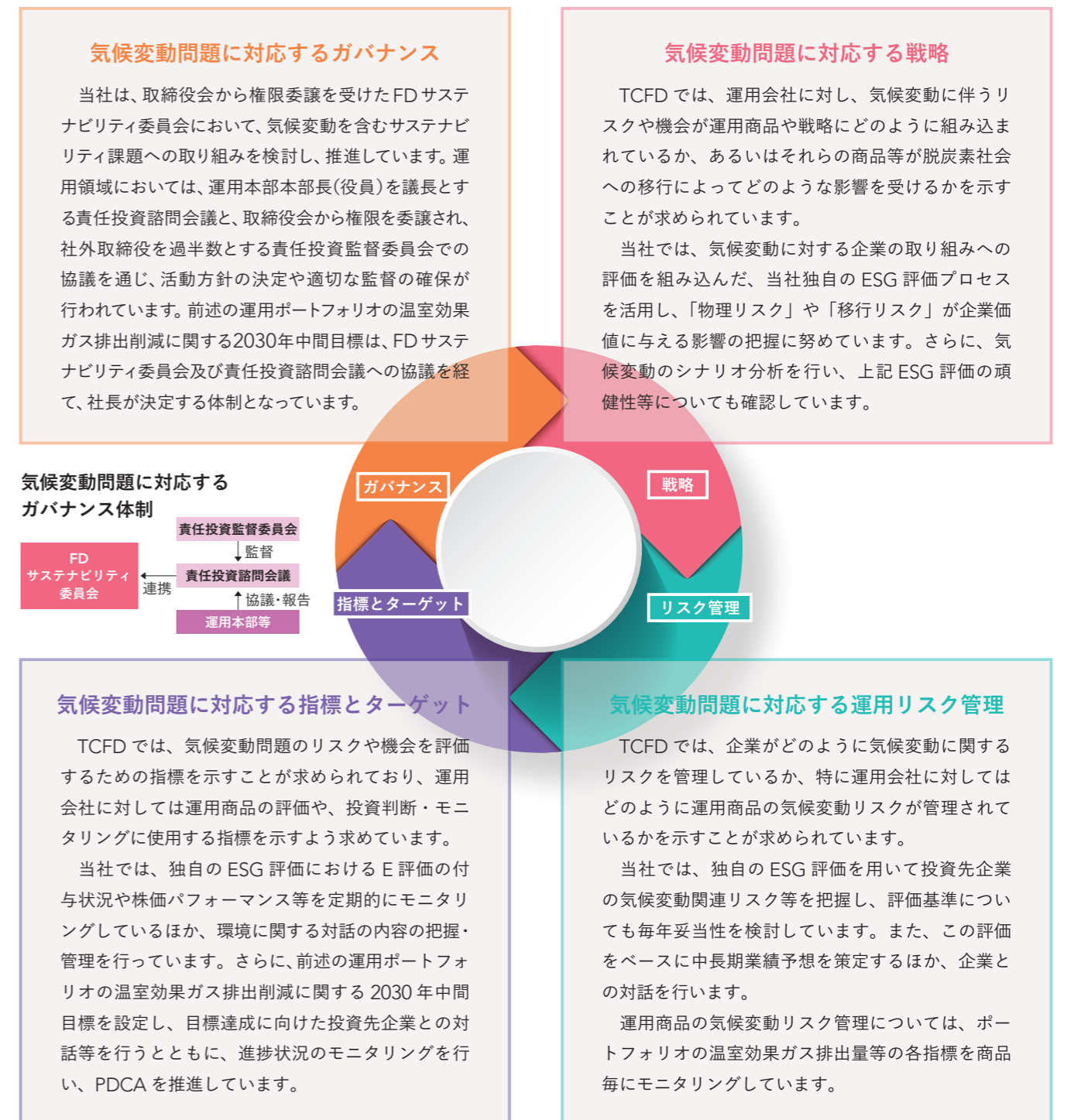
国別の排出量は「生産ベース排出量」と呼ばれる方式が一般的で、各国が設定している排出削減目標にもこの方式が用いられています。これは、化石燃料を燃焼するなど、CO₂排出が「実際に起こった国」で排出量をカウントする方式です。この場合、自国以外の国に輸出される製品の生産過程で排出されるCO₂もカウントされますが、この方式だと、多くのグローバル企業が製造拠点を設けている中国などの排出量が大きくなる傾向があります。

これに対し、製品の生産過程で排出されたCO₂も、製品が最終的に使用・消費される国の排出量としてカウントする「消費ベース排出量」と呼ばれる方式もあります。PCAFは、生産ベース排出量と消費ベース排出量の両方を用いてポートフォリオの排出量を確認することを推奨していますが、消費ベース排出量は、ポートフォリオの排出量計算に必要なデータが十分に得られない、などの課題も指摘されています。

TCFD提言への対応：受託者責任を果たしつつ、ネットゼロ貢献も目指す

気候変動の企業経営における重要性が増す中、気候関連のリスクと機会に伴う財務影響の開示を推進するTCFD提言の重要性が高まっています。投資先企業によるTCFD提言に基づく開示は、当社のESG評価にとって必要不可欠な情報になっています。同時に、運用会社としても、TCFD提言を踏まえた取り組みと透明性の確保に努めています。

TCFDとは、Task Force on Climate-related Financial Disclosuresの略で、日本語では気候関連財務情報開示タスクフォースです。企業や金融機関に対し、気候変動に関連する財務リスクや潜在的な影響に関する情報の開示を求めています。2023年6月末時点で、世界で4,600を超える団体が賛同を表明済。当社は2019年1月に賛同しました。



当社の運用ポートフォリオ（株式・社債）の温室効果ガス排出量の現状

TCFD提言書において開示が推奨されている、ポートフォリオの温室効果ガス排出量に関する指標の現状は次の通りです。

ポートフォリオの総炭素排出量

企業活動に伴って排出される温室効果ガスのうち、当該企業の株式や社債への投資を通じて投資家に帰属する排出量を表します。この排出量は、ポートフォリオ内の企業の温室効果ガス排出量に、投資の持分比率をかけて算出した値を合計します。ポートフォリオの規模が大きくなるほどこの値も大きくなる傾向があります。

当社の運用ポートフォリオの総炭素排出量は2021年12月時点で約1,082万CO₂換算トンとなっています。2020年から2021年にかけて全ての資産区分で減少しています。その主な要因は、特に外国株式を中心に当社ポートフォリオに帰属する排出量が大きい企業への投資額が減少したことによるものです。なお、資産区分別では、運用資産額が最も大きい、外国社債の総炭素排出量が最も大きくなっています。

(※)本レポートの作成時点において、投資先企業の温室効果ガス排出量データが十分に利用可能な直近年度が2021年度であることから、2021年の数値を掲載(以降の排出量関連データも同様)。

当社ポートフォリオの総炭素排出量 (CO₂換算千トン)

資産区分	2020年12月時点	2021年12月時点
国内株式	967	872
外国株式	1,975	1,612
国内社債	2,664	2,463
外国社債	5,898	5,869
合計	11,504	10,816

注1:2020年12月時点には、2021年3月に日本生命保険相互会社から当社への運用機能移管に伴い、新たに締結した投資一任契約の対象資産を含む(以降の排出量関連データも同様)。

注2:2020年12月末及び2021年12月末時点の当社の各投資先(株式・社債)のISINコードを基に、MSCI社の提供するサービスを用いて、各投資先の当該年度のGHG排出量(スコープ1&2)及びEVIC(Enterprise value including cash)のデータを取得し、欠損値を除外した上で、PCAFが提唱する計算方法を用いて、当社に帰属する排出量(Financed emission)を計算。

出所:一部の情報は©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

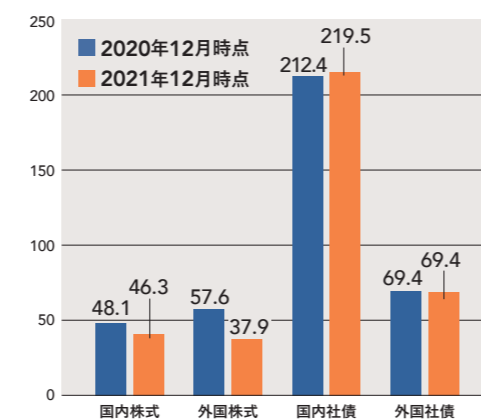
ポートフォリオのカーボンフットプリント

この指標はポートフォリオの規模に対する排出量を見るもので、ポートフォリオ間や資産間での比較が可能になります。算出方法は、前掲の総炭素排出量をポートフォリオの時価総額で除した値になります。なお、フットプリントは「足跡」の意で、カーボンフットプリントは製造から販売までを辿った温室効果ガス排出量を意味し、それをポートフォリオの投資額1単位当たりで見ると、時価総額で割ったものが当指標です。

前述のネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブの枠組みに基づく当社の2030年中間目標も、この指標を用いて設定しています。

当社の運用ポートフォリオのカーボンフットプリントは、2020年から2021年にかけて、外国株式において大きく減少しています。これは、主に当社ポートフォリオに帰属する多排出量企業の保有割合の低下によるものです。外国株式以外の資産区分においては、概ね横ばい、もしくは微増となっています。

当社ポートフォリオのカーボンフットプリント (単位: CO₂換算トン/百万USD)



注:データの欠損がなく、前掲の総炭素排出量の集計対象となった各投資先(株式・社債)の保有時価総額を用いて計算。

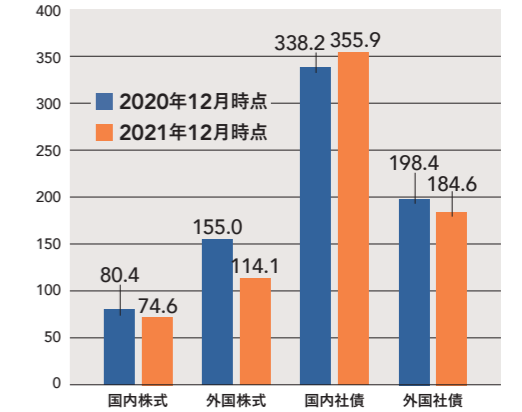
出所:一部の情報は©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ

前掲のポートフォリオの総炭素排出量は、投資先企業の売上規模にも左右されます。売上規模当たりの温室効果ガス排出量を見る指標がカーボンインテンシティであり、企業がどの程度温室効果ガスを排出しながら売上を上げているのか(事業を営んでいるか)を見ることができます。ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティは、ポートフォリオ内の各企業のカーボンインテンシティを保有ウェイトで加重平均したものとなります。なお、インテンシティは「強さ」の意で、売上高に対してどれだけ排出量が高い(多い)企業かという解釈になります。

当社の運用ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティは2020年から2021年にかけて、主に外国株式において、主に排出量の大きい企業の保有比率の減少からインテンシティが減少している一方で、国内社債では、電力セクターにおける排出量の増加などの影響により、インテンシティが増加しています。

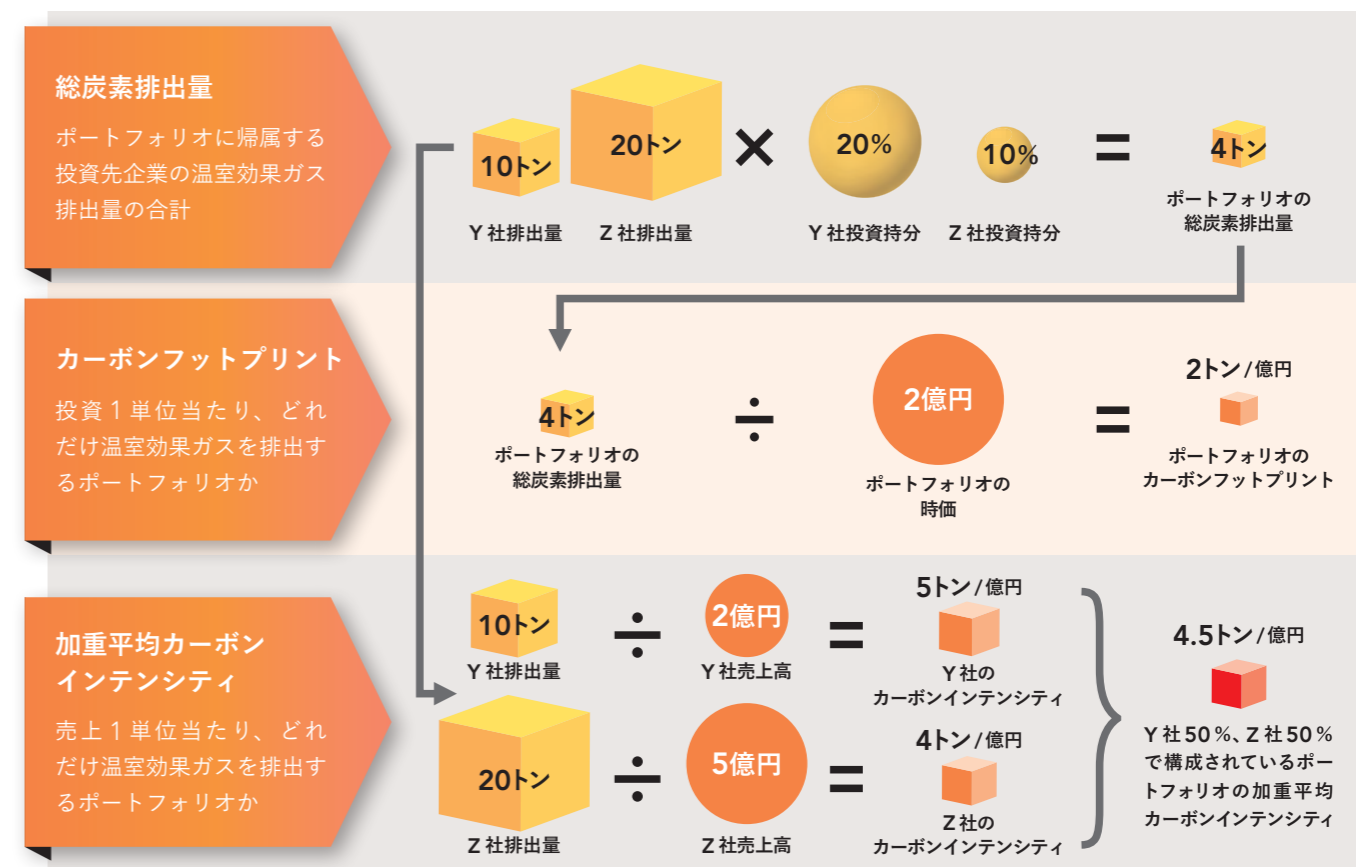
当社ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ (単位: CO₂換算トン/百万USD)



注:2020年12月末及び2021年12月末時点の当社の各投資先(株式・社債)のISINコードを基に、MSCI社の提供するサービスを用いて、各投資先の当該年度の売上高当たりGHG排出量(スコープ1&2)のデータを取得し、欠損値を除外した上で計算。

出所:一部の情報は©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

ご参考 (各指標の意味合いと算出式)



当レポートにおける企業の温室効果ガス排出量関連データは、MSCI ESG Research LLCが提供するサービスを用いてデータを取得し、算出しています。同社、その関連会社、及び当該情報の編集、計算、作成に関与または関連するその他の関係者(以下、総称して「ESG関係者」)は、本書に含まれるESG関係者が提供するいかなる情報(以下「本情報」)について、明示または黙示を問わず、いかなる保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。本情報をさらに再配布したり、他の指数や証券・金融商品の基礎として使用することはできません。当レポートは、ESG関係者が承認、レビューまたは作成したものではありません。本情報は投資アドバイスやいかなる種類の投資決定を行う(または行わない)ことを推奨するものではなく、そのようなものとして依拠することはできません。

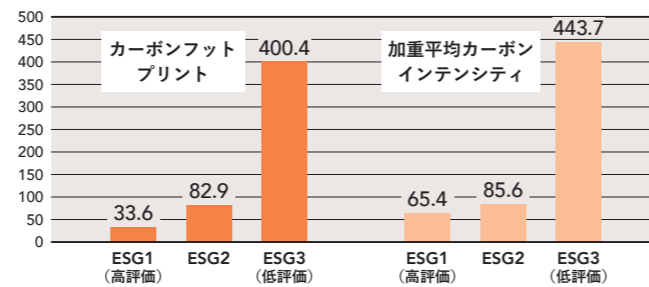
気候変動シナリオ分析を通じた 当社 ESG レーティングのレジリエンス

ESG レーティングと GHG 排出量の関係

当社の ESG レーティングは、気候変動問題など ESG への取り組みが企業価値向上、あるいは毀損の防止に繋がっているかを評価することを目的としています。ESG レーティング別に前述のカーボンフットプリントや加重平均カーボンインテンシティを計算すると、ESG 評価が高いほど、GHG 排出量が相対的に少ない傾向になることが分かります。

ESG 評価自体は、GHG 排出量の多寡に基づいて評価をしているのではなく、あくまで中長期の企業価値の観点から評価しているわけですが、結果として、ESG が高い企業は相対的に環境負荷が小さい傾向にあることが分かります。

ESG レーティングとカーボンフットプリント (左)、
加重平均カーボンインテンシティ (右)
(単位: CO₂ 換算トン/百万 USD)



注: 2023年3月末時点の国内株式 ESG レーティング別に等ウェイトのポートフォリオを仮定し、2021年度の各種データを用いて前掲と同じ方法により計算
出所: 一部の情報は ©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

気候変動シナリオ分析

気候変動シナリオ分析では、気候変動政策や技術の進展、また気候関連の災害等、将来の具体的な気候変動シナリオに基づき、投資先企業の企業価値がどのように影響を受けるかを評価します。

ここでは、当社の ESG レーティングにおける E レーティングで最高評価を意味する「E1」レーティング群の企業価値への影響を、MSCI 社が提供する気候変動に関するバリュー・アット・リスク (CVaR) という指標を用いて算出し、TOPIX と比較しています。

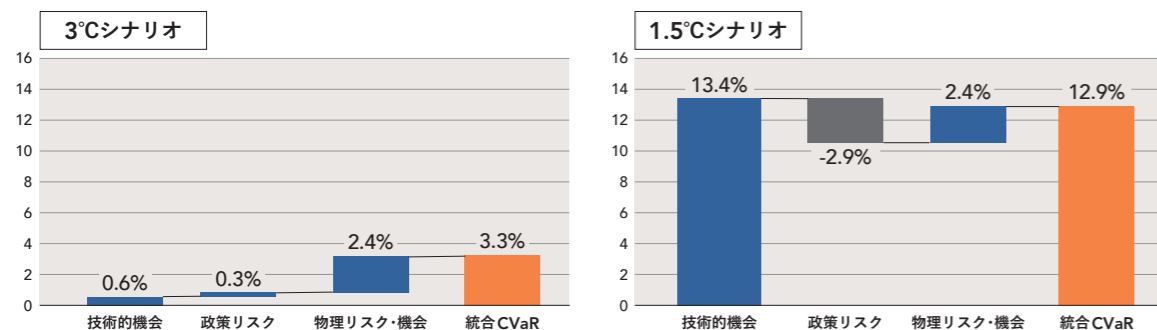
CVaR は、気候変動シナリオのもとで企業価値がどれほど変化するかを分析するもので、例えば 1.5°C シナリオの CVaR が +5% の場合、当シナリオにおける企業価値は 5% 増加することを意味します。また、CVaR には、気候変動に関する「政策リスク」、低炭素技術を通じた「技術的機会」、及び「物理リス

ク・機会」の3つの分析項目があり、それらを合計したものが統合 CVaR となります。TOPIX 構成企業群の CVaR に対する、「E1」レーティング企業群の企業の CVaR の分析結果は以下の通りです。

CVaR 分析の結果、1.5°C 及び 3°C のいずれのシナリオにおいても、E1 レーティング企業群の対 TOPIX 企業群の統合 CVaR はプラスの値になっており、相対的に企業価値にプラスであることが分かりました。当社の E1 レーティングは、将来の気候変動に対して頑健性が高いことが示唆されます。

特に、1.5°C シナリオにおいて、気候変動に伴う「技術的機会」を通じた企業価値への影響が TOPIX 企業群と比べて特に大きくなっている点から、気温上昇を抑える厳しい気候変動対策が講じられる将来において、E1 レーティング企業群がより大きな収益機会を享受できる可能性が高いことが示唆されます。

CVaR 分析の結果 (E1 レーティング企業群の TOPIX 構成企業群と比べた企業価値増減率)



注1: 政策リスク及び技術的機会は 1.5°C 及び 3°C シナリオ、物理リスク・機会は平均シナリオに基づく分析結果
注2: E レーティング及び TOPIX はいずれも 2023年3月末時点。E レーティング企業群は等ウェイトによるポートフォリオ
出所: 一部の情報は ©2023 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

コラム ESG 投資をご採用頂いているお客様インタビュー



2019年より「ESG ジャパンセレクト」採用

京都銀行企業年金基金
常務理事

原田 泰光氏

1981年京都銀行入行。
2015年より現職。

早くから ESG 投資に着目され、当社 ESG ファンドにご投資頂いている京都銀行企業年金基金の原田常務理事に、ESG 投資の考え方などについてお話を伺いました。

Q ESG 投資を企業年金運用に採用した理由は何でしょうか？

もともと個人的に ESG に関心がありました。当時 (2018 年頃) はまだまだでしたが、今後、投資の中心になってくるのではないかなと思っていました。そこで幾分打算的なことになるかもしれませんが、いち早く始めた方が先行者利得があるとも考えていました。国内株式 ESG 投資が TOPIX を上回るかどうかの確信は持っていませんでしたが、いわゆるテールリスクへの対応、大きな下落は回避できるといった観点もありました。

Q 国内株式「ESG ジャパンセレクト」を 2019年2月に、その後外国株式「グローバル ESG フォーカス」を採用頂きました。4年あまり経過しましたが、どのような評価でしょうか？

ベンチマーク対比の超過収益という面では、良かった時もそうでなかった時もあり、一概には言えませんが、テールリスクの回避という点では一定の成果があったと思います。米国の利上げに直面した 2022 年度は厳



しい状況でしたが、リスクイベントが多重に発生した環境下の結果をもって単純な評価はできないと思います。単に ESG に優れた企業に投資するといっても評価の視点は様々ですが、ESG 評価を将来のキャッシュフローに繋げる信念を持って運用されている御社の今後のリターンに期待したいと思います。

Q ESG 投資には、リターンだけではなく投資意義はあるのでしょうか？

企業年金は、受給者に安定的に決められた年金額を支給することを目的に資産運用をしています。ESG の G では、まさに規律ある経営を行う企業に投資することで安定的なリターンを確保するという直接的なメリットが期待できます。E の観点では、気候変動による大規模災害が頻繁に発生する世界になれば、個人の財産を大きく毀損する要因となります。E を考慮した投資を行うことで、少しでも環境問題を防げるならば、間接的に財産価値を守ることに繋がるのではないのでしょうか。S の面では、例えば女性や高齢者が活躍できる社会では、若い男性の活躍の場も広がることとなり、社会全体が活性化していくと期待できます。人的資本の活用ですね。そこを無視した企業は生き残っていけないでしょう。ESG 投資を通じて、世の中と我々投資家が win-win となれば皆ハッピーになれるですね。

Q ニッセイアセットマネジメントに今後期待することは何でしょうか？

ニッセイアセットは、2000 年代後半から運用業界の中でもいち早く ESG に取り組んできたと聞いています。その過去からの経験値の蓄積は、大きな財産です。企業価値に最も精通するアナリストの方々が ESG をはじめとした企業分析を丁寧に行い、その知見を持って企業との対話を行うスタイルは効果的かつ効果的だと思います。また、最近では ESG が企業経営にも浸透しはじめており、これまでは評価しにくかった企業にも高評価を付与できるような環境になっていくことも想定されます。将来的には ESG が当たり前になり、その言葉が使われない世界になっても不思議ではありません。環境が変わる中でも、変化に対応することで常に運用のブラッシュアップをして頂き、これからも運用業界で ESG 投資をリードしていかれることを期待しています。もちろん、パフォーマンスも、です。

外部運用の取り組み

幅広い資産クラスで、世界の資産運用会社の優れた商品をご提供

ニッセイアセットではインハウス運用に加えて、世界の資産運用会社の優れた商品をお客様にご提供しています。このような、第三者(主に海外)の資産運用会社に運用の委託等を行うことを外部運用と呼びます。その運用資産総額は約2.9兆円(当社全体の約8.5%、2023/3末時点)^{*}となっており、足元にかけて大きく増加しています。

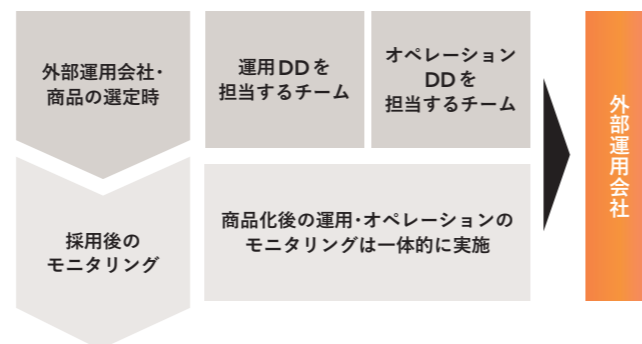
当社は、50社を超える外部運用会社との取引関係を有し、株式・債券といった伝統的資産のみならず、プライベート・エクイティやインフラなどオルタナティブ投資を含む幅広い資産クラスを取り扱っています。お客様の多様なニーズに応えられるよう、ESGファンドを含む様々な商品をラインナップしています。

ESG運用に関しては、情報開示の充実化とデュー・ディリジェンス(DD)等の体制強化にも取り組んでいます。体制面では、約30人が、外部運用会社・商品の選定時のデュー・ディリジェ

ンス(DD)及び採用後のモニタリングに従事しています。選定時は、運用DDとオペレーションDDを担当するチームに分かれ、それぞれが集中的にDDを行っています。

^{*}日本生命保険相互会社の資産を運用する保険運用本部の運用資産を除く。

選定時のDD・採用後のモニタリングの体制イメージ



外部運用担当者へのインタビュー

当社の強みの背景や、優れた外部運用会社や商品を選定する(目利き)ポイントなどについて、選定時のデュー・ディリジェンス、および採用後のモニタリングに携わっている主要メンバーに聞きました。

Q ニッセイアセットの外部運用の主なヒストリーを教えてください。

もともとは特定の外部運用会社の商品のみを提供するビジネス形態でしたが、今から10年以上前に見直し、組織体制を拡充しながら、採用商品を増やしてきました。

現在は、資本関係の有無などに拘らず、世界の資産運用会社の中から、真に優位性があると判断する商品を採用しています。この運営を続けてきた結果、今では50社を超える外部運用会社との取引関係を有するまでになっています。

Q 株式・社債といった伝統的資産に加えて、オルタナティブ資産も幅広く手掛けている背景を教えてください。

幅広い資産クラスで外部運用を手掛けている点も当社の特徴の一つだと考えています。

この背景には、親会社の日本生命が古くからオルタナティブ資産への投資を行い、グループとして培ってきた知見やネットワーク、過去の投資実績が大きな礎になっていることが挙げられます。

今日でも親会社のネットワークを活用して外部運用会社と



外部運用担当者(グローバルプロダクト本部ファンド投資部及び外部運用部のメンバー)の様子

の信頼関係を構築し、その会社や商品の強み、特徴への理解を深めたいと、年金基金や投資信託を通じてお客様に外部運用商品をご提供することができる点は、大きな強みだと考えています。

Q 外部運用会社やその商品の「目利き」のポイントは何ですか。

これまでの様々な外部運用会社・商品に関わってきた豊富な経験が重要だと考えています。数多く存在する外部運用会社・商品の中からどれが優れているかを機械的に評価するこ

とは難しく、様々な会社・商品を見てきた経験こそがものを言うからです。

選ぶ際に重視するのが、その商品の運用目的を持続的に達成し続けることができる蓋然性が高いかどうかの判断です。過去の運用実績が優れていたからといって将来を約束するものではありませんので、過去の実績や結果を多面的に検証しながら、将来への確信度を高めていきます。外部運用会社の経営の安定性や、運用者の一貫性も重要な確認事項です。

通常は、複数回の面談を繰り返しながら、慎重に選定します。

Q 外部運用会社との信頼関係を築くために工夫していることはありますか。

日ごろからの丁寧なコミュニケーションに尽きると思います。外部運用会社の多くは欧米の会社で、ビジネスの慣習や言語も日本とは異なりますので、だからこそ、日ごろから丁寧に運用者とコミュニケーションを図ることで、目的や認識の不一致が生じないように気を付けています。

幸いにして、これまで多くの外部運用会社と取引する中で、組織として蓄積されているコミュニケーションの豊富な経験が、今では大きな財産になっていると感じています。

Q 外部運用会社や商品におけるESG運用の取り組みは、どのように確認していますか。

外部運用会社に対するESG運用に関する質問票を独自に整備しています。質問票には、日々の外部運用会社とのコミュニケーション等で得た知見を随時反映させており、また、PRI(責任投資原則)が各署名機関に対して毎年行っている年次アセスメントで示された論点等も取り入れています。

外部運用におけるESGファンド紹介： ニッセイ気候変動関連グローバル株式ファンド (資産成長型)

ニッセイアセットが定めるESGファンドの定義に照らして、現在、外部運用領域における唯一のESGファンドが、DWSグループが運用する「ニッセイ気候変動関連グローバル株式ファンド」です。

ファンドの特色

- 気候変動に関する「緩和」と「適応」に関連する事業を行う世界の企業の株式に投資を行います。
- 投資先となる発行体は、DWSグループ独自の評価手法により、ESG(環境・社会・ガバナンス)の特性に関して定義された基準を満たすものの中から選定します。

外部運用会社に対しては、まずはこの質問票に回答してもらうとともに、重要な点については直接確認することで、ESG運用の取り組みの確認を徹底しています。

Q 外部運用会社における優れたESG運用を見極めるポイントを教えてください。

ESG運用に関して、一般論的な説明に終始している場合よりも、その外部運用会社ならではの独自の「あるべき論」をしっかり持ち、独自性の光る活動を実践しているかどうか、は重要なポイントの一つだと考えています。

その際、そもそも資産クラスによってESG運用との親和性や実践の容易さが異なりますので、その辺りを踏まえた判断が重要になると考えています。

Q 外部運用会社における会社としてのESGへの取り組みはどのように見えていますか。

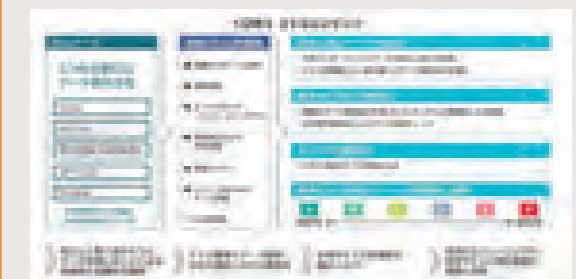
会社としてのESGへの取り組みも重視しています。特に重要な点の一つが、外部運用会社の運用者の報酬体系や職務満足度、離職率などを確認することです。特に欧米の資産運用会社の場合は、運用チームが他社に移籍することも珍しくありませんが、外部運用においては重大なリスクの一つです。

また、運用面での実績や能力に加えて、コンプライアンスやオペレーション面での懸念がないかの確認も極めて重要だと考えています。

さらに、先ほどのESG運用に関する質問票を通じて、PRIへの署名やネットゼロに関するイニシアチブへの加盟状況を確認するとともに、ニッセイアセットの考え方も伝えるようにしています。(聞き手:ESG推進部)

DWSグループのESGエンジン

DWSグループでは、5つの主要データ提供会社のESGに関するスコアや基礎データを同グループのソフトウェアシステム(DWS ESGエンジン)に取り込み各シグナルの重み付けや結合を行いながら、複数のESG要因に関する独自レーティングを導きだします。各主要データ提供会社のデータを使用して組み合わせることで、信頼性、網羅性を高めつつ、独自性のあるESG評価を行うことができると考えています。




2022年度トピック

2022

	世の中の動き	ニッセイアセットの動き
4月	日本 <ul style="list-style-type: none"> 東京証券取引所の新しい市場区分（プライム市場・スタンダード市場・グロース市場）がスタート 	<ul style="list-style-type: none"> 「R&Iファンド大賞2022」の外国株式ESG部門において、ニッセイSDGsグローバルセレクトファンドが優秀ファンド賞を受賞 PRI主催ウェビナー・シリーズ「ESG実務専門家に聞く」第1回に登壇 京都大学に寄付講座「SDGsと金融・経済・社会」を提供
5月	<ul style="list-style-type: none"> 米国・証券取引委員会（SEC）がESGファンドの分類と情報開示等に関する規制案を公表 日本 <ul style="list-style-type: none"> 金融庁が「ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待」を公表 	<ul style="list-style-type: none"> PRIウェビナー・シリーズ「TCFD Capacity Building Series for China」第4回に登壇 気候変動に関するグローバルな協働エンゲージメントプラットフォーム「CA100+」に参画
6月	日本 <ul style="list-style-type: none"> 岸田内閣が閣議決定した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」においてインパクト投資の推進が明記 	<ul style="list-style-type: none"> 気候変動イニシアティブ（JCI）が取りまとめた提言「いまこそ再生可能エネルギーの導入加速を」に賛同を表明 IGCC（Investor Group on Climate Change）の気候変動関連のカンファレンスのアジアC-Suite Discussionに登壇 「ニッセイアセット 世界のESG潮流 最前線セミナー」を開催 公募投資の目論見書・月報・ディスクロージャー資料等でのESGファンドに関する情報開示の充実化を6月以降順次実施
8月		<ul style="list-style-type: none"> 「ESGファンド」の定義等の考え方を公表 国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）のサステナビリティ開示基準・公開草案に対し意見書を提出 投資家団体The Investor Agendaによる「2022年気候危機に関する政府へのグローバル投資家ステートメント」に賛同を表明
9月		<ul style="list-style-type: none"> PRI年次評価（2021年）の結果が通知され、12項目中9項目で最高評価「5つ星」を獲得 日経SDGsフォーラム「資産運用会社の未来像を考えるプロジェクト」に登壇 PRI主催ウェビナー・シリーズ「ESG実務専門家に聞く」第3回に登壇
10月	<ul style="list-style-type: none"> 英国・金融行為規制機構（FCA）が、サステナブルファンドの分類と情報開示等に関する規制案を公表 	<ul style="list-style-type: none"> STSフォーラム（科学技術と人類の未来に関する国際フォーラム）第19回年次総会に登壇 「EcoBalance2022」（第15回エコバランス国際会議）に登壇
11月		<ul style="list-style-type: none"> エジプトで開催されたCOP27のサイドイベントに登壇。現地で開かれた環境大臣との意見交換に参加
12月	<ul style="list-style-type: none"> 生物多様性COP15が開催され、2030年までの世界目標「昆明・モントリオール生物多様性枠組」が採択される PCAFがソブリン債投資についてのGHG排出量の計算方法を公表 日本 <ul style="list-style-type: none"> 金融庁が「ESG評価機関・データ評価機関に係る行動規範」を公表 	<ul style="list-style-type: none"> スペインで開催されたPRI年次総会へのスポンサー提供と登壇 PRIによる人権等に関するグローバルな協働エンゲージメントプラットフォーム「Advance」にEndorserとして参画 グラスゴー金融同盟（GFANZ）のNet-Zero Data Public Utilityイニシアティブの金融機関会合に参画
2023		<ul style="list-style-type: none"> グローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）に加入 投資信託協会主催のネットゼロ取り組みに関するセミナーに登壇 北海道大学・株式会社QUICK共催シンポジウム「脱炭素社会への移行：北海道大学の気候変動への取り組みとマルチアクターでの共創」に登壇

	世の中の動き	ニッセイアセットの動き
3月	<ul style="list-style-type: none"> IPCC（国連の気候変動に関する政府間パネル）が、GHG排出量を2035年までに60%削減する必要があると指摘 日本 <ul style="list-style-type: none"> 金融庁がESG投信に関する監督指針を公表 2023年3月期決算から、有価証券報告書における人的資本に関する開示が義務化 	<ul style="list-style-type: none"> Milken Institute主催の「2023 Japan Symposium」に登壇 スウェーデンで開催されたICGN主催の国際カンファレンスに登壇 ベルギーで開催されたESG評価・データ提供機関のあり方等に関する世界の政策担当者等とのラウンドテーブルに参加 日本LCA学会主催の削減貢献量に関する講演会に登壇
4月		<ul style="list-style-type: none"> 気候変動イニシアティブ（JCI）のメッセージ「再生可能エネルギーとカーボンプライシングで二つの危機を打開する」に賛同を表明 「R&Iファンド大賞2023」の国内株式ESG部門において、ニッセイ健康応援ファンドが最優秀ファンド賞を受賞
6月	日本 <ul style="list-style-type: none"> グラスゴー金融同盟（GFANZ）の日本支部が発足 	<ul style="list-style-type: none"> グラスゴー金融同盟（GFANZ）の日本支部発足に伴い設置されたJapan Chapterの活動に参画

日本LCA学会主催の国際会議「EcoBalance2022」（第15回エコバランス国際会議）が2022年10月から11月にかけて福岡で開催され、当社からは代表取締役社長・大関が基調講演を行いました。



基調講演する当社代表取締役社長・大関

さらに、当社のインパクトファンドの運用を手掛けるチーフ・ポートフォリオマネージャー井上が、企業の温室効果ガス排出の削減貢献量（Avoided Emission）の活用のあるり方等に関するパネルディスカッションに登壇し、同指標を活用する投資家の立場から意見を述べました。

責任投資に関する世界最大級の国際カンファレンス「PRI in Person & Online 2022」がスペイン・バルセロナで開催され、当社からカンファレンスバッグのスポンサーを提供しました。




会場で配布されたカンファレンスバッグ

また、共同CIO・ESG推進部部長の藤井が「ネットゼロへのコミットメント：実行上の主な課題と取り組み」と題したパネルディスカッションに登壇し、2050年ネットゼロ実現への貢献に向けたニッセイアセットの取り組み状況や、資産運用会社が取り組むうえでの実務面での課題にどう対応しているか、などについて意見を述べました。



登壇する当社共同CIO・ESG推進部部長の藤井

環境省の第4回「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」の投資家部門において、2年連続「銅賞」を受賞しました。



表彰状と当社代表取締役社長・大関

受賞に際しては、財務分析とESG要素を関連付け、社内アナリストの判断を重視した独自の評価による運用で長期の実績をあげている点や、投資先の企業価値向上に資する対話を推進している点などが評価されました。

主な グローバルイニシアティブ

ESG 全般



PRIは責任投資における投資慣行やリーダーシップ、環境・社会・ガバナンスの課題をインベストメント・チェーン全体に統合することを支援する国際的な組織です。国連のパートナーによって支持されており、署名機関数 5,000 以上、運用資産総額は 120 兆ドル以上に上ります。



ICGNは、効率的な市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なガバナンスの構築と投資家のステューワードシップの醸成を目的としています。ガバナンスやステューワードシップに関する基準やガイドラインを設定するとともに、様々な支援・助言を行っています。



JSIFは、サステナブル投資を、日本で普及・発展させることを目的に設立されました。SRI・ESG投資に関係する人々、団体などに意見交換などの場を提供するとともに、企業への情報公開を促し、サステナブル投資の健全な発展を通じて持続可能な社会の構築を目指しています。



21世紀金融行動原則は、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金融機関の行動指針として、2011年10月に策定されました。署名機関は、業務内容を踏まえ7つの原則に基づく取り組みを実践することが求められます。

E (環境)



CDPは、2000年に設立された英国の非政府組織 (NGO) です。投資家、企業、国家、地域、都市が自らの環境影響を管理するためのグローバルな情報開示システムを運営しています。



温室効果ガス (GHG) 排出量が大きいグローバルな企業に対して、気候変動対策の強化や情報開示の充実などを求める協働対話を行う機関投資家参加型のイニシアティブです。



The Net Zero Asset Managers initiativeは、パリ協定において合意された「1.5°C目標」を達成するために、2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロとすることに貢献すべく、2020年12月に発足されたアセットマネジメント業界を代表する団体です。2022年12月末時点で301の機関投資家が加入しており、その運用資産総額は59兆ドルとなっています。



気候変動イニシアティブ (JCI) は、日本でも、気候変動対策に積極的に取り組む企業や自治体、NGOなどの情報発信や意見交換を強化するためのネットワークとして設立されました。パリ協定が求める脱炭素社会の実現に向け、日本が世界とともに挑戦の最前線に立ち、気候変動の危機克服を目指しています。

インパクト投資



GIINは、インパクト投資の普及・啓発、コミュニティの育成等を目的として、2009年に米国で設立された非営利団体であり、世界の400以上の機関投資家等が加入しています。インパクト測定のための主要な指標のカタログであるIRIS+の開発・運用なども手掛けています

情報開示



TCFDは、G20の財務大臣・中央銀行総裁からの要請を受け、金融安定理事会 (FSB) が設置したタスクフォース (2015年) です。2017年6月に、気候変動関連財務情報の開示に関する最終報告書をG20に提出しました。

S (社会)



PRIが2022年に立ち上げた、人権問題や社会問題に対する機関投資家による協働エンゲージメントのプラットフォームです。活動を通じて、労働者や地域コミュニティなどに対してポジティブな効果を及ぼすことを目的としています。



気候変動に関するアジア投資家グループ (AIGCC) は、気候変動と低炭素投資に関連するリスクと機会について、アジアのアセットオーナーと金融機関の理解を深め、積極的な行動を促すことを目的とするイニシアティブです。

運用体制

当社の運用体制は、投資信託商品及び公的・私的年金・事業法人・機関投資家など幅広いお客様向けに運用を行う運用本部、日本生命保険相互会社から受託するクレジット・オルタナティブ資産の運用を行う保険運用本部、ファンド投資及び外部運用*を行うグローバルプロダクト本部により構成されます。

運用本部に置かれている ESG 推進部は、運用本部内にとどまらず、組織横断的に運用担当者等と協業し、インハウス運用・外部運用のそれぞれにおける ESG 運用の高度化に取り組んでいます。具体的には、運用担当者における ESG 分析やステューワードシップ活動の実力向上に向

けた取り組み、当社独自の ESG レーティングのクオリティコントロールに向けた取り組み、ESG レーティングや対話活動を含む ESG に関するデータ等のデータベースの整備、ESG に関する国内外のイニシアチブ等への活動、その他 ESG 運用に関する各種取り組みの企画などを行っています。

この ESG 推進部は、2016年に新設された ESG 推進室が2021年に「部」に格上げされたもので、ESG 推進部を主所属とする本務者に加えて、他部を主所属とする兼務者がそれぞれ配置され、各々が ESG 推進の業務にあたっています。

* 第三者(主に海外)の運用会社に運用の委託等を行うこと



ESG 推進に携わる主要メンバー