

パーパス

全社員の拠り所となり当社の存在意義を示す

ひたむきにその先を見つめ、より良い未来へつなぐ —A Good Investment for the Future—



～パーパスに込めた思い～

ニッセイアセットは、資産運用を通じてお客様、環境、社会、従業員など多様なステークホルダーに安心・信頼をお届けし、社会に貢献していきたいと考えております。その実現のために、長期的な思考で、あくなき探求心を持ち、常に挑戦し続け、誠実に取り組む、そのような思いを「**ひたむきに**」に込めました。

「**その先**」とは、ひとつは時間軸を長く持ち、今現在だけでなく、次世代やその先も視野にいれて資産形成のプロとして思考し行動する姿勢、もう一つは、お客様に対する受託者責任を追求し、私たちが直に接する方だけでなく、その先にいる多様なステークホルダーの繁栄も考え取り組む意思を示しています。

資産運用のプロとして、世代を超えて受け継いできた今を「**より良い未来**」へつないでいきます。

バリュー

パーパスを体現する行動の根底にある価値観

経営理念

私達は、資産運用サービスの各場面において、プロフェッショナルとして、お客様に最高の付加価値をご提供することを使命としています。継続的に最高の付加価値をご提供すること、そしてお客様にご満足頂くことで、お客様との長い信頼関係を築きます。

運用哲学

組織的で一貫性のある意思決定プロセスを継続し、ニッセイアセットとして責任ある運用を行います。

1 お客様のご満足のために

- お客様の将来の計画や夢の実現に必要な、高品質な運用商品とサービスをご提供するとともに、長い期間にわたってご満足頂けるよう不断の努力をいたします。
- お客様の健全な資産形成には、正しい知識と正しい理解に裏付けられた投資判断が不可欠であると考えます。この考えを尊重し、お客様の最良のパートナーとして投資のお手伝いをします。

2 プロフェッショナリズムの追求

- 役職員一人一人が、お客様の資産を運用するものとしての責任と誇りを持ち、各分野におけるプロフェッショナルとしてたゆまぬ努力を続けます。

3 公正で誠実な企業文化の醸成

- 資産運用サービスの社会的使命に鑑み、公正で誠実な企業文化の維持に努めます。
- グローバルな企業市民として法令等を遵守し、一人一人がその使命と責任を認識して社会貢献に努めます。
- 市民社会の秩序や安全に脅威を与える暴力団や総会屋などの反社会的勢力に対しては、毅然とした態度を貫きます。

アクティブ運用

市場の非効率性を発見し、資産の市場価格と適正価格の乖離を捉えることにより、超過収益を獲得します。

徹底したリサーチ

徹底した調査・分析と洞察力を収益機会の源泉とします。

規律ある運用

継続性・一貫性のある運用と徹底したリスク管理により、安定的に運用目的を達成します。

行動指針

パーパスを体現する行動を明確化

3つの行動指針

挑

戦

探

求

長期思考

「パーパスに込めた思い」からキーワードを抽出し、パーパス体現行動に向けた行動指針を策定しています。

CONTENTS

プロローグ

- 02 | パーパス・バリュー・行動指針
- 04 | トップメッセージ
- 05 | 数字で見るニッセイアセットマネジメント

1 サステナブル投資

- 06 | CIO メッセージ
- 07 | ハイライト
- 08 | サステナブル投資へのコミットメントの歴史
- 10 | サステナブル投資の重要性
- 12 | ESG インテグレーションの考え方・対話との関係
- 15 | 中長期の企業価値向上を目指す対話活動
- 18 | ボトムアップ対話活動の実例
- 22 | 多様な対話アプローチを組み合わせ、効果の最大化を目指す
- 23 | エンゲージメントファンドの取り組み：企業の後押しが効果的な時代へ
- 24 | ソブリン ESG レーティング：国家の成長・発展に伴うマテリアリティ変化を反映
- 25 | 安心感のある ESG ファンドのご提供に向けて
- 27 | スチュワードシップ活動の全体像・活動体制
- 29 | 責任投資監督委員会との対話2026
- 33 | サステナビリティ課題とサステナブル投資
- 34 | インパクト投資への取り組み

- 37 | 自然資本への取り組み
～サプライチェーンに潜むリスクをめぐる対話活動～
- 39 | 2050年ネットゼロ社会実現への貢献に向けた取り組み
- 41 | TCFD・TNFD 提言への対応
- 44 | 外部運用における取り組み
- 45 | 資産運用フォーラムでの取り組み
- 46 | 長期の価値創造を支える共創関係へ
一日立製作所 津田恵氏と考える脱炭素・多様性・サステナブルな未来
- 48 | 2025年度トピック
- 50 | サステナブル投資関連の主な外部団体

2 2025年度 スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価

- 51 | 2025年度スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価

3 サステナビリティ経営

- 73 | パーパス・各種方針・体制
- 75 | ニッセイアセットの重要課題と取組状況
- 77 | 地球環境問題への取り組み
- 78 | 社会貢献活動の積極推進
- 80 | 人的資本経営の推進
- 82 | 健康経営

巻末

- 83 | 会社概要
- 84 | 当社財務状況／
組織図／コンプライアンス・
利益相反管理への取り組み

TOP MESSAGE

お客様にとって世界一信頼できる、 世界一頼れる運用会社を目指します。



ニッセイアセットマネジメント株式会社
代表取締役社長

大関 洋

市場では近年、新たなテクノロジーの台頭により巨万の富が創造されています。「エヌビディア」の躍進が話題になった昨年に続き、今年6月には「スペースX」の株式公開に伴う調達額が857億米ドル(約13.7兆円)と世界の新規株式公開で過去最大を記録しました。同社は公開直後にも関わらず時価総額が2兆1千億米ドル(約336兆円)に達し、世界6位の企業へと急成長を遂げています。日本でもAI関連銘柄として株価が急上昇した「キオクシア」において、ストックオプションを付与された多くの社員に10億円を超える多大な経済的価値がもたらされたことが報じられるなど、市場の熱狂はとどまるところを知りません。その背景にあるのは、この数年で指数関数的に能力を向上させた生成AIがもたらす、新たな輝かしい未来への期待と、市場参加者の楽観的とも言える確信によるものです。

資産運用会社の経営者として、市場の活況は大いに歓迎するところですが、このAI革命の熱狂の中においても、我が世界には未解決の多くの課題が山積していることを我々は忘れてはなりません。

米国の2018年以降の対中政策転換により米中対立が鮮明化し、グローバル化の時代は終わりを告げました。地政学リスクは高まり、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻で始まった戦争は4年経過した現在も続いています。2025年4月には、トランプ大統領は米国への輸出に高関税でバリアを築く宣言を行い、その影響は今も続いています。さらに、今年2月には米国とイスラエルはイランへの攻撃に踏み切り、日本の資源エネルギー輸入の要所であるホルムズ海峡が閉鎖されました。軍事衝突の波は東欧から中東へと広がり、いまだ収束は見えていません。

こうした事態を受けて、欧州のアセット・オーナー、アセット・マネージャーは防衛関連の企業への投資は国家社会の持続可能性そのものへの投資として、サステナブル投資に含める再定義を行っています。

地球温暖化への対応も、地球規模での共同歩調を必要とする課題であり、国際政治情勢と無縁ではられません。

しかし同時に、人間社会の争いや事情とは関係なく、多くの科学者が警告していたように地球温暖化は着実に進んでいます。気温40℃以上という極めて危険な暑さを示す予報用語として「酷暑日」が今年4月に気象庁から追加されました。これは、日本全国で酷暑日が頻出するようになってきたからであり、冷房なしには生活できないほどサステナビリティの危機は差し迫った問題になってきていることを我々は認識すべきでしょう。



我々がサステナブル投資を考える上で、常に念頭に置いているのが「SDGsウェディングケーキモデル」が提起した構造です。最下層に位置する一番の基礎には、巨大な土台として環境問題や気候変動等の地球環境を含む「生物圏」があり、その上に「社会圏」が形成され、その2層の土台の上に初めて企業活動等の「経済圏」が持続可能になります。現在、その最も重要な土台の地球環境をはじめとした「生物圏」がすでに脆弱化していることに我々は大きな危機感を持っています。

ニッセイアセットは、投資と持続可能性(サステナビリティ)の関係を資産保全・リターン確保の観点からも不可欠の要素と認識し、驚異的な速度で変化する世界に「挑戦・探求・長期思考」で向き合い、我々が行う投資活動が、皆さまにとって「A Good Investment for the Future」となるよう、資産運用業を営むものとしてひたむきな努力を継続して参りたいと決意を新たにしております。

数字で見るニッセイアセットマネジメント

※ 【】内は2025 冊子掲載数値

運用資産残高

48.5兆円

(2026年3月末時点)

【41.2兆円】



女性管理職比率

14.4%

(2026年3月末時点)

【13.4%】



運用業務従事者の平均経年数

約12年

(2026年3月末時点)

【約13年】



国内株式議決権行使議案件数

12,533議案

(子議案ベース 2026年5・6月)

【13,286議案】

会社提出議案への反対行使比率

13.4%

(子議案ベース 2026年5・6月)

【10.4%】

運用ポートフォリオのカーボンフットプリント



63.6 t-CO₂e / \$ mil

(株式・社債のみを対象 2026年3月時点)

【62.8 t-CO₂e / \$ mil】

ESGファンド残高

7,149億円

(2026年3月末時点)

【6,735億円】



在籍アナリスト、エコノミスト数

34名

(2026年3月末時点)

【38名】



CO₂ 排出量

2,569 t-CO₂e

(2025年度)

【1,942 t-CO₂e】



有給休暇取得日数

18.2日

(2026年3月末時点)

【18.3日】



企業との個別対話件数

2,155件

(2025年度)

【2,291件】



CIOメッセージ

日本企業のコーポレートガバナンス改革の進展

2024年、日経平均株価がバブル後最高値を34年ぶりに更新して以来、直近にかけて、過去最高値の更新が続いています。こうした力強い株式市場の背景には、2014年の「日本版スチュワードシップ・コード」および2015年の「コーポレートガバナンス・コード」の策定を皮切りに始まった、一連のコーポレートガバナンス改革の成果があると考えています。

私たちニッセイアセットマネジメントは、国内有数の資産運用会社として、充実したリサーチ体制に基づくスチュワードシップ活動を含むサステナブル投資を通じて、投資先企業の変革と、中長期的な企業価値向上の後押しに取り組んできました。日本のコーポレートガバナンス改革において、重要な役割を果たしてきたものと自負しております。

長期を見据え、サステナブル投資を中核に据える

もちろん、サステナブル投資において重要なのは、コーポレートガバナンスだけではありません。気候変動や自然の毀損など様々なサステナビリティ課題への対応も、投資先企業の企業価値に関わる重要な要素です。しかも、コーポレートガバナンス改革以上に、すぐに成果が表れるようなものではなく、投資先企業による息の長い取り組みが求められます。

企業のこうした取り組みの価値を、長期的な視点から適切に評価し、企業分析に反映させるためには、「ESGインテグレーション」が欠かせません。当社には、15年以上にわたる ESG インテグレーションの実績があります。長年の取り組みから得られた知識・経験は、私たちの大きな強みにもなっています。

確かに直近では、2022年のウクライナ侵攻に伴うインフレの進行や、米国を中心に広がった反ESGの動き、さらには2026年のホルムズ海峡封鎖に伴う世界的なエネルギー危機などを背景に、市場に短期的な思考が広がっているという見方もあります。

しかし実際には、投資先企業の多くが、長期的な視点から、サステナビリティ課題の解決に向けた新たな技術開発や事業展開などに果敢に挑戦し続けており、そうした姿に大変勇気づけられています。

このような時代だからこそ、長期を見据え、サステナブル投資を通じて、サステナビリティ課題の解決に取り組む企業の成長を後押しし、ひいてはお客様に優れたリターンをお届けすることが、私たちニッセイアセットマネジメントの責務だと考えています。

このレポートを通じて、サステナブル投資の「手触り感」を伝えたい

今年度のサステナビリティレポートも、昨年度に引き続き、当社のサステナブル投資の様々な活動をできるだけ具体的に紹介し、その「手触り感」をお伝えすることを意識して編集しました。

スチュワードシップ活動の一環として主催した投資先企業の社外取締役の方々に向けたシンポジウムや、ソブリンESGレーティングの取り組み、クライメート・トランジションへの貢献を目指すインパクト投資の取り組みなど、私たちの新たなチャレンジについても幅広くご紹介しています。

特にインパクト投資については、実際の投資活動のほかにも、調査研究・啓発活動や、政策・業界への貢献活動など幅広い取り組みを通じて、市場の形成・発展にも貢献してまいりました。当社のこうした取り組みを一人でも多くの方に知っていただきたいと考えています。

是非このレポートをご一読いただき、忌憚のないご意見をお寄せください。そして、ニッセイアセットマネジメントのこれからの挑戦に、ご期待ください。

代表取締役 執行役員 運用本部本部長
共同チーフ・インベストメント・オフィサー
深山 大介

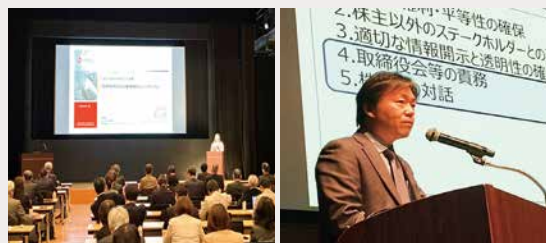
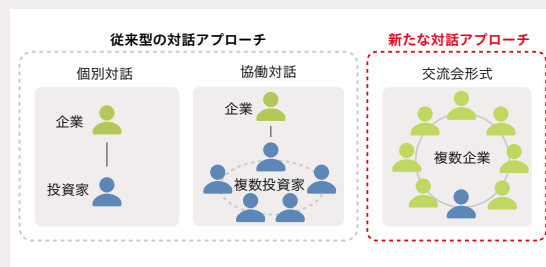


ハイライト

多様な対話アプローチの実践： 社外取締役向けシンポジウムの開催

- 投資先企業との個別対話や協働対話に加えて、交流会形式の対話アプローチを取り入れています。
- 2026年2月、社外取締役を対象に「投資家視点の企業価値向上シンポジウム」を主催しました。

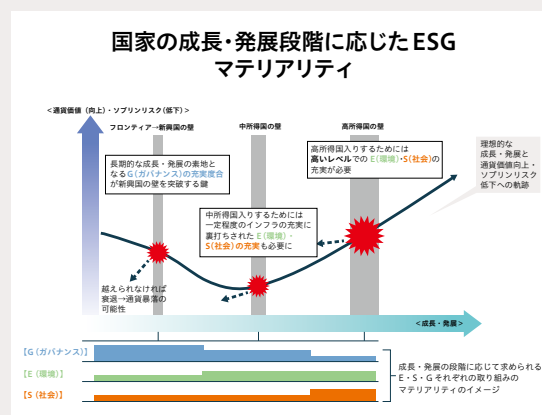
→詳しくはP22参照



ソブリンESGレーティング：国家の成長・発展に伴うマテリアリティ変化を反映

- ソブリンESGレーティングは、国家の成長・発展に応じたマテリアリティ変化を反映しています。

→詳しくはP24参照



評価項目のイメージ

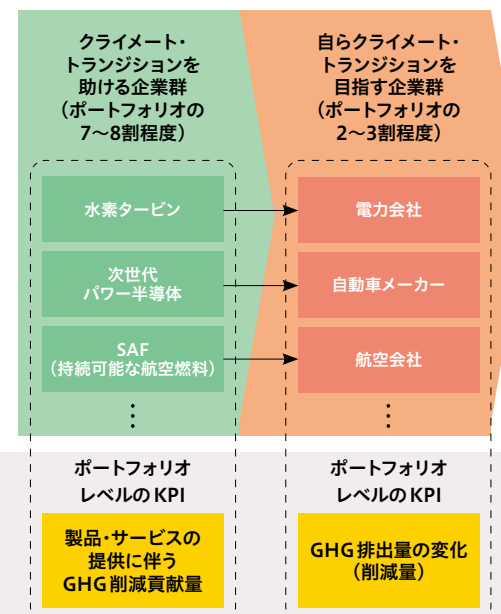
E(環境)	低炭素社会への移行、気候変動リスク、大気汚染の状況、自然資本の保全
S(社会)	人口動態、教育環境、医療環境、生活環境、イノベーション
G(ガバナンス)	統治の正当性、統治の執行・質、統治の安定性、財政の健全性

インパクト投資の取り組み： クライメート・トランジションへの 貢献を目指す

- 国内株式を投資対象とするファンドと、外国株式を投資対象とするファンドの2本を運用しています。
- 今後の変化が期待される企業群に投資し、対話を通じて、その変化を後押ししています。

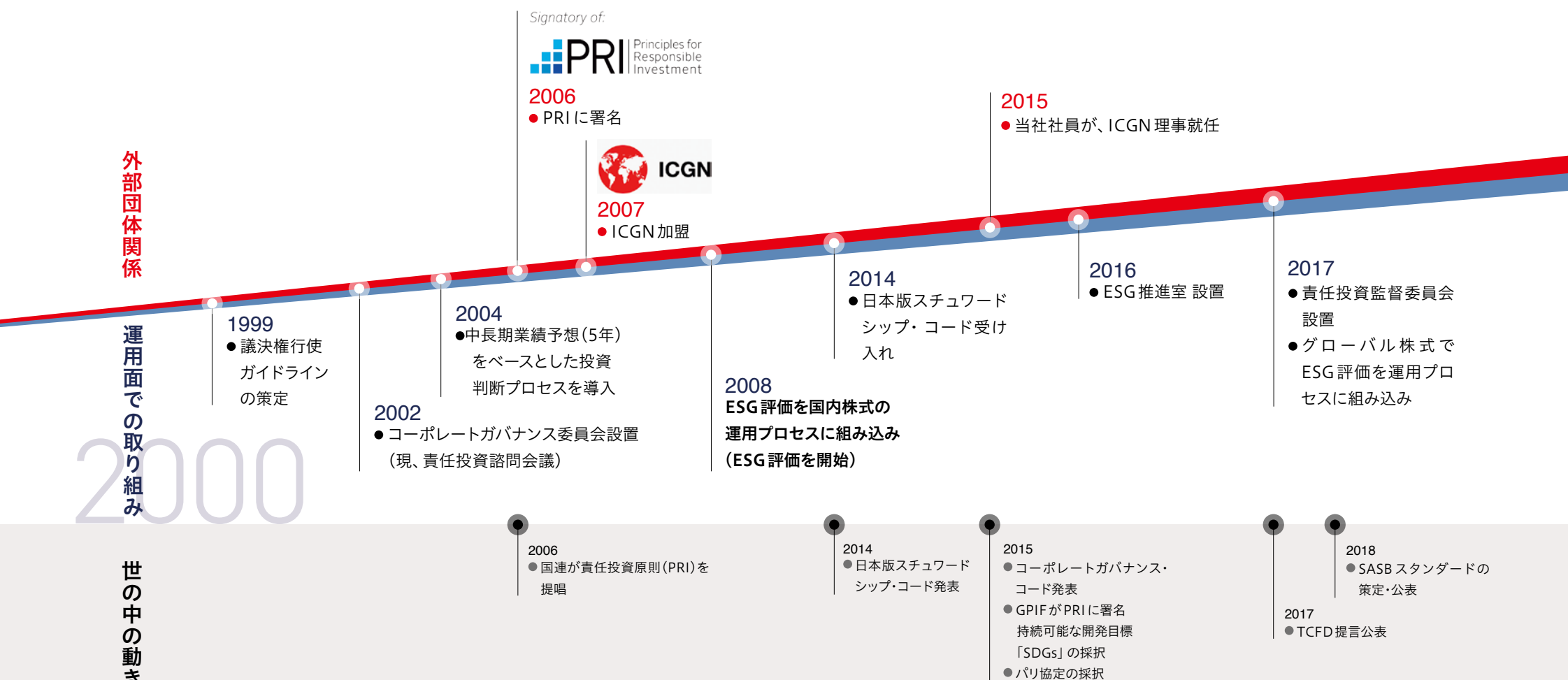
→詳しくはP36参照

クライメート・トランジションにかかる ソリューションの流れ(例)



サステナブル投資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ことがお客様の利益に資するという考えのもと、15年以上にわたるサステナブル投資に関する取り組みを継続し、実績を積み上げて参りました。2006年に国連が提唱した責任投資原則(PRI)に署名し、2008年以降、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月に日本版スチュワードシップ・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。



サステナブル投資へのコミットメントの歴史



サステナブル投資の重要性

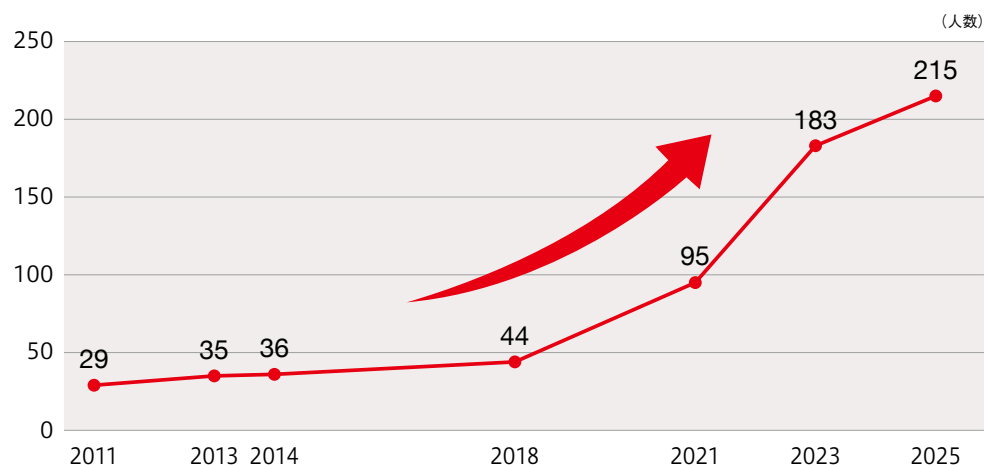
企業の間で着実に広がる「サステナビリティ経営」

米国を中心に、いわゆる「反ESG」の動きが広がっている——この数年、よく耳にする言説ですが、その最新状況はどうなっているのでしょうか。

まず、企業側に着目すると、「サステナビリティ経営」などの言葉が使われる経営上の取り組みは、反ESGといわれる逆風の中にあっても、着実に広がり続けています。

下図は、米国の上場企業における「チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)」職の設置数の推移を示したものです。2011年の時点でCSO職を設置する企業はわずか29社でしたが、2025年には215社に達しています。なお、この数字は「CSO」という役職名を持つ人物のみを計上したものであり、同等の権限・責任を別の役職名で担う人物は含まれていません。実態としてサステナビリティを経営の中核で担う人材はさらに多数存在すると考えられ、この数字はあくまで下限値として捉えるのが適切です。直近にかけてCSO職設置数の増加ペースがやや鈍化しているようにも見えますが、大きなトレンドは維持されています。

● 米国の上場企業における「チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)」職の設置数の推移



出所：Weinreb Group (2025) "Chief Sustainability Officer Report" を基に作成

なお、日本においては、2026年7月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードは、中長期的な企業価値の向上の観点から、サステナビリティを巡る課題に積極的・能動的に取り組むことを取締役会に求めています。サステナビリティ課題は、引き続き重要な経営テーマとして位置づけられています。

コーポレートガバナンス・コード(2026年7月21日改訂版)から抜粋

【原則4-5 取締役会の役割・責務IV:サステナビリティを巡る取組み】

取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、サステナビリティを巡る課題に積極的・能動的に取り組むべきであり、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定するほか、適切な対応を行うべきである。

機関投資家の中で“実質的に”定着しつつある「サステナブル投資」

一方、機関投資家による「サステナブル投資」の現状はどうなっているのでしょうか。

2026年は、サステナブル投資を推進する機関投資家の行動規範である「責任投資原則」(PRI)の制定から20周年の節目の年にあたります。2006年の発足時に65の署名機関でスタートしたこの原則には、現在80か国以上、5,000を超える署名機関を有するまでに成長しました。

PRI事務局の本部が置かれている英国ロンドンを皮切りに、世界各地で20周年を祝う記念セレモニーが相次いで開催されました。日本でも2026年5月、記念セレモニーとシンポジウムが開催され、国内の主要機関投資家が一堂に会し、盛況を呈しました。



写真：東京証券取引所で開かれたPRI20周年を祝う記念セレモニーの様子

サステナブル投資の重要性

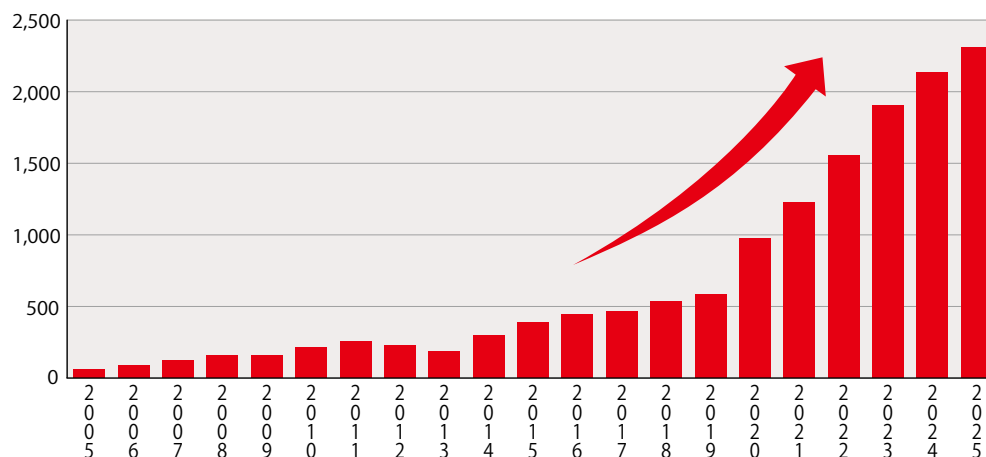
この20周年にあわせて、PRI から、「責任投資の未来」と題した報告書が署名機関向けに示されました。そこでは、「サステナブル投資[※]がすべての投資となること」という実に明快な目標が掲げられました。

PRI が原則として掲げる「投資分析と意思決定のプロセスに ESG 課題を組み込む」という意味でのサステナブル投資は、少なくとも世界的な統計調査が始まった2012年以降、右肩上がりで拡大してきました。そうした中、直近では、サステナブル投資の普及が相当程度進んだことで、サステナブル投資とそれ以外の投資を明確に仕分けすることが難しくなってきました。ESG 課題を実質的に考慮しながらも「ESG」や「サステナビリティ」といった名称を用いないファンドも増えています。そのため現在では、サステナブル投資の世界規模を示す包括的な統計の算出は行われなくなりました。しかし逆説的ではありますが、このこと自体が、サステナブル投資の普及と一般化を物語っていると言えます。

実際、「サステナブル投資」という大きな括りを離れ、より個別具体的な投資動向を見ていくと、その勢いが衰えていないことが確認できます。例えば、ブルームバーグ NEF の調査によれば、2025年の世界エネルギー転換投資総額は2.3兆米ドルと前年比8%増となり、過去最大を更新しています。反 ESG の逆風が吹いているとされる米国においても、投資額は3.5%増の3,780億米ドルに達しています。

世界エネルギー転換投資総額の推移

(単位：10 億米ドル)



日本は政策的にもサステナビリティ経営・サステナブル投資を後押し

少なくとも日本は、企業のサステナビリティ経営と機関投資家のサステナブル投資が政策的にも後押しされています。

前述の東京での PRI 制定20周年シンポジウムで基調講演を行った金融庁幹部は、サステナブル投資を引き続き政策的に推進していく方針を明示したうえで、現在取り組んでいる3つの政策的優先課題を取り上げました。第1が日本のサステナビリティ開示基準である SSBJ 基準の導入、第2が気候トランジション・ファイナンスの推進、第3がインパクト投資の推進です。

このうち SSBJ 基準は、企業と投資家をつなぐサステナビリティ情報開示に関する制度的枠組みです。中長期的な企業価値に影響を及ぼしうるサステナビリティ関連財務情報が、企業から有価証券報告書において適切に開示されることで、機関投資家によるサステナビリティ課題を反映した企業分析・投資判断の高度化につながることを期待されています。

SSBJ 基準については、2027年3月期から、時価総額などの規模に応じて東証プライム上場企業に順次適用されていく見込みとなっています。さらに、その翌年からはサステナビリティ情報に対する第三者保証の導入も予定されており、開示情報の信頼性確保に向けた取り組みも段階的に進められます。また、義務化に先行して SSBJ 基準を早期適用し、開示に踏み切る企業もすでに現れ始めています。

サステナビリティ関連情報の開示義務化によって、機関投資家が活用できるサステナビリティ情報はますます充実化し、またその質が高まっていくことが予想されます。これは、PRI が掲げる「サステナブル投資がすべての投資となること」という方向性を、制度面からも力強く後押しすることになります。

サステナブル投資は今後ますます「投資そのもの」へ

企業の動向、投資家の動向、そして日本の政策の方向性を総合すると、サステナブル投資は今後ますます主流化し、「すべての投資」へと近づいていくことが予想されます。

この先、「サステナブル投資」という言葉自体は消えていくかもしれません。しかし、中長期的な企業価値向上の観点からサステナビリティ情報を考慮するという機関投資家の基本動作は、日本を含む世界のサステナビリティ課題そのものが解決されない限り、普遍の重要性を持ち続けます。「サステナブル投資」は、まさに「投資そのもの」になりつつあると言えます。

※ PRI は責任投資という言葉を用いているが、ここでは基本的に同じ意味であることを前提に、サステナブル投資という言葉に置き換えている

ESGインテグレーションの考え方・対話との関係

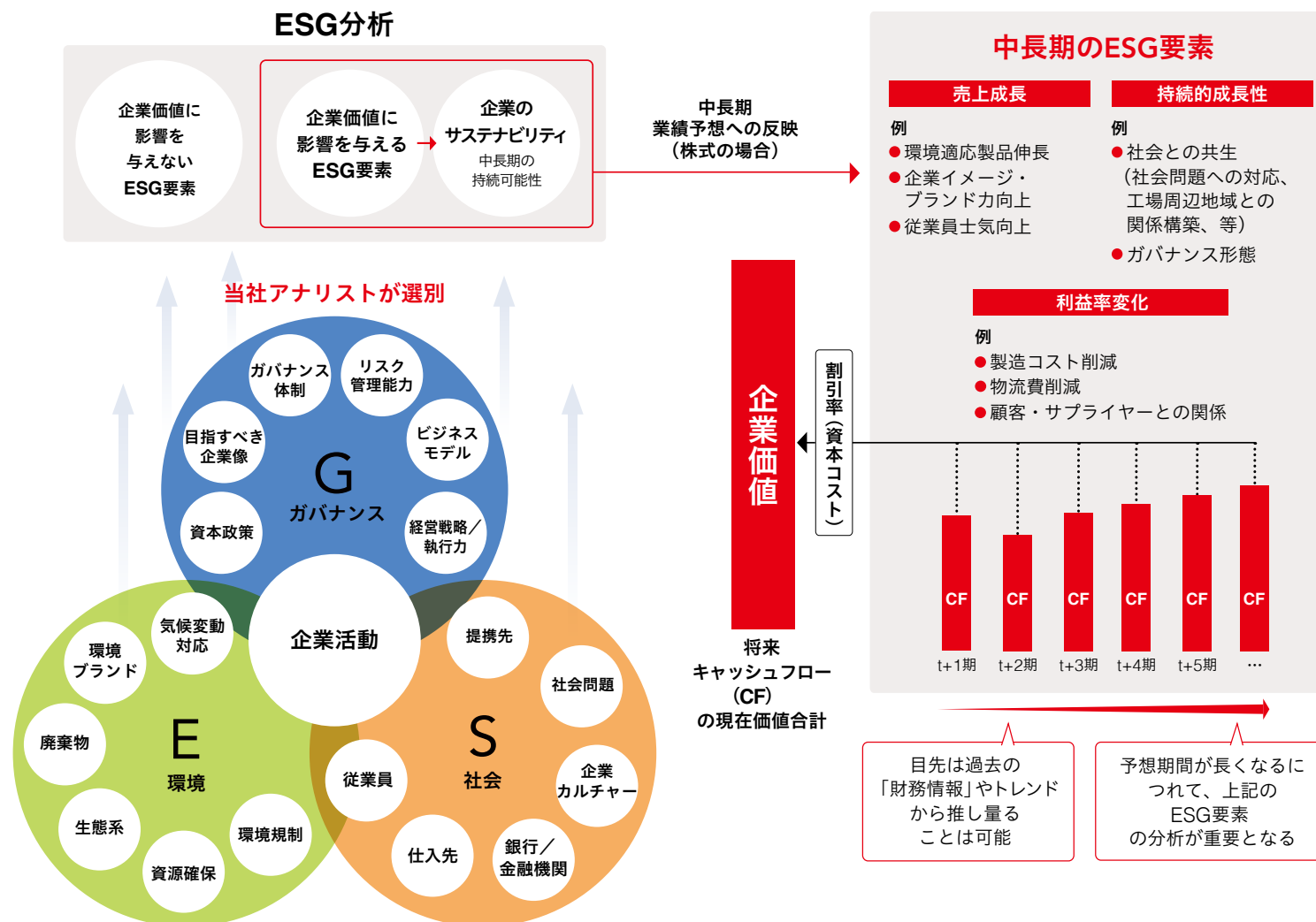
ESG分析を通じて重要なESG要素を特定し、財務影響を捉える

当社におけるESGインテグレーションは、将来の財務価値に影響を及ぼす重要なESG要素が、現在の資産価格には十分に反映されていない場合があるとの考えに基づいて、ESG分析を投資分析に組み込み、投資の意思決定を行うことです。

特に株式運用においては、株式アナリストが、ESG分析を行うことによって、その企業にとって重要なESG要素を特定し、その財務への影響を中長期の業績予想に反映させることを通じて、企業価値への影響を見極めています。債券運用では、ESG要素の財務への影響を信用力評価に反映させています。

こうした一連のプロセスを、当社ではESG評価と呼んでおり、当社が独自に開発したESG分析シートを用いて、ESG要素の業績予想への反映に関する分析結果や、将来影響を与えるサステナビリティ関連のリスク・機会に関する分析結果を、シートに記述するとともに、ESGレーティングを付与することによって、企業価値への影響度の評価を可視化しています。

企業のサステナビリティ情報開示を巡っては、東証プライム上場企業は2027年3月期より順次、SSB]基準に沿った開示が義務化される見込みとなっており、当社におけるESGインテグレーションは、ますます不可欠なものになっていくと考えられます。



ESGインテグレーションの考え方・対話との関係

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、実質的判断により付与しています。

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。

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委託運用における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。

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、それも踏まえてESG分析を行うことで、質の高い中長期の業績予想や信用力評価を目指しています。さらに、対話を通じて企業に変化が生じた場合にも、ESG分析を通じて、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(ESGレーティングも継続的に見直していきます)。

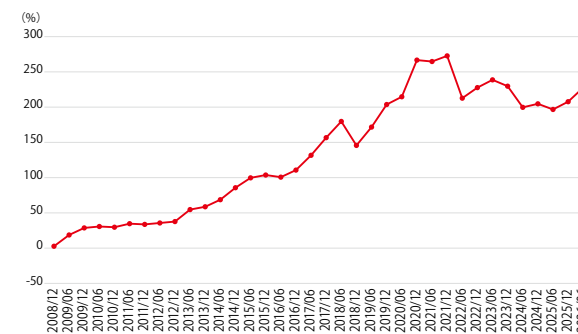
このように、ESG分析と対話は相互に関連する活動であり、別々のものではありませんので、アナリストが一体的に取り組むことが重要だと考えています。

ESGレーティングと株価パフォーマンス

ニッセイアセットでは、2008年から15年以上にわたり、ESG評価を実施しており、評価開始来のESGレーティング高評価企業の東証株価指数(TOPIX)に対する株価パフォーマンスは右図のようになっています。

長期的には良好な結果であるものの、近年はバリュエーションの拡大等を受けて弱含む動きが強まりました。引き続き、高度化に向けて取り組んでいきます。

国内株式 ESG 高評価企業群の累積超過リターン
(単純平均、対TOPIX、期間08/12/01～26/6/30)



(注) 累積超過リターンは対TOPIX(単純平均により計算)。上図はニッセイアセット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するものであり、将来の利回りを保証するものではありません。

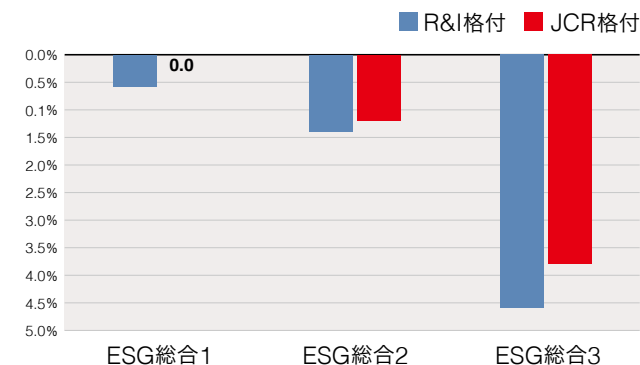
出所：東証のデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

国内債券クレジット ESG レーティングの有効性

当社のESGレーティングは株式・社債共通ですが、このESGレーティングが低い発行体ほど、外部格付機関の格下げが多い傾向が確認されています。

債券運用においてESGレーティングは、ダウンサイドリスクの抑制に有効であることが示唆され、当社では、これを信用力評価に組み入れるなどにより活用しています。

ESG レーティング別の外部格付機関の格下げ比率



(注) 上記データは2014～2025年度の期間平均値。各年度ははじめに付与されたESG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。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するものであり、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マネジメント作成



ESGインテグレーションの今後について思うこと

ESGはステークホルダーとの関係を表すもの

企業が持続的であるためには、ステークホルダーと持続的な関係を構築することが重要となります。ステークホルダーには、広い意味で「環境」が含まれるほか、顧客、取引先、従業員、株主、借入先等が該当し、各ステークホルダーとのwin-winの関係があれば、事業は持続的となるはずです。

当社のESGインテグレーションとは、企業の各ステークホルダーとの持続的な関係を評価するものであり、それが理念、行動ともに仕組みとして好循環になっている場合、将来の業績の持続性に対する確信度を高めることができ、中長期的に強い業績予想を想定することができます。

株式や債券投資において、企業の中長期的な将来の持続性を勘案することは非常に重要であり、この意味で当社のESG評価は、企業分析と別物ではなく、企業分析を行うにあたっての欠かせない要素であり、リターンを生むための分析の手段、源泉と言えます。

ESGを動的に捉えるべき

ESGの項目は全ての企業において等しく重要なわけではなく、業種間で異なるものがあり、また、業種内においても企業の成長ステージによって異なります。資源系業種とサービス系業種では企業価値に与える各項目のインパクトが異なることは容易に想像できることだと思います。また、スタートアップの企業であればガバナンスがより重要であることが多く、成熟した企業では環境や社会面での取り組みの重要度が高まることも少なくありません。

さらに、世の中のESGの価値観自体が変化することも念頭に置く必要があります。昨今の世の中の分断が企業の持続性に及ぼす影響は小さくない、あるいは、生成AIをどうビジネスに取り込むか、どのようにセキュリティを担保するのかといった取り組みも中長期的な企業競争力に大きく影響するといった具合です。

さらには、AIの進歩とそれに伴い発生するデータセンター等での電力需要が気候変動に及ぼす影響は非常に大きなものとなるでしょう。世界人口がさらに増加する中、自然資本の大切さも時を重ねるごとに高まっていくと考えられます。

このようにESGへの取り組みの重要性は時代が変わるにつれて変化するものであり、

企業の取り組みだけでなく、私たち評価する側も評価項目やそのマテリアリティの考え方について、動的に捉え、柔軟に対応していく必要があると考えています。

ESGインテグレーション自体の持続性が重要

ESGが企業のステークホルダーとの関係を示すものであるとすると、企業と運用会社双方にとってESG要素を経営や企業評価に組み込むことの重要性は永続的なものであるように思います。

一方、ESGを考慮することが目的となってしまっただけではその持続性が懸念されます。企業は株主から資本を提供され、その価値を最大化する、運用会社はアセットオーナーから資本の運用を委託され、リターンを最大化する、その目的を達成するために、ESGの要素を経営や企業評価に組み入れることが重要になっている、そのように捉えるべきだと思います。ESGのためのESG、やらされ感、コストを度外視した取り組み、といった姿勢では、企業のESG取り組み自体がサステナブルなものとはならないリスクが高まるだけでなく、運用会社にとってもそのような姿勢ではインテグレーション自体が持続的とはならないでしょう。

重要なことは、目的の軸をぶらさず、ビジネスに必要なESG要素に対応していくこと、その必要性に対する感応度を高めること、変化に対応していくこと、と言えると思います。

当社でもこうした姿勢を持って、ESGインテグレーションを進化させながら持続的に活用し、リターンを高め、お客様のご満足を得られるよう日々努力していきたいと考えています。

藤井 智朗

執行役員 運用本部副本部長
共同チーフ・インベストメント・オフィサー
兼 株式運用部長

2006年から、当社にて株式運用業務などに従事。その後、日本生命の米国投資現地法人（米国株式投資ヘッド）、当社の株式運用部長、債券運用部長、ESG推進部長などを経て現在に至る。

2014年には、ニッセイアセットのESGインテグレーションとスチュワードシップ活動に関するノウハウを凝縮した書籍『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略』（中央経済社）の出版プロジェクトを主導し、監修。

日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）理事なども務める。



中長期の企業価値向上を目指す対話活動

対話を通じて潜在的な企業価値の向上・発現を目指す

当社の理想とする対話は、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。

経営陣やIR担当者との日頃の議論を通じて、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つながる「俯瞰的視点の提供」です。

第三者としての意見発信や、他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つな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。

ボトムアップを中心とする対話アジェンダの設定

当社が目指す対話を進めるには、企業についての深い理解が欠かせません。当社のアナリストは、ESG分析を行い、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のプロセスを通じて、企業への理解を深めています。

その上で、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つながります。

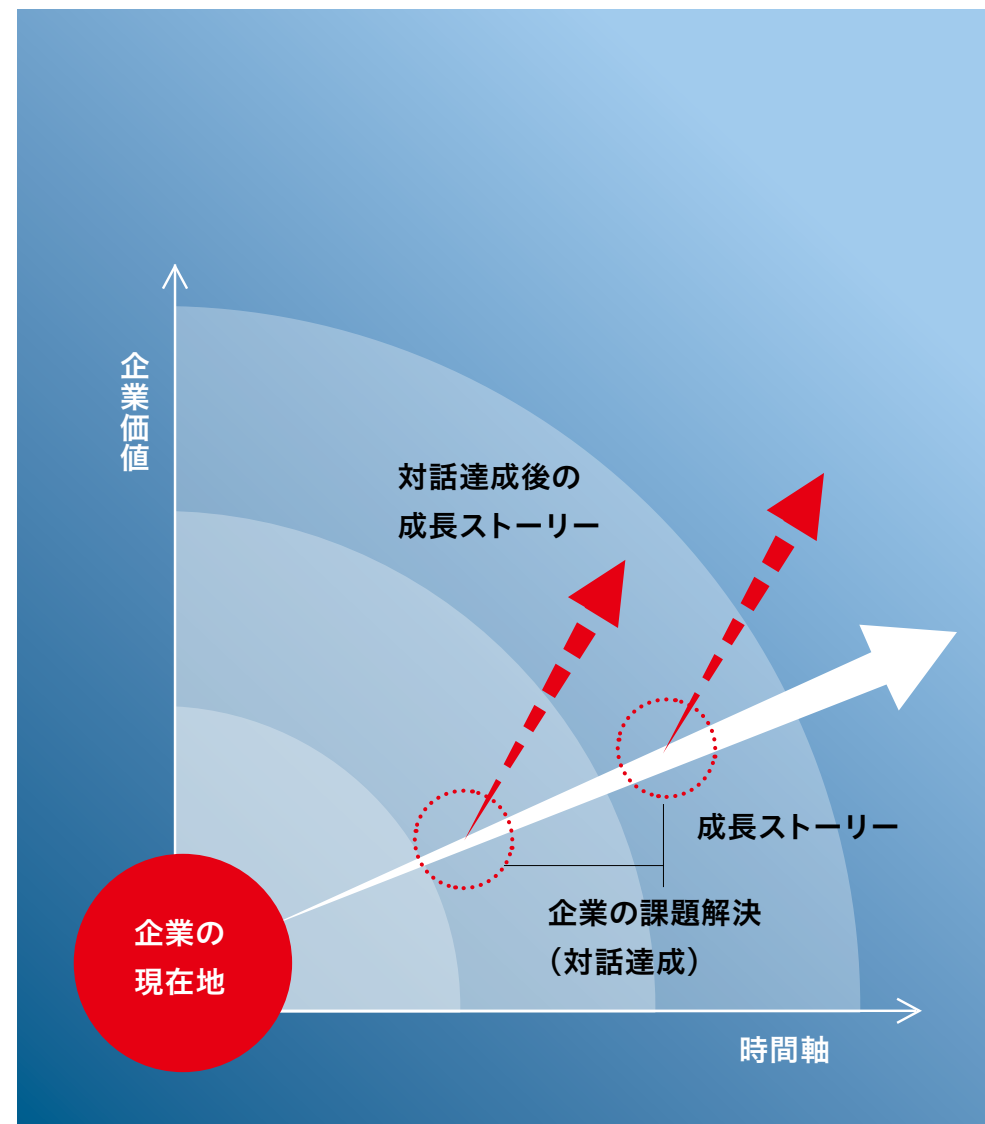
このような対話活動を踏まえて、対話による企業価値向上の可能性があり、かつ企業の経営陣等との対話を行うことが可能な企業を「重点対話企業」として設定しています。

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。

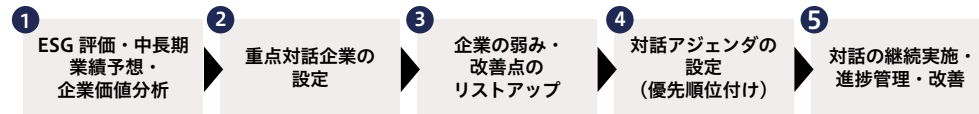
そのため、当社における対話アジェンダの達成基準は、ROE目標や営業利益率目標といった成果基準ではなく、企業が取るべき具体的な経営行動に関する基準を設定した上で、企業価値向上を目指しています。このような枠組みで進捗管理を行うことで、改善行動を支える黒子的存在として企業との関わりを継続したいと考えています。

当社が目指す対話（イメージ図）

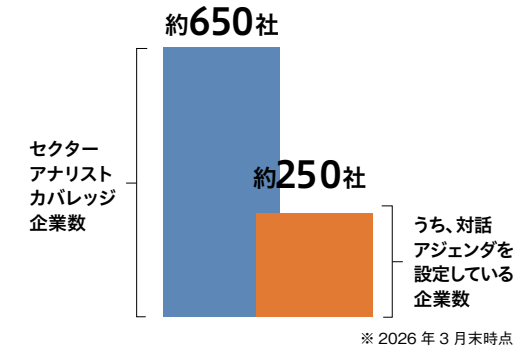


中長期の企業価値向上を目指す対話活動

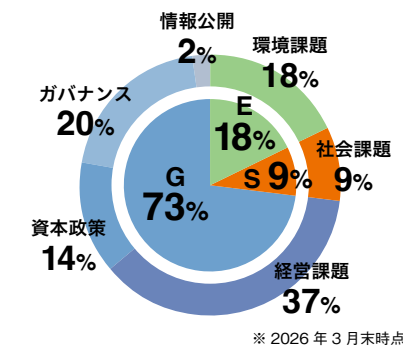
国内株式のボトムアップ対話の主な流れ



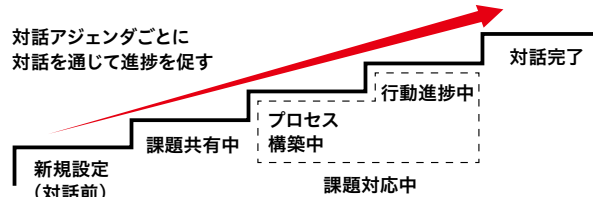
重点対話企業を含む対話アジェンダ設定企業数



対話アジェンダの ESG 課題別割合

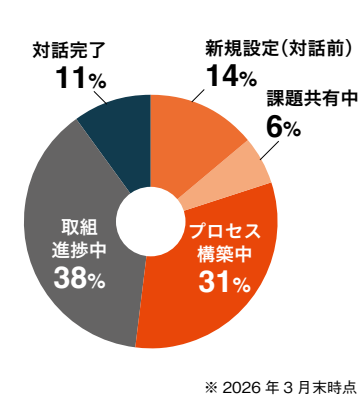


対話アジェンダの進捗管理区分（マイルストーン区分）



区分	状態
対話完了	アジェンダ目標達成
課題 対応中	行動進捗中 課題解決に向けた行動が進捗中
	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
課題共有中	経営層未満まで課題認識が共有、または、共有までには至っていない
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）

対話アジェンダの進捗別割合



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（ボトムアップ対話の主な流れ④）

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下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	● 投資と還元の最適構成、質の高い投資規律の設定
		● 取締役のスキル開示、多様性あるガバナンス体制の構築
		● モニタリングボードとしての機能強化、取締役会の議論深化
		● 指名報酬委員会の社外関与、上場子会社ガバナンス
		● 不祥事防止に向けたモニタリング

対話アジェンダの設定（優先順位付け）

（ボトムアップ対話の主な流れ④）



中長期の企業価値向上を目指す対話活動

対話の高度化を推進するチームによる伴走支援

対話活動の重要性が高まるなか、企業との対話を行うアナリストに伴走し、その活動を支援する「対話の高度化を推進するチーム」を2024年度に設けました。同チームは、アナリストによる最適な対話アジェンダ設定の支援や、対話の進捗管理の徹底、対話活動のPDCAサイクルの推進などを行っています。

2025年度からは、さらにチームの増強を行っており、株式アナリストだけでなくクレジットアナリストが行う対話についても一元管理するとともに、中長期的な企業価値向上の観点で重要なサステナビリティ課題への対応に関する対話の強化にも取り組んでいます。

対話を踏まえた議決権行使（エスカレーション）

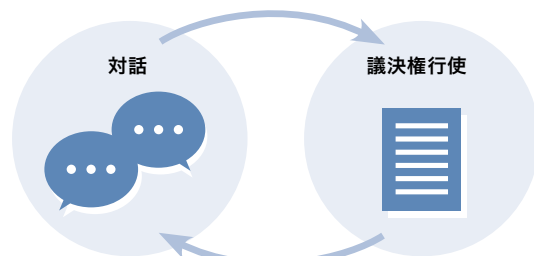
アナリストが継続的に行う企業との対話の状況や結果は、議決権行使の判断にも反映されます。その際、効果的と判断する場合には、議決権行使の賛否判断においてより厳しい判断（エスカレーション）を行うこともあります。

当社による議決権行使判断は、その理由とともに全て公表しています。また、議決権行使で反対した企業に対しては、当該課題を対話アジェンダとして設定し、対話を通じて改善を促す取り組みにも力を入れています。

議決権行使と対話を一体的に実施することにより、投資先企業の企業価値の向上を目指しています。

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）



議決権行使判断は、理由とともに全て公表

議決権行使の後も対話を継続

対話の効果検証に向けて

対話の高度化を推進するチームが中心となり、その実効性を高めるための効果検証に取り組んでいます。当社のアナリストが対話を行った場合と行わなかった場合を比較する科学的な検証は困難ですが、対話開始から完了[※]までの期間における株価パフォーマンスや企業行動の推移などを多角的に分析しています。

● 株価パフォーマンスと課題別の傾向

対話アジェンダの課題別にみると、「経営課題」「情報公開」「議決権行使」において、対話期間中の株価パフォーマンスがTOPIX（配当込み）を上回るアジェンダの割合が50%を超えました。株価の変動要因は多く、対話の効果だけを抽出することは困難ですが、これらの課題は、企業収益向上や資本コスト低減など、株価評価に直結する要因の改善を促すため、課題解決がパフォーマンスの一要因と言えます。

● 対話期間と企業行動の改善

対話の平均期間は「情報公開」や「資本政策」など、企業の意思決定次第で実行可能なものは比較的短い傾向にあります。一方で「経営課題」は完了まで平均2年近くを要しますが、株価パフォーマンスの勝率が良く、粘り強い対話が成果につながることを期待されます。また、「株主還元」や「資本政策」のアジェンダを設定し対話した企業の多くで、実際に対話開始以降の配当性向が上昇する傾向を確認しています。「環境課題」は対話完了割合が低く、完了までの対話平均期間も長い傾向が出ています。対話として非常に重要な課題ではありますが、一企業だけで解決できない問題などもあり、長期的な視点での実践が重要と認識しています。

● 今後の展望

こうした分析をより効果的なアジェンダ設定に結びつけ、対話の実質化を図っています。今後も、効果検証に一層注力することで、対話活動のPDCAを一層強化していきたいと考えています。

※ 対話完了の定義に関する留意点：対話完了の日時は、企業のアクション時（例：事業撤退の発表）ではなく、その内容や経緯を取材等で確認した時点としているため、株価動向との比較においてズレが生じる場合があります。

ボトムアップ対話活動の実例

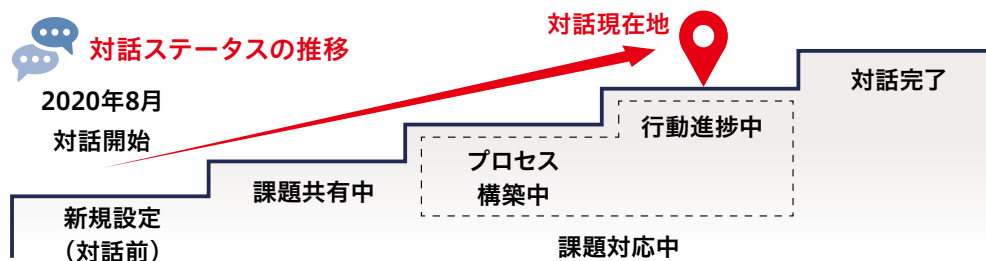
不動産関連A社 リスク管理とガバナンスの構築

担当アナリストの課題認識

- ▶ A社の経営陣は、買収先の企業文化や経営をできる限り尊重したいとの思いが強く、企業規模の拡大に管理体制が見合わなくなっており、グループガバナンスが十分に機能していないと考えていました。
- ▶ そこで対話では、買収先企業による不祥事やハラスメントが度重なったことにより、長期投資家が離れ、企業価値が低迷している現状をA社の経営陣に粘り強く訴えました。具体的には、外部の眼を効果的に活用する観点から同社の独立社外取締役による取り組みを求めました。
- ▶ 結果として、A社は社外取締役を中心としたリスク管理委員会を立ち上げ、内部監査組織の大幅な拡充を実施しました。
- ▶ 今後は、対話を通じて、その機能発揮の状況を確認していきたいと考えています。

対話活動の概要

対話の達成目標	内部監査部門の体制強化などによるグループガバナンス強化と全従業員のコンプライアンス意識浸透による不祥事防止
達成により期待される効果	風評リスク抑制による経営基盤の安定化、資本コストの低減、事業運営の健全化などによる企業価値向上
対話相手	IR担当者
進捗と今後の方針	2025年末に内部監査部門の人員を倍増させ、全子会社を対象に「最低2年に1度」は必ず内部監査が入る物理的な体制を整備。また、社外取締役を中心とした「リスク管理委員会」を立ち上げ、客観的な監督機能を強化しており、対話ステータスは「行動進捗中」。体制整備が課題解決につながるか対話を継続していく



(対話の主な変遷)開始:2020年8月 回数:5回

2020年頃

新規にグループ化した会社で不祥事が発生しており、全社への風評被害などによる企業価値棄損を心配しています。ガバナンスリスク抑制に組織的に対応する必要があるのではないのでしょうか。



当方



先方

まずは不祥事発生会社のガバナンス改善が最優先と考えており、当該グループ会社の従業員にコンプライアンス意識を浸透させるため、定期的に担当役員が現場に赴いています。

2024年頃まで

子会社でのパワーハラスメントや新築欠陥住宅といった不祥事が発覚しました。子会社に対し、内部統制などの面で、親会社のグリップを効かせることが必要です。



当方



先方

社内でのコンプライアンス研修、現場責任者へのハラスメント研修、外部からリスク評価を取り入れるなどの対応を実施していきます。

売上規模が1兆円に達する中で、現場のコンプライアンス意識が追いついていない懸念があります。特に不適切な営業販売などを防ぐ具体的な仕組みの構築が必要だと考えます。



当方



先方

営業フローを見直しました。戸建販売において「営業」と「契約・重要事項説明」の担当を分けました。説明のプロである広告部門が重要事項説明を担うことで、強引な契約や誤解を防いでおり、実際に解約率は低下しています。

2025年以降

ガバナンスリスクへの認識はあるようですが、専門部署による「未然防止」の取り組みが見られません。管理本部が兼務で対応している現状では、グループ全体を網羅するガバナンス強化としては不十分ではないでしょうか。



当方



先方

労働時間の管理強化や、社外取締役を中心としたリスク管理委員会の立ち上げなど、不祥事対応やガバナンスリスクへの取り組みを強化していきます。

ボトムアップ対話活動の実例

素材関連B社

事業ポートフォリオの最適化



担当アナリストの課題認識

- ▶ B社の株価が低水準にとどまっているのは、事業ポートフォリオが多岐にわたり、不採算事業も含まれていることが原因だと考え、事業ポートフォリオの最適化を通じて企業価値向上を実現したいとの課題意識から対話を開始しました。
- ▶ 考えを一方的に伝えるのではなく、経営者の想いにも耳を傾けながら課題意識を共有することで、経営者の意識変化を促し、事業ポートフォリオ最適化を推進する上でのアクセル役になることができたと考えています。
- ▶ 今後は、さらなる企業価値向上に向け、事業間シナジー創出に関する対話に取り組んでいきたいと考えています。

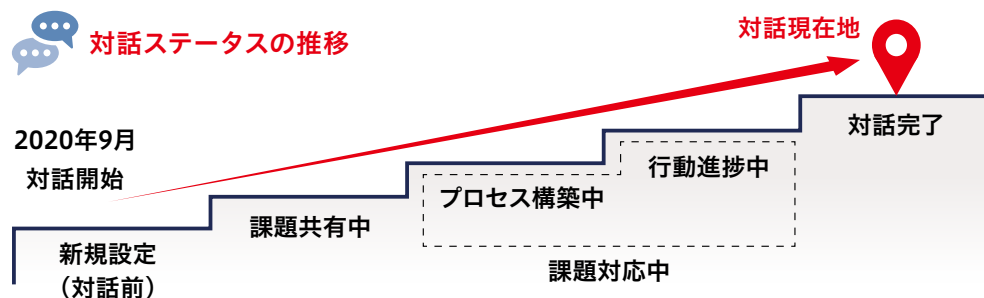


対話活動の概要

対話の達成目標	撤退や譲渡などによる事業ポートフォリオ転換
達成により期待される効果	事業ポートフォリオの最適化で経営資源を有効活用し、企業価値向上を期待
対話相手	社長、IR担当者など
進捗と今後の方針	石油化学関連事業を中心に事業撤退や事業譲渡を進め、ICT関連など高付加価値製品への投資を進めてきた。また、注力領域であるヘルスケア事業では、医薬品のM&Aを実施し、早くも業績貢献が顕在化。ポートフォリオ転換を積極的に実施し効果も確認できたため、対話ステータスは「対話完了」とした



対話ステータスの推移



(対話の主な変遷)開始:2020年9月 回数:10回

2020年から2022年頃

事業が多岐にわたり、コングロマリット・ディスカウントの要因とみています。収益性や自社でやっていくかなどを見直し、事業ポートフォリオの最適化が重要でないでしょうか。



当方



先方

不確実な時代に、多くの領域を持つことは収益の安定につながります。また、各領域のノウハウ(研究開発、ブランド力、M&A等)を共有することで経営力を高められます。一方で、事業ポートフォリオ転換は必要と考えています。

2023年から2024年頃

一部事業でベストオーナー視点での事業譲渡やJV化を進めておられることは評価しています。石油化学事業ではエチレン設備の過剰感の解消が必要ですが、競合他社との協力などが不可欠と考えます。また、国内成長が見込めない住宅事業の切り離しで成長分野への投資に注力されてはいかがでしょうか。



当方



先方

国内のエチレン能力は過剰であり、プラント統合は不可欠で他社の経営陣とのコミュニケーションを深め議論を加速させる必要があります。住宅事業は安定的なキャッシュカウ(資金源)であり、他事業領域の成長を支える役割があるため、当面は維持する方針です。

2025年以降

石油化学事業の見直しは、検討中から実際の出口戦略の実効性を見る段階に入っており評価しています。一方で、住宅事業を含め依然として多岐にわたる事業領域が維持されていますが、現状はコングロマリット・ディスカウントになっていないことについての考え方を整理してください。



当方



先方

事業の整理を進め、現在はポートフォリオの最適化の効果も出てきています。多岐にわたる事業分野を維持していることは、異分野の技術が融合するシナジーや事業ライフサイクルの補完関係からリスク管理面でメリットがあります。住宅事業からのキャッシュで医療分野などの成長につながるM&Aも実施しており、現状のバランスが最適だと判断しています。

ボトムアップ対話活動の実例

金融関連C社

最適資本構成と株主還元

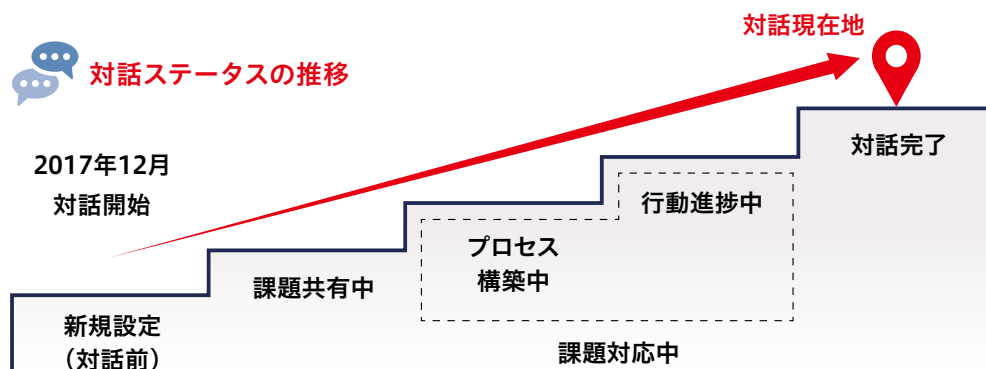
担当アナリストの課題認識

- ▶ C社は、先見性のあるCEOが主導し、常にプロアクティブな戦略を展開し続けることで、市場を凌駕する高成長を実現してきました(営業利益は過去10年で10倍超に拡大)。他方で、希薄化リスクのあるCB発行を繰り返す等、財務戦略では必ずしも洗練されていない面もありました。
- ▶ そこで、この財務面の課題が解消すれば、P&L面の優秀なトラックレコードがより素直に評価され、企業価値向上に一段の弾みがつくはずとの課題意識から対話アジェンダを設定し、対話に取り組みました。

対話活動の概要

対話の達成目標	資本効率に基づいた企業価値向上のロジック構築と資本政策の透明化と実行
達成により期待される効果	適切な資金調達による株主価値の希薄化抑制や資本コストの低減が期待される。適切な株主還元実施で市場評価の向上も期待
対話相手	執行役員
進捗と今後の方針	今後は、転換社債(CB)のようなエクイティ性調達に依存しない方向性を確認。配当性向を引き上げるなど株主還元も強化し、全体として資本効率への意識も高まっている。 以上のことから対話ステータスは「対話完了」とした

対話ステータスの推移



(対話の主な変遷)開始:2017年12月 回数:10回

2017年から2023年頃

- 数年ごとに転換社債(CB)の発行を繰り返していますが、なぜデット(借入)ではなくエクイティ性の高い調達手段を選ぶのですか。1株当たり株主価値の希薄化リスクをどのように考えていますか。
- 先方
- 金融事業の資産を拡大するためには資本の厚みが必要です。CBは「事業が成功し、株価が上がれば資本に転換される」合理的な手段です。しかも、ゼロクーポン(無利息)であり、低コストな調達手段だと考えています。
- 当方
- P&L上の損益影響のみに注目するのであれば「ゼロクーポン」CBは確かに低コストな調達手段と言えますが、企業価値への影響という観点では、表面的な利率だけではなく、潜在的な株式希薄化リスクを考慮した本質的な資本コストを意識する必要があります。
- 当方

2024年頃

- R&I社から「A-」の格付けを取得した意図は何ですか。これまでの「CB頼み」の財務戦略を変える意思表示でしょうか。
- 先方
- その通りです。2026年のCB償還については、普通社債(SB)によるリファイナンスを念頭に置いており、そのための準備として格付けを取得しました。
- 当方

2025年以降

- 金融事業の資金調達は、今後完全にSBへシフトすると理解してよいでしょうか。
- 先方
- 今後は格付け「A-」を背景に、基本的にSBで調達していくため、CBのようなエクイティ性調達による希薄化の可能性は小さいと考えています。
- 当方
- 今回、配当性向も引き上げていますが、その背景は何ですか。
- 先方
- 資本効率や株価評価を強く意識した結果です。資本負債が小さいフィージビリティの高い成長性を考慮すると、配当性向を引き上げても、内部留保およびデットの活用で資本負債が大きい金融事業の成長を十分支えることができると判断しました。
- 当方

ボトムアップ対話活動の実例

電気機器関連D社 情報の非対称性の解消

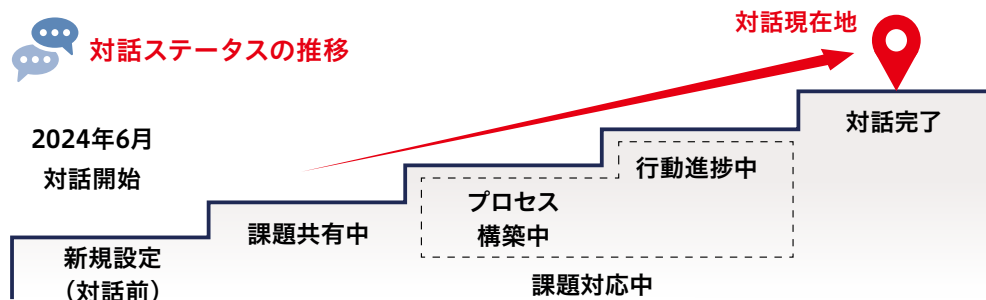
担当アナリストの課題認識

- ▶ D社は、1Qと3Q決算では説明会を開催しておらず、実態と乖離した株価形成となるケースが多いことが課題だと考えており、改善を促すべく対話を開始しました。
- ▶ 当初は開示情報が十分に準備できない体制にあることを理由に前向きではありませんでしたが、D社に限らず情報発信側の視点と受け手側の視点は異なることが常なので、開示情報が十分に準備できずとも説明会を開催する意義があることを受け手側の立場から根気よく伝え、対話を重ねました。
- ▶ 結果、会社側は四半期データの整備も行い1Q決算説明会を開催するに至り、株式市場からも改善姿勢が評価されました。企業価値向上に貢献することができたと考えています。

対話活動の概要

対話の達成目標	決算説明会を、第1四半期および第3四半期にも実施し、コミュニケーション頻度の是正と情報の即時アップデートがされること
達成により期待される効果	株式市場とのコミュニケーションの頻度向上により、適正な企業価値評価が形成されること
対話相手	CFO、IR担当者など
進捗と今後の方針	D社は、プライム企業の一般的基準や、個別取材対応による業務負担の増大を再認識。CFOが「非効率である」と認め、Web会議開催などの検討を開始。その後、1Q決算説明会を開催したため、対話のステータスは「対話完了」とした

対話ステータスの推移



(対話の主な変遷)開始:2024年6月 回数:5回

2024年頃

1Q・3Qの説明会がないため、一過性の要因などが正しく伝わらず株価の低迷が長引いています。四半期決算説明会の開催などで実態をタイムリーに伝えることが重要でないでしょうか。



当方



先方

必要性は理解しましたが、製品別データの集計や現場の状況把握に時間を要するため、四半期ベースの開催は現時点では難しいと考えております。

2025年上期頃

四半期決算の表面的な数値だけで株価が売り込まれているように感じます。証券会社などの個別取材に何度も応じるより、Web会議形式で一斉に説明する方が効率的で、株式市場とのコミュニケーションの観点でも良いかと思います。



当方



先方

確かに個別取材が相次ぎ、同じ説明を繰り返す現状は非効率だと感じています。説明会やテレカン形式への切り替えを検討したいと考えています。

2025年下期

改めて、1Q・3Qの四半期の説明会開催に向けたお考えを確認させてください。



当方



先方

1Q・3Qも説明会を実施する方向で考えています。説明者は未定で、資料も簡易的になる見込みですが、実務的な説明の場として開催に向けて準備したいと思っています。

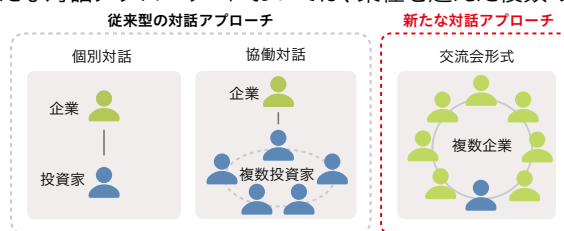
多様な対話アプローチを組み合わせ、効果の最大化を目指す

多様な対話アプローチでインベストメント・チェーンの価値向上に貢献

日本では、2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が導入されたことを契機に、投資先企業との建設的な対話の重要性が認識され、広がりを見せています。

当社では、対話活動の効果をさらに高めるために、新たなアプローチを導入しています。対話といえば、投資先企業との個別対話や協働対話が一般的ですが、当社では、これらに囚われず、多様な対話アプローチを組み合わせ実践しています。

個別対話でも協働対話でもない、“新たな対話アプローチ”においては、業種を超えた複数の企業が一堂に会する場を設け、機関投資家としての当社の考え方を伝えるとともに、参加企業間の情報交換・意見交換を促進することで、企業価値向上に向けた具体的な学びや気づきを得ていただくことを狙いとしています。



事例紹介：社外取締役向けシンポジウムの開催（2026年2月開催）

近年、コーポレートガバナンス・コードの浸透に伴い、企業価値向上に向けた社外取締役の役割の重要性はますます高まっています。こうした状況を踏まえ、機関投資家が実際にどのように企業を分析し、評価しているのか、また、社外取締役に対してどのようなことを期待しているのか、といったことをお伝えする重要性は高いと考え、社外取締役を対象とした「投資家視点の企業価値向上シンポジウム」を主催しました。



シンポジウムには、100名を超える社外取締役に参加いただき、インベストメント・チェーンが「資本に対するリターン」という共通の軸でつながっていること、当社の実際の企業評価の考え方、ESG評価手法、企業とのエンゲージメント活動の実例などを、プレゼンテーションやパネル・ディスカッションを織り交ぜながら紹介しました。

基調講演では、東京証券取引所の青取締役常務執行役員(当時)より、「社外取締役への期待」についてお話いただいたほか、最後のセッションでは、複数企業の社外取締役を務めている有識者がパネル・ディスカッション形式で、「自身が考える社外取締役としての企業価値向上の判

断軸」「取締役会の実効性に対する考え方」や「社外取締役に求められるスキルセット」「投資家と対峙するにあたっての心構え」などに関し、豊富な経験に裏打ちされた活発な議論を行いました。参加者からも、「投資家の視点を網羅的・複眼的に学ぶことができた」「第一線で活躍する社外取締役の示唆に富む意見が大変有意義であった」といった非常にポジティブなフィードバックをいただきました。

当社では、このようにインベストメント・チェーン内のステークホルダーとの相互理解が、チェーン全体の価値向上に不可欠と考えており、今後もこうした活動を「対話」と位置づけ、継続していきたいと考えています。



社外取締役向け「投資家視点の企業価値向上シンポジウム」概要

日時:2026年2月20日(金)9:30~18:30

場所:丸ビルホール&コンファレンススクエア(対面のみ)

主催:ニッセイアセットマネジメント株式会社

後援:WCD日本支部、株式会社ジェイ・エイ・シー・リクルートメント

主な内容:(登壇者不記載のセッションは当社担当者が講演)

基調講演「社外取締役への期待」

株式会社東京証券取引所 取締役 常務執行役員(当時) 青 克美氏

・ガバナンスコード改訂とサステナビリティ開示基準への期待について

・機関投資家の運用の実態と企業評価について

・投資家が企業価値向上に向けて望むこと(アナリスト パネルディスカッション)

・投資家のスチュワードシップ活動の実態/企業価値を高めるエンゲージメントの事例紹介

・ニッセイアセットのESG分析の実態

・投資家から社外取締役への期待

・社外取締役の役割と課題:有識者パネルディスカッション

(パネリスト)

成蹊学園 学園長(WCD日本支部共同幹事) 江川 雅子氏

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム 理事 大堀 龍介氏

早稲田大学 商学大学院 大学院経営管理研究科(ビジネススクール) 教授 本田 桂子氏

モデレーター:ニッセイアセットマネジメント 代表取締役社長 大関 洋

エンゲージメントファンドの取り組み： 企業の後押しが効果的な時代へ

横田 茂之
チーフ・ポートフォリオ・
マネジャー

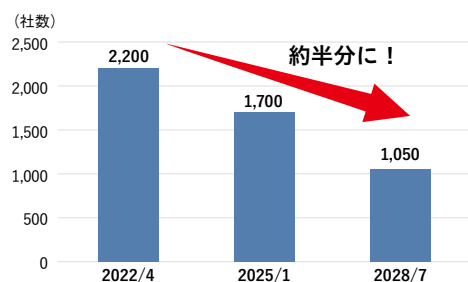
中山伊織
チーフ・アナリスト
(エンゲージメント専任)

日本企業に対する収益性改善・株価向上への要請の高まり

昨今、日本企業は収益性改善・株価向上を強く迫られています。

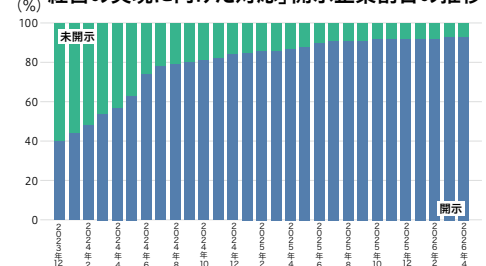
例えば、東京証券取引所は、時価総額や売買代金等に関する一定の基準に基づき、2022年時点では約2,200社あったTOPIX構成銘柄を、2028年7月には1,050社に絞り込む方針を掲げています。さらに、東京証券取引所は2023年3月、上場企業に対して、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた改善を要請しました。

TOPIX 構成銘柄数の推移



出所：JPX総研(2026)「TOPIX等の見直しについて」(2026年5月)

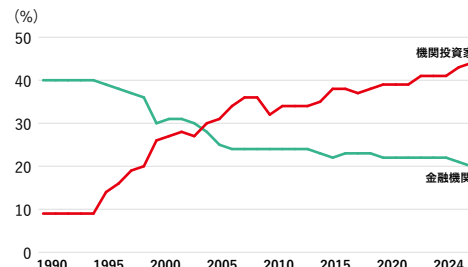
TOPIXに占める「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」開示企業割合の推移



出所：東京証券取引所

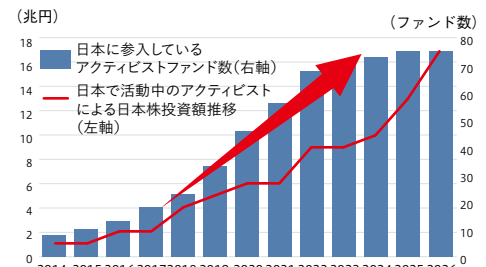
日本企業の株主構成にも構造的変化が生じています。銀行・保険会社などの金融機関の保有割合が低下する一方、外国人投資家を含む機関投資家の保有割合が増加しています。日本市場に投資するアクティビスト投資家も大きく増加し、株主からの要請も高まっています。

日本市場の株式保有比率の推移



出所：日本取引所グループ「2024年度株式分布状況調査の調査結果について」

日本市場におけるアクティビストの活動状況



出所：株式会社アイ・アールジャパンホールディングス(2026)「2026年3月期決算説明会資料」

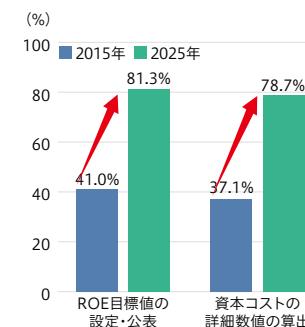
経営者のマインド変化とその「伸びしろ」に注目

日本企業の収益性・株価は、米国・欧州企業と比較すると依然として下回る傾向にありますが、見方を変え、日本企業には、大きな変化への「伸びしろ」がある、とも言えます。

株式市場からの要請の高まりを受け、日本企業の経営者マインドは大きく変化しており、多くの企業が収益性改善・株価向上に向けた取り組みを強化しています。こうした変化の時代には、エンゲージメントを通じた企業の後押しが、ますますその効果を発揮すると考えています。

こうした背景の中、誕生したのが、ニッセイアセットの新しいエンゲージメントファンドです。2025年に運用を開始しています。

エンゲージメントでは、主に収益性の改善と、成長性の改善の2つを切り口に、日本企業の変化を後押しすることを通じて、投資リターンを着実に積み上げていきたいと考えています。



出所：一般社団法人生命保険協会(2026)「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」、同(2016)「平成27年度 生命保険協会調査株式価値向上に向けた取り組みについて」(2026年4月)

運用担当者に聞く：エンゲージメントファンドの強み・特徴

Q このファンドの運用体制を教えてください。

横田：ポートフォリオの意思決定はポートフォリオ・マネージャー(PM)である私が行いますが、エンゲージメント専任アナリストの中山と二人三脚で運用しています。エンゲージメントにあたっては、各セクターアナリストやクレジットアナリストとも密に連携するほか、対話内容に応じて、当社の「対話の高度化を推進するチーム」も協働しています。

Q エンゲージメントに関するニッセイアセットの強みを教えてください。

中山：エンゲージメント専任のアナリストである私と、各セクターアナリスト等が連携しながら、企業価値向上に向けて伴走するエンゲージメントを志向しており、投資先企業様からもご支持をいただいています。非常に広範なネットワークも有しており、例えば、エンゲージメントのアジェンダ設定の糸口として、複数の企業様をお呼びして交流会を企画し、各社のナレッジ共有を促進するなど、多様なアプローチでエンゲージメントに取り組んでいます。

Q 世の中にはエンゲージメントファンドがいくつかありますが、当ファンドの特徴を教えてください。

横田：中山によるエンゲージメントの切り口(内部変革)と、PMである私のトップダウンの視点やポートフォリオ構築をうまくバランスさせ、ポートフォリオのクオリティを高めている点や、エンゲージメントのアジェンダに投資先企業様が取り組んでいただけるような様々な仕組み・工夫が特徴だと考えています。

中山：前述のように、投資先の企業価値向上に向けて、エンゲージメントのアジェンダ共有後に伴走するスタイルが、リターンの再現性を高める原動力になっています。

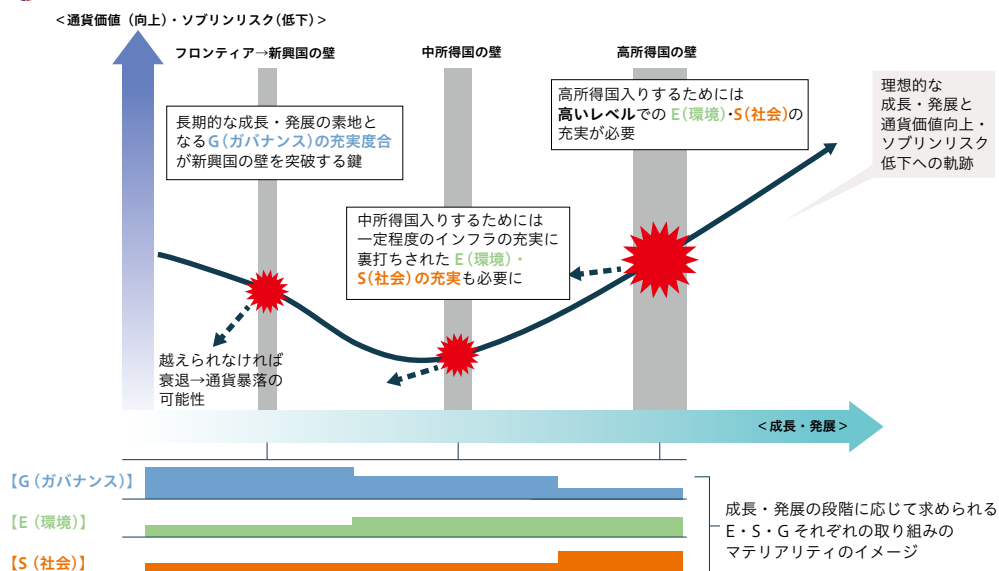
ソブリンESGレーティング： 国家の成長・発展に伴うマテリアリティ変化を反映

当社におけるソブリンESGレーティング活用の狙い

当社は2022年より、独自のソブリンESGレーティングを導入しました。「国家の経済成長や発展の持続可能性」を把握することにより、国家の通貨価値とソブリンリスクをより適切に見極め、金利・為替運用パフォーマンスの向上を目指しています。

国家は、成長・発展に伴って国際収支が変化し、債務国から債権国へと段階的に変化していきます。国民一人当たりの所得水準も向上していきます。こうした、国家の成長・発展段階に応じて、E・S・Gの各要素の重要性(マテリアリティ)も変化していきます。下のイメージ図にあるように、発展の初期段階では、G(ガバナンス)が相対的に重要であるのに対し、中所得国から高所得国になっていくにつれ、E(環境)やS(社会)の重要性が高まっていきます。当社のソブリンESGレーティングの特徴は、こうしたE・S・Gの各要素のマテリアリティの変化に応じて、ESGレーティングの基になるウェイト(重みづけ)を変化させる仕組みを設けている点です。

国家の成長・発展段階に応じたESGマテリアリティ



ソブリンESGレーティングの算出方法

当社のソブリンESGレーティングは、国家の経済成長や発展の持続可能性の観点から重要な評価項目を厳選して設定しています。各評価項目についてスコアリングを行った後、前述のマテリアリティの違いを反映したウェイトを用いてそれらを合算し、最終的に、4段階のESGレーティングを付与しています。

評価項目のイメージ

E(環境)	低炭素社会への移行、気候変動リスク、大気汚染の状況、自然資本の保全
S(社会)	人口動態、教育環境、医療環境、生活環境、イノベーション
G(ガバナンス)	統治の正当性、統治の執行・質、統治の安定性、財政の健全性

ソブリンESGレーティングの有効性

FTSE世界国債インデックス(WGBI:FTSE World Government Bond Index)の採用国を除く投資対象国について、ソブリンESGレーティングの有効性を分析・検証しています。投資対象国の選定は、通貨の流動性や米ドル建てソブリン債の発行実績などを総合的に勘案して選定しています。

ソブリンESGレーティング毎に、過去から現在にかけての国債格付け変化を分析したところ、高ESGレーティング国は、国債格付けが安定的に推移する傾向があること、逆に、低ESGレーティング国は、国債格付けが低い、または格付けが安定しない傾向にあることを確認しました。

こうした結果は、国家の成長・発展段階に応じたマテリアリティの違いを評価に反映する仕組みが有効に機能した結果と考えており、今後もソブリンESGレーティングの有効性を確認しつつ、その高度化に努めていきたいと考えています。

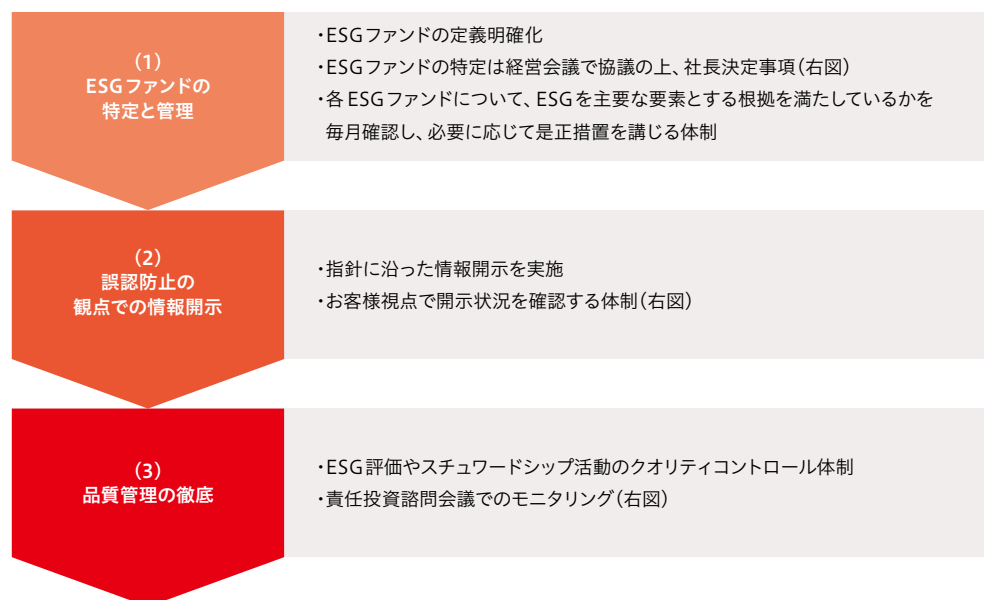
安心感のあるESGファンドのご提供に向けて

当社では、2023年に金融庁が「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を一部改訂し、ESG投信（公募投信）の範囲を「ESGを投資対象選定の主要な要素とするもの」などと定めたことも踏まえつつ、お客様に対して安心感のあるESGファンドをご提供するための取り組みを強化するとともに、ガバナンス体制を整備しています。

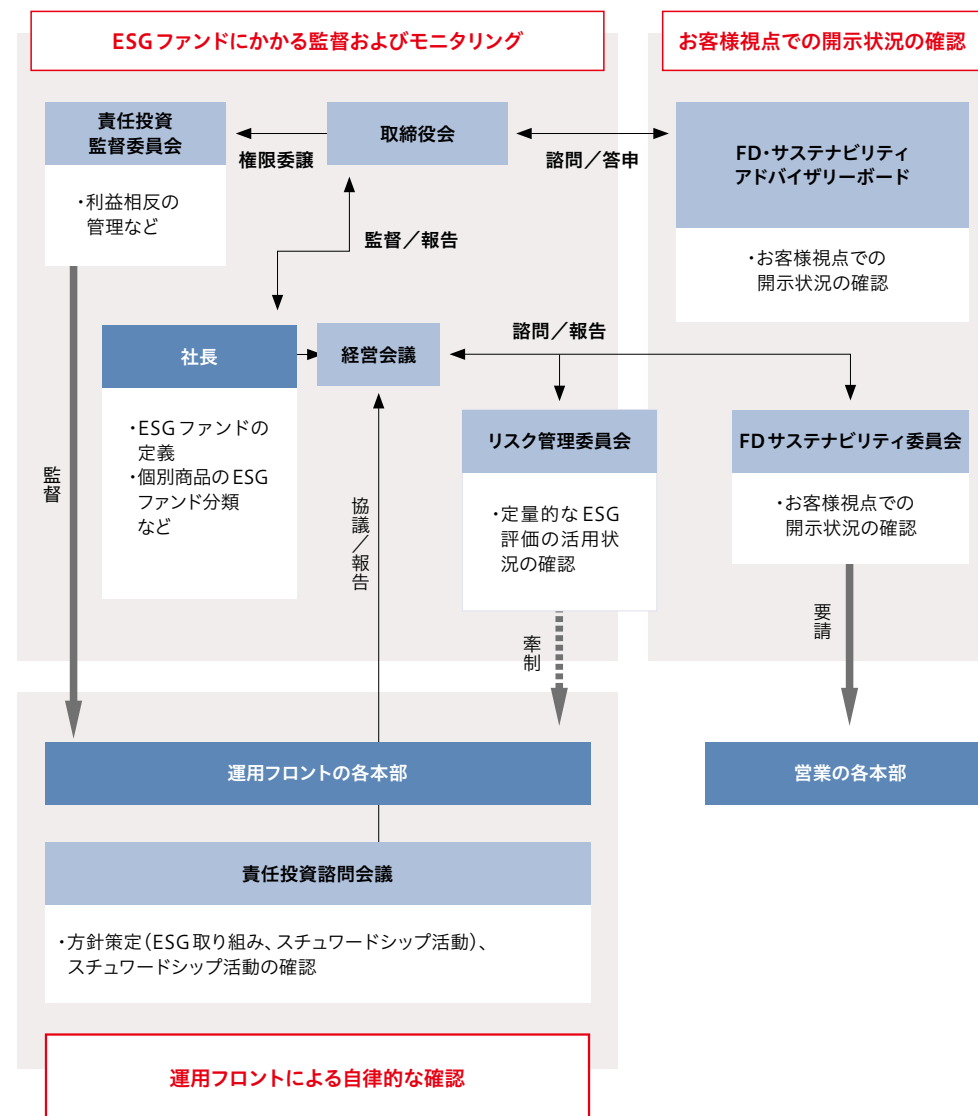
取り組みの面では、ESGファンドの定義を明確化するとともに、ESGファンドに該当するものについては、社内基準を満たしているかを毎月確認し、仮に基準からの逸脱が生じている場合には是正措置を講じる体制を整備しています。同時に、ESGファンドについての情報開示や、ESG評価やスチュワードシップ活動についての品質管理の徹底も図っています。

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、以下の取り組み、体制を整備しています。



安心感のあるESGファンドのご提供に向けたガバナンス体制



安心感のあるESGファンドのご提供に向けて

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監督指針における「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。

なお、当社ではインパクトファンドは、ESGファンドの一部と捉えています。当社のインパクトファンドについては、前ページの金融庁監督指針のほか、2024年3月に金融庁が策定した「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」も踏まえて運用を行っており、詳しくは36ページに掲載しています。

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	

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、さまざまなESGファンドを開発・運用してきました。

近年では、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。

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	外国株式	グローバルESGフォーカス
	SDGsジャパンセレクト		SDGsグローバルセレクト
	ESGグロース		インパクト・グローバルセレクト
	ESGインカム		クライメート・アンド・ネイチャー・トランジション戦略
	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）
	スチュワードシップ・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
	クライメート・トランジション戦略		SDGsインカムファンド
	ソーシャル・インパクト戦略		欧州社債持ち切り運用（SDGs）
国内債券	ESG持ち切り型運用	バランス（外株・外債）	マルチマネジャー・ディバーシファイド・サステナブル・ファンド（外部委託運用）
	ESGラダーファンド		

※2026年6月末時点

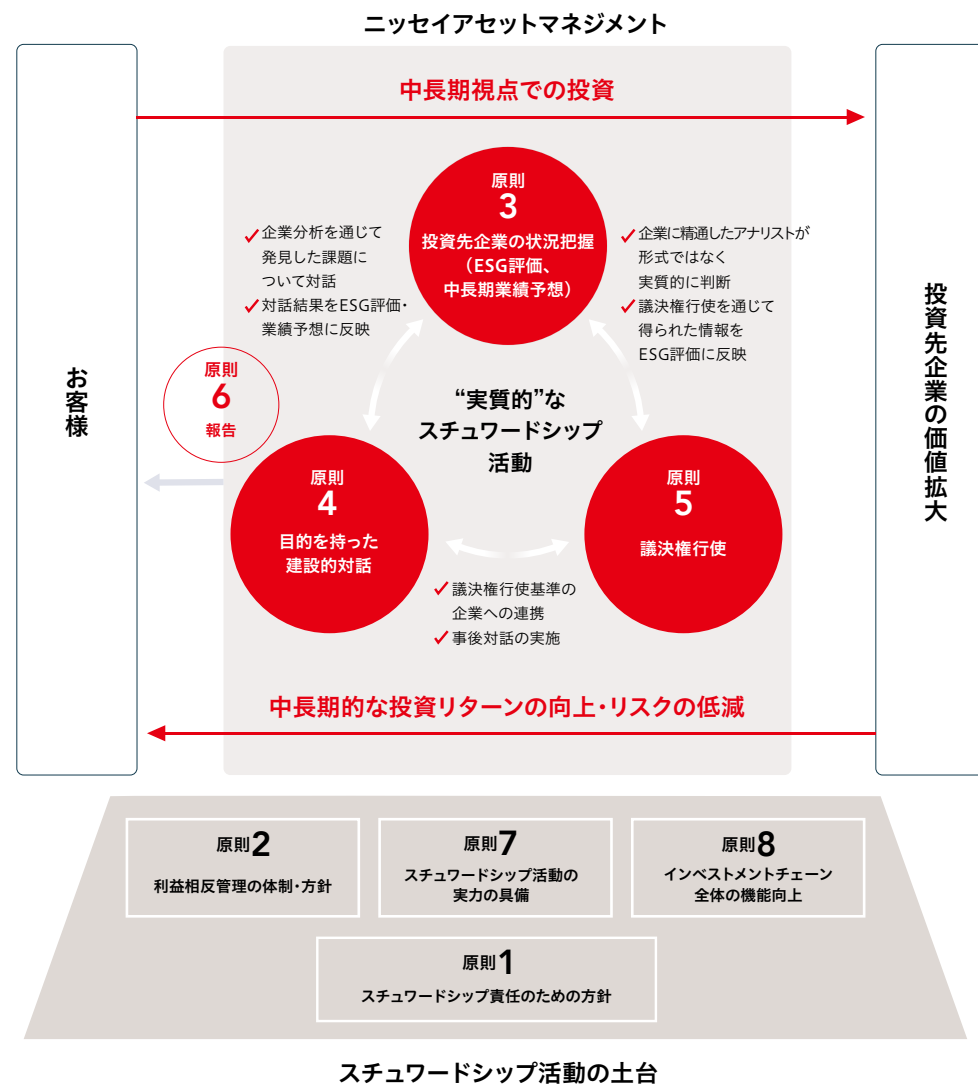
スチュワードシップ活動の全体像・活動体制

お客様と投資先企業の価値の共創を目指す

当社は、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つな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、P51以降の「2025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活動の全体像・活動体制

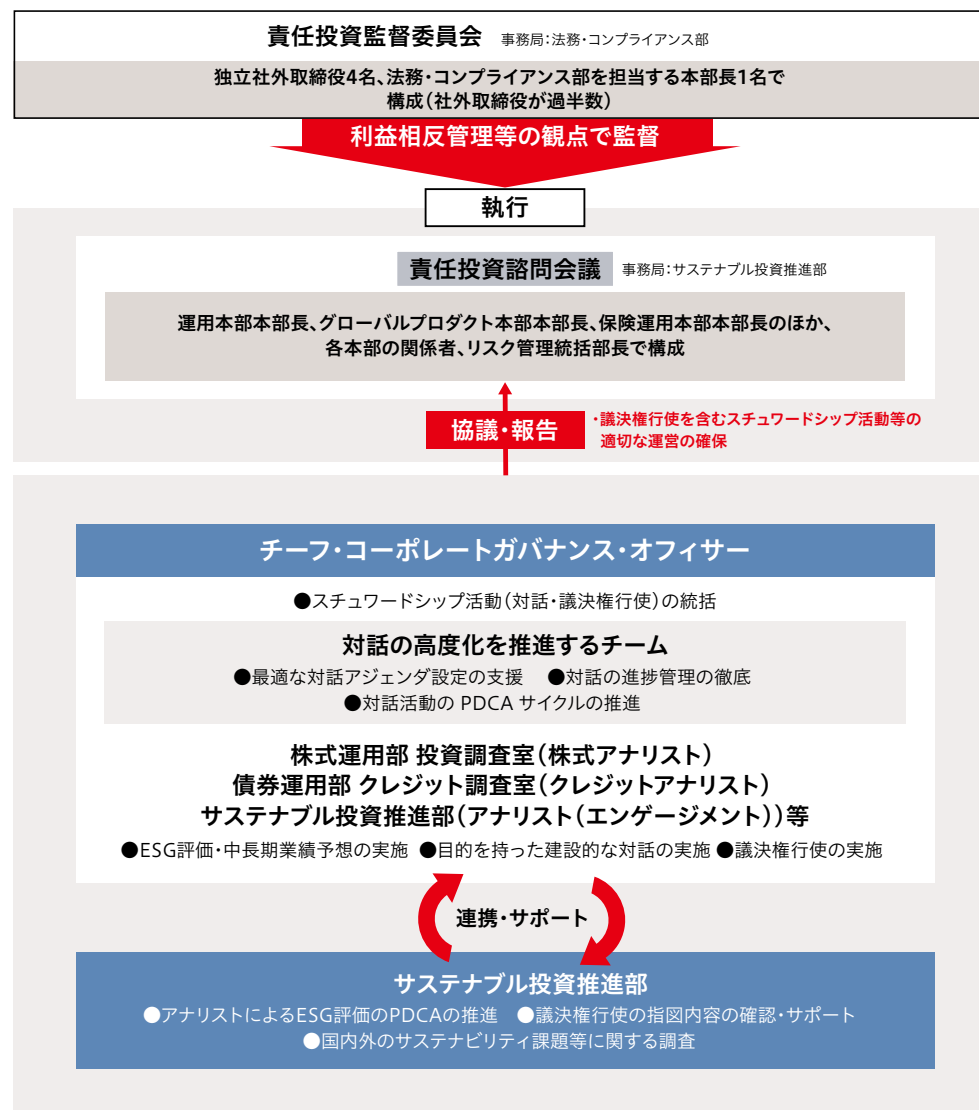
スチュワードシップ体制

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、当社のサステナブル投資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、国内株式アナリストが中心となり、新設した対話専任アナリストも補完しながら実施する体制となっています(一部企業は国内社債のクレジットアナリストが対話を実施)。

さらに、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、「サステナブル投資推進部」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等を推進しています。さらに、部室を横断する形で対話の高度化を推進するチームを設けており、最適な対話アジェンダ設定の支援や、対話の進捗管理の徹底、対話活動のPDCAサイクルの推進を行っています。

サステナブル投資推進部は、専門人材として配置した専任者に加えて、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



責任投資監督委員会との対話2026



昨年に引き続き、責任投資監督委員会の委員でもある4人の社外取締役と当社のスチュワードシップ活動について議論しました。

井口 本日は、お集まりいただ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、社外取締役を過半数とする構成としており、取締役会から委員会までの一貫したスチュワードシップ活動の監督を可能としています。2022年から、この企画をさせていただいてありますが、このような対話を通じ、読者の皆様に、当社の委員会の実効性についてお伝えできればと思っています。

コーポレートガバナンス・コードの改訂案(以下、コード改訂)を踏まえたスチュワードシップ活動の在り方

井口 最初のテーマですが、5年ぶりとなるコード改訂のスチュワードシップ活動に与える影響についてです。コード改訂では、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる「原則」の多くが「解釈指針」へと変更されました。企業に「形式的な遵守」から「自律的に考える姿勢」への転換を迫る、抜本的な改訂と認識しています。

このような中、すでに、委員会でもご意見をいただいたところではありますが、当社の活動の在り方について、改めて、ご意見いただければと思います。黒沼取締役からお願いいたします。

黒沼取締役 今回のコード改訂は、上場会社の選択肢を広げ、プリンシプルベース・アプローチに立ち返ったものだと思いますので、これを踏まえたスチュワードシップ活動のあり方を考え

る必要があります。まず、対話については、当社もコードと同様に中長期的な企業価値向上を目的としており、この方針は堅持すべきでしょう。その上で、コード改訂により企業の選択肢が広がったため、投資家と企業との間でベストプラクティスをすり合わせる対話の作業がますます重要になると思っています。

次に、議決権行使については、各投資家が最善と考えた事項を基準として定め、行使するものとなります。議決権行使の目的は、ガバナンス・コードの目的と矛盾するものではありませんので、企業の方向性に対して当社の基準からは是非を判断していくことは、今後とも重要と考えています。

井口 ありがとうございます。ご指摘のとおり、コード改訂を受け、スチュワードシップ活動への期待はさらに高まるものと思っています。では、岩下取締役、お願いいたします。

岩下取締役 コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードによるガバナンス改革は、現在の株価



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、スチ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

推移を見ても適切であったと評価できます。一方、こうしたルールは往々にして『形式主義』に陥るリスクがあります。この点、今回のコード改訂の目的は「形式化」を防ぎ、「実質化」することにあつたと考えています。

こうした中、当社の議決権行使基準は、実質化に向けた強いメッセージとして機能していると感じています。特に、政策保有株式から純投資への目的変更に対する【基準の考え方】の開示は、見た目を取り繕う企業の行動を牽制する実質重視のアピールとしてメディアに大きく取り上げられました。

私たちは『実質』を見ているのだという強い姿勢を対外的に示すことは、企業経営者に対する極めて有効な牽制のメッセージになります。このように、コードの趣旨・本来の目的を理解した上で自らの考えを示すことは極めて重要です。こうした取り組みを積み重ねていくことこそが、スチュワードシップ活動を真に意味あるものにすると考えています。

井口 ありがとうございます。昨年から、当社のスタンスを明確にするため、議決権行使基準書の中で、主な基準について【基準の考え方】を公表しています。委員会でもご報告したとおり、ご指摘の政策保有株式から純投資への目的変更については、検討の結果、残念ながら基準策定までいきつけなかったのですが、数社の企業さんからは問い合わせをいただいております。思い切って、【基準の考え方】に、基準策定への考え方を示すことは意味があつたと実感しています。次回以降、基準化に取り組んでいきたいと思っています。では、濱取締役、よろしくお願いいたします。

濱取締役 当社は、企業とともに価値を創り出す「共創」や、企業に「伴走」する姿勢を非常に高いレベルで実践できていると思います。また、対話の高度化を推進する専任のチームを立ち上げたことも非常に良い取り組みと考えています。さらに、議決権行使基準書の中で【基準の考え方】を記載し、意図を明確に伝えたことは、建設的な対話の手段として非常に大事だったと思います。大切なのは、活動が形式的に流れないよう常に本質を志向することです。これがあるからこそ、企業から信頼を得て深い対話が構築できていると思っています。

こうした取り組みは、スチュワードシップ・コード改訂に続き、コーポレートガバナンス・コード改訂の有識者会議の委員に井口さんが選任されたことや、年金情報の「スチュワードシップ活動評価」で、顧客からトップに評価されたことにつながっていると思います。当社の努力が正に認知・評価されたことは、非常に素晴らしいことです。今年2月に開催された社外取締役向けのシンポジウム(P22参照)も、運用会社として非常に画期的な試みだったと思います。

井口 ありがとうございます。年金情報の顧客評価は、前回、2位に転落したのですが、今回、トップへの返り咲きで、過去5年間で、4回、トップとなっています。他社も含めて、あまり前例がないことと思いますが、今後とも、がんばっていきたく思います。

では、次は、小林取締役、お願いいたします。小林取締役は、昨年、当社の社外取締役に就任され、昨年7月の委員会から参加していただいております。よろしくお願いいたします。

小林取締役 コード改訂によって形式から実質へと舵が切られましたが、「両輪」として機能すべき、スチュワードシップ活動も、より実質的なところを目指さなければいけないと思います。コードでは、資本効率、人的資本、サステナビリティ対応を統合した明確な経営の方向性を示し、企業価値をどう実効的に向上させていけるのかが問われているので、それを踏まえ、スチュワードシップ活動も、より実質的な必要があります。

会社ごとに経営課題は千差万別であるため、今後は「個社ごとの実情に即した対話」がより重要になると思いますが、当社の高い専門性を生かし、日本の高度化を牽引するトップランナーとしてリーダーシップを発揮していただくことを期待しています。

また、企業の成長に寄り添う『良質な投資家(グッド・アクティビスト)』として、企業価値を向上させるための下支えになっていただければと思います。



小林 悦子

社外取締役

国内外の銀行、資産運用会社の役員を歴任

2025年度責任投資監督委員会の振り返りについて

井口 ありがとうございました。次に、2つ目の議題である、昨年度の委員会の振り返りとして、委員会の運営や議論で評価すべき点や、印象深かったことなどを、教えていただければと思います。今回から座談会にご参加いただいている、小林取締役からいかがでしょうか。

小林取締役 当委員会の最大の強みは、会社法の大家である、黒沼取締役がいらっしゃると思います。私は、昨年7月からの参加となりますが、本当に議論の内容が高度で、法律や制度変更を押さえていることに加え、資本市場の在り方なども踏まえ、議決権行使基準の改訂作業などを行っているところは素晴らしいと思いました。特に、社外取締役の独立性の基準を変更したところは、印象深く記憶しています。

あと、2月に議決権行使基準の改定を行う前に、前年の11月に、インフォーマルで意見交換ができるインフォーマル会議を開催し、きちんと議論した上で、議決権行使基準の改訂を行っているプロセスも、素晴らしいと思いました。

井口 :ありがとうございます。当社では、委員の皆様のご意見を十分に反映できるよう、7月に、スチュワードシップ活動の包括的な振り返りを行い、11月に、スチュワードシップ方針と議決権行使基準の改訂に向けたインフォーマルミーティングを開催し、2月の議決権行使基準の改訂、5月のスチュワードシップ方針の改訂へとつなげていくPDCAサイクルを回しております。小林取締役にも、貴重な意見をいただきましたが、本年もよろしくお願いいたします。続きまして、濱取締役、黒沼取締役の順番で、お願いいたします。

濱取締役 今、お話にありました、当社のPDCAサイクルは非常にしっかりと構築されており、年々、進歩していますし、私もすばらしい運営だと思います。委員会の議論で印象に残っているのは、小林取締役もおっしゃっていた、独立性の議論、剰余金処分権限の取締役会授権に関する定款変更の取り扱いの変更などとなります。

取締役会授権の議論では、「剰余金処分の全権を一任するからには受託者責任は極めて重いため、授権後に実際の剰余金処分が、当社の株主還元基準を満たさない場合には、再任の取締役候補者全員に反対すべきである」とした上で、定款変更原則賛成へと舵を切った変更を行いました。当社の「企業に伴走し、実質を見る」というスタンスに即した、現実的で妥当な意思決定であったと思います。

また、大きな基準変更であるため、基準書の中の【基準の考え方】に解説文を追記したことも、対話の呼び水として非常に有効な取り組みであったと思います。

黒沼取締役 私も、剰余金処分権限の取締役会授権に関する基準改訂プロセスを高く評価したいと思います。権限の所在にこだわらず、「委任を受けた取締役会が、どのような剰余金処分の判断を行うか」という実質的な中身に焦点を当てるとともに、株主還元基準を満たさない不適切な内容である場合には、再任の取締役全員に反対するという強固な責任追及のロジックとセットにすることで、取締役会授権に「賛成」とする基準への改訂を行ったところとなります。責任ある機関投資家として極めて誠実で、かつ、合理的な態度を一貫させたものとして高く評価できます。

また、議決権行使結果の個別開示における理由の記載の充実化に向けて、例外的な判断を適用した際の方針や考え方の事例を大幅に拡充していただいたことも非常に有意義であったと評価しています。

井口 濱取締役、黒沼取締役、ありがとうございます。高い評価をいただいた、取締役会授権の定款変更に関する基準は、今回の議決権行使基準の改訂で、一番、力を入れたところでした。インフォーマル会議や本番の委員会を通じて、委員の皆様からは多くの有用なご意見をいただき、改訂につなげることができたと思っています。感謝、申し上げます。

あと、行使結果の理由の個別開示のところについても、委員会で多くの意見をいただいているところですが、今後とも、工夫・充実をしていきたいと思っています。では、岩下取締役、よろしく願いいたします。

岩下取締役 私、この1年、委員会に参加して、本当にいい議論ができたなと思っています。その上で、私は、日銀出身なので、その経験も踏まえ、アカウントビリティの観点での気づきを申し上げます。

先程の政策保有株式の行使基準の考え方に対しての世間の反応もそうですが、今やスチュワードシップ活動は企業の経営行動に強い影響をあたえるほどの「権力」を持ち始めており、だからこそ、持つ側の責任が問われると思います。

かつて中央銀行には「行動すれども弁明せず」といわれる姿勢がありましたが、時代の変化とともに、政策判断の透明性と説明責任を重視する方向へと転換してきました。スチュワードシップ活動についても、企業経営に対する影響力が高まっている以上、今後は判断の根拠やプロセスを対外的に説明する力を一段と高めていく必要があると感じています。

その点、この委員会での深い議論が、当社のサステナビリティ・レポートに「滲み出す」ことで、実質的な説明責任を果たす仕組みとして現時点でしっかり機能していることは、非常に大きな意義があると考えています。

今後のスチュワードシップ活動への期待について

井口 ありがとうございました。最後のご質問となりますが、今後の当社のスチュワードシップ活動への期待についてご意見をいただけますでしょうか。黒沼取締役からお願いいたします。

黒沼取締役 私からは3点あります。1点目は「協働エンゲージメント」の取り扱いについてです。国際的な潮流や規制環境の変化を鑑みると、もはや避けて通れない重要な選択肢になりつつあります。実効性のあるプロセスを整備し、実践に踏み出すことを期待しています。

2点目は、今回のコード改訂案では、会社提案に相当数の反対票が投じられた事案の原因を分析・報告することが原則へと格上げされました。特定の選任議案に集まった反対票という市場のデータを上手く活用し、当社の議決権行使プロセスをより実質的なものへと進化させていければと思います。

3点目は、独立社外取締役の「質」に関する課題への対応です。特に、創業者の影響力が強すぎる企業における、独立社外取締役の監督機能の限界という構造問題です。

投資家は、取締役会の実効性向上に向け、どのようなインフラ支援やサポート体制の整備が可能なかを議論すべきです。

単に要求を突きつける協働エンゲージメントではなく、体制を機能させるサポートという文脈であれば、非常に建設的なアプローチになるのではないかと、思います。



岩下直行

社外取締役

京都大学名誉教授、日本銀行で金融業界のデジタル化を牽引



黒沼悦郎

社外取締役

早稲田大学法学学術院教授、政府審議会の座長等を歴任

井口 ありがとうございます。協働エンゲージメントについては同じ認識をもっており、私の方で考えた素案はありますので、具体的なプロセス整備を行った上で、11月の委員会で協議させていただければと思います。2点目、3点目についても、どのような対応ができるかを考え、ご報告させていただければと思っております。では、小林取締役、よろしくお願いいたします。

小林取締役 議決権行使は重要ですが、「点」だと思っています。この「点」に対し、「線」の活動として、スチュワードシップ活動の本質である対話に加わり、はじめて、企業の行動変容を促していくことになると考えています。企業ごとに異なる固有の経営課題を踏まえ、経営陣と対等に渡り合い、建設的なソリューションを提示できるような質の高い対話を継続してもらえれば、と思っています。

また、黒沼取締役もおっしゃった、ガバナンスが形骸化し、アプローチが難しい企業への取り組みも重要になると思いますが、取締役会の実効性向上や社外取締役の「質」の向上への寄与を通じ、対応していくということも、今後、必要になるのではないかと、この面での取り組みも期待しています。

井口 ありがとうございます。小林取締役がおっしゃった「点と線」という表現は非常に本質を突いた言葉だと思います。すでに議論に出ていますように、昨年から、議決権行使基準書の中に【基準の考え方】を追記しています。本取り組みは、先ほどの「線」にあたると思います。対話先企業に当社の考え方への理解を深めていただくとともに、個別対話ができない投資先企業に対しても当社の考えを広く周知・浸透させることを目的に開始いたしました。おっしゃるように、「点と線」があり、初めて、企業価値向上につながるものと考え、活動しております。それでは、岩下取締役お願いいたします。

岩下取締役 さきほどの私の発言とも重なるのですが、スチュワードシップ活動において、説明責任の重要性が高まる中、現状の委員会では個別事例を多く扱うため、全体像との繋がりが見えにくいと感じる部分があります。当社のスチュワードシップ活動がどういう理念に基づき、何を目指しているのかという「全体像」を示していただくと、「個別事例」との連関が見えてくるので、委員会でも、より建設的に議論ができるようになり、対外的なアカウンタビリティはより高まると考えます。今後とも、委員会での議論を通じ、背景にある深い思考や対話の実態を、対外的な報告へ上手に「にじみ出させていく」工夫に期待しています。

井口 ありがとうございます。お客様には、全体像から個別事例につながるようにご説明しているのですが、委員会では、最近では、個別事象だけをご説明しているという気づきを頂きました。新しい委員の方をお迎えしていますので、次回の7月の委員会からは、全体像も含めて、ご説明させていただければと思っております。ご指摘ありがとうございました。では、最後に濱取締役、よろしくお願いいたします。

濱取締役 この10年間を振り返ると、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入によって、日本のガバナンス環境は目覚ましい進化を遂げました。今や三分の一以上

の独立社外取締役の配置はもちろん、ROE10%の達成や資本コストを意識した経営計画の開示が当たり前となり、政策保有株式についても明確な縮減のトレンドが定着しています。政府が掲げる「資産運用立国」の国策のもと、新NISAの拡充などを通じて家計の貯蓄から資本市場への資金シフトが本格化し、アセットマネジメント・ビジネスは、名実ともに、日本の金融市場におけるセンターステージへと躍り出ました。

このような中、当社をはじめとする運用会社には、個々の投資信託のパフォーマンス向上はもちろん、企業に伴走し、そのガバナンスの質を高めることを通じて、日本経済全体の成長力を底上げしていくという極めて重い社会的責任と貢献が求められています。

当社の従業員の皆様には、お客様や受益者の人生の大切な資産を託されているという崇高な職務に対する「自覚と誇り」を強く胸に抱き、この変化の時代を力強く生き抜く気概を持って、日本生命グループ全体ひいては、資産運用業界全体を力強く牽引していただきたいと切に願っています。

井口 濱取締役、いつも、力強いお言葉ありがとうございます。本日の座談会でいただいた事項につきましては、今後の委員会の運営に生かして参ります。本日はお忙しい中、本当にありがとうございました。

**濱 正孝**

社外取締役

国内外の資産運用会社の役員を歴任



(文責:井口譲二)

サステナビリティ課題とサステナブル投資

資産運用会社としてサステナビリティ課題を適切に考慮し、 お客様の資産価値の維持・向上を目指す

地球環境や社会経済システムのサステナビリティを巡る諸課題(サステナビリティ課題)は、企業活動に大きく関わっています。とりわけ、気候変動問題や自然棄損の問題といった地球規模の諸課題は、企業活動の基盤を大きく揺るがしかねない深刻な問題であることが、科学的研究の蓄積によって明らかにされています。

当社は、幅広い企業に投資する資産運用会社として、こうした問題を看過することはできないと考えています。もちろん、企業の中には、気候変動問題や自然棄損の問題を新たなビジネスチャンスと捉える企業も出てきていますが、全体としてみると、こうした問題の深刻化は企業活動に悪影響を及ぼすことが懸念されています。

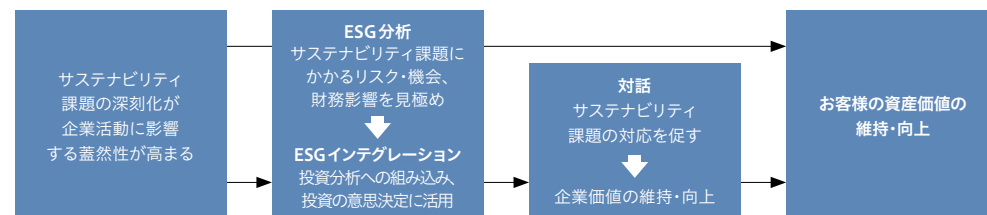
当社は資産運用会社として、サステナビリティ課題による企業ごとの影響を見極める必要があると考えており、個別企業のESG分析を通じて、サステナビリティ課題にかかるリスク・機会や、財務影響を考察しています。

さらに、当該企業の企業価値の維持や向上にとって重要と判断する場合には、投資先企業との間で、サステナビリティ課題への対応を促す対話も行っています。さらに、投資先企業を取り巻く外部環境の改善に資すると判断する場合には、加入する外部イニシアチブ等を通じて政策担当者との対話などを行うこともあります。

インパクト投資への取り組みにおいても同様で、サステナビリティ課題の解決に向けた貢献に取り組む企業を後押しすることを通じて、企業価値の向上、ひいては高い運用リターン の獲得を目指しています。

当社のサステナブル投資におけるサステナビリティ課題への取り組みは、資産運用会社として、お客様の資産価値の維持・向上に資する可否かという観点から慎重に検討を行った上で実施しています。

サステナビリティ課題の考慮とお客様の資産価値の維持・向上までの経路



当社オリジナルの 「サステナブル投資インサイト」の定期発行

当社は、サステナブル投資への理解醸成と普及に資することを目的として、当社オリジナルの情報媒体「サステナブル投資インサイト」^{*}を定期的に発行しています。

本媒体はニュースメディアではないため、必ずしも速報性を重視したものではありませんが、サステナブル投資の実務に携わる現場の視点を大切に、独自の切り口からさまざまなトピックについて情報提供を行っています。

※ 当社は2015年10月より、「ESG レター」と題した情報媒体を定期発行してきましたが、2026年6月から「サステナブル投資インサイト」へ名称を変更しました。あわせて、タブレットやスマートフォンなどの電子機器でも読みやすいよう、様式面の改善を行っています

最近の主な記事タイトル

ISSB基準以降のサステナ開示基準のランドスケープ:真の世界標準の実現は道半ば	(2024/09)
甚大な気象災害が拡大する中、高まる適応策へのニーズと投資家の挑戦	(2024/12)
オランダの公的年金の間で高まるインパクト投資への関心:日本の行方はいかに	(2025/02)
SSBJ基準が完成した今、「管理会計」という、もう一つの領域における議論が高まる可能性	(2025/04)
PRIとGIINの共通項が拡大:今年の2大国際カンファレンスに注目	(2025/07)
日本のGX実現に必要な民間資金の動員に向けて「資産運用フォーラム」が提言書を公表	(2025/11)
ポストSDGsを巡る動き:2030年の「その先」を見据えた議論が始まっている	(2026/04)
PRI制定から20周年を迎えて思うこと:ショートターミズムは正と機関投資家の連携・協力の視点から	(2026/06)

バックナンバーはこちらから

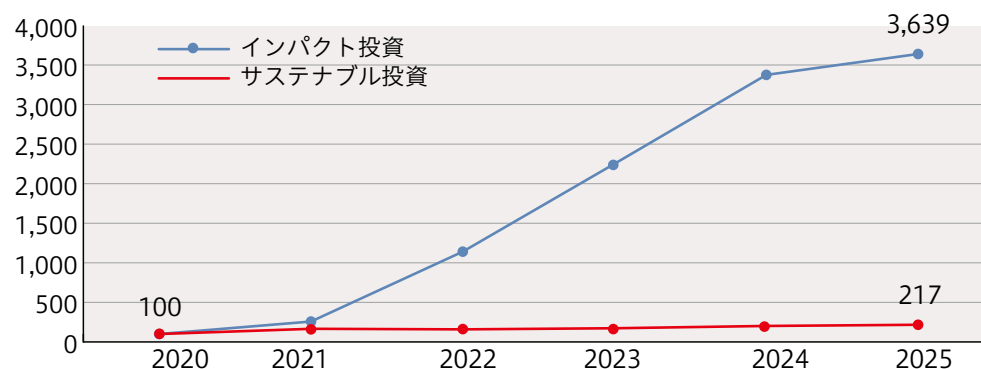


インパクト投資への取り組み

サステナブル投資全体の中で存在感が増すインパクト投資

近年、インパクト投資は、サステナブル投資全体の中でも特に投資残高の拡大が著しい領域の一つです。下図は、2020年を100として、日本のサステナブル投資全体とインパクト投資の投資残高の推移を示したものです。サステナブル投資全体の伸びは5年間で約2.2倍だったのに対し、インパクト投資の伸びは約36.4倍と、大きく上回っています。

● 日本のサステナブル投資とインパクト投資残高の推移比較(2020年=100)



出所：日本サステナブル投資フォーラムと GSG Impact Japan のデータに基づきニッセイアセット作成

インパクト投資は、金融庁が2024年に公表した「インパクト投資(インパクトファイナンス)に関する基本的指針」において、次の定義と、実現が望まれる4つの基本的要素が示されています。

定義	投資として一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的效果」の実現を企図する投資
基本的要素	実現を「意図」する「社会・環境的效果」が明確であること(intention)
	投資の実施により、効果の実現に貢献すること(contribution)
	効果の「特定・測定・管理」を行うこと (identification / measurement / management)
	市場や顧客に変革をもたらす又は加速し得るよう支援すること (innovation / transformation / acceleration)

ニッセイアセットにおけるインパクト投資の市場形成・発展に向けた取り組み

ニッセイアセットマネジメントは、比較的早期の段階からインパクト投資の可能性に着目し、日本における市場の形成と健全な発展への貢献を目指して、様々な取り組みを行ってきました。

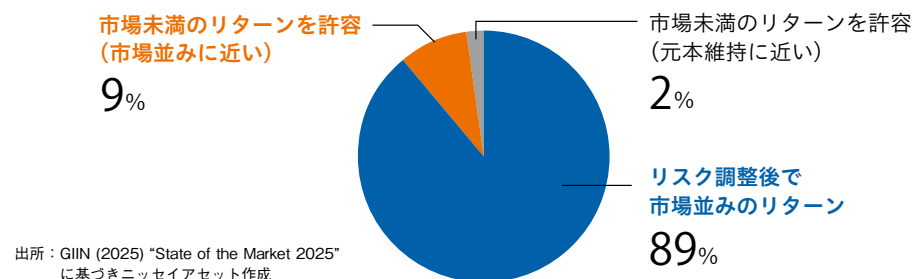
具体的には、2019年度に金融庁からの委託に基づき、上場株式にフォーカスしたインパクト投資に関する調査を手掛けて以来、①調査・啓発活動、②政策・業界貢献活動、③投資活動、の3本柱で取り組んできました(下表)。2025年度には、GPIFからの委託を受け、「インパクト投資に関する調査研究」を実施し、報告書を執筆しています。

①調査・啓発活動	②政策・業界貢献活動	③投資活動
2020年3月 金融庁から委託を受け「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査」報告書を執筆 2023年～2025年 金融庁金融研究センターの特別研究員として以下のディスカッションペーパーを執筆(いずれも共著) ・「インパクト測定・管理(IMM)の現在地と管理会計から見た今後の在り方についての一考察」 ・「インパクト創出と企業価値向上は両立するのか―事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証分析の両面から―」 ・「インパクト加重会計の現状と展望：半世紀にわたる外部性の貨幣価値換算の試行を踏まえた一考察」 2026年3月 GPIFからの委託を受け「インパクト投資に関する調査研究報告書」を執筆	2020年3月～2021年3月 環境省「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」に参画し、「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」策定に貢献 2022年10月～2024年2月 金融庁「インパクト投資等に関する検討会」に参画し、「インパクト投資(インパクトファイナンス)に関する基本的指針」策定に貢献 2023年2月～ グローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN)に加入。Climate Solutions Investing Advisory Committee(CSIAC)に参画し、枠組み策定に貢献 2024年3月～ インパクトコンソーシアムに加入 2024年4月～ インパクト志向金融宣言に署名	2022年6月～ トランジションを支援するインパクトファンドである「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」の運用を開始 2024年3月～ トランジションを支援するインパクトファンドである「ニッセイ外国株式クライメート・アンド・ネイチャー・トランジション戦略ファンド」の運用を開始

新たな投資機会の獲得に資するインパクト投資という考え方

インパクト投資を行う投資家のリターン目標の水準は様々ですが、投資残高ベースでその9割近くが、リスク調整後で市場並みのリターンを目指していることが、インパクト投資に関する世界最大級の会員組織である GIIN の年次調査で明らかになっています。

インパクト投資のリターン目標（投資残高ベース、2024年）



こうした投資家の多くは、インパクト投資を環境・社会貢献の手段としてだけでなく、新たな投資機会としても捉えていると考えられます。例えば、足元のエネルギー危機を背景に、再生可能エネルギーの重要性が再認識されています。また、生成AIの急速な普及に伴うデータセンターの電力消費増を受け、省エネ・冷却・電力効率化など関連技術への関心も高まっています。こうした環境変化も、関連する領域におけるインパクト投資への資金流入にプラスに作用していると考えられます。

ユニバーサル・オーナーのためのインパクト投資という考え方

さらに、より直近にかけて、資産規模の大きいアセットオーナーの多くが意識する「ユニバーサル・オーナー」の考え方や、インパクト投資との接点も意識されるようになってきました。ユニバーサル・オーナーとは、運用資産が巨額で市場全体に幅広く投資しているため、市場や社会・環境の持続可能性そのものが長期リターンを規定する機関投資家（主にアセットオーナー）を指す言葉です。

ユニバーサル・オーナーは、もっぱら、ポートフォリオ全体の価値の維持・拡大という経済的動機に基づいてサステナブル投資を積極的に推進する傾向がありますが、同様の理由で、ポートフォリオ全体の価値の維持・拡大のためにインパクト投資を推進するアセットオーナーが海外では出現しています。

こうした考え方がアセットオーナーの間に広がるにつれ、世界のインパクト投資市場が、今後ますます拡大する可能性が高まっています。



インパクト投資のリターンに関する最新の理論研究を紐解く

「インパクトを追求すると、リターンは犠牲になるのか？」インパクト投資の議論で頻繁に耳にするこの問いに対し、マサチューセッツ工科大学(MIT)のAndrew Lo教授と北京大学のRuixun Zhang准教授は、Management Science誌2024年10月号に発表した論文(以下、Lo-Zhang論文)で、「条件次第ではインパクトとリターンは両立しうる」ことを理論的に示しました。Lo教授は金融工学・資産運用分野の世界的権威であり「適応的市場仮説」の提唱者としても広く知られています。

従来は「インパクト投資は投資対象を制限するのだからリターンは下がるか良くても同等になる」と考えられてきました。しかしLo-Zhang論文は、この説が成り立つのは「インパクト指標がリターンと無関係である場合に限る」と指摘します。

論文では、インパクト指標と個別銘柄のリターンとの間に「相関」があるかどうか重要だとしています。相関が正であればインパクトを追求することがむしろリターンの向上につながります。相関がゼロならリターンへの影響はなく、負であればコストが生じます。論文ではこの理論を希少疾患の新薬開発などの事例に適用し、その有効性を示しています。

Lo-Zhang論文は、「インパクトか、リターンか」というゼロサム的な問いから、「どのインパクト指標がリターンとプラスの相関を持つか」という問いへの転換を私たち投資家に促しています。リターンを重視する投資家にとっては、社会的に意義のあるインパクトの中から、その達成が企業価値の創出と結びつくものを見極めることが鍵となります。

鹿子木 亨紀

データ・AI & クオンツリサーチヘッド

ニッセイアセットにて、AIを活用した運用業務の変革、およびクオンツリサーチを主導。『サステナブル投資のバズル：ファイナンス理論で読み解くESG』（ルーカス・ボモルスキ著、金融財政事情研究会、2026）の監訳も手掛けた。



インパクト投資への取り組み

クライメート・トランジションへの貢献を目指すニッセイアセットのインパクト投資

当社が注力しているインパクト投資の一つが、クライメート・トランジションへの貢献を目指すインパクト投資です。2022年6月に国内株式を投資対象とする「国内株式クライメート・トランジション戦略ファンド」を、そして、2024年3月に外国株式を投資対象とする「ニッセイ外国株式クライメート・アンド・ネイチャー・トランジション戦略ファンド」を、それぞれ立ち上げ、運用しています。

これら2つのファンドに共通するのが、気候変動やその原因でもある自然資本の棄損などの観点で課題を抱えているものの、経営陣が課題認識を有するなど、今後の変化が期待できる企業群に投資し、対話を通じて、投資家の立場からその変化の後押しに取り組んでいる点です。

国内株式を投資対象とする前者のファンドは、基本的に当社単独で投資先企業との対話を進めていますが、外国株式を投資対象とする後者のファンドについては、北欧最大級の運用機関であり、サステナブル投資に深い知見を有するノルディア・アセット・マネジメント社と協働で対話に取り組んでいる点も特徴の一つです。

「国内株式クライメート・トランジション戦略ファンド」のインパクト戦略

国内株式を投資対象とするファンドでは、温室効果ガス(GHG)削減等の技術的ソリューションを手掛ける「クライメート・トランジションを助ける企業群」と、GHG排出量の多い産業に属し、「自らクライメート・トランジションを目指す企業群」の両方に投資し、経済全体の脱炭素に実質的に貢献することを目指しています。また、投資先企業との対話を通じて、クライメート・トランジションへの貢献に取り組んでいる点が特徴です。

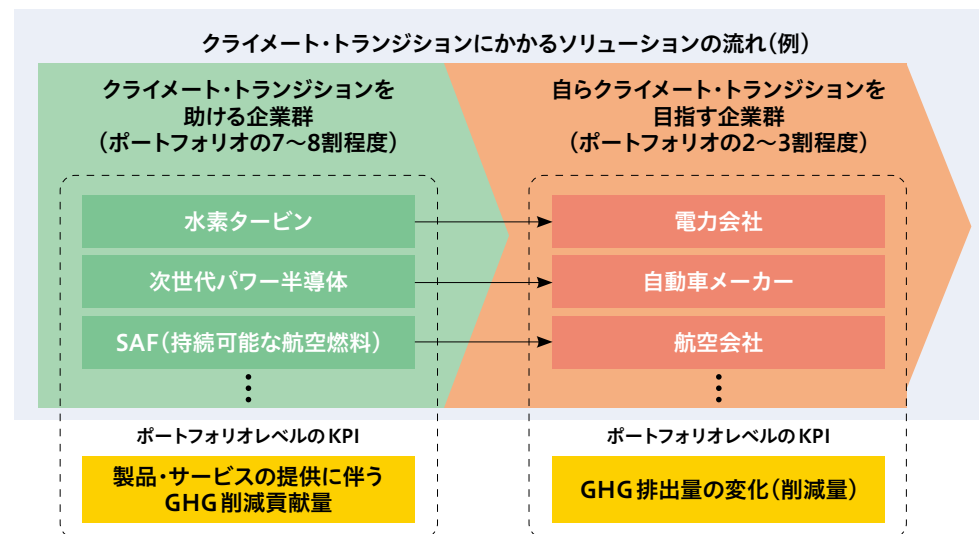
「国内株式クライメート・トランジション戦略ファンド」のインパクトKPI

インパクトKPIの設定に関して、投資先企業の個社レベルでは、事業内容に応じて様々なKPIを設定・活用しています。

さらに、ポートフォリオレベルでは、「クライメート・トランジションを助ける企業群」については、「製品・サービスの提供に伴うGHG削減貢献量」を重要なKPIとして設定し、また、「自らクライメート・トランジションを目指す企業群」については、GHG排出量(スコープ1・2)の変化(削減量)を重要なKPIとして設定しています。

ファンドの運用にあたっては、こうしたKPIの推移を主に年次で確認しながら、更なるインパクト創出に向けて対話等を進めるとともに、顧客投資家向けにインパクトレポートを作成して、KPIの状況などを報告しています。

国内株式クライメート・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とポートフォリオレベルのKPI



運用担当者からのメッセージ

米国トランプ政権の誕生以降、ESGへの政治的な逆風が強まっていますが、私はこれを真価が試される段階と前向きに捉えています。表面的なブームは終わり、気候変動のような不可避な課題を事業で解決できる企業が残るフェーズに入ったと認識しています。

足元での最大の変化は生成AIの急速な普及です。データセンターの爆発的な電力需要増は、これまで当ファンドが応援してきた省エネ(高効率パワー半導体・冷却システム)企業や創エネ(再生可能エネルギー)企業にとって新たな事業機会を意味します。

加えて、地政学リスクの高まりにより、再生可能エネルギーへのシフトが、環境問題からエネルギー安全保障の問題へと位置づけを変えつつあります。政治的言説に左右されず大きなトレンドを捉え、インパクトとリターンの両立を着実に進めていきたいと考えています。



井上 渉

チーフ・ポートフォリオ・マネジャー

自然資本への取り組み ～サプライチェーンに潜むリスクをめぐる対話活動～

生物多様性の喪失は「システミックリスク」：国際機関が初の報告書を公表

世界経済フォーラムの推計によれば、世界のGDPの50%以上が自然資本に依存しているといます。その自然資本の質や機能を担保するために、生物多様性は不可欠な要素です。

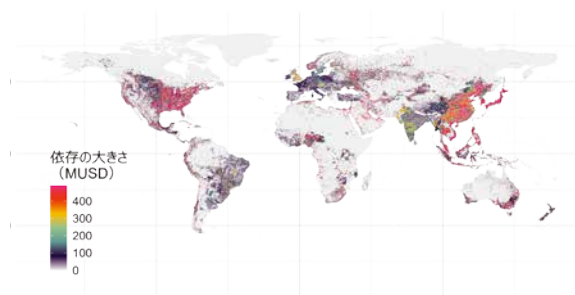
2026年2月、生物多様性に関する科学的知見を取りまとめる政府間組織「IPBES」(生物多様性及び生態系サービスに関する政府間科学・政策プラットフォーム)は、ビジネスと生物多様性の関係を包括的に評価した初めての報告書を公表しました。その中で、急速に進む生物多様性の喪失や自然資本の毀損は、経済、金融の安定、人間の福祉を脅かすシステミックリスクであるとして、警鐘を鳴らしています。

熱帯コモディティの依存度が高い投資先約80社を特定 ～科学・データ・AIを活用～

当社は、投資先の企業毎に、企業価値に重大な影響を及ぼすサステナビリティ関連のリスク・機会を特定し、対話を行っています。自然資本の毀損も重要な視点となっており、2025年から、TNFD提言を踏まえた「LEAPアプローチ」に基づく投資先企業のサプライチェーン上の自然関連リスク・機会の特定と対話を本格化しています。

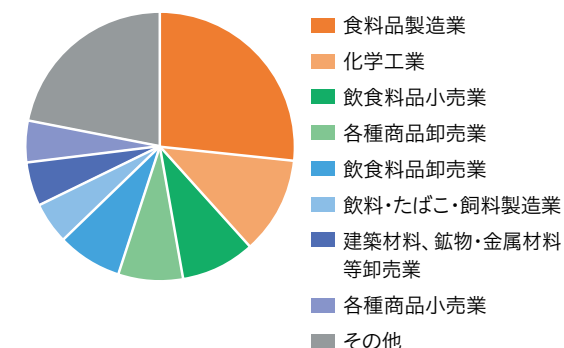
その際に重要となるのが、「投資先企業と自然との接点(自然への依存や影響)が生じている場所を特定すること」、及び「その場所の自然が、いま一体どういう状態にあるのか」という情報・データです。

当社ポートフォリオの生物多様性・自然資本への依存の度合いとその地理的分布



こうした情報・データにアクセスするため、2025年上期、当社はシンク・ネイチャー社との提携を開始しました。同社の世界最大級の生物多様性ビッグデータとAI解析技術を活用し、当社の投資先企業が調達する原材料と自然との接点を可視化しました。さらに、経済・環境の両側面から特に重要と判断されるパーム油・天然ゴム・コーヒー・大豆といった「熱帯コモディティ」に着目した分析を行い、これらへの依存度が高いと判断される投資先企業約80社を特定しました(右図)。(詳細は当社2025年版サステナビリティレポートをご参照ください)

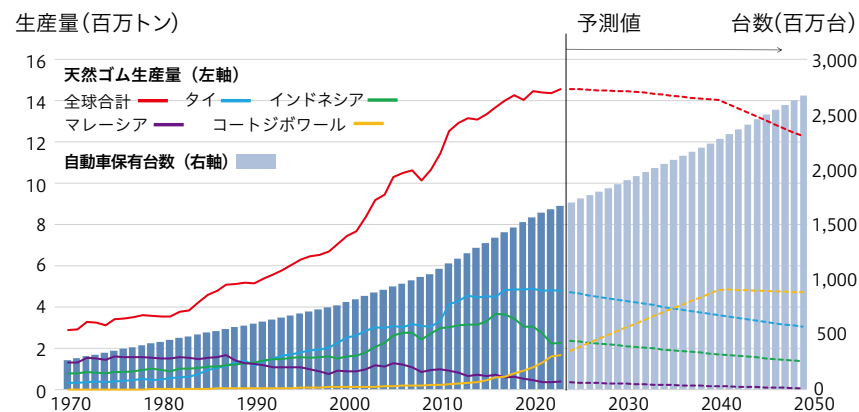
熱帯林を通じて高い自然リスクを有する投資先のセクター分布



実効性の高い対話への取り組み～パーム油・天然ゴムの調達リスクに備えて～

当社は現在、熱帯コモディティの中でも特に、パーム油・天然ゴムに着目しています。この2つの原材料は、気候変動や社会課題など様々な複合的要因により、将来、現在と同等の条件下で十分な供給を確保することが世界的に困難になることが、科学的に予測されています(天然ゴムについては次頁のグラフ参照)。いずれも今日の産業や生活に欠かせない素材ですが、品質や価格など同等の条件を満たせる代替品の開発は近い将来には見込まれておらず、サプライチェーンの基盤が揺らぐことが危惧されます。その影響は直接・間接的に幅広い産業に及ぶと考えられます。例えば、天然ゴムの場合、タイヤ、各種機械部品、医療衛生品メーカーのみならず、これらの製品に依存する各種モビリティ産業、機械産業、インフラ産業への影響の波及が懸念されます。

天然ゴム生産量と世界自動車保有台数の推移及び将来予測(1971-2050)



シナリオ分析によれば、長期的に天然ゴム供給量が需要に追いつかなくなる見込みで、特に日本企業には、価格高騰、調達不安定化・困難など、従来の対応では乗り越えられない調達リスクの可能性が見込まれる。

- アジアの供給地の「崖」：日本の主要供給源であるタイ、インドネシア、マレーシアは生産量・生産性が軒並み低下。慣行農法が続けば、樹木高齢化・病害等で生態学的限界を迎え、供給地として機能を果たせなくなる。
- コートジボワールもいずれ「終わりが来る」：供給拡大傾向にある同国は日本にとって不利な調達先。更に、慣行農法が続けばアジア同様の道筋をたどる見込みだが、気候変動や管理不足で生育環境が悪化し、生産性低下の時期は早まる可能性も。
- 「次の逃げ場」のない問題：生産適地の変化、森林伐採規制拡大等で、新規農園開設、他国への展開は困難。

出所：株式会社シンク・ネイチャー提供資料（FAO及びJAMAのデータに基づき推定）

このような状況を受け、当社は現在、前掲の約80社の中でも天然ゴム、パーム油の将来的な供給難が長期的な企業価値に及ぼすリスクが特に高いと判断される投資先企業に対し、2025年下期以降、重点的に対話を実施しています。

対話の糸口は、科学的データに裏付けられた分析結果を共有し、潜在リスクに気付きを持っていただくことです。これらの原材料の将来的なリスクに感覚的に警戒していた投資先には、対応を進展させるための根拠の提供となり、また、同リスクが視野に入っていなかった場合には、重要性を改めて考えてもらう材料の提供となることを目指します。現在、当社ではこのようなアプローチに応じてくださる投資先企業との対話を重点的に積み重ねています。

以上のように、当社は、科学的データに基づく分析を行い、その結果を活用しながら投資先企業と対話を行っています。自然関連のリスク・機会への課題認識を共有し、解決の糸口を共に考えられるようになることを目指す日々の対話が、当該企業の事業変革、改善行動をもたらし、中長期的な価値向上につながることを目指しています。引き続き、対話経路の拡張と深化に向けた行動を積み重ねています。



天然ゴムの調達リスクをめぐる対話

- 天然ゴムへの依存度が高い製造業A社は、持続可能な調達を最重要課題の一つと位置づけ、組織的な対応を展開しています。具体的には、サプライチェーンの上流の生産農家への技術指導や、人権課題を含む労働環境の改善に、自社や国際的なイニシアチブを通じて精力的に取り組み、一部の地域で成果を上げています。
- 一方、同社は限界にも直面していました。一つは、収穫量を左右する病害の予見・管理が難しいこと、二つ目は、小規模農家支援の継続・拡充に必要なリソースを同社単独で賄うのが難しくなってきたことでした。当社は、一つ目の課題に対して、他社による類似のコモディティ生産量予測を示しながら、最新の技術利用により病害の予見性を高めることができる可能性を紹介しました。二つ目の課題については、単独での小規模農家支援が難しい点に対しては、サプライチェーン上の関係者との協働を促し、ともに解決に向けた議論を進める可能性について議論を開始しています。
- さらに、当社からは、これらの対策の実効性を高めるために、現場での実インパクト、すなわち生態系・自然資本の状況に配慮しつつ天然ゴムの収量を確保できているかについて、科学的に検証・モニタリングして、PDCAサイクルを確立していくことが重要であることをお伝えしています。当社は引き続きA社と対話を重ね、具体的な進展を後押ししていきたいと考えています。

株式会社シンク・ネイチャー代表取締役CEO 久保田 康裕 氏からのメッセージ

自然に配慮したファイナンスの実装には、科学的アプローチが不可欠です。ニッセイアセットマネジメントは、生物多様性・自然資本ビッグデータを駆使して、投資先企業の自然への影響と依存を高解像度で定量し、企業個々の物理リスクや規制・評判リスクを把握しようとしています。データドリブンな自然関連インテリジェンスは、投資先企業との対話のアジェンダを高度化させ、エンゲージメントの実効性を強化させるでしょう。科学的エビデンスを武器にした資産運用によって、ネイチャーポジティブへの変革を牽引することを期待します。



2050年ネットゼロ社会実現への貢献に向けた取り組み

気候変動は、企業経営における大きなリスク要因です。実際、熱波や異常気象などに伴う経済的な損失が世界的に広がっています。こうした悪影響を少しでも抑えるためには、地球温暖化を食い止めることが不可欠です。

気候変動対策にあたっては、政府機関や国際機関の果たす役割が極めて大きいことは論をまちませんが、私たち資産運用会社においても、微力ではありますが、ネットゼロ社会実現に向けた貢献を目指すことが、お客様の資産の維持・増大に資すると考え、2021年3月にネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブ(NZAM)に加盟しました。

なお、NZAMは2025年、その活動を一旦停止し、活動方針を一部見直したうえで、2026年2月に活動を再開しました。気候変動は投資先企業にとって引き続き深刻なリスク要因であり、また、その対策を進めることが投資先企業に成長機会をもたらすものでもあることから、当社はNZAMへの加盟を継続しています。

運用ポートフォリオの温室効果ガス排出に関する2030年中間目標

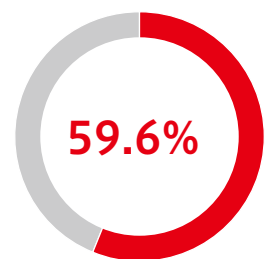
2022年1月、当社の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出量削減に関する「2030年中間目標」を設定し、公表しました。2019年12月時点の運用資産の59.6%について、2030年までにポートフォリオのカーボンフットプリントを2019年対比で50%削減するという内容で、その達成に向けてさまざまな取り組みを行っています。

目標に向けた削減の進捗と直近の動向

当社の運用ポートフォリオ(株式・社債)の2026年3月末のカーボンフットプリントは63.6CO₂換算トン/百万USDとなりました。2030年中間目標の基準年である2019年比では約30.6%の減少となっています。

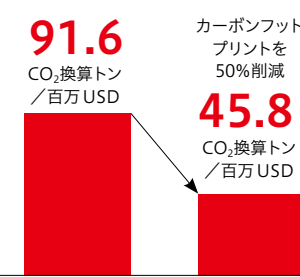
2024年から直近にかけて緩やかに増加していますが、これは主に外国社債への投資に占めるGHG多排出企業の割合が高まったことによるものです。当社では、こうしたGHG多排出企業を「ネットゼロ重点取組企業」と定め、重点的に対話を行うことで、2030年中間目標の達成に向けて取り組んでいます(対話について、より詳しくは次頁参照)。

中間目標の対象資産



2019年12月末時点の全運用資産

2030年中間目標



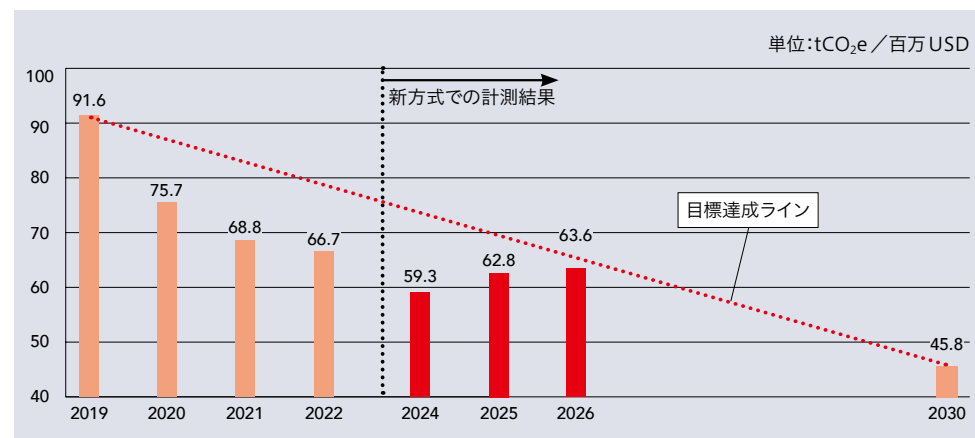
2019年実績 2030年実績

出所：一部の情報は©2026 MSCI Solutions LLCの許諾を得て転載

注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。全ての株式およ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債やオルタナティブ資産等。

注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および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℃特別報告書」で示された科学的知見に基づいている。当社に帰属する温室効果ガス排出量は、PCAF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。

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1:2023年度以降のデータはSSBJサステナビリティ開示基準を踏まえて計算方法を変更。運用ポートフォリオの時点は2022年度以前は各年度中の12月末、2023年度以降は各年度の年度末(3月末)。2023年度のカーボンフットプリントは、外国社債の過去データ取得における技術的制限に起因する参考値を含む。

注2:新手法は、当社の運用ポートフォリオ(株式・社債)について、従前採用してきたMSCI社の提供する各投資先の直近年度のGHG排出量(スコープ1&2)に加え、Bloomberg社、FactSet社及びMSCI社のデータを用いて加工・補完等を行った上で計算している。

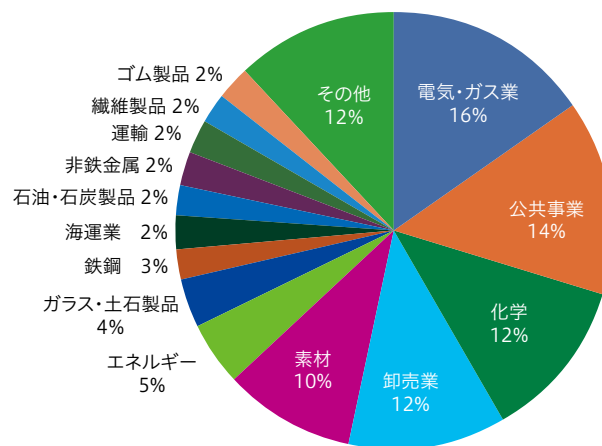
出所:Bloomberg L.P.、FactSet、一部の情報は©2026 MSCI Solutions LLCの許諾を得て転載

対話を通じて機関投資家としての貢献を目指す

当社の投資先企業数は3千数百社にのぼりますが、運用ポートフォリオのGHG排出量の大部分は、電力・ガス・鉄鋼・セメント・化学・運輸など、直ちに脱炭素化することが技術的・経済的に困難な「Hard to Abate」(削減困難)業種の企業に由来しています(寄与度が大きい順に約70社で、排出量のおよそ70%を占めています)。2050年のネットゼロ社会実現には、こうした企業の着実なトランジション(移行)が不可欠です。

当社は、運用ポートフォリオの排出量への寄与度が大きい企業の中から、「ネットゼロ重点取組企業」を設定し、各社固有の状況も踏まえつつ、重点的に対話を行うことで、2030年中間目標および2050年ネットゼロ社会実現への貢献に取り組んでいます。

● ネットゼロ重点取組企業の業種別社数の割合



※ 2026年3月時点

ネットゼロ重点取組企業との対話の深化

多くの企業がGHG排出削減の中間目標年度とする2030年が近づく中、対話の内容も変化しています。具体的には、「削減目標や計画の開示」に関する対話だけでなく、「削減の進捗状況と目標達成の蓋然性」や「脱炭素と収益の高度な両立」といった、経営戦略により直結する対話にも話題が広がっています(最近の主な対話の視点について、詳しくは下表)。

目標達成の蓋然性と将来計画	既存技術による着実な削減が進んでいることに加え、2030年以降に向けた革新技術の実装・投資が計画されているか。
事業ポートフォリオの变革	単なる総排出量の削減だけでなく、稼ぐ力とカーボンインテンシティ削減貢献の両立を意識した管理がされているか。
財務的レジリエンスとICPの実効	急激なマクロ環境変化に対する柔軟性や、社内炭素価格(ICP)が投資判断において実質的に機能しているか。

さらに、製造業などを中心に、自社の直接排出(Scope 1, 2)削減だけでなく、サプライチェーン全体の排出(Scope 3)削減に向けた取り組みや、製品・サービスの供給を通じた「削減貢献量」(Avoided Emissions)の開示などにも取り組む企業が増えてきています。当社は、継続的な対話を通じて、こうした企業のさらなる変化と競争力強化の後押しに努めています。



継続的な対話と企業におけるGHG排出削減の進展 (化学セクターの事例)

当社では、脱炭素化を経営戦略の根幹に据えるある化学メーカーに対し、投資家の視点を共有するとともに、継続的に議論を行っています。対話を通じて、以下のように、脱炭素の取り組みが着実に進展していることを確認しています。

① 2030年削減目標達成に向けた蓋然性の向上

【当社の課題認識・対話内容】

2023年度の対話で、最大の排出源である主要プラント再編の具体性不足を指摘し、計画の着実な実行とロードマップの具体化を議論しました。

【企業側の変化】

同社は設備集約などの構造改革や省エネを推進し、計画通り、排出削減が進捗していることを確認しました。また、製造プロセスにおける燃料転換の技術的な目途も立ち、排出目標達成の確度が高まっています。

② 経済合理性を伴うグリーン化投資と他社連携の加速

【当社の課題認識・対話内容】

2025年度の対話では、石化業界再編を背景に、事業再編と脱炭素の両立、分社化後の排出量管理や価格転嫁の課題に対し、経済合理性と将来ロードマップの確実性を最重視する投資家の視点を共有し議論しました。

【企業側の変化】

同社は石化事業の分社化・再編を決定し、独自資金での自立的なグリーン化投資を可能としたほか、コンビナート地域での他社連携(生産最適化やグリーン化検討)が具体化しました。さらに、社内炭素価格(ICP)の引き上げやGHG削減率の役員報酬連動など、投資判断の厳格化が進展しました。

③ Scope 3の管理拡大と次世代技術の社会実装

【当社の課題認識・対話内容】

Scope 3の目標設定や、Scope 3の算定範囲の拡大、具体的な削減施策について投資家の視点を共有し議論しました。

【企業側の変化】

同社はScope 3算定対象を主要連結子会社へ拡大し、グループ全体の実績開示を開始しました。また、拡大した範囲に対する具体的な削減策に着手し、カーボンネガティブ等次世代技術の実証に外部機関と共同で取り組むことを確認しました。

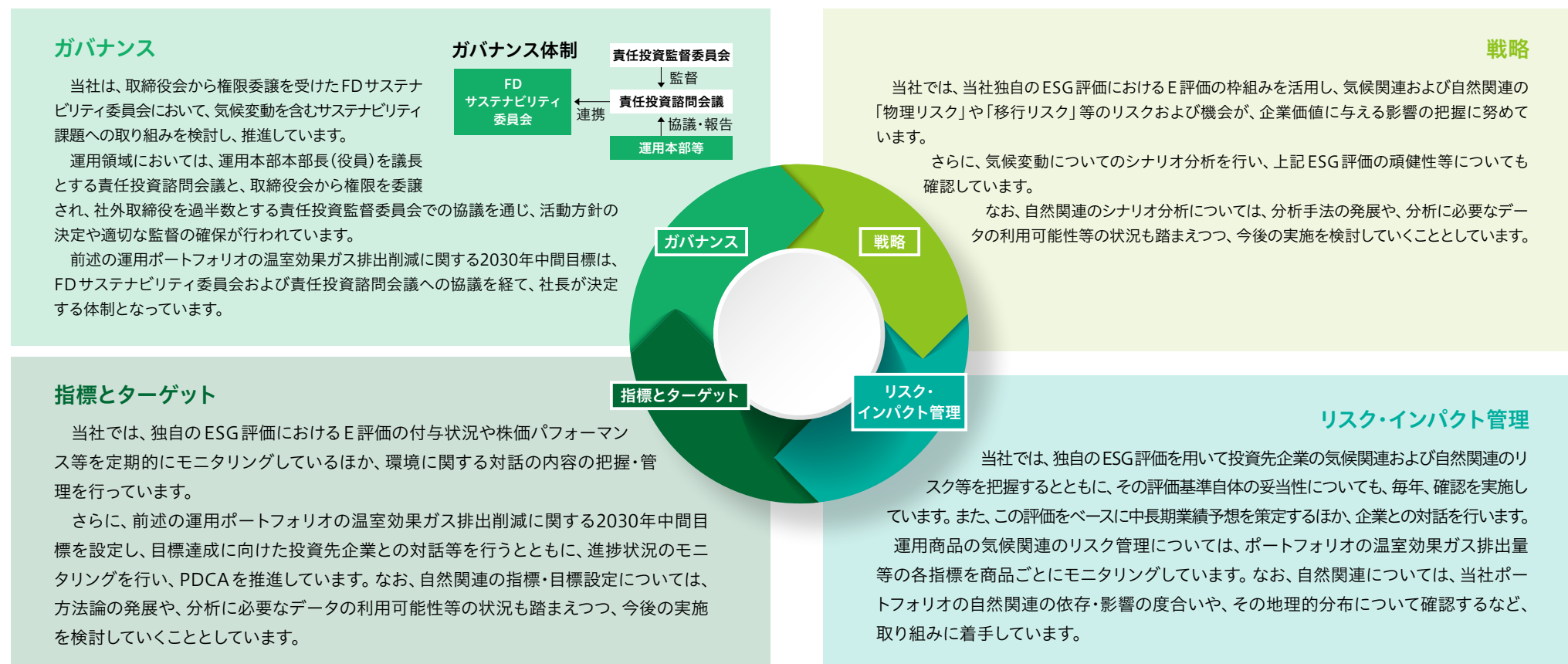
TCFD・TNFD 提言への対応

気候変動や自然資本の企業経営にとっての重要性が高まるなか、企業による気候及び自然関連のリスク・機会等についての情報開示は、受託者責任を果たし、サステナブル投資を実践するために重要な情報です。

こうした情報の開示枠組みであるTCFD提言(タスクフォースとしてのTCFDは、その役目を終えたとして2023年10月をもって解散)とTNFD 提言は、当社にとって重要であり、資産運用会社としても両提言を踏まえた取り組みと情報開示に努めています。

なお、TCFD 提言については、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)が作成した国際的な開示ルールである「IFRS サステナビリティ基準」に反映されており、これをベースに作成された日本版のサステナビリティ開示基準(SSB)基準)にも反映されています。さらにISSB は、TNFD 提言を土台として、自然関連の実践指針を策定することを決定しており、2026年10月の生物多様性条約第17回締約国会議(COP17)に合わせて公開草案を公表し、意見募集を行うことを目指しています。

TCFD・TNFD提言への対応の全体像



TCFD・TNFD 提言への対応

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 提言において開示が推奨されている運用ポートフォリオの温室効果ガス排出量（ファイナンスド・エミッション）などの指標の現状は次の通りです^{※1}。

総炭素排出量（ファイナンスド・エミッション）

総炭素排出量（ファイナンスド・エミッション）は、投資を通じて当社に帰属する排出量のことを指します。

企業（株式・社債）への投資に伴う総炭素排出量は、2025年度末時点で約1,306万 CO₂換算トンとなっています。

2024年度末から2025年度末にかけて運用資産額が増加したことに伴い、総炭素排出量が増加しました。

資産区分別では、投資額が最も大きい外国社債への投資に伴う総炭素排出量が最も大きくなっています。

株式・社債ポートフォリオの総炭素排出量（単位：千 CO₂換算トン）

資産区分	2024年度末時点	2025年度末時点
国内株式	875	861
外国株式	1,889	2,037
国内社債	2,825	2,899
外国社債	5,145	7,260
合計	10,733	13,056

注：2024 年度末および 2025 年度末時点の当社の運用ポートフォリオ（株式・社債）について、MSCI 社の提供するサービスを用いて各投資先の直近年度の GHG 排出量（スコープ 1&2）を取得するとともに、Bloomberg 社、FactSet 社及び MSCI 社のデータを用いて加工・補完、欠損値を除外した上で計算
出所：Bloomberg L.P.、FactSet、一部の情報は ©2026 MSCI Solutions LLC の許諾を得て転載

計算方法の
イメージ

$$\sum \left[\text{企業の GHG 排出量 (スコープ 1・2)} \times \text{投資持分 (投資額} \div \text{EVIC}^{\text{※2}}) \right]$$

※1 サステナビリティレポート 2024 以降、各指標の計算方法の変更を行っています。計算方法の詳細は各図表の脚注をご参照ください。

※2 EVIC は Enterprise Value Including Cash の略。普通株式・優先株式の時価総額および負債全体・被支配株主持分の簿価総額の和。（現預金・現金同等物を控除しない）

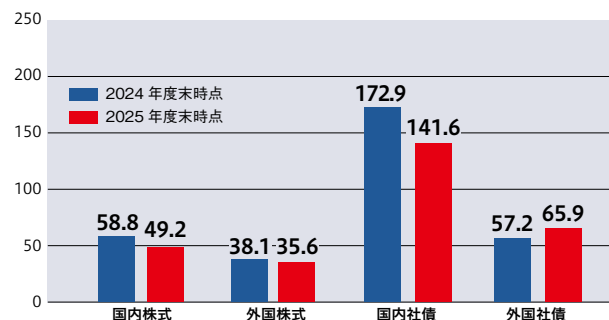
カーボン・フットプリント

カーボンフットプリントは投資1単位当たりの総炭素排出量のことで、投資規模の異なるポートフォリオ間での比較にも適した指標とされます。

2024年から2025年にかけて、前述のとおり、カーボンフットプリントは62.8CO₂換算トン/百万 USD（以下、単位は省略）から63.6へと増加しました。

資産区分別では、国内・外国株式および国内債券では減少した一方、外国債券で増加しています。外国債券において、GHG 多排出企業への投資割合が高まったことが主な要因として考えられます。

株式・社債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：2024 年度末および 2025 年度末時点の当社の運用ポートフォリオ（株式・社債）について、MSCI 社の提供するサービスを用いて各投資先の直近年度の GHG 排出量（スコープ 1&2）を取得するとともに、Bloomberg 社、FactSet 社及び MSCI 社のデータを用いて加工・補完、欠損値を除外した上で計算
出所：Bloomberg L.P.、FactSet、一部の情報は ©2026 MSCI Solutions LLC の許諾を得て転載

計算方法の
イメージ

$$\frac{\text{総炭素排出量 (ファイナンスド・エミッション)}}{\text{投資総額}}$$

TCFD・TNFD 提言への対応

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

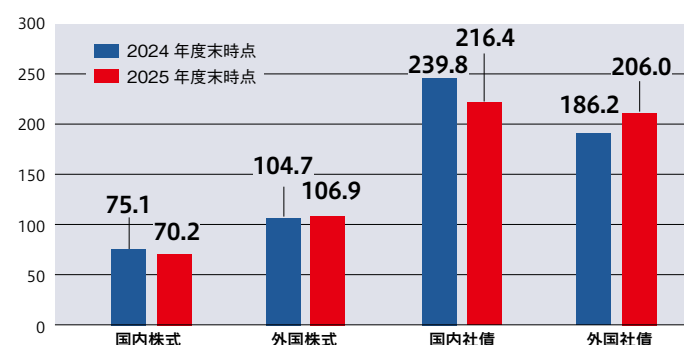
加重平均カーボンインテンシティ（WACI）

WACI は、投資先企業の売上高1単位あたりのGHG 排出量から計算される指標で、ポートフォリオ全体に占める、GHG 排出を抑えながら売上を上げる企業への投資割合を増やすとWACI の値は小さくなる傾向にあります。

2024年から2025年にかけてWACIは、国内株式・国内債券において減少した一方、外国株式・外国債券で増加しています。

前者については、国内企業による売上高当たりの排出量が減少したことに加え、国内債券では、GHG 多排出企業の投資割合が減少したことが主な要因と考えられます。一方で、外国株式・外国社債における増加は、売上高当たりの排出量の大きい企業への投資割合が高まったことによるものと考えられます。

株式・社債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：2024 年度末および 2025 年度末時点の当社の運用ポートフォリオ（株式・社債）について、MSCI 社の提供するサービスを用いて各投資先の直近年度の売上高当たり GHG 排出量（スコープ 1&2）を取得するとともに、Bloomberg 社、FactSet 社及び MSCI 社のデータを用いて加工・補完、欠損値を除外した上で計算
出所：Bloomberg L.P.、FactSet、一部の情報は ©2026 MSCI Solutions LLC の許諾を得て転載

計算方法のイメージ



当社の運用ポートフォリオ（ソブリン債）の温室効果ガス排出量の現状

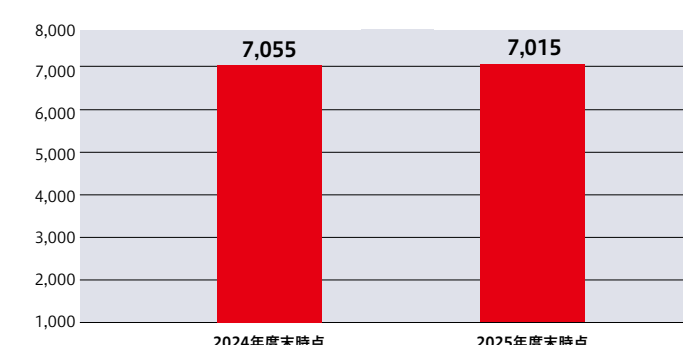
総炭素排出量（ファイナンスド・エミッション）

当社の運用ポートフォリオ（ソブリン債）の総炭素排出量は、2024年時点で約7,055千 CO₂ 換算トン、2025年時点で約7,015千 CO₂ 換算トンとわずかに減少しました。

総炭素排出量の約7割が日本国債に由来しています。日本国の GHG 排出量そのものは減少が続いていますが、当社におけるソブリン債への投資額が増加したことによって相殺された結果、ポートフォリオ全体としては微減にとどまっています。

なお、前掲の株式・社債についての総炭素排出量とは計算方法が異なるため、数値の合算には適していません。そのため、本レポートにおいて、ソブリン債についての総炭素排出量は、株式・社債についてのそれと合算することなく、別で表示しています。

ソブリン債ポートフォリオの総炭素排出量（単位：千 CO₂換算トン）



注：2024 年度末および 2025 年度末時点の当社の運用ポートフォリオ（ソブリン債）について、UNFCCC および PRIMAP による国の GHG 排出量（生産ベース・LULUCF 除く）、世界銀行による購買力平価 GDP のデータを使用し、欠損値を除外した上で計算

計算方法のイメージ



外部運用における取り組み

伝統的資産からプライベートアセットまで、 幅広い外部運用商品^{※1}のラインナップを整備

当社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5.5兆円(当社全体の約11%、2026/3 末時点^{※2})となっており、足元で大きく増加しています。

当社は、多くの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/デットやインフラなどのプライベートアセットまで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 ファンドを含むさまざまな商品ラインナップを拡充しています。

外部運用商品に係る業務については、約80名で構成されるグローバル・プロダクト本部が担当しています^{※3}。サステナブル投資に関しては、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。選定時は、運用DDとオペレーショナル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。

プライベートアセットの市場規模及び顧客ニーズの拡大に接する中で、中長期的な戦略構築や市場リサーチを担当する、オルタナティブ戦略室を2025年度に新設しました。

※1 外部運用商品は、お客様に対して単体商品として提供している商品を指しています。当社では、当社が一任運用者となったFoFの運用も受託していますが、本ページの記述は単体商品の提供に係るものであり、FoFについては個々のお客様のニーズ・ガイドラインに従って運用されているため、必ずしも本ページの記載が当てはまるものではありません

※2 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

※3 2026/5 末時点の数値を記載

外部運用領域でのサステナブル投資の取り組み

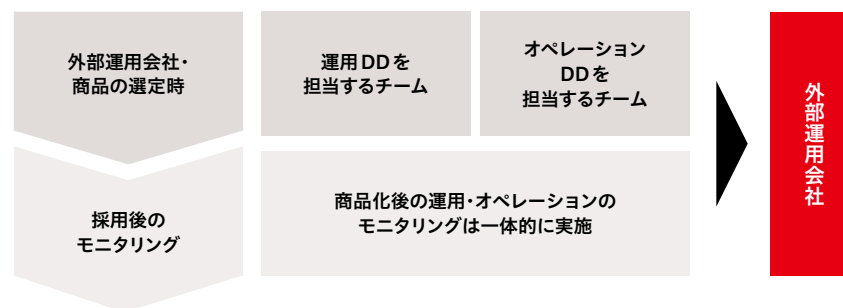
当社では、商品選定時、採用後の定期的なモニタリングの一環として、各社のサステナブル投資の取り組みについて確認しています。具体的には、会社としてのサステナブル投資の方針や具体的な取り組み内容、体制などに加え、運用商品において重要なESG要因を投資プロセスにどのように組み込んでいるか、具体的なプロセスやリスク管理の手法、投資制限の有無やパフォーマンスへの影響などの確認を行っています。また、エンゲージメントや議決権行使状況(株式ファンド)、温室効果ガス排出量の状況、サステナブル投資推進に係る業界での活動などについても確認を行っています。調査項目については、サステナブル投資で市場の注目度が高まっている分野における各社の取り組みをタイムリーに確認できるよう、定期的に見直しを実施し、内容を適

切に反映させています。

また、当社では気候変動領域における伝統的資産プロダクトとして、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」を提供しています。当ファンドは、気候変動の「適応」と「緩和」に関連する事業を行うグローバル企業の株式に投資を行う戦略です。

当ファンドはニッセイアセットが定める「ESG ファンド」となっています。

選定時のDD・採用後のモニタリングの体制イメージ



外部運用商品における主なサステナブル投資評価項目(外国株式の例)

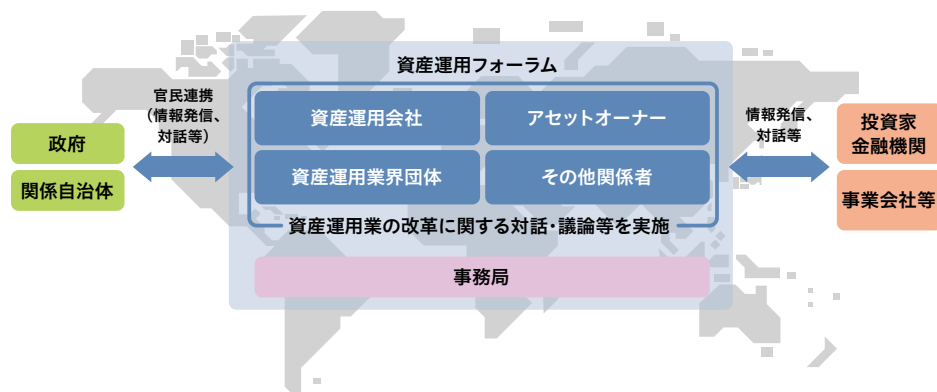
組織と体制	投資プロセス	エンゲージメント
- 企業文化、ミッション - 各種投資方針 - ガバナンス体制 - 体制、経験 - インセンティブ 等	- 重要なESG要因の投資プロセスへの組み込み手法 - 上記リスク組み込み手法 - 上記リスク評価手法 - 使用データツール - ESGの組み込みのパフォーマンスへの影響 - ESGリスク管理プロセスの変更の有無等	- スチュワードシップ方針・ガイドライン - 優先順位付け - 運用チームの関与 - エスカレーション戦略 - 協働エンゲージメントへの参加状況 等
議決権行使	温室効果ガス	報告の信頼性
- 議決権行使状況、ガイドラインの内容と変更有無 - 議決権行使助言会社活用状況 - 会社議案反対事例 等	- 温室効果ガス排出に関する方針の有無、内容 - ファンドにおける温室効果ガス排出目標と対話事例 等	- 第三者保証プロセスを通じた報告情報の検証有無 - 独立した第三者による報告情報の検証の有無 等

「資産運用フォーラム」での取り組み

「資産運用フォーラム」とは

資産運用フォーラムは、「資産運用立国」を掲げた岸田文雄首相(当時)が2023年に打ち出した構想で、設立に向けた準備期間を経て2024年10月に設立されました。当社はその設立準備段階から、設立準備委員会のメンバーとして関わってきました。

当フォーラムは、日本の資産運用業の発展等に向けて、国内外の資産運用会社が垣根を越えて議論・対話し、発信することを目的としています。2025年7月には一般社団法人化を果たし、翌2026年4月発足の資産運用業協会とともに、業界を支えるハブとしての責任を担います。



2025年度はGX実現に向けた民間資金動員に関する提言書作成をリード

2025年度、資産運用フォーラムは4つのテーマ別に分科会を設置しました。当社は「サステナブルファイナンス分科会」のリード会社の1社となり、当局関係者や外部有識者等を招へいするなどしながら、議論を主導しました。

その成果物である提言書「サステナブル・ファイナンスの観点から日本の更なる成長につながる民間資金の動員手段を模索する」は、2025年10月に資産運用フォーラムの年次会合に合わせて公表されました。



写真：資産運用フォーラム年次会合のパネルディスカッションの様子。当社社長の関根がモデレーターを務めた(写真左端)

提言の背景には、2032年までに日本のGX(グリーン・トランスフォーメーション)実現に不可欠とされる、150兆円超の投資をどう実現するのかという課題があります。政府の支援策は20兆円規模であり、残りの130兆円超は民間からの資金動員が前提となっているからです。こうした中、提言書は、資産運用会社の目線からこの課題に取り組んだ、おそらく業界初のものと言えます。

内容は大きく下図の3つの提言から構成されています。

サステナブルファイナンス分科会の3つの提言事項

提言① ＜「資産運用会社」と「産業界」の連動の視点＞	資産運用会社が産業界が進める戦略・技術開発につき対話し、相互理解を一層深める機会を設けるべき
提言② ＜「資産運用会社」の自発行動への共鳴の視点＞	資産運用に関わる各社が自主的に進めている規範・ガイドラインを普遍的・横断的に共有し、ヨコ連携を促進すべき
提言③ ＜拡張性あるインベストメントチェーン構築の視点＞	GXをめぐる資金フローが拡大していくことを見越した機構・制度の拡充が必要

出所：「資産運用フォーラム サステナブル・ファイナンス分科会ステートメント」を基にニッセイアセット作成

2026年度「サステナブルファイナンス分科会」の活動状況

2026年度においても、当社は「サステナブルファイナンス」分科会をリードしています。

上記の提言を踏まえ、会議参加者と「GX産業振興(長期かつ広範で、多くのステークホルダーを巻き込む難しい課題)に寄与する取り組みを、ファイナンス面から具体的にどう支援・後押ししていくか」を基礎課題として共有しました。そのうえで、事業会社の中で育まれる技術・サービスを的確に捉え、深く理解する視点(タテ軸)と、境界を区切った地域をファイナンス対象と見立てて課題解決を図る視点(ヨコ軸)の双方から、ファイナンスの出し手としてのあるべき姿を追求します。

昨年度同様、様々な領域から優れた経験・知見をお持ちの専門家を招き、そのインプットをきっかけにディスカッションメンバー全員が率直に意見を交わす機会になっています。GX政策をめぐる資金選流に寄与する動き・取り組みを丁寧に捕捉する場に昇華できるよう、活動を進めていきたいと思ひます。

長期の価値創造を支える共創関係へ ——日立製作所 津田恵氏と考える脱炭素・多様性・サステナブルな未来

日立製作所は、2009年3月期に国内製造業として当時過去最大の7,873億円の赤字を計上するというどん底から、コーポレートガバナンスの徹底と「社会イノベーション事業」への大胆な選択と集中により劇的な復活を遂げました。同社は今や日本におけるガバナンス改革において高い評価を受けています。その日立製作所において、グローバルサステナビリティ本部長を務める津田恵執行役常務に、弊社社長の大関がお話を伺いました。

大関 津田さんは2017年のCOP23(国連気候変動枠組条約締約国会議)以来、さまざまな国際会議に長く携わっていらっしゃいますが、世界のサステナビリティの潮流についてどのような変化を感じ取っていらっしゃいますか。

津田 パリ協定締結当初、議論の大概は気候変動目標を達成するための「ルール作り」で、当時の参加者の大半が政府関係者及びNGOの皆さんでした。このルール議論が一段落した数年前から、どうやって経済行動に繋げていくかに議論の重点が移り、日立のような民間企業や投資家としての金融機関も参加した泥臭く、より具体的な移行計画の実践が主題になってきています。一方で変わらない点は、パンデミックや地政学リスク、エネルギー危機などさまざまな荒波がありましたが、『脱炭素という方向性そのものは決して逆回転しない』ということです。途中でルートやスピードの調整はあっても、目的地はぶれない。

投資の世界において、これほど長期で確実なメガトレンドは他にないと感じています。もう一つ変わらないのは、『民間資金の力なしに、この課題は絶対に解決できない』という現実です。資金のギャップを埋め、技術イノベーションや社会実装を前進させる主役が投資家や企業であ

るという構図は、COP23以降一貫しています。

投資家に理解してほしいこと

大関 豊富な事業会社でのバックグラウンドをお持ちの津田さんから見て、運用会社や金融セクターに対して日頃感じていらっしゃる思い、要望などお話し頂けますか。

津田 事業会社としてサステナビリティに取り組む中で、常に難しいと感じるのは「長期価値を短期指標で説明すること」と「社会価値と財務価値を結び付けること」です。気候変動対応や人的資本投資、人権デューデリジェンス、社会インフラ整備などは重要ですが、その価値が財務成果として現れるまでには時間がかかり、財務指標との関係性を定量的に示すことも容易ではありません。また、企業は長期的な価値創造のために投資を行います、その意義を四半期や単年度の指標だけで説明することも簡単ではありません。そのため、私たち事業会社は、自らの目指す姿や価値創造ストーリーを分かりやすくお示しすることが大事だと思います。一方で、金融セクターの皆様には、現在の業績やリスクだけでなく、企業が創出する社会価値やトランジションへの貢献、将来の方向性にも着目して評価して頂けるとありがたいと思います。

また、気候変動や生物多様性、人権といった課題は一社だけでは解決できないシステムレベルの課題です。事業会社、あるいは投資家だけが努力しても、社会全体が変わらなければ十分な成果は得られません。つまり、私達は個社の価値向上だけでなく、社会システムそのものの持続可能性を高めるという共通の目的を持っているのです。その意味で、運用会社や金融セクターの皆様には、事業会社の長期変革・長期価値創造を支える伴走者になって頂きたいと思えますし、「説明する」「評価する」関係から、「より良い社会を共につくる共創関係」へ一層進化することが重要だと思います。

大関 時間軸を合わせること、バランスをとることは投資家の大きな課題として自覚しています。

津田 長期、短期の議論は二律背反的ではないですね。連続的なものですから、高い視座で共通点を見つけることで、対話の質も格段に上がっていくように思います。

サステナビリティ戦略をどう作り上げたか

大関 長期視点という意味で、現在日立グループのサステナビリティ戦略となっている『PLEDGES』に込めた思いを教えてください。

津田 経営計画「Inspire 2027」を立てる際の大前提として、「環境・幸福・経済成長が調和す

津田 恵

株式会社 日立製作所
執行役常務
Deputy CSuO 兼
グローバル環境本部長 兼
グローバルサステナビリティ本部長

【略歴】

京都大学教育学部を卒業後、大阪ガス株式会社に入社。海外事業に長年従事した後、IR部長、CSR・環境部長、イノベーション推進部長を務めて退職。2021年株式会社日立製作所入社。2022年4月よりサステナビリティ推進本部長、23年4月より環境も兼務し、日立グループ全社のサステナビリティ・環境の戦略策定と実行をリードしている。プライベートでは、「日本の大企業を変える女性役員を増やす」をモットーに仲間たちと活動を推進中。2006年ハーバード大学ケネディスクールフェロー。2019年グロービス経営大学院卒業。京都府出身。



るハーモナイズドソサエティの実現に貢献し、持続的に成長すること」を共有しています。これをスタートラインに、各事業部門のリスク・機会や社会インパクトを分析し、さまざまなステークホルダーからの意見を得て、日立グループが事業の垣根を越え、一丸となって取り組むべきテーマを7つの戦略の柱にまとめ、それぞれの頭文字をとって「PLEDGES」を完成させました。今、社内でのPLEDGESに関わる議論には自然に事業・組織の壁を越えて多くのメンバーが参加する風土が築かれつつあります。今後、さらに「PLEDGES」をあらゆる行動と意思決定に織り込むことで、サステナビリティと事業活動のさらなる統合を後押しし、「地球環境の維持、人々と社会への価値提供」と「日立の持続的成長」を同時に加速させて参ります。

日立製作所の掲げる『PLEDGES』

Planet	脱炭素、サーキュラーエコノミー、ネイチャーポジティブ	脱炭素の実現に向け、GXをグローバルでリード
Leadership	人財の獲得・育成、個々人のリーダーシップ	社会課題を自分事として捉え、時代を切り拓く人財が変革をけん引
Empowerment	従業員エンゲージメント、カルチャー醸成	学びを称賛し、挑戦と成長を促す組織風土を醸成
Diverse perspectives	インクルーシブな職場と成長機会	多様な人財が能力を最大限発揮し、イノベーションを創出
Governance	企業倫理・コンプライアンス、安全衛生、品質・製品安全、情報セキュリティ、AIガバナンス、リスクマネジメント	安全と倫理を最優先とし、レジリエントな組織基盤を構築
Engagement	サステナブル調達、人権	ステークホルダーと共にサステナブルなバリューチェーンを構築
Sustainability for all	社会への価値提供	PLEDGEにより、社会への価値提供と日立の持続的成長を加速

大関 「ハーモナイズドソサエティ」という言葉に込められた、公共性・社会共生への貢献という内実は、保険会社を親会社に持つ私たちの意識にも通ずるものがあります。社会貢献との関連でいえば、私たちの組織そのものがオープンで、柔軟で、多様でなくてはなりません。津田さんが、その観点で大事にされていること、心掛けておられることを教えてください。

津田 私たちを取り巻く社会課題がどんどん複雑化していく現状において、必要なのは多様な視点によってもたらされるイノベーションだと感じています。私自身も異質なものを、分かりにくいものに接して得た違和感が次のポジティブな成果になったという経験があります。そして、多様性が力を発揮するためには、一人ひとりが多様な視点を受け入れ、共に成長しようとするインクルーシブなマインドセットが必要です。先ほども出た、違うモノ・意見をはじめから二項対立的に捉えないことが大事だと思います。

大関 多様な議論に耳を傾ける習慣を定着させることは会社運営にとって大切ですね。私たちも「挑戦」「探求」「長期思考」をスローガンとして掲げていますが、それには自由な意見を出し合



えるよう参加者の心理的安全性を保つことをいつも重視しています。

津田 おっしゃる通りです。企業が変化し続けるためには、社員一人ひとりの好奇心と挑戦を応援することが不可欠だと思います。それがひいては企業の持続的成長に繋がると思うのです。では如何に従業員を後押しするかですが、一つは会社としてのメッセージの発信がとても重要だと思っています。例えば日立では、従業員の主体性・リーダーシップと、挑戦と成長を促す組織風土を大切にしており、そのことをPLEDGESのLeadershipとEmpowermentでうたっています。



サステナブルな社会の構築に向けて

大関 ありがとうございます。最後に、日本における持続性の高い社会の構築に向けて、津田さんが特に大切にしていること、日頃から注意されていることを教えてください。

津田 国際的に見ても、日本人の気質や日本という国が持っている価値観の多くが、サステナブルな思考、社会作りにととてもマッチしていると感じており、サステナブルな社会の構築に向けて、日本が果たすべき役割には大きなものがあると思います。一方で、日本が世界でリーダーシップを発揮していくには、やはり世界の人々を理解する共感力と、巻き込む力がこれまで以上に必要です。それらをより一層磨くことで、誰も取り残さずに、環境・幸福・経済成長が調和するハーモナイズドソサエティの実現に向け、日本がリーダーシップを発揮することが可能になると信じています。

大関 最近欧州の方たちと議論すると、日本が訴えていたトランジションやインパクト投資の重要性に対する認識が大きく変化していることを実感します。やはり、日本の投資姿勢に流れている包摂的で、丁寧な目線を大事にしていかなければならないと思います。

今回は、グローバルスケールを持ち、サステナブルな社会構築への寄与を長年果たし続けている日本を代表する企業が、多様な視点を盛り込んで、なおかつ非常に周到な戦略を構築されていることを確認できました。引き続き、グローバルリーダーとしての歩みを進めて頂きたいですし、投資家として、その取り組みを応援していきたいです。ありがとうございました。



2025年度トピック

2025	世の中の動き	ニッセイアセットの動き
4月		●AIGCC 主催のイベント「AIGCC Investor Climate Transition (Tokyo)」の開催に協力するとともに、パネリストとして登壇  パネルディスカッションの様子
5月	●GIINの日本会合が発足	
6月	●日本版スチュワードシップ・コードの改訂が公表	
7月		●シンガポールで開催された「GIIN Impact Forum Asia 2025」にパネリストとして登壇  パネルディスカッションの様子
9月	●世界最大級の気候変動に関するイベント「クライメート・ウィークNYC」がニューヨークで開催	●クライメート・ウィークNYCに合わせて開催されたRace to Zero等が主催する複数の現地イベントに登壇 ●PRI ジャパン主催のウェビナー「インパクトを志向する投資：今後の発展の可能性を探る」への企画協力とスピーカー／モデレーターとして登壇 ●株式会社シンク・ネイチャー主催のシンポジウム「気候・自然に関する機関投資家と企業の対話の高度化：自然資本データ& AI を駆使した気候・自然関連の情報開示と事業戦略の実装に向けて」にスピーカーとして登壇
10月	●ドイツ・ベルリンでインパクト投資に関する世界最大級の国際カンファレンス「GIIN Impact Forum 2025」が開催 ●資産運用立国の取り組みのさらなる加速に向け、「Japan Weeks」が開催 ●「資産運用フォーラム」から提言書「サステナブル・ファイナンスの観点から日本のさらなる成長につながる民間資金の動員手段を模索する」が公表 (→詳細は45ページ参照)	●資産運用フォーラムの年次総会のパネルセッション「GX ファイナンスの実践から見える課題と解決策」にモデレーターとして登壇 資産運用フォーラム年次総会でモデレーターを務める当社代表取締役社長・大関（写真左端）  ●AIGCCとニッセイアセットの共催により、アセットオーナー・ワーキンググループを東京で開催（テーマは気候投資機会を探索する～アセットクラス別の可能性～） アセットオーナー・ワーキンググループにて撮影  ●GPIFより「インパクト投資に関する調査研究業務」を受託

2025年度トピック

2025	世の中の動き	ニッセイアセットの動き
11月	● サステナブル投資に関する世界最大級の国際カンファレンス「PRI in Person 2025」がブラジル・サンパウロで開催 ● 国連気候変動枠組条約第30回締約国会議（COP30）がブラジル・ベレンで開催 ● 国際資本市場協会（ICMA）の国際カンファレンスが東京で開催	● PRI in Person のプレナリーセッションや分科会にパネリストとして登壇 ● COP30に合わせて現地で開催された World Climate Foundation と iCS（The Institute for Climate and Society）主催イベントにパネリストとして登壇 ● ICMA の国際カンファレンスにパネリストとして登壇 PRI in Person で登壇する当社代表取締役・大関 
12月		● PRI ジャパン主催のセミナー「PRI ネイチャーフォーラム」にスピーカーとして登壇
2026 1月		● 国連グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパンと PRI 共催の国際潮流セミナー（テーマ：広がるサステナビリティ課題へのアプローチの現状と展望 ー情報開示対応と対話にどう向き合うかー）にパネリストとして登壇
2月		● 株式会社シンク・ネイチャー主催「ネイチャーポジティブ経営シンポジウム～生物多様性・自然資本への事業投資を科学的アプローチで実装する～」にスピーカーとして登壇 ● 日本企業の社外取締役向け「投資家視点の企業価値向上シンポジウム」を開催（→詳細は22ページ参照）  プレゼンテーションの様子
3月	○	● 環境省の第7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「銀賞」を受賞 ● 香港のアジア・アセット・マネジメント誌が主催する「ベスト・オブ・ザ・ベスト・アワード2026」において、下記の各賞を受賞 アジア・アセット・マネジメント誌「ベスト・オブ・ザ・ベスト・アワード2026」   石原環境大臣（左）と当社代表取締役社長・大関（右）
6月	● GPIF より「インパクト投資に関する調査研究報告書」が公表	ニッセイアセットマネジメント株式会社 「カントリー/リージョン・アワードー日本」 カテゴリーで以下各賞を受賞 ・ベスト・ESG エンゲージメント・イニシアチブ ・ベスト・アプリケーション・オブ・ESG ・ベスト・クライメイト・チェンジ・ストラテジー ニッポンライフ・グローバル・インベスターズ・シンガポール「アセアン株式（3年）」 カテゴリーで以下を受賞 ・ベスト・オブ・ザ・ベスト・パフォーマンス・アワード  「ベスト・オブ・ザ・ベスト・アワード2026」授賞式の様子

サステナブル投資関連の主な外部団体

外部団体への参画を通じて業界の健全な発展と 投資先企業の企業価値向上への貢献を目指す

当社は、サステナブル投資関連の複数の外部団体（投資家イニシアチブなど）に加入し、活動を行っています。活動状況は社内の「責任投資諮問会議」に定期的に報告し、活動を継続することの意義・必要性を確認しながら、活動を展開しています。

意義・必要性の確認にあたって、特に重要なのは、「当社の目指すサステナブル投資の高度化に向けた知見獲得や、投資先の企業価値向上の促進に資するか」という点です。企業によるサステナビリティ関連の情報開示を働きかける外部団体については、当該開示が企業の間に広がること、当社のESG分析に役立つかどうかという点が重要になります。協働エンゲージメントを推進する外部団体については、当該エンゲージメントが企業価値向上と棄損防止の観点で効果的かどうかという点が重要になります。

さらに、外部団体の活動を通じて、規制ではないものの、事実上のルール形成が行われることが少なくありません。ルール形成が適切になされるかどうかは、サステナブル投資市場の健全な発展に関わってくることであり、ひいては、投資先企業のサステナブル経営にも影響を及ぼすことになります。したがって、「ルール形成への適切な関与」という観点からも、外部団体に加入し活動することの意義・必要性を確認しています。

なお、近年、サステナブル投資関連の外部団体が国内外で増加傾向にあるのも事実です。一方で、当社のリソースには限りがあります。そのため、意義・必要性を十分に検討し、当社としてメリハリをつけた活動を展開することが、ますます重要になってきていると考えています。

インパクト投資



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する非営利団体。インパクト投資に関する世界最大級の会員組織。



環境・社会課題解決を持続的な成長に結びつける好循環の実現を目指すし、日本の幅広い主体が協働・対話を行う官民連携の協議会。



日本の金融機関が協同し、インパクト志向の投融資の実践を進めていくイニシアチブ。

サステナビリティ情報開示



IFRS 財団が運営する国際的なネットワークで、ISSB 基準の導入や実務支援を目的とした企業・投資家・専門家の連携プラットフォーム。



自然関連のリスク・機会等の情報開示に関するフレームワークであるTNFDの活動を支援する企業・金融機関・政府機関・NGO・学術機関などが参加するフォーラム。

E（環境）



受託者責任や顧客の考え方等のもとで、世界の温室効果ガス排出量の実質ゼロ目標に整合する投資を支援することをコミットする資産運用会社のためのイニシアチブ。



気候変動と低炭素投資に関するリスク・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チブ。



温室効果ガス排出量が多い世界の企業に対して、気候変動対策の強化や情報開示の充実化等を求める協働対話を行うイニシアチブ。



気候変動対策に積極的に取り組む日本の企業や自治体、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。



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。

S（社会）



人権問題や社会問題に対する機関投資家による協働対話のためのプラットフォーム。

サステナブル投資全般



国連の支援により策定された機関投資家の行動規範。投資分析や意思決定プロセスにESG課題の考慮を組み込むことなどを求めている。



日本でサステナブル投資の普及・発展を目指して活動しているNPO法人。日本のサステナブル投資残高を定点調査。



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チュワードシップの醸成を目的に活動。