Responsible Investment Report 2018

責任投資レポート2018

野村アセットマネジメント株式会社

経済的価値と社会的価値の両立を追求し続ける

それが、野村アセットマネジメントのあり方です。

Responsible Investment Report 2018

責任投資レポート2018

03 トップメッセージ
05 野村アセットマネジメントが目指す姿
07 責任投資委員長メッセージ
09 グローバルな責任投資の体制
11 ESGスペシャリストと企業アナリストの活動
13 責任投資のアプローチ
15 エンゲージメント
21 議決権行使
27 ESGインテグレーション
37 債券ESGの取り組み
39 社外取締役メッセージ
43 振り返りと今後に向けて

責任ある機関投資家として、資産形成を通じた持続可能な社会の構築にコミットします

野村アセットマネジメント株式会社
CEO兼執行役社長
渡邊 国夫

責任投資レポートの発行

この度、「責任投資レポート2018」を発行いたしました。責任投資は近年、非常に重要度が増してきている分野です。企業は国連の「持続可能な開発目標（SDGs）」に関する事業展開を推進するなど、環境・社会的側面を重視した取り組みを進めています。また資産運用会社にも、投資先企業の持続的成長を促す取り組みが求められています。

このような流れの中、当社は2016年4月に責任投資調査部を業界初の専任部署として設立するなど、責任投資を経営の最重要課題の一つとして取り組んできております。これまでの私たちの取り組みや考えを、個人やアセット・オーナーのお客様、投資先企業の方々、その他すべてのステークホルダーの皆様に少しでもお伝えしたいと考え、当レポートを作成いたしました。

社会的責任を果たすために

資産運用ビジネスの本質は、お客様のニーズに対応した商品、最良のパフォーマンスとサービスの提供を通じて社会的責任を果たすことです。このような観点から、責任投資に限らず、ESG投資のラインナップの拡充や投資教育等を通じて投資の裾野を拡大する取り組みも行っています。世の中全体が持続的成長を目指す中、人々の資産形成を支えるための取り組みは、私たちにとって必要不可欠です。

一方、近年ではAIなどテクノロジーの進化が著しく、運用業界を取り巻く環境も大きく変化しております。当社では、最先端の運用ノウハウを取り入れるべく、2017年10月に資産運用先端技術研究室（イノベーション・ラボ）を新設いたしました。今後も皆様のご期待に応えられるサービスの提供を続けるには、このような変化に対応した取り組みも必要です。

創立60周年を迎えるにあたって

当社は2019年12月に創立60周年を迎えます。これもひとえにお客様を始めとする皆様方のご支援の賜物と、深く感謝しております。私たちが60年の間成長を持続できたのは、社会的使命を持ちながら日々の業務に取り組むことができたからではないかと思います。

当社の企業理念は「最高の付加価値の創造」、「高度な専門性の追求」、「信頼の獲得と社会への貢献」です。この理念に基づき、お客様の資産形成を通じて持続可能な社会の構築に貢献し、世の中に必要とされる企業であり続けるよう、これからも努力して参ります。

今後もお客様の資産を預かる「責任ある機関投資家」として、ご期待を超える活動に取り組んで参りますので、引き続きご支援を賜りますよう、お願い申し上げます。

企業理念

最高の付加価値の創造
高度な専門性の追求
信頼の獲得と社会への貢献

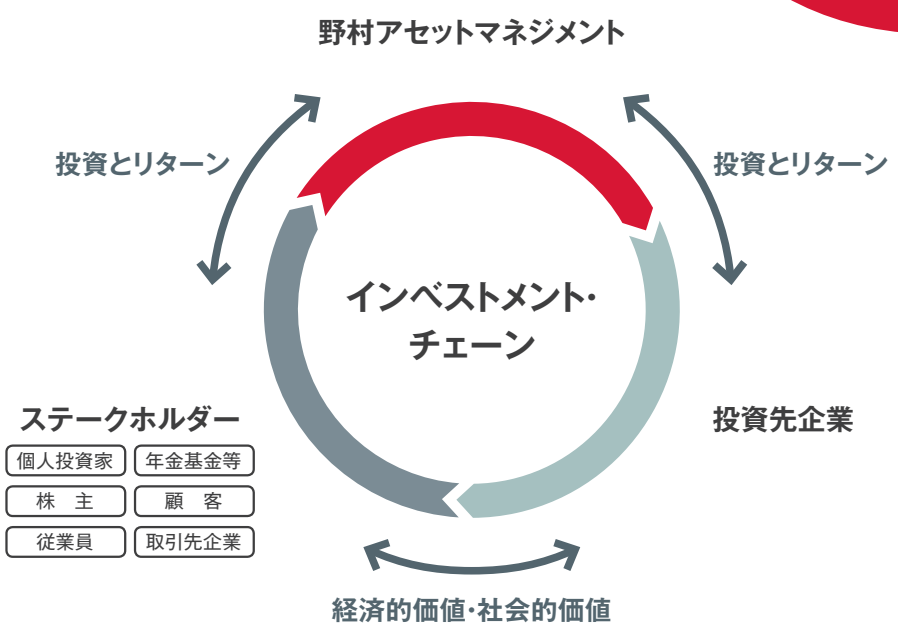
コーポレートスローガン

Expertise to Exceed

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

Investment Chain

投資の好循環の実現



私たちが目指す姿

野村アセットマネジメントは、責任ある機関投資家として、お客様の資産形成を支え、豊かな社会の構築を目指しています。その為には、投資先企業に持続的成長を促すなど、運用商品の品質を向上させ、より良い商品、サービスの提供に努める必要があります。

一方、投資先企業は調達した資金を効率よく活用し、持続可能な事業を行っていくことが求められます。当該企業の事業活動によって、従業員や取引先企業、株主を含む様々なステークホルダーは経済的価値を得ることができます。また企業は事業を通じて様々な社会的課題を解決することにより、社会に受け入れられ、持続的な成長を可能とします。そしてそれは最終的には、私たちに大切な資金を預けて頂いている個人や年金などのお客様のリターンとなって反映されます。

このような一連の「投資の好循環」を生み出すことにより、持続可能な経済成長と豊かな社会の実現が可能となり、それは最終的にはお客様の資産形成に繋がるものと考えています。

責任投資委員長
運用調査本部長
常務執行役員
津田 昌直

資産運用ビジネスを通じて社会の発展に貢献します

責任投資委員会の基本理念

責任投資委員会は、投資先企業に対する議決権行使や建設的な対話（エンゲージメント）をはじめとする責任投資に関する最高意思決定機関です。委員会では、基本方針の策定、定性判断が必要な株主総会議案に対する賛否の判断、運用調査におけるエンゲージメント活動の監督等を行っています（下図を参照）。

私は委員会の発足時から委員を務め、18年4月に委員長に就任しました。責任投資委員会はスチュワードシップ委員会とESG委員会という2つの組織が母体となっています。設立にあたり改めて責任投資の基本方針を定める際には、侃々諤々の議論を行いました。完成した基本方針には、当社の使命が「資産運用ビジネスを通じて社会の発展に貢献してゆくこと」と明記しました。その背景には、投資先企業におけるESG課題の把握、エンゲージメントや議決権行使といった責任ある投資家としての行動が、健全で持続可能な社会と効率的・安定的な資本市場の実現に繋がるという確信がありました。この考え方が委員会の基本的な理念となっています。

当社の責任投資の特徴

当社の責任投資の強みは以下の4点です。

第一の強みは、長期にわたる責任投資への取り組みの歴史です（右頁を参照）。責任投資委員会は2014年10月にESG委員会を改組する形で設置しました。その後、2015年10月にスチュ

責任投資における組織体制

ワードシップ委員会を統合しましたが、そのルーツは2001年に設置した議決権行使委員会にあります。長い歴史の中で、常にお客様からの付託を意識した真剣な議論を積み重ねてきたことで、多くのプロフェッショナルによる多様な意見、活発な議論を尊重する責任投資に資する文化が形成されました。

第二の強みは、時代の要請や変化を先取りして継続的に組織改革に取り組み、強固な体制を構築できていることです。その一例として、2016年には責任投資委員会を監督する組織として責任投資諮問会議を設置しました。独立性の高い社外取締役が過半数を占めており、利益相反管理体制は更に強化されました。諮問会議がリアルタイムに委員会での議論を監視する仕組みは、業界内でも類を見ないものと考えています。

第三の強みは、グローバルで多様性に富んだ人材とその調査力です。国内最大規模のアクティブ運用に取り組む多数のポートフォリオマネージャー、アナリスト、ESGスペシャリストが分析力・洞察力を発揮し、責任投資にコミットしています。

最大の強みは議論を尽くすこと

第四の強みは、議論を尽くすことです。2018年の責任投資委員会で議論が最も白熱したのはM&A関連の議案や株主による増配議案です。委員の間で賛否の判断が分かれる、あるいは事務局案が覆ることも多々ありました。責任投資諮問会議のメンバーも委員会に陪席し、利益相反に限定することなく積極的に議論に加わりました。議論を尽くすことが最も効果的な利益相反管理に繋がると考えているためです。予定時間を超過することも度々ありました。このように時間をかけ活発に議論することが当社の最大の強みだと考えています。

このような強みを生かして、投資先企業の企業価値の向上と持続的成長、更には健全で持続可能な社会や効率的・安定的な資本市場の実現のため、責任投資への取り組みを進めていきます。

責任投資委員会の開催実績

2018年1月～12月

責任投資委員会	責任投資諮問会議
17回	7回
定例 4回　臨時 13回	定例 4回　臨時 3回

責任投資の歴史

2001
議決権行使委員会を設置

2004
SRIインデックスファンドの運用開始
ガバナンスファンドの運用開始

2010
英国スチュワードシップ・コードを受け入れ

2011
ESG委員会（現責任投資委員会）を設置
国連責任投資原則（UN PRI）への署名

2014
日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ
ESG委員会を責任投資委員会に改組
議決権行使委員会をスチュワードシップ委員会に改組

2015
責任投資グループ、ESGスペシャリストの新設
スチュワードシップ委員会を責任投資委員会に統合

2016
責任投資調査部の設立
利益相反管理方針を策定し、責任投資諮問会議を設立
シンガポール、香港、台湾の各スチュワードシップ・コードを受け入れ
英国拠点がUK FRC※によりTier1評価を獲得

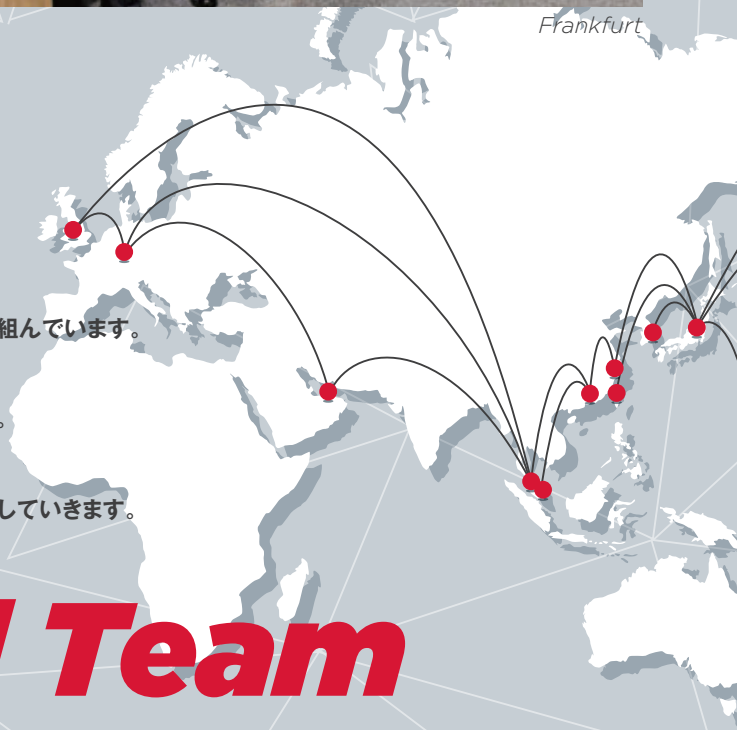
2017
議決権行使結果の個別開示
マレーシアのスチュワードシップ・コードを受け入れ

2018
自己評価の開示

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

London

Frankfurt



野村アセットマネジメントは、
野村グループにおけるアセットマネジメント部門の中核会社として
グローバルに資産運用ビジネスを展開しています。
私たちは、責任投資活動においても、海外の各拠点と連携しながら取り組んでいます。
グローバルな視点から全体を俯瞰することが、
個別の課題に落とし込んだ際の理解や解決策の立案に役立っています。
私たちはこれまで培ってきたノウハウと経験を生かし、
多様な変化に富んでいる世界において、最高の付加価値の創造に挑戦していきます。

Our Global Team

New York

Taiwan

Hong Kong

Shanghai

Tokyo

Singapore

Malaysia

私たちは投資先企業との対話を通じ、企業全体を見ています

責任投資調査部長の今村と企業調査部長の中熊が投資先企業に対するアプローチについて語ります

鍵は企業全体に対する総合的なアプローチ

今村　責任投資調査部は、ESGの調査・分析を専門に行う部署として、2016年4月に新設されました。設立の背景には、企業価値を決める要素としてのESGの重要性の高まりに加えて、ESGにはグローバルなテーマが多く、専門性の強化が必要になったことがあります。

現在、責任投資調査部のESGスペシャリストは、投資先企業との建設的な対話（エンゲージメント）、議決権行使、そしてESG要素の運用調査プロセスへの統合（インテグレーション）の3つを業務の柱としています。歴史的には企業調査部の活動の方が長いわけですが、アナリストの立場から、ESGはどのように見えるのでしょうか。

中熊　企業調査部ではESGを企業のサステナビリティ（持続可能性）に関わる重要な要素であると認識しています。アナリストは企業をゴーイング・コンサーン、すなわち永続するものという前提で評価しますから、それを脅かす可能性があるESG課題を考慮することは当然のことです。

アナリストの基本的な役割は、企業の中長期的な利益やキャッシュフロー、配当などを予想し、企業価値を適切に評価することです。そのためには、財務分析だけでなく、企業とのミーティングなどを通じて、財務データの背後にある経営哲学やビジネスモデル、技術やオペレーションの仕組みなどを深く理解しなければなりません。ESGは、こうした非財務分析においても重要な視点です。

今村　アナリストとESGスペシャリストで立場は違いますが、最終ゴールは企業価値向上に基づく投資リターンの拡大ということで一緒ですね。投資先企業の持続的な企業価値の向上のために、経営陣がそれらを可能とする事業・財務戦略を実践し、中長期的な視点から環境や社会への適切な配慮を行うことが求められます。また、それを支えるためにも、取締役会が実効性のあるコーポレートガバナンス体制を構築し、適切な情報開示を行う必要があります。

一方、私たち機関投資家は「対話」という手段を通じて、企業に「望ましい経営」を働きかけ、必要に応じて「議決権」を行使して企業に改善を求めます。そして最終的には私たち自身の運用商品の品質向上に繋げる必要があります。私たちは「エンゲージメント」「議決権行使」「運用・調査へのインテグレーション」を一体として取り組むことが求められます。まさに総合的なアプローチで投資先企業と向き合うということだと思います。

対話の重要性

中熊　企業調査部では年間約2,000件のミーティングを企業と行っていますが、そのうち約4割はマネジメント層とのミーティングで、事業環境や経営戦略などを中心に議論をしています。企業のかじ取りを担うマネジメント層の方々との対話は、アナリストにとって、どうすれば企業価値の向上が実現するかを企業の方々と一緒に考え、互いの理解を深める貴重な機会です。

最近はESGスペシャリストが主催するミーティングも増えていますが、ESGスペシャリストにとって、企業との対話はどのような意義がありますか。

今村　コーポレートガバナンスひとつをとってみても「正解」はなく、企業ごとに適した仕組みを構築する必要があります。その意味でも企業との対話は非常に重要です。

またアナリストが産業別という縦串で企業を分析するのに対して、ESGスペシャリストはコーポレートガバナンスや環境、社会的課題など横串で企業を分析・評価します。縦と横のマトリックスで見ることで、企業の全体像が見え、細部の理解に繋がると思います。ESG課題は、産業ごとに重要性の高いテーマが異なる部分もあり、ESGスペシャリストとアナリストの連携も対話においては必要だと思います。

中熊　同感です。資本効率を意識しない経営は、企業価値を損なうだけでなく、やがては競争力の低下を通じて企業の持続可能性を損なうことにもなりますね。また環境や社会への配慮を怠れば、いずれ社会から必要とされなくなります。持続性を意識した経営を継続するためには、経営を監督する仕組みや意思決定プロセスの透明性、経営陣の報酬体系の設計などプロセスの整備も必要です。

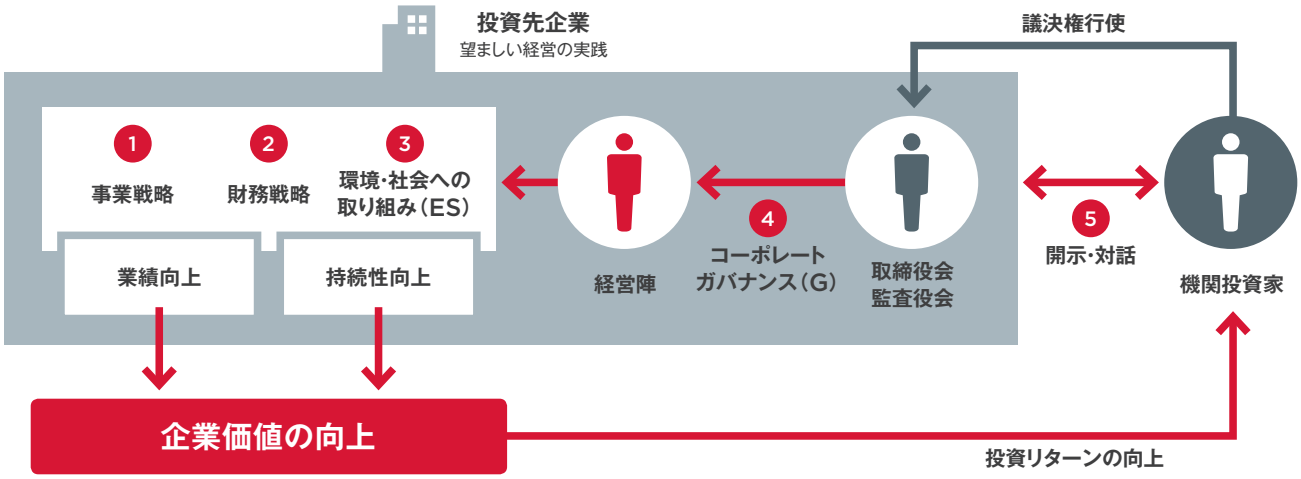
こうしたESG的視点を持った対話はアナリストにとっても非常に有益で、今後もESGスペシャリストとの連携に努めていきたいと思います。

ゴールは企業の持続的成長と運用商品の品質向上の同時達成

今村　私たちが目指しているのは企業の持続的成長を実現するとともに、私たち自身の運用商品の品質を向上させることです。単に対話だけで終わらせては駄目ですね。

中熊　そのとおりです。そこに少しでも近づけるよう、私たちは常に専門性を高め、対話を有意義なものとするための努力が必要です。

今村　議決権行使の判断においても、企業との対話は必要不可欠です。同時に、当社の運用意思決定における重要な情報源でもあります。私たちに大切な資金を委託して頂いている方々の期待に応えられるよう、引き続き実力を高めていきたいですね。



責任投資における3つのアプローチ

責任投資活動の中心的な考え方は、企業に対して友好的かつ建設的な姿勢で、ESG課題への対応状況やその背景にある戦略・哲学を含めて理解することです。その理解を基に、エンゲージメント、議決権行使、ESGインテグレーションを通じて、企業価値の向上に貢献することを目指しています。

P15

Engagement
エンゲージメント

当社のエンゲージメントの定義は、「会社に対する深い理解を基礎にしつつ、企業が望ましい経営を行い、企業価値向上と持続的成長を実現できるよう働きかけること」です。保有株の中から定期的なスクリーニングにより対象企業を選定し、ESGの観点や重要テーマなどを踏まえてエンゲージメントを行います。

エンゲージメント活動実績

2018年のエンゲージメント件数は延べ345件（250社）となり、ESGを中心に656テーマについて対話を行いました。また、2017年より導入した3年を区切りとするマイルストーン管理により、効率的な進捗管理を行い、次回以降のエンゲージメント予定の策定に繋げています。マイルストーンに4つのステージ（①課題の伝達、②認識の共有、③対応策の策定、④対応策の実施）を設定しています。成果測定では、課題に対する改善プロセスが継続しているかを基に判断します。

P21

Proxy Voting
議決権行使

国内外の投資先企業が望ましい経営を実践し、企業価値の向上と持続的成長を実現していけるように、議決権行使ガイドラインを策定しています。それに則って、投資先企業に対して議決権を適切に行使しています。注目点は、取締役選任、役員報酬、監査役選任といったコーポレートガバナンスです。

P27

ESG Integration
ESGインテグレーション

投資先企業のESG評価をグローバルで実施しています。気候変動や人権などのグローバルな共通テーマに加え、個別産業・企業ごとのESG課題を抽出し、複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGレーティングを付与し、運用に活用できるようにしています。

議決権行使の結果

議案判断は、議決権行使ガイドラインに則って判断可能な議案については責任投資委員会事務局（責任投資調査部）が賛否の決定を行いますが、その他の定性判断が必要な議案については責任投資委員会を開催し、審議・決定します。2018年における日本企業に対する議決権行使は、議案ベースで約2万2,700議案への賛否を行い、会社提案への賛成比率は92%、反対比率は8%となりました。外国企業に対しては約1万200議案への賛否を行い、会社提案への賛成比率は86%、反対比率は14%となりました。

インテグレーションの動向

ESGインテグレーションは、共通のESG評価をベースに戦略ごとに異なる手段で運用プロセスに組み込まれています。当社のESG評価では、リスク項目だけではなく、将来の収益を創出するような機会にも注目しています。評価は、項目ごとに順位付けや業種内比較も可能であり、銘柄選択に有益な内容です。また、中長期的な投資リターンを生み出すために、5年程度の時間軸を意識した企業のESGへの取り組みなどを評価し、運用プロセスに取り入れることで運用力の向上に繋げています。

エンゲージメントに対する考え方

当社は、対象企業、及びその事業環境に関する事実と将来への深い理解が、投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントのスタートであると考えています。そして、エンゲージメントを、スチュワードシップ責任を果たすための、最も有力な手段の一つとして位置付けています。

当社のエンゲージメントの定義は、「会社に対する深い理解を基礎にしつつ、企業が望ましい経営を行い、企業価値向上と持続的成長を実現できるよう働きかけること」です。ESG課題を抱える企業に対して改善を求めることだけがエンゲージメントではありません。望ましい経営を進めている企業に対して、投資家として支持や賛同を直接伝えることもエンゲージメントの重要な役割であると考えます。当社はエンゲージメントに際して、「4つの基本スタンス」を大切にしています（下図を参照）。

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

日本株については、当社が株式を保有する日本企業約2,400社（2018年12月末）がエンゲージメント対象です。当社の保有比率などの観点からスクリーニングを行い、重要対象企業を選定しています。その数は300社を超え、東証一部の時価総額の7割強、当社の日本株投資総額の8割強をカバーしています。この中から、ESG課題や重点テーマなどを踏まえて優先順位を設定し、対話を実施しています。また、投資先企業から対話の要望を頂くことも増えています。

現在、1つのエンゲージメント・テーマに関しての区切りを3年に設定した、マイルストーン管理を行っています。時間軸を設定したPDCA進捗管理により、次回以降の対話スケジュールの策定や成果の評価などが効率的に行えます。成果測定は、ステージアップがあったかどうか、すなわち課題に対する改善プロセスが継続しているかなどを確認しています。

当社のエンゲージメントは、企業との1対1の直接対話が基本です。対話先は、経営のトップ層（取締役・執行役）が全体の約5割を占めており、課題によっては専門部署の担当者とより深い対話を行います。対象企業に対しては、担当アナリストの意見を基にメイン・テーマを設定しますが、対話の際には複数のテーマに関してエンゲージメントを行っています。対話終了後に、ESGスペシャリストがその内容を記録し、進捗評価を行います。運用へのインテグレーションの参考として活用するほか、次回以降の対話に役立てています。

エンゲージメントの課題の例

Environment
環　境

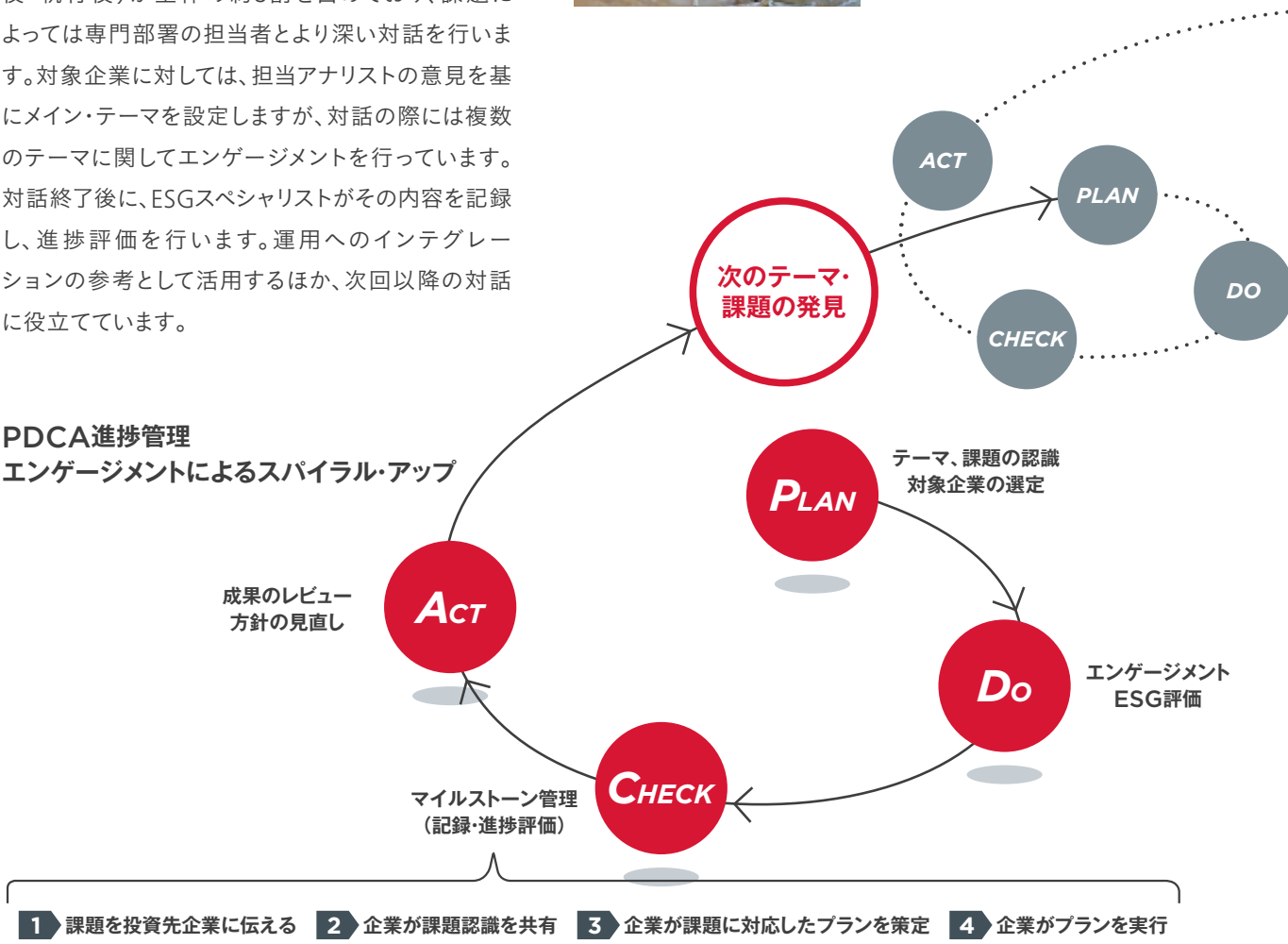
- 気候変動
- 水資源
- 森林保全・生物多様性
- グリーン技術

Social
社　会

- 製品サービスの安全性
- サプライチェーン・マネジメント
- サイバーセキュリティ
- 人材の育成、多様性

Governance
ガバナンス

- 取締役会の独立性・多様性
- 指名、報酬、監査
- 後継者計画
- 情報開示・投資家との対話



日本企業に対する エンゲージメント実績

期間:2018年1月～12月
345件(250社)

		テーマ数
事業戦略	18%	116
財務戦略	8%	51
環　境	15%	101
社　会	15%	96
ガバナンス	22%	143
議決権行使関連	23%	149
テーマ数合計		656件

マイルストーン管理の事例

「進捗」の詳細　1 課題の伝達　2 認識の共有　3 対応策の策定　4 対応策の実施　5 終了

A社 電気機器

事業戦略 / 財務戦略 / ES / G / 開示・対話

課題 ESG情報の開示強化

ESGに関する情報開示が不十分

面談者 代表取締役会長兼社長 他

対話を通じてESGの取り組みは確認できたものの、情報開示が不十分であり、実力が外部に適切に伝わっていないと指摘しました。同社から改善に取り組む意思が示されたため、以降、継続的に対話を重ねたところ、同社から投資家の視点を取り入れた内容の統合報告書が公表され、ESG評価会社の評価も向上しました。

ゴール 統合報告書の公表

直近面談日:2018年10月
期間(3年目途)
11ヵ月 面談5回

■進捗
1 2 3 4 5

反応
ポジティブ

B社 食料品

事業戦略 / 財務戦略 / ES / G / 開示・対話

課題 取締役会のメンバー構成

過去の不祥事の影響から、社外取締役の構成が「守り」に偏り
事業ステージの切り替わりを反映した構成への変更が必要

面談者 代表取締役社長 他

「攻め」のガバナンスへの切り替えが必要であり、社外取締役に経営経験者が不在であることを伝えました。同社からは、社外取締役の比率を3分の1とすることを検討し、候補者の経験についても考慮するとの回答を得ました。

ゴール 「攻め」のガバナンスに適切な社外取締役(特に経営経験者)の選任

直近面談日:2018年9月
期間(3年目途)
12ヵ月 面談2回

■進捗
1 2 3 4 5

反応
ニュートラル

C社 繊維製品

事業戦略 / 財務戦略 / ES / G / 開示・対話

課題 資本コストに見合った目標値

ROEの目標値が資本コストを下回っている
より高い目線での経営が必要

面談者 代表取締役社長 他

低ROEの背景には多額の金融資産・不動産の保有があると伝達しました。更にROE目標が同社の実力や資本コストに比べて低過ぎることを伝えました。同社からは、指摘事項を認識し、現在の目標を達成できれば、目標の引き上げを検討する、との回答を得ました。

ゴール 資本コストに見合った目標の設定と開示

直近面談日:2018年10月
期間(3年目途)
初対話

■進捗
1 2 3 4 5

反応
ポジティブ

シニアESGスペシャリスト
宮尾 隆

エンゲージメント活動を通じて感じた企業の変化

規範となる考え方を企業と議論し共有することも大切

23年間の運用者時代には、年間約150件ペースで企業との1対1のミーティングを実施し、調査結果を運用に反映させてきました。エンゲージメント担当になってからは、年間250件ペースに増加しています。

数量的な違いだけではありません。企業との対話の内容も変わりました。運用者時代は、企業の事業戦略と財務・資本戦略が主要テーマでした。将来のキャッシュフローを予想し、最終的には投資リターンを判断する材料を「取得する」ことが目的でした。

現在は、ガバナンスや将来に向けた環境・社会への対応、更にこれらに関する情報開示が主要なテーマです。また、エンゲージメント担当者は、情報を単に取得するだけではなく、規範となる考え方を企業と議論し共有する重要な役割を担っています。

当社は、運用調査の強力なグローバル・ネットワークを持っており、環境や社会、あるいはガバナンスに関する世界的な重要課題（グローバル・イシュー）の動向について、国内企業に比べると先行して認識、検討する機会に恵まれています。それらを投資先企業に伝えて、経営者の方々に議論していただき、最終的には企業としての考え方と対応策を情報開示するよう、働きかけています。

エンゲージメントの具体例としては、温室効果ガスを多く排出する石炭事業を抱える事業会社や持続性のある原料調達に懸念がある企業のケースなどがあります（下図を参照）。実際の対話により、企業の対応が進んでいることが確認できます。

ただ、持続的な成長を目指している企業であれば、1つの課題が解決しても、次の解決すべき問題が控えているのがノーマルな状態です。ですから、エンゲージメント活動は継続的、かつ長期的に行う必要があると考えています。

問題解決、証明終了の後も新たな物語が待っているのです。

具体的なエンゲージメントへの取り組み

	問題意識	野村アセットマネジメント	企業の対応
石炭事業を抱える事業会社	温室効果ガスを排出する事業会社に対して、国際的に投資回避の動きが強まる	該当する企業と対話を行い、同テーマについて考え方を示すことの重要性を議論	石炭関連事業の縮小や事業シフト、事業継続について長期計画や統合報告書において自社の考えを開示
輸入資材事業を抱える事業会社	輸入された資材の現地製造企業による人権問題が判明	NGOなどからの指摘について、企業との対話を実施 企業側も問題を認識していることを確認	現地において問題に取り組んでいるNGOの動向などを注視。また、グローバルな環境規制などもウォッチ

GES※との共同エンゲージメント体制

野村アセットマネジメントは日本株式のみならず、外国株式においてもエンゲージメント活動の強化に取り組んでいます。現在、6つの国と地域（日本、英国、シンガポール、香港、マレーシア、台湾）でスチュワードシップ・コードに署名し、それぞれの拠点の運用チームがグローバルに連携しながら活動を推進しています。企業のESG課題はグローバルな共通テーマが多く、海外の運用チームとの連携体制の構築は、外国企業のみならず、日本企業におけるエンゲージメント活動においても必要不可欠です。

一方、国や産業ごとの法律や慣習、状況等により企業の実務レベルでのESG課題への対応は異なってきます。また日本株式と異なり、外国株式についてはその対象の国や企業数が多く、地理的な問題など物理的な障害が大きいのも特徴です。各運用拠点の専門性を生かしつつ、外部リソースの活用など、より効率的な体制作りが求められます。

当社は2017年4月に、GES社を外国株式エンゲージメントのパートナーとして採用しました。実際に現地調査を行い、スタッフのクオリティの高さと柔軟な顧客対応の姿勢を評価しました。特にGESはポーランドにリサーチ拠点を設け調査に力を入れるとともに、法律や税制など各分野における専門家を揃えるなど、ファンダメンタルズ調査を重視する当社の考えと共通する部分が多かったことも決め手になりました。エンゲージメントへの参加など、GESとは適宜、活動を共にし良好な関係を構築してきています。現在はSustainalytics（サステナリティクス）社のエンゲージ部門として更なる機能強化がなされていますが、今後もGESとのパートナーシップを生かし、海外でのエンゲージメント活動を進めていきます。

ポーランドのGESリサーチ拠点にて

※GES社は、2019年1月にESG調査・格付会社であるサステナリティクス社と経営統合されました

GESとの共同エンゲージメント事例

■ロシアのエネルギーセクター企業

2018年9月 訪問

ESG課題	世界的に石炭事業への風当たりが強まる中、GHG（温室効果ガス）排出量のより少ないエネルギー需要が拡大。
会社の認識	世界的な石炭から天然ガスへの転換は、大きな“機会”と捉える。事業における安全性の向上も今後の課題。

会社の取り組み

GHGの削減を、KPI（キー・パフォーマンス・インディケーター）として内部目標化。
2018年末時点で、2019年までの環境目標6つのうち、5つを達成。
従業員致死率ゼロ達成を目標へ。

提案 2018年9月

CDP評価をAレベルに引き上げる目標の設定や、主要な環境目標（KPI）の開示を提案。
労働災害などの情報開示と共に、下請け会社や協力会社への範囲拡大を提案。
第三者通報制度に関する数値情報の開示を提案。

■中国で操業する台湾の製造業セクター企業

2017年11月／2018年11月 訪問

ESG課題	同社の工場における労働者の管理・監督、GHG排出量や資源管理など。また、部品供給者の管理など。
会社の認識	中国の30を超える製造工場において労務管理規定を策定し、それを順守していく必要がある。

会社の取り組み

CDPに参加し、GHGの削減を推進。
2018年にScope2レベルの開示を予定。
30を超える工場において、労働組合と共に、労働環境の改善に努めている。

提案 2017年11月

労働環境に関する情報開示をより積極的に行うことを提案。また、特定の労働指標を管理職のKPIにすることで、労働環境の改善と労働者の定着を目指す取り組みを提案。

会社の取り組み

管理職が従うべき52の倫理指標を導入。
各生産ラインについて現場で年1回監査を実施し、リスクレベル（高/中/低）を評価。
中・高リスクの生産ラインには改善を指導。
サプライヤーの年次監査を実施。

提案 2018年11月

前回のミーティングからの改善を評価。
引き続き、重要なESG課題に関する情報開示や、労働環境に関する情報開示を積極的に行うことを提案。

GESからのメッセージ

ヘッド・オブ・
エンゲージメント・サービシーズ
ハンナ・ロバーツ

GESは、1992年にスウェーデンで創立された責任投資を手掛ける会社です。欧州を拠点とし、現在は英国、スウェーデン、デンマーク、ポーランド、スイスに専門性の高い約20名のエンゲージメントのスペシャリストを配置し、日々、世界中の企業を対象に活動しています。2019年1月にサステナリティクス社と経営統合し、同社のエンゲージメント部門として再出発致しました。今後はサステナリティクス社が提供するESG調査情報を活用しながら、より進化したサービスの提供が可能となりました。

現在、私たちにエンゲージメントを委託して頂いている顧客の預かり総資産は1.8兆ユーロ（2018年12月末時点）を超えています。私たちは顧客ポートフォリオにおける重大なESGリスクを特定・評価し、企業に対し働きかけを行っています。財務的インパクトを与えるような重要項目の特定が重要であり、企業の非財務的側面を見る際は、問題解決を通して、その企業のステークホルダーとの関係性や信頼性が高いレベルで保たれ、最終的に株主価値向上が伴うかに着目しています。

設立以来25年以上の長きにわたり、当社は顧客に対する長期的なコミットメントを通して、顧客本位の強力な企業文化を築いてきました。私たちは日々の業務で行っているすべてのことに、この価値観を一貫して持ち続けることで、当社の顧客や従業員、その他のステークホルダーとの間で強い信頼関係を築くことに成功してきています。私たちが長年培ってきたエンゲージメント・プログラムによって、野村アセットマネジメントのスチュワードシップ活動や投資戦略にESGがより統合されるよう、今後とも、良きパートナーとして支援したいと考えています。

■香港市場に上場する中国の鉱業セクター企業

2017年11月／2018年11月 訪問

ESG課題	海外での操業が拡大しており、グローバルな環境基準で事業を行っていく必要がある。関連した情報開示が必要。

会社の取り組み

現状では、操業現地のローカル基準や母国基準での操業を継続。

提案 2017年11月

グローバルな環境基準に基づいた操業への移行を提案。
労働安全指標などの情報開示を提案。
現地コミュニティーとの対話継続を要請。

会社の認識	環境基準は、操業国や中国基準で問題はないと認識。

会社の取り組み

社会・コミュニティー、環境・安全に関する部門から取締役会へ毎月、報告を実施。
労働安全指標の公表などを検討。

提案 2018年11月

課題に対応できるスキルを持った取締役構成ではないため、改善の必要性があることを伝達。
労働安全指標などの情報開示を提案。

■韓国の化学セクター企業

2017年12月／2018年12月 訪問

ESG課題	携帯電話や自動車のリチウムイオン電池の需要拡大によりコバルトの使用量が増加し、児童労働問題などの観点から、サプライチェーン管理の重要性が高まっている。

会社の取り組み

サプライチェーンに関する行動規範（OECD規範に準拠）を導入。
調達先企業への監査を実施し、その結果を公表。コバルトの児童労働に関してもNGOと協力して対応している。

提案 2017年11月

サプライチェーンに関する問題の調査を継続してほしいことを伝達。
第三者通報制度に関する運用を充実させ、情報開示を充実させることを提案。

会社の認識	電池需要の拡大は、コバルト調達の拡大を意味し、調達先企業の管理や調達先の明確化が必要と認識。

会社の取り組み

サプライチェーン監督を継続。コンゴ共和国への現地監査を実施。児童労働はなかったが、人権侵害や安全基準違反を確認。調達先企業へ対応を要請。調達先企業への年次監査を実施し、監査機関による評価も受領。

提案 2018年12月

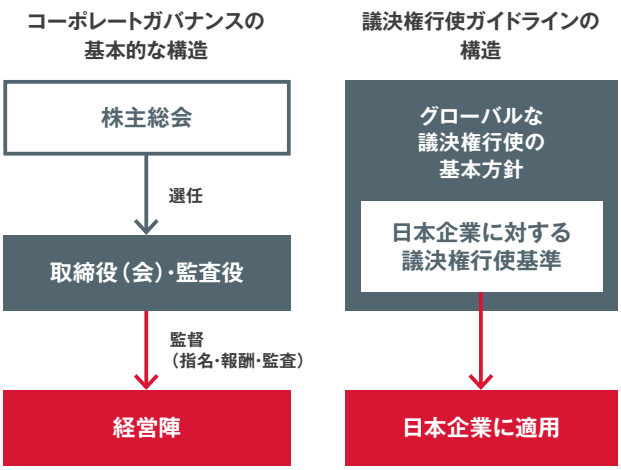
サプライチェーンに関する問題の調査を継続し、透明性の向上に取り組んでほしいことを伝達。

議決権行使に対する考え方

議決権行使において注目するのは投資先企業のコーポレートガバナンスです。その基本的な構造は、株主総会で取締役・監査役を選任し、取締役(会)・監査役が指名・報酬・監査を通じて経営陣を監督する、というものです。そのため、議決権行使で特に重要なのは取締役の選任(指名)、役員報酬(報酬)、監査役の選任(監査)の3つになります。加えて、日本企業の場合には現預金を多く保有する一方、配当や自己株式取得といった株主還元に消極的である、との批判を受けるケースが多いため、剰余金処分も重要です。また、近年は株主提案が増加している点も見逃せません。法規制の違いから、日本では欧米よりも株主提案が容易であり、かつ企業経営に直接的に影響を与える内容が多いため、慎重な対応が必要になります。

当社では、議決権行使を投資先企業に対するエンゲージメントの一環と位置付け、当社独自の議決権行使ガイドラインに則り、すべての投資先企業について議案の判断を行っています。議決権行使が「ガバナンスのためのガバナンス」の要求になることのないよう、議決権行使では「必要最低限のライン」を示すにとどめ、それ以上の内容については投資先企業の状況を踏まえ、エンゲージメントを通じて働きかけることとしています。

一方で、結果責任については議決権行使を通じて厳格に判断することとしており、経営実績が芳しくない場合や、不祥事等があった場合は会社提案に反対することがあります。



議決権行使におけるプロセスは下の図の通りです。意思決定の最高機関である責任投資委員会に加えて、利益相反を防止するため、利益相反管理統括責任者と独立社外取締役のみによって構成される責任投資諮問会議を設けています。

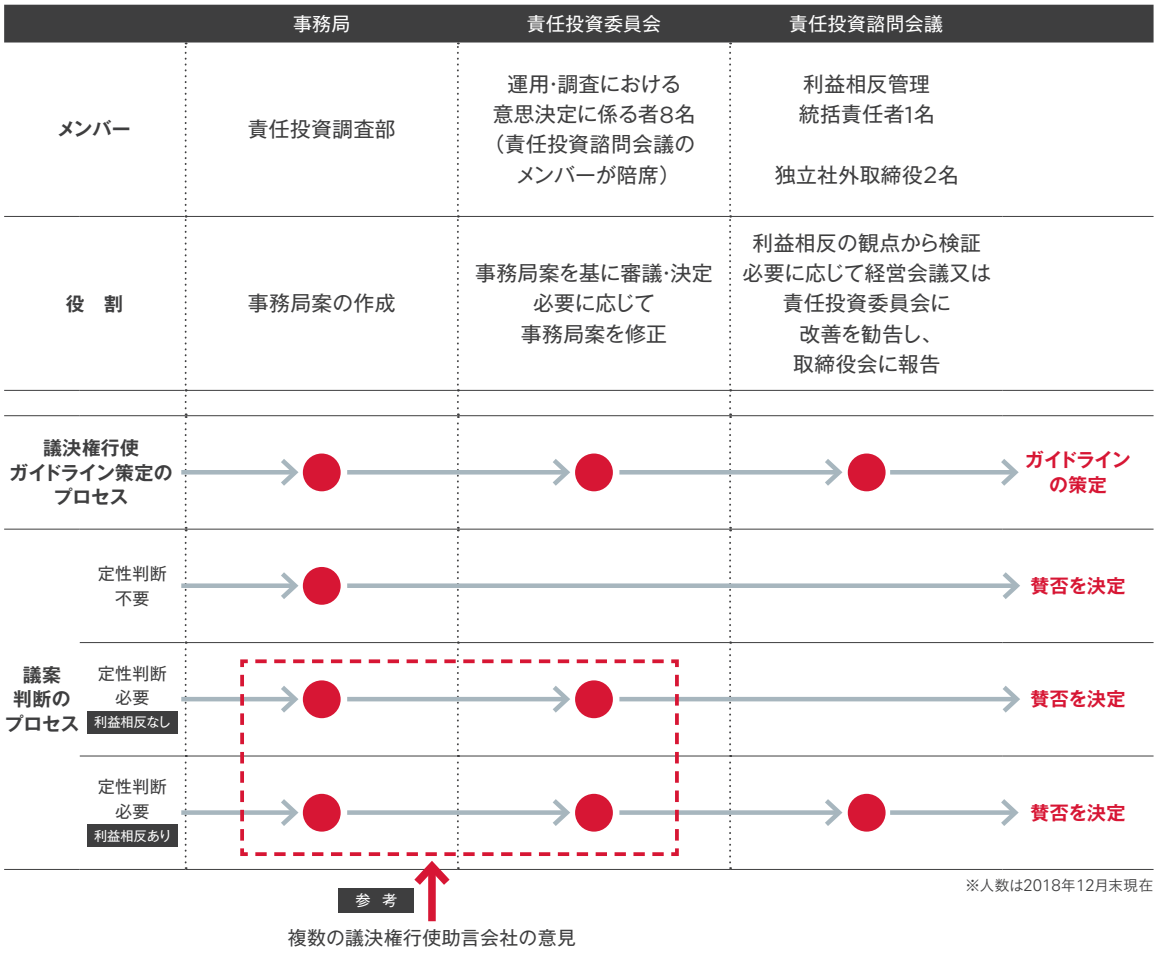
最初に、議決権行使ガイドラインの策定プロセスについて説明します。事務局が作成した案を基に責任投資委員会で審議し、必要に応じて事務局案を修正したうえで決定します。責任投資諮問会議は責任投資委員会の後に開催され、利益相反の検証を行いますが、責任投資諮問会議メンバーが責任投資委員会に陪席することで、審議・決定の過程から利益相反の監視を行っています。意思決定の結果を事後的に検証するのではなく、意思決定の過程に利益相反の監視・検証を組み込んでいるのが当社の特徴と言えます。

次に議案判断のプロセスは、大きく3パターンに分けられます。議決権行使ガイドラインに則って判断可能（定性判断が不要）な議案については事務局が賛否の決定を行いますが、その他の（定性判断が必要な）議案については責任投資委員会を開催し、審議・決定します。更に利益相反を伴う議案については議決権行使ガイドラインの策定時同様、責任投資諮問会議を開催し、複数の議決権行使助言会社の意見も参考にしつつ、利益相反の監視・検証を行います。

責任投資委員会及び責任投資諮問会議は年4回の定例開催に加え、必要に応じて臨時開催を行っており、2018年はそれぞれ合計で17回、7回開催しました。

議決権行使プロセスの特徴	規　律	議決権行使ガイドラインに則って議案を判断
	堅牢性	責任投資委員会を中心とする堅牢な意思決定プロセス
	徹底的な議論	事務局案の追認ではなく、責任投資委員会自身が賛否を判断
	利益相反の管理	責任投資諮問会議によるリアルタイムの監視

※責任投資委員会については、7～8頁もご参照ください



※人数は2018年12月末現在

日本企業に対する議決権行使基準の概要

当社の「日本企業に対する議決権行使基準（以下、議決権行使基準）」の概要についてご説明します（詳細は当社ホームページ※をご参照ください）。議決権行使基準は、投資先企業のコーポレートガバナンス改革の進捗を反映するため、定期的に改定を行っています。なお、2017年より改定の実施時期を春から秋に変更しました。これにより基準改定から総会の集中期までの約半年間、最新の議決権行使基準に基づいてエンゲージメントができるようになりました。直近は2018年11月に改定しています。

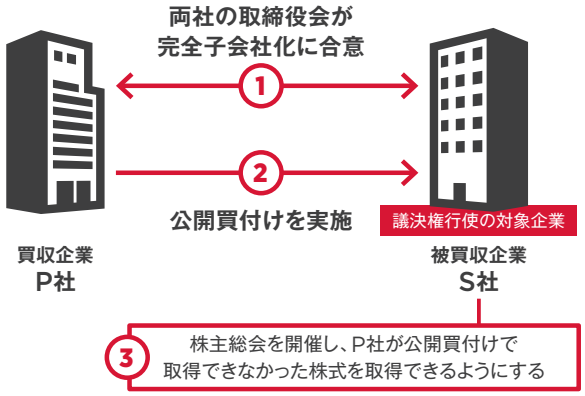
議決権行使基準とその概要	以下の場合、会社提案に反対する場合があります
結果責任を重視 経営陣の結果責任を反映させます。	■株主価値を大きく毀損する行為（不祥事等）が認められる場合 ■株主資本利益率（ROE）が低迷している場合
取締役（会）の構成 経営陣の監督のために、一定数の社外取締役が必要です。特に支配株主のいる会社（上場子会社等）では支配株主との利益相反が懸念され、より高い水準が求められます。	■社外取締役を2名以上有していない場合 ■上場子会社等において社外取締役の比率が1/3を下回る場合（ただし、ROEが一定水準以上の場合を除きます）
社外取締役の独立性 経営陣を監督するため、社外取締役には一定の独立性が求められます。なお、実効性を優先するため、当社では独立性について過度に厳しい基準にならないようにしています。	■独立役員としての届け出が確認されない場合 ■大株主となっている会社に在籍したことがある場合
社外取締役の実効性 社外取締役は、経営陣を実効的に監督することが求められます。	■取締役会への出席率が75％未満の場合 ■経営陣幹部の選解任や会社と経営陣・支配株主等との利益相反の監督等、期待される役割を果たさなかったことが明らかである場合
適切な報酬ガバナンス 役員報酬の決定プロセスには透明性が求められるため、適切な監督（＝報酬ガバナンス）が機能することが求められます。	■社外取締役が過半数に満たず、かつ独立性のある報酬委員会が設置されていない企業で、一定の水準以上の役員報酬や役員退職慰労金に関する議案が付議される場合
適切なインセンティブ 経営陣に対するインセンティブとして株式報酬は重要ですが、適切な設計になっていないと逆効果になる可能性があります。	■経営陣に対して短期志向を促しかねない設計になっている場合 ■支給対象者が適切でない場合 ■過度な希薄化に繋がる場合
金融資産の有効な活用 企業価値向上のために金融資産を有効に活用することが求められます。	■金融資産を有効に活用しておらず、かつ株主還元（配当・自己株式取得）が適切でない場合

※ http://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/responsibility_investment/pdf/vote_policy.pdf

定性的な議案判断の事例

議案の概要

P社がS社を完全子会社化することで合意し、公開買付け(TOB)によってS社の全株式の取得を目指しました。90%以上を取得すれば、株式売渡請求により全株式を取得することができますが、取得できた株式は90%に届きませんでした。そこで、S社が株主総会を開催し、P社が取得できなかった株式を取得できるようにする(スクイーズアウト)議案が付議されました。P社が公開買付けを経て3分の2以上の株式を保有しているため、仮に野村アセットマネジメントが反対しても否決に繋げるのは困難ですが、運用会社として当社の責任を果たすため慎重な議論を行いました。



議案判断のプロセス

まず議決権行使ガイドラインを参照します。本議案には右記の基準が適用されますが、定性判断を要するため、責任投資委員会で審議します。更に、利益相反の可能性がある場合には責任投資諮問会議を開催して検証を行います。

企業再編・資本政策(合併、買収、事業譲渡・譲受、会社分割、増資等)

企業再編・資本政策に係る議案については、その内容、経済的な条件(プレミアムを含む)、株主価値への影響、経営判断の根拠及び合理性、開示状況等を総合的に考慮し、適切と判断される場合には賛成し、それ以外の場合には反対する。企業再編・資本政策に関して一般株主が株式、金銭等の対価を受け取る場合は、かかる賛否の判断に当たって、対価の適正性を重視する。

議案判断の結果

2018年には上記のような議案が複数ありましたが、ここでは賛成した事例(A社)と反対した事例(B社)についてご紹介しましょう。上記基準に則り、責任投資委員会において審議を行いましたが、経済的な条件(プレミアムを含む)と株主価値への影響の2点で判断が分かれました。概要は下表のとおりです。なお、A社の事例では利益相反の可能性があったため、責任投資諮問会議を開催して検証しましたが、問題なしとの結論に至りました。

	A社:賛成	B社:反対
経済的な条件	• プレミアム(TOBにおける買付価格とTOB直前の株価の差)が低水準であったため、エンゲージメントを行い、その旨を伝えました。 • TOB期間中に買付価格の引き上げが行われました。 • プレミアムが低水準である原因の一つにA社の事業が景気循環の影響を受けやすく、TOB直前の株価が高水準にあったことが分かりました。	• プレミアムが他の同様の事例に比べるとやや低水準だったため、エンゲージメントを行い、その旨を伝えましたが、買付価格の変更はありませんでした。
株主価値への影響	• 少数株主の立場から株主価値への影響を検討するため、A社は社外取締役を含む、独立性の高い第三者委員会を設置しました。 • 開示資料及びエンゲージメントを通じて、社外取締役自身が買収企業との交渉に出席するなど、積極的に関与したことを確認しました。	• 少数株主の立場から株主価値への影響を検討するため、B社は社外監査役を含む第三者委員会を設置しました。 • この社外監査役は買収企業に対して助言を行う金融機関の出身で、独立性に懸念がありました。交渉の過程でも独立性に懸念のある行動が見られました。 • エンゲージメントを通じて独立性に対する懸念を伝えましたが、改善は見られませんでした。

2018年1月~12月 日本企業に対する議決権行使

2018年1月~12月の日本企業に対する議決権行使結果は以下のとおりです。特に断りのない限り会社提案に対する反対比率と反対した理由を記載しています（株主提案の場合は賛成比率と賛成した理由）。

取締役の選解任

社外取締役候補者の独立性が確認できない、業績不振、不祥事等

議案数 17,313

5%

監査役の選解任

社外監査役候補者の独立性が確認できない等

議案数 1,835

22%

会計監査人の選解任

なし

議案数 45

0%

役員報酬

株式報酬について支給対象者に社外取締役や監査役が含まれる、譲渡制限期間が3年未満等

議案数 793

29%

退任役員の退職慰労金の支給

支給対象者に社外取締役や監査役が含まれる等

議案数 199

51%

剰余金の処分

キャッシュリッチ企業でROE及び株主還元率が低い

議案数 1,553

9%

組織再編関連

少数株主の利益保護の観点から問題がある等

議案数 47

6%

買収防衛策の導入・更新・廃止

株主価値の向上又は株主価値の防止の観点から設計に問題がある

議案数 62

100%

その他資本政策に関する議案

株主価値への影響が明確でない増資・自己株式の拠出

議案数 111

5%

定款に関する議案

取締役会議長と最高経営責任者(CEO)が分離されない等

議案数 550

5%

合計 会社提案

上記参照

議案数 22,508

8%（反対比率）

合計 株主提案

コーポレートガバナンスの向上に資すると考えられる等

議案数 145

14%（賛成比率）

参考

外国企業に対する議決権行使結果 2018年1月~12月

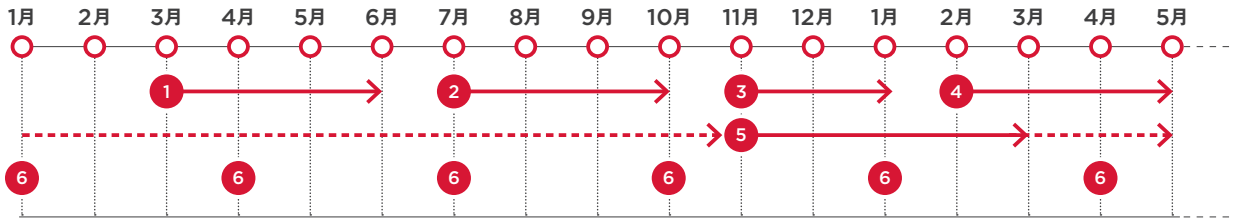
	賛　成	反　対	合　計	反対比率
会社提案	8,339	1,302	9,641	14%
株主提案	364	167	531	31%
合　計	8,703	1,469	10,172	14%

議決権行使担当者の1年間

シニアESGスペシャリスト 深澤 寛晴

日本企業の株主総会が最も多いのは6月、次いで3月、5月の順になります。当社の場合には6月だけで1,500社以上、この3カ月を合わせると1,900社以上の投資先企業について議決権を行使します。ここでは、この集中期を中心に、議決権行使に関する1年間の大まかなスケジュールをご紹介しましょう。

議決権行使 1年間のスケジュール



1 株主総会の集中期

3月～6月

多数の議案を正確に判断することが求められる時期です。6月のピークでは1日で100社以上について議決権を行使するため、分かりやすい情報開示を願う気持ちが最も強くなる時期でもあります。

2 議決権行使ガイドラインの改定

7月～10月

集中期が終わるとすぐに、議決権行使ガイドラインの見直しが始まります。エンゲージメントや議決権行使を通じて得られた日本企業の現状を踏まえつつ、コーポレートガバナンス・コードの改訂等の法規制の変更も反映させます。

3 改定を周知するためのエンゲージメント

11月～1月

議決権行使ガイドラインの改定による影響が特に大きいと考えられる投資先企業を中心にエンゲージメントを行い、当社の考え方を伝えるとともに、コーポレートガバナンスの強化等を働きかけます。投資先企業との個別面談に加え、セミナーに登壇して説明することもあります。

4 株主総会を見据えたエンゲージメント

2月～5月

集中期が近づいてくると、株主総会を見据えたエンゲージメントが活発になります。株主総会に付議する議案が固まりつつある時期（すでに固まっているケースもあります）のため、投資先企業の関心は個別議案に対する賛否の見通しに偏りがちですが、当社としては、議論の方向性を中長期的なコーポレートガバナンス強化に向けるよう心掛けています。

5 コーポレートガバナンス強化に向けたエンゲージメント

通年 特に11月～3月

当社の議決権行使の考え方について説明するとともに、投資先企業からコーポレートガバナンス強化の取り組みについて説明を受け、議論を行います。典型的には、投資先企業の事業・財務の状況を踏まえ、中長期的な企業価値向上のため、どのような取り組みが求められるのか、それを監督する仕組みとしてのコーポレートガバナンスはどうあるべきか、といった内容になります。

6 議決権行使結果の開示

1月・4月・7月・10月

各四半期が終わると、議決権行使結果をホームページに開示しています。また、公的・企業年金等のお客様からの要求に応じて、報告を行うこともあります。

ESGインテグレーションに対する考え方

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

企業価値は、基本的には将来のフリー・キャッシュフローの割引現在価値です。それを生み出す事業資産には、生産設備などの固定資産だけでなく、人的資本、自然資本、社会資本など、財務諸表には表れない様々な資本が含まれると考えます。そうした様々な資本、つまり非財務情報が将来の事業運営や企業の成長持続性にどのように影響を与えるかを分析し、その評価を踏まえたうえで投資判断を行っていくことが、我々にとって最重要の課題です。

ESGの要素を運用プロセスに組み込む、いわゆるインテグレーションの取り組みは、我々の運用力の向上に直結するものであり、今後、ますます重要になると考えています。

ESGインテグレーションのプロセス

ESGインテグレーションは、我々の運用する多くの戦略に組み込まれつつあります。我々の運用プロセスは、各拠点の運用チームごとに組織的に構築されていることが特徴です。現在では、各運用チームが従来から継続してきている運用戦略の中にESGの考慮を加え始めています。戦略ごとにインテグレーションの手段は異なる一方で、基準となるESG評価はグローバルで構築しています。気候変動や人権などの共通テーマに加え、個別産業・企業ごとのESG課題を抽出し、複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGレーティングを付与し、運用で活用できるようにしています。

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

銘柄選択における ESG評価 日本株

シニア・インベストメント・オフィサー
日本株担当
村尾 祐一

財務・非財務情報は密接に関係し、相互に影響

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

現在はこのプロセスの中に、非財務情報、いわゆるESG評価を取り入れています。具体的には、担当アナリストやESGスペシャリストの視点に基づくESG評価やエンゲージメント情報、外部の格付け機関のESG評価などを判断材料として運用プロセスに取り入れています。これは、財務的な経営パフォーマンスと非財務情報であるESGへの対応との間には密接な関係があり、相互に影響するものであると考えているからです。

このプロセスを高度化するために、当社独自のESG評価手法の改善を進めています。これにより企業アナリスト、ESGスペシャリスト、運用者が議論する際の共通言語として機能し、より効果的な運用へのESGインテグレーションが期待できます。

ESG評価の特徴	ESG評価項目（5大項目）
企業アナリストとESGスペシャリストによる総合評価	ガバナンス 経営陣、取締役会の評価など
	環境 気候変動関連などの情報開示
開示の充実度や、リスクと機会に着目した実効性の高い評価項目の設定	社会 女性活躍、人権などの情報開示
	リスク ESGリスクの財務的影響を考慮
主要評価5項目別に業種内相対比較が可能	オポチュニティ SDGs17のゴール

日本株における独自のESG評価手法の構築

我々が投資先企業の非財務的側面を評価する際には、単に企業のESGへの取り組み状況だけではなく、一連の取り組みがその企業にとって財務的インパクトを伴うような重要事項であるかどうかに着目します。それは企業にとってリスク項目という観点だけではなく、将来キャッシュフローを創出するような機会であるかどうかもチェックします。現在、当社独自のESG評価は、①ガバナンス、②環境、③社会、④リスク、⑤オポチュニティの５つの大項目を設定し、それぞれの項目について更に細かい評価項目を定めています。

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

企業アナリストの視点 日本株

気候変動に関する取り組み姿勢や情報を開示する重要性が高まっています

シニア・エクイティアナリスト
資源・エネルギー担当
大畠 彰雄

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

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

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

エクイティアナリスト
食品・日用品担当
李 想

持続的成長のために取り組まなければならない課題は少なくないです

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

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

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

投資の視点として社会的課題の解決と企業価値向上の一致に注目しています

エクイティアナリスト
ヘルスケア担当
鳥居 彩

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

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

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

シニア・エクイティアナリスト
エレクトロニクス担当
磯 光裕

優れた技術による将来のビジネス機会を提示することも必要です

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

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

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

株式運用者の視点 日本株

ESGインテグレーションは、我々の価値評価の多様化に繋がっています

ESGの理念は、我々の考えるバリュー投資に内包されています

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

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

そこには、保有銘柄の企業訪問時にESGスペシャリストと同行し、彼ら独自の観点や知見と共に、企業経営者との直接対話により企業価値向上のための議論を行ったりすることも含まれます。また、企業のESGに関する情報開示の充実は、我々の中長期に立脚した企業価値を評価するうえで非常に重要です。ポートフォリオのCO_2排出量のモニタリングや、外部ベンダーのESGレーティングのチェック、統合報告書やCSRレポートの分析なども個別銘柄やポートフォリオ全体を評価するうえで重要なファクターになっています。

バリュー株運用
チーフ・ポートフォリオ・マネージャー
高柳 健太郎

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

「目線を遠くに持つ」ことで ESGはより インテグレートされていく

グロース株運用
チーフ・ポートフォリオ・マネージャー
原田 信太郎

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

長期投資に必要なことは、会社の真の実力を見定めていくこと

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

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

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

グローバル株式運用チーム

株主利益と社会的価値の両方を追求したグローバル株式運用を実践

グローバル株

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

チームの投資哲学

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

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

私たちの意思決定プロセス

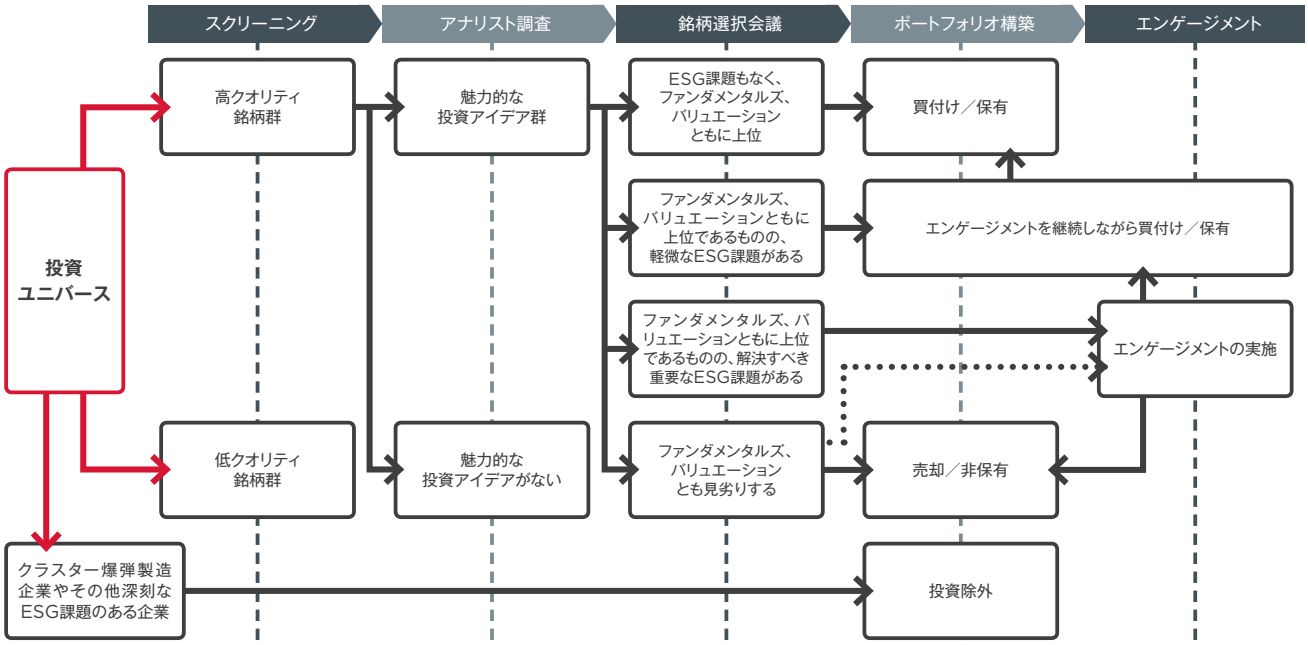
私たちの考える「責任ある投資」では、企業は持続可能な「あらゆる価値」を創造し、その価値を顧客、従業員、仕入先、社会全体及び株主を含むすべてのステークホルダーの間で公平に共有することが必要であると考えています。その企業が創出した価値を持続可能な形で社会と共有しないと、ステークホルダーに悪影響が引き起こされるからです。つまり、ステークホルダーに与える総合的な影響を考慮するというプロセスです。その出発点は、企業によって生み出される「総効用」、あるいは「総合的な価値」になります。

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

英国拠点
グローバル株式運用
ヘッド・オブ・インベストメント
トム・ワイルドグース

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

グローバル株式運用チームにおける運用プロセス



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

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

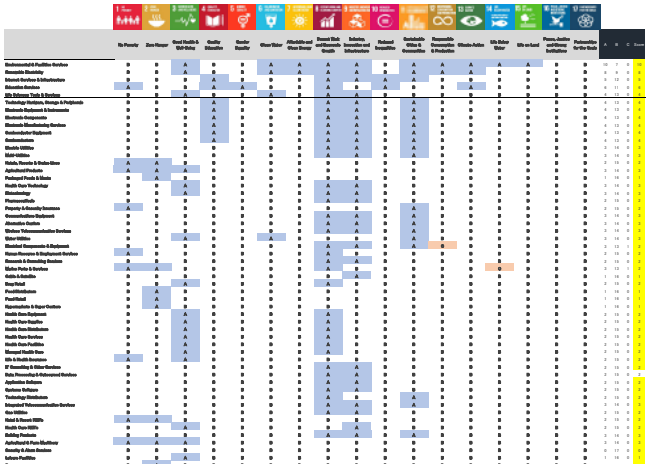
上の図は、ESG課題の特定と課題解決のための基本的な流れを示しています。課題の改善を促すための経営陣とのエンゲージメントは、プロセスの中核です。過去には企業との対話により、役員報酬スキームやサプライチェーンにおける環境負荷の改善を実現することができました。また、企業に継続的な取り組みを促すために、私たちのエンゲージメント活動を開示することも大切であると考え、四半期ごとにホームページに公開しています。

運用プロセスへのSDGsの取り込み

私たちの運用プロセスでは、ESG評価の悪い企業を除外するというよりは、良い企業を特定することに軸足を置いています。そのために、各産業におけるSDGsの17のゴールの影響も評価し、投資対象となり得る業種に焦点を当てています。SDGsの達成に重大な負の影響を与える可能性がある、石油・ガス・石炭関連の企業は、投資対象銘柄になる可能性は低くなる傾向があります。これらの産業の中でも、安価な輸送用燃料を供給するなど実際には社会全般にプラスの影響があることも認識していますが、環境負荷など現在入手可能な情報に基づいて判断すると、将来的に世界への影響はネットでマイナスとなる可能性が高いと考えられるからです。

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

国連SDGsによる産業・企業分析



UK FRCから、日系運用会社としては唯一のTier1の地位を獲得

英国拠点
エクイティ・アナリスト
アレックス・ロウ

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

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

ESGインテグレーションは、これまでもチームの投資プロセスの中にありましたが、2016年の年初に、責任ある投資家としての行動に最大のプラス効果をもたらすように、広範囲にプロセスの見直しを行いました。この過程において、エンゲージメント活動全体で改善すべき点を特定し、責任ある投資家が真に取り組むための投資哲学を議論し、理念として掲げました。チームが公表した「責任投資の哲学的思考」[※1]という投資哲学を示すレポートでは、「責任ある投資家」であるという目標を達成するために、チームとしてどのように取り組むかを解説しています。

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

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

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

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

※2 UK責任投資レポート
https://www.nomura.com/nam-europe/about_nam/responsible-investment.shtml

カントリー・スペシャリストによるESG調査がもう一つの付加価値の源泉

アジア・パシフィック株

運用プロセスとESGの考慮

シンガポール拠点では、アジア・パシフィック地域の株式について、ファンダメンタルズ調査に基づいたアクティブ運用を行っています。私たちのアクティブ運用におけるプロセスでは、人口動態、産業構造、経済発展段階、成長要因などが異なる多種多様な国々をカバーするため、各国ごとにカントリー・スペシャリスト（CS）を配置しています。経験豊富なプロフェッショナルである彼らによる、豊富な企業へのアプローチ（2018年：約3,000件）を通じたボトムアップの個別銘柄調査・選択を主な付加価値の源泉としています。

CSによるファンダメンタルズ調査を基に、個別銘柄に対して投資レーティングを付与しています。ESG関連については、各国固有の状況や慣習を踏まえたうえで、CSによる評価を行い、個別銘柄の評価に組み込んでいます。このESG評価は、CSによる独自の個別銘柄調査や、当社独自のESGレーティングを参考に付与されます。これらの投資レーティング及びESG評価を基に、実際のポートフォリオが構築されています。

シンガポール拠点における具体的な投資事例

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

高まるアジアにおけるESGの重要性

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

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

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

債券運用におけるESGインテグレーション

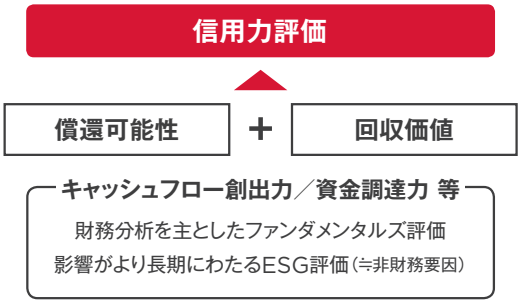
債券クレジット

ESG要因のクレジットリサーチプロセスへの統合

当社の債券アクティブ運用では、クレジット戦略においてESGを運用プロセスに取り込んでいます。クレジット戦略は、発行体が有する信用リスクをとることで超過リターンを追求しており、その手法は発行体の信用力評価、その発行体が発行する債券の償還可能性や、万が一償還されなかった際の回収価値を分析することです。ファンダメンタルズに基づく定性リサーチでも、これまでガバナンスリスクや公益事業/資源会社の炭素エクスポージャーなど、ESG要因を基本的な評価プロセスの中で考慮してきました。より最適な投資判断を可能とするために、将来にわたって影響を及ぼす潜在的な非財務リスク(≒ESG要因)を特定、定量化したESGスコアを活用することで、長期的にバランスの取れた包括的な信用力評価を行います。

運用部 債券グループ Co-CIO
河岸 正浩

1990年当社入社。企業調査の業務を経て、1993年より債券ポートフォリオマネージャーとして、国内外の金利、為替、クレジットに関わる運用に従事。2007年よりNAM-UK債券チームを率いて、海外顧客向けにグローバル国債/社債マンデートの運用を行う。2014年以降、東京にて債券アクティブ運用を統括。



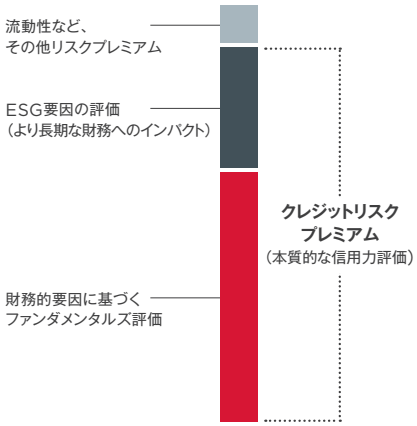
債券ESG要因の特定と定量化

債券運用と株式運用におけるESG要因には共通する部分がある一方で、低炭素社会への移行に伴う資産の減損などのリスクやガバナンスに関する懸念事項に対する考え方が株式投資家とは異なっており、債券投資家としての視点でESG要因を特定する必要があります。そのため債券/発行体の信用リスクに重大な影響を及ぼす可能性のある指標を選別し、それが当社の債券ESGスコアに反映されるよう設計しています。

定量スコアは、定性判断の支援ツールとしても活用します。例えば、炭素や化石燃料に高いリスクとエクスポージャーがあるとスクリーニングされた場合(＝低ESGスコア)、その投資を自動的に排除またはアンダーウェイトするのではなく、よりクリーンな発電に移行する計画を持っているかどうかを検討したり、将来のオポチュニティ(機会)の有無を確認するなど、深いリサーチを実施することで、アルファ創出の機会も狙っています。つまり、ESGの影響が時間の経過とともに大きくなる可能性のある領域において、それらのリスクと機会を水準とモメンタムの両面で分析を行います。

また、非国債の国債に対するスプレッドは、信用リスクと密接に関連していますが、ESGに優れた債券を機械的に選好するアプローチは、同時に高格付けで低スプレッドへの投資バイアスをもたらす可能性があり、リターンを犠牲にしかねません。こうした単純なESGへの傾斜による意図せざるバイアスを回避するために、ポートフォリオのリスク特性を十分に考慮してESGを評価し、パフォーマンスへの影響を分析しています。

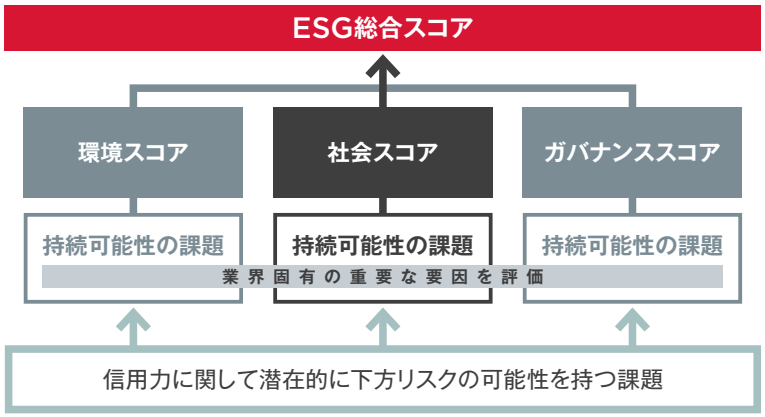
スプレッドの構成要素



実際の社債運用における定量的ESG評価

私たちの債券クレジット運用ではユーロ建て社債ファンドの設定を契機に、定量的なESGリスク評価を導入し、運用のフレームワークを強化しています。債券投資家にとって企業評価の最大の焦点は、ESG要素が企業の信用力にマイナスの影響を与えるかどうかです。そのため運用チームでは、ESG要素に関する企業の下方リスクに対して堅牢で体系的かつ定量的な基準を設計し、評価を行っています。

場での下方リスクの発生可能性を考慮して、重要性を特定します。この課題の重要度とESGプロバイダー等が提供するデータをマッチングさせてESGスコアを計算します。独自に特定したセクター固有のE,S,Gウェイトと先に計算されたESGスコアによりESG総合スコアが算出されます。こうした定量的なESGスコアは、クレジットアナリストによる定性アプローチを通じて客観的に評価され、同業他社とも比較するかたちで、銘柄選択やポートフォリオ構築プロセスにインテグレートされます。



運用部 債券グループ
シニア・ポートフォリオマネージャー
ジェイソン・モーティマー

2006年証券会社に入社し、東京で金利派生商品のセールスとトレーディングを担当。2010年香港・シンガポールでアジア現地通貨建て債券のストラテジーに従事。2014年ロンドンで発展途上国の現地通貨建て債券とドル建てクレジット債のポートフォリオマネージャーとして運用を行う。2017年当社に入社し、債券グループにてESGに関わる運用に従事。

ESGリスク評価の導入が良好なパフォーマンス特性をもたらすと同時に、ESG課題への積極的な取り組みが投資家にとって重要な要素であることをマーケットや企業に認識されることを期待しています。

運用チームでは、信用リスクのダウンサイドを重視したESG要因を特定し評価するために、客観的かつ一貫性のある定量的フレームワークを用いて、運用プロセスを強化しています。まず、信用力評価の持続可能性に関する課題を特定します。これをクレジット市

フレームワークの具体例

具体的な事例では、保険会社のケースがあります。財務分析上の信用力はポジティブと見ていた一方で、長く固定化したマネジメントや責任投資に関して脆弱な投資対象先を多く抱えていたことを背景に、社会及びガバナンス問題においてESG評価が低いと判断し、組み入れない方針としました。

また、環境やガバナンスに関するESG課題に高いウェイトが付与されている事業ポートフォリオを有する石油・ガス会社のケースでは、廃棄物管理、環境の持続可能性やオペレーションの安全性について脆弱性が確認されたため、リスク調整後のスプレッド水準が魅力的であったものの、同様の条件を満たすより高いESGスコア銘柄に入れ替えました。このようにESGリスク評価を導入することで、運用フレームワークが強化され、下方リスクに耐久性のあるポートフォリオが構築されます。

社外取締役
長濱 力雄

社外取締役対談

信頼される資産運用会社で「責任投資」に積極的に取り組

責任投資諮問会議のメンバーに就任して2年強議論を尽くしてきました

責任投資諮問会議の役割と、メンバーに就任以降の活動について教えてください。

長濱　私は、第一生命で運用に携わり、その後、DIAMアセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）で社長を5年間務めるなど、機関投資家の立場から、長きにわたり日本企業を見続けてきました。運用の世界から引退し、2014年に投資顧問業協会の規律委員長として運用の世界に復帰するまでに5年ほどのブランクはありましたが、企業やマーケットと様々な議論を交わしてきた経験の中で、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの重要性を、常に肌で感じていました。

そのため、2015年に野村アセットマネジメントの社外取締役に就任した時も、2016年9月に責任投資諮問会議のメンバーになった時も、責任投資を自分のこととして捉え、果たすべき役割や重要性を違和感なく、受け入れていました。

木村　私は、長年、弁護士として国際的な企業法務、主として株式や社債を用いた資金調達案件を多く手掛けて参りました。これらの案件では、発行会社側に立つ場合も証券会社側に立つ場合もありましたから、資本市場にはかなりなじみもあり、当社の社外取締役をお引き受けいたしました。しかし、就任してから、資産運用ビジネスは、証券会社の業務とは全く違うものだということを知りました。もっとも、当社にとっては社外取締役を受け入れることは初めてでしたし、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入・適用も始まったばかりの時期でしたから、私だけではなく、当社及び業界全体が新しいコンセプトに対応するため、手探りで進んできたように思います。

長濱　木村先生が社外取締役として議論に加わってくださる意義は、とても大きいと感じています。運用と法律の世界は全く違う世界ですが、最近求められている議決権行使の公正性や責任投資に関しては、法律の観点から判断することも大切なことです。木村先生の専門家としての意見は当社にとって新しい風となり、知識となり、利益相反管理の強固に繋がっています。

その議論の場である責任投資諮問会

野村アセットマネジメントの利益相反管理の体制

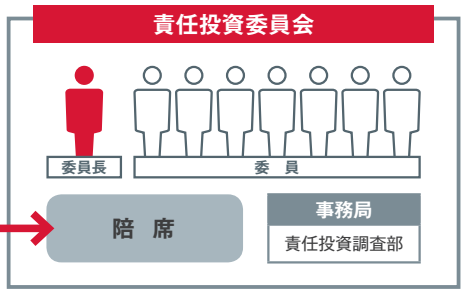
※チーフ・コンフリクト・オフィサー（利益相反管理統括責任者）

社外取締役
木村 明子

あり続けるため、みます

議は、資産運用会社にとって重要な組織です。特に、我々社外取締役は中立的な委員会メンバーとして、「利益相反管理」を柱に機能しなくてはなりません。

当社は、野村HDのグループ会社として、常に利益相反が疑われてしまう宿命を背負っているため、運用会社としての「独立性」を保ち、他の運用会社よりも毅然たる姿勢が求められます。そのため、グループの利益を優先するような偏った議決権の行使は論外。就任当初から「利益相反管理」を強く意識し、毎回、厳しい意見を交わしながら、実際にそのようなことが行われていないことを確認してきました。



木村　これまでの活動を通じて、最も重要だと感じているのは、「顧客本位で利益相反を排除する」ということです。弁護士にとっては「法律をもって治める」ことが基本なので、コーポレートガバナンス・コードのように法律でないものに統治されることにはとまどいもありましたが、これまで日本企業のガバナンスの透明性が低かったことは否めませんし、コーポレートガバナンス・コードの制定によって日本企業のガバナンスの透明性が急速に向上したことは確かだと思います。

責任投資の観点から、責任投資委員会で十分議論を尽くすことは重要です。責任投資委員会での厳格な審議を通して適正な利益相反管理を行うことが顧客の信用に繋がるのだと考えています。そして日本の資産運用ビジネスの発展のためには、顧客の信用を得ることが何より大切です。したがって、私は、責任投資委員会に陪席することで十分な議論が尽くされていることを確認するとともに、責任投資諮問会議にはメンバーとして参加して、意見を述べ、議論にも積極的に参加するようにしています。

最近では、事務局の尽力によって責任投資委員会に提出される資料の内容が充実し、責任投資委員会での委員間の議論も活発になっています。私は、資産運用業界の経験が長い長濱取締役が、取締役会でも責任投資委員会でも躊躇せず正当な意見を述べておられるのを拝聴して、多くのことを学ばせていただいています。

長濱　スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コード、ESG、SDGsを定着させることは企業を強くし、結果として株主の利益に繋がります。企業価値向上に役立つ責任投資に関われることに、大きなやりがいを感じています。

責任投資諮問会議だけでなく、様々な会議などにも参加

2018年は定例の責任投資委員会・諮問会議が各4回開催され、毎回3時間近い議論を行いました。また、臨時の委員会・諮問会議は計16回も開催されています。加えて、議案に関する説明を事務局から受ける時間を含めると、かなりの時間を費やしていますが、この点についてどう感じていらっしゃいますか?

木村　私は、別の日本企業の社外役員も務めておりますが、他社に比べると、当社での作業量は多く、費やす時間も長くなっています。M&Aなどに関連した臨時責任投資委員会にも陪席していますので、それも加えると相当な時間になります。

しかし、資産運用会社の社外取締役監査委員として、スチュワードシップ責任を果たすために、会議の準備や議論に時間を費やすのは当然の責務だと思っています。

長濱　私も正直に言って、就任前はこれほど長い時間を費やすことになるとは思っていませんでした。しかし、野村グループとして「李下に冠を正さず」、誤解を招く行動をしないための議論を尽くす責任があります。また、資本市場に携わる者として、資本市場で生じる問題に真剣に取り組むことは大切です。

当社は、他の資産運用会社よりも十分な議論を行っているという自負があり、真摯に取り組んでいます。更に我々は、取締役会や監査委員会、ファンド業務運営諮問会議にも参加しています。このファンド業務運営諮問会議は、運用している投資信託が「お客様の利益を向上させる構造」になっているのかをチェックする組織ですが、これも含めて、当社はフィデューシャリー・デューティーを体現する仕組みが整った資産運用会社だと言えます。

木村明子

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

長濱力雄

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

議決権行使基準改定における議論

**資産運用会社は、お客様の利益を向上させるために、
投資先企業が望ましい経営を実践し、企業価値向上と持続的成長を実現できるよう、
議決権を適切に行使する役割を担っています。
当社では、2018年11月に議決権行使基準を改定しましたが、
この改定における議論をどう感じましたか?**

木村　議決権行使基準の詳細を公表するようになったのは2017年からですし、毎年改定も行っておりますので、まだまだ整備の途上です。例えば、最近は株主提案が増えていますので、2018年はそれに関する議決権行使基準の改定も行いました。

長濱　確かに、まだ整備の途上ですね。議決権行使基準を公表するのは、投資先企業の自助努力を求めるという側面もありますが、2018年11月に改定を行ったのは、投資先企業とのエンゲージメントを積極的に行うためです。11月に改定しておけば、3〜6月の株主総会の集中期までにエンゲージメントを行うことができますから、投資先企業は当社の考えを理解したうえで、株主総会前に対応することができます。ただし、この公表している議決権行使基準が当社の求める最善策というわけではなく、基準を上回る実現を求めていることも投資先企業にご理解いただき、引き続きご協力をお願いしたいと思っています。

また、当社ではその議決権行使だけでなく、様々なテーマについてのエンゲージメントも行っています。そもそもエンゲージメントとは、「投資先企業に正しく成長してもらいたい」という思いのもとで始まりました。例えばROEも、機関投資家はバブル期以前から着目しており、最近になってようやく体系化され、世の中の注目が高まったという経緯があります。

木村　コーポレートガバナンスについて、日本企業は、形を作っても魂が入っていないという状況に陥りがちですし、和を重んじ過ぎてしまう傾向もあります。そうならない組織づくりを後押しするために、責任投資諮問会議でも引き続き活発な議論を行い、我々の率直な意見を伝え続けていかなくてはなりません。

事業・財務戦略における課題、それを踏まえたガバナンス、更には持続可能性を担保するための環境(E)や社会(S)の問題への適切な対応と、多岐にわたるテーマについてエンゲージメントを行っていく必要があります。

長濱　そうですね。ただ、企業は非常に多様ですから、その多様な企業に適切なエンゲージメントをするために、投資家側ももっと知識を蓄える必要があります。今は、投資先企業との多くの対話を通じてWin-Winの関係になれるよう、お互いを高めあっている過程です。これは、非常に大切なことで、投資先企業がよりグローバルに成長していくために必要なプロセスだと考えています。

バブル崩壊やリーマンショックなどを経て、株式の持ち合い解消が進み、株式投資はいい意味で大衆化しました。その結果、日本企業のスタンスは「株主本位」となり、外部の声も取り入れるようになったのだと思います。企業自体もかなり前進しましたし、当社が貢献できた面もあるのではないでしょうか。

顧客の期待に応え、社会を支える一翼を担う

今後の野村アセットマネジメントに期待することは?

木村　日本では、投資信託の残高などを見ても、資産運用ビジネスの潜在成長力は、諸外国に比べて高いと思っています。NISA等、投資を促す仕組みも徐々に整ってきました。したがって、当社は、投資のパフォーマンスを上げ、信用力を向上させることによって、投資家の期待に応えなければなりません。投資家の期待と需要に応えることによって潜在的な成長力を顕在化させられるようがんばっていただきたいと思います。

長濱　資産運用に奇策はありません。資産運用会社は、種をまいて育てていくといった、いわば農耕産業に近い形態で、いきなり花を咲かせられるような運用会社はありません。これは万国共通です。だからこそ、企業を分析する力を磨き、いい会社に投資していくといった地道な努力を積み重ねていくしかありません。運用力を高めることを第一に、投資先企業がサステナブルな成長を続けていけるよう、お互いの理解を深めつつ、最終的には「株主の利益に繋がる社会」を創り、その社会を支える一翼を担ってもらいたいと思っています。

2018
の振り返り

責任投資調査部を設立して3年目となりました。設立当初は、適切な利益相反管理体制の強化、議決権行使助言会社の複数化やESG調査リソースの拡充、グローバルなエンゲージメント体制の構築など、責任投資を着実に実践するための仕組み作りを進め、その環境を整えました。後半には、我々の実力を養い、実効性を高める取り組みに注力してきました。

2018年の活動を振り返ると、投資先企業の更なる価値向上を意識した活動に、よりフォーカスすることができました。特に、株主総会議案を議論するためにかなりの時間を割いています。その背景には、日本企業のコーポレートガバナンス改革が進展し、より充実した議論を行う必要があったためです。数多くの議論を通じて私たち自身のコーポレートガバナンスに対する認識は確実に強化されました。

加えて、ESGなど企業との対話も多様化してきたこともあり、エンゲージメント活動のマイルストーン管理を構築し、企業価値向上に向けたPDCAサイクルの強化を行いました。独自のESG評価手法の構築など当社の運用商品の投資リターンに直結するような取り組みも進めることができ、今後に繋がる1年でした。

2019
その先へ

2019年はより飛躍の年にしたいと考えています。責任投資を推進するため、エンゲージメントや議決権行使など責任投資調査部の活動を充実させるとともに、社内連携を更に深めて徹底的に議論を尽くすことにより、企業価値の向上に繋げていきたいと考えています。

毎年12月に国内外の運用調査の主要メンバーを集めた会議（アニュアル・ストラテジー・ミーティング）を開催していますが、2018年は責任投資に関する考え方を再整理し、グローバルに共有する場を設けました。これにより2019年は各運用拠点が連携し、今まで以上に責任投資を推進していくことを確認しています。特に私たちの投資パフォーマンス向上に直結させるために、ESGインテグレーションを更に強化していく予定です。

また、UN PRIやICGNなど外部のイニシアティブとの連携も重要です。SDGsやプラスチック問題など海外主導でESGに関する重要テーマが増加し、それに伴う新たな規制の導入や社会規範が構築されているためです。目線を常にグローバルに向けながら、責任投資への取り組みを着実に進めていきたいと考えています。

責任投資調査部長　今村 敏之

野村アセットマネジメントの各種イニシアティブへの参加

UN PRI（国連責任投資原則）とは、2005年に当時のコフィー・アナン国連事務総長が世界の大手機関投資家に対して呼びかけ、2006年4月に策定された原則です。環境・社会・ガバナンス（ESG）を実際の投資分析と意思決定プロセスに組み込むことを目的としています。
2018年に付与されたPRIアセスメントの結果は以下のとおりです。

PRIアセスメント結果	
戦略とガバナンス（総合評価）	A+
上場株式における責任投資への統合状況	A
上場株式におけるアクティブオーナーシップ	A
エンゲージメント	A+
議決権行使	A
債券投資（国債等）	B
債券投資(社債等)	B

当社の責任投資への取り組みの総合評価は、最高評価であるA+を取得しました。また、エンゲージメントにおいても最高評価であるA+を取得しました。

ICGN（国際コーポレートガバナンス・ネットワーク）とは、1995年に設立された団体で、効率的なグローバル市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレートガバナンスの構築と投資家の責任投資の醸成を目的としています。

ACGA（アジア・コーポレートガバナンス協会）とは、1999年に設立された団体で、アジアにおけるコーポレートガバナンスの推進を目的に、調査や企業支援・教育を目的としています。

持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）とは、持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針として、2011年10月に策定された原則です。

グループによる賛同

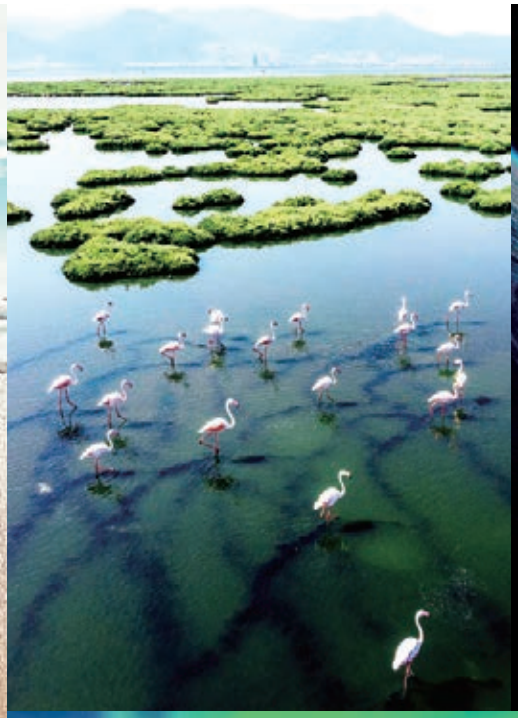
UNGC（国連グローバル・コンパクト）とは、1999年のダボス会議でコフィー・アナン国連事務総長（当時）が提唱した自主行動原則です。世界中の団体に対して、「人権」・「労働」・「環境」・「腐敗防止」についての活動を促しています。

CDPとは、企業に対し気候変動への戦略や具体的な温室効果ガスの排出量に関する公表を求めるプロジェクトです。現在、「気候変動」・「水」・「森林」を活動領域としています。

TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）とは、2015年4月に金融安定理事会によって設立されたイニシアティブです。気候変動が、金融システムの安定性に対する脅威であると認識されるようになったことから、設立されました。

UNEP FI（国連環境計画・金融イニシアティブ）とは、UNEP（国連環境計画）と世界各地の金融機関とのパートナーシップです。1992年の設立以来、金融機関、政策者、規制当局と協調し、経済的発展とESGへの配慮を統合した金融システムへの転換を進めています。

野村アセットマネジメントのスチュワードシップコード署名状況

Expertise to Exceed

www.nomura-am.co.jp