

[www.nomura-am.co.jp](http://www.nomura-am.co.jp)



# Responsible Investment Report 2025

野村アセットマネジメント株式会社 責任投資レポート2025



責任投資レポート2025

野村アセットマネジメント



# 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。



## About Nomura Asset Management

P.03

- 03 責任投資の強み
- 05 海外拠点との連携
- 07 当社の概観
- 08 会長メッセージ
- 09 CEOメッセージ
- 11 当社が目指すインベストメント・チェーン
- 12 マテリアリティ
- 13 ESGステートメント
- 19 PRIにおける野村アセットマネジメントの取り組み
- 21 運用における責任投資の基本方針
- 25 ウェル・ビーイング
- 29 人的資本の活用に向けて
- 33 人権問題への取り組み
- 39 TCFDおよびTNFDに基づく情報開示
- 51 サイバーセキュリティ、AI倫理
- 55 当社におけるプロダクト・ガバナンスの取り組み
- 61 未上場から始める成長支援  
-資本市場と社会的インパクト創出の接続
- 63 資産運用フォーラム
- 64 小型・グロース市場活性化
- 65 当社の研究成果



## Engagement

P.67



## Proxy Voting

P.83



## ESG Integration

P.101

- 68 サマリー
- 69 エンゲージメント・プロセス
- 70 エスカレーション・プロセス
- 71 環境エンゲージメント
- 72 ヘルスケアセクターへのエンゲージメント
- 73 親子上場企業に対するエンゲージメント
- 74 電線セクターへのエンゲージメント
- 75 債券エンゲージメント
- 76 2025年の重点テーマ
- 77 外国株式エンゲージメント
- 80 モーニングスター・サステナビリティクスによるエンゲージメント
- 81 イニシアティブとの連携

- 84 基本的な考え方
- 87 議決権行使の体制
- 90 日本企業に対する議決権行使基準
- 95 開示:高い説明責任
- 99 キャッシュリッチ企業への対応
- 100 議決権行使とエンゲージメントの一体運営

- 102 株式インテグレーション
- 103 ESGインテグレーションの高度化への取り組み
- 105 インパクト投資
- 107 当社のインパクト投資戦略
- 109 日本株ESGスコア
- 111 債券ESGにおけるトランジション投資の考え方
- 113 実効性を重視したソブリンエンゲージメント手法
- 115 ESG債と円債クレジット運用

## Others

- 117 取締役会議長からのメッセージ
- 118 監査等委員長インタビュー
- 119 新任監査等委員インタビュー
- 2025年の  
121 スチュワードシップ活動に対する自己評価の結果について
- 123 野村アセットマネジメントのESG情報発信に関する活動
- 124 2025振り返り 2026その先へ
- 125 野村アセットマネジメントからのお知らせ

# 責任投資の強み



## 01 Strength

### 責任投資に対する長期コミットメント

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。現在の責任投資委員会のルーツは、2001年に設置した議決権行使委員会にあります。その後、2011年にESG委員会を設置。2014年、2015年に組織体制の見直しを経て、現在の責任投資委員会となりました。長い歴史の中で、常にお客様からの付託を意識した真剣な議論を積み重ねることで、多くのプロフェッショナルによる多様な意見、活発な議論を尊重した責任投資に資する文化が形成されています。

※1 UK FRC (Financial Reporting Council) : 英国財務報告評議会の略。  
 ※2 TCFDはすでに解散していますが、当社の気候変動への取り組みを明示的に開始したために記載しています。

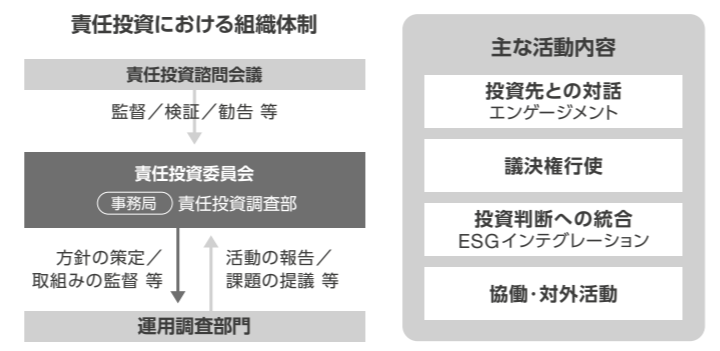
- 2001 ● 議決権行使委員会を設置
- 2004 ● SRIインデックスファンドの運用開始  
● ガバナンスファンドの運用開始
- 2010 ● 英国スチュワードシップ・コードの受け入れ
- 2011 ● ESG委員会を設置(現責任投資委員会)  
● 国連責任投資原則(UN PRI)への署名
- 2014 ● 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ  
● ESG委員会を責任投資委員会に改組  
● 議決権行使委員会をスチュワードシップ委員会に改組
- 2015 ● 責任投資グループ、ESGスペシャリストを新設  
● スチュワードシップ委員会を責任投資委員会に統合
- 2016 ● 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・コードの受け入れ  
● 英国拠点がUK FRC\*1から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・コードの受け入れ
- 2018 ● 自己評価の開示
- 2019 ● ESGステートメント策定  
● TCFDに賛同\*2
- 2020 ● ESGの普及を目指す資産運用研究所を設立
- 2021 ● ESGステートメント改定  
● 当社マテリアリティの公表  
● ネットゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアティブ(NZAM)への加盟
- 2022 ● サステナビリティ推進室・ネットゼロ戦略室を設立
- 2023 ● コーポレートサステナビリティレポートの発行を開始
- 2024 ● 当社のTNFD開示を開始  
● スタートアップ投資室を設立
- 2025 ● エンゲージメント推進室とネットゼロ戦略室を統合しサステナブル投資戦略室を設立

責任投資の歴史

## 02 Strength

### ESGへの体系的・継続的な取り組み

第二の強みは、時代の要請や変化を先取りした体系的かつ継続的なESG(環境・社会・ガバナンス)に対する取り組みです。最高意思決定機関である責任投資委員会および同委員会を監督する責任投資諮問会議を設置した体制としています。また、同委員会を中心に、ESGステートメントをはじめとする各種方針の制定や改定、「望ましい経営」を実現するためのエンゲージメントおよび議決権行使、責任投資レポート、TCFD、TNFD等の開示を通じたステークホルダーへの情報発信といった取り組みを継続して行っています。また、個別企業へのエンゲージメント戦略立案に当たり、気候変動問題への取り組みについても他の経営課題解決のための取組みと包括的に議論する体制とすることで、より効率的かつ実効性のあるエンゲージメント実現のために、サステナブル投資戦略室を設置(エンゲージメント推進室とネットゼロ戦略室の発展的改編)するなど、ESGに関係した組織強化も継続的に進めています。さらに、スタートアップ投資室では、インパクトを創出する未上場企業などへ投資するクロスオーバー・インパクト投資による社会的価値と財務的価値の拡大を目指した取組みも開始させています。



## 03 Strength

### グローバル&ダイバーシティ



第三の強みは、グローバルでダイバーシティ(多様性)に富んだ運用・調査体制です。責任投資のグローバル・プラットフォームをベースに、海外拠点においてESGプロダクトを運用するポートフォリオマネージャー、企業アナリストやカントリー・スペシャリストにより、ESG運用・リサーチ体制が構築されています。また、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やESGインベストメントマネージャーだけでなく、企業アナリストやクレジットアナリスト、ESGスペシャリストやエンゲージメントマネージャーが卓越した分析力・洞察力を発揮し、責任投資にコミットしています。

## 04 Strength

### 強固な組織体制によるインクルーシブな議論

第四の強みは、強固な組織体制下で多様な意見を基にした「議論を尽くす」姿勢にあります。責任投資委員会の議論をリアルタイムで監督する組織として責任投資諮問会議を設置し、独立性の高い社外取締役が過半数を占める形で、利益相反管理を行っています。また、委員会は、運用・調査経験の豊富なダイバーシティを考慮したメンバーで構成されており、2025年の委員会開催は計9回となっています。委員会における議案判断やESGテーマに関する議論では、白熱する場合も数多くあります。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な議論を行っています。



# Cooperation with our Overseas offices

## 海外拠点との連携

野村アセットマネジメントでは、責任投資のグローバル・プラットフォームをベースに

東京・海外拠点とともにESGへの取組みを強化しています。

この共通プラットフォームを活用することで、各拠点においてESGへの取組みを進めるだけでなく、

拠点間での綿密な情報共有が可能となっています。

「ESGステートメント」は、当社のESGに関連する活動の方向性とその課題について示されており、

グローバルで共有されています(P.13-18▶参照)。

## 野村アセットマネジメントのステュワードシップ・コード署名状況



※2022年3月、野村アセットマネジメントUK拠点は、英国財務報告評議会(FRC)より英国ステュワードシップ・コード2020の署名機関として承認されています。



## Engagement

エンゲージメントに関する基本方針を基に、グローバルで財務および非財務の重要なリスク・機会について企業と建設的な対話を行っています(P.67-82▶参照)。具体的には、ESGスペシャリスト、ESGインベストメントマネージャー、日本や海外拠点に在籍する企業アナリストやカントリー・スペシャリストなどが協力して、投資先企業に対するエンゲージメントを行います。その各国担当者による対象銘柄企業へのエンゲージメント内容は、共通のマイルストーン管理ツールを使ってモニタリングされているため、拠点間における情報共有もスムーズに行われています。当社のエンゲージメント重点テーマの一つである「気候変動」では、投資先企業にSBT認定を求めています。グローバルでその取組み状況をモニタリングすることで、進捗を確認することも可能となっています。また、海外拠点のESG担当者がエンゲージメント内容について、東京のESGスペシャリストと議論を行うことも容易になっています(P.77-82▶参照)。



## Proxy Voting

議決権行使(日本株以外)は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針(行使の基本方針)」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当者が必要と判断した場合は、拠点との議論を踏まえて賛否を判断することがあります(P.88▶参照)。



## ESG Integration

インテグレーションにおいては、ファンド保有銘柄のエンゲージメント内容が運用者と共有され、必要があれば追加的なエンゲージメントを実施するなど、保有継続の有無に関する判断に活用しています(P.102-103▶参照)。外部の分析ツールを使い、当社が保有している銘柄やファンドごとの気候変動や自然資本に関連したリスク・機会を評価し、銘柄のESG評価も行っています(P.39-50▶参照)。また、当社のESGスコアを拠点間で共有するとともに、外部のESG情報なども取り入れて投資判断に活用しています。

## PM

ポートフォリオマネージャー

## AN

リサーチプロフェッショナル

企業アナリスト、  
クレジットアナリスト

クオンツアナリスト

クオンツアナリスト、  
ファイナンシャルエンジニア

## ESG

ESGスペシャリスト、  
ESGインベストメントマネージャー

Japan

PM AN ESG  
Tokyo

EU/UK

PM  
Frankfurt  
PM AN ESG  
London

責任投資  
グローバル・  
プラットフォーム

Asia

PM AN ESG  
Singapore  
PM AN  
Hong Kong/Malaysia/Shanghai

USA

AN  
New York

# 当社の概観

当社は、グローバルに展開する国内最大級の運用会社です。野村グループのインベストメント・マネジメント部門の中核企業として、国内外の幅広いお客様に、投資信託やETF、機関投資家向けの資産運用サービスを提供しています。

## 運用資産残高



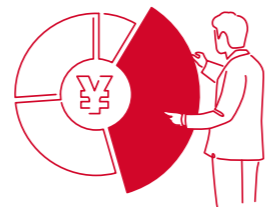
約 **108.4** 兆円

## 設立



**1959** 年

## 国内公募投資信託 マーケットシェア



第 **1** 位

## 日本初のETFを上場 国内のETFシェア



業界 第 **1** 位

## 10以上の国と地域の 役職員数



約 **1,560** 名

## 確定拠出年金 専用ファンドシェア



第 **1** 位

## UCITS\*ファンド残高



約 **2.1** 兆円

(出所) 資産運用業協会等のデータに基づき、野村アセットマネジメントにて集計。2025年12月末時点 ※UCITSは欧州委員会指令の基準を満たすファンドの総称



## 会長メッセージ

# 次の100年に向けて、 世の中の役に立つ 資産運用会社であるために

取締役会長  
小池 広靖

2026年4月より当社の取締役会長に就任いたしました。2021年4月にCEO兼代表取締役社長に就任して以来、「お客様に選ばれる圧倒的なリーディング・カンパニー」、「資産運用ソリューション・プロバイダーへの進化」、「世の中の役に立つ資産運用会社」というスローガンを掲げ、当社の成長と変革に取り組んできました。そして2025年12月、野村グループ創立100周年を迎えた節目にAUM100兆円を達成できたことはお客様や多くの関係者の皆様のお陰です。改めて皆様の温かいご支援とご愛顧に深く感謝申し上げます。

2025年のマーケットは、米国の輸入関税や国際情勢の変化などに大きく左右されました。しかし年間を通してみれば、底堅い世界景気と企業の努力に支えられ、日本の企業業績、株式市場ともに堅調に推移しました。

当社では、2022年3月に世界中の投資家に日本企業の魅力

を訴求することを目的に、「Project BRIDGE / 日本株で元気に!」を立ち上げ、世界に向けた情報発信、多くの海外投資家への訪問を行ってまいりました。当初は人口減少が見込まれる日本に懐疑的な見方が多かった海外投資家も、日本企業のガバナンス改革の動きから見方が変わってきています。このProject BRIDGEで取り組んだことの一つに、機関投資家の視点から企業の抱える課題や企業価値向上に向けた施策に焦点を絞り、投資先企業のCEOと真剣に意見を交わす「CEOエンゲージメント」があります。これまで36回の対話を行っており、当社ホームページにもその様子を掲載しております\*1。こうした投資家との対話が企業価値向上に向けた変革を促していく、その結果が株式市場の変化に表れているのではないかと思います。

また、当社が目指す「世の中の役に立つ資産運用会社」であるためには、「ESGなどへの対応を通じた企業価値の向上と、投資リターンの向上による資産形成に資する商品・サービスの提供」というインベストメント・チェーン(投資の好循環)を回していくことが非常に重要であると考えています。そのためには投資先企業への働きかけを行うとともに、プロダクト・ガバナンスの強化も必要不可欠です。当社は定期的に各ファンドの運用状況をモニタリングし、さらなる品質向上に向けたファンドの統合や償還を進めています。こちらの取り組みについても、「ファンド・レビュー」として当社ホームページに掲載しております\*2。

投資による好循環で、希望に満ちあふれた社会を実現するために当社の挑戦は続きます。次の100年に向けて、「金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、豊かな社会を実現する」という野村グループのパーパスを軸に、責任投資や社会への貢献という役割を果たしてまいります。

\*1 CEOエンゲージメント  
<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/engagement/spreport.html>  
\*2 ファンド・レビュー  
<https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/fund-review/>



# CEO MESSAGE

CEO 兼代表取締役社長  
大越 昇一

## 「資産運用立国」と 持続可能で豊かな社会の実現を目指して

2026年4月付で、当社のCEO兼代表取締役社長に就任いたしました。これまで培ってきた経験を活かし、お客様のご期待に応える運用成果の追求と付加価値の高いサービスの提供に全力を尽くしてまいります。

日本政府が掲げる「資産運用立国」の実現に向け、当社はこれまで、資産運用業界の皆様とともに、資産運用業に対する信頼性および透明性の向上に取り組んできました。近年、業界を取り巻く環境は大きく変化しています。NISAの拡充をはじめとする個人金融資産の「貯蓄から投資へ」の流れ、企業におけるコーポレートガバナンス改革、さらには資産運用業およびアセットオーナー改革の進展など、わが国の資本市場を巡る構造変化は着実に進行しています。当社としても、こうした潮流を一段と加速させ、資産運用業の高度化と持続的な発展に貢献したいと考えています。

足元では、ESGへの取組みに関して、米国を中心にやや停滞感も見られます。しかしながら、サステナビリティへの取組みは決してコストではなく、企業の中長期的な成長力を高める重要な要素であると当社は考えています。企業が環境・

社会課題への対応を経営戦略に組み込むことは、持続可能な成長の実現につながります。また、コーポレートガバナンスの強化、とりわけ取締役会の実効性向上は、適切な資本配分や成長投資に向けた規律あるリスクテイクを可能にするものと認識しています。

当社は、国内で初めて責任投資の専門部署を設置するなど、常に一歩先を見据えながら業界をリードしてきました。加えて、責任投資の取組みが先進的な欧州の機関投資家の皆様からも複数のマニフェストを受託するなど、運用面において厚い信頼をいただいています。今後は、先進的かつ透明性の高い議決権行使プロセスの一層の高度化、社内外の知見の幅広い取り込み、ならびに投資先企業から信頼されるエンゲージメントの推進を通じて、さらなる挑戦と変革を進めていきます。

今後もフィデューシャリー・デューティーを果たし、お客様、投資先企業をはじめとする様々なステークホルダーの皆様とともに、投資の好循環(インベストメント・チェーン)を通じて、持続可能で豊かな社会の実現を目指します。

当社が目指すインベストメント・チェーン

# Investment Chain

## 持続可能な豊かな社会の実現に向けた投資の好循環

当社が目指す社会とは、持続可能な豊かな社会、すなわち自然環境が保全され、多様な価値観を持つ人的資本が活用され、技術革新により経済が発展し、そして人権が尊重され人々がウェル・ビーイングな状態で活躍する社会であり、それはESG課題が解決されSDGsが達成された社会です。



### 特に重要性の高い

ESG課題

P.13-18

E



気候変動

E



自然資本

S



人権

S



多様性と公平性、  
包摂性、帰属意識  
(DEI&B)

S



ウェル・ビーイングな  
社会を実現するための  
価値創造

G



コーポレート  
ガバナンス

## お客様に対して

当社が目指す姿 最高の付加価値を提供し、選ばれる資産運用会社であり続ける

### Materiality

#### 資産形成に資するすぐれた商品・サービスの提供

フィデューシャリー・デューティーの遂行

フィデューシャリー・デューティー | 信託を受けた者が履行すべき義務のこと

- 資産運用業務に従事する金融機関が投資家に対して負う責任=受託者責任
- フィデューシャリー・デューティーを果たすため、金融機関は真に投資家のためになるように、商品開発や運用、販売を適切に行うべき、とされています

お客様の投資リターン向上のために

お客様が豊かさを享受できる社会にするために

## 投資先企業とともに

当社が目指す姿

対話を通じて、投資先企業の企業価値を向上させ経済的価値を創出すると同時に、投資先企業におけるESG課題等を解決し社会的価値をも創出し、また、当社としても同様の価値創出に取組む

### Materiality

#### 経済成長

望ましい経営の実践による企業価値向上、持続的な経済成長への貢献

#### 環境

脱炭素社会の実現、自然資本・生物多様性の保全、循環経済の実現

#### 社会

人権の尊重、人的資本経営の推進

#### ガバナンス

実効的なコーポレートガバナンスの実現

資産運用ビジネスを通じて持続可能な豊かな社会の実現を目指す

# Materiality

### 重要課題

当社の資産運用ビジネスを通じて持続可能な豊かな社会を目指します



当社のマテリアリティについては、以下のリンク先をご参照ください。  
<https://www.nomura-am.co.jp/special/sustainability/>

## 社会に対して

当社が目指す姿

資産運用ビジネスを通じて広く社会の発展に貢献

### Materiality

#### 金融経済教育の推進

資産形成を身近な存在にするために、金融経済教育を推進し、投資家の裾野拡大に取組む

#### 地方創生支援

地域金融機関を起点とした地方創生の流れを、地域金融機関とともに創り出す

#### 多様なステークホルダーとの連携・協働

資産運用会社として多様なステークホルダーと連携・協働し、社会課題の解決に取組む



# ESG STATEMENT

当社が目指す社会とは持続可能な豊かな社会、すなわち豊かな自然環境が保全され、多様な価値観を持つ人的資本が活用され、技術革新により経済が発展し、そして人権が尊重され人々がウェル・ビーイングな状態で活躍する社会であり、それはESG課題が解決されSDGsが達成された社会です。

2019年3月、当社は「ESGステートメント」を公表しました。同ステートメントでは、当社のESGに関する活動の方向性や環境(E)や社会(S)などのリスクに対して当社がどのように対応していくかについて示すだけでなく、その内容をステークホルダーと共有することで、「持続可能な豊かな社会の実現」を目指しています。

当社が目指す姿は、「持続可能な豊かな社会、すなわち豊かな自然環境が保全され、多様な価値観を持つ人的資本が活用され、技術革新により経済が発展し、そして人権が尊重され人々がウェル・ビーイングな状態で活躍する社会であり、それはESG課題が解決されSDGs(持続可能な開発目標)が達成された社会」です。また、当社ではこうした社会の達成のためのESG課題の解決へ向けた取組みが、インベストメント・チェーン(投資の好循環)を支えるうえで重要であると考えています。企業がESG課題に係るリスクを適切に管理したうえで、ESG課題の解決を新たなビジネス機会と捉えて適切に経営戦略に反映することが重要であり、これが持続的な企業価値向上と投資リターン拡大に必要不可欠と考えます。

さらに、当社は責任ある投資家として投資先企業に当社が考える「望ましい経営」を求めるとともに、当社自身もESGを重視した事業運営を進めていきます。

## ESGの中心的なイニシアティブ

**責任投資原則(PRI)** 署名時期:2011年3月

責任投資原則は2006年4月に策定された原則。環境・社会・ガバナンス(ESG)を投資分析と意思決定のプロセスに組み込むことを目的としています。



PRI Japan Advisory Committee メンバー

日本におけるPRIによる活動の周知・活性化をサポート(2023年就任)

PRI Advance (アドバンス) Signatory Advisory Committee メンバー

人権に関する協働エンゲージメント(2022年に開始)

PRI Spring(スプリング) Signatory Advisory Committee メンバー

自然資本・生物多様性に関する協働エンゲージメント(2023年に開始)

## 特に重要性の高いESG課題

事業特性に応じてそれぞれのESG課題の重要性は異なりますが、当社は、多くの企業に共通する特に重要性が高いESG課題として、下の6つの課題を特定しています。そして、それぞれの課題の解決に取り組むため、様々なイニシアティブとも連携していきます。



**E 気候変動**

P.15



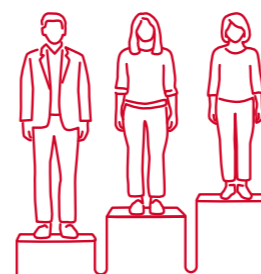
**E 自然資本**

P.15



**S 人権**

P.16



**S 多様性と公平性、包摂性、帰属意識 (DEI&B)**

P.16



**S ウェル・ビーイング**

P.17



**G コーポレートガバナンス**

P.17



## E 気候変動

2015年に合意されたパリ協定では、科学的な根拠に基づき産業革命前からの平均気温の上昇を1.5° Cに抑えるよう努力することが定められており、そのためには世界の温室効果ガス排出量を2050年までに実質ゼロ(ネットゼロ)にする必要があるとされています。当社は、企業がリスク管理とビジネス機会追求の両面から気候変動問題に取り組むことが持続的な企業価値の向上に必要と考えます。

	<b>CDP</b> 署名時期:2021年11月 2000年設立。世界の機関投資家が、企業に対して気候変動への戦略やGHG排出量等の公表を求める国際的なプロジェクトであり、現在の活動領域は「水」「森林」です。
	<b>TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)</b> 署名時期:2018年6月 <b>N</b> / 署名時期:2019年3月 金融安定理事会(FSB)が2015年12月に設立した民間主導のタスクフォースであるTCFDは、気候変動に関する情報開示を求め、標準的な枠組みを提唱していました。世界で約5000の企業や団体から賛同を得ましたが、2023年10月に解散を公表し、その活動はIFRS財団の傘下にあるISSB(国際サステナビリティ基準審議会)に引き継がれました。ISSB基準は気候変動を含む非財務情報の開示基準として期待されています。
	<b>CA100+</b> 署名時期:2019年12月 世界の機関投資家が協働(集团的エンゲージメント)し、GHG排出量の多い企業に気候変動関連の情報開示と対応を求めるイニシアティブ。
	<b>PCAF(Partnership for Carbon Accounting Financials)</b> 署名時期:2021年8月 / 署名時期:2022年3月 <b>N</b> 2015年にオランダで設立されたGHG排出量の計測・開示手法を標準化するための国際的なイニシアティブです。2021年11月にはPCAF Japan coalitionが設立され、当社は設立時から活動に参加しています。
	<b>NZAM(Net Zero Asset Managers initiative)</b> 署名時期:2021年8月 パリ協定の目標に沿って、2050年までに投資先企業の温室効果ガス(GHG)排出量のネットゼロを目指す資産運用会社による2020年12月に設立されたグローバルなイニシアティブです。

**N** 野村グループとして署名



## E 自然資本

企業は生物多様性がもたらす恩恵を受けながら、森林や水資源等の自然資本を活用して事業活動を行っています。2021年には、自然資本および生物多様性に関するリスクや機会を適切に評価・開示するための枠組みを構築する国際的組織である自然関連財務情報開示タスクフォース(Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, TNFD)が発足しました。2023年9月にはTNFDが開示枠組みに係る最終提言を発表し、その枠組みに沿った企業による情報開示も進んでいます。こうした自然資本を取り巻く環境の変化に対応するためにも、当社は、自然資本および生物多様性に負の影響を与え得る企業が適切なリスク管理に取り組むこと、企業が自然資本および生物多様性の保全という社会課題の解決においてビジネス機会を追求することが必要と考えます。

	<b>FAIRR(Farm Animal Investment Risk and Return)</b> 署名時期:2019年6月 英コラーキャピタル創業者のジェレミー・コラー氏が2015年に立ち上げた畜産関連の機関投資家イニシアティブ。環境への影響や食品安全性(抗生物質)等、畜産や水産のリスクを啓発しています。
	<b>TNFD Forum</b> 署名時期:2023年7月 / 署名時期:2023年10月 <b>N</b> TNFDの議論をサポートするステークホルダーの集合体であるTNFDフォーラムにより、TNFDの枠組みの動向や自然資本や生物多様性に関するリスクと機会への意識を高めることが可能となります。
	<b>サステナブル・ブルー・エコノミー(持続可能な海洋経済)金融原則 SBEFP</b> 署名時期:2019年7月 2018年に欧州委員会等により策定された持続可能な海洋経済の実現を目指す金融原則。SDG14(海の豊かさを守る)実現の推進を目的とし、海洋に特化した基準を示すことで、金融業界における海洋関連セクターの持続可能性の主流化を推進しています。

**N** 野村グループとして署名



## S 人権

企業の事業活動には従業員や地域住民、サプライチェーン等を含めて多くの人々が関わっています。これらの人々の人権を侵害することのないよう、企業には適切なリスク管理が求められています。当社は、持続的な企業価値向上のためには、人権デューデリジェンスを含む人権リスクの管理に適切に取り組むことが必要と考えます。

	<b>UNGC(国連グローバル・コンパクト)</b> 署名時期:2015年6月 <b>N</b> 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。世界中の団体に対して、「人権」「労働」「環境」「腐敗防止」の活動を促しています。
--	--

**N** 野村グループとして署名



## S 多様性と公平性、包摂性、帰属意識(DEI&B)

ダイバーシティ、エクイティ、インクルージョン&ピロニング(DEI&B)

持続的な企業価値向上を実現するためには、人的資本がジェンダー、国籍、人種、年齢等にとらわれず多様な価値観を持つ人材で構成され、従業員に対して公平に機会を提供し、多様性と包摂性を受け入れる企業風土を形成するだけでなく、持続的な企業価値向上に向けた目的意識を経営陣と従業員が共有し一体感を醸成することが必要、と考えます。

	<b>30% Club Japan(Investor Group)</b> 署名時期:2019年12月 アセットオーナーおよびアセットマネージャーが構成するグループで、投資先企業の取締役会やシニアマネジメントとの建設的な対話を行い、トップ層におけるジェンダーダイバーシティの重要性の共有とその実現を目的としています。
	<b>Women in ETFs</b> 署名時期:2022年4月 Women in ETFsは、世界中のETF業界の人々が集まり、平等、多様性、包括性を積極的に推進するという目標を提唱しています。人材の育成とスポンサーシップ、ETF業界における女性の功績の認識と表彰、そしてETFコミュニティの発展などを使命としています。



## S ウェル・ビーイング

ウェル・ビーイングとは、全ての人々が幸福を求め、健やかな生活を送ることができる状態です。ウェル・ビーイングな社会は、様々な分野でSDGsの達成のような社会課題を解決することで実現されます。具体的には、健康と安全(医薬品アクセス、健康・栄養、薬剤耐性、アニマル・ウェルフェアなど)、地方創生の分野が挙げられます。当社は、これらの社会課題の解決に貢献する製品・サービスの開発・提供は企業にとって重要なビジネス機会であり、持続的な企業価値向上につながると考えます。



### Access to Medicine Index(Access to Medicine Foundation)

署名時期:2019年7月

2003年にオランダの実業家、ウィム・リーアベルド氏が設立。医薬品へのアクセスが不足する低・中所得国のため、製薬会社に経営改善を求めています。署名は同財団が公表するインデックスへの賛同。



### Access to Nutrition Initiative(Access to Medicine Foundation)

署名時期:2021年5月

2013年にオランダの実業家であるイング・カウアー氏が設立。栄養過多と低栄養という2つの世界的な栄養課題に対する食品・飲料業界による対応度合いを独自の分析ツールにより評価し、食品・飲料業界に対して、世界中の大人と子どもの食生活の改善を促しています。



### Impact Investment Initiative for Global Health (Triple I for GH)

署名時期:2023年9月

公的資金や民間資金がグローバルヘルス分野へ向かう流れを促進し、主に途上国におけるユニバーサル・ヘルス・カバレッジ<sup>®</sup>やSDGsの達成に貢献することを目的としています。グローバルヘルス分野におけるインパクト・レポーティングや好事例の共有を行い、国際的な社会課題解決などへの貢献を目指します。  
※全ての人が適切な予防、治療、リハビリ等の保健医療サービスを、支払い可能な費用で受けられる状態。

©Impact Investment Initiative for Global Health



## G コーポレートガバナンス

コーポレートガバナンスとは、企業が公正・透明かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みです。このような観点から経営陣を監督する機能を担うのが取締役会であり、そのため的手段が指名・報酬・監査です。当社は、経営陣が上記のESG課題を含む様々なリスクを適切に管理し、ビジネス機会を追求することによって企業価値を持続的に向上させるため、コーポレートガバナンスの強化が必要と考えます。



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

1995年に設立。効率的なグローバル市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレートガバナンスの構築と投資家の責任投資の醸成を目的としています。



### ACGA(アジア・コーポレートガバナンス協会) 署名時期:2018年11月

1999年に設立。アジアにおけるコーポレートガバナンスの推進を目的に、コーポレートガバナンス関連の調査や企業支援・教育を推進しています。



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

スチュワードシップ活動の高度化・深化に向け、アセットオーナーとアセットマネージャー間の実務的な課題の特定と、効率的な情報伝達の支援を目的とする。日本取引所グループ(JPX)も運営に、またオブザーバーとして金融庁と日本経済団体連合会が参加。

## ESGに関連する その他の主なイニシアティブ



### GRESB 署名時期:2021年3月

不動産セクターの会社・ファンド単位で環境・社会・ガバナンス(ESG)配慮を測ります。投資先の選定や投資先との対話に用いるためのツールとして、欧州の年金基金を中心に2009年に創設されました。GRESB<sup>®</sup> and the related logo are trademarks owned by GRESB BV and are used with permission



### 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)

署名時期:2012年1月

環境省の中央環境審議会の提言に基づき、金融機関が持続可能な社会の形成に必要な責任と役割を果たすための行動指針として、2011年10月に策定されました。



### 国連環境計画・ 金融イニシアティブ UNEP FI

署名時期:2019年1月

国連環境計画と世界各地の金融機関とのパートナーシップ。1992年の設立以来、金融機関や規制当局と協調し、経済的発展とESGへの配慮を統合した金融システムへの転換を進めている。

### ICMA Principles Membership

署名時期:2023年6月

グリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティ・リンク・ボンド原則等の基準を定める国際的なイニシアティブ。市場の透明性確保、情報開示、レポーティングを通じて国際債券市場の健全な発展の促進を目的としている。

**N** 野村グループとして署名

## 当社の取り組み

### スチュワードシップ活動

議決権行使や建設的な対話(エンゲージメント)といった活動を通じて、投資先企業の経営陣がESG課題に係るリスク管理とビジネス機会の追求に加え、国際的なイニシアティブに基づく情報開示を行うよう働きかけます。

### 当社の事業活動

社会的価値創造に配慮した事業活動は、持続可能な豊かな社会を実現するために重要です。ESG課題の解決に資する運用商品・サービスの提供や、投資教育等投資の裾野を拡大する取り組みを通じて、資産形成に貢献します。

### モニタリング

投資ポートフォリオにおけるESG課題の状況を把握するため、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)など、国際的なイニシアティブに基づくモニタリングを行います。具体的には、温室効果ガス排出量などのモニタリングを行います。

### 投資判断

投資先企業のESG課題への取り組みをリスクと機会の両面から独自の基準で評価し、投資判断に反映します。取組みが不十分な場合や、対話による解決が困難と判断するケースではダイベストメントまたはエクスクルージョンすることがあります。

### ビジネス機会

ESG課題に係るビジネス機会として特にウェル・ビーイングな社会の実現に注目します。投資先企業に対して、ウェル・ビーイングな社会の実現を適切に経営戦略に反映し、成果の定量化と目標値の開示を働きかけます。

### イニシアティブ

国際的なイニシアティブに参画し、合意された基準・規範については積極的に取り入れます。また、イニシアティブを通じて他の機関投資家と協働でエンゲージメントを実施するほか、幅広いステークホルダーとも積極的に連携し、ベストプラクティスを共有します。



当社の「サステナビリティ」に関連する活動については、「サステナビリティレポート」をご参照ください  
<https://www.nomura-am.co.jp/special/sustainability/#report>

## ESGを推進するためのガバナンスと情報開示

当社では、取締役会から権限の委任を受けた経営陣が経営会議を構成し、本ステートメントを含む経営の執行に係る重要な意思決定を行うと同時に、投資意思決定および責任投資の最高意思決定機関として投資政策委員会および責任投資委員会

を設置し、ESG課題に積極的に取り組む体制としています。加えて、利益相反管理方針を定めるとともに、責任投資諮問会議およびファンド業務運営諮問会議を設置し、責任投資や商品組成等に関する活動について、その適切性、妥当性等を検証しています。また、当社は、説明責任を適切に果たすため、前述した「当社の取組み」に関する情報開示について積極的に取組みます。

# PRIにおける野村アセットマネジメントの取り組み



当社は責任ある機関投資家として、資産運用ビジネスを通じてお客様の資産形成に貢献することに加え、スチュワードシップ活動を通じて「投資の好循環(インベストメント・チェーン)」を生み出し、投資先企業の社会的価値の創造を後押しすることを重視しています。

責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)とは、2006年に当時のアナン国連事務総長が提唱し、環境・社会・ガバナンス(ESG)を投資分析と意思決定のプロセスに反映することを目的として策定された一連の投資原則です。当社は受託者責任において、PRIが掲げた原則への取り組みを進めることが重要であると考え、2011年3月にPRIへ署名しました。2026年3月末時点でグローバルで5,000を超える機関がPRIに署名しています。そのうち日本の署名機関は約150です。

当社は、PRIの活動を積極的にサポートしています。PRIの日本での底上げを担うJapan Advisory Committeeや、PRIの人権・社会課題関連の協働イニシアティブ(Advance)、自然資本・生物多様性に関する協働イニシアティブ(Spring)のAdvisory Committee委員として、主導的な役割を担っています。

## 責任投資原則(PRI)の年次評価(2025年)の結果

当社は、PRIによる年次評価に毎年参加し、責任投資に関わる活動の高度化に役立てています。PRIによる2025年の年次評価において、当社は8項目で最高評価の「5つ星」を獲得しました。評価対象は、2024年1～12月の活動(全10項目)です。

PRI年次評価は、PRI事務局が、各署名機関が提出するレポートを基に、責任投資の実施状況等を対象項目ごとに5段階で評価します。全体の方針である「ポリシー、ガバナンス、戦略」のほか、自家運用の「上場株式」3項目と「債券」2項目、委託運用の「上場株式」と「債券」の1項目ずつで昨年に引き続き「5つ星」を獲得しました。全体的に中央値が上昇するなか、当社は10項目中9項目で中央値を上回りました。

※PRIアセスメント評価における野村アセットマネジメントの評価対象は計10項目です。外部委託を含む全評価については下記レポートをご覧ください。

**PRIアセスメントレポート2025(英語のみ)**  
[https://www.nomura-am.co.jp/news/Assessment\\_Report\\_2025.pdf](https://www.nomura-am.co.jp/news/Assessment_Report_2025.pdf)

**PRIパブリック・トランスパレンシーレポート(英語のみ)**  
[https://www.nomura-am.co.jp/news/Public\\_Transparency\\_Report\\_2025.pdf](https://www.nomura-am.co.jp/news/Public_Transparency_Report_2025.pdf)

## PRI Japan Advisory Committee 議長に就任、人権ウェビナーを企画

当社は2023年より竹内冬美シニアESGスペシャリストがPRI Japan Advisory Committeeの委員を務めており、25年度の議長に就任しました。コミッティーには、運用会社やアセットオーナー、プライベートエクイティ、不動産分野などから責任投資の専門家十数名が参加しています。議長として、四半期ごとの会議運営を行い、活発な議論を促しています。

コミッティーでは、PRIと協力し、様々なイベントやワークショップを企画しています。26年2月に、当社らが中心となって第二回目の人権ウェビナー「投資家による本気の人権対応 vol.2～新『ビジネスと人権』に関する行動計画(NAP)への期待と企業の人権課題取り組みの実例～」を開催しました。当社からは皆越まどかシニアESGスペシャリストが登場し、企業へのメッセージとして「人権に関するリスクはどんなに対策してもゼロにはできないため予防・早期発見・早期対応が重要で、そのためのPDCAサイクルを回してほしい」と述べました。参加者の8割以上が「満足した」、「ビジネスと人権に関する企業の現状や投資家の期待が理解できる内容だった」と回答しました。26年度も引き続きコミッティー委員を務めることが決定し、これまで以上に日本の責任投資の高度化を目指して取り組んでいきます。

## 2025 PRI年次評価結果

	項目(モジュール)スコア	同中央値	スター・スコア	運用資産残高に占める対象資産割合		
	ポリシー、ガバナンス、戦略	97	66	★★★★★		
自家運用	上場株式	アクティブ・クオンツ	100	76	★★★★★	10%未満
		アクティブ・ファンダメンタル	100	78	★★★★★	10%未満
		パッシブ	100	56	★★★★★	10%以上50%以下
	債券	SSA債 (ソブリン債、国際機関債、政府機関債)	95	70	★★★★★	10%以上50%以下
	社債	97	75	★★★★★	10%未満	
委託運用	ヘッジファンド	ロング・ショート・クレジット	0	58	★☆☆☆☆	10%未満
	上場株式	アクティブ	94	66	★★★★★	10%未満
	債券	アクティブ	100	66	★★★★★	10%未満
	信頼醸成措置	86	80	★★★★★	★	

# PRIにおける野村アセットマネジメントの取り組み

## PRI in Person 2025、ブラジルで開催

当社は、ブラジル・サンパウロで2025年11月に開催された第17回PRI in Person 2025に参加しました。PRI in Personとは年1回開催される世界最大規模のESG会議です。51か国から1,200人超の責任投資の専門家が集まり、日本からも40人超が参加しました。テーマは「グローバルな課題、強靱な戦略、投資可能な機会」。責任投資をめぐる世界的な動向についてのセッションが開かれ、最新トピックや課題について多くの海外投資家と意見交換しました。

本セッションではブラジル環境相やラトビア大統領が登場しました。気候・自然・生物多様性の統合や、システムレベル(気候変動や不平等、自然の損失等)のリスクと機会などの既存テーマに加えて、反ESGや地政学リスクへの対応、AI活用といった新たなテーマについて活発な議論が行われました。期間中にブラジルのサステナブル・タクソノミーが正式に立ち上がったことが注目されたほか、森林破壊の防止・再生、新興国への投資の促進など開催国・地域特有の課題にも焦点が当たりました。PRIは26年に設立20周年を迎えます。節目のタイミングで開催されたPRI in Personということもあり、PRIの役割の変化やこれからの責任投資について、参加者全員が深く考える機会となりました。

## 気候の物理的リスク、協働イニシアティブに関するサイドイベントに登壇

PRI in Person 2025では、ジェイソン・モーティマー 債券サステナブル・インベストメント・ヘッド(写真右)と竹内シニアESGスペシャリスト(写真左)がそれぞれサイドイベントに登壇しました。



ジェイソンは、MSCI Instituteによる「気候の物理的リスクに対する企業のレジリエンス」をテーマとしたラウンドテーブルで、企業が高まる気候の物理的リスクの現実にとどのように対応しているか、投資家にとっての機会や政策立案者にとっての示唆について議論しました。投資家は「データを収集し、それを投資プロセスに統合し、レジリエンスが価格に織り込まれていることを確認するべき」と指摘しました。

竹内は、PRI主催の協働スチュワードシップ活動に関するサイドイベントに登壇しました。当社は

PRIの自然資本や人権関連のイニシアティブのほか、PRI以外でも途上国における薬のアクセスを改善するAccess to Medicine等の国際的なイニシアティブに参加し、複数の投資家と協働でエンゲージメント(対話)を行っています。当社は多くの協働エンゲージメントでリードインベスターを務めており、主要な役割を担うことの意義やモチベーション、成果、課題意識について議論しました。

ここ数年、国際的な協働エンゲージメントの重要性が増しており、最近では日本企業が対象となる傾向も強まっています。グローバル投資家と日本企業の橋渡し役として、日本の運用会社の存在感が高まっていることを説明し、「当社は国際社会におけるイニシアティブで存在感を発揮することは、運用力の強化にもつながると考えているため、取り組みを強化している」と述べました。

## Spring主催のフィールドトリップ ブラジル熱帯サバンナ「セラード」を視察

当社がAdvisory Committeeメンバーを務め、日系自動車メーカー2社のエンゲージメントでリードインベスターを担うPRI Spring主催の投資家フィールドトリップに参加しました(写真下)。世界各国からの投資家らと、ブラジル中西部に広がる熱帯サバンナ地帯である「セラード」における森林保全や先住民の権利向上に向けた取り組みを視察しました。セラードはかつて不毛の大地と呼ばれてきましたが、土地改良によって世界有数の大豆・牛肉生産地となりました。経済的価値が生まれた一方で、当初の植生の50%以上がすでに失われており、森林破壊が大きな脅威となっています。穀物需要増と森林破壊の防止との間でどのようにバランスを取るかは責任投資において大きなテーマの一つです。

1日目は、セラードの原生植物を再生するプロジェクトの一つである在来種子の収集、植え付け作業を見学・体験しました。2日目は、アフリカ系の元奴隷が築いたカルンガ領土でコミュニティリーダーと対話し、先住民ガイドの案内で自然豊かな領土内を訪問しました。生物多様性と人権は密接に関わるテーマであり、投資家として、地域住民の生活や環境に配慮しながら企業活動を行うことを後押しする必要性を一層実感しました。今回の学びを日々のエンゲージメントなどに活かしていきます。



# Basic Policy For Responsible Investment

## 運用における 責任投資の基本方針

2025年11月1日付で「運用における責任投資の基本方針」の改定を行いました。

具体的には、重要課題に事業ポートフォリオの検証および技術革新の促進を求めることを明記したほか、気候変動や自然資本においてより強調すべきテーマを加えました。また、人的資本に関しては、経営戦略と連動した人財戦略の策定を求めることを明記しました。

なお、利益相反管理方針の変更を受けて、2026年4月9日付で一部文言を変更しました。

「運用における責任投資の基本方針」は、当社の責任投資の考え方や具体的な取組みを定めたものです。ここでは、投資先企業における「望ましい経営」を明示したうえで、これを実現するためにエンゲージメントおよび議決権行使を行うことを定めています。

### 運用における責任投資の基本方針 具体的な取組み

1 投資先企業の理解

2 投資先企業への働きかけ

3 投資判断への反映

4 利益相反の管理

5 協働、対外活動

6 情報開示と説明責任

7 組織と取組み

### 2 投資先企業への働きかけ

- 投資先企業が企業価値の向上と持続的成長を実現するために望ましい経営のあり方<sup>\*</sup>を定め、これを実現するよう、投資先企業への働きかけを行うこと。
- エンゲージメントの基本方針およびグローバルな議決権行使の基本方針を定め、公正かつ一貫した姿勢をもって投資先企業への働きかけを行うこと。
- エンゲージメントの状況を議決権行使に反映すること。

※「望ましい経営のあり方」 P.22-24 ▶

📄 運用における責任投資の基本方針

<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/pdf/basicpolicy.pdf?20241101>

投資先企業の  
望ましい経営のあり方

## 01

### 環境・社会課題への 適切な取組み

当社は、グローバルな環境・社会課題に対してリスクの管理及びビジネス機会の追求の観点から適切に取り組むことは、企業価値の向上と持続的成長につながるとともに、企業が社会の一員として存在を認められるための必須条件であると考えます。そのために、当社が特に重要と考える課題と投資先企業に必要な取組みの具体例は以下の通りです。

1

基本的な方針

ESG課題を巡る取組みについての基本的な方針の策定、同取組みを推進・監督するための体制整備。

2

重要課題  
(マテリアリティ)

経営陣による重要課題の特定、重要課題に対応するための事業ポートフォリオの検証及び技術革新の促進、重要課題とされたリスク(例えば3~8のほか、製造責任等)への対応や開示、重要課題とされたビジネス機会に関する開示。

3

気候変動

気候変動への適応策の検討・実施、気候変動問題に対するガバナンス・戦略・リスク管理・指標及び目標に関する開示、中長期的な温室効果ガス(GHG)排出量のネットゼロ目標の設定及びSBT(Science Based Targets)の認定取得又はコミット、気候変動の機会としての削減貢献量・吸収量の計測、インターナルカーボンプライシングの導入。

4

自然資本

ネイチャー・ポジティブの実現に向けた生物多様性・循環経済に関連するリスク・機会に対応するための方針や目標の設定及び自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)に沿った情報開示の実施。

5

人 権

国際的な規範に則った投資先企業の人権に関する方針の策定、サプライチェーンを含む人権デューデリジェンスや監査の実施、是正措置及び救済メカニズム、デューデリジェンス結果の開示。

6

多様な価値観を持つ  
人的資本

経営戦略と連動した人的資本に関する戦略の策定、役員や管理職における女性比率に関する中長期目標の設定、多様性・公平性・包摂性・帰属意識を高める人事制度(ライフイベントを理由とする離職の防止策、公平な機会の提供、従業員エンゲージメント調査の実施及び結果と改善策の開示等)の策定、多様性と包摂性を受け入れる企業風土の形成。

7

ウェル・ビーイングな社会

医薬品アクセス、健康・栄養、薬剤耐性、アニマル・ウェルフェア及び地方創生等の社会課題の解決への貢献をビジネス機会とする戦略(デジタルを活用したイノベーションを含む)の策定・開示、社会課題の解決に向けたインパクト(影響度)の測定・開示。

8

デジタル社会のリスク管理

サイバーセキュリティ管理体制の構築(具体的には、サイバーセキュリティ担当役員の設置、専任従業員の育成・配置、事案発生時の対応プロセスの構築等)、人工知能(AI)の倫理的かつ安全なライフサイクルにわたる設計・開発・導入・利用。

9

上記に関連するイニシアティブへの加盟等、ステークホルダーとの連携

投資先企業の  
望ましい経営のあり方

## 02

# 資本の 効率的な活用による 価値創造

当社は、企業価値の向上と持続的成長のためには、企業が適切なリスク管理の下で資本を有効に活用し、成長性と効率性の高い事業ポートフォリオを構築することによって、中長期的に資本コストを上回る価値を創造することが必要であると考えます。そのために、当社が特に重要と考える取組みは以下の通りです。

- 1 資本コストを上回る価値を創造するための成長戦略と投資計画を策定するとともに、適切な進捗管理を行うこと。資本コストは、株価の水準・変動や対話を通じて得られた投資家の意見を十分に考慮して把握すること。
- 2 成長戦略に沿って事業ポートフォリオを検証し、必要に応じて事業の入れ替えを行うこと。
- 3 資本コストを上回る価値創造に資さない資産を売却すること。特に政策保有株式については縮減を進めること。
- 4 経営資源の最適な配分等を可能とするグループガバナンスが機能していること。グループ内に上場子会社を有する場合には、上場を維持する合理性を定期的に検証していること、一般株主との利益相反を適切に管理していること、当該上場子会社におけるコーポレートガバナンス強化の取組みを後押ししていること。
- 5 事業等に係るリスクを適切に管理すること。
- 6 上記**1**～**5**を反映した資本構成及び株主還元を実行すること。
- 7 上記**1**～**6**について適切な情報開示を行うこと。



投資先企業の  
望ましい経営のあり方

## 03

# コーポレート ガバナンス機能の 十分な発揮

当社は、資本の効率的な活用と環境・社会課題への適切な取組みによる価値創造の前提として、コーポレートガバナンスが十分機能していることが必要であると考えます。これを実現するため、当社が考える望ましいコーポレートガバナンスの形態は以下の通りです。

- 1 取締役会が、株主に代わって経営の執行及び経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督するために必要な経営、財務及びESGを含む能力と経験を有し、適切で多様な人材と規模で構成され、十分に機能していること。
- 2 監査委員会、監査等委員会又は監査役会が、株主に代わって取締役の業務を監査することのできる適切な人材で構成され、十分に機能していること。
- 3 指名及び報酬に関する委員会が設置され、それぞれの委員会が適切かつ独立性の高い人材で構成され、かつ、**4**及び**5**において必要な役割と責務を十分に果たしていること。
- 4 経営陣の交代の要否を定期的に判断する基準やプロセスが確立していることに加え、交代に備えた後継者計画が策定されていること。
- 5 経営陣の報酬が、資本の効率的な活用と環境・社会課題への適切な取組みによる価値創造に向けた経営陣のインセンティブ及びコミットメントとして適正であること。
- 6 利益相反取引や会社の支配権を巡る争いにおいて、取締役会が少数株主の最善の利益の観点から適切に判断すること。なお、買収防衛策は、株式を自由に売買する権利を制約するものであるから、当該取引や争いが企業価値・株主共同の利益を著しく害する恐れがある場合を除き、必要のないものとする。
- 7 取締役会が環境・社会課題や事業等に関するリスクを把握し、経営陣による取組みを監視するとともに、コンプライアンス、内部監査等、十分な内部統制を可能とするガバナンス・システムが確立されていること。
- 8 法令、市場規則等を順守し、コーポレートガバナンス・コード等に適切に対応していること。

投資先企業の  
望ましい経営のあり方

## 04

# 適切な情報開示と 投資家との対話

当社は、上記**01**～**03**で述べた事項について企業が説明責任を果たすことが必要であると考えます。そのために、当社が特に重要と考える取組みは以下の通りです。

- 1 各国の規制当局や国際的なイニシアティブの動向を踏まえた適切な基準等に則り、適時・適切に情報を開示すること。特に定量的な情報については可能な限り第三者による監査・保証を得ること。
- 2 投資家の意見を適切に経営に反映させるために、企業が積極的に投資家との対話を行うこと。
- 3 企業価値を大きく損なう行為が認められた場合は、原因の究明及び責任の所在の明確化並びに効果的な再発防止策の策定及び徹底について、十分な開示と説明を行うこと。

## Well-being

## ウェル・ビーイング

## ウェル・ビーイングの重要性

ウェル・ビーイング(Well-being)を意識した経営の重要性が近年高まっています。ウェル・ビーイングとは、「Well (良い)」「Being (状態)」から成る造語で、全ての人々が幸福を求め、健やかな生活を送ることができる状態を意味します。

1946年のWHO憲章前文に使われたことをきっかけに浸透しはじめ、2015年に国連総会で採択された持続可能な開発目標(SDGs)の宣言文にも、ウェル・ビーイングを目指す方向性が盛り込まれました。

SDGsのゴールである2030年が間近に迫るなか、次の目標であるポストSDGsの議論が本格化しています。不透明な社会情勢を背景に、GDPでは捉え切れない幸福度や満足度が改めて見直されるようになりました。2024年9月に開催された国連「未来サミット」では、未来のための協定「Pact for the future」が採択されました。そのなかで、GDPを超えて人類と地球のウェル・ビーイングと持続可能性を捉えるための具体的な次のステップについて合意しました。2027年の国連サミットではポストSDGsの公式議論が始まる予定です。

## 国際的な潮流

国際機関や各国において、ウェル・ビーイングへの対応が進んでいます。フランスやイタリアでは、予算編成プロセスや経済財政政策の立案サイクルにウェル・ビーイングを盛り込むことが法定化されています。ニュージーランドでは、国民

のウェル・ビーイングを向上させることを目的として2019年に「Wellbeing Budget」を導入。メンタルヘルスや学校や病院の建設のための資金が増額されました。オーストラリアや欧州連合(EU)では、ウェル・ビーイングデータ収集と政策分析、データ整備が進んでいます。

2024年9月に発足したTISFD(Taskforce on Inequality and Social-related Financial Disclosures、不平等・社会関連財務情報開示タスクフォース)では、社会課題に関する企業の財務リスクや影響を特定・評価するための枠組みの策定が始まりました。TISFDは2025年10月、「Conceptual Foundations(概念的基盤)」のディスカッションペーパーを発表しました。そこでは、対象となる社会課題が人々と不平等に関する問題と定義されており、人的・社会関係資本の基盤として人権の尊重およびウェル・ビーイングの向上が重要視されています。ウェル・ビーイングを理解し、測定することで、政府や企業は人々の状態を包括的に把握できるほか、改善を目的とした取り組みが効果を上げたかどうかを判断することができるとしています。人権の尊重とウェル・ビーイングの向上は、個々の企業だけではなく経済や社会全体にとってのリスクと機会の管理につながります。

## 日本の動向

日本でも1980年代以降、ウェル・ビーイングの研究が実施されており、ここ数年は関係省庁の連携も進んできました。内閣府は2019年から、「満足度・生活の質に関する調査」を毎年実施しています。これは、日本の経済社会の構造

を人々の満足度(ウェル・ビーイング)の観点から多面的に把握し、政策運営に活かしていくことを目的としています。また、政府の各種基本計画について、ウェル・ビーイングに関するKPIを設定すると決定したことを踏まえて、関係府省庁連絡会議も設置されました。働き方改革やメンタルヘルス対策、子育て支援への資源投入も進んでいます。

日本企業も、ウェル・ビーイング達成に向けた目標を掲げて取り組みを進めるところが増えてきました。ただ、ウェル・ビーイングと密接に関連する日本の「幸福度」は、諸外国と比較すると低い水準にとどまっています。国連が毎年発表する「世界幸福度報告書」の2026年版によると、日本は61位と前年から順位を下げました。世界での出遅れ感があるなか、日本企業によるウェル・ビーイングを意識した経営へのかじ取りの重要性がますます高まっています。

## 野村アセットが考えるウェル・ビーイング

当社は、ESGに係るビジネス機会の一つとして、「ウェル・ビーイングな社会を実現するための価値創造」に注目しています。ウェル・ビーイングな社会を実現することはSDGsの達成につながり、ウェル・ビーイングな社会は様々な分野で社会課題を解決することで実現されます。ESGステートメントでもその重要性を明記しています。[P.17](#)

当社が考える「望ましい経営のあり方」の「環境・社会課題への適切な取り組み [P.22](#)」のなかでも、ウェル・ビーイングな社会実現のための具体例として、「医薬品アクセス、健康・栄養、薬剤耐性、アニマル・ウェルフェア及び地方創生等の

社会課題の解決への貢献をビジネス機会とする戦略(デジタルを活用したイノベーションを含む)の策定・開示」「社会課題の解決に向けたインパクト(影響度)の測定・開示」を挙げています。当社は、これらの社会課題の解決に貢献する製品・サービスの開発・提供は企業にとって重要なビジネス機会であり、持続的な企業価値向上につながると考えています。

日本企業の多くは、従業員エンゲージメントの向上や従業員の健康を意識した健康経営など、社内向けのウェル・ビーイング向上に力を入れるようになってきました。「従業員ウェル・ビーイング」が高い企業は、従業員の生産性や意欲が高まり、離職率は低くなる傾向があり、企業価値に正の影響をもたらすと言われています。従業員ウェル・ビーイングが高い企業は、株式市場でのパフォーマンスが良いという研究結果もあります。

当社は、自社の従業員向けの施策にとどまらず、消費者や地域社会のウェル・ビーイングに貢献する企業に注目しています。そのような企業によるウェル・ビーイングな社会を実現するための施策が、事業成長と企業価値向上に直結する

## 当社が取組むウェル・ビーイングに関連したエンゲージメント・テーマ



と考えるからです。グローバルな視点では、社会に向けたウェル・ビーイングの取り組みがますます注目されています。

2025年の重点テーマ [P.76](#) の一つに「ウェル・ビーイングな社会」を掲げており、当社は、ウェル・ビーイングな社会に貢献するビジネス機会を念頭に置いて、企業とのエンゲージメント活動を行っています。

当社は個別企業とのエンゲージメントに加えて、協働イニシアティブにも積極的に参加しています。近年は、ウェル・ビーイングに関連した協働エンゲージメントで主導的な役割を担っており、当社の存在感が高まっています。具体的には、低中所得国の医薬品アクセスを改善することを目的としたAccess to Medicineや栄養課題解決を目指すAccess to Nutrition、アニマル・ウェルフェアやAMR(薬剤耐性)を評価項目に入れるFAIRR等のイニシアティブと連携しています。

海外投資家と日本企業の橋渡しの役割を担うことで、投資先企業の課題解決と企業価値向上に加え、グローバルで見た評価の向上に貢献しています。

ウェル・ビーイングに関連した国内エンゲージメントの事例

**対象企業**  
製薬企業 A



**期間**  
3年0か月  
直近面談日  
2025年2月

**重点テーマ**  
医薬品アクセスの改善

**マイルストーン進捗**

1 ..... 2 ..... 3 ..... 4 ..... 5 (完了)

**エンゲージメントの概要**

**エンゲージメント・ゴール**  
ATMについて将来に向けた目標等の設定と開示

**当社の問題意識**  
Access to Medicineについて将来に向けたコミットメントがなく、CEOインセンティブにも盛り込まれていない。

**エンゲージメントの経過**  
同社は患者や社会、事業について持続的なインパクトの創出について開示をしてきた一方で、医薬品アクセスの進捗全体を測るKPIが十分でないとの問題意識から、3年弱にわたり対話を続けてきました。複数回のミーティングを通じて、当社からはATM関連のKPI、目標設定を働きかけてきました。新製品のアクセス向上や低所得国でのアクセスプログラムの強化などのKPIを設定し、統合報告書にも開示していることが確認できました。また、企業価値との関連についての説明も向上しました。

**足元の状況**  
2025年2月の対話で、一定の進捗が確認できたことから、マイルストーン目標を達成できたと判断し、本件エンゲージメントを終了することとしました。引き続き通常のエンゲージメントで医薬品アクセスのさらなる改善を求めています。

**対象企業**  
食品企業 B



**期間**  
3年2か月  
直近面談日  
2025年2月

**重点テーマ**  
アニマル・ウェルフェア

**マイルストーン進捗**

1 ..... 2 (完了) ..... 3 ..... 4 ..... 5

**エンゲージメントの概要**

**エンゲージメント・ゴール**  
アニマル・ウェルフェアの推進

**当社の問題意識**  
食品大手企業として、アニマル・ウェルフェアに配慮した事業活動の推進が持続可能な成長に不可欠である。

**エンゲージメントの経過**  
同社を含む日本の食品企業は、FAIRRなどグローバルインデックスでの評価が低い状態が続いており、アニマル・ウェルフェアの推進を働きかける必要があります。同社に対しては、特に豚の妊娠ストールの廃止や、グローバルインデックス評価向上に向けた目標設定や方針の明確化を求めています。直近の対話では、関係団体と協議をしながら、優先順位をつけて順次実行していく方針が確認できました。

**足元の状況**  
妊娠ストールの廃止は段階的に進めているほか、国内基準に準拠した対応を主に実施していることが確認できています。今後はグローバルな視点でさらに進んだ対応を求めてエンゲージメントを続けていきます。

ウェル・ビーイングに関連した国際イニシアティブ

**Access to Medicine**  
(医薬品アクセスの向上)

当社は、低所得国での医薬品アクセスの改善を目的に活動する Access to Medicine (ATM) に2019年に署名しました。ATM 財団は、世界の主要製薬企業20社を順位付けし、各社ごとに医薬品アクセスに関する優れた点と課題を明確化しています。

当社は、東京とUK 拠点でATMの活動に積極的に関わっており、2023年からは東京拠点において第一三共株式会社のリードインベスターを務めています。2025年も、同社やATM財団と複数回ミーティングを実施しました。同社は、革新的な製品のアクセス拡大への取組みが財団から評価されており、説明力も向上しています。財団が求める包括的なアクセス戦略の改善に向けて重点的に対話しています。また、投資家ミーティングに参加して進捗を共有しているほか、他社事例を学ぶことでエンゲージメントに活かしています。

同年5月には、インデックスのメソドロジー改定に向けた財団のコンサルテーションに参加しました。財団が求めるグローバルな基準と日本企業の商慣行のギャップ等について議論をするなど、財団の理解を深めることにも貢献しています。

当社英国拠点のATMに関連した活動内容については [P.81](#) をご覧ください。

**Access to Nutrition**  
(栄養課題の解決)

当社は2021年から、世界の栄養課題の解決を目指す Access to Nutrition (ATN) に参画し、日系大手食品企業とのエンゲージメントを主導してきました。ATNはGlobal Indexを作成し、世界の主要食品・飲料企業30社を、商品プロフィールや責任あるマーケティングといった評価項目で順位付けています。各社ごとに栄養課題対応に関する優れた点と課題を明確化することで、手頃な価格で栄養価の高い食品へのアクセスを促進していくことを目指しています。

当社は2024年末に日清食品ホールディングス株式会社のリードインベスターに就任しました。同社は、独自の栄養プロファイリングシステム「NISSIN-NPS」を用いて、商品の栄養価をスコア化することで、栄養改善に役立っています。当社からは、その取組みを評価する一方、栄養課題に関するガバナンス体制の一層の透明性強化を求めています。

また、当社はこれまでも明治ホールディングス株式会社のATNエンゲージメントに参加していましたが、26年からはリードインベスターを務めることとなりました。同社は、独自の栄養プロファイリングシステム「Meiji NPS」を導入し、栄養改善に注力しています。今後はより透明性の高い開示を働きかけていきます。

**AMR(薬剤耐性)と**  
**アニマル・ウェルフェア(動物福祉)**

抗生物質が効かなくなる薬剤耐性 (AMR) のリスクがグローバルで高まっています。背景にあるのは、医療や畜産、農業における抗菌薬の過剰な使用や誤用、残留抗菌薬の環境への拡散です。当社は2024年、ATMやFAIRR等が支援するIAAMR (Investor Action on Antimicrobial Resistance) が呼びかけた薬剤耐性への懸念を表明するステートメントに署名しました。IAAMRは、薬剤耐性問題に対処しない場合、世界的な経済コストが増えることによって世界のGDPが押し下げられる可能性がある旨と指摘しています。

企業のESG評価軸の一つとして、家畜への負担を考慮した飼育「アニマル・ウェルフェア」が重要視される傾向もここ数年強まっています。当社は、自然資本・畜産関連のイニシアティブであるFAIRRに加盟していますが、FAIRRは企業のAMRやアニマル・ウェルフェアに対する取組みも評価対象としています。AMRとアニマル・ウェルフェアはともに食料生産における価値向上を担うという点で密接に関連しています。FAIRRの協働エンゲージメントに関連する当社の取組みは [P.48](#) をご覧ください。当社は世界的な動向を注視しながら、同分野のエンゲージメントを積極的に進めていきます。

**charity:water**  
(安全な飲料水の普及)

charity:waterとは、アフリカ、アジア、中南米の人々に清潔な飲料水と衛生設備を提供することを目的として、2006年に設立された非営利団体です。同団体によると、世界で10人に1人が清潔で安全な飲料水にアクセスできない状況にあるとされています。当社は2022年12月に、同団体へ寄付を開始しました。

charity:waterは、各国のローカル団体と提携し、水を利用できないコミュニティに清潔で安全な水を提供するプロジェクトを実施しています。2022年から2023年にかけて、当社の寄付金はニジェールにおける、持続可能な飲料水やトイレ、学校の更衣施設などの建設、エチオピアにおける水道管システムの構築、パングラデシュとマリの学校における給水、トイレ、手洗い設備の建設等に充てられました。累計で恩恵を受けた人の数は4,000人近くに上ります。

2024年に支援したケニア、カンボジア、ウガンダのプロジェクトは2026年秋に完成見通しとなっており、追加の950人が給水を受ける見通しです。当社は今後も安全な飲料水のアクセスという課題解決に向けて取組みを進めていきます。



# Utilizing Human Capital

## 人的資本の活用に向けて

### 人的資本経営の重要性と当社の取組み

近年、企業価値における非財務資本の重要性が飛躍的に高まっており、企業の競争力の源泉も従来型の機械設備等から無形資産に移っています。AI・ロボットによる第4次産業革命の進展により、商品サイクルの短期化や多様なサービスの提供が進む中、従来の延長線上にはないイノベーションや革新的なビジネスモデルの重要性は一段と増しています。

また、労働市場も大きく変化しています。人手不足が深刻化する中、2026年の春闘では賃上げ率が3年連続で5%を超える見込みです。他方、個人のライフスタイル・価値観の多様化や働き方改革などを背景に、かつての単一的・同質的な働き方から多様で柔軟な働き方へ移行することが人材確保や生産性に関わる重要なテーマになっています。このような状況で企業が持続的に成長するには、グローバルな成長をけん引できる経営人材やイノベーション創出をリードする人材の育成・確保に加え、ビジネスモデルの変化に対応した従業員の再配置・再教育や柔軟な人事制度など、経営戦略に即した人材戦略の見直しが必要です。企業価値の源泉が人材によって生み出される無形資産に移っていく中、人材を人的資源(=原価管理の対象)ではなく人的資本(=投資対象)と捉えて人材へ投資する人的資本経営は、長期的には事業のサステナビリティを担保し、短期的には事業戦略の実現に結び付き、企業価値向上につながると考えられます<sup>図1</sup>。

### 人的資源、人的資本の違い <sup>図1</sup>



出所:各種資料を参考に野村アセットマネジメント作成

こうした人的資本情報への関心の高まりを受け、国際会計基準の策定を担うIFRS財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)は2024年4月、「気候変動」に続く次のサステナビリティ情報の開示基準のテーマの1つに「人的資本」を選定しました。ISSBは2025年12月には人的資本に関する開示制度の整備に向けた調査研究を公表しており、基準策定が進むと見込まれます。

また、国際標準化機構(ISO)は2025年8月に人的資本開示のガイドラインISO30414を7年ぶりに改定しました。ここでは関連指標を拡充するとともに14指標を対

外開示を必須としており、比較可能性と実効性をより重視した人的資本開示が求められる形となっています。

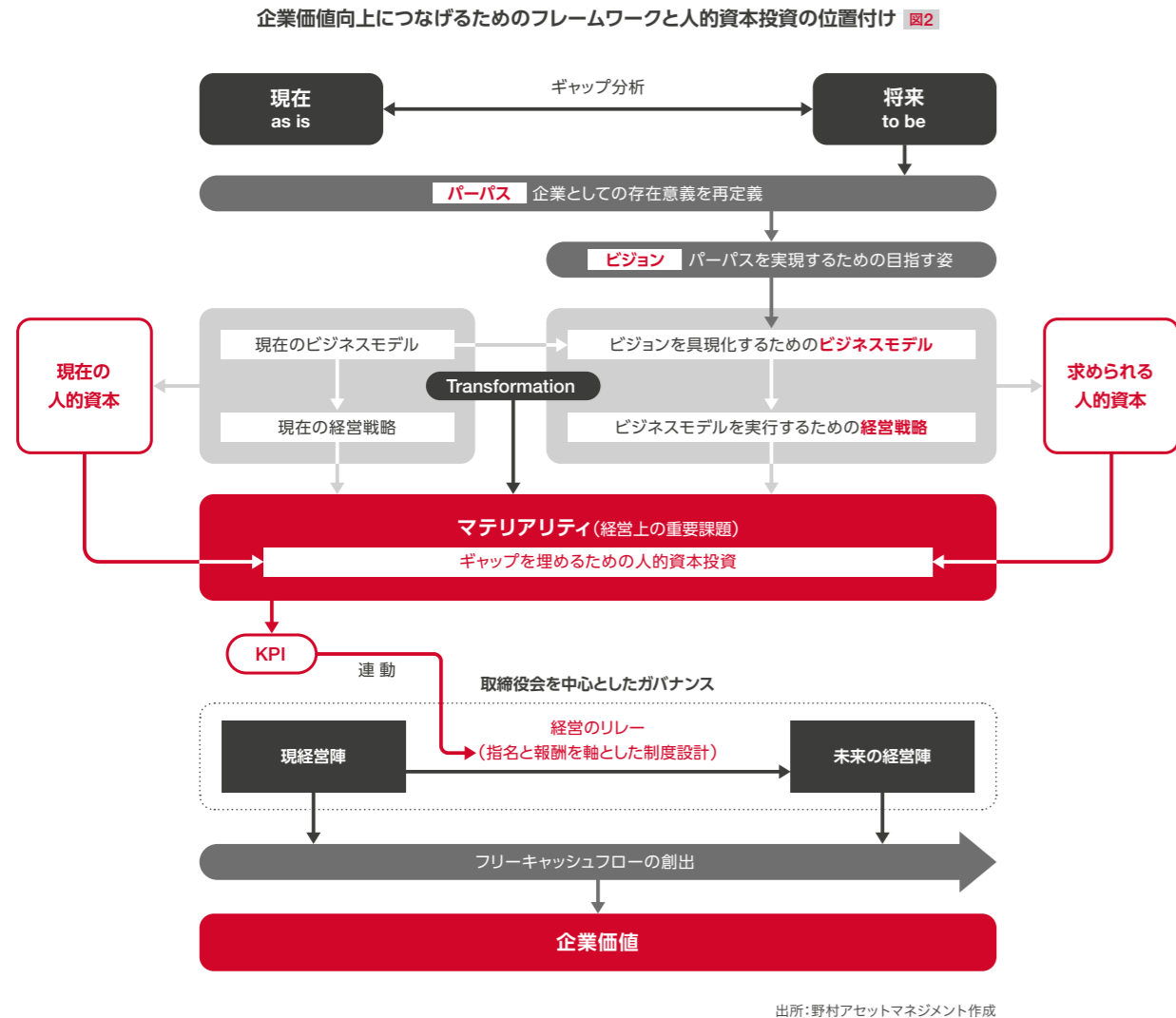
日本では2023年3月期の有価証券報告書から人的資本情報の開示が義務化されて以降、実績のみならず目標値の開示も増えています。さらに、金融庁が2025年11月に公表した「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正(案)では、人材戦略に関連付けた具体的な方針や、従業員給与の決定に関する方針など、人的資本開示のさらなる拡充が盛り込まれています。今後、開示基準の整備とともに人的資本情報の開示が進み、開示の信頼性や有用性、比較可能性が高まれば、人的資本情報を一段と投資判断に反映しやすくなると考えています。

野村アセットマネジメントでは、運用における責任投資の基本方針の「望ましい経営のあり方」のなかで特に重要と考える課題の一つに「多様な価値観を持つ人的資本」を取り上げ、投資先企業とのエンゲージメントの重点領域と位置付けています。企業が自社の人的資本の価値を伸ばし、従業員のスキルアップや適材適所の人材配置を行うことは、収益拡大や生産性向上につながります。また、多様性・公平性・包摂性・帰属意識を高める人事制度の整備や企業風土を形成することも、従業員のエンゲージメント向上やイノベーションの促進、多様な視点からのリスク管理を通じてレジリエンスを高めます。この観点から、人的資本経営に積極的に取り組む企業は企業価値を向上させ得ると考えられ、当社も投資先企業とのエンゲージメント活動に取り組んでいます。

### 野村アセットマネジメントが考える人的資本経営のあり方とは

日本企業の人的資本経営が企業価値向上につながるようにするためには、まず人的資本を活かすための前提となる仕組みや考え方を整理する必要があります。当社の考え方は以下の通りです。「企業価値」は、ファイナンス理論の観点では「将来キャッシュフローの現在価値」と定義されます。その将来キャッシュフローは、現経営陣だけでなく将来の経営陣も含めた「経営のリレー」によって生み出されます。経営のリレーを可能にするのが、未来志向の「指名」と「報酬」を軸とした制度設計であり、「取締役会を中心としたガバナンス」に必要不可欠な要素です。さらに、制度設計にきちんと「マテリアリティ(経営上の重要課題)」に基づくKPIを連動させることで、「執行」と「監督」という経営上の車の両輪が機能します。各社のマテリアリティは、その企業の経営戦略とその基となるビジネスモデルによって決まります。しかしながら、現在、企業を取り巻く環境変化が大きく不確実性も高まっており、将来のキャッシュフローを生み出すための経営戦略やビジネスモデルは、事業環境等を踏まえた変化を迫られています。したがって「現在の経営戦略およびビジネスモデル」を、「将来のキャッシュフローを生み出すための経営戦略・ビジネスモデル」へと刷新する必要があります。そのために必要となるのが、「Transformation(変革)」です。「経営戦略」も「ビジネスモデル」も、それを実

行できる人材がいて初めて機能します。どんなに立派な経営戦略も、実行に移せなければ「絵に描いた餅」にすぎません。企業は、「将来のキャッシュフローを生み出すための経営戦略およびビジネスモデル」を実行に移せる人的資本を十分社内に備えているかを検証し、不足があれば補充する必要があります。人的資本経営は、まさにこのTransformationが鍵を握ります。現在のビジネスモデルや経営戦略が将来のあるべきビジネスモデルや経営戦略と異なるのと同じように、それらを支える人的資本も異なります。このギャップを認識してはじめて、必要な人的資本投資やその経営が成立します。つまり<sup>図2</sup>で示されるフレームワークを構築することなしには、企業の人的資本経営は成り立たないということです。最終的には、「As-Is/To-Be」分析による現在と将来のギャップ分析を通して、企業としての存在意義であるパーパスや、パーパスを実現するための目指す姿(ビジョン)を再定義する必要があります。企業価値を創出するためのこれら一連のフレームワークがなければ、ESGへの取組みや人的資本経営は十分に機能しません。当社は常にこのような視点を持って企業とのエンゲージメントに臨んでおり、フレームワーク上にある各項目との連動性を確認することで企業の実態把握に努めています。



人的資本に関する対話に向けて

当社は対話を通じて投資先企業の価値向上と日本市場の底上げを図るため、人的資本に関するエンゲージメントに注力しています。非財務情報開示では、ISSBのサステナビリティ関連財務情報開示(S1)、気候関連開示(S2)や、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)の日本版サステナビリティ開示基準が「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の枠組みでの開示を求めており、人的資本情報も同様の枠組みが標準となると見込まれるため、企業にはこれらを意識した社内体制の整備が求められます。

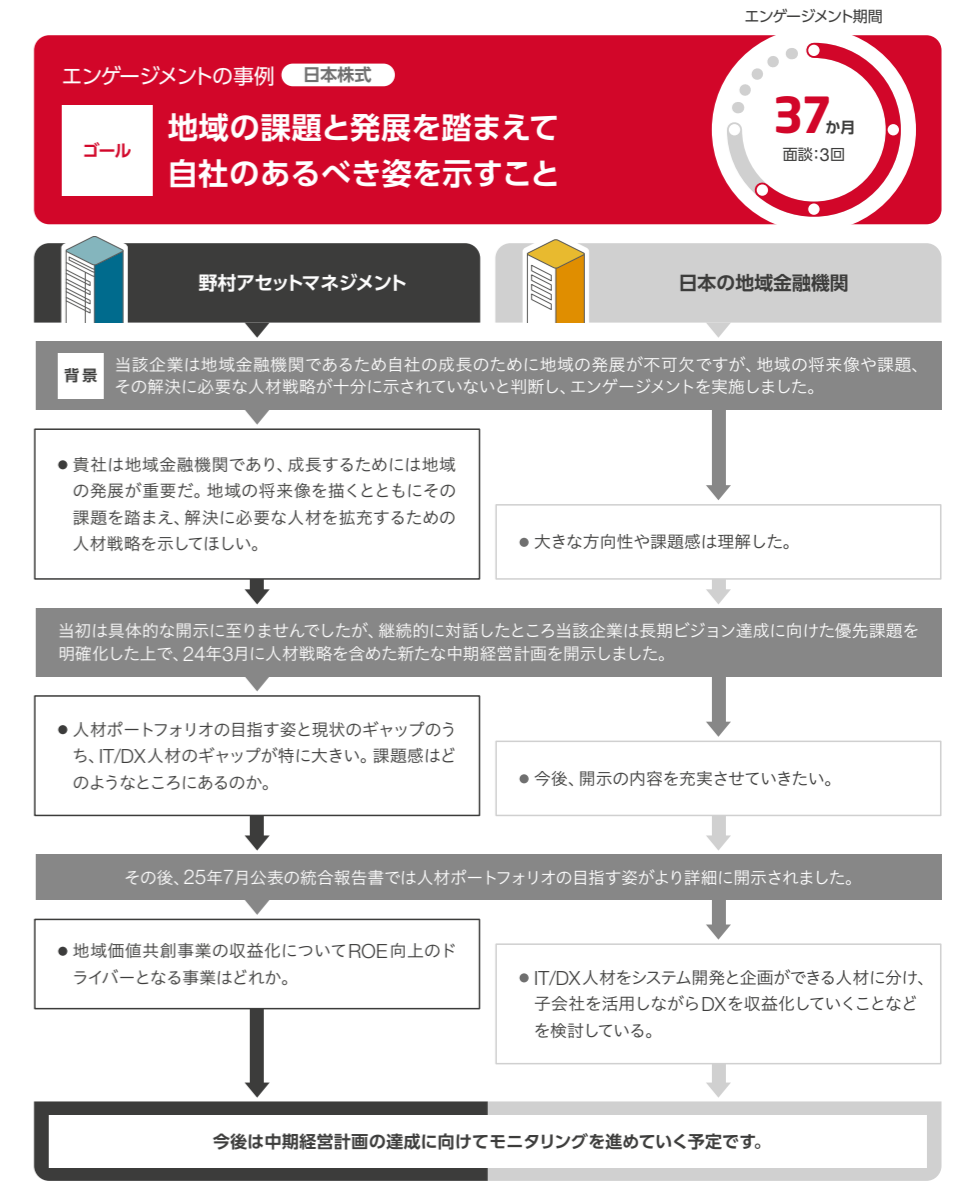
この四要素に基づき当社が期待する投資先の対応と情報開示は、図3の通りです。例えば「ガバナンス」では、取締役会による人的資本戦略の監督がどのように行われているか、人的資本に関する経営者の役割の明確化や役員報酬への連動などに関する説明を通じ、取締役会による人的資本に関するコミットメント強化を期待します。全てを一度に満たすのは困難なため、当社は「フィードバックループ」を通じて段階的に改善を促します。具体的には、人的資本に関する対話を開始 ▶ 投資先企業が自社の人的資本戦略を整理して開示 ▶ 当社が対話でフィードバック実施 ▶ 企業が戦略見直しや人的資本投資を実行 ▶ 当社が企業価値評価に反映しフィードバック実施という流れを繰り返し、投資先企業の人的資本経営の高度化と企業価値の向上を目指します。図4

人的資本に関するエンゲージメント・フレームワーク 図3

	投資家の期待	企業に求められる対応と情報開示
ガバナンスと経営	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役によるコミットメント強化(人的資本に関する検討や評価、モニタリング)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会による人的資本の監督や関与状況の開示</li> <li>人的資本に関する経営者の役割の明確化と役員報酬への連動</li> <li>取締役会による人的資本に関する検討が、戦略的意思決定に与える影響の説明</li> </ul>
ビジネスモデルと戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>人的資本とビジネスモデルの関係性の明確化</li> <li>戦略的資本としての人材と、必要な人的資本投資の実行</li> <li>人的資本の価値最大化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の人的資本の範囲の特定や明確化</li> <li>戦略的人的資本投資の手法と実行に関する説明</li> <li>人的資本による価値創造プロセスの説明</li> <li>ビジネスモデルや企業戦略における人的資本の説明</li> <li>人的資本に関するリスクと機会が企業経営に与える影響の説明</li> </ul>
リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>人的資本に起因するリスクと機会の明確化と企業の対応</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人的資本に関するリスクと機会の特定や評価、管理するためのプロセスの説明</li> <li>最も影響が大きい人的資本に関するリスクと機会の説明</li> </ul>
指標と目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業価値に影響を与える人的資本情報と目標値の管理</li> </ul>	<p>以下のような指標と目標の管理および開示</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>望ましい企業文化定着のための指標と目標</li> <li>従業員エンゲージメント指標と目標</li> <li>インセンティブ設計や研修・能力開発、昇進に関する指標と目標</li> <li>その他ダイバーシティなど企業価値向上に必要な指標と目標</li> </ul>

出所:野村アセットマネジメント作成

人的資本に関する対話のフィードバックループ 図4



# Initiatives on Human Rights

## 人権問題への取組み

世界各国で人権に関する法規制が強化される中、人権問題は投資活動にとって不可欠な要素になっています。EUは2024年7月に大企業へ環境・人権デューデリジェンスを義務付けるCSDDDを発効させ、人権リスクの高い企業はサプライチェーンから除外される可能性も出てきました。またAIの普及に伴い、プライバシー侵害や雇用における差別など新たな人権課題が顕在化しており、米国ではAIガバナンスに関する情報開示を求める株主提案が増加しています。国内でも2025年6月施行の「AI関連技術の研究開発・活用・推進法案」によりAIによる重大な人権侵害が確認された事業者の公表が可能となるなど、企業は新たな人権分野への対応を迫られています。

日本では2025年12月、5年ぶりに「ビジネスと人権」に関する行動計画(NAP)が改定され、改めて企業に対する人権デューデリジェンスの導入・強化への期待が示されています。また、2024年9月に設立されたTISFD(不平等・社会関連財務情報開示タスクフォース)は、人権を含む社会課題による企業の財務リスク等を評価する枠組みを策定中で、2026年春にベータ版の開示フレームワークが公表される予定です。企業の社会分野への取組みの可視化が進むことで、人権対応が投資判断や資金調達に直接的な影響を及ぼす可能性が高まります。

企業のバリューチェーンは調達・生産・運搬・提供の各段階で多様な人権リスクを抱えており、特に国境を越える活動では法制度や慣習の差が現場の労働者や地域社会に影響を与えやすくなります。人権問題が顕在化すると、地域コミュ

ニティや従業員、取引先、顧客からの信頼が損なわれ、ストライキや人材流出等のオペレーショナルリスク、SNSでの炎上等の評判リスク、株価下落や訴訟・行政罰による法務リスク等多様な損失につながり、問題が長期化すれば、評判回復に要する時間と費用が企業価値に大きく影響しかねません。

野村グループは「野村グループ行動規範」で人権尊重を掲げ、2015年に国連グローバル・コンパクトに署名、2023年には「野村グループ人権方針」を策定し、国際基準を尊重しています。野村アセットマネジメントは、投資先企業に対して人権問題への意識向上と積極的な取組みを促すことが受託資産を守ることに繋がると考えており、2024年には経産省と国際労働機関(ILO)による「移行のための技能開発と責任ある企業行動プロジェクト」の機関投資家向け人権啓発資料作成ワーキング・グループに参加し、ビジネスと人権の観点から「責任ある企業行動」を促す投資環境とは何かを紹介する冊子の作成に協力しました。また、2025年には前述の「ビジネスと人権」に関する行動計画(NAP)の改定に際し他の機関投資家と連名で意見を表明したほか、World Benchmark Alliance等が主催するウェビナーに登壇し、機関投資家の立場から人権デューデリジェンス推進に関する考え方を紹介しました。

当社はESGステートメントで人権を重要課題と位置づけており、投資先企業の人権リスクに対するマネジメント体制を評価しこれをエンゲージメントやESGインテグレーションにおいて活用することで、グローバルに投資活動を行う責任ある投資家としてその役割を果たしています。

## 野村アセットマネジメントの 人権問題リスクモニタリングプロセス

### ネガティブ・スクリーニングの実施

当社は、投資対象ユニバース企業の人権リスクの継続的なモニタリングにより、運用ポートフォリオレベルにおける人権侵害のリスク低減を目指しています<sup>表A</sup>。

まず、投資ユニバース企業に対しESG調査機関のデータを参考に、世界人権宣言やOECD多国籍企業行動指針、ILO国際労働基準、国連「ビジネスと人権に関する指導原則」などの国際規範に対する違反の有無をスクリーニングして作成したリストを部門内で共有し、ファンド方針に沿ってモニタリングを行います。一部のファンドにおいては、リスト掲載銘柄が投資除外の対象となることがあります。

### 日本株の人権リスク管理のプロセス <sup>表A</sup>

#### 人権リスクモニタリング 対象銘柄の絞り込み

- 国際規範コンプライアンス状況の確認
- 人権侵害に関する不祥事調査
- ハイリスクセクターの特定

#### 人権 デューデリジェンス

- 人権方針の策定
- 人権DDの実施と開示
- 救済メカニズムの構築
- 改善に向けたアクション

#### 運用への インテグレーション

- 購入
- 売却
- 継続保有

### 投資ユニバース企業に対する 人権デューデリジェンスとその結果(日本企業)

ESGスペシャリストは、投資ユニバース企業の潜在的な人権リスクレベルを把握するために、企業の開示情報やNGOのレポート、メディア情報等を基に、人権デューデリジェンスを行います。具体的な方法は、以下の通りです。

当社では、サプライチェーンが長く複雑なセクターや生産地や原材料調達地点において歴史的に人権リスクが高いプロダクトを生産するセクターを人権ハイリスクセクター<sup>表B</sup>と位置づけ、これらのセクターに属する企業の人権マネジメント体制について重点的に調査します。

### 人権ハイリスクセクター <sup>表B</sup>

#### 食品・農産物

主な業種・製品  
食品、日用品、食品小売

#### 自動車

主な業種・製品  
完成車、自動車部品、タイヤ

#### ICT

主な業種・製品  
電気製品、電子部品、  
半導体製造装置

#### アパレル

主な業種・製品  
繊維製品、シューズ、衣料小売

#### 資源関連

主な業種・製品  
鉱業・石油、鉄鋼、商社

評価の項目は、**人権方針** (1 国際的な規範に準拠した人権方針があるか、2 人権方針の適用範囲にサプライチェーンを含むか)、**人権デューデリジェンス** (3 人権リスクとその影響を特定したうえで評価しているか、4 評価結果を受けて是正に向けたアクションを取っているか、5 人権デューデリジェンスの内容/結果の開示の有無、6 サプライチェーン監査を実施しているか)、**救済メカニズム** (7 労働者のための救済メカニズムの有無、8 外部の個人・コミュニティのための救済メカニズムの有無)の3項目8点です。

2025年は、人権侵害の多くは企業のサプライチェーン上で発生していること、世界的に企業の人権リスクマネジメント体制の実効性を問う流れが一段と強まっていることを受け、人権デューデリジェンスに関する評価項目 (6) を追加しました。

また、2024年にはカスタマーハラスメントが社会課題として注目されるなか大規模小売企業を、2025年には深刻なハラスメント問題が相次いだメディアセクターも調査対象に加えるなど、時流に合わせて調査対象セクターも見直しています。

その結果<sup>表C</sup>、調査対象となった日本企業の大半は、国際的な規範に準拠した人権方針を策定済み、かつその適用範囲にサプライチェーンも含んでいること、また労働者のための救済メカニズムが整備されていることが確認できました。また、人権デューデリジェンスの内容/結果を開示している企業は約7割に上ったほか、人権リスク評価や評価結果を受けたアクションを取っている企業、外部の個人・コミュニティのための救済メカニズムを整備してい

## 野村アセットマネジメントの 人権問題リスクモニタリングプロセス

る企業は5割強となりました。一方、サプライチェーン監査を実施している企業は約4割にとどまり、今後の進展が期待されます。

なお、人権ハイリスクセクターに属さない企業であっても人権リスクマネジメントは重要であり、当社の独自ESGスコアの人権パートの評価が低い企業をエンゲージメント対象としています。

当社は、取組みが遅れている企業に対しては、人権リスクマネジメント体制構築のために積極的なエンゲージメントを実施していきます。

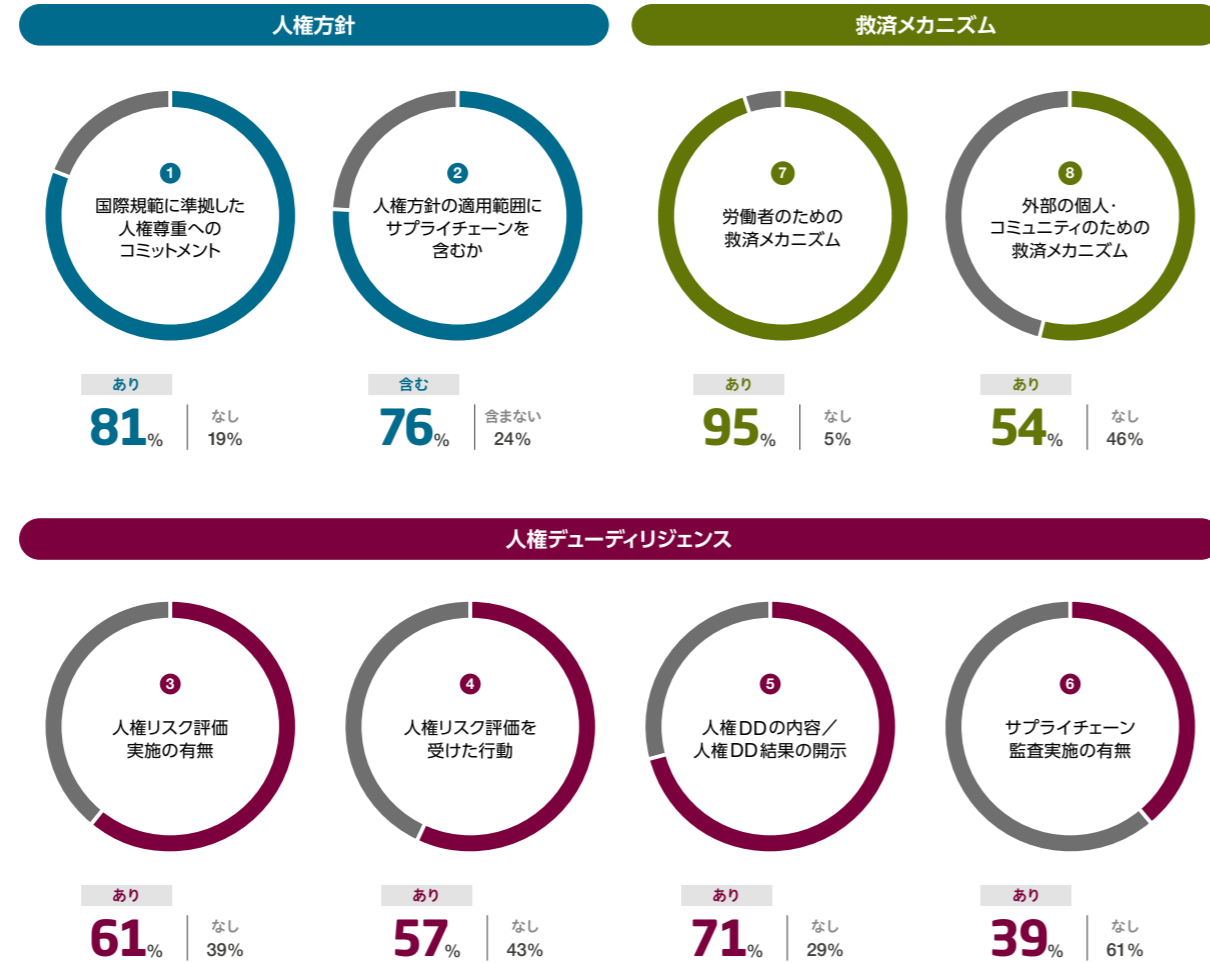
### 人権エンゲージメントとインテグレーション

投資ユニバース企業の人権デューデリジェンスの結果、人権リスクが高いと判定された企業を投資対象として保有する場合は、エンゲージメントを進めることになります。まず、担当の企業アナリスト、ESGスペシャリストが参加し、リスクの要因(マネジメント体制の未整備や情報開示の不足など)について企業と議論し、改善のためのアクションプランを策定します。それから、人権リスクマネジメント体制強化のための取組みを継続している企業については、定期的なエンゲージメントを通じてその進捗状況のモニタリングを行います。

当社はこのようなポートフォリオレベルでの人権リスク管理を繰り返すことで、投資対象の企業が抱える人権リスクを深く理解して企業の投資判断に反映することが可能となり、人権リスクに関するESGインテグレーションの高度化を進められると考えています。

## 人権問題への取組み

日本株式に対する人権DDとその結果 表C



## 人権マネジメント体制に求めること

グローバル企業の人権対応の評価を行っている企業人権ベンチマーク (CHRB: Corporate Human Rights Benchmark) は、2024年11月に2018年から2023年の評価結果をまとめたレポート「The state of play on business and human rights」を公表しました。この5年間の総括として、人権尊重を業務執行に組み込む動きが加速したものの、具体的な行動が依然不足していること、救済メカニズムの実効性向上や「責任ある購買行動」が十分に進んでいないことを指摘しています。

近年、企業活動において人権リスク評価の実施が求められるようになりました。当社は、人権リスク管理プロセスを整備している企業は、既存顧客との取引維持に加え

新規の顧客企業との取引においても人権リスクを低減できるほか、提供する製品やサービスへの評価向上によってビジネスチャンスの拡大が期待できると考えています。

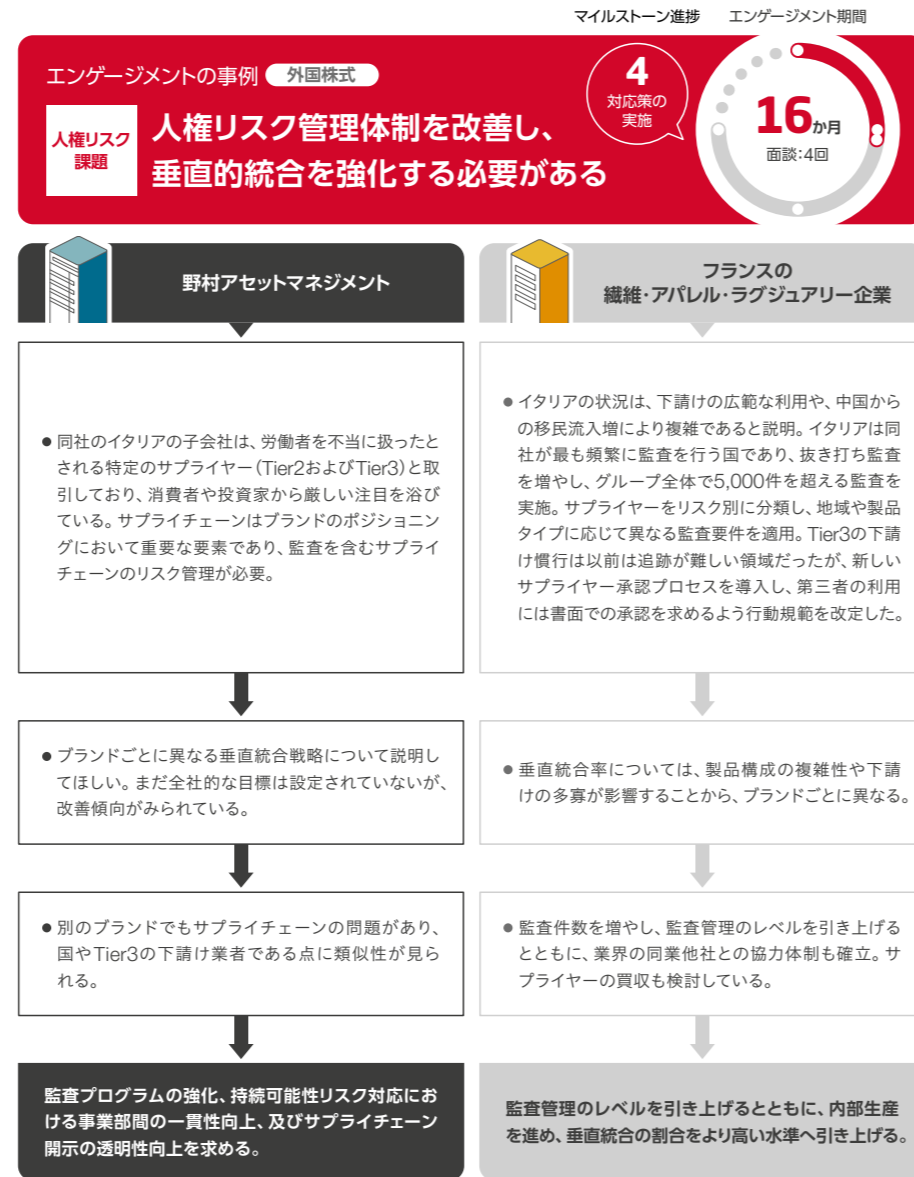
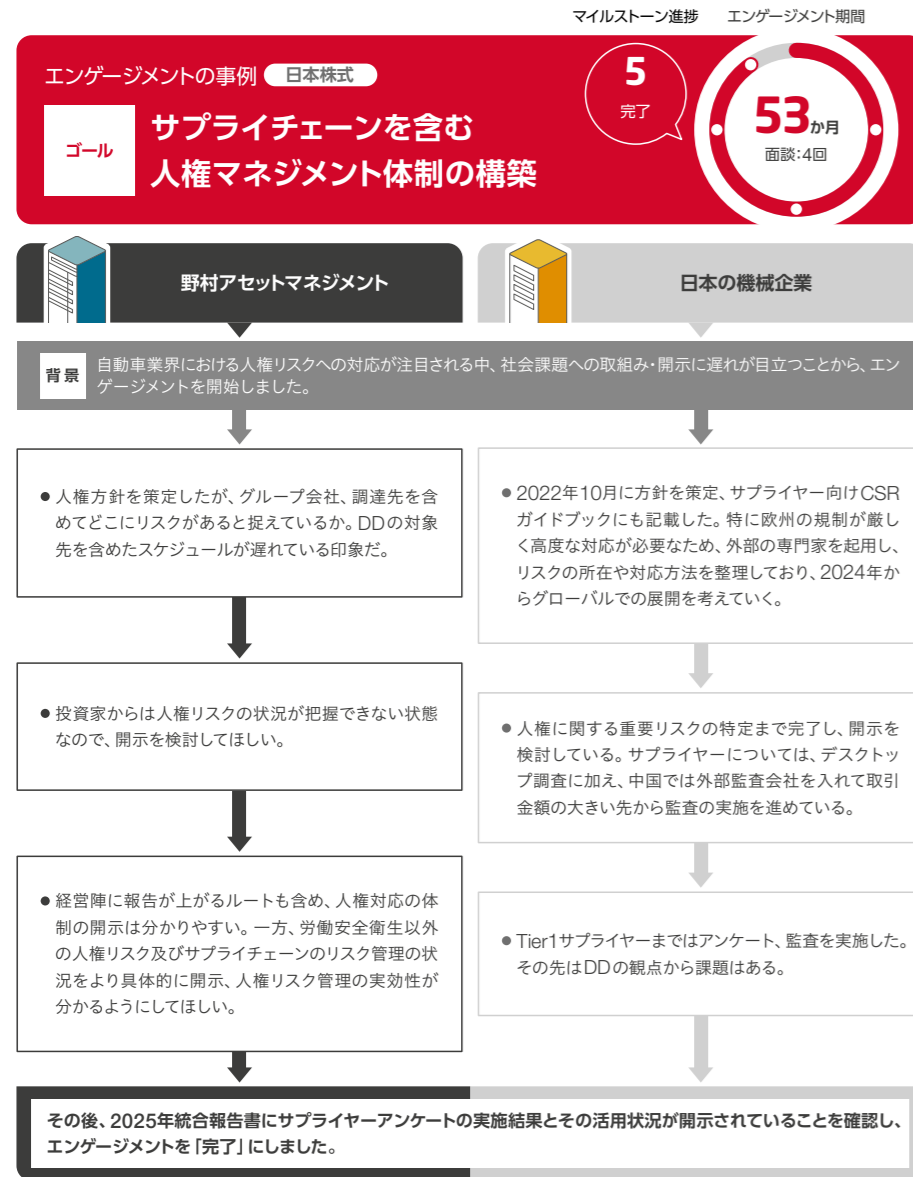
人権問題はマネジメント体制を確立すればある程度のリスク管理は可能ですが、その性質上リスクをゼロにすることはできません。また、複雑なサプライチェーンを有する産業や企業、政治情勢や人権政策が不安定な地域での操業は、企業に予せぬリスクをもたらす可能性があります。

こうしたなかで当社が投資先企業に求めることは、実効的な人権マネジメント体制の整備です。当社は、企業が人権マネジメント体制を整備し、リスク評価を実施して重

要度の高いリスクを特定し、優先順位をつけて行動を起こし、重大なリスクを経営判断に反映させることで、人権問題の顕在化による企業価値のリスクを低減できると考えています。こうした実効的なマネジメント体制の構築には時間がかかるため、PDCAサイクルを回して毎年改善を積み重ねて、一歩ずつ進化させていくことが求められます。

人権侵害は格差拡大や社会の分断などを通じて、持続可能な経済活動の基盤を揺るがし、長期的な投資リターンに影響を及ぼす深刻かつ重大なリスクです。当社は、人権侵害を生む構造を理解し、投資先企業とともにその是正に向けた解決法を考え、投資ポートフォリオの人権リスク低減を追求していきます。





PRI Advanceにおける活動

PRIの人権・社会課題に関する協働イニシアティブAdvanceが発足してから3年が経過しました。私たちはAdvisory Committeeメンバーとしてイニシアティブの開発について助言を行い、PRIの意思決定を支援するとともに、日本の鉄鋼企業との協働エンゲージメントにおいて共同リードインベスターの役割を担っております。

2025年12月の同社と行った第5回目の対話では、同社の最新統合報告書に盛り込まれた、サプライチェーンも含めた人権デューデリジェンスなどの取り組みや開示内容が拡充されている点について意見交換を行いました。特に、これまでの対話で投資家グループが会社側に指摘してきた、人権に対する負の影響を会社側が特定し開示したことについてポジティブに受け止めております。投資家グループからは、グローバルな目線での人権対応やリスク管理、リスクの高い分野におけるモニタリング体制や人権リスク特定プロセスの透明性の重要性を伝えました。また、サプライチェーンを含めた安全と健康に関する開示などについても他社の好事例を紹介しました。さらに、国際的な非営利組織であるワールド・ベンチマーキング・アライアンスの企業の持続可能性指標の評価メソッドロジーのアップデートについて共有し、どのような取り組みが評価向上に必要であるかどうかという点も共有しました。

同社はグローバルなリスク管理・モニタリング体制の重要性を認識しており、サプライチェーンの人権デューデリジェンスの促進や安全の開示のさらなる拡充に向けて引き続き取り組んでいくことを説明、今後の一段の取組み強化の姿勢を確認することができました。





TCFD/TNFD

# TCFDおよび TNFDに基づく情報開示

## はじめに

気候関連財務情報開示タスクフォース(Taskforce on Climate-related Financial Disclosures(以下、TCFD))<sup>※</sup>および自然関連財務情報開示タスクフォース(Taskforce on Nature-related Financial Disclosures(以下、TNFD))は、企業が持続可能性に関する情報を開示するためのガイドラインを整備しました。これらのガイドラインは、投資家や利害関係者に対して透明性と信頼性のある情報を提供することを目的としています。

旧TCFD提言(現在はISSBのIFRS S2などに引き継がれました。以下、本稿ではTCFD提言)およびTNFD提言に基づく情報開示は、企業が持続可能性に関するリスクと機会を適切に管理し、投資家や利害関係者に透明性のある情報を提供するための重要なツールです。

当社は、TCFD提言の4本柱(ガバナンス/戦略/リスク管理/指標・目標)に沿って情報を整理しつつ、気候変動と自然資本の特性の違いを踏まえ、開示の構成を一部区分しています。具体的には、ガバナンスおよびリスク管理は両論点に共通する枠組みとして整合的に記載し、戦略ならびに指標・目標は、それぞれの論点に応じた分析手法・評価指標が異なることから、「気候変動」と「自然資本」に区分して記載しています。

※TCFDは2023年10月をもって解散となりましたが、役割はIFRS財団およびISSB(国際サステナビリティ基準審議会)が引き継いでいます。

## ガバナンス (気候変動・自然資本共通)

当社は、気候関連および自然資本関連のリスクと機会を重要視し、適切なガバナンス体制を整えています。サステナブル投資戦略室と責任投資調査部が分析データをまとめ、経営会議を通じて取締役会に報告します。取締役会は、これらを通じて当社のリスクと機会をモニタリングしています。

取りまとめられた気候関連リスク・機会に関する分析データは、運用調査ユニット内で共有され、企業分析やエンゲージメント、投資判断などに活用されています。同様の方法で、自然資本関連のリスク・機会に関する分析データも共有・活用されています。

## リスク管理 (気候変動・自然資本共通)

当社は、投資先企業の気候・自然資本関連リスクを、製品・サービスのライフサイクルおよびサプライチェーン全体で識別・評価することが重要と考えています。Institutional Shareholder Services(以下、ISS)などの外部データに加え、独自分析、ESGスコア、エンゲージメントを通じて、移行リスク・物理的リスクを把握・管理しています。自然資本については、水使用量や廃棄物量などの開示を確認します。これらの分析結果は運用調査ユニットで共有し、責任投資委員会でモニタリングのうえ、経営会議・取締役会に報告し、全社のリスク管理プロセスに統合しています。

## 指標・目標および戦略 (気候変動・自然資本で別々に管理)

### 指標・目標

#### 気候変動

当社は、気候関連リスクと機会を評価するために、TCFD提言が推奨する4つの炭素指標(ファイナンスド・エミッション、カーボンフットプリント、炭素強度、加重平均炭素強度)を用いてポートフォリオを分析しています。

#### 自然資本

当社は、戦略とリスク管理プロセスに基づき、保有する株式や事業債の自然資本関連リスクと機会を評価しています。特に、「種の潜在的消失割合(Potentially Disappeared Fraction、PDF)」指標を用い、ISSのデータを使用してベンチマークと比較分析を行います。

### 戦略

#### 気候変動

エネルギーの安定供給と企業の成長を重視しつつ、化石燃料への過度な依存から脱却し、地政学リスクや価格変動などによる供給不安にも耐え得る強靱なエネルギー需給構造を構築する観点から、非化石エネルギーの推進は重要であると考えます。また、GHG排出量の多い投資先企業とは対話を継続し、気候変動対策に関するエンゲージメントを行っています。

#### 自然資本

当社は自然資本関連のリスクと機会を認識しています。移行リスクには生産コスト増加、座礁資産化、消費者行動・選好の変化による需要の変動、物理的リスクにはサプライチェーンでの森林火災や洪水・干ばつ、病害虫の発生があります。生態系と金融の安定性というシステムリスクの間の相互関係も考慮しています。一方、ポジティブインパクト創出やネガティブインパクトの緩和技術・製品・サービスに注目しています。当社は自然資本に影響の大きい企業への投資状況を把握し、エンゲージメントを通じてリスク認識と開示を促しています。

## TCFDおよびTNFDに基づく情報開示

## 当社ポートフォリオにおける気候関連分析

### 1 分析方針

#### 参照先

当社では、運用資産に関するファイナンスド・エミッションを中心とした気候関連のリスクおよび機会を分析しています。分析に当たり、以下の基準などを主に参考にしています。

- The Global GHG Accounting and Reporting Standard for the Financial Industry (Partnership for Carbon Accounting Financials, PCAF)
  - Institutional Shareholder Services<sup>®</sup>
  - World Energy Outlook (International Energy Agency, IEA)
- ※Institutional Shareholder Servicesの分析手法の変更によりシナリオ分析などの手法が、前回までと異なっております。

#### 報告対象期間

原則として、2025年12月末の運用資産残高を対象としています。ただし、数値データ以外の記載については、2026年1月以降の活動も含めています。

#### 報告対象範囲

ファイナンスド・エミッションの分析対象となる運用資産は、当社が外部データなどにより計測可能な範囲における国内株式、外国株式、国内債券および外国債券(債券は事業債など)ならびに国債です。

なお、データ提供範囲や推計手法の前提が資産クラス・発行体によって異なることなどから、対象資産全体に対する網羅性を単一の比率として一律に示すことは行っていません。当社は、分析対象の拡大に継続的に取り組んでおり、「責任投資レポート2022」より国債を対象に追加しました。

将来見通しに関する注意事項

今回の分析に掲載された将来に関する情報は、発行時点で入手している情報および合理的と判断される一定の前提に基づき、当社が判断したものであり、不確定要素を含んでいます。

2 分析結果

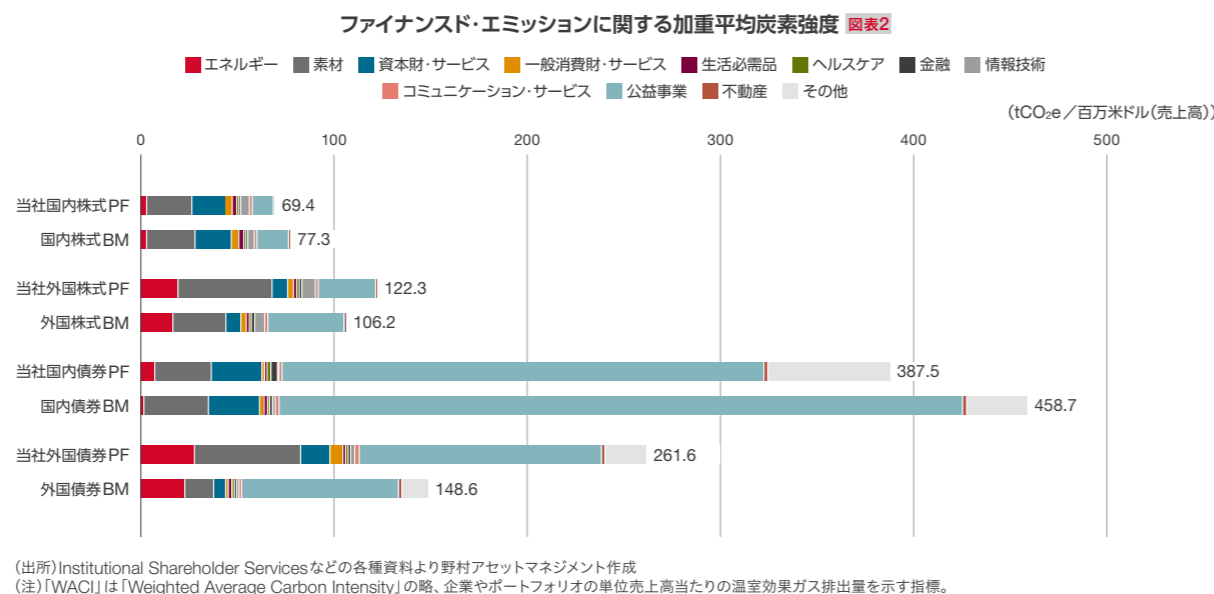
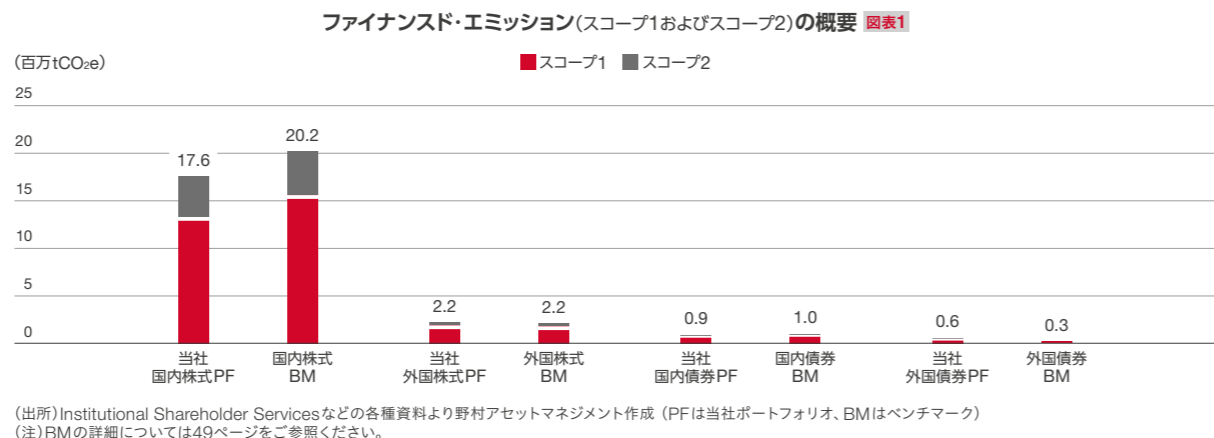
当社運用資産のうち、国内株式における当社ポートフォリオのファイナンス・エミッションは、ベンチマークを下回る好ましい結果が確認されました。図表1 また、国内債券のファイナンス・エミッションは、当社ポートフォリオとベンチマークがほぼ同水準です。外国株式および外国債券のファイナンス・エミッションについては、当社ポートフォリオがベンチマークの排出量をやや上回る結果となりました。

加重平均炭素強度 (Weighted Average Carbon Intensity (以下、WACI)) は、国内株式および国内債券について、当社ポートフォリオがベンチマークを下回る結果が観測されました。図表2

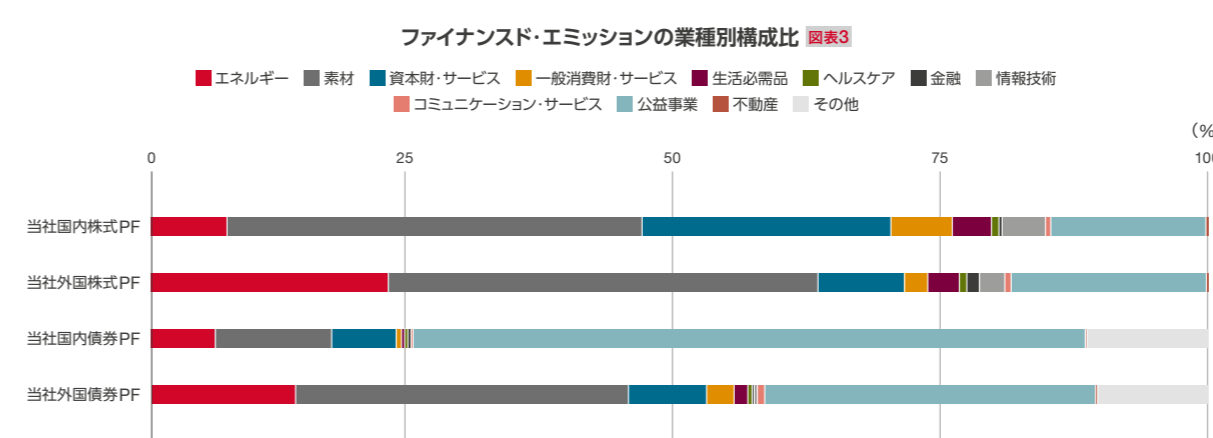
ファイナンス・エミッションの業種別構成比では、エネルギー、素材、公益事業の比率が高いことに加え、一部のアセットクラスでは資本財・サービスの比率も比較的高いことが特徴です。図表3

引き続き、当社はエンゲージメントなどを通じて、投資先企業に対して脱炭素社会に向けた取組みを働きかけていきます。

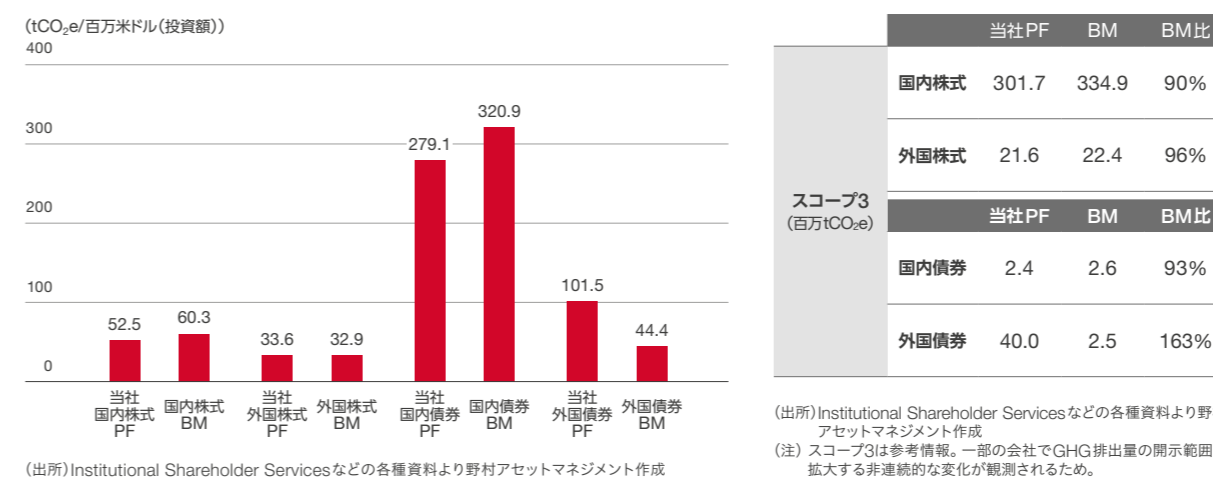
当社ポートフォリオにおける気候関連分析



当社ポートフォリオにおける気候関連分析



ファイナンス・エミッションに関するカーボンフットプリント 図表4



3 シナリオ分析

各シナリオの分析

当社では、国内株式、外国株式、国内債券(主に事業債など)および外国債券(主に事業債など)の4資産を「4資産統合ポートフォリオ」として分析しています。国債については、計測方法が異なるため、本稿では別途「国債ポートフォリオ排出量の分析」として記載します。

当社4資産統合ポートフォリオのファイナンス・エミッションについて、ISSのデータを活用し、国際エネルギー機関(IEA)が作成した2050年までのエネルギー転換経路を示した3つのシナリオに基づくシナリオ分析を行いました。3つのシナリオとは、政府の公約に基づいた「表明公約シナリオ (Announced Pledges Scenario: APS)」、現行政策に基づいた「公表政策シナリオ (Stated Policies Scenario: STEPS)」および排出量ネットゼロ達成を目標とした「ネットゼロシナリオ (Net Zero Emissions by 2050: NZE)」です。図表6

シナリオ分析に用いた気候シナリオ 図表6

シナリオ名	正式名称	説明	(2100年時点、50%確率の) 気温上昇値
STEPS	Stated Policies Scenario	公表政策シナリオ	2.4℃
APS	Announced Pledges Scenario	表明公約シナリオ	1.7℃
NZE	Net Zero Emissions by 2050 Scenario	ネットゼロシナリオ	<1.5℃

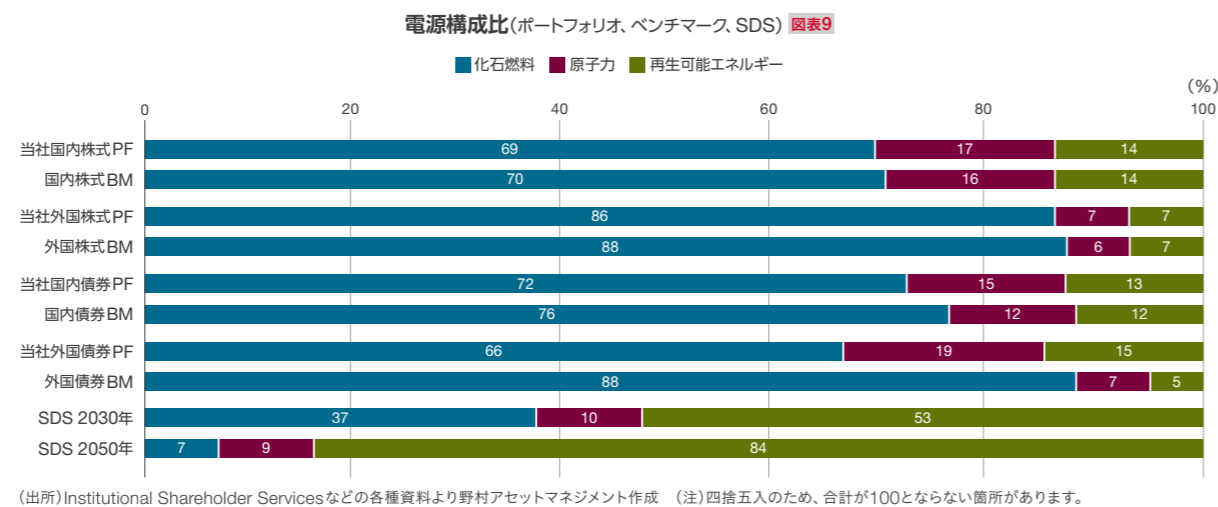
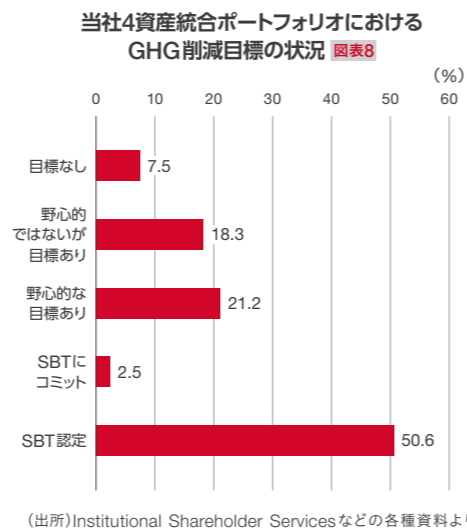
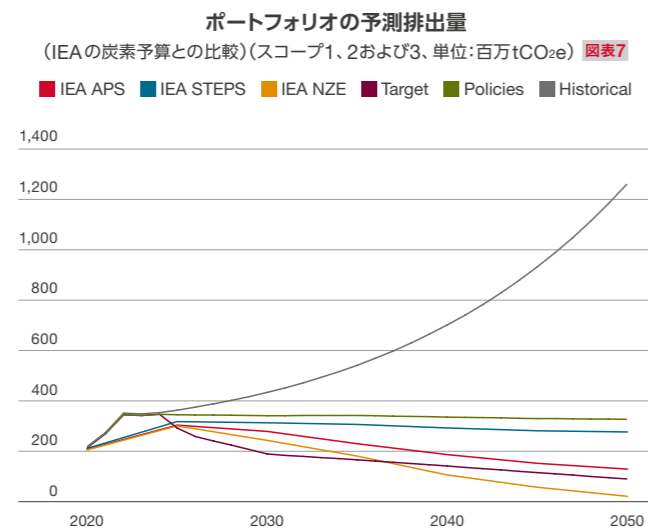
（当社ポートフォリオにおける気候関連分析）

図表7 は、当社ポートフォリオについて、3種類の排出量予測(実績(Historical)、政策(Policies)、目標(Target))の年次推移に加え、各シナリオの炭素予算(Carbon Budget)を示しています。排出量予測(Historical / Policies / Target)はISSの推計区分であり、IEAシナリオ(STEPS / APS / NZE)は炭素予算を参照するための枠組みとして用いています。

分析結果

当社4資産統合ポートフォリオの整合度を、ITR(Implied Temperature Rise)およびクロスポイント年(Crosspoint year)で評価しました。ITRとは、企業やポートフォリオの将来の温室効果ガス排出経路が、世界の気温上昇をどの程度に導く水準に相当するかを「℃」で換算して示す指標です(※IEAの各シナリオ名そのものを示すものではありません)。Crosspoint yearとは、あるシナリオ(例:IEAのSTEPS / APS / NZE)が示す炭素予算に対して、ポートフォリオの将来排出量推計を累積したときに、累積排出量がその炭素予算に到達する年を指します。

当社の4資産統合ポートフォリオについて、Targetベース推計に基づく整合度を評価した結果、ITRは1.7℃でした。また、NZEの炭素予算に対するCrosspoint yearは2046年でした。現時点の投資先目標(Target)に基づく推計であり、NZE(<1.5℃)とはなお乖離しています。アクティブ運用だけでなくパッシブ運用も考慮し、市場全体への気候変動対応が求められることが示唆されます。



（当社ポートフォリオにおける気候関連分析）

4 投資先企業のGHG削減目標の状況

2025年12月末の当社4資産統合ポートフォリオにおけるSBT(Science Based Targets initiative)にコミットまたは認定を取得した企業のポートフォリオカバー率は50.6%に達しました。SBTへのコミットおよび認定取得は、投資先企業が科学的根拠に基づくGHG削減目標を設定・開示していることを示すものです。図表8

5 電源構成比による移行リスクの分析

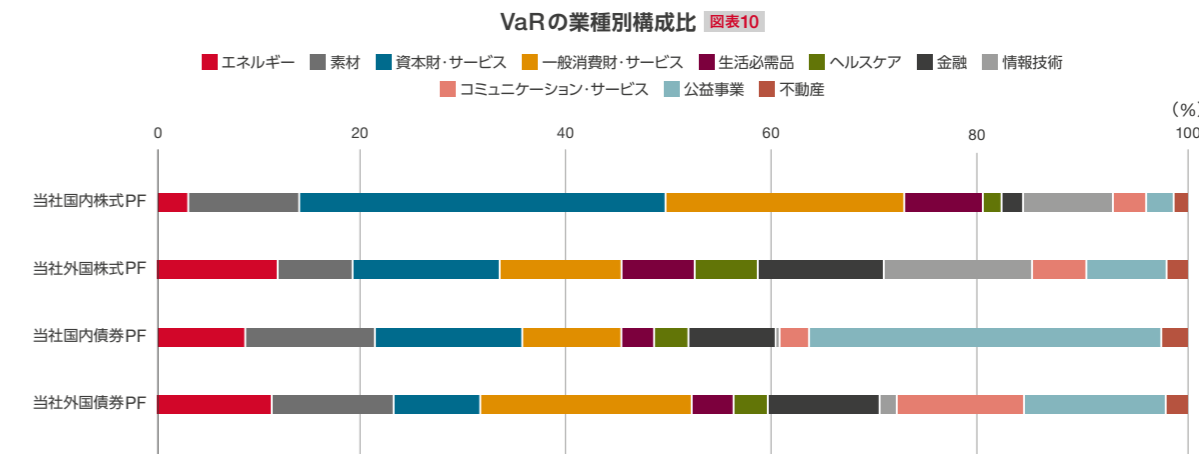
当社ポートフォリオとベンチマークおよびSDS(Sustainable Development Scenario)\*の発電量ベースの電源構成を比較しています。当社のポートフォリオの電源構成は、それぞれのベンチマークとおおよそ同じです。当社では、投資先企業とのエンゲージメントを通じて、非化石エネルギーの比率を高め、化石燃料による移行リスクを軽減し、炭素排出量の削減を促進します。図表9

\* Institutional Shareholder Servicesでは電源構成の分析においてSDSを使用

6 物理的リスクの分析

業種別・地域別の物理的リスク分析

当社はISSのデータを用いて、業種別および地域別の物理的リスクを分析しています。図表10は、国内外の株式と債券ポートフォリオについて、2050年までの気候変動に起因する物理的リスクのVaR(Value at Risk)業種別構成比を示しています。この比率が高い業種ほど、気候変



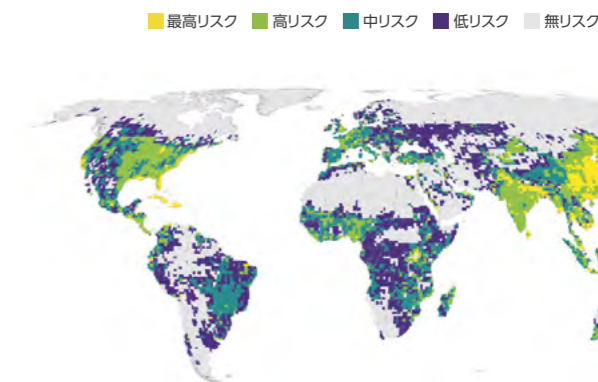
(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

物理的リスクのVaR比率 (ポートフォリオ/ベンチマーク/差分) 図表11

	国内株式	外国株式	国内債券	外国債券
ポートフォリオ	1.4%	0.6%	2.3%	1.3%
ベンチマーク	1.5%	0.6%	2.5%	0.5%
差分	-0.1%	0.0%	-0.2%	+0.8%

(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

地域別の物理的リスク 図表12



(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

当社ポートフォリオにおける気候関連分析

動の影響が企業価値に大きなネガティブインパクトを与える可能性があります。図表11は、各資産クラスにおける物理的リスクのVaRを投資額に対する比率(VaR比率)として示し、当社ポートフォリオとベンチマークを比較したものです。

地域別の物理的リスク

図表12は、当社の4資産統合ポートフォリオの地域別物理的リスクを示しています。業種と地域のアロケーションを検討する際の参考にしています。この分析で、高い物理的リスクの業種や地域を特定できます。

7 投資先企業との気候変動関連エンゲージメント

当社はポートフォリオの気候関連リスクを軽減し、気候関連機会への投資を促進するために、投資先企業とのエンゲージメントを通じて、以下の取組みを推進しています。

当 社

- 当社あるいはグループが参画するPRIおよびPCAFなどの気候変動関連イニシアティブを通じた気候変動対策への積極的な取組みや他の投資家およびステークホルダーとの協働、ベストプラクティスの共有
- 投資ポートフォリオの気候関連リスク・機会分析など、気候変動に関連するインテグレーションのさらなる高度化
- 当社の内部炭素価格に加え、投資先企業・案件におけるGHG吸収・削減貢献(当社定義)に関する情報を活用した財務分析・企業価値評価手法の開発
- 当社の「2050年ネットゼロ目標」および「2030年中間目標」と整合した脱炭素社会の実現に貢献する金融商品の開発
- 開示を通じた気候変動に対する当社の取組みの透明性向上

投資先企業

- シナリオ分析や移行計画、GHG削減目標を含めた気候関連財務情報の開示
- GHG排出量を製品・サービスのライフサイクルやサプライチェーンの中で評価することを可能にするスコープ3や削減貢献量の開示、サプライヤーや顧客などの取引先に対するGHG排出量削減の働きかけ
- 気候変動対策項目や気候変動に関連する外部評価を役員報酬のKPIに設定
- SBTの認定取得またはコミット
- GHG排出量などのデータに対する保証の取得

当社ポートフォリオにおける気候関連分析

8 国債ポートフォリオ排出量の分析

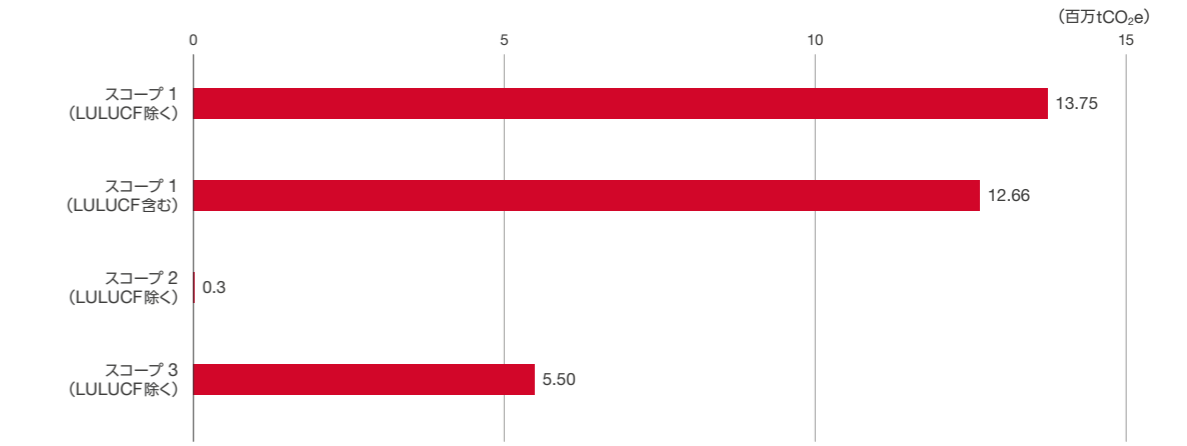
国債ポートフォリオ排出量の計測方法は、上場株式・事業債におけるポートフォリオ排出量の計測方法と比べ、排出量に係るスコープの定義や計測に用いる投資比率の算定などが異なります。計測のベースとなる国のサプライチェーン排出量については、スコープ1は生産ベースの自国内排出量、スコープ2はエネルギー関連の輸入排出量、スコープ3は他国から輸入された非エネルギー関連の排出量と定義されています。図表13 投資先に対する投資比率であるアトリビューションファクターの算出に当たっては、上場株式・事業債ポートフォリオ排出量の計測におけるEVIC(Enterprise Value Including Cash)に対する投資額の比率と異なり、国債ポートフォリオ排出量の計測では一国の購買力平価(PPP)調整後GDPに対する投資額の比率とする点が特徴となっています。

当社の国債ポートフォリオ排出量の計測については、株式・事業債と同様にISSのデータを用いて分析を行っております。

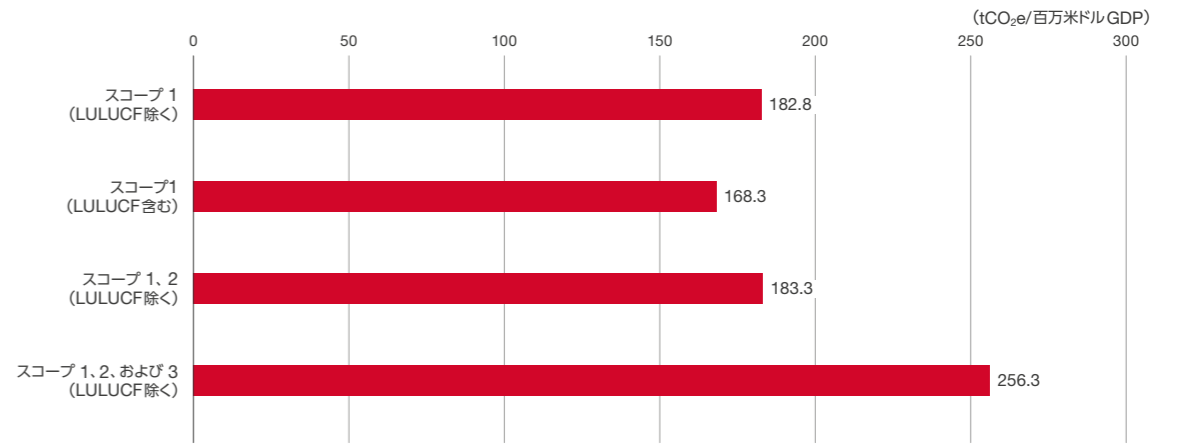
国債ポートフォリオ排出量計測のためのスコープの定義 図表13

スコープ 1	スコープ 2	スコープ 3
自国内にある排出源から発生したGHG排出量	他国から輸入された電力、熱、蒸気、冷却などを自国内で利用し、発生したGHG排出量	自国内での活動の結果、他国から輸入された非エネルギーの物品・サービスに関連したGHG排出量

国債ポートフォリオ排出量 図表14



国債ポートフォリオ排出原単位 図表15



(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

## TCFDおよびTNFDに基づく情報開示

度や自然へのインパクトを把握し、リスク管理と戦略に結び付けることが求められます。サプライチェーン上の生物多様性課題は、調達コストの上昇や風評リスクを通じて企業価値に影響し得る一方、自然資本の保全を経営に組み込む企業は、製品・サービス評価の向上を通じて長期的な企業価値の増大につながる可能性があります。

当社は、自然資本を重要課題と位置付け、2019年からESGステートメントに明記しています。自然資本関連データや規制動向の継続的な調査に加え、自然資本に焦点を当てたエンゲージメントを通じてリスク・機会を評価し、投資判断に反映しています。あわせて、グローバル共通の単一尺度が確立していない領域であることを踏まえ、イニシアティブ参画などを通じた情報収集と知見の強化を進めています。

TNFDについては、2023年7月にTNFDフォーラムへ参画し、2024年1月にTNFD採用者(Adopter)として登録し、2024年からTNFD開示を実施しました。

## 投資ポートフォリオの自然資本に対するインパクトと依存

当社は、運用する国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の4つのポートフォリオについて、自然資本関連リスクを評価しています。特に、環境負荷により地理的範囲に存在する固有種が失われる可能性を定量化する指標である「種の潜在的消失割合(PDF)」に着目しています。PDFは、ライフサイクル・アセスメント(LCA)モデルにおいて、被害領域(エンドポイント)に対する被害量を示す係数として用いられ、

## Nature &amp; Biodiversity

しています。FAIRRと連携した食品・水産関連企業へのエンゲージメントを継続し、知見やベストプラクティスの共有を行っています。FAIRRの協働プログラム「Seafood Traceability」では、日系水産企業2社のリードインベスターとして対話をけん引しています。

また、Sustainalyticsとの協働エンゲージメントでは、金融、小売、食品、化学など農業バリューチェーン上の幅広い企業に対し、生物多様性に関する影響・依存関係・機会のリスク管理を促すとともに、自動車関連企業には循環経済の推進や線形経済リスクの低減、説明責任の強化を後押ししています。

さらに、PRIが立ち上げた自然資本協働イニシアティブ「Spring」に参画し、PRIの自然資本分野に関する諮問委員も務めています。Springでは森林損失・土地劣化を当初テーマとして活動しており、当社は日系自動車企業2社のリードインベスターを担当しています。今後も、協働エンゲージメントなどを通じて投資先企業の取組みを促進し、中長期的な企業価値と社会の持続可能性の向上に貢献していきます。

## 自然資本の保全に向けた情報開示

生物多様性を含む自然資本の喪失は、環境のみならず経済や健康にも影響を及ぼします。自然資本の有限性が広く認識される中、持続的な活用に向けた取組みと情報開示の重要性は近年高まっています。

企業は、事業やサプライチェーンにおける自然への依存

## 自然資本の保全に向けた取組み

2022年12月のCBD COP15(生物多様性条約第15回締結国会議)では、2030年までの新たな世界目標として「昆明・モントリオール生物多様性枠組」が採択され、30 by 30や汚染リスクの削減、農林水産業の持続的管理、資金支援などの行動目標が示されました。生物多様性の保全・回復に向け、金融機関の役割は重要性を増しています。

当社は、国際イニシアティブへの参画や他運用機関との連携を通じて自然資本の保全に取り組んでいます。COP15ではPRI署名機関とともに、生物多様性フレームワークの採択や気候変動・生物多様性分野の連携を求める投資家ステートメントに賛同しました。TNFDについては、2023年7月にTNFDフォーラムへ参画し、最終提言(2023年9月)を踏まえた情報収集と技術的検討に参画しています。加えて、PRI in Person 2023、PRI Nature Forum、CBD COP16関連会合などで登壇し、取組みを発信しています。

研究面では、2024年7月に自然資本保有の決定要因を多変量解析で分析し、SSRN(研究論文のプレプリントなどを掲載・共有するプラットフォーム)に論文を掲載しました。2025年2月には、ネイチャーポジティブに関する事業機会を日本株式ESGスコアの評価項目に追加しました。

## 自然資本の保全に向けた連携

当社は、個社別および協働エンゲージメントを通じて、投資先企業に自然資本・生物多様性損失への対応を促

## TCFDおよびTNFDに基づく情報開示

## 当社ポートフォリオにおける気候関連分析

さらに、PCAF日本支部では2024年度に引き続き、2025年度も削減貢献量分科会の幹事となり、削減貢献量の金融機関の活動に向けて議論・研究を行っています。

これらの削減貢献量に関する研究・活動の成果の一環として、野村ホールディングスは、削減貢献量について投資家の視点から多様なアプローチで分析し、2025年3月レポートとして取りまとめました。当社サステナブル投資戦略室も、本レポートの執筆に参画しています。

**参考1** **ファイナンスド・エミッションとは**  
ファイナンスド・エミッション(Financed Emissions)は、金融機関が提供する融資や投資により間接的に排出される温室効果ガスの総量を指し、金融機関の気候変動対策における重要な指標となります。また、金融機関がファイナンスド・エミッションを管理することで、持続可能な投資や環境への責任を果たすことが求められています。

**参考2** **PCAF基準の概要****PCAF基準の目的**

PCAFの主な目的は以下の通りです。

**透明性の向上**

金融機関が自身の融資や投資による排出量を公開することで、投資家や利害関係者に対して透明性を提供します。

**持続可能な投資**

企業や金融機関が持続可能な投資を行うための基準を設け、これに基づいて投資先を選定します。

**パリ協定への適合**

パリ協定の目標達成に向けて、金融機関が排出削減に貢献するための取組みを支援します。

**PCAF分析対象資産**

PCAF 2022 Global GHG Accounting and Reporting Standard Part A: Financed Emissionsによる対象資産クラスは以下の通りです。当社ではこのうち1および7を主に分析対象としています。なお、政府債務については2022年の分析から追加されました。

- 1 上場株式および企業債**  
(Listed Equity and Corporate Bonds)
- 2 事業ローンおよび非上場株式**  
(Business Loans and Unlisted Equity)
- 3 プロジェクトファイナンス** (Project Finance)
- 4 商業用不動産**(Commercial Real Estate)
- 5 住宅ローン**(Mortgages)
- 6 自動車ローン**(Motor Vehicle Loans)
- 7 政府債務**(Sovereign Debt)

## 9 気候変動関連イニシアティブへの参画および連携

当社は2019年3月にTCFD提言に賛同し、「責任投資レポート2019」から国内株式、外国株式、国内債券、外国債券の当社ポートフォリオに関して、TCFD提言に沿った開示や個別ファンドのGHG排出量モニタリングに関する開示および報告を行っています。

非財務情報に関しては、積極的に国内の証券アナリスト協会や企業との対話を行っています。サステナブル投資戦略室では、証券アナリスト協会のISSB基準セミナーシリーズに参加し、サステナビリティ開示情報を巡り、アナリスト・投資家と企業との間で議論を深めています。

さらに、野村ホールディングスは、2022年9月に日本のGXリーグの重要な取組みの一つである「市場創造のためのルール形成」において、野村ホールディングスを幹事とするリーダー企業およびメンバー企業とともに「GX経営促進ワーキング・グループ」(GX経営促進WG)を設立し、幹事に就任しています。GX経営促進WGでは、日本企業が持つ気候変動への貢献の機会が適切に評価される仕組みの構築を目的とし、主に削減貢献量の社会実装に向けた活動を行っています。

このGX経営促進WGの活動の成果の一つとして、2025年11月に開催されたCOP30において、当社はグループ会社である野村証券とともにGX経営促進WGの紹介やパネルディスカッションに参加しました。

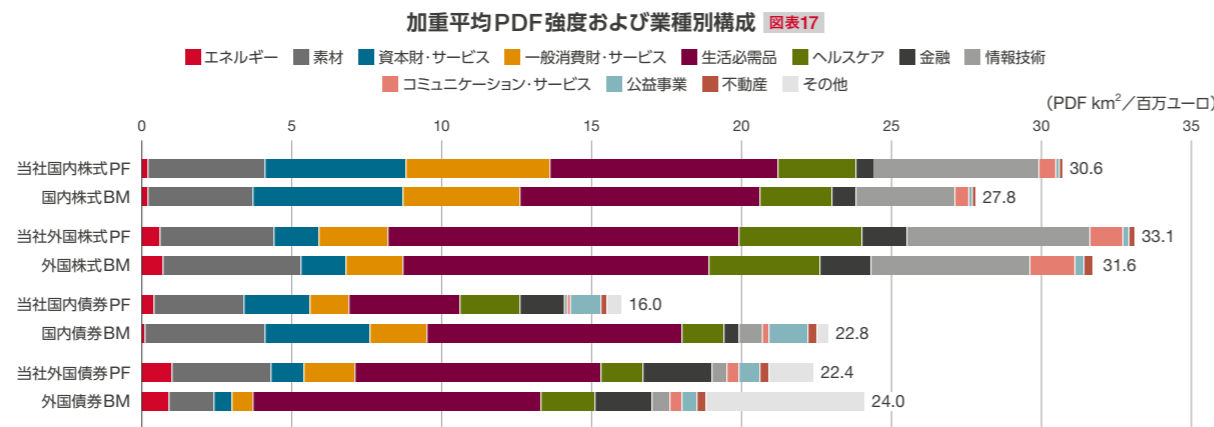
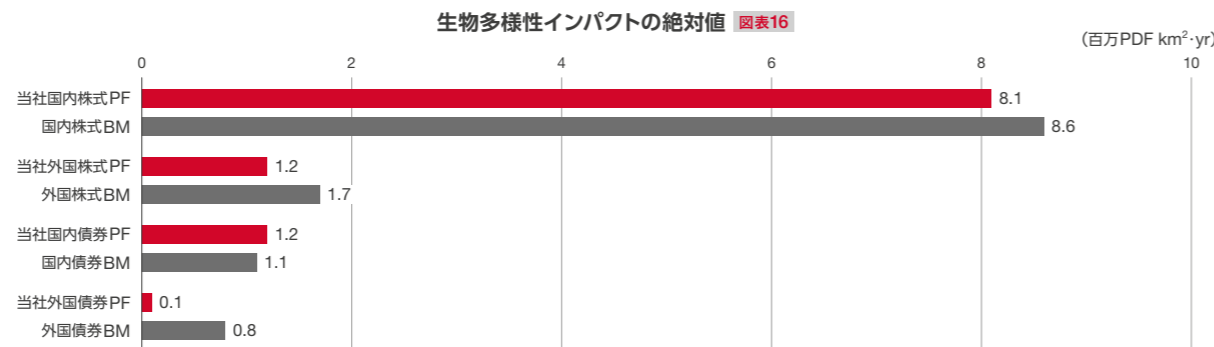
Nature & Biodiversity

値が大きいほど生物多様性への影響が大きいと見なされます。

当社はISSのデータおよび分析手法を用いて、当社ポートフォリオとベンチマーク(以下、BM)を比較分析しています(国内株式:TOPIX、外国株式:MSCI ACWI ex Japan、国内債券:NOMURA-BPI(総合)のうち事業債(社債)のみ、外国債券:Bloomberg Global Aggregate Indexのうち事業債のみ)。分析の結果、当社ポートフォリオのPDFは国内債券を除いて、BMを下回ることを確認しました。一方、加重平均PDF強度では、国内債券および外国債券のポートフォリオがBMを下回ることが確認されました。

また、当社ポートフォリオの自然依存度を把握するため、投資先企業の活動が生態系サービスの3大分類である「供給機能」「調整&維持機能」「文化的機能」にどの程度依存しているかを確認しています。その結果、4資産全てで「調整&維持機能」への依存が大きく、「文化的機能」への依存は相対的に低いこと、また外国債券ではBM対比で「供給機能」への依存度が高い一方、他資産ではBM対比で大きな差異が見られないことが明らかになりました。

さらに、4資産統合ポートフォリオについても、環境負荷が影響領域(ミッドポイント)を通じてエンドポイントの被害として顕在化すると視座から評価しました。その結果、主に土地変容、気候変動、海洋の酸性化を通じて生態系に影響を与える可能性があること、影響が大きい地域として日本、中国、米国が挙げられることを確認しました。



生態系サービスへの依存度 (図表18) (%)

	供給機能	調整&維持機能	文化的機能
国内株式PF	22.7	70.4	6.9
外国株式PF	22.3	71.3	6.4
国内債券PF	19.9	74.3	5.8
外国債券PF	19.8	71.2	8.9

生態系サービスへの依存度・ベンチマーク対比 (図表19) (%ポイント)

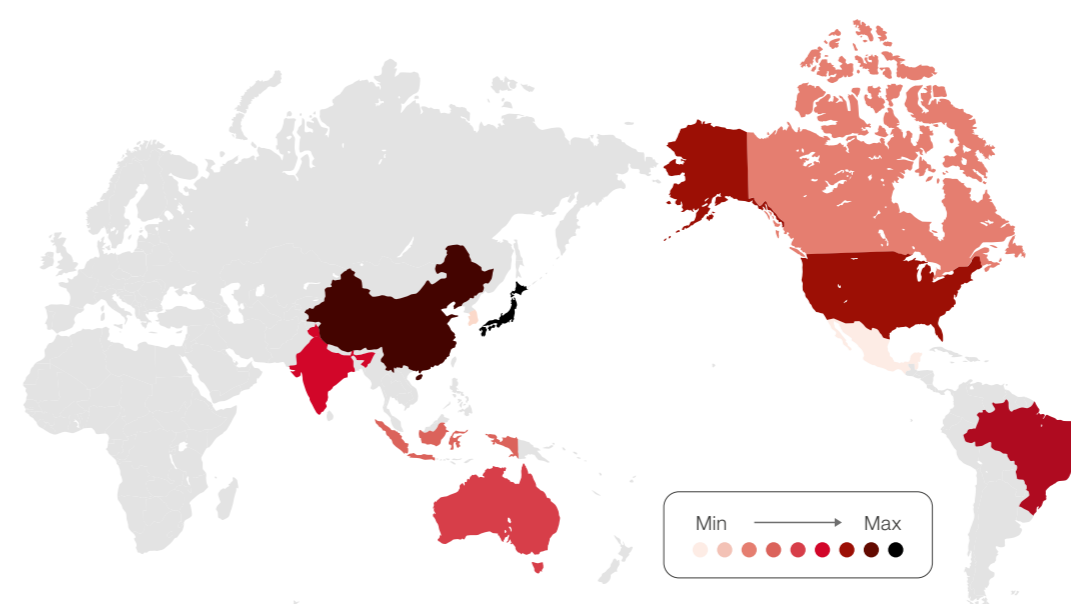
	供給機能	調整&維持機能	文化的機能
国内株式PF	0.7	-0.2	-0.4
外国株式PF	2.1	-2.4	0.3
国内債券PF	-0.6	2.4	-1.7
外国債券PF	17.9	-26.2	8.4

(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

Nature & Biodiversity



生物多様性への影響が大きい拠点(当社4資産統合PF) (図表21)



(出所) Institutional Shareholder Servicesなどの各種資料より野村アセットマネジメント作成

環境分野のエンゲージメント

当社は、自然資本への影響が大きいコモディティへの売上依存度が高い生活必需品セクター企業や一般消費財・サービスセクター企業、素材セクター企業を中心に、RSPO (Roundtable on Sustainable Palm Oil、持続可能なパーム油のための円卓会議)やFSC (Forest Stewardship Council、森林管理協議会)などの第三者認証を受けたコモディティの調達状況など、持続可能な生産や調達に向けた取組みについて確認しています。これらのモニタリングデータをもとに、ポートフォリオマネージャーやアナリスト、ESGスペシャリストが協働し、自然資本リスクの管理を目的としたエンゲージメントを投資先企業と行っています。

当社は今後も、環境分野における定性・定量分析やエンゲージメント活動を通じて、投資先企業の取組み(自然資本リスクの認識、対応、情報開示など)を促進し、長期的な企業価値と社会の持続可能性の向上に貢献していきます。

# Cybersecurity, AI Ethics

## サイバーセキュリティ、AI倫理

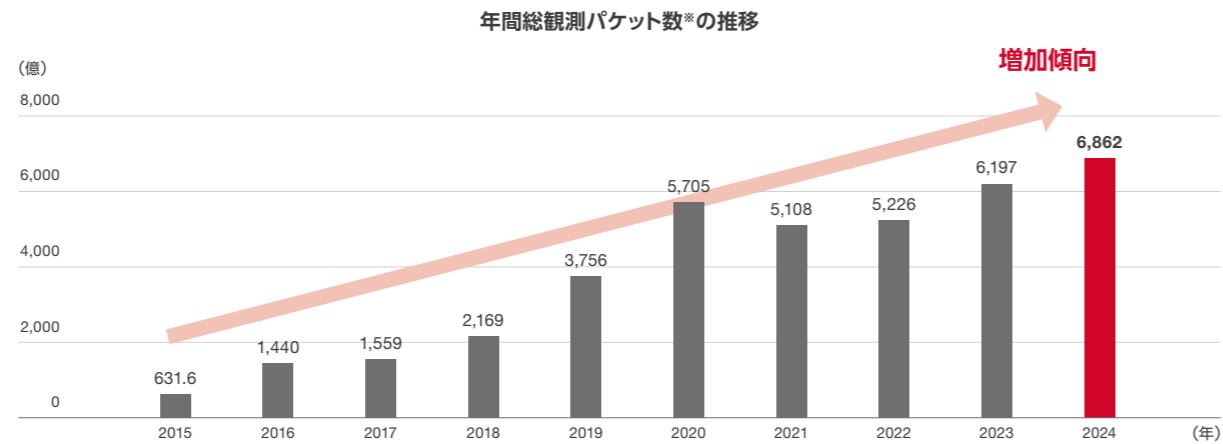
情報セキュリティを中心としたデジタル関連のリスク管理の重要性は増えています。例えば過去に発生した事例として、大手出版社、大手飲料メーカーのサーバーへの攻撃では被害が情報漏洩にとどまらず、顧客向け販売システムの停止から長期の出荷停止や制限を余儀なくされるなど、財務への影響が大きくなるケースも出ています。

世界経済フォーラムの「グローバルリスク報告書2025」においてもグローバルリスクの重要度ランキングには短期(今後2年以内)、長期(今後10年以内)のリスクとしてサイバーセキュリティに関連したリスクが上位に入ってきております。

経営層においてもリスク認識は浸透していると考えら

れますが、脅威はさらに高まっています。情報処理推進機構がまとめた組織に対する情報セキュリティの脅威上位10位(2025年版)にはこれまで継続的にランクインしている1位のランサムウェアによる攻撃、2位にはサプライチェーンや委託先を狙った攻撃に加えて、地政学的リスクに起因するサイバー攻撃が新たにランクインするなど脅威は多様化しています。

近年、マルウェアなどのサイバー攻撃は増加傾向にあり、国立研究開発法人情報通信研究機構(NICT)の調査によると2024年のサイバー攻撃関連として観測された年間総観測パケット数は6,862億パケットと過去10年で約10倍に増加しています。



(出所) 国立研究開発法人情報通信研究機構「NICTER観測レポート2024」より作成  
\*NICTERプロジェクト(<https://www.nicter.jp/project>)で観測されたサイバー攻撃に関連する総パケット数

実際の被害は直接的な被害、復旧コストに加えて、業務への影響も無視できない規模になりつつあります。復旧に時間を要する場合には、競合他社による製品・サービスの代替が行われ、市場シェアの低下が起り、業績への影響は長引くことも想定されます。

投資家にとっても業績の悪化は株価の下落、信用力の低下として影響を受けます。セクターによる重要度も考慮する必要があります。サイバー攻撃により社会的な影響が大きい航空、陸運やロジスティクスなどの業界、電力、通信などの社会インフラを支える業界、銀行などの金融機関は特にサイバーセキュリティの重要性が高いと考えられます。また、直接消費者とインターネット上でやり取りするイー・コマースについても相対的に重要性が高いと言えるでしょう。また、サイバー攻撃者にとって、金銭的に価値があるまたは地政学的に重要である場合ターゲットとなる可能性があります。

投資家として、サイバーセキュリティに関する専門知識を持ち、分析することは困難です。アプローチとしては、外部からの情報に加えて、特に重要なセクターについては、業界内の比較によりその企業にとって不足していることを発見していくことが可能です。例えば、以下に述べるような情報セキュリティに対する方針や体制整備の状況などのガバナンス、そして、セキュリティ監視の運用状況などです。その結果、改善が必要と判断される場合には、会社とエンゲージメントを行います。多くの企業では対策を行っていますが、開示が不十分な場合もあります。投資家にとって必要な開示を促していくことも重要です。

World Benchmarking Allianceが行っているDigital Inclusion Benchmarkでは、包摂的なデジタル経済・社

会に向けた企業等の取り組みをデジタル技術へのアクセス、デジタルスキル、デジタル技術の使用、およびイノベーションの4つの観点で評価しています。中でも企業の情報セキュリティガバナンスに関する要素として、方針や体制の整備、インシデント対応、ISO27001の取得等が挙げられています。

当社としても、経営トップのコミットメントを示す方針の策定と開示、平時の体制、すなわち責任者の特定と体制整備のためのCISO(Chief Information Security Officer: 最高情報セキュリティ責任者)や専門委員会の設置、そして有事の体制であるCSIRT(Computer Security Incident Response Team)の設置、の大きく3つの要素を特に重要視しています。

当社の調べ(2025年9月時点)によると、TOPIX100構成企業における方針、平時体制、有事体制の整備状況は下記の表に示すように1年前比では進んでいると言えますが、比較的大きな課題となっているのは責任者の特定や委員会の設置といった平時の体制整備と考えています。特にCISOを設置していない企業はまだ多く、人材不足も要因の一つと考えられます。そのような中で責任者のみならず担当者の人材育成も課題と言えるでしょう。加えて、グローバルに広がるサプライチェーンに対する取り組みも課題となるでしょう。特に海外拠点における取引先などはサイバーセキュリティの脆弱性が懸念されます。サプライチェーンについてもサイバーセキュリティリスクを評価し、リスクをモニタリングしていくことが期待されます。

TOPIX100構成企業の情報セキュリティの対応状況

	方針	CISO	委員会	CSIRT	全てを整備
TOPIX100全体 (前回2024年12月)	整備済社数 70	64	49	80	41
TOPIX100全体 (今回2025年9月)	整備済社数 77	70	59	85	63
差異 (前回→今回)	7	6	10	5	22

(出所) 会社公表資料、ホームページなどから野村アセットマネジメント作成

サイバーセキュリティ、AI倫理

次にAIの利用についてのリスクについて見ると、技術的なリスク、社会的リスク(既存のリスクが高まる)、情報セキュリティに関することから誤情報、倫理的なものまで、幅広く存在します。

企業における利活用の状況を見ると言語系生成AIの利用が社内の生産性向上に向けて進んでいます。企業の大きな懸念としては、情報の外部流出が挙げられますが、責任あるAIガバナンスの利活用のためのAIガバナンスの構築が求められています。総務省、経産省が示す「AI事業者向けガイドライン」では、法令順守に加えて、人権、多様性、持続可能な公平公正な社会を尊重し、PDCAを回していくことが求められています。

海外での規制動向としては、欧州における法制化の動きもありますが、規制に反対する動きもあり、状況は流動的です。

一方、前出のWorld Benchmarking Allianceでは外部から確認する方法として、独自の倫理的AI原則が公開されているか、およびその運用について評価項目として提案しています。

具体的には、外部から検証可能な倫理委員会、AIガイドラインの制定が挙げられます。

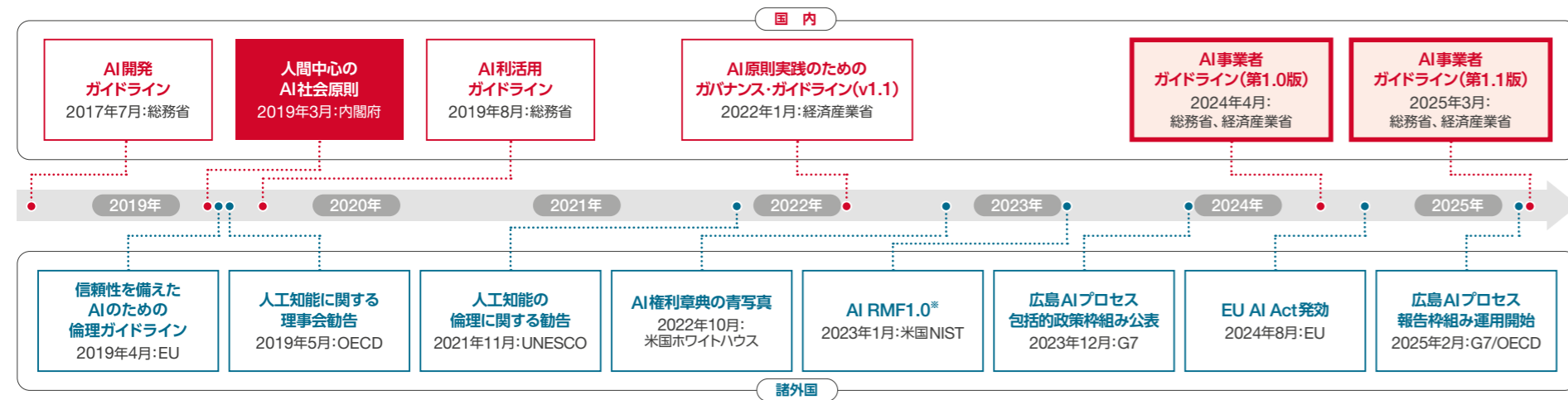
当社としては、課題のある会社については、対話によって対応を促していく考えです。対話にあたって、情報セキュリティに関しては前述の3つの要素点、それに加えて取り組みの範囲が海外やグループ企業、加えてサプライチェーン

にまで及んでいるのかが論点と考えています。また、取引の要件として取引先にも情報セキュリティ対策を求めるというケースもあり、ビジネス面でも影響も出てくる可能性がありますと考えられます。

会社による開示について、取り組みが遅れている会社もある一方で、専用ページで網羅的な説明を行う、情報セキュリティに特化した年次報告書の発行をしているなどの好事例も見られます。

AI倫理やガバナンスについては、各社の取り組みはまだ始まったばかりですが、情報通信業を中心に専用ページで詳細な説明を行っている企業もあり、注目されます。今後の取り組みを後押ししてまいります。

AIの利用に関するガイドライン、規制の動向



※AI Risk Management Framework 1.0

(出所)総務省・経済産業省 AI事業者ガイドライン(1.1版)概要より [https://www.meti.go.jp/shingikai/mono\\_info\\_service/ai\\_shakai\\_jisso/pdf/20250328\\_2.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/ai_shakai_jisso/pdf/20250328_2.pdf)

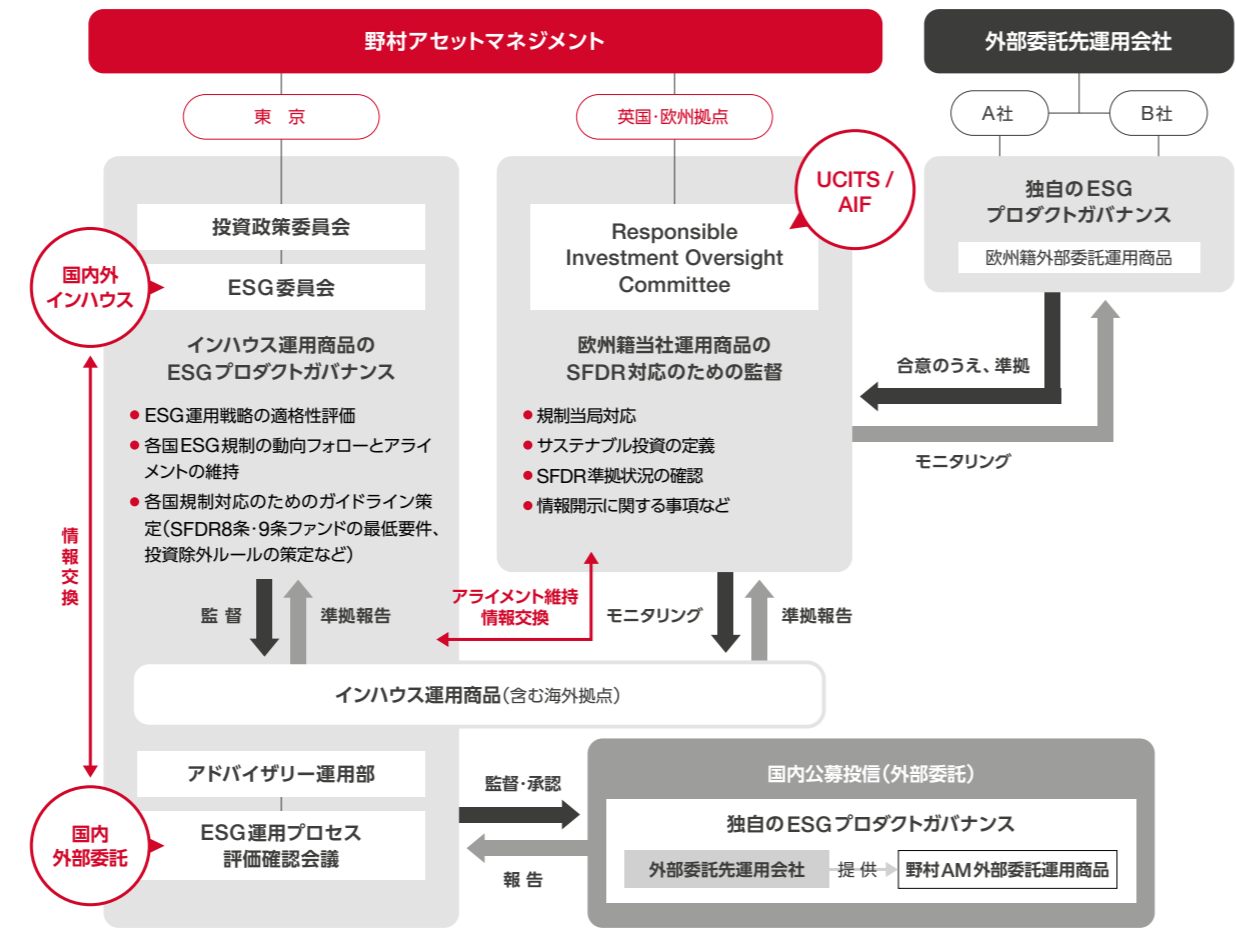




# Our Product Governance Initiatives

## 当社における プロダクト・ガバナンスの取組み

運用フロントにおけるESGプロダクト・ガバナンス体制の全体図



当社ではお客様の信認を得るためには、世界的なESG規制への対応力を備え、高品質な運用商品の提供と説明責任を果たすことも重要であると考えています。そのためESG投資の品質管理だけでなく、情報開示の観点も含めた継続的なESGプロダクト・ガバナンスの取組みを続けています。当社の「ESG投資」は自社運用によるものだけではなく、外部委託先運用会社を活用したファンドも含まれており、それらも含めて対応を強化しています(当社のプロダクト・ガバナンスの全体像については、P.55)の「運用フロントにおけるESGプロダクト・ガバナンス体制の全体図」をご参照ください。自社で投資判断を行うESG投資の品質管理を担う組織として、ESG委員会を設置しています。ESG委員会では、日本の国内籍ファンドのESGプロセス確認のみならず、UCITS(欧州委員会が制定した指令(UCITS指令)に準拠するファンド)等の外国籍ファンドについても、欧州SFDR(サステナブルファイナンス開示規則)、タクソノミーなどを含む海外規制対応、そのためのESG運用方針の論点整理、開示項目の特定等も実施しています。当社の欧州籍運用商品については、英国・欧州拠点合同でResponsible Investment Oversight Committee(RIOC)を設け、現地の規制当局対応を含め、欧州における監督機能の強化に努めています。

足元の欧州の動きとしては、2025年11月に欧州委員会はSFDRの大幅な改定案を発表しました。サステナビリティのレベルに応じた商品カテゴリーの明確化、各商品カテゴリーに応じた最低要件(除外スクリーニング等)

の導入などが提案されており、従来の「ディスクロージャー規制」から「ラベリング規制」に性質を変更することが想定されます。今後、欧州委員会、欧州議会、欧州連合理事会の三者協議を経て、SFDRの改定案が最終決定される予定ですが、EU加盟国の関連業界団体等のロビイングも想定されるため内容は流動的です。改定版の本導入までには数年かかることが予想されますが、当社は規制動向を注視しながら今後もプロダクトレベルにおけるガバナンス強化の取組みを進めます。

また、当社はプロダクト・ガバナンスの取組みの一環として、2023年度よりファンド・レビュー・レポートを発行しています。2024年度以降は同レポートにおける情報提供の評価方法について、ESGに関する開示が十分に行われているかなどの観点で検証を強化しています。お客様にESGファンドであることを理解いただくために、目論見書や報告書においてESGの活用方法をより具体的な表現に改訂し、インパクト指標の計測結果や組み入れ銘柄の選定における重要なESG課題やその取組みについての評価を記載するなどの改善を行っています。個別開示レポートでは、運用の哲学やフレームワーク、エンゲージメント、ESG担当者等の情報を掲載し、ESGをお客様が身近に感じられるように取り組んでいます。当社では受託者責任を果たす観点から、外部委託等を活用する場合であっても、自社運用と同様に運用体制、運用戦略、運用実績等について、外部委託先運用会社に対して適切な頻度と深度で確認・把握すべきであると考えています。そのため、当社では自社運用と同様に、外部委託先運用会

### 当社におけるプロダクト・ガバナンスの取組み

社やESG指数プロバイダを活用したファンドに対してもデューデリジェンスや開示の充実を通じた品質向上を行っています(ESG指数プロバイダについてはP.57-58)、外部委託先についてはP.59-60)をご参照ください。

ESG投資は厳しい選別の時代となっています。当社は今後もESG関連規制や動向等を見ながら、常に本質的なESG投資を追求し、その情報開示についても投資家の皆様の投資判断に資するものになるよう継続的に強化していきます。

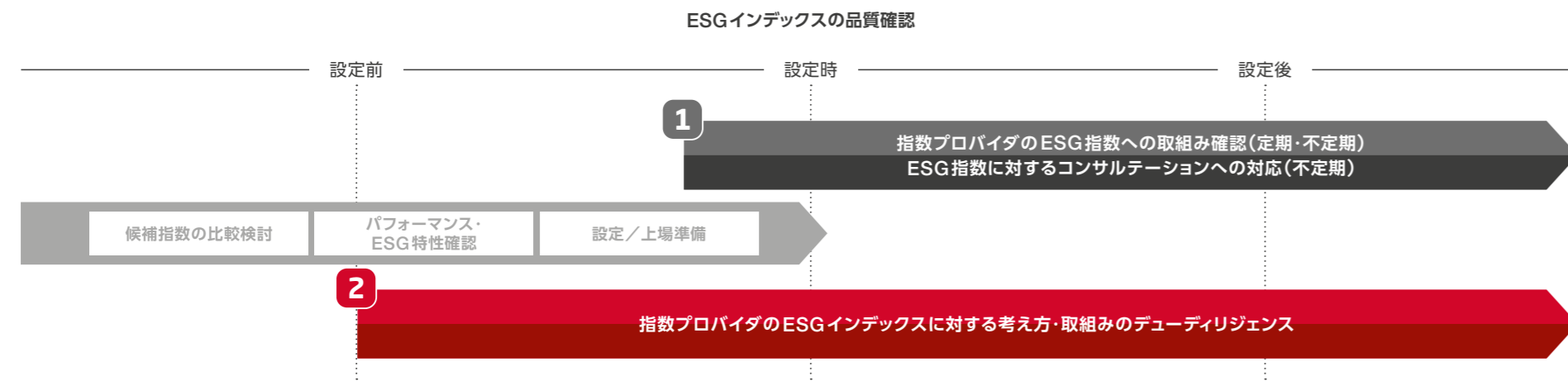
当社では上記の体制面での取組みとESGファンドの定義の明確化を行い、2022年8月に開示しています。当社の主な「ESGファンド」については、当社ウェブサイト内の以下のリンクをご参照ください。  
<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/esg-integration/esglineup.html>

# インデックスファンドにおける ESG プロダクトガバナンス

当社におけるプロダクト・ガバナンスの取組み

野村アセットマネジメントでは、個人および機関投資家の皆様に、ESGインデックスに連動するファンドの提供を通して、ESG投資のソリューションの拡充を図っています。

ESGインデックスファンドの提供にあたり、採用ベンチマークが有するESG特性の確認や指数プロバイダとのコミュニケーションを強化し、ESGインデックスファンドの品質向上に積極的に努めています。



## 1 ESGインデックスプロバイダとの意見交換

ESGインデックスがESG課題の解決にそったメソドロジー(算出要領)が維持されているか、市場構造の変化を適切に反映できているかどうかなどについて、ESGインデックスプロバイダと定期的な意見交換を実施しています。また、ESGインデックスについてのコンサルテーションに対し、必要に応じ意見を伝え、改善の要望や品質の向上を働きかけています。なお、野村アセットマネジメントは、JPX総研およびFTSE社の指数アドバイザーのメンバーとして参画しています。運用会社の立場から、インデックス全般の品質とガバナンスの継続的な改善のための意見を積極的に伝えています。

### 主な意見交換のテーマ

インデックスプロバイダの ESGリサーチおよび ESGインデックス提供体制

ESG評価における重要トピック、およびグローバルの最新の動向

ESGインデックスに関する最終投資家への情報提供の充実化

## 2 ESGインデックスプロバイダに対するデューデリジェンスと評価

指数プロバイダに対し、品質の確保に対する取組みや、ESG評価の透明性の確保などの項目を定期的にヒアリングし、その状況を確認しています。ヒアリング結果をもとに、運用部や責任投資調査部をはじめ、関連部署と連携して指数プロバイダを評価し、ESG委員会に報告します。ESGプロバイダの評価を通して、各プロバイダの相対的な強みや課題を把握し、必要に応じ意見を伝え、改善を要望することもあります。

2025年は当社が採用するESGインデックスのプロバイダ全てから回答を受領し、いずれのプロバイダも、ESGインデックス提供主体として、品質の確保や専門性を担う人材の育成、独立性の確保・利益相反の管理、透明性の確保等について適当な説明ができる体制となっていることを確認しています。

また、この1年で、ESGインデックスにおけるメソドロジーの改定が行われたものについては、その内容や変更の背景について、プロバイダからの情報収集と意見交換を通して、インデックスのコンセプトに合致していることを確認しています。

### 主なヒアリング項目

ESGインデックスの品質確保への手続きの策定と実効性のある運営

ESGインデックス算出における透明性や独立性、および利益相関管理体制の整備

ESG評価データ作成・提供のための、専門性確保や人材および組織体制の整備

ESG評価対象企業からの実効的な情報収集や手法の継続的な改善

直近1年間のESGインデックスに関する品質向上に向けた取組み

# インデックスファンドにおける ESG プロダクトガバナンス

当社におけるプロダクト・ガバナンスの取組み

当社のESGインデックスファンドでの採用ベンチマークと概要

## FTSE4Good Developed 100 Index

FTSE4Good Indexシリーズ\*の一指数であり、世界の先進国における企業から、タバコ製造業者や兵器・武器システム製造会社を除外した上で、ESG選定基準によってスクリーニングされた時価総額上位約100社によって構成。

\*FTSE4Good Indexシリーズは、世界的に認められかつ受け入れられた「ESG選定基準」に合致する企業を対象とした一連の株式指数

## MSCI日本株女性活躍指数 (セレクト)

MSCIが開発した、高い性別多様性を指向・維持する日本企業で構成される株価指数。企業の選定(セレクト)にあたり、性別多様性や不祥事スコアでの高い評価の企業とともに、設備投資や売上高の成長率が高い企業を組入れ銘柄の選定に用いる。

## MSCIジャパン気候変動指数 (セレクト)

MSCI ACWIセレクト・クライメート500指数の構成銘柄である日本企業で構成される株価指数。温室効果ガス排出へのエクスポージャーを減らし、SBTi(Science Based Targets initiative)による排出削減目標の認定を受けた企業へのエクスポージャーを増やそうとする投資家を支援するようデザインされている。

## MSCIジャパンカントリー指数 (セレクト)

同業他社比でESG評価の高い日本企業で構成される株価指数。親指数のMSCIジャパン指数をベースにシンプルかつ透明性の高いベスト・イン・クラスアプローチで高いESGパフォーマンスを目指すようデザインされている。

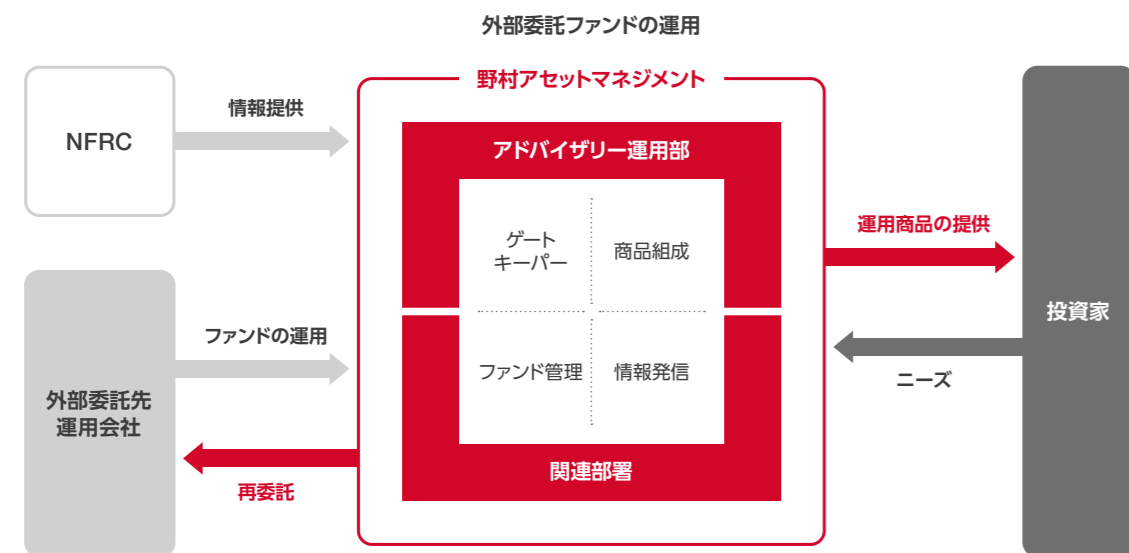


# 外部委託先の ESG プロダクトガバナンス

## 外部委託ファンドの概要と定性評価

野村アセットマネジメントでは、国内外の外部委託運用会社と連携して国内の投資家へ幅広いアセットクラスの外部委託ファンドを提供しています。外部委託ファンドの運用は、アドバイザー運用部等、外部委託に特化した部署が担当しています。主に伝統的資産を運用するアドバイザー運用部では、100社程度の運用会社と連携して外部委託ファンド(純資産8.7兆円、2025年12月末現在)を提供しています。その資産内訳は、株式、債券、FOFs(ファンド・オブ・ファンズ)など幅広く分散されています。

運用の外部委託を行う際は、外部委託運用会社の運用能力や業務遂行能力を精査して選定を行っています。また、選定後もプロダクトの品質を担保するために、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング(NFRC)と共同で、運用会社、運用体制、運用プロセス、パフォーマンス等に関するモニタリングを継続的に行い、年次で外部委託ファンドの定性評価を実施しています。なお、外部委託ファンドの運用について重大な問題が確認された場合には、外部委託運用会社に対して運用改善を要請し、ファンド品質の維持・向上に努めています。



## 当社におけるプロダクト・ガバナンスの取組み

### 外部委託ファンドに対する ESG 評価

当社による年次の外部委託ファンドの定性評価では、2018年から ESG (責任投資)に関する質問事項を追加し、エンゲージメント活動や議決権行使のプロセスなど ESGに関するモニタリングを開始しました。2021年以降は、運用プロセスへの ESG 統合(インテグレーション)の状況を確認することを目的に、ESG 調査体制や具体的な運用プロセスなどを質問事項に追加しました。

同年より、ESG 投資に関する手法の中で、「ESG 統合(インテグレーション)」と「エンゲージメント・議決権行使」、その他の「サステナブル戦略」を積極的に活用しているファンドを ESG ファンドと定義し、ESG 課題の重要性およびフィデューシャリー・デューティーの観点から、年次の外部委託ファンドの定性評価とは別の枠組みで、ESG に特化した定性評価を開始しました。外部委託ファンドでは2025年12月末時点で12ファンドが対象となっています。

2024年には、年次の外部委託ファンドの定性評価において ESG 関連の質問事項を独立させ、前述の ESG ファンドに対して実施している定性評価の質問事項と統合した ESG アンケートを新たに導入しました。これによって、従来 ESG ファンドに対してのみ行っていた ESG に特化した定性評価と同様の評価を、アドバイザー運用部が担当する全ての伝統的資産ファンドに実施できる体制が整えられ、ESG 関連のモニタリング強化を実現できました。

# 外部委託先の ESG プロダクトガバナンス

## ESG ファンドにおける定性評価

ESG ファンドに対する定性評価の結果、ESG ファンドの運用について重大な問題が確認された際には、他の外部委託ファンドと同様、外部委託運用会社に対して運用改善を要請します。ESG ファンドの定性評価は外部委託ファンドの運用を担当するアドバイザー運用部が主体ですが、2022年からは、責任投資調査部など ESG 関連部署との連携を強化し、社内の幅広い関係者が外部委託ファンドの評価に加わる体制とし、評価体制の改善・強化を進めています。

定性評価は、GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)による7つの ESG 投資分類(エンゲージメント・議決権行使、ESG 統合、ネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング、規範スクリーニング、サステナブル・テーマ投資、インパクト投資)に基づき行われています。2022年には、外部委託運用会社の ESG の取り組みとして、気候変動問題やその他 ESG 課題などへの対応、各種イニシアティブ連携などを評価項目に加えました。

2023年には当社の定性評価に対して外部機関によるコンサルティングを実施し、第三者的な視点での評価を受けることによって、評価内容のさらなる改善を図り、新たに人権や生物多様性の問題への取り組み、ESG リスクなどを評価項目に追加するなど評価の充実を図りました。

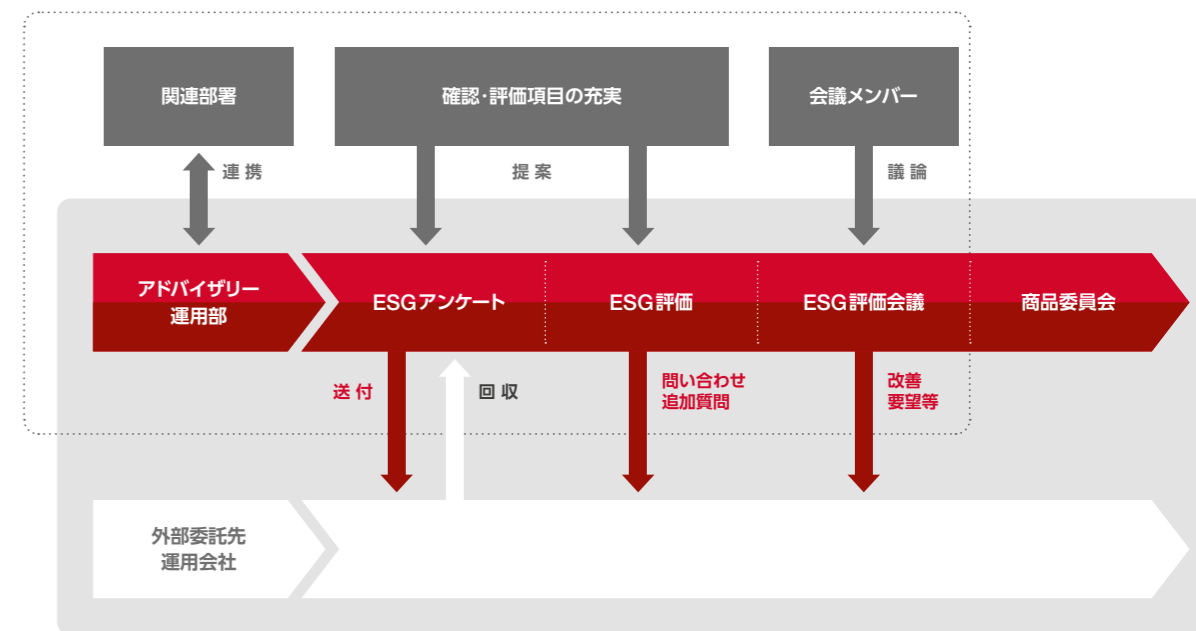
これらの改善により、外部委託運用会社の ESG 投資に関するより詳細な情報や従来よりも多様な ESG 課題へ

## 当社におけるプロダクト・ガバナンスの取組み

の取り組み状況などについて具体的に確認することが可能になりました。外部委託ファンドに対する当社の取り組みは対外的にも評価を受け、責任投資原則(PRI)による2024年の年次評価において、株式および債券の評価が4つ星から5つ星に向上し、2025年も評価を維持しました。世界的に責任投資が浸透する中、2023年にPRI、CFA協会、GSIA が共同で「Definitions of Responsible

Investment Approaches (責任投資手法の定義)」を公表するなど、責任投資における投資アプローチの定義統一や必要要素の明確化が求められています。当社の定性評価においても、このような変化を評価プロセスに反映し、より適切な評価を実施することで、外部委託先ファンドにおける品質の維持・向上を図っていきます。

### ESG ファンドの定性評価プロセス



# 未上場から始める成長支援 — 資本市場と社会的インパクト創出の接続

## 日本の資本市場の構造課題と、XIF立ち上げの狙い

当社は、スタートアップが上場後も持続的に成長し、資本市場から正当に評価されるためには、「未上場段階からの準備」が不可欠であるとの認識のもと、2024年スタートアップ投資室を新設しました。また、同年12月、UntroD Capital Japan社との協業により「クロスオーバー・インパクト・ファンド(以下、「XIF」)」の運用を開始しています。上場はゴールではなく、上場後に求められる成長戦略の説明力、情報開示、投資家との対話、そしてガバナンス体制を、上場前から計画的に整えていく必要がある——これが当社の基本的な考え方です。

2025年東京証券取引所は、グロース市場を通じて高い成長を目指すスタートアップを活用し、投資者にとって魅力ある市場として機能するための施策を推進しました。背景には、上場後の時価総額が上場時から10倍以上に成長した企業が全体の5%に留まるなど、日本経済を牽引するようなスタートアップの輩出ができていない\*という問題意識があります。機関投資家の投資対象となり得る規模への早期成長を促すとともに、企業間のM&Aや起業家の次なる創業などを促進する観点から、グロース市場の上場維持基準が引き上げられ、上場10年経過後の基準は40億円から、5年経過後は100億円以上となりました。上場承認基準に変更はないものの、上場時点で「上場後も高い成長を継続し、資本市場から適切に評価される企業であるか」がこれまで以上に厳しく問われるようになったと受け止めています。

このような環境変化に照らして、当社が以前より掲げて

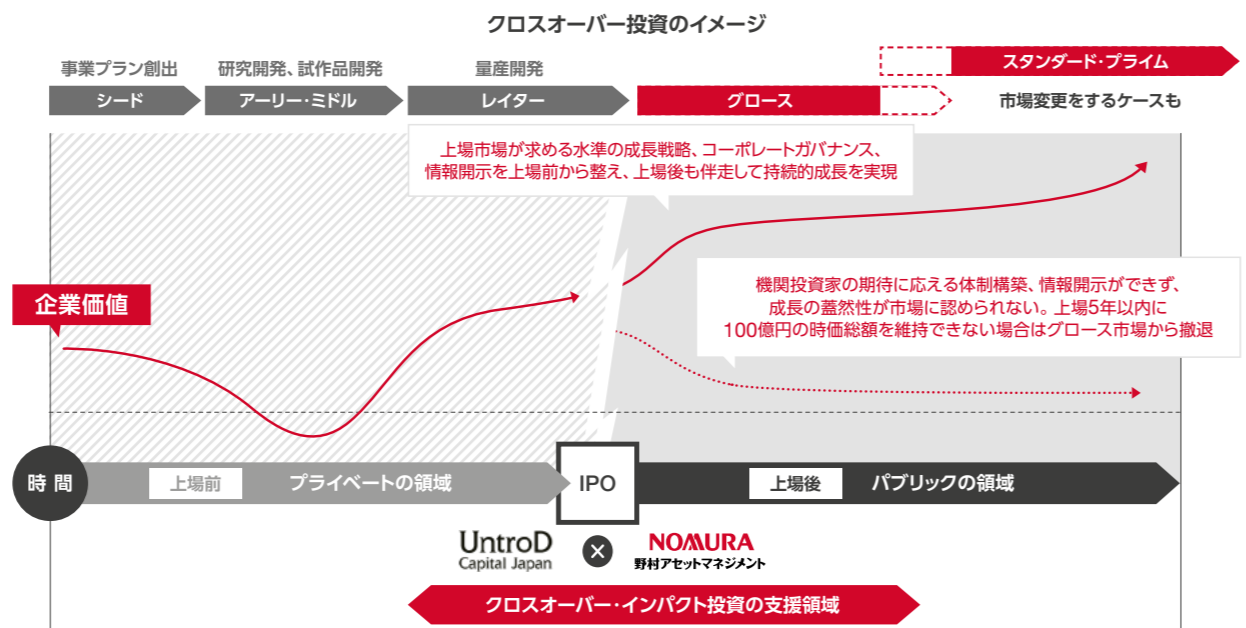
きた「上場前後を分断せず、求められる成長水準やガバナンス等を未上場段階から整える」というアプローチが、より重要性を増していると改めて認識しています。上場後に成長支援が得られにくい悪循環を回避し、リスクマネーが循環する市場構造を実現するうえで、上場前からの準備と、上場後も継続する支援の重要性は一層高まっています。

## 開始から1年間の進捗 インパクトを「語り」から「企業価値に反映される実務」へ

XIFを始動してからの1年間で最も重視したのは、社会的インパクトを「良い話」として語るだけで終わらず、将来の

成長と企業価値に結びつく「実務の型」として企業側に実装することでした。私たちが整理したリターン創出の筋道は、  
① 社会課題を解決することで市場が拡大し、事業が成長する、  
② IPO前からIPO後まで機関投資家が長期で支援し、ガバナンス・開示・戦略実行を後押しして価値向上につなげる、  
③ インパクトを可視化してエクイティ・ストーリーを強化し、将来キャッシュフローの蓋然性を高めることで評価(バリュエーション)の底上げを狙う、という三点です。

具体的には、投資検討、投資後のエンゲージメントにおいて「インパクトの可視化」と「ロジックモデルの作成」を中核に据えました。ロジックモデルとは、社会課題、受益者、提供価値、普及ドライバー、事業KPI、財務KPIの関係を体系的



\*東京証券取引所 市場区分の見直しに関するフォローアップ第20回 資料4「グロース市場における今後の対応」  
https://www.jpex.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/um3qrc00000t58p.pdf

# 未上場から始める成長支援 — 資本市場と社会的インパクト創出の接続

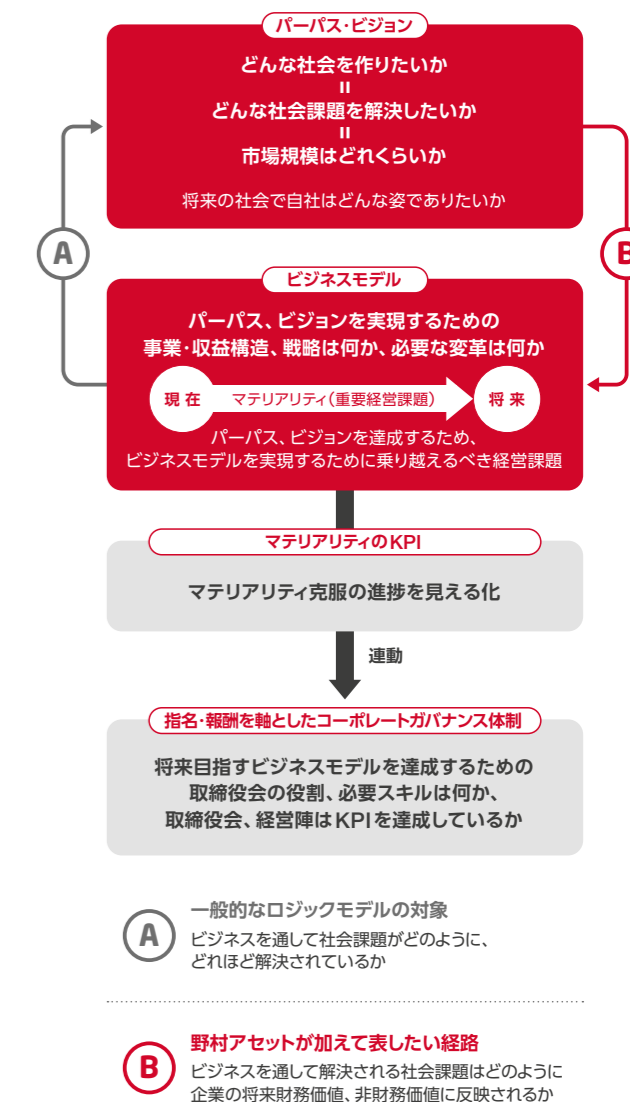
的に整理したものです。従来のロジックモデルは、自社が主体的に取り組める社会課題を特定し、企業の事業活動と経営活動を通じてその課題に取り組むことで「社会的価値」(外部性)がどのような経路で創出されるのか、また、その取り組みは社会的にどれほどの財務価値となるのかを図式することが一般的です(右図A)。一方で、多くの場合、社会的インパクトの創出が自社の将来の財務価値にどのように結びつくか、また取り組みによって増加した非財務資本(人的資本、ブランド、技術、信頼性など)が中長期の財務価値をどう増加させるかまでを十分には捉え切れていません(右図B)。当社は、定量的にインパクトを可視化し、それをロジックモデルと組み合わせることで、社会的価値(外部性)と企業の中長期的な財務価値(内部性)を結びつけることが可能になると考えています。これにより、将来のリスクや新たなビジネスチャンス幅広く把握できるようになり、経営判断の精度が高められます。また、投資家にとっても、企業の取り組みが社会課題の解決に資するものかを評価できるとともに、将来の企業価値を認識する手助けとなります。

例えば、ある企業では、技術の優位性は説明できる一方、「その技術が解決しうる社会課題がどれほど大きな市場になるのか」を投資家が具体的に想像できないことが課題でした。そこで、① 誰が主たる受益者で、② 何がどう改善され、③ 普及は何によって加速するのか(規制、コスト構造、代替困難性など)、④ 結果として市場規模と顧客数がどう積み上がるのか、という順序で説明を再構成するよう助言しました。併せて、短中期(例:2030年)と長期(例:2040年)の時間軸を分け、海外展開や提携、M&Aを含む選択肢を整理するよう依頼しました。さらに、ビジネスモデルが複数の可能性

を残したままだと市場評価が定まらないため、「上場時にどの規模の時価総額を狙うのか」から逆算し、どのモデルに取れんさせるべきか、転換が必要なら何を変えるか(販売体制、価格、プロダクト構成、資本政策)を整理しました。上場後に機関投資家と対話できる体制づくりにも取り組んでいます。経営陣には、企業の存在意義(パーパス)と目指す社会像(ビジョン)、取り組む社会課題、創業からの現在地、そして長期のビジネスの完成形(どの市場で、どの収益構造をつくり、どれほどの規模を狙うのか)が明確に伝わるよう整理を依頼しました。また、CFOとは、上場の意義、資金使途、事業KPIとマイルストーン、資本コストと目標ROE、投資と調達(上場後の追加調達を含む)を整理し、成長の蓋然性を財務面から説明するよう協議しました。加えて、取締役会の役割定義、必要スキル、社外取締役の補強、指名・報酬を含むガバナンス設計、人的資本(採用計画・リテンション・スキルポートフォリオ)まで、上場後の評価軸に耐える準備を前倒しで進めるべく取り組んでいます。

この1年間の手応えは明確です。インパクトを「理念」ではなく「経営戦略と開示の中核」に据え、KPIのデータ収集と開示準備まで型化することで、投資家は将来のキャッシュフロー実現性をより明確に把握でき、企業は意思決定を迅速化できます。クロスオーバー投資の最大の価値は、IPOをゴールとせず、上場後の評価・対話・資本市場での成長までを見据えて、上場前から経営を長期目線へと転換できる点にあります。今後は、未上場と上場後で変わりがちな企業価値評価をシームレスにつなぐ方法論と、インパクトを市場に評価させるIRの実装をさらに磨き込み、日本の健全な資本市場の底上げに貢献していきます。

## 資本市場とインパクトを接続するフレームワーク



A 一般的なロジックモデルの対象  
ビジネスを通して社会課題がどのように、  
どれほど解決されているか

B 野村アセットが加えて表したい経路  
ビジネスを通して解決される社会課題はどのように  
企業の将来財務価値、非財務価値に反映されるか

## 資産運用フォーラム

### 資産運用フォーラムについて

2023年12月、日本政府はさらなる投資や消費につながる「成長と分配の好循環」を実現する資産運用立国に向けて、資産運用業とアセットオーナーシップの改革を進めていくため、「資産運用立国実現プラン」を公表しました。

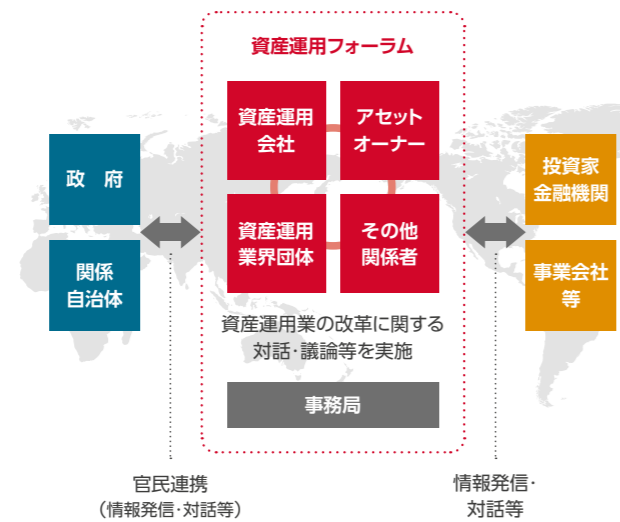
資産運用立国や国際金融センターの実現に向けた施策を、国内外の関係事業者や投資家のニーズに沿って進めるために、日本市場の魅力・政策等に関する「対外情報発信・コミュニケーションの強化」が必要であり、国内外の資産運用会社を中心に、関係事業者や投資家等の参画・連携を得て「資産運用フォーラム」が設立されました。

2024年10月の初回となる年次会合では、日本市場におけるオルタナティブ投資のポテンシャル、トラジション・ファイナンスの拡大に向けて、投資先としての日本株、などのテーマが話し合われました。2025年10月の年次会合では、日本企業の価値向上と地方を含む日本への投資促進、オルタナティブ投資、資産運用業のデジタルトランスフォーメーションなどについて議論が行われました。各分科会では複数の金融機関から構成されるリーダーシップチームが議論をとりまとめ、その内容を「資産運用立国実現に向けたステートメント」として公表しました。

「日本企業の価値向上と地方を含む日本への投資促進」についての議論をステートメントから紹介します。テーマのうち日本企業の価値向上に関わるものについては、「投資先の事業ポートフォリオの見直しや業界再編の活発化」について、**1** ROE向上に向けた働きかけ、**2** 小規模企業の成長支援、**3** 未上場企業に対する取り組み強化、が議論され

ました。また、「投資先企業における人的資本の活性化」については、**1** 人材戦略の策定、人材ポートフォリオの可視化、**2** 従業員へのインセンティブ付与、「自治体や地域金融機関と連携した有力地方企業の発掘・支援」、「地方を含む国内における経営資源不足の解消」については、地方企業の人的資本投資、都市部の人材の波及・定着などについて議論が行われました。考察として、効果的なエンゲージメントの実施が事業ポートフォリオの見直しや企業価値向上につながる可能性があります。また、ベストプラクティスの共有で実効性の向上が期待されます。

当社は、これらの活動を通じて日本の資産運用業界の発展を支援し、健全な資産形成を目指すステークホルダーに貢献します。



(出所)一般社団法人資産運用フォーラム <https://amforum.jp/>

**資産運用立国実現に向けたステートメント**  
<https://www.nomura-am.co.jp/amrc/reports/2507.html>

### Nomura Asset Management Seminar 2025

政府が推進する国際金融センターや資産運用立国の実現に向けた取組みの一環として、2023年・2024年の秋に続き2025年秋に3回目となる「Japan Weeks」が開催されました。10月20日から10月24日をコアウィークとし、前後の週を含め、海外の投資家や資産運用会社等が参加する様々なイベントが開催されましたが、当社セミナーを開催し情報発信を行いました。



### Nomura Asset Management Seminar 2025

日本の資産運用の新潮流 ~新たな投資機会の発掘と未来~

2025年10月24日 14:30-19:00  
野村アセットマネジメント株式会社

## 小型・グロース市場活性化

上場企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上、そして投資家にとって魅力的な市場となるよう2022年4月に東証の市場区分の見直しが行われましたが、様々な課題がありました。PBR1倍割れの問題につきましては、資本効率改善の努力が進められています。投資家との対話が求められる一方で時価総額、流動性が機関投資家の基準にあっていないため、なかなか面談の機会が得られないのご意見も聴いております。また、グロース市場の課題として、小型上場とその結果として機関投資家の参加が不十分であるのご指摘もありました。

そこで2025年7月に東京証券取引所・JPXと共催でセミナーを開催し、機関投資家との対話機会が少ない上場会社のIR実務担当者を中心にご参加を頂き、機関投資家の目線や機関投資家が上場会社に対して求める情報発信の在り方などを具体的な例を交えてお話ししました(右コラムご参照)。

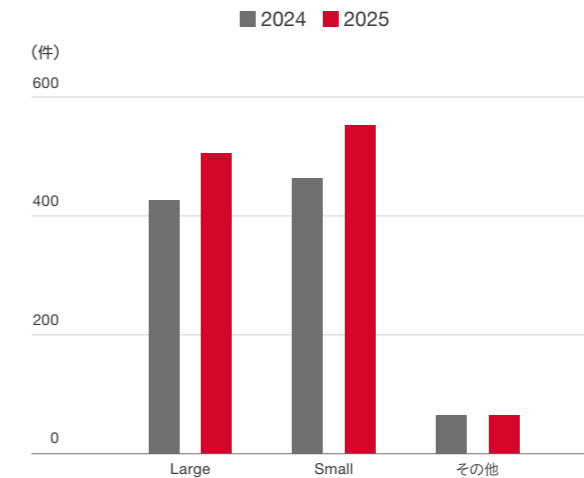
当社ではこれまで当社の持ち株比率が高い、いわゆる当社にとって重要度の高い企業、重点300社を中心にエンゲージメントを行ってきました。結果、パッシブファンドで保有が多い大型企業が中心でしたが、現在はアクティブファンドからエンゲージメント要請のあった中小企業にも対象を広げつつあります。中小企業はセミマクロや業界の要因よりも個別の要因が経営に与える影響が大きく、経験豊富な日本株の運用・調査担当者を多く有する当社の強みが発揮できるものと考えています。

前述のセミナーをきっかけに参加企業数社と当社のポートフォリオマネージャーと面談させて頂きました。その中でいくつかの会社をお招きし、現状のお取組みや機関投

資家に期待することをお話し頂き、当社社長と資本市場の課題について語り合う対談を行うなども企画しております。

当社は、現状では個別企業からの対話やエンゲージメントの要請に関しては原則全てを受ける体制で進めています。実際に中小型企業から、より良い情報開示、統合報告書に関するアドバイスを求められることも多くあります。当社の中小型株運用担当者やESGスペシャリストが議決権行使基準や銘柄選択の視点を紹介するセミナーへ登壇するなど中小型企業との対話や情報発信にも積極的に取り組んでいます。これらの取り組みを通して、わが国の資本市場の活性化に貢献していきたいと考えています。

### Russell/Nomura\*分類による 会社規模別エンゲージメント件数



\*Russell/Nomura日本株インデックス：全上場銘柄のうち累積浮動株調整時価総額で上位98%を占める銘柄から構成される。浮動株調整時価総額上位約85%をLarge Cap、下位15%をSmall Capと定義。

**当社ホームページで情報発信も行っています。**  
[https://www.nomura-am.co.jp/special/japanequity\\_info/pdf/202508\\_seminarreport.pdf](https://www.nomura-am.co.jp/special/japanequity_info/pdf/202508_seminarreport.pdf)

### 東証・JPX共催セミナー

2025年7月16日(水)株式会社東京証券取引所・株式会社日本取引所グループ、当社の共催にて、機関投資家が求める情報開示の在り方に関するセミナーを実施しました。

本セミナーは、機関投資家との対話機会が少ない上場会社のIR実務担当者を中心にご参加を頂き、機関投資家である当社より、機関投資家の投資スタンスや運用方針、上場会社のIR活動に対して求めている情報などについて「リサーチ」・「運用」・「責任投資」の3つの領域から計6名が講師として登壇し、ご説明させて頂きました。



### 東証・JPX共催セミナー

機関投資家が伝えます！  
～資産の運用方針から上場会社に求める情報発信の在り方まで～

# Our research results 当社の研究成果

## スキル・マトリックスを通じた取締役会の分析・評価

当社スチュワードシップ業務全般の高度化

Nomura Asset Management U.K. Limited.  
Vice President

山脇 大



当社は、サステナビリティ分野に関する研究活動も実施しており、その成果として得られた知見を実際のスチュワードシップ業務へと反映させることを試みています。

例えば、ミクロ経済学において言及される「プリンシパル・エージェント理論」では、プリンシパル(投資家や株主)とエージェント(投資先企業の経営陣)の間に、情報の非対称性や利害対立が発生するという仮定のもと、それを解決する手段としてコーポレートガバナンスに着目しています。当社は、取締役会を通じた監督・規制(下図の右側)、特に改定コーポレートガバナンス・コードで開示が求められているスキル・マトリックスに着目し、取締役が保有するスキルと企業の財務指標や非財務指標との関係を分析しました。

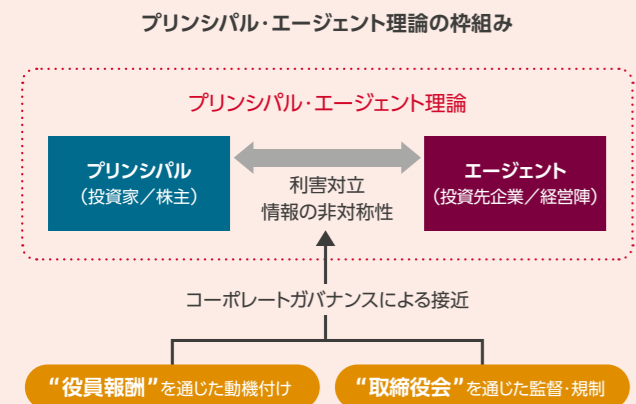
一方で、スキル・マトリックスは客観性の欠如や標準化が課題としてある(横比較が難しい)ことから、当社の研究論文においては、上場会社の株主招集通知から取得可能な推薦理由文に基づいて、取締役のスキルを自動的に推定しました。得られたスキルの情報をマトリクス化し、それらと企業の財務指標や非財務指標との関係を分析した結果、社外取締役において少なくとも1人は企業経営のスキルを有していることが、ROEやESGスコア全体を高めることに寄与する可能性があること、社内取締役が海外経験、取締役が技術・専門性のスキルを保有していることは、ROEに正の関係性があり、経営にプラスの影響を与えている可能性があることなどが示唆されました。

本研究成果はポートフォリオマネージャーやアナリストを含む社内関係者に広く共有されており、同時にスキル・マトリックスが組み込まれている日本株ESGスコア **P.109** や議決権行使におけるロールモデル基準 **P.92**、エビデンスに基づくエンゲージメントマイルストーンの設定 **P.69** といった、当社のスチュワードシップ業務全般の高度化に貢献するものとなっています。

本研究成果は、2025年7月に開催された国際学会 IIAI - AAI (International Institute of Applied Informatics - Advanced Applied Informatics) において、“*Director Skill Matrix Disclosure and Its Impact on Corporate Performance and ESG Scores: Evidence from Japan*”<sup>※</sup>として報告され、最優秀賞である Best Paper Award を受賞しました。



※執筆者は山脇大(当社 英国拠点)、田村光太郎氏(株式会社ユーザーベース、現 株式会社野村総合研究所)、高野海斗(当社 資産運用先端技術研究部)、中川慧氏(大阪公立大学)。



**考察 (要約)**

- 社外取締役において少なくとも一人は企業経営のスキルを有していることが、ROEやESGスコア全体を高めることに寄与する可能性がある。
- 社内取締役が海外経験、取締役が技術・専門性のスキルを保有していることは、ROEに正の関係性があり、経営にプラスの影響を与えている可能性がある。

# Our research results 当社の研究成果

## 取締役会の多様性と企業価値 - フォールトラインの視点から -

取締役会の“断絶”を抑えながら多様性を向上させることが企業価値向上に寄与

資産運用先端技術研究部  
クオンツアナリスト

真辺 幸喜



当社は、コーポレートガバナンスが有効に機能するための鍵は取締役会の実効性向上にあると考え、投資先企業へのエンゲージメント活動などに取り入れる傍ら、自社での研究活動にも取り組んでいます。その一例として「取締役会の多様性と企業価値」に関する研究成果をご紹介します。

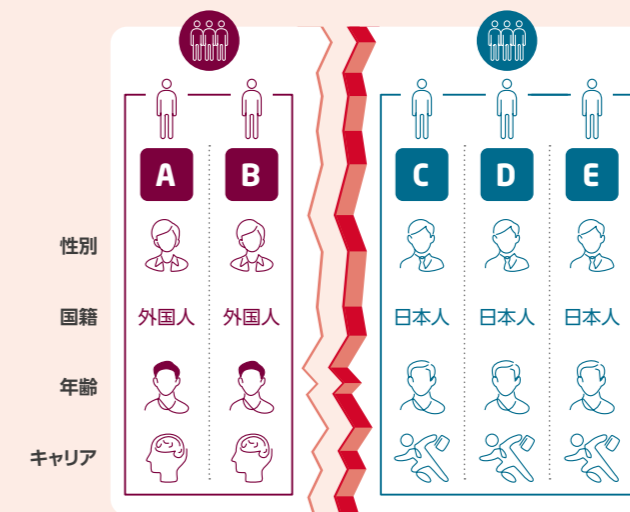
改訂版コーポレートガバナンス・コードにも明記されているように、性別・国籍・年齢などの観点から多様な人材を登用することは中長期的な企業価値向上に資すると期待されています。グローバル化や急速な技術革新により経営環境が複雑化する中、異なる視点を有する人材による複眼的な意思決定が有用と考えられるためです。

一方、多様性が自動的に企業価値向上をもたらすとは限りません。背景が大きく異なるメンバー間ではコミュニケーション摩擦が増大する可能性があるほか、外形的な多様性確保に留まり少数派の知見が実効的に組み込まれない懸念があるためです。そこで当社は、組織科学で注目される「フォールトライン(多様性の「偏り」がもたらす断絶)」という考え方に着目しました。**図1**はその概念図です。見かけの「比率」としては多様であっても、例えば、性別、国籍など特定の属性が同じ方向に「偏って」集まると、似た特徴を持つ小集団が二つの塊として向き合う構図になりがちです。こうした偏りが強い配置では、複眼的な意思決定に必要な対話が細り、取締役会の機能が十分に発揮されにくくなると見込まれます。フォールトラインはこうした小集団への分裂による断絶の強さを測る考えです。

当社は日本企業の取締役会データにこの枠組みを適用しROAとの関係性を分析しました。全体を一括りに見ると、多様性とROAの間に有意な関係は確認できませんでした。しかし、**図2**で示したように分析対象企業のフォールトラインの水準を一定に保って比較すると、断絶が低い状態では多様性の向上とROAの改善が連動する傾向が示されました。この結果は、外形的な多様性確保にとどまらず、断絶を抑えつつ多様な視点が実質的に

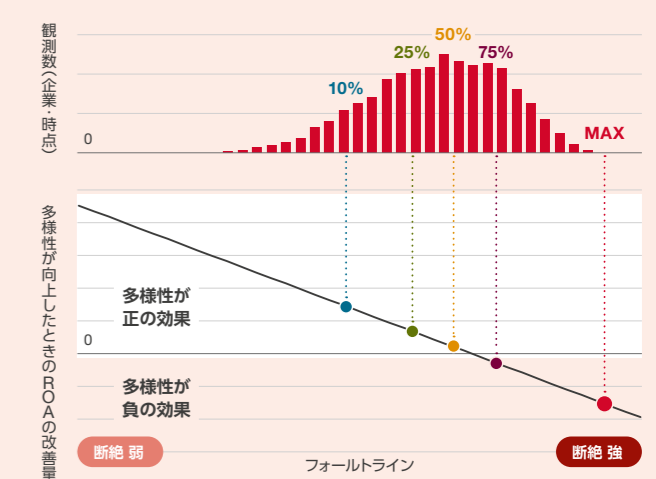
意思決定へ反映される構成が重要であることを示唆しています。本研究は、日本ファイナンス学会(2024)や証券アナリスト協会講演会(2025)で講演し外部から関心を集めている他、対外的な意見発信にも反映しています。他方で、相関関係を越えて因果関係を厳密に立証することや、多様性が企業価値向上をもたらす具体的なメカニズムの解明は今後の課題です。当社は引き続き研究を進め実務への橋渡しを進めてまいります。

図1 フォールトラインの概念図



仮想的な取締役会構成例

図2 フォールトラインの考慮下での多様性とROAとの関係



多様性の程度を定量化した指数とフォールトライン、および、両者の交差項を取り入れた固定効果モデルによるパネル回帰分析の結果(概念図)。2016~2023年度の役員情報・財務データを使用。分析対象企業群はTOPIX構成企業。



# Engagement

エンゲージメント

**企業の価値創造と持続的な成長を実現できるよう、  
企業と建設的な対話を行っています。**

## 私たちが考える投資先企業との建設的な対話

責任投資に関わる最高意思決定機関である責任投資委員会で策定した「運用における責任投資の基本方針」において「エンゲージメントの基本方針」を定めています。

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

## エンゲージメントの基本スタンス

01

友好的かつ建設的な姿勢で対話に努めること

02

ESG課題への対応状況、さらにその背景にある戦略や哲学などを含めて、非財務情報の理解に努めること

03

資本の効率的利用に関する投資先企業の考え方を聞くとともに、私たちの考え方を伝えること

04

重大な不祥事・事故が生じた際には、原因や再発防止策を聞き、健全な経営を促すこと



# サマリー

当社ではエンゲージメント活動の促進を目的に2021年にエンゲージメント推進室(2025年にサステナブル投資戦略室へ改編)を設立しました。設立翌年の2022年以降、毎年1,000件前後のエンゲージメント・ミーティングを通じて、投資先企業に対して、当社の考える“望ましい経営のあり方”の実現に向けた働きかけを行っております。

エンゲージメントの成果も確認されてまいりました。本年も新たに100件以上のエンゲージメント・ゴールにおいて私たちの期待する「企業の変化」が見られました(詳細は [P.70](#) をご参照ください)。引き続き、適切なエンゲージメント・ゴールの設定と、建設的かつ継続的なエンゲージメント活動を通じて、日本企業の企業価値向上をサポートしてまいりたいと考えております。

一方で、当社が期待する「企業の変化」が見られないエンゲージメント・ゴールがあることも事実です。こうした事例に対しては、社外取締役との面談機会の設定や当社の議決権行使への反映を通じて、当社の考えを表明してまいります。

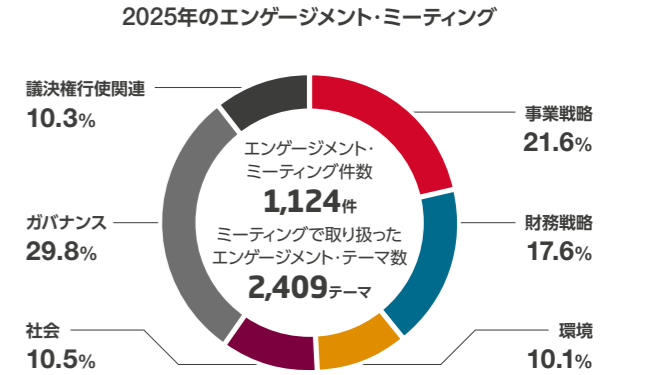
いわゆる「深いエンゲージメント」の取り組みも進めてまいります。これはセクター毎に重点エンゲージメント対象企業を設定し、事業ポートフォリオの最適化や資本政策の向上など、より踏み込んだ企業との対話を進めるものです。2023年の東証の要請以降、資本政策に対する日本企業の関心は格段に高まりました。一方で、コングロマリット企業の多い日本において、事業ポートフォリオの最適化は中長期的な成長に欠かせない取り組みです。本レポートでは、同分野での象徴的な事例として親子上場企業に対するエンゲージメント事例を紹介いたします。

## エンゲージメント活動が TobinのQに及ぼす正の効果を継続して確認

また、当社では、個別のエンゲージメント活動に対するマイルストーンを用いた進捗管理に加え、量的手法を用い、その成果を客観的に検証する姿勢を重視しています。具体的には、昨年度の分析をもとに、最新の1年分の情報を加え、企業価値の評価指標として広く用いられているTobinのQの推移を継続的に評価しました。

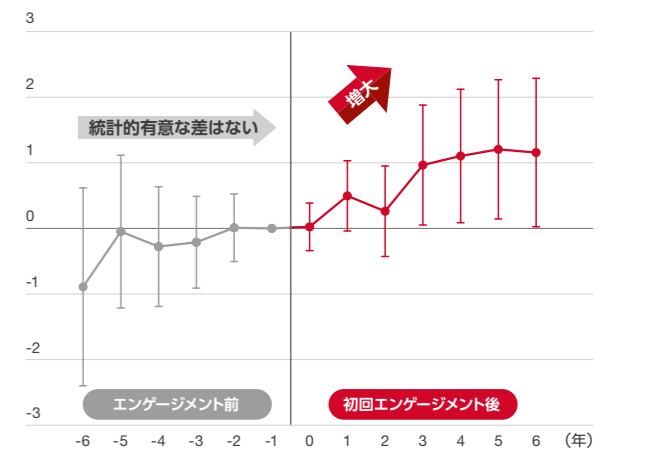
分析の結果を右図にまとめています。この分析では、当社のエンゲージメント前後でのTobinのQの推移を追跡し、それをエンゲージメント未実施の企業群と比較することで、当社のエンゲージメントの効果の大きさを見積もっています。右図において、エンゲージメント開始以前の期間(黒)では両企業群のTobinのQに明確な差は見られない一方、当社のエンゲージメント後(赤)では実施先企業群のTobinのQが時間をかけて緩やかに増大する傾向が確認されます。この結果は、昨年度の分析と同様の傾向を示しており、当社のエンゲージメント活動が数年の時間を通じ中期的な企業価値向上に結び付いていることを示唆しています。当社は、今後もデータの蓄積と効果測定を継続し、得られた知見をエンゲージメント活動の改善に活かしてまいります。

足元、我々機関投資家のエンゲージメント活動に対する期待値の高まりを感じております。今後もエンゲージメント活動の推進と活動内容の精査・拡充を並行して進めることで、エンゲージメント活動の高度化を進めていきます。



※2025年通年のエンゲージメント・ミーティングの内訳(テーマ数)。

## 実施先企業のTobinのQに対する効果推定



(注)2016年から2022年のエンゲージメント記録及びその前後の期間を含む2013年度から2024年度のTobinのQデータを使用。横軸はエンゲージメント開始前後の経過年数。縦軸はエンゲージメント効果の推計値。エンゲージメント効果はエンゲージメントを実施した企業群のTobinのQの変化量(エンゲージメント開始直前を基準に測定)と未実施企業群のTobinのQの変化量の差を用い測定。学術論文 B. Callaway and P. H. C. Sant'Anna, J. Econom. 225, 200 (2021)の手法による。TobinのQの定義は、「(時価総額+有利子負債)/総資産」。

# エンゲージメント・プロセス

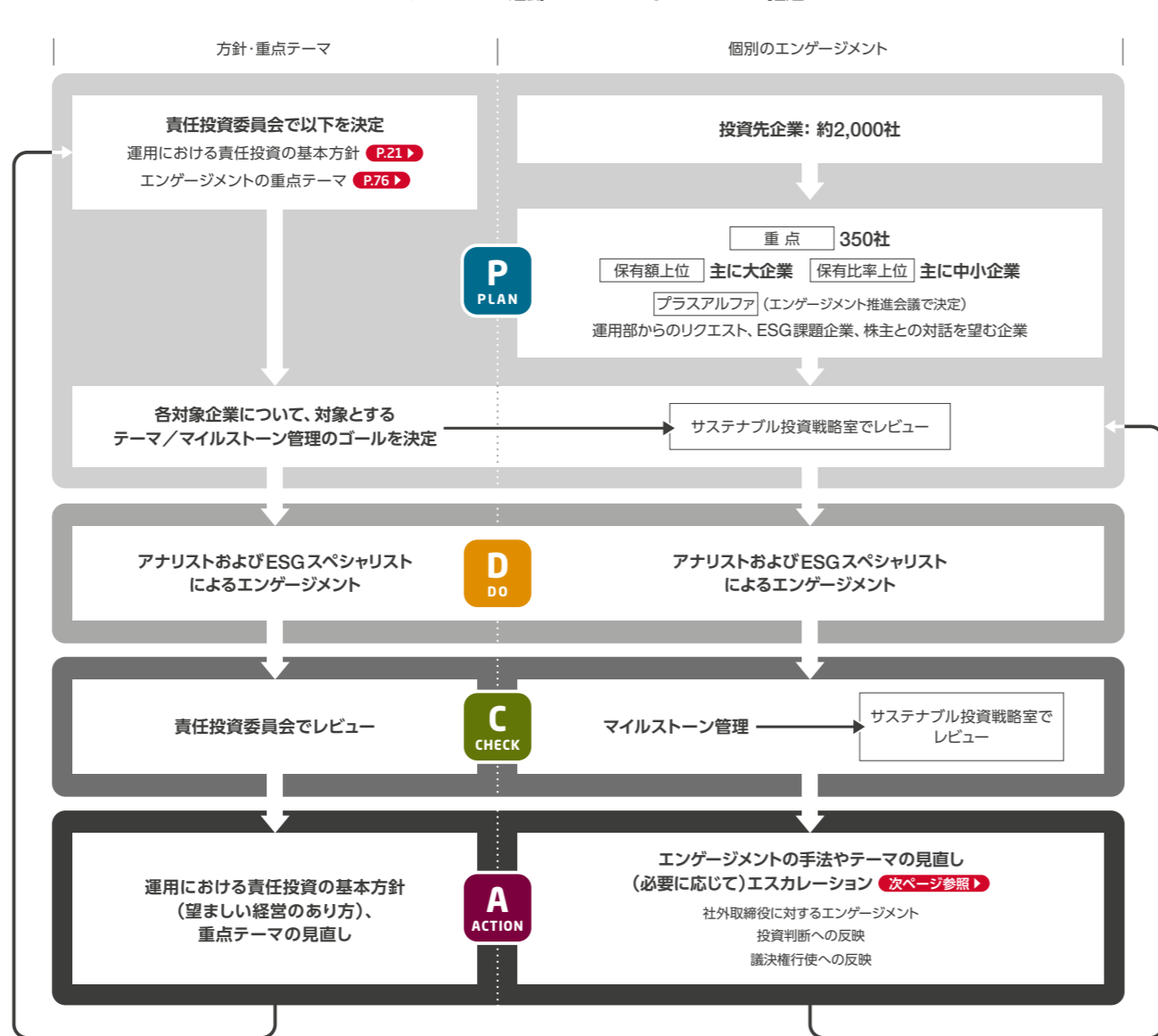
当社のエンゲージメント活動は、責任投資委員会にて設定された「運用における責任投資の基本方針」「エンゲージメントの重点テーマ」に基づき推進されます。重点テーマは、事業・財務戦略から環境・社会・ガバナンスなどのESG課題まで多岐にわたる点の特徴です。

同基本方針や重点テーマに基づき、個別企業へのエンゲージメントが実施されます。エンゲージメント重点対象企業「重点350社」に対して、個社ごとにエンゲージメント活動方針（エンゲージメント・ゴール）を設定します。同企業に対して、アナリスト、ESGスペシャリスト、ポートフォリオマネージャーが参加するエンゲージメント推進会議にて多角的な観点から、各企業の有する課題や企業価値向上余地を検討し、ゴールの設定を行います。従来は時価総額上位銘柄を中心に検討しておりましたが、足元はポートフォリオマネージャーからのリクエストを踏まえて、より改善余地の大きい企業の検討を進めております。

ゴール設定後、担当アナリスト、ESGスペシャリストによってエンゲージメントが進められます。エンゲージメント進捗状況はマイルストーンでモニタリング管理を行い、進捗が乏しいゴールに対しては、ゴールの見直しやエンゲージメント手法の変更（エスカレーション対応等）を行います。

「運用における責任投資の基本方針」、「エンゲージメントの重点テーマ」は、業界環境や当社のエンゲージメント進捗状況を踏まえて、定期的に見直しを行います。「方針・重点テーマ」「個別企業へのエンゲージメント」ともにPDCAサイクルを利かしたプロセスとなっております。

エンゲージメント活動におけるPDCAサイクルの推進

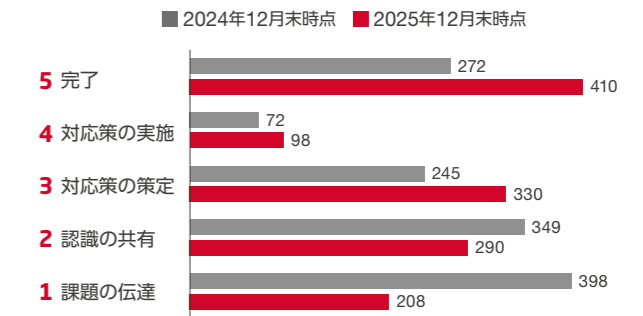


# エスカレーション・プロセス

当社のエンゲージメント活動の基本は、対象企業との建設的な対話です。エンゲージメント活動の進捗状況を測るマイルストーンを見ますと、右図のように本年も着実なエンゲージメント進捗が見られております。ただしエンゲージメント活動実施後も企業の変化が期待されない場合、エンゲージメント方法の変更を検討します。具体的にはエンゲージメント開始後3年経過しても期待する企業の変化が見られない場合、エスカレーション対応を検討します。下図は当社のエスカレーション・プロセスの概要を図示したものです。エスカレーション①は社外取締役との対話です。執行役や社内取締役と比べて中立的な立場にあり、「経営陣の監督」を主導する社外取締役との意見交換を通じて、

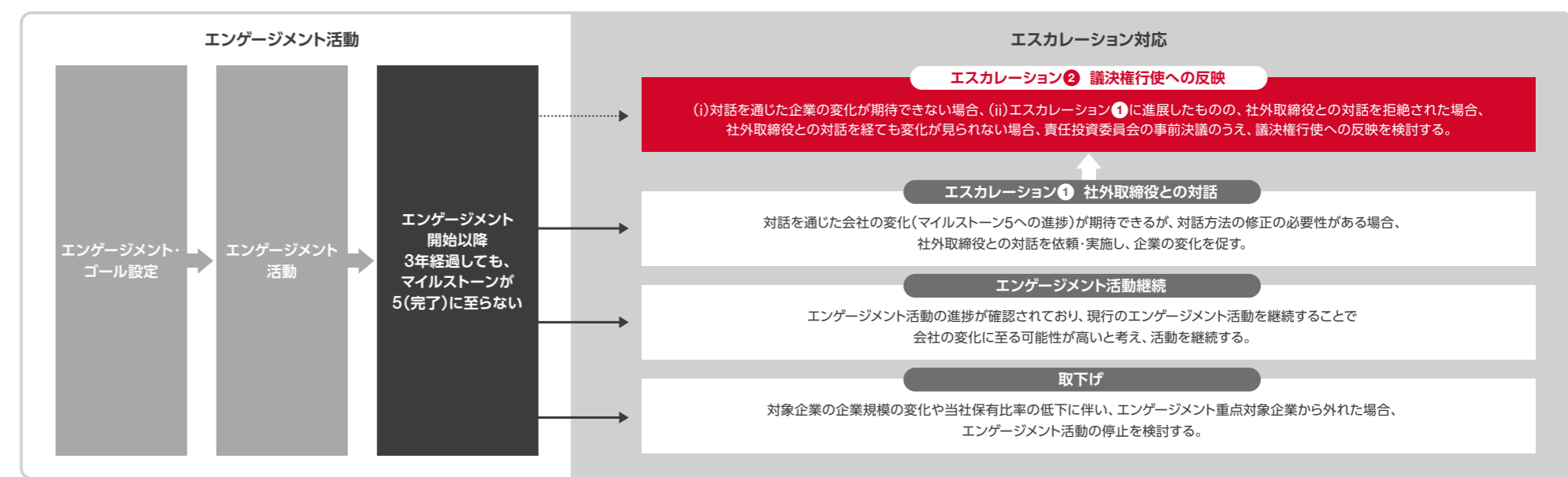
当該企業が抱える課題と、課題解決策推進の必要性を共有することが、ここでの目的です。日本全体で社外取締役の増員、影響度増加が進む中で、機関投資家と社外取締役との対話機会は非常に重要なものと考えております。

エスカレーション②は議決権行使への反映です。企業の各方面の担当者（社内・社外の取締役、社長・CEO、IR 責任者）との対話の継続では企業の変化が期待できない場合、責任投資委員会の事前決議のうえ、議決権行使への反映を検討します。先述の通り、エスカレーション対応はエンゲージメント活動における最終手段であり件数は多くありませんが、すでにエンゲージメント活動を踏まえた議決権行使も実施しています。



上図は2025年のマイルストーンの進捗を見たものです。2024年末時点では「1 課題の伝達」というステータスが中心でしたが、2025年末時点では「4 対応策の実施」や「5 完了」などの企業アクションまで進展した事例が増えています。また、本年は新たに100件以上のエンゲージメント・ゴールが「5 完了」に到達し、私たちの期待する「企業の変化」が見られました。

当社のエスカレーション・プロセスの概要



## 環境エンゲージメント

### PFAS(Per- and poly-fluoroalkyl substances)に対する 環境汚染懸念がグローバルに高まっている

サステナブルな企業価値向上には、自然資本への配慮が不可欠です。環境汚染を防ぐ取り組みを進めることで事業リスクを低減し、中長期的なビジネス安定成長と社会的評価を確保できます。こうした中足元、グローバルで環境汚染が懸念されている化学物質の1つにPFASがあります。

PFASとは、有機フッ素化合物のうちペルフルオロアルキル化合物及びポリフルオロアルキル化合物の総称です。耐熱性や耐薬品性などのユニークな特性から、半導体、自動車、情報通信・端末向けなど様々な産業、製品で使用されており。PFASには4,000を超える種類があるとされており、そのうち一部の物質のPFOS(ペルフルオロオクタンスルホン酸:Perfluorooctane sulfonic acid)、PFOA(ペルフルオロオクタン酸:Perfluorooctanoic acid)らでは発がんリスク増加などの人体への有害性が懸念されており規制強化や活用自粛の動きが広がってまいりました。

### PFAS事業のリスク軽減に向けたエンゲージメント活動

こうした中当該企業に対して、懸念がグローバルに広がった2023年以降、PFASを巡る対話を強化致しました。当該企業は以前国内でPFOAを製造しており、同製造所周辺地域を中心に、地下水への流出を通じた環境汚染が懸念されておりました。懸念や憶測の広がりを抑えるために、当該企業に対して本件に関わる自発的な情報開示を促したところ、その後プレスリリースが公表されました。

こうした情報開示の拡充に加えて、当社からはPFAS事業のリスク軽減に向けた取り組みを促してまいりました。海外ではPFOAらを巡る周辺住民からの訴訟事案も発生しており、PFAS関連事業を撤退または事業分離する海外企業も出てきておりました。当該企業に対してリスク軽減に向けた取り組みを確認したところ、地下水の揚水・浄化などの環境浄化投資を積極的に進めていること、周辺住民への説明を強化していることが確認できました。

一時期あったPFAS全てに規制をかけるという過度な議論は落ち着きを見せておりますが、依然として事業リスクはくすぶっております。周辺住民の理解が得られない場合、直接的な訴訟・賠償リスクに加えて、当該企業全体のレピュテーションリスクに発展する懸念もあります。リスク軽減策の実行と各種ステークホルダーへの積極的な情報開示を求めて、対話を継続する方針です。

### 日本国内におけるPFASに関する今後の対応の方向性\*

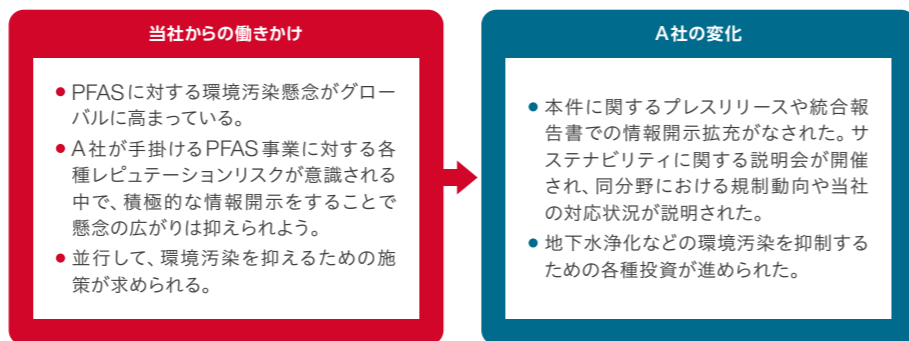
#### PFOS、PFOAへの対応について

PFOS、PFOAへのさらなる対応の強化のため、以下4点の継続・充実を図ることが必要

- 1 管理の強化**
  - ① 正確な市中在庫量の把握等の管理強化
  - ② 泡消火薬剤のさらなる代替促進
  - ③ 環境中への流出防止の徹底
  - ④ 水質の暫定目標値の取扱いの検討
- 2 暫定目標値等を超えて検出されている地位等における対応**
  - ① 「対応の手引き」の充実による飲用ばく露の防止の徹底
  - ② 自治体による健康状態の把握
- 3 リスクコミュニケーション**
  - ① 今回作成するQ&A集を活用した丁寧なリスクコミュニケーションの実施
- 4 存在事業に関する調査の強化等**
  - ① 環境モニタリングの強化等
  - ② 化学物質の人へのばく露モニタリング調査の本調査の実施に向けた検討

\*環境省: <https://www.env.go.jp/water/pfas/pfas.html>

### エンゲージメント対象企業A社へのエンゲージメント



## ヘルスケアセクターへのエンゲージメント

テクノロジーの急速な進化を受けて、ヘルスケアセクターにおいても急速に業績拡大を見せる企業が増えています。こうした企業は急成長の反動で、事業規模や時価総額が大きくなりながらも、ガバナンス体制やリスク管理体制の整備が企業規模の成長に追いついていないケースも見られます。持続的な企業成長のためには、当該企業の有するベンチャースピリッツは尊重しつつも、ガバナンス面を始めとする各種リスク管理の体制整備も重要であると考え、対話を進めております。

### モニタリング・ボードへの移行

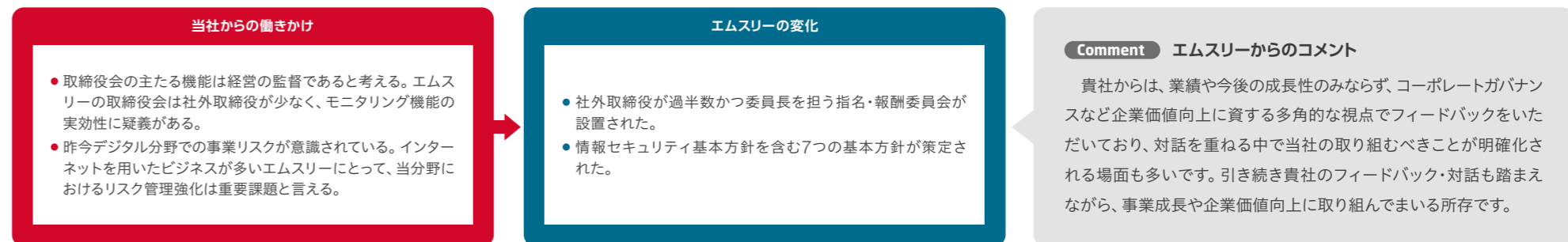
エムスリー株式会社（以下、エムスリー）に対しては2020年頃から継続的にエンゲージメントを行っております。まずガバナンス面に関しては、モニタリング・ボードへの移行を促しております。創業者が立ち上げからビジネス拡大までけん引してきた企業の場合、創業者の発言力が強く、取締役会のけん制機能が働かない場合があります。特にエムスリーは社外取締役の人数が少なく、取締役会のモニタリング機能に懸念がありました。社外取締役との対話も含めて複数回にわたり対話を重ねたところ、社外取締役が過半数かつ委員長を担う指名・報酬委員会が設置されました。指名および報酬管理はモニタリングにおける最重要機能の1つであり、同取り組みを評価しつつも、今後は社外取締役拡充に向

けて対話を進める方針です。単に社外取締役の人数増加だけでなく、企業経営経験者や、当該企業がいわゆるネットキャッシュ企業であることを踏まえると財務や資本政策面に明るい社外取締役の選任を促す方針です。こうしたスキルマトリックスを考慮した対話は業界水準以上を促すものですが、現在のエムスリーの企業規模を踏まえるに必要な取り組みと考えています。

### デジタル分野におけるリスク管理の強化

開示面でも拡充が進んでまいりました。コロナ禍もあり時間を要しましたが、エムスリーとして初めての統合報告書が昨年発行されました。エムスリーの設立経緯や成長戦略など充実した説明がありますが、今後はESG面での一層の開示拡充を期待しております。特に足元対話を進めているのが、デジタル面でのリスク管理体制の強化です。当社は2024年に、重点エンゲージメント・テーマとして「デジタル社会のリスク管理」を新設しましたが、インターネットを用いたビジネスが多いエムスリーにとって情報セキュリティ体制強化は重要なビジネス課題でしょう。同課題に関しては24年から議論を始めたばかりですが、早速25年に情報セキュリティ基本方針を含む7つの基本方針が策定されており、リスク管理体制の強化が始まっていると見ております。今後も企業価値向上に向けて、一層議論を深めていきたいと考えています。

### エムスリー株式会社へのエンゲージメント



※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。



ヘルスケア業界担当  
シニア・エクイティアナリスト  
**鳥居 彩**

## 親子上場企業に対するエンゲージメント

### 中長期的な企業価値向上には、事業ポートフォリオ最適化が求められる

2023年の東証の要請以降、資本効率性向上に取り組む日本企業は飛躍的に増加しております。足元は株主還元拡充やキャピタルアロケーション方針の開示など資本政策の強化が先行していますが、中長期的な企業価値向上を鑑みれば利益率向上、いわば“稼ぐ力”の強化が必要でしょう。利益率向上の手立てとしては、生産性向上や技術革新、価格交渉力の強化など個別事業部門単体での取り組みに加えて、事業部間の連携強化(シナジー発現)や成長事業へのリソース配分傾斜などの複数事業にまたがる取り組みもあります。前者の個別事業部門での取り組みの主体が現場生産者・営業員であるのに対して、後者の事業ポートフォリオ最適化の取り組みの主体は経営陣です。経営陣との対話の機会を得た場合には、積極的に同分野への議論を深めています。

### 上場子会社の見直しが進む

海外企業に比べて日本企業はコングロマリット企業が多い、いわば企業規模と比較して多数の事業セグメントを有する企業が多い傾向にあります。とりわけ異質であるのが上場子会社の存在です。親会社の本業とはビジネスエリアが異なる、シナジーの薄い上場子会社を保有する事例もあり、このような場合では事業ポートフォリオ最適化の取り組みが遅れている懸念があります。またグループ全体のリソース配分を検討する際に、どうしても親会社本業と離れた子会社はおざなりになり、こうしたリソースの偏りが子会社の成長を阻害する要因にもなります。

こうした業績面の課題に加えて、上場子会社に対して問題視されているのがガバナンス面です。親会社が上場子会社の株主持分の多数を保有している場合、少数株主権保護が疎かになり情報の非対称性や利益相反が生じる懸念があります。

足元上場子会社の減少が進んでいます。親会社による完全子会社化に加えて、ベストオーナーシップを鑑み他社へ株式を譲渡する好事例も見られます。譲渡価格の算出方法に関しては発展途上にある事例も散見されますが、大規模な事業ポートフォリオ最適化を進めた経営陣の取り組みを評価するとともに、今後も企業価値向上に向けた議論を深める方針です。

### 親子上場企業に対する、主な懸念事項

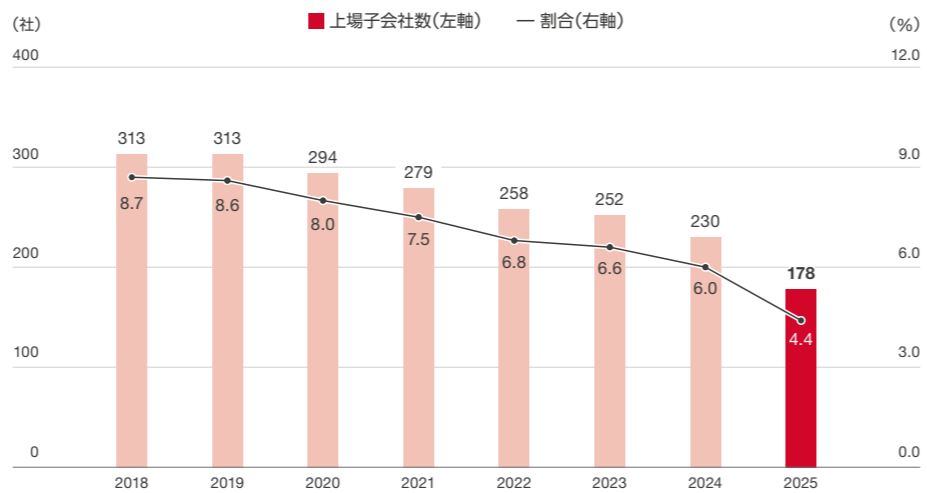
#### 両社の ビジネス影響

- 親会社と子会社が類似のビジネスを手掛ける場合、投下資源が分散し、効率性が落ちる。
- 親会社と子会社が大きく異なるビジネスを手掛ける場合、ベストオーナー原則(自社が子会社の企業価値を最大化する保有主体か否か)の観点から疑義が生じる。
- 子会社が複数の株主を有する複雑な持分構造から、グループ全体の事業ポートフォリオ最適化が進みづらい。

#### ガバナンス

- 親会社に対する、子会社の独立性への疑義が生じやすい。
- 大株主である親会社への寄与が優先され、少数株主権保護が不十分である可能性がある。

### 日本の上場子会社の推移



(出所)東京証券取引所作成データなどより野村アセットマネジメント作成

## 電線セクターへのエンゲージメント

### 電線業界で上場子会社の整理が進む

電線業界には、会社設立が古いこと、また電線が電力・通信用、電子機器用、自動車用など様々な産業用途に用いられることから、多数のセグメントを有する企業が数多く存在します。複数事業を有することでシナジー発現による新商品開発や技術革新が進む好事例もありますが、一方で各社が掲げる成長戦略とやや離れた事業に対してはリソース配分が不足する懸念があります。

2025年の株式市場では電線セクターは大きな関心を集めました。AIデータセンター増加を背景に光関連製品需要が急増していることが説明要因としては大きいですが、上場子会社の整理を進め、着実な事業ポートフォリオの最適化や、ガバナンス面での前進が進んだことも評価の一助になっていると考えております。

### 住友電気工業株式会社へのエンゲージメント活動

住友電気工業株式会社(以下、住友電工)に対しては2022年より上場子会社の整理に関して議論を重ねてまいりました。エンゲージメント開始時、住友電工は複数の上場子会社を保有しており、また子会社の事業も多岐にわたっ

### 住友電気工業株式会社へのエンゲージメント

#### 当社からの働きかけ

- 住友電工は上場子会社が多い。親会社とビジネス上のシナジーが見出し難い上場子会社もあり、住友電工はベストオーナーと見なせるか疑義がある。
- 電線業界への足元の需要は強く、成長投資も必要であろう。事業ポートフォリオ最適化を通じた、経営資源の選択と集中が求められる。

#### 住友電工の変化

- 上場子会社のうち、住友電工とのシナジー発現がより期待できる1社を完全子会社化された一方で、もう1社を関連業界の大手企業に株式譲渡する方針が公表された。

※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。



鉄・非鉄業界担当  
エクイティアナリスト  
木村 柁斗

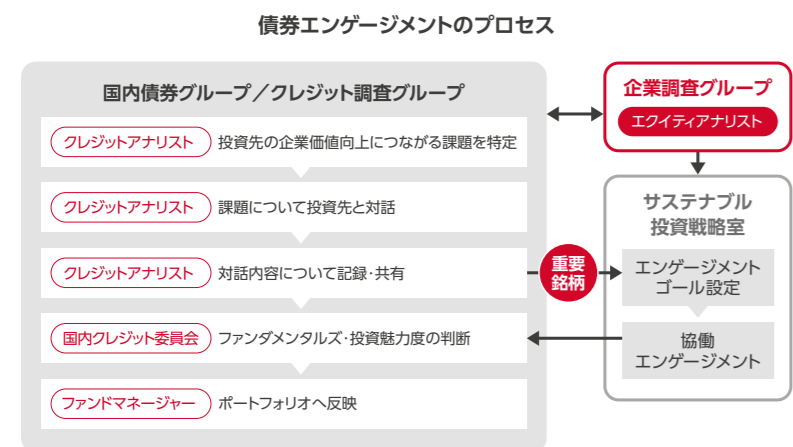
# 債券エンゲージメント

国内クレジット運用では、クレジットアナリストは個別発行体の信用リスクを多角的に分析し、投資推奨を行っています。その際、改善が見込まればより積極的な投資推奨が可能となる課題については、調査レポートに明記し、発行体との個別ミーティングで対話を重ねています。

機械セクターを代表する企業との対話は、課題解決が我々の具体的な投資行動につながった事例となりました。当該企業については、高い技術力や強固な顧客基盤を評価しつつも、財務方針が不明瞭であることから長期間投資を見送っていました。しかし、クレジットアナリストとエクイティアナリストが意見交換を行った結果、財務方針が明確化されれば企業価値の向上につながる可能性が高いとの見解に至り、発行体と複数回にわたり協働で対話を実施しました。

その結果、ハイブリッド資本の活用を含む新たな財務方針が公表され、明確な財務目標も設定されました。これを受けて当該企業の財務見通しに関する不確実性が低下したと判断し、新規発行債への投資を実行しました。

このように、債券エンゲージメント活動では、クレジットアナリスト単独での対話に加え、株式アナリストとの連携による建設的な対話を推進することで、企業価値の向上とより質の高い投資判断に貢献しています。



## エンゲージメント事例 外食業界

外食大手のA社はM&Aを通じた事業拡大に積極的であり、それに伴って収益源の分散が進んでいる点を評価できる一方、財務健全性に対する考え方が分かりにくい点やハイブリッドファイナンスへの依存度が高く財務基盤に潜在的なリスクを抱えている点が課題と考えています。

また、A社が持続的な事業拡大を目指す上では、海外における成長戦略に加えて、人的資本の充実が重要となりますが、これらに関する情報開示は十分とは言えず、A社の取り組みが投資家に伝わっていない可能性があると感じています。

このような状況についてクレジットアナリストとエクイティアナリストが議論した上で、A社に対して財務健全性へのコミットメント強化、海外成長戦略やESG情報に関する開示充実を協働で求めました。A社との対話は始まったばかりですが、今後もクレジットとエクイティが協働してエンゲージメントを行っていきます。



**Comment** シニア・エクイティアナリストからのコメント

エクイティアナリストとクレジットアナリストでは重視する財務指標や企業に対する課題意識は異なることもありますが、企業価値向上への期待やエンゲージメントへの熱意は共通であります。企業との対話機会をお互いに積極的に活用し、それぞれ異なる視点から協働で行う対話により企業に変化を促していきたいと思えます。



クレジットアナリスト  
浅田 健太



食品業界担当  
シニア・エクイティアナリスト  
李 想

# 2025年の重点テーマ

当社のエンゲージメント活動における重点テーマは、事業・財務戦略から環境・社会・ガバナンスなどのESG課題まで多岐にわたる点が特徴です。

2025年は特に「デジタル社会のリスク管理」に対するエンゲージメント活動を強化しました。25年はサイバー攻撃の被害から企業活動継続に支障が出る企業も散見されており、今後同分野へのリスク管理強化は一層重要になってくるでしょう。またAIを用いた業務効率化が様々な産業で進んでおりますが、先行する欧米諸国ではAI倫理問題への懸念が拡大しております。国内でのAI活用の一層の浸透に向けて、日本企業にも同分野への対応が求められます。25年は同分野へのエンゲージメント活動は、本レポートで紹介したヘルスケアメーカーなどテクノロジー企業を先行して進めてまいりましたが、今後は日本企業全体に展開していく方針です。

「合理的な成長戦略の説明」や「資本効率性に対するコミットメントの強化」も引き続き促してまいります。2023年の東証の要請以降、資本効率性向上に対する日本企業の取り組みは加速しております。足元は株主還元強化の動きが先行していますが、中長期的な企業価値向上には成長投資も必要でしょう。成長投資に合わせて求められるのが「合理的な成長戦略の説明」です。成長投資の効果（投資リターン）などの直接的な説明に加え、企業のありたい姿（目指すべき事業ポートフォリオ）などの中長期的視点に立った説明を行うことで、投資家の期待値醸成が進むと考えております。

引き続き、綿密な調査に基づく投資先企業に対する理解と、建設的な対話を通じて、エンゲージメントを続ける方針です。

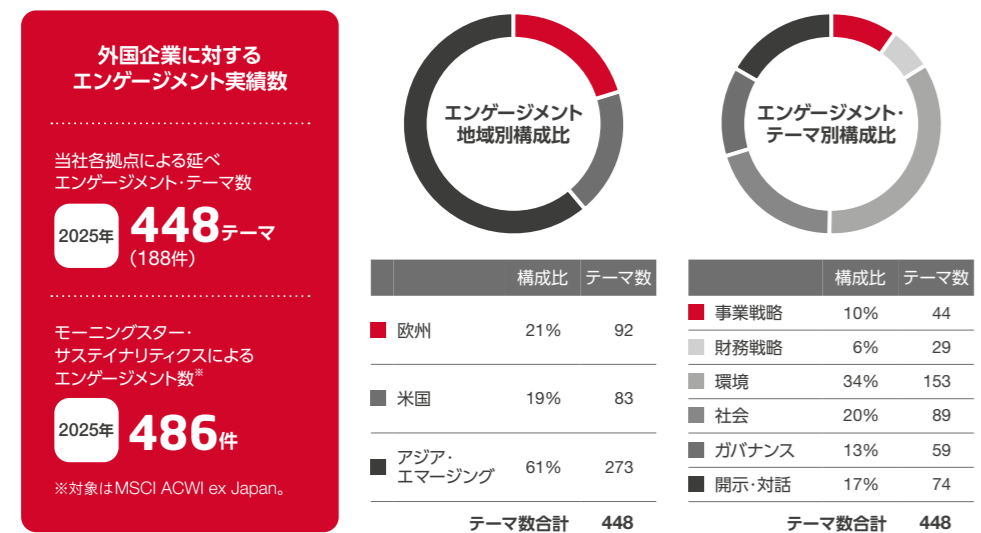
分類	テーマ	概要
事業	① 合理的な成長戦略の説明	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長を実現するための戦略(事業ポートフォリオの構築を含む)に関する合理的な説明を求める</li> <li>上記戦略に伴うリスク管理(成長戦略に沿った重要なリスクの特定、リスク管理体制の整備、マテリアリティの特定)について説明を求める</li> </ul>
財務、ガバナンス	② 資本効率性に対するコミットメントの強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本コストを上回る資本効率性を達成するための財務戦略(株価水準・変動や投資家との対話を踏まえた資本コストの設定や政策保有株式の縮減等を含む)</li> <li>資本コストを上回る資本効率性の達成に向け、役員報酬を通じたコミットメントを求める</li> </ul>
	③ 気候変動	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットゼロ達成に向けた目標の設定及びSBT認定の取得を求める</li> <li>旧TCFDの提言に沿った情報開示や気候変動に関連した事業機会について説明を求める</li> </ul>
環境	④ 自然資本	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネイチャー・ポジティブの実現に向け、TNFDに沿った情報開示や生物多様性・水資源・循環経済に関連したリスクと事業機会について説明を求める</li> </ul>
	⑤ 人権	<ul style="list-style-type: none"> <li>人権方針の策定及び人権デューデリジェンスの実施を求める。具体的には、人権インパクト評価に基づく対応策の実施及び結果の開示、救済・是正措置、人権リスクの全社リスク管理への統合など</li> </ul>
社会	⑥ 多様な価値観を持つ人的資本	<ul style="list-style-type: none"> <li>ジェンダーの多様性や従業員ウェル・ビーイングを含め、成長戦略に沿った人的資本に関する戦略について説明を求める</li> </ul>
	⑦ ウェル・ビーイングな社会	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた戦略や事業機会(例えば健康課題(アクセス・トゥ・メディシン/ニュートリション、薬物耐性等)、アニマル・ウェルフェア、地方創生及びデジタルを活用したイノベーション)について説明を求める</li> <li>ウェル・ビーイングな社会の実現に向けたインパクト(影響度)の開示を求める</li> </ul>
社会、ガバナンス	⑧ デジタル社会のリスク管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>デジタル化に伴って生じるリスクへの対応(例えばサイバーセキュリティへの対応、倫理あるAIの活用、個人情報の保護等)を求める</li> </ul>
ガバナンス	⑨ 実効性の高いモニタリング・ボード	<ul style="list-style-type: none"> <li>実効性を伴ったモニタリング・ボード(指名・報酬を通じた経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会)への移行を促す</li> </ul>

# 外国株式エンゲージメント

当社は、外国株式においてもエンゲージメント活動の強化を続けています。企業のESG課題は、グローバルなテーマが多く、海外運用チームとの連携は、外国企業のみならず、日本企業におけるエンゲージメント活動においても必要不可欠です。

外国株式についてはその対象の国や企業が多いことから、各海外拠点の運用拠点の運用チームの専門性を活かしつつ、外部リソースを活用し、より効率的なエンゲージメント活動を進めています。当社の各拠点における2025年のエンゲージメント件数は合計で448テーマ(延べエンゲージメント数は188件)となりました。エンゲージメントのテーマとしては、事業戦略、財務戦略、環境、社会、ガバナンス、開示・対話の6テーマに分類し、各拠点の運用者やアナリストがエンゲージメント・テーマを決定、企業とのエンゲージメントを実施しています。

当社はモーニングスター・サステナリティクスを海外におけるエンゲージメント・パートナーとし、同社との協働エンゲージメントや、エンゲージメントの委託を行っています(P.80▶を参照)。また、Access to Medicine Foundationなどの国際イニシアティブ等と連携し、他の運用会社などと一緒に特定のテーマに関するエンゲージメントも行っています(詳細はP.81-82▶を参照)。



## 海外拠点におけるエンゲージメント事例

### PFASおよび永遠の化学物質プロジェクトについて

我々は今年、水質分野において懸念が高まっているペルフルオロアルキル化合物およびポリフルオロアルキル化合物(PFAS)ならびにPFAS関連化学物質に焦点を当て、複数の企業とのエンゲージメントを行うプロジェクトを立ち上げました。

PFASとは、各種産業用途で使用されている有機フッ素化合物の一群(いわゆる「永遠の化学物質(forever chemicals)」)を指し、生分解されずに生体内や環境中に蓄積することで、人間や環境に対して、特に水質汚染を通じて多様な健康リスクをもたらすとされています。

様々な地域でPFAS汚染物質に関する新たな規制や動きがみられる一方で、業界は依然として大きな課題に直面しています。

PFASの段階的廃止を主導し、PFASに関する規制動向に先行して対応するよう企業を促すプロセスの一環として、当社は2025年9月にグローバルなグローバル企業とエンゲージメントを行いました。そこで、PFAS関連の訴訟をめぐる懸念について議論するとともに、今後当社がさらなる訴訟リスクを抑制し、自社オペレーションからPFASを段階的に廃止していく方針について理解を深めました。

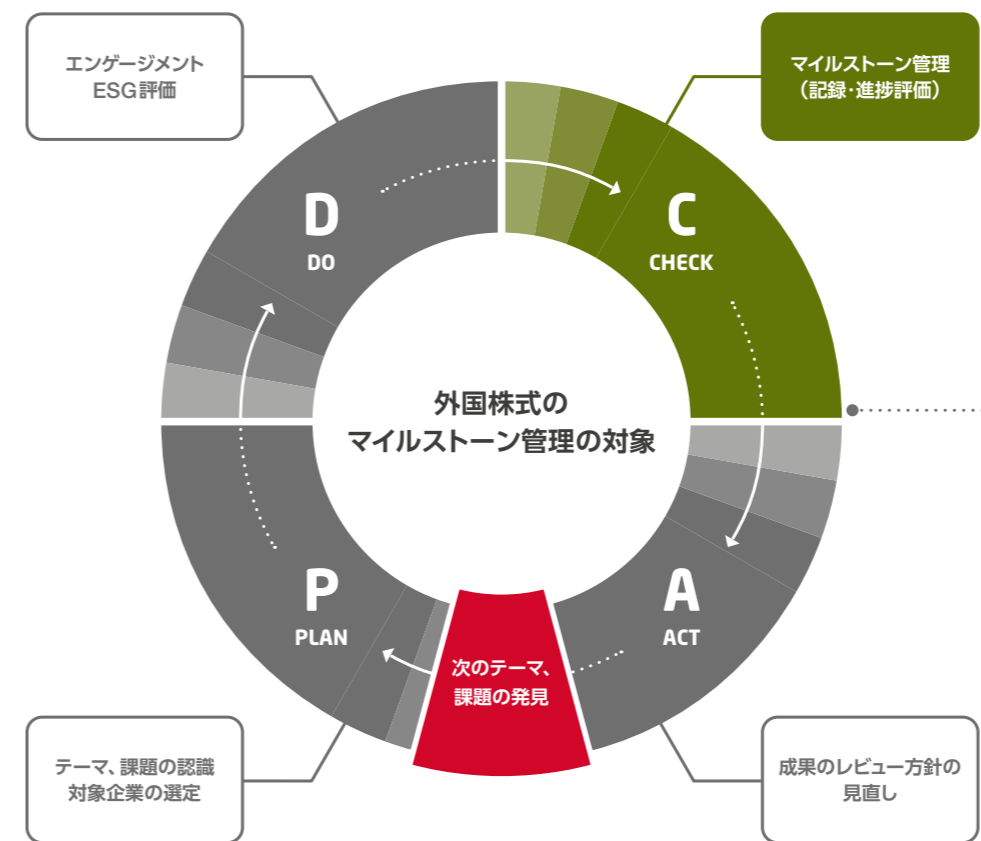
また、2025年第3四半期には、水処理ソリューション事業の大手企業とも対話し、同社がPFAS汚染対策としてどのような取り組みを行っているかを確認しました。同社が安全な飲料水を確保するため、PFAS濃度を極めて低いレベルまで低減する新たなソリューションを積極的に開発していること、またPFASを含む約90種類の汚染物質を除去し水質改善に資する新たなフィルター製品を市場投入していることを把握できたのは心強い成果でした。

これらの取り組みは、安全な飲料水へのアクセス向上(SDG 6)を支援するという世界的なプロジェクト全体の目標とも整合しています。今後も、企業とのエンゲージメントを継続し、地域社会や労働者のPFASばく露の低減を図るとともに、水質向上に向けて、水資源管理(ウォーターシュワードシップ)に関する企業方針の一層の拡充を働きかけていく方針です。

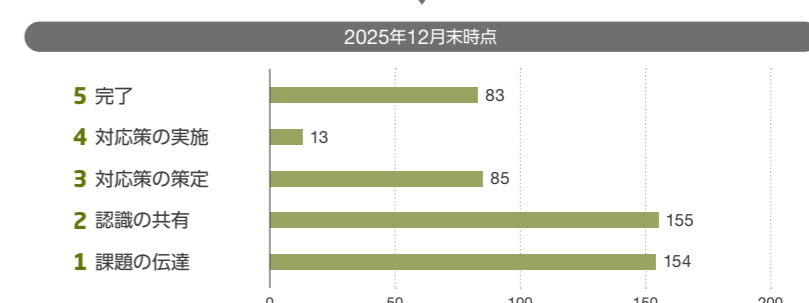
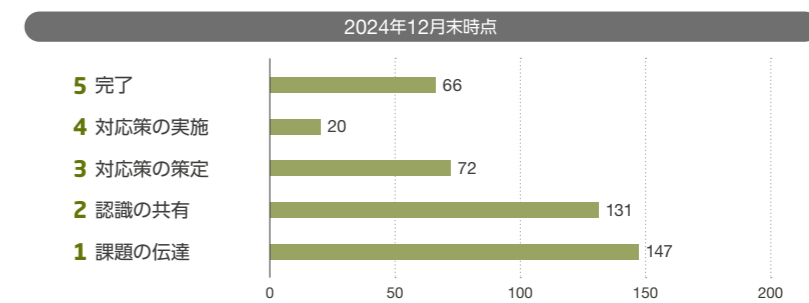
# 外国株式エンゲージメント

## 外国株式のマイルストーン管理

外国株式エンゲージメントにおいても、ESG課題に対する問題意識を各企業と共有し、具体的なゴールを設定、その実現に至るマイルストーンを管理しています。当社単独で行うエンゲージメントとマイルストーン管理に加えて、モーニングスター・サステナリティクスとの協働エンゲージメントについても、マイルストーン管理を行っています。日本企業におけるマイルストーン管理と同様、マイルストーンは5段階、期間は3年を区切りとしています。ゴールと時間軸を明確にし、エンゲージメントの進捗を把握・評価することで、PDCA(Plan-Do-Check-Act)を効果的に機能させることができます。実際のエンゲージメントで焦点を当てるESG課題や設定するゴールは、企業によって様々です。



## マイルストーンの進捗状況



2025年は、448のテーマでエンゲージメントを行いました。2025年末現在マイルストーン管理の対象としているのは延べ490件(343社)です。このうち83件はすでに「完了」です。

外国株式エンゲージメント(マイルストーンの事例)

対象企業

### スイス 生活必需品企業 A

期間 4年2か月  
直近面談日 2025年9月

重点テーマ 自然資本の保護、サプライチェーンにおける森林破壊の撲滅

マイルストーン進捗

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5 (完了)

エンゲージメント・ゴール サプライチェーンで発生した森林破壊事例への対応と、今後の森林破壊の抑制

エンゲージメントの概要

当社の問題意識  
森林破壊を起こさせないためのサプライチェーンにおけるモニタリングシステムやトレーサビリティの取組みが必要。

エンゲージメントの経過  
Satelligenceによるモニタリングによれば、同社のパーム油サプライチェーンに関連しているとされる複数の森林減少(違法伐採)事象がインドネシアで検出されており、これについて同社もコメントを行っています。2件については、当該事象に関する情報が古いものであったものの、同社はすでに森林減少が発生したプランテーションからの調達を停止しています。別の1件では、同社は森林減少事象と関連があると報告された製油所から調達を行っていましたが、同社のサプライチェーンデータによれば、その事象が発生したプランテーション自体からは調達していないことが示されています。ただし、その製油所が当該プランテーションの近くに立地していることから、同社は改めて調査を行う意向です。

足元の状況  
2021年から同社と進めてきたエンゲージメント・プログラムが成功裏に進展し、当初のマイルストーン目標を達成できたと判断したため、本件エンゲージメントを終了することとしました。

対象企業

### フランス 保険企業 B

期間 1年1か月  
直近面談日 2025年9月

重点テーマ 気候変動関連

マイルストーン進捗

- 1
- 2
- 3 (対応策の策定)
- 4
- 5

エンゲージメント・ゴール 新規石油・ガス開発プロジェクト向け保険引受方針の明確化

エンゲージメントの概要

当社の問題意識  
石炭へのエクスポージャーに関する方針。石油・ガス産業への対応方針については、開示の一層の強化が必要。

エンゲージメントの経過  
同保険会社の石炭へのエクスポージャーに関する方針、顧客対応における地域差、および顧客の環境配慮行動をモニタリングし前向きな変化を促すためのプロセスに焦点を当てて議論しました。このエンゲージメントでは、ダブル・マテリアリティの観点を踏まえた報告、引受業務へのESG統合、サステナビリティ目標に連動した経営陣報酬、さらにスコープ3排出量および石油・ガス産業への対応方針に関する開示強化の必要性が取り上げられました。

足元の状況  
同社は、将来的に社会面および被保険排出量に関する目標を報酬制度に組み込む計画があることを示唆しました。我々はスコープ3排出量の追加開示、液化天然ガス(LNG)プロジェクトに関する情報の提供を提案し、同社はこれらに同意しました。

# モーニングスター・サステナリティクスによるエンゲージメント

外国株式におけるエンゲージメントは海外拠点でも積極的に行っていますが、対象が広範囲に及ぶため、モーニングスター・サステナリティクスをパートナーとして採用し、協働エンゲージメント・委託エンゲージメントを行っています。国連グローバル・コンパクトなどのグローバル規範違反に基づいて対象企業を選定するグローバル・スタンダード・エンゲージメント、ESG課題で高いリスクを抱える企業を対象とする重大なリスクに関するエンゲージメントに加えて、生物多様性と自然資本やネットゼロへの移行など、特定のテーマに絞ってグローバルな視点で対象テーマの解決を図るテーマ別エンゲージメントも実施しています。



**グローバル・スタンダード・エンゲージメント**

エンゲージメント方針  
重大事象への対応にとどまらず、将来の再発防止およびESGプラクティスの改善に向けて、企業に戦略構築を促す。

対象企業  
国連グローバル・コンパクトなどの国際規範に対して、著しく組織的な違反が見られた企業




**重大なリスクに関するエンゲージメント**


エンゲージメント方針  
財務的に重要なESG課題を抱える企業に対して、長期的な企業価値の向上に向けて、ESGの重大なリスクと機会に対処するための戦略構築を促す。

対象企業  
各業界内で高いESGリスクを有する企業


テーマ別スチュワードシップ・プログラム




生物多様性と自然資本に関するスチュワードシップ・プログラム




ネットゼロへの移行に関するスチュワードシップ・プログラム




サーキュラーエコノミーの拡大に関するスチュワードシップ・プログラム



人的資本の管理に関するスチュワードシップ・プログラム



人権およびトランジション(移行期対応)に関するスチュワードシップ・プログラム



持続可能性と良好なガバナンスに関するスチュワードシップ・プログラム

## イニシアティブとの連携

### Initiative 01

## 医薬品アクセスの改善に向けた取り組み



2024年には、当社の主要なヘルスケア分野でのエンゲージメントの一つとして、非政府組織(NGO)であるAccess to Medicine (ATM) 財団と協働し、米国大手製薬企業に対して、自社の医薬品ポートフォリオにおけるアクセス改善の取り組みについて、同NGOへより詳細なデータを提供できるよう働きかけを行いました。その結果、同社はより充実した情報提供を行うことを約束しました。

最近の米国の援助削減により不透明感が高まるなか、医薬品アクセスに関するエンゲージメントは、これまで以上に重要になっていると考えています。ワクチン・アライアンスであるGaviは、米国の支援削減を受けて、他の新たなNGOが不足分を補おうとしたものの、目標額119億米ドルに届きませんでした。こうした政治的決定による悪影響を抑えるためにも、民間セクターが一層踏み込んで、これらの課題に取り組むことが望まれます。当社のエンゲージメント活動においても、民間セクターが主体的に政府やNGOと連携し、開発途上国における医薬品の提供拡大を進めることを促したいと考えています。

2025年には、ATM財団が算出するAccess to Medicine Index (医薬品アクセス指数)において相対的に評価が低い別の企業に対して、同様のアプローチを適用しました。同インデックスでは、企業を医薬品アクセスの水準に基づいてランキングしています。昨年のエンゲージメント対象企業と同様に、この製薬企業もATM財団が主な対象としている感染症ではなく、免疫疾患やがんなどの非感染性疾患に注力しています。そのため、ATM財団が評価する多くの分野においてインパクトを示しにくく、高いスコアを得ることが難しくなっています。

しかし、共同リード投資家と協働するなかで、当社は同社がランキング、ひいては自社医薬品へのアクセス最大化の取り

組みを改善しうる具体的なステップをいくつか特定しました。2025年8月には、これらの論点についてより詳細に議論するため、同社との初回エンゲージメント・ミーティングを実施しました。同社は、特に患者数の到達度(patient reach)のより定量的な把握など、いくつかの指摘については認識を示したものの、現時点で明確なコミットメントには至っていません。当社としては、同社が個別の医薬品の研究開発段階からアクセス計画を組み込んでいくよう、引き続き働きかけを行っています。

東京オフィスにおいては、Access to Medicine Indexで評価対象となっている企業の一社である第一三株式会社とのエンゲージメントにおいてリード投資家の役割を担い、同インデックスにおける評価内容や医薬品アクセスに関する計画について、同社と対話を行っています(詳細は [P.28](#) をご参照ください)。



2年に一度発表されるGlobal Index レポート

## イニシアティブとの連携

### Initiative 02

## 「グローバル・ヘルス・エクイティ※のビジネス上の根拠: 投資家の視点」

※世界の人々の健康における不公平の是正



野村アセットマネジメントは、SLRコンサルティングが2025年11月発行したレポート「The Business Case for Global Health Equity: The Investor View(グローバル・ヘルス・エクイティのビジネスケース:投資家の視点)」に貢献できたことを誇りに思います。同レポートは、製薬企業に対し、低・中所得国市場における成長戦略の再考を呼びかけるものです。

本レポートは、ビル&メリнда・ゲイツ財団の委託により作成されたもので、低・中所得国における医薬品アクセスの改善が、イノベーション主導型の製薬企業にとって、グローバル・ヘルス・

エクイティの進展に資すると同時に、事業面での成功にもつながりうることを検証しています。

当社は、同業界内の幅広い投資家グループの一員として、本テーマに関する意見や見解を提供しました。本レポートが、エマーシング市場の位置づけについて、他の投資家および企業における認識を一段と進化させるきっかけとなることを期待しています。

 [本レポートについてはこちらをご覧ください\(英語のみ\)。](http://www.slrconsulting.com/insights/global-health-equity)  
[www.slrconsulting.com/insights/global-health-equity](http://www.slrconsulting.com/insights/global-health-equity)



「グローバル・ヘルス・エクイティのビジネス上の根拠:投資家の視点」レポート発表イベントの写真。UK拠点のGSE共同ポートフォリオマネージャー Benjamin Lacailleも参加しました(なお、上掲の写真には写っていません)。



# Proxy Voting

議決権行使

**規律ある議決権行使により  
モニタリング・ボードへの移行を後押し。**

## 議決権行使の特徴

- 01** **体系的かつ継続的な働きかけ**  
エンゲージメントと合わせて「望ましい経営のあり方」の実現を目指す。
- 02** **実効的かつ堅牢なプロセス**  
責任投資委員会における徹底的な議論+責任投資諮問会議がリアルタイムで利益相反を監視。
- 03** **高い水準の説明責任**  
全ての議案について賛否の理由を開示。特に説明を要する議案については詳細に。
- 04** **反対要件の列挙にとどまらない基準**  
取組みが遅れている場合に反対するだけでなく、平均的な企業に より高い水準を目指すよう働きかける基準を導入。

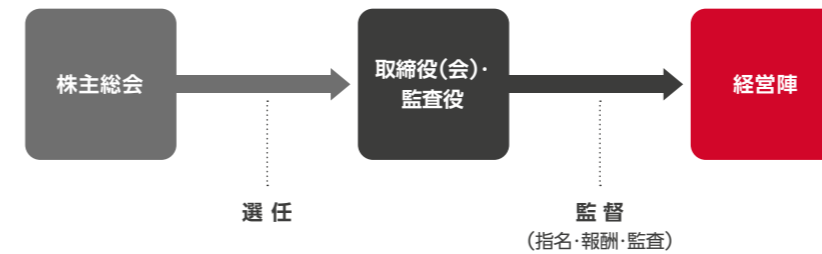


## 議決権行使

議決権行使において特に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つです。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も消極的である、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、全ての投資先企業について議案の判断を行っています。

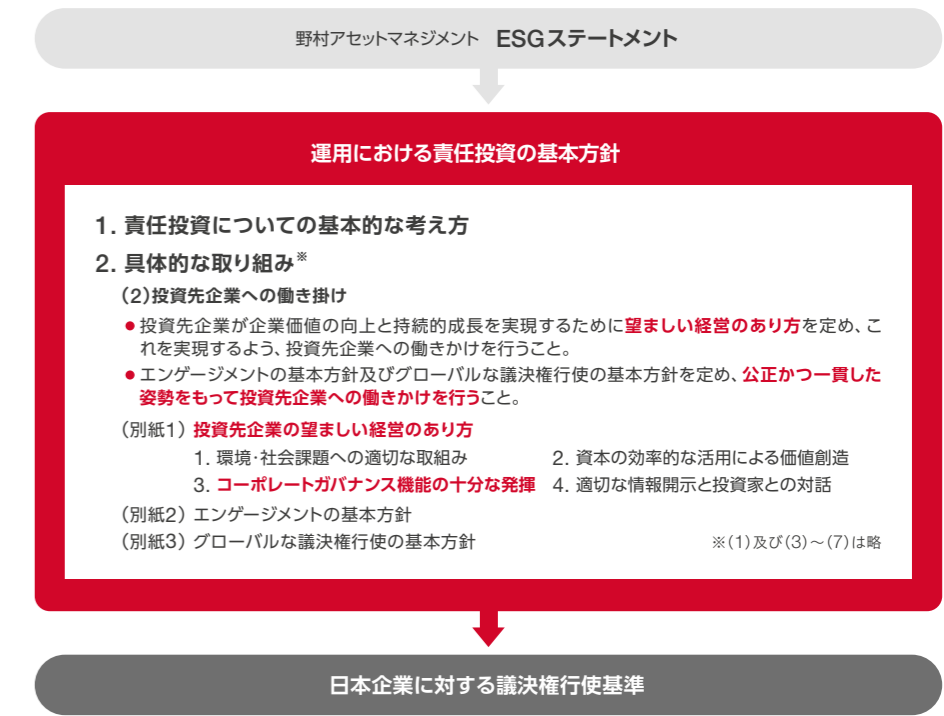
### コーポレートガバナンスの基本的な構造



## 1 基本的な考え方

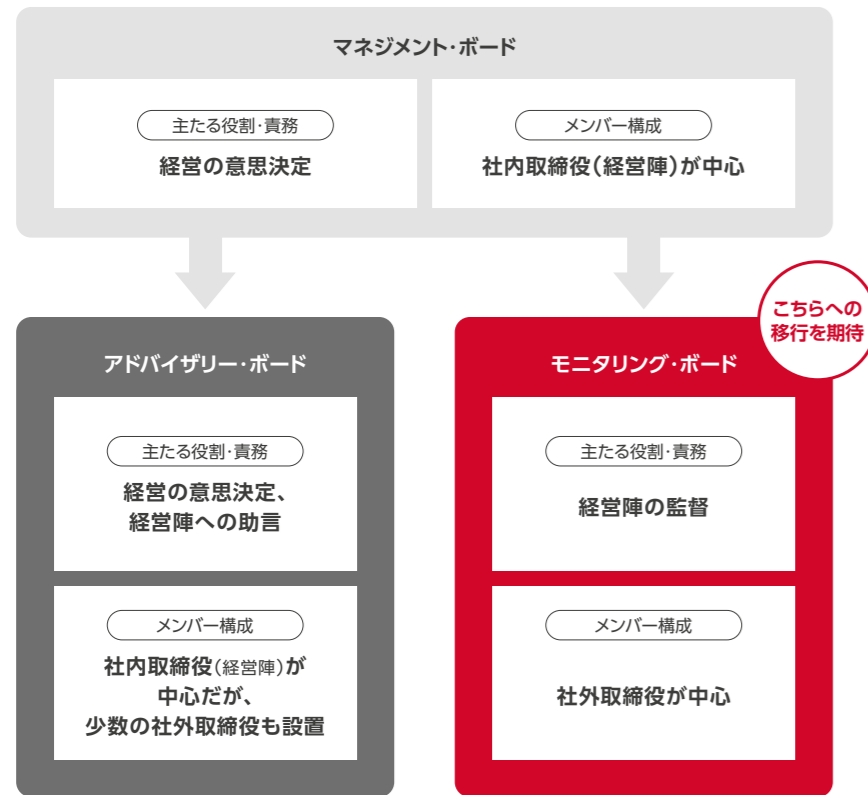
### 体系

当社では、下図の通り議決権行使を含む責任投資全般に対する考え方を体系的に定めることで継続的な取組みを可能としています。全社レベルで策定したESGステートメントに則り、議決権行使やエンゲージメントを担う運用調査部門で定めたのが**運用における責任投資の基本方針**です。ここで「投資先企業の望ましい経営のあり方」を定め、それを実現するためエンゲージメントや議決権行使を通じて公正かつ一貫した姿勢をもって投資先企業に働きかけることとしています。以下では、投資先企業の望ましい経営のあり方のうち、「コーポレートガバナンス機能の十分な発揮」に沿って当社の考え方を説明します。



取締役会の監督機能を重視=モニタリング・ボードとして機能することを期待

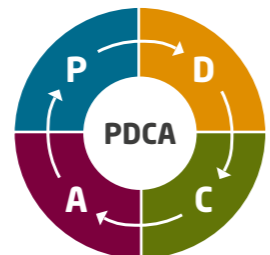
伝統的に日本企業の取締役会は社内取締役(≒経営陣)を中心に経営の意思決定を行うマネジメント・ボードとして機能してきましたが、コーポレートガバナンス・コード(CGコード)導入以降、社外取締役が増加する中で役割・責務が変化してきています。社外取締役から経営陣が助言を受けるアドバイザー・ボードと、社外取締役が中心となって経営陣を監督するモニタリング・ボードという2つの方向性が考えられますが、当社が期待するのは後者です。



なぜモニタリング・ボードか？

CGコードはコーポレートガバナンスを「透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義しています。これに沿って考えてみましょう。まず意思決定が透明であるためには、意思決定に責任を持つ者を明確にする必要があります。具体的には意思決定者である経営陣が取締役会で説明責任を果たすこと、その成果に対して責任を負うことが要件となります。また、公正であるためには意思決定が企業価値の向上に資することが要件となります。これらの要件を満たしたうえで、会長・社長を中心とする経営陣に適切に権限が委譲されれば、迅速・果敢な意思決定が可能となります。下図の通り、このような意思決定はPDCAに沿って整理できます。経営陣がPDCAを自律的に機能させることも重要ですが、特にCheckの段階で独立社外取締役が中心的な役割を担うことで経営陣の監督という他律的な要素が加わり、透明性と公正性が向上します。

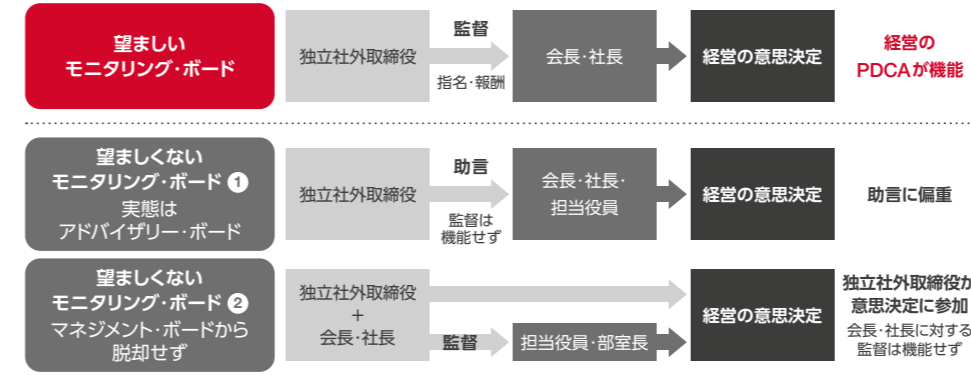
伝統的なマネジメント・ボードが重視するのはDoですが、当社は透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定のためにCheckの重要性が高まっていると考えており、そのための仕組みとして監督を主たる役割とする取締役会、すなわちモニタリング・ボードが望ましいと考えています。CGコードは独立社外取締役の役割・責務として「経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」を挙げていますから、方向性は一致していると言えるでしょう。



- P PLAN**  
経営戦略等について経営陣が取締役会で説明責任を果たし、企業価値の向上に資する内容となるよう議論する。(→透明・公正)
- D DO**  
経営戦略等に沿った意思決定を経営陣に委譲。取締役会は経営陣から報告を受けて情報を把握し、ACTの必要性を議論する。(→迅速・果敢)
- C CHECK**  
意思決定の成果を評価し、経営陣の指名(=統投/交代の判断)・報酬に反映。(→透明・公正)
- A ACT**  
評価結果を経営陣にフィードバックするとともに、経営戦略等を見直し。(→迅速・果敢)

望ましいモニタリング・ボードとは

コーポレートガバナンスは「仕組み」と定義されている以上、モニタリング・ボードとして機能するには独立社外取締役の人数などの形式要件を満たす必要がありますが、それだけでは十分ではありません。形式要件を満たしていても、経営陣に対する監督が実効的に機能している場合と、そうでない場合があります。ここでは前者を「望ましいモニタリング・ボード」、後者を「望ましくないモニタリング・ボード」として説明します。望ましいモニタリング・ボードの主な監督対象は、経営陣の最上位の意思決定を担う会長・社長(呼称は企業によって異なります)です。独立社外取締役は会長・社長と経営戦略等を十分に議論し、成果を評価して指名と報酬に反映します。指名とは会長・社長を再任するか交代するかの判断であり、後継者計画も重要です。報酬はインセンティブであると同時に目標達成へのコミットメントでもあるため、売上・利益に加え、株主資本利益率(ROE)などの資本効率性指標や環境・社会課題への取組みも踏まえた経営努力を反映できる設計が求められます。一方、望ましくないモニタリング・ボードとしては二つのケースが考えられます。一つは、独立社外取締役が助言に偏り、監督が機能しないケースです。実態はアドバイザー・ボードと呼ぶ方が適切でしょう。もう一つは、独立社外取締役が会長・社長とともに意思決定に関与する一方で、監督の対象が会長・社長ではなく担当役員や部長室長になっているケースです。社内取締役の新任候補者や次世代の経営陣を育成する目的で担当役員や部長室長を評価するプロセスがあっても、会長・社長を定期的に評価し、再任または交代を審議するプロセスがなければ、監督が機能しているとは言えません。



取締役に求められる能力・経験(スキル)

事業特性等によって取締役に求められる能力・経験(スキル)は異なりますが、モニタリング・ボードの役割が持続的な企業価値の向上を目指す経営陣の監督であることを考慮すると、各社共通で求められるスキルとして経営、財務およびESGが挙げられます。各取締役が有するスキルをマトリックスの形式で開示すると分かりやすいうえ、交代を想定した後継者の選定にも有用です。なお、スキルについては監督を担う独立社外取締役と監督される側の経営陣(社内取締役または執行役員)を分けて考える必要があります。独立社外取締役の助言を重視するなら経営陣に足りないスキルを独立社外取締役で補うという考え方もあり得ますが、求められるのが監督である以上、経営陣と独立社外取締役それぞれが必要なスキルを有しているべきでしょう。

少数株主の利益保護と買収防衛策

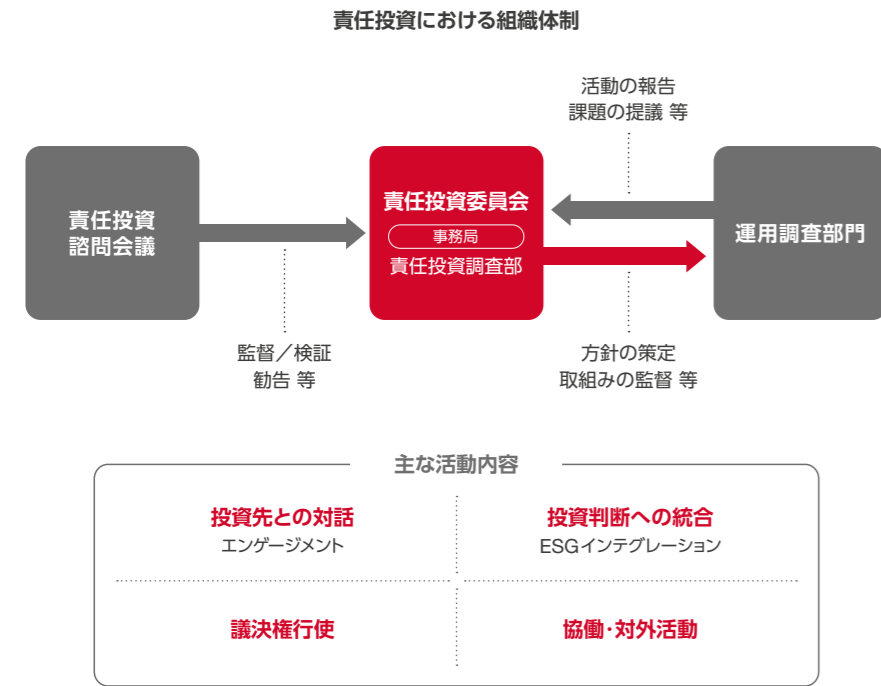
大株主等の利害関係者と取引を行う場合や買収提案を受けた場合等、利益相反が生じる局面では取締役会、特に独立社外取締役の判断が重要になります。当社は、利益相反が生じている以上、賛成するためには当該取引等が少数株主の利益を毀損しないことを示すだけでは不十分であり、少数株主の最善の利益の観点で適切であることを示すことが必要と考えています。

少数株主の利益保護が端的に問われるのが買収防衛策です。当社は、買収防衛策は投資家が株式を自由に売買する権利を制約するものであり、経営陣および取締役会が企業価値・株主共同の利益のために適切に取組んでいる限り、必要のないものと考えています。例外は企業価値・株主共同の利益を著しく害する恐れがある場合ですが、取締役会はその恐れがあることについて少数株主の最善の利益の観点から説明責任を果たすことが求められます。近年は買収者を特定した有事導入型の買収防衛策も注目されていますが、平時導入型でも新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動する前に株主意確認総会を開催する設計になっている場合は有事導入型に近い特徴を有することになります。当社では、平時導入型でも有事導入型でも取締役会の説明責任が重要という点で本質的な違いはないと考えています。

2 議決権行使の体制

責任投資委員会・責任投資諮問会議

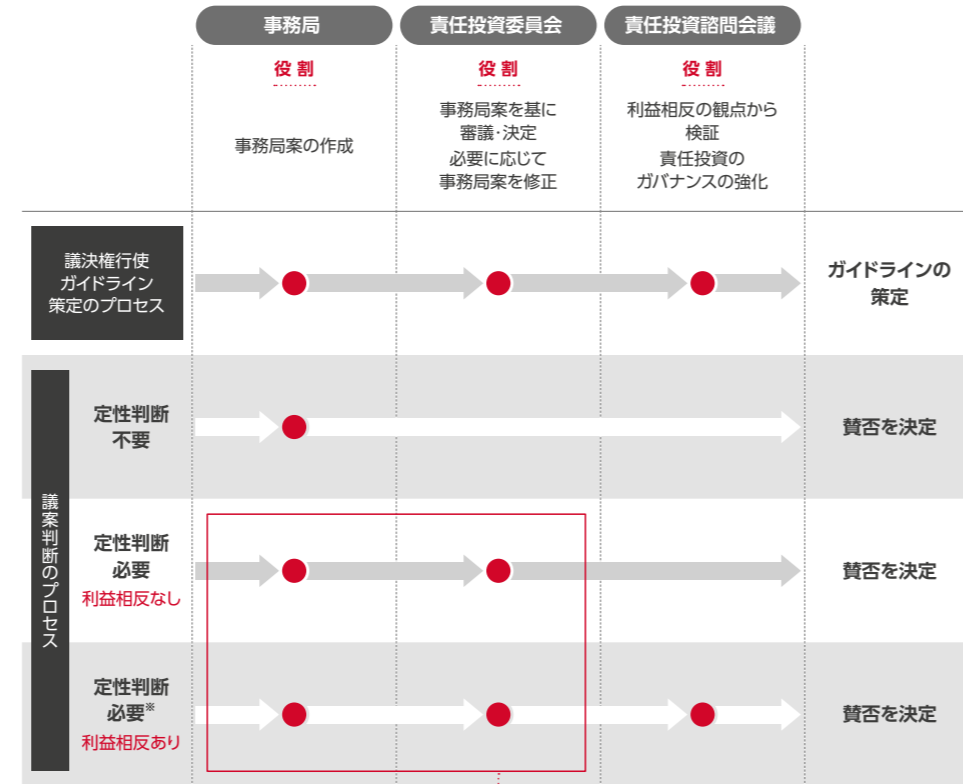
議決権行使に係る組織体制は下図の通りです。最高意思決定機関である責任投資委員会および同委員会を監督する責任投資諮問会議を設置しており、同委員会で運用における責任投資の基本方針や議決権行使基準を策定する他、同基準に則って判断することができない議案について審議・決定しています。責任投資委員会の委員は6名、責任投資諮問会議のメンバーは3名で独立社外取締役が2名、利益相反管理統括責任者が1名です(いずれも2025年12月末時点)。責任投資諮問会議の議長は独立社外取締役が務めています。



議決権行使のプロセス

日本株式の議決権行使プロセス

議決権行使のプロセスは下図の通りです。議案判断は議決権行使ガイドラインに則って判断可能(定性判断が不要)議案と、その他の(定性判断が必要な)議案によってプロセスが異なります。グループ関係会社に対しても、他の投資先企業同様、議決権行使基準に則って賛否を判断します。



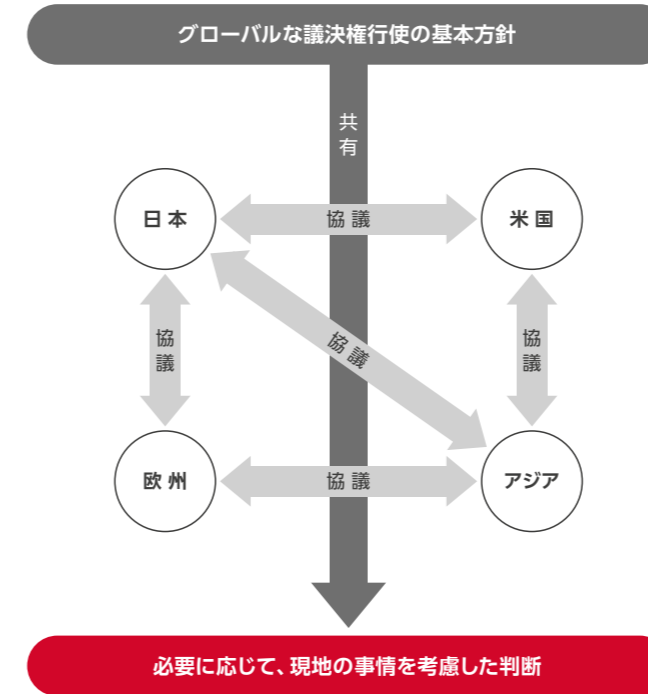
参考 複数の議決権行使助言会社の意見

2 議決権行使の体制

議決権行使のプロセス

外国株式の議決権行使プロセス

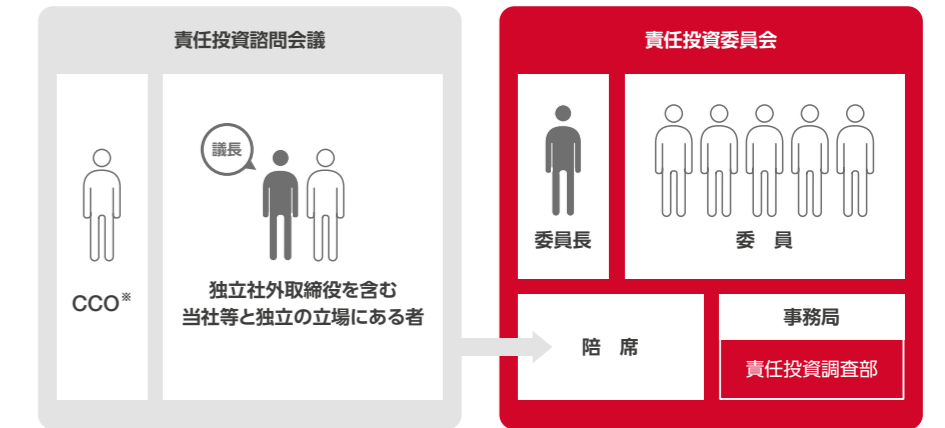
議決権行使(日本株以外)は、基本的に「グローバルな議決権行使の基本方針(行使の基本方針)」に則り賛否を判断します。ただし、現地の事情に詳しい各拠点の運用・調査担当が必要と判断した場合は、拠点との議論を踏まえて賛否を判断することがあります。



利益相反管理について

最高意思決定機関である「責任投資委員会」の委員は、原則として運用・調査における意思決定に係る責任者のみとし、利益相反の立場にある者またはそれを代弁する可能性のある者を除外します。また、監査等委員会のもとに、利益相反管理統括責任者と、独立社外取締役を含む当社等と独立の立場にある者のみによって構成される「責任投資諮問会議」を設け、責任投資委員会が決定した内容および運営全般について監視を行っています。特に利益相反を伴う議決権行使等のステュワードシップ活動については、利益相反によりお客様の利益が損なわれることなく意思決定されるよう監視する体制としています。責任投資諮問会議は、必要に応じて、経営会議または責任投資委員会に改善を勧告し、その内容を取締役会および監査等委員会に報告します。さらに、責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーが陪席し、速やかに意見を述べる運営を行っています。

野村アセットマネジメントの利益相反管理の体制



※チーフ・コンフリクト・オフィサー(利益相反管理統括責任者)

利益相反管理方針についてはこちらをご参照ください。  
<https://www.nomura-am.co.jp/conflict/>

エンゲージメントと議決権行使の関係

当社は投資先企業が望ましい経営を行い、企業価値の向上と持続的成長を実現するようエンゲージメントおよび議決権行使を行っています。エンゲージメントを通じて得られた投資先企業に関する情報を**1** 議決権行使基準の策定、**2** エスカレーション、**3** 個別議案の判断に反映します。

この中で最も重要なのは**1**です。当社では議決権行使の担当者が投資先企業の全ての株主総会議案に目を通すことでコーポレートガバナンスの現状を把握していますが、エンゲージメントを通じてさらに理解を深めるとともに、議決権行使基準の考え方を伝えています。責任投資調

査部が情報を集約し、**① 基本的な考え方**で説明した当社の考えに則って事務局案を作成したうえで、責任投資委員会で徹底的に議論して決定しています。通常の議案は同基準に則り判断しますが、同基準を策定する過程で想定していない事情等が確認された場合等には、責任投資委員会の議論を経て**3** 個別議案について同基準と異なる判断をすることがあります。**1**で議論を尽くしている分、**3**が必要となる議案の識別や責任投資委員会における審議も合理的に行っていると自負しています。



コーポレートガバナンスの強化が遅れている企業の会社提案に反対する要件を列挙するだけでなく、平均的な企業により高い水準を目指すよう働きかける内容にしています。

基準の概要

当社はグローバルな議決権行使の基本方針を定め、それに則って策定した日本企業に対する議決権行使基準を日本企業に適用しています。概要は以下の通りです。

ポイント	考え方	以下の場合に会社提案に反対する可能性があります(太字は2025年11月の改定)
エスカレーション <sup>*1</sup>	望ましい経営( <b>P.22-24</b> ▶参照)の実現に向けたエンゲージメントの結果を反映します。	●エンゲージメントにおいて望ましい経営の実現に向けた取り組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、十分な取り組みが行われず改善も見込まれない場合
コーポレート・アクション、利益相反取引、結果責任は厳格に判断	経営陣・取締役会の判断や結果責任については精査のうえ、厳格に判断します。	●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 ●TOPIX100を構成する企業において、ESG課題への取り組みが明らかに不十分な場合( <b>P.92</b> ▶参照) ●株主資本利益率(ROE)が低迷している場合。モニタリング・ボードの場合( <b>P.91</b> ▶参照)は、ROEが低迷し、かつ経営改善努力が認められない場合(業績基準) ●モニタリング・ボードの要件(政策保有株式に関する要件を除く)を全て満たす場合を除き、政策保有株式が特に多い場合 ●財務健全性が高くネット金融資産を多く保有する上場子会社が親会社に貸付等を行っている場合 ●M&A等において少数株主の利益が保護されない場合
取締役会の構成等	経営陣を監督するため、適正な人数で構成するとともに多様性と独立性を確保する必要があります。	●取締役の人数が5名未満又は20名以上の場合 ●社外取締役の人数が最低水準(以下)を下回る場合 最低水準:過半数。ただし、支配株主のいない会社で指名ガバナンスを整備 <sup>*2</sup> している場合は1/3 ●女性取締役の人数が最低水準(10%)を下回る場合 ●監査役会設置会社において取締役の任期が2年である場合
社外取締役の独立性・実効性	独立性の高い社外取締役が、経営陣を実効的に監督することが求められます。	●社外取締役の在任期間が12年以上の場合、独立役員としての届け出が確認されない場合、大株主となっている会社に在籍したことがある場合 ●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)が機能することが必要です。	●報酬ガバナンスが整備 <sup>*2</sup> されていない企業で、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

<sup>\*1</sup> エンゲージメントが所定の期間内に成功しなかった場合に投資先企業への関与を強化するために取る手段

<sup>\*2</sup> 指名・報酬ガバナンスを整備している場合とは、法定又は任意の指名・報酬委員会を設置し、その委員のうち過半数を社外取締役が占める場合を言います。ただし、2026年10月までに開催される株主総会においては、当該指名・報酬委員会の委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合を言います。

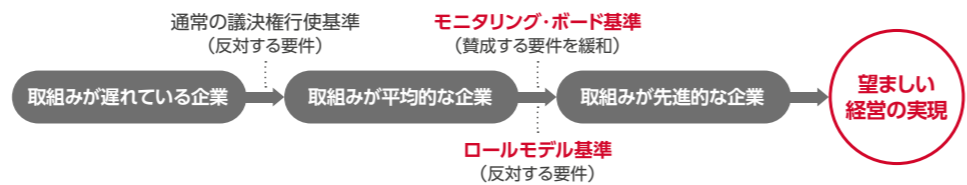
詳細は以下に掲載のファイルを参照ください。  
<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/vote/>

3 日本企業に対する議決権行使基準

当社は、投資先企業が持続的に企業価値を高めることができるよう、「運用における責任投資の基本方針」において、投資先企業の「望ましい経営」のあり方を定め、この実現に向けて議決権行使とエンゲージメントを行っています。

伝統的な議決権行使基準では、財務・非財務の取組みが遅れている企業の底上げを主な目的としているため、平均的な取組みを行っている企業に対し、より高い水準を目指すよう働きかける手段としては機能しにくいのが実際です。当社は、平均的な日本企業であっても当社が考える「望ましい経営」とのギャップは大きく、より高い水準を目指すよう働きかける必要があると考えています。そ

こで2020年11月にモニタリング・ボード基準(後述)を導入し、これをESG課題全般に広げることを目指して2023年11月にルールモデル基準(後述)を新設しています。



モニタリング・ボード基準

上場企業では不特定多数の株主に代わって経営陣を監督する機能が不可欠であり、それを担うのが取締役会です。当社は、日本企業の取締役会がモニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待し、2020年11月にモニタリング・ボードへの移行を後押しする議決権行使基準(モニタリング・ボード基準)を導入しました。

モニタリング・ボード基準とは、モニタリング・ボードの要件(右表1~8)を全て満たせば取締役会の意見を尊重し、会社提案に賛成しやすくする基準です。形式的な移行となることを避けるため、モニタリング・ボードに移行していないことを理由に会社提案に反対することはありませんが、中長期的な移行を後押しするためモニタリング・ボードの要件を段階的に反対する要件に移行しています。

なお、本基準を導入した2020年9月末の時点でモニタリング・ボードの要件を満たす東証1部上場企業は約50社に過ぎませんでしたが、2025年9月末の時点では同要件<sup>※</sup>を満たすプライム市場上場企業は約190社と大きく増加しています。

※モニタリング・ボードの要件は導入後に改定しているため、定義が異なる点にご注意ください。

議決権行使基準上の扱い

形式的な移行を促すことなく、モニタリング・ボードへの自発的な移行を後押しするため、議決権行使基準では以下の扱いとしています。

- モニタリング・ボードに該当するか否かを判断する要件(右表の「モニタリング・ボードの要件」)を明示します。
- モニタリング・ボードに該当しないことを理由に反対するのではなく、該当した場合に会社提案に賛成しやすくします。
- 上記要件は、段階的に(必要に応じて閾値等を変更しうえて)反対する要件に移行します。
- 実効的なモニタリング・ボードへの移行に向けてエンゲージメントを行うほか、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、社外取締役の再任に反対します。

2025年11月の改定

	モニタリング・ボードに関する基準	モニタリング・ボードの要件 <sup>※1</sup>	議案への賛否	会社提案に反対する基準	反対する要件	反対する議案
1	取締役の人数	5名以上、20名未満	左記の8要件を全て満たす場合はモニタリング・ボードと判断 取締役選任(業績基準 <sup>※2</sup> )や役員報酬に関する一部の基準について会社提案に賛成する要件を緩和 モニタリング・ボードに該当しないことを理由に会社提案に反対することはありません。	反対する要件	5名未満、20名以上	取締役選任
2	社外取締役の人数	独立性基準を満たす社外取締役が過半数		最低水準を下回る: 最低水準は過半数。支配株主がない会社で指名ガバナンスを整備している <sup>※3</sup> 場合は1/3	取締役選任	
3	指名・報酬委員会	社外取締役が過半数を占め、社外取締役が議長を務める指名・報酬委員会を設置		報酬ガバナンスを整備していない <sup>※3</sup>	役員報酬、役員退職慰労金	
4	多様性	<b>改定</b> 女性の取締役15%以上		最低水準を下回る: <b>2025年11月以降に適用</b> 最低水準は女性取締役10%	取締役選任	
5	買収防衛策	導入していない		導入している	買収防衛策又は取締役選任	
6	政策保有株式	過大に保有していない(金融機関は純資産の25%未満、事業会社は投下資本の10%未満)		<b>改定</b> 政策保有株式に関する要件以外のモニタリング・ボードの要件を満たさず、特に多い(金融機関は純資産の40%超、事業会社は投下資本の15%超)	取締役選任	
7	取締役の任期	監査役会設置会社の場合、1年		監査役会設置会社の場合、2年	取締役選任	
8	取締役会議長	支配株主がいる場合、社外取締役		—	—	

※1 当社は上表の要件はモニタリング・ボードとして最低限のものと考えます。  
 ※2 株主資本利益率(ROE)が低迷、かつ経営改善努力が認められない場合に直近3期以上在任した会長・社長等の再任に反対する基準。  
 ※3 指名・報酬ガバナンスを整備している場合とは、法定又は任意の指名・報酬委員会を設置し、その委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合をいいます。**2026年11月以降に適用** 当該指名・報酬委員会の委員のうち過半数を社外取締役が占める場合をいいます。

3 日本企業に対する議決権行使基準

ルールモデル基準

ルールモデル基準は、モニタリング・ボード基準同様、より高い水準を目指すよう働きかけることを目的としており、「望ましい経営のあり方」(P.22-24 ▶参照)の実現に向けてTOPIX100を構成する企業にルールモデル(模範となる存在)になってほしいという当社の期待を発信するものです。特に注目するESG課題(下記**1~4**)に対する取組み状況によっては会長・社長等の取締役再任に反対することがありますが、より高い水準を目指すよう働きかけることが狙いですので、取組みが明らかに不十分と判断した場合に限定することとしています。対象はTOPIX100を構成する企業に限定していますが、その他の投資先企業においても、より高い目線で望ましい経営のあり方の実現に取組みきっかけになると期待しています。

## 1

### ESG課題を統合した情報開示

統合報告書を含む適切な媒体により、国際的に同意された基準に則って情報を開示し、数値データについては可能な限り第三者の保証を得ること。

## 3

### ジェンダーの多様性

管理職における女性比率を開示し、同比率を高めるための中長期的な目標を設定・開示すること。

## 2

### 気候変動

中長期的なGHG排出量のネットゼロ目標を設定しSBTの認定を取得すること及び気候変動問題に対するガバナンス・戦略・リスク管理・指標及び目標を明らかにすること。

## 4

### 実効的なスキルを有する社外取締役

株主総会資料においてスキル・マトリックスを開示し、社外取締役が経営・財務・ESGを含む能力と経験を有することを示すこと。

直近の改定(2025年11月)

1. モニタリング・ボードの要件のうち、女性の取締役の人数に関する要件を引き上げます。

改定前

モニタリング・ボードの要件:女性の取締役が取締役の人数の10%以上

改定後

モニタリング・ボードの要件:女性の取締役が取締役の人数の15%以上

2. 政策保有株式が特に多い場合に反対する基準の閾値を厳格化し、モニタリング・ボードの要件に近づけるとともに、政策保有株式に関する要件以外のモニタリング・ボードの要件を全て満たした場合は取締役会の監督機能を尊重することとします。

改定前

以下に該当する場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対する。

金融機関について政策保有株式が純資産の50%を上回る場合又は金融機関以外の会社について政策保有株式が投下資本<sup>※</sup>の20%を上回る場合(いずれの場合も、前年の有価証券報告書に開示された情報を基礎とする。)

改定後

以下に該当する場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対する。

取締役会がモニタリング・ボードの要件(政策保有株式に関する要件を除く)を全て満たす場合を除き、金融機関について政策保有株式が純資産の40%を上回る場合又は金融機関以外の会社について政策保有株式が投下資本<sup>※</sup>の15%を上回る場合(いずれの場合も、前年の有価証券報告書に開示された情報を基礎とする。)

※投下資本:政策保有株式と同じ有価証券報告書に記載された連結財務諸表(連結財務諸表がない場合は、単体財務諸表)に計上された純資産及び有利子負債の合計を指します。

## 3 日本企業に対する議決権行使基準

## 基準の歴史

当社の議決権行使基準の変遷についてご紹介します。

改定年月	議案分類	ポイント	主な改定内容
		野村アセット	議決権行使委員会を設置(2001年)
2006年3月	取締役選任/役員報酬	ROEに基づく業績基準	新設(ROEの閾値は3%、経営改善努力を考慮)
2007年3月	取締役選任/役員報酬	ROEに基づく業績基準	ROEの閾値を3%▶5%に引き上げ
	取締役選任	社外取締役の独立性要件	新設(当時の委員会設置会社に適用)
2010年1月	取締役選任	社外取締役の人数(上場子会社)	新設(親会社出身の取締役がいる場合は、最低水準1名)
	経済産業省	伊藤レポート®がROE8%を示す(2014年8月)	ISS社
		ROEに基づく業績基準を導入(2015年2月)	
2015年4月	取締役選任	ROEに基づく業績基準	5%に加えて相対値(業界中央値)も参照
		社外取締役の人数	新設(最低水準は1名、ROE8%未満の場合に反対)
	東京証券取引所	コーポレートガバナンス・コード施行(2015年6月、2018年6月改訂、2021年6月再改訂)	
2016年4月	取締役選任/監査役選任	社外役員の実効性	新設(出席率75%未満の場合反対)
		社外取締役の人数	最低水準を1名▶2名に引き上げ
2017年4月	取締役選任	社外取締役の人数(上場子会社)	最低水準を1名▶2名に引き上げ
		社外取締役の独立性要件	全ての企業について独立性を求めることを明記 独立役員届出書を参照
2017年11月	取締役選任	社外取締役の独立性要件	大株主に関する要件を追加
	株主提案	定款変更	賛成する類型を明記
		社外取締役の人数(上場子会社)	下段「社外取締役の人数」に統合
	取締役選任	社外取締役の人数	ROEに関する要件を廃止 支配株主あり:最低水準を2名▶3分の1に引き上げ
2018年11月	取締役選任	社外取締役の実効性	新設(社外取締役が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に反対)
	役員報酬	報酬ガバナンス	新設(報酬ガバナンスが整備されていると判断される場合に、会社提案に賛成する要件を緩和)
	定款変更	配当の取締役会授権	株主総会決議を排除せず、剰余金処分と社外取締役の人数が最低限の水準を満たしていれば原則賛成とすることを明記
2019年11月	取締役選任	社外取締役の人数	支配株主なし:監査役会設置会社以外は最低水準を2名▶3分の1に引き上げ 支配株主あり:ROEに関する要件を廃止
	企業再編・資本政策	M&A、ファイナンス関連	少数株主との利益相反等を考慮する考え方を明記
2020年6月	取締役選任/剰余金処分	COVID-19	業績基準及び剰余金処分に関する一部の基準の適用を停止
	取締役選任	モニタリング・ボードの要件	新設(ジェンダー多様性、政策保有株式等、満たすべき8つの要件を設定)▶モニタリング・ボードへの移行を後押し
2020年11月	取締役選任	社外取締役の人数	監査役会設置会社について最低水準を2名▶3分の1に引き上げ
		社外取締役の独立性要件	在任期間(12年)を追加

※「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書。 ●特に重要な改定内容にはハイライトしています。

## 3 日本企業に対する議決権行使基準

## 直近の改定(2025年11月)

## 3.2026年11月以降、指名(報酬)に関するガバナンスを整備していると判断する要件を、委員のうち過半数を社外取締役が占める場合、に引き上げます。

## 改定前 26年10月まで

「指名(報酬)に関するガバナンスを整備している場合」とは、法定又は任意の指名(報酬)委員会を設置し、その委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合をいう。

## 改定後 26年11月以降

「指名(報酬)に関するガバナンスを整備している場合」とは、法定又は任意の指名(報酬)委員会を設置し、その委員のうち過半数を社外取締役が占める場合をいう。

## 4.2025年11月より女性の取締役の人数の最低水準を引き上げることとしていましたが、予定通り実施します。これに満たない場合、会長・社長等の取締役再任に原則として反対します。

## 2025年10月まで

女性の取締役の人数の最低水準:1名

## 2025年11月以降

女性の取締役の人数の最低水準:10%

## 5.会社提案の議案に反対するよう他の株主に呼びかけるキャンペーンが増加していることを考慮し、判断の考え方や情報開示のあり方を明記します。

## 社外取締役の実効性

議決権行使基準では以下3点を定めています。**2**はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、**1**、**3**についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

- 社外取締役が期待される役割を十分に果たさなかったことが明らかになった場合、その再任に反対します。過去に当該基準を適用した事例は以下の通りです。
  - ネット金融資産を多く保有する上場子会社において、親会社に対して資金を貸付け。
  - 特定の株主が保有する株式を取得する目的で、直近の株価を上回る価格で自己株式の公開買付けを実施。
  - 経営陣に不適切な関連当事者取引が確認されたにもかかわらず、責任の追及が不十分。
  - 買取提案への対応を適時的に行わなかった。

- 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「コーポレートガバナンス機能の十分な発揮」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の取締役再任に反対します。

- TOPIX100を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、これらの企業において社外取締役のスキルが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の取締役再任に反対します。

## 環境・社会課題

環境・社会課題への取組みに関連して以下4つの基準を設けています。**2**はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、**1**、**3**、**4**についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

- ESG課題への取組みの観点から問題がある行為が認められ、株主価値を大きく毀損する行為に該当すると判断した場合、責任を有する者の取締役選任議案に反対します。

- 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「環境・社会課題への適切な取組み」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の再任に反対します。

- TOPIX100を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、これらの企業においてESGに関する情報開示や気候変動について取組みが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の再任に反対します。

- ESGに関する基本的な方針や気候変動問題に対するガバナンス・戦略・リスク管理・指標および目標の開示に関する定款変更を求める株主提案については、個別具体的な業務執行に関わる内容を含まない等の要件を満たせば賛成します。

4 開示:高い説明責任

集計値の推移

議案の種類	議案の名称	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
		議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)	議案数(件)	反対比率(%)
会社機関に関する議案	取締役の選解任	17,959	5.8	18,429	6.8	17,924	8.1	18,337	10.1	18,022	9.1	15,995	8.7
	監査役の選解任	2,589	12.8	1,811	13.3	1,539	13.3	2,197	11.7	1,935	11.2	1,167	7.3
	会計監査人の選解任	63	0.0	91	0.0	83	0.0	78	0.0	52	1.9	53	17.0
役員報酬に関する議案	役員報酬 <sup>※1</sup>	826	24.0	1,087	23.7	945	18.8	736	20.2	776	32.1	742	23.3
	退任役員の退職慰労金の支給	165	85.5	123	78.0	120	76.7	73	94.5	85	97.6	52	94.2
資本政策に関する議案(定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,548	0.6	1,500	3.3	1,502	5.0	1,472	5.4	1,472	4.3	1,261	3.7
	組織再編関連 <sup>※2</sup>	38	7.9	61	9.8	43	14.0	35	14.3	32	12.5	30	16.7
	買収防衛策の導入・更新・廃止	92	100.0	57	96.5	63	100.0	82	100.0	42	100.0	41	97.6
その他資本政策に関する議案 <sup>※3</sup>	59	6.8	100	9.0	77	13.0	68	1.5	86	10.5	93	7.5	
定款に関する議案	530	1.7	630	3.0	2,402	1.0	572	3.3	507	4.7	480	4.4	
その他の議案	8	25.0	5	40.0	2	50.0	3	0.0	2	0.0	0	0.0	
<b>会社提案合計</b>		<b>23,877</b>	<b>7.6</b>	<b>23,894</b>	<b>8.3</b>	<b>24,700</b>	<b>8.5</b>	<b>23,653</b>	<b>10.6</b>	<b>23,011</b>	<b>10.2</b>	<b>19,914</b>	<b>9.2</b>
株主提案	取締役の選解任	83	13.3	35	11.4	54	3.7	97	18.6	81	18.5	70	7.1
	<b>株主提案合計</b>	<b>236</b>	<b>12.7</b>	<b>174</b>	<b>9.8</b>	<b>315</b>	<b>9.5</b>	<b>453</b>	<b>19.2</b>	<b>369</b>	<b>17.1</b>	<b>385</b>	<b>10.9</b>

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改定、役員賞与等 ※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等 ※3 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

2025年の動向

**取締役の選解任** | 反対比率は僅かに低下しました。女性取締役の人数および社外取締役の独立性が不足していることによる反対件数の減少が主要因となりました。

- **女性取締役の人数・社外取締役の独立性**  
女性取締役や独立性を有する社外取締役の選任が進展したことにより、反対件数は減少しました。
- **社外取締役の人数**  
原則として過半数の社外取締役の選任を求める基準を本格適用したことにより、反対件数が増加しました。

**役員報酬** | 反対比率は低下しました。要因は以下の通りです。

- **報酬ガバナンス**  
前年は報酬ガバナンスを求める対象を全ての役員報酬議案に拡大したことにより反対比率が上昇しましたが、本年は報酬ガバナンスを整備していないことを理由に反対する議案数が減少したため、反対比率が低下しました。

4 開示:高い説明責任

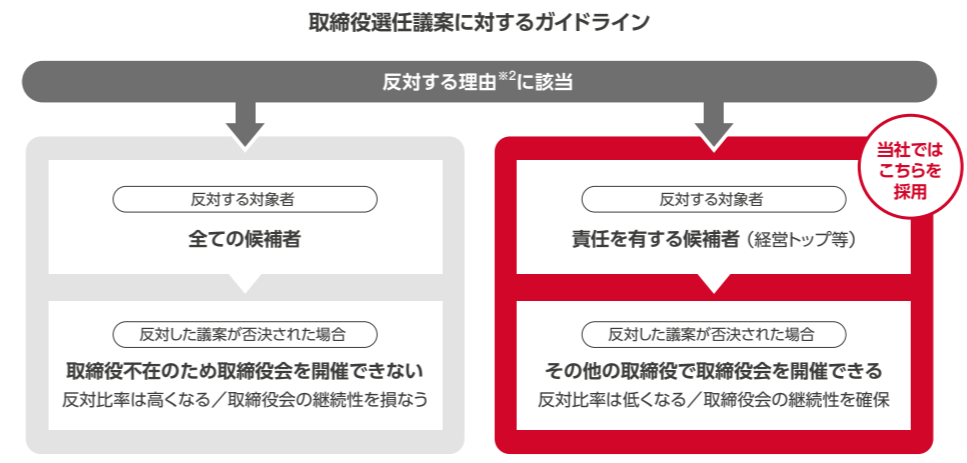
会社提案の反対比率が低く見える背景

最も議案数が多く、反対比率に影響が大きいのは取締役選任議案です。当社は、取締役会の継続性に配慮<sup>※1</sup>し、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定しています。このことが相対的に反対比率が低く見える原因になっています(下図)。

実際、2025年4-6月に開催された株主総会における取締役選任議案への反対率は7.7%ですが、同議案のうち1名以上の候補者について反対した企業の割合は42.2%であり、特に低い水準ではないと考えています。

議案の数が少ないため全体への影響は小さいのですが、役員報酬や資本政策に関する議案に対する当社の反対率は相対的に高いようです。特にM&Aや資金調達に関する議案についてはコーポレートガバナンスの実効性が問われることから、否決された場合の影響も含めて慎重に審議し、少数株主の利益に資しないと判断される場合は反対しています。

なお、当社は議決権行使とエンゲージメントを組み合わせる投資先企業に働きかけ、望ましいコーポレートガバナンスの実現と企業価値の向上を目指しています。議決権行使はそのための手段の一つと位置付けており、反対比率の水準が当社のスタンスを示すものとは考えていません。



※1 会社法上、取締役会を設置するためには最低3名の取締役が必要です。 ※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど。

個別議案への賛否

当社が特に説明を要すると考える議案について、開示の具体例をご紹介します。

議決権行使基準と異なる判断をした議案

エンゲージメントを踏まえて、議決権行使基準と異なる判断をすることがあります。

総会種類	提案者	総会	賛否	賛否の理由
定時	会社	取締役の選解任	賛成	政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて縮減状況及び取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、賛成しました。
定時	会社	取締役の選解任	賛成	社外取締役の人数に関する当社基準を満たさないものの、指名ガバナンスが未整備である合理的な理由が認められること、再整備する意向を示していることを考慮し、反対の理由としませんでした。

特に説明責任を果たす必要性が高いと判断する議案

資本政策やM&Aに関する議案に加え、取締役選任を求める議案も見られます。

総会種類	提案者	総会	賛否	賛否の理由
定時	会社	取締役の選解任	反対	資本の効率的な活用を実現するための監督機能の強化に関するエンゲージメントの状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断するとともに、ロールモデルとして望ましい経営の実現に向けた取組みが明らかに不十分と判断し、当社基準に則り反対しました。
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	反対	マネジメント・バイアウト(MBO)のために行われた公開買付けに応募しなかった株主をスクイズアウトするための議案。少数株主の利益保護のための一般的な取組みが確認されるものの、少数株主との利益相反が強く懸念され、経済的条件が不十分であることを考慮し、当社基準に則り反対しました。
定時	会社	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成。なお、特定の株主が不正行為が疑われる取引への対応を問題視し当該議案に反対するよう要請しましたが、企業価値向上に対する効果が不明と判断しました。
臨時	株主	取締役の選解任	賛成	内部統制及び品質管理の問題を指摘し、社外取締役3名の追加選任を求める議案。品質を含むリスク管理の強化と企業文化の変革は急務と判断し、候補者のスキルも考慮したうえで当社基準に則り賛成しました。

## 4 開示:高い説明責任

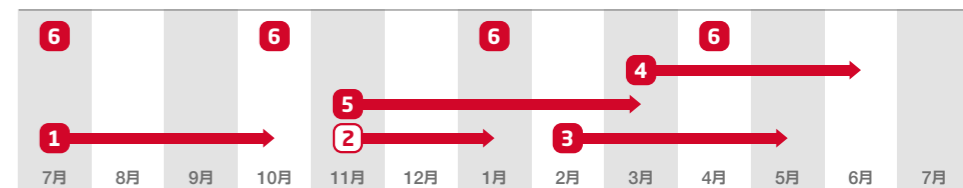
## 個別議案への賛否

総会種類	提案者	総会	賛否	賛否の理由
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題等の財務リスク監査の開示に関する定款変更を求める議案。 <b>提案者の指摘に賛同できる面があるものの、法規制等が求める水準に比べて過大な要求を含んでおり定款への記載は妥当でない</b> と判断し、当社基準に則り反対しました。
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題に対する財務的影響の開示に関する定款変更を求める議案。 <b>提案者の指摘に賛同できる面があるものの、現行の法規制等が求める水準を上回る要求が含まれていること、当該企業は更なる取組みを行う意向を示していることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断し、当社基準に則り反対しました。</b>
定時	株主	定款に関する議案	反対	気候変動問題に対する顧客の移行計画の開示に関する定款変更を求める議案。 <b>提案者の指摘に賛同できる面があるものの、当該企業の取組みはすでに一定の水準にあることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断し、当社基準に則り反対しました。</b>
臨時	会社	その他資本政策に関する議案	反対	親会社による公開買付けに応募しなかった株主をスクイーズアウトするための議案。少数株主との利害の相反が強く懸念されること、少数株主の利益保護の取組み及び経済的条件が不十分であることを考慮し、当社基準に則り反対しました。 <b>なお、本件についてはグループ関係会社である野村証券がファイナンス・アドバイザー及び第三者算定機関として関わりました。</b>
定時	会社	取締役の選解任	反対	候補者は当社基準を満たしますが、買収提案への対応を適時的に行わなかった責任は重いと判断し、反対しました。 <b>なお、本件についてはグループ関係会社である野村証券がファイナンス・アドバイザーとして関わりました。</b>

## 議決権行使担当者の1年間

日本企業の株主総会が最も多いのは6月、次いで3月、5月の順になります。当社の場合には6月だけで約1,300社、この3か月を合わせると1,700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す。

## 議決権行使1年間のスケジュール



7月~10月

## 1 議決権行使ガイドラインの改定

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。

2月~5月

## 3 株主総会を見据えたエンゲージメント

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たよう心がけています。

通年 特に11月~3月

## 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

当社の議決権行使の考え方について説明するとともに、投資先企業からコーポレートガバナンス強化の取組みについて説明を受け、議論を行います。

11月~1月

## 2 改定を周知するためのエンゲージメント

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の対話に加え、セミナーに登壇して説明することもあります。

3月~6月

## 4 株主総会の集中期

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。

1月・4月・7月・10月

## 6 議決権行使結果の開示

各四半期が終わると、議決権行使結果を賛否の理由とともにホームページに開示しています。

## 4 開示:高い説明責任

## 個別議案への賛否

## 対象企業

## 情報・通信業A社 —— 取締役の選解任:会社提案・株主提案

## 背景

特定の株主(以下、提案者)は、当該企業の株主価値を大きく毀損する行為に起因する業績の急激な悪化及び株価の低迷を指摘し、ガバナンス改革や非中核事業のスピンオフ、政策保有株式の解消、中核事業の改革を要求、A社はガバナンス改革やアクションプランを示し提案を拒否していました。当社は、A社が提案者から指摘された課題に迅速に対応しており外部から方向転換を迫る必要性は乏しいものの、取締役の指名は刷新前の取締役会が実施しており、指名プロセスが最善とは言えないこと、A社において株主価値を大きく損なう行為が認められたことから、監督機能を強化する必要があると判断しました。

## 議案の概要と賛否

取締役候補者は会社提案が11名、株主提案が12名でした。定款上の員数上限は18名であったため、残る7名の選任が論点となりました。詳細は以下の通りです。

## 賛否の理由

**会社提案** | 株主価値を大きく毀損する行為が認められましたが、次期社長候補を除き経営体制は刷新されており、責任を有する者の取締役候補者への選任状況を考慮し反対の理由としませんでした。

**株主提案** | 監督機能の強化が必要と認められることから、定款に定める員数上限および候補者のスキル・独立性を考慮し、業界内で上場企業の経営経験を有する候補者1名と、業界外で同経験を有する候補者1名の計2名の選任に賛成しました。一連の事案の背景には業界固有の特殊性があると考えられるため、実効的に監督機能を発揮するには、業界内外双方の知見が必要であると判断しました。



## 気候変動問題に関する株主提出議案

気候変動問題に関する株主提出議案について、議案ごとの判断理由だけでなく、当社が気候変動関連議案に対して判断を行った背景を包括的に説明しています。次頁では、気候変動問題への対応を求める株主が提出した定款変更議案をご紹介します。

複数の企業に対して気候変動問題への対応を求める定款変更議案が提出されました。気候変動問題は当社が持続的な企業価値向上のために特に重要と考える環境・社会課題の一つであり、情報開示の充実や監督機能の強化を求める議案については前向きに審議することとしています。

過去には同様の議案について個別に審議したうえで賛成したケースが複数ありますが、今回は該当する議案はありませんでした。社会的・政治的な主張を目的とした議案や個別具体的な業務執行に関わる議案、法規制等が求める水準に比べて過大な要求を含む議案のほか、提案の理由や当該企業の取組みを考慮したうえで取締役会の意見を尊重すべきと判断した議案に反対しました。

なお、一部の提案株主から定款の変更ではなく当該企業への勧告として判断してほしいとの意向が示されました。当社は議案が可決された場合の影響を十分に考慮する方針としており、環境・社会課題への対応を定款に記載することの適切性については柔軟に判断するものの、勧告として審議するのは適当でないと考えています。

## 利益相反が生じ得る議案

当社の親会社である野村ホールディングスを含むグループ関係会社の議案やグループ関係会社に関わる案件に係る議案は理由を詳細に説明しています。次のページでは、グループ関係会社である野村証券が財務アドバイザーおよび第三者算定機関として買収や組織再編に関わった議案をご紹介します。

## キャッシュリッチ企業への対応

野村アセットマネジメントは、「投資先企業の望ましい経営のあり方」として、資本の効率的な活用による価値創造、コーポレートガバナンス機能の十分な発揮などを掲げており、スチュワードシップ活動を通じて投資先企業に積極的に働きかけています。

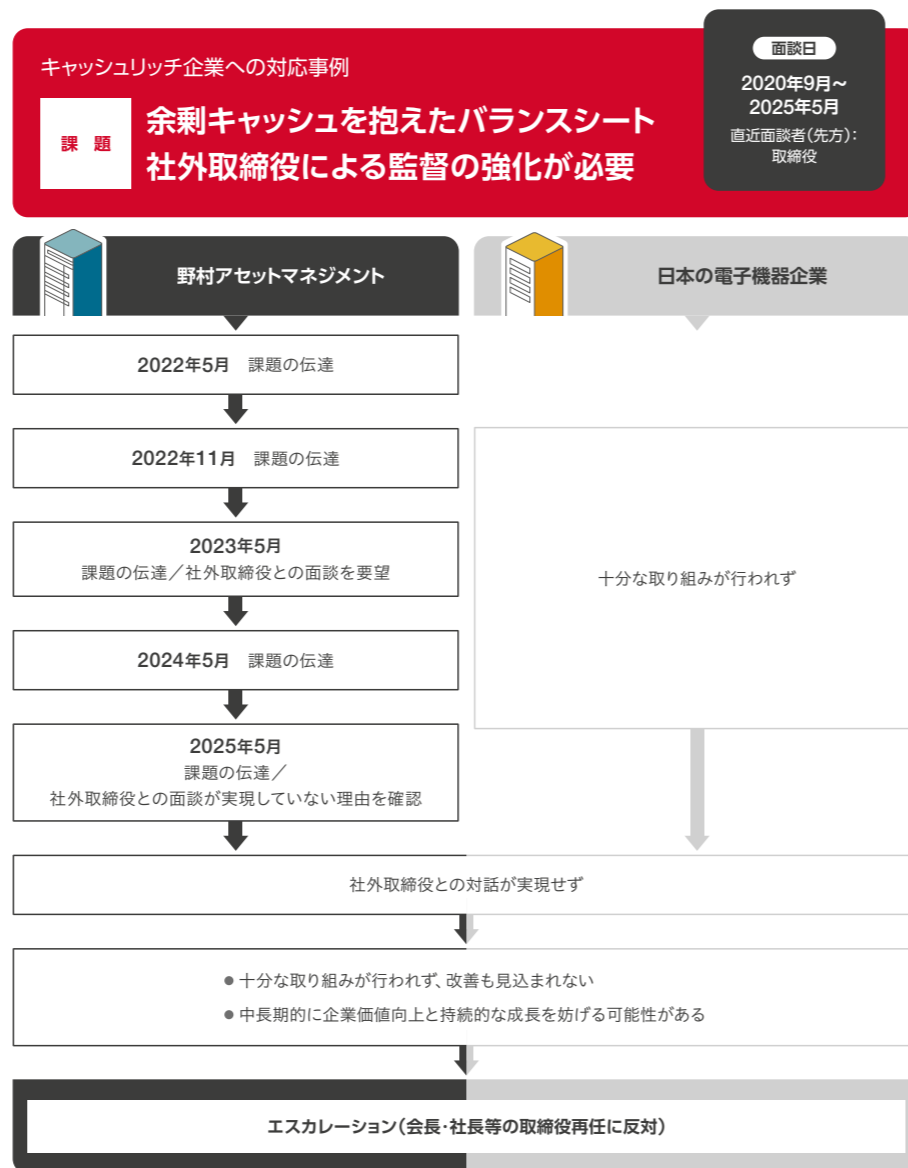
特にキャッシュリッチ企業に対しては、エンゲージメントにおいて、中長期的に資本コストを上回る価値を創造できる成長性と効率性の高いポートフォリオを構築できているか、その前提としてコーポレートガバナンスが十分に機能しているかの議論を深めています。

議決権行使基準においては、キャッシュリッチ企業に該当する定義を定め、株主資本利益率(ROE)の最低基準を引き上げる、親会社またはグループ会社への貸付等は望ましくない、剰余金処分についてROEと株主還元率の要件を求めるなど、より厳しい基準を設けています。

以下、当社がキャッシュリッチ企業に対して行ったエンゲージメントの代表的な事例のうち、エンゲージメントが奏功した事例とうまくいかなかった事例を紹介します。

1つ目は奏功した事例です。当該企業は日本を代表する素材企業としてグローバルに競争力を発揮し高いキャッシュ創出能力を持つ優良企業ですが、手元資金の蓄積が資本効率の低下要因となっており、適切な資金配分方針の策定・実行が求められていました。エンゲージメント開始当初、当該企業は、資金配分方針の重要性には同意しつつも、定量的な内容の開示には消極的でした。しかし、資本配分の重要性、特に定量的な資本政策の策定・開示による市場の不確実性軽減を繰り返し伝えた結果、決算説明会で、現預金を一定以下の水準に抑える方針が発表されました。さらに、次の決算説明会では、大規模な自社株買いを実施することを表明し、資本効率性向上に向けた強い姿勢を示しました。現在も対話を継続し、ROEなどの資本効率目標の開示を促しています。

2つ目はうまくいかなかった事例です。当該企業は、日本を代表する電子機器企業として高収益の成長企業ですが、キャッシュリッチで、今後もキャッシュの積み上がり、ROEの低下が懸念される状況でした。そこで、経営経験のある社外取締役の設置、または役員報酬の改革(資本効率性指標をKPIとする業績連動報酬または株式報酬)を求めました。しかし、当該企業は、現状において必要と考えていないとし、進展は見られませんでした。また、監督機能を担う社外取締役との面談を求めましたが、実現しない状況が継続しています。当社は、十分な取り組みが行われず、改善も見込まれないため、中長期的に企業価値向上と持続的な成長を妨げる可能性があるとして判断、議決権行使にエスカレーションすることとし、会長・社長等の取締役再任に反対しました。現在も、ガバナンスの強化に向けて対話を継続しています。



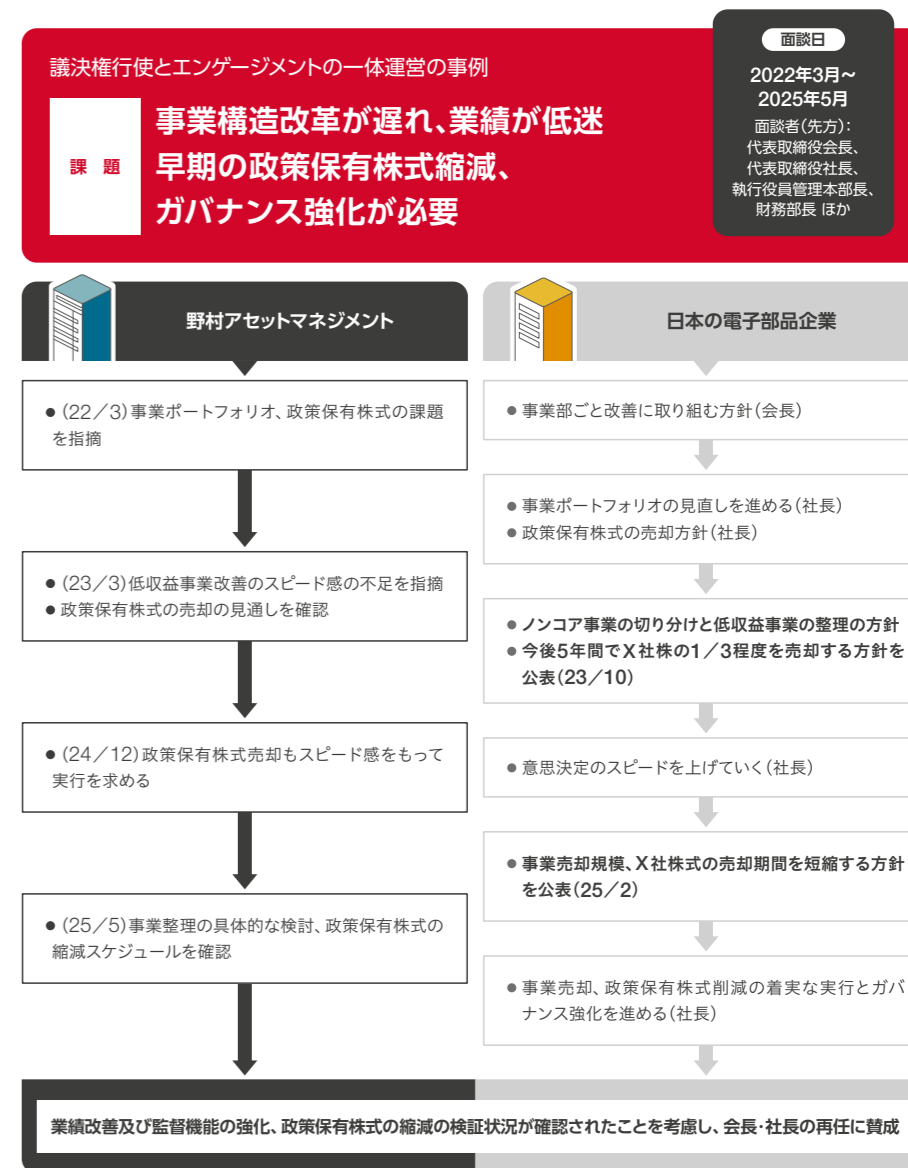
## 議決権行使とエンゲージメントの一体運営

野村アセットマネジメントは、毎年議決権行使基準を改定し、望ましい経営の実現のために投資先企業に働きかけています。議決権行使基準は客観的な定量基準や形式基準であり、一定の条件のもと反対する蓋然性が明らかになっています。

一方でエンゲージメントを通じて望ましい経営の実現に向けた取り組みが確認できる場合もあります。そのような場合には、議決権行使において、基準通りの判断とせず、エンゲージメントの状況を踏まえて、責任投資委員会で検討し結論を得る場合もあります。例えば、政策保有株式に関する議決権行使基準を満たさない場合であっても、エンゲージメントを通じて政策保有株式の縮減状況、取締役会における検証状況が確認された場合には、取締役選任に反対しないこともあります。取締役会の検証状況とは、当社が考える取締役会の理想形であるモニタリング・ボードであることが一つの目安となります。

このように、機関投資家の議決権行使基準の厳格化は進んできましたが、企業との対話も積極的に行われるようになり、エンゲージメントを踏まえた議決権行使、つまり一体運営が進展しつつあります。

以下に、当社が行ったエンゲージメントにより改善が認められたため、議決権行使基準通りの判断をしなかった事例を紹介します。当該企業は電子部品を中心とした複合企業として成長してきましたが、多角化した事業の中には低収益の事業もあり、業績が伸び悩み、構造改革が必要でした。また、過去の事業投資の成功の結果ではありますが、政策保有株式を多く保有し、資本効率の低下が課題となっていました。当社は数年前からエンゲージメントにおいて、事業ポートフォリオの整理と政策保有株式の売却の検討を求めてきました。当初は各事業における改善に注力しているとの説明で抜本的な改革は想定していないようでしたが、当社より低収益事業の改善が遅いこと、政策保有株式の売却の必要性を再三指摘したことにより事業ポートフォリオの見直しと今後5年間で政策保有株式の中心になっている株式を売却する方針を公表しました。当社は公表の内容に賛意を示す一方でスピード感をもって実行してもらおうよう伝えました。2025年2月に当該企業は事業売却の規模や政策保有株式の売却期間を短縮する方針を公表しました。その後のエンゲージメントで事業整理の具体的な検討状況、政策保有株式の縮減スケジュール、取締役会における検証状況を確認しました。2025年6月の総会の議案判断にあたっては、業績及び政策保有株式に関する当社基準を満たさないものの、エンゲージメントを通じて業績改善及び監督機能強化のコミットメントが認められたこと、政策保有株式の縮減状況及び取締役会における検証状況が確認されたことを考慮し、会長・社長等の取締役再任に賛成しました。





# ESG Integration

ESGインテグレーション

**「リスク」と「機会」を意識し、独自の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んでいます。**

## インテグレーションにおける特徴

実際の運用においてESGの要素を運用プロセスに組み込んで投資判断に活用する、いわゆるインテグレーションの取組みは重要です。財務的な経営パフォーマンスと非財務情報であるESGへの対応との間には密接な関係があり、相互に影響するものであると考えているためです。野村アセットマネジメントでは投資先企業に対して独自のESG評価を行い、投資判断に活用しています。企業を評価する財務情報などのファンダメンタルズ分析を土台として、ESGを含めた非財務情報の評価を効果的に運用プロセスに組み込むために、株式運用と債券運用の双方で、当社独自のESG評価を行っています。こうした手法を運用へ統合することは、ダウンサイドリスクの低減のみならずリターンの上昇のために必要不可欠な手段となっています。ESG評価は日本企業だけではなく、欧米先進国やアジア・エマージング諸国の企業も対象の範囲としています。気候変動や人権などのグローバルな共通テーマに加え、個別産業・企業ごとのESG課題を抽出し、様々なリサーチや複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGスコアを付与し、運用に活用できる体制を構築しています。

101



### 株式運用

リスク項目だけではなく、将来の収益を創出するような機会にも注目し、投資先企業のESG評価を実施。株式運用におけるインテグレーションは、共通のESG評価をベースに戦略ごとに異なる手段で運用プロセスへ組み込んでいます。

### 債券運用

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

# 株式インテグレーション

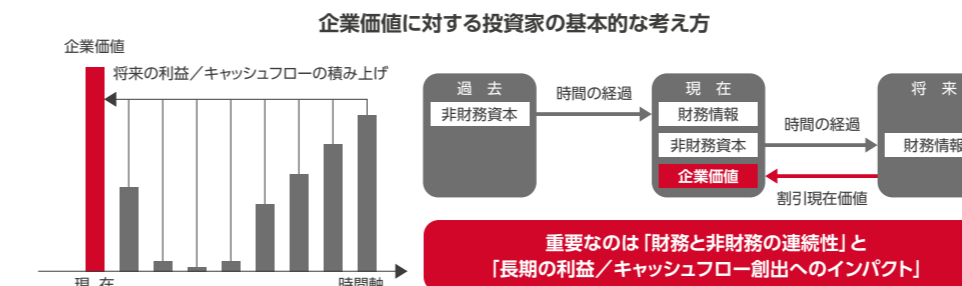
## 株式インテグレーションの考え方

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

企業の財務情報に表れない無形資産の評価には2つの側面があります。一つは、無形資産がもたらす収益、すなわち「成長性評価」としての側面であり、もう一つは、その企業の収益がさらされている「事業リスク評価」としての側面です。

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

後者は、それらの無形資産の蓄積ができていくかどうかにより、将来の収益が安定的、持続可能なものか、事業環境の変化によって激しく浮き沈みしてしまうものか、というリスクを把握するものです。つまり、この「事業リスク評価」は、将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際の割引率をどう評価するか、という視点そのものになります。言い換えると、無形資産の評価を、投資対象となる企業のバリュエーション(株価の割高割安指標)が割安なのか、割高なのかを判断する一つの要素として取り込むということになります。



## 株式運用の投資プロセス

実際に評価を行う際には、当社の企業アナリストによる個別企業へのESG調査を土台にして、企業アナリストとESGスペシャリストが協力して作成している独自のESGスコアを活用します。当社のESGスコアは、環境・社会・ガバナンス・SDGsにより構成されており、リスク要因や投資機会がどの分野にあるかなどの分析・評価を行い数値化することで、個々の運用商品の運用プロセスにあるストラテジー・プラットフォームにおいて投資格付け(投資判断)をする際の重要な判断材料の一つとしています(下図)。投資格付けに応じて、ポートフォリオの個別銘柄の売買が行われますが、同スコアを企業アナリスト、ESGスペシャリスト、運用者が議論する際の共通言語として機能させることで、より効果的な運用へのESGインテグレーションを行うことが可能となっています。また、追加的なESG調査が必要であると判断した場合、サステナブル投資戦略室を中心に、企業アナリストやESGスペシャリストが協同して、必要なエンゲージメント活動を行います。

ESG評価体制はグローバル株式においても構築されています。気候変動や人権などの共通テーマに加え、個別産業・企業のESG課題を抽出し、複数の外部評価情報を活用しながら、当社独自のESGレーティングを付与し、運用で活用しています。例えば、シンガポール拠点では、多種多様な国々をカバーするため、各国ごとにカンントリー・スペシャリスト(CS)を配置し、豊富な企業へのアプローチを通じたボトムアップの個別銘柄調査を主な付加価値の源泉としています。CSによる企業のファンダメンタルズ調査をベースにすると同時にESGに関する評価を加えて、個別銘柄に対して投資格付けを付与しています。これらのESG評価を加えて、ポートフォリオを構築します。



102

# ESGインテグレーションの高度化への取組み



運用部 日本株アクティブグループ コア海外年金チーム

気候変動や人権問題、多様性などのESG課題は、グローバルにかつ長期的に取り組むべき共通の課題です。当社がウェブサイトで公表している、「主なESGファンド」においても、国内株式型、外国株式型、バランス型を問わず、その全てのファンドでESGインテグレーションが投資手法として組み込まれていることから、その高度化を目指すことは、私たちのポートフォリオ管理・運用上における重要アジェンダの1つでもあります。

当社の運用チームでは、様々なESG要素を考慮した銘柄選択プロセス(ESGに関する定性・定量判断)に基づく運用を行っています。これは、アクティブ運用ポートフォリオマネージャーが企業を投資対象として評価する際に「ESGリスクと機会をコントロールして5年後も10年後も成

長する企業なのか?」という視点を常に持ち、より長期的な視点から投資先企業を見極める視点を持って運用を行うことが求められることを意味します。当社の運用プロセスでは、運用チームもESG評価の一端を担っています。ポートフォリオマネージャーは、銘柄選択や売買の際に社内における様々なESGデータや、週次で委員会に提供されるESG分析の内容を確認し、議論を経て投資判断を行っています。

各運用者は、担当するファンドのESGインテグレーション方針に基づいて、ポートフォリオのESGリスクと機会を管理しています。ポートフォリオレベルの管理では、組入れ銘柄のカーボンインテンシティの加重平均値を対ベンチマークで低くすることや、当社のESGスコアのポートフォリオの加重平均値をベンチマークよりも高く保つようにコントロールしています。また、個別銘柄レベルでもESGリスク管理を実施しています。例えば、ある自動車大手企業において、グループ内での株式持ち合いがコーポレートガバナンスの実効性の観点から課題と考えていましたが、企業価値向上を目指した透明性の高い経営を追求するため、持ち合い解消へ本格的に動き出したことを高く評価し、投資ウェイトを引き上げたケースがあります。

また、こうしたESGインテグレーションの手法や銘柄評価に係る具体的なポイントについても、お客様への体系的かつ丁寧な説明を心掛けています。

エンゲージメント活動との連携もインテグレーションの重要な要素です。エンゲージメントミーティングにおける企業トップマネジメントの反応やマイルストーン達成状況は、「機会」と「リスク」を評価する運用者にとっても重要なシグナルとなります。そのため、当社の運用担当者の多くが企業トップとのミーティングに出席し、ESG課題について議論しています。また、環境規制の強化や不祥事の発生等により、投資銘柄の事業継続・持続可能性に懸念が発生した場合にも、エンゲージメントを通じて適時適切な状況の把握に努めます。こうしたESGに関するリスクと機会を適切に判断するための情報を整備し、個別銘柄のESG評価、ポートフォリオの管理、エンゲージメントの事例を積み重ねることで、私たちはお客様のために、激動する社会の中で持続的に成長する強靱な企業を選別しています。

# ESGインテグレーションの高度化への取組み



## 非人道兵器製造企業の投資除外について

当社は運用するファンド・口座において、非人道兵器製造企業<sup>※</sup>への投資を行わないこととしています。企業の社会的責任に係る問題がある場合、企業との対話を通じて、その解決を求めていくことが当社の基本方針です。しかし、非人道兵器製造企業については、国策による事情等を背景に、エンゲージメントによる効果を見込むことは困難です。したがって、投資対象から除外することは社会的責任を果たす観点から適切な対応であり、また長期的な運用資産のリターン改善に資すると考えます。

具体的には、海外拠点を含む全ての運用ファンド・口座において、非人道兵器製造企業の保有を禁止しています。(パッシブ運用および外部委託運用は対象外)

<sup>※</sup>非人道兵器とは、過剰または無差別な危害、国際規範違反、大量破壊をもたらす可能性のある武器を指し、日本が締結・締約した条約でカバーされている以下の兵器の総合兵器製造企業を非人道兵器製造企業とする。  
● クラスター弾、対人地雷、生物化学兵器、焼夷弾(白リン)、ブラインドレーザー、検出不可能な破片を利用した武器

# インパクト投資

Global Impact Investing Network (「GIIN」)によれば、インパクト投資とは、財務的リターンとともに、ポジティブで測定可能な社会的または環境的インパクトを生み出す意図をもって行われる投資と定義されています。インパクト投資の主要な要素は、環境的・社会的便益に寄与するという「意図 (intentionality)」と、環境的・社会的便益の「測定可能性 (measurability)」です。実務では、投資がどのようにして意図したインパクトにつながるかを図式化する「セオリー・オブ・チェンジ (Theory of Change)」の枠組みがよく用いられます。これにより意図性が担保され、適切に実施されればインパクトの測定も可能になります。

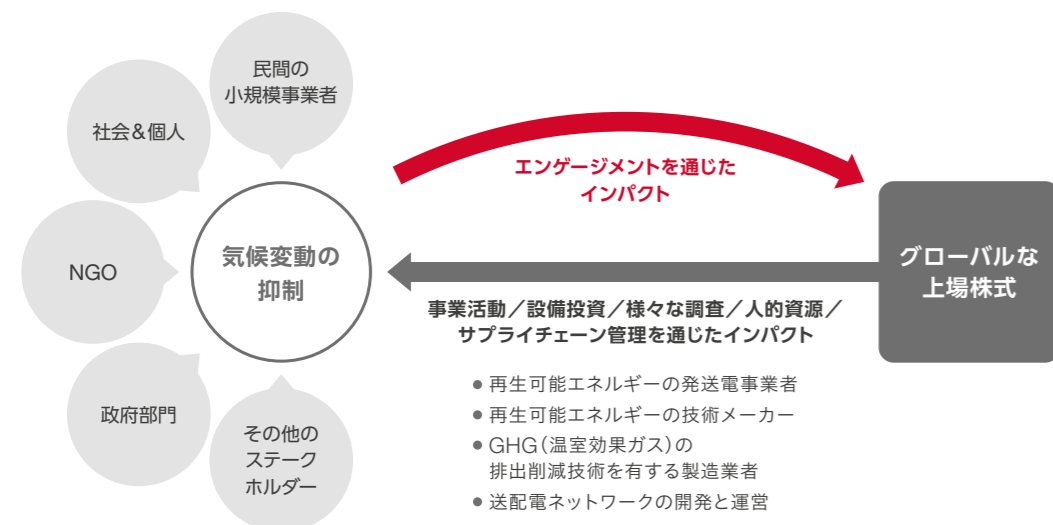
公開株式ファンドは、直接的な支配力や資金提供の限界から、

従来はインパクトを与える手段としては考えられにくい側面がありました。しかし、上場企業は他の多くのステークホルダーとともに、社会が直面する多くの課題解決において独自の役割を果たし得ると私たちは考えています。本節では、インパクト志向を持つ当社のいくつかの投資戦略を、各々の投資哲学やアプローチの違いとともに紹介します。

注:上場株のインパクト投資においては、投資家が経営に直接介入することは一般的に限定的であり、株主としての影響力は主に議決権行使や企業との対話(エンゲージメント)を通じて発揮されます。プライベート・エクイティのインパクト投資のように取締役就任や経営介入を通じて施策を直接実行できるわけではありません。また、上場株投資は既存株を市場で取得するケースが多く、資金が企業の新規事業に直結しない場合があるため、投資が直接的にインパクトを生んだと示す帰属性および追加性がプライベート・エクイティのインパクト投資の場合と比較して低いという特徴があります。



イメージ図 グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジー



# インパクト投資

	環境 ENVIRONMENT		社会的責任 SOCIETY			
ESGステートメントをベースとした課題の設定	気候変動	自然資本	医療問題		人が保証されるべき権利	
インパクト・ゴールの設定	気候変動の抑制: 地球温暖化をセ氏1.5度の上昇にとどめる	自然資本の毀損を抑制	先進国の医療問題の改善	途上国の医療問題の改善	基本的な金融サービスへのアクセス	安全な水へのアクセス
主なモニタリング指標 (KPI)	世界の自然エネルギー生産 大気中のCO <sub>2</sub> レベル	GDPにおける資源消費 世界の陸地における森林面積の比率	WHOによる死亡率 心血管疾患、癌、糖尿病、慢性呼吸器疾患	WHOによるHIV/結核/マラリア死亡率	銀行へのアクセスが可能な低所得層の比率	きれいな水を利用できる世界人口の割合
SDGsテーマとのひも付け	<b>SDGs7.2</b> 再生可能エネルギーの世界的割合の拡大 <b>SDGs7.3</b> エネルギー効率改善率の倍増	<b>SDGs12.2</b> 天然資源の持続可能な管理および効率的な利用	<b>SDGs3.4</b> 非感染性疾患による若年死亡率を、予防や治療を通じて減少させる	<b>SDGs3.3</b> エイズ、結核、マラリアおよび顧みられない熱帯病といった感染症の根絶と他の感染症への対処	<b>SDGs1.4</b> 経済的資源についての平等な権利を確保 <b>SDGs9a</b> 金融・テクノロジー・技術の支援強化を通じて、開発途上国における持続可能かつ強靱(レジリエント)なインフラ開発を促進	<b>SDGs6.1</b> 全ての人々の、安全で安価な飲料水の普遍的かつ公平なアクセスを達成
投資分野の特定	<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギー・デベロッパー</li> <li>技術を保有する製造業者</li> <li>電気自動車/OEM製造者</li> <li>効率性の高いビル建設と管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持続可能となる原材料の管理</li> <li>原材料の効率的な使用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>医薬品に係る事業</li> <li>医療バリューチェーンにおける医療関連企業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィンテックによる支払い手段を提供する事業</li> <li>社会的弱者への貸出事業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上下水道の提供に関する事業</li> <li>クリーンな飲料水を提供する事業</li> </ul>	
個別企業のCPI	<ul style="list-style-type: none"> <li>製品・サービスによって削減された炭素排出量(トン)</li> <li>年間に生産されたカーボンフリー(非化石)エネルギー量(MWh)</li> <li>送電・配電への投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>浄水器等のフィルター製品によって代替された使い捨てプラスチック製ミネラルウォーターボトルの本数</li> <li>年間に回収された資材量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>糖尿病または肥満に関する治療を受けた患者数</li> <li>被保険者数(プラン加入者数)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>アクセス戦略によって支援・診療を受けた患者数</li> <li>低所得国で接種・提供されたワクチン数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>当該年における低所得者・経済的弱者向け住宅ローンの残高</li> <li>新興国で保険サービスを提供された人数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>衛生・水アクセスプログラムを通じて支援・恩恵を受けた人員数</li> <li>当該年にプロジェクトで処理・節水・削減された水量</li> </ul>
投資先企業とのエンゲージメント	対象企業への継続的なエンゲージメント					



# 当社のインパクト投資ストラテジー

野村アセットマネジメントのインパクト投資ストラテジーを紹介します。

UK

## G S E GLOBAL SUSTAINABLE EQUITY STRATEGY グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジー



当社の英国拠点は「野村グローバル・サステナブル・エクイティ (GSE) 戦略」を運用しています。本戦略は、投資先企業が環境・社会・顧客・サプライヤー・従業員・投資家といった全てのステークホルダーに対して総じて高い正のインパクトをもたらすとチームが判断する企業へ投資することで、リスク調整後の優れたリターンを追求する、コンセントレーテッド(集中型)のグローバル株式戦略です。

当該アプローチは、明確な環境および社会の目標をまず設定し、それらに対する定義可能な成果目標を置くことなしには「インパクト」を主張できない、という信念に基づいています。上場企業のレベルでは、研究開発投資などの「インプット」や、HIV治療を受けた患者数のような「アウトプット」は報告可能ですが、実際の「インパクト」、例えば生活の質の明確な向上や死亡率の低下といった変化を正確に評価することははるかに難しいのが現状です。

上場株式ファンドが提供できるインパクトには限界がありますが、特定の国連持続可能な開発目標 (SDGs) に関連する目標については、上場企業は資源・規模・投資力を有しており、目標達成に必要な大規模な資金ギャップを埋める上で非常に有利な立場

にあります。また、当社のような機関投資家は、ターゲットを絞ったエンゲージメントを通じて上場企業のインパクトを一層高める独自の立場にあります。GSE チームは、顧客が自らの資本が世界に与えている影響を理解できるよう、説得力のあるインパクトデータを報告するとともに、競争力のある金融リターンの提供にもコミットしています。

本戦略のインパクトレポート第5版は2024年に公表されており、投資チームが投資先企業によってもたらされるポジティブなインパクトをどのように評価しているか、およびエンゲージメント活動を通じて達成を目指すインパクトについて、明確かつ詳細に説明しています。

GSEの  
アプローチ

- 1 「インパクト目標 (Impact Goals)」を設定し、各目標に対する主要業績評価指標 (KPIs) を確立する
- 2 これらの目標を支援する投資先企業を特定し、企業パフォーマンス指標 (CPIs) を設定する
- 3 KPI と CPI の両方を追跡し、企業とのエンゲージメントを通じて個別のインパクトを高める
- 4 インパクトデータとエンゲージメント活動を報告する



**A** 野村グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジー (GSE) 共同ポートフォリオマネージャー/サステナブル投資スペシャリスト  
**ダニエラ・ドレロバ**

**B** 野村グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジー (GSE) リードポートフォリオマネージャー  
**ニック・ヘンダーソン**

**C** 野村グローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジー (GSE) 共同ポートフォリオマネージャー  
**ベンジャミン・ラカイユ**

# 当社のインパクト投資ストラテジー

JAPAN

## J S E G JAPAN SUSTAINABLE EQUITY GROWTH STRATEGY 社会的価値創造投資



当ストラテジーは、2016年に「企業が本業を通じて社会課題を解決する」という考え方を基に運用を開始しました。2010年代には、様々なステークホルダーにより環境・社会等において「持続可能性」の必要性が認識されるようになりました。そうした課題を「投資を通じて解決することが可能」という発想がその背景にあります。そして、2020年代に入って発生した新型コロナウイルスの混乱が、数年の時を経てようやく収まりました。しかし、その世界的な混乱が収束する一方で、その間に日本で顕在化した様々な社会的課題や気候変動に起因する災害が各地で多発しており、問題が深刻化しています。そのため、社会課題の解決に向けて早急な行動が求められています。そして、当ストラテジーでは、様々な要因をきっかけに社会が変化の中で、私たちが直面する様々な環境・社会問題の解決に役立つ投資手法である「インパクト投資」の考え方を取り入れて、長期の視点を基に運用を継続しています。資産運用商品において通常の投資リターンを得るだけでなく、その中で「社会課題の解決」を意識した事業活動を行っている企

業を長期に保有することで、私たちが生活する社会における課題も解決するという投資手法です。そして、その社会課題はSDGsとも密接に関連しており、社会課題の解決がSDGsゴールと結びついていることも、その特徴です。そして、こうした社会課題は中長期的に取り組むべきテーマが多いため、長期保有を前提に企業へ投資することにより、超過収益を求める投資とESG課題の解決という両立が可能であると考えています。当ストラテジーの投資対象は、当社独自の日本株ESGスコアとファンダメンタルズの評価に加えて、SDGsの達成に貢献する社会的価値創造が可能な企業となっています。そして、インパクト・レポートの公表を通じて、投資先企業の「アウトカム (成果)」や「広範囲かつ累積的なインパクト (影響)」を共有することは、社会課題の解決に向けて企業を後押しするだけでなく、投資家による理解を強めるための必要不可欠なプロセスと考えています。



**A** ポートフォリオマネージャー  
**松島 達衡**

**B** メイン・ポートフォリオマネージャー  
**高橋 潤**

**C** シニア・ポートフォリオマネージャー  
**岩倉 瞬**

# 日本株 ESG スコア

当社は、アナリストとESGスペシャリストの知見を活用した、日本企業のESGの実力を評価する「ESGスコア」を独自に算出し、活用しています。

将来のキャッシュフローをベースに企業価値を予測するうえで、ESGをはじめとする非財務情報は非常に重要です。

投資先企業の非財務情報を調査・分析しスコアリングすることで「ESGを考慮した企業価値」を測ることが可能となり、運用付加価値の向上につながると考えています。

## ESGスコアの内容

ESGスコアの概要は以下の通りです。評価は、「環境」「社会」「ガバナンス」「SDGs」の4項目となり、ウェイトをそれぞれ25%としています。それぞれの評価項目において、「リスク」と「機会」の双方の視点をバランス良く配置しています。「機会」項目は、ESG課題に対する経営陣のビジョンやコミットメント（説明力、企画力、行動力、実績）に加え、SDGs達成に貢献する企業の将来的な成長力およびこれらに貢献する経営資源などを評価します。一方、「リスク」項目は、開示・認証取得の有無、開示項目のデータやそのトレンド方向など、定量分析が可能であることも重視し、評価を行っています。さらに、各企業の業種特性などを勘案するため、マテリアリティ（経営の重要課題）により、業種特性の違いを反映させています。

「環境」では、企業が気候変動に関する移行リスクや物理的リスクを管理し、その対応を経営戦略に盛り込むと同時に、経営陣によるコミットメントが示されているか、などを評価します。項目としては、「TCFD」などがあり、統合報告書やホームページの資料を基に分析し、評価を行います。自然資本・その他の環境評価項目としては、廃棄物管理、河川・海洋資源の保全や海洋汚染防止を含む生物多様性に関する項目などがあります。

「社会」では、企業の内部と外部におけるリスクおよびその対応に分かれます。前者は、従業員の人權や人的資本の活用に関する評価などが、後者は製品・サービスの品質に関する課題やサプライチェーン・マネジメントなどに関連しています。最近、

世界的に人權問題への取組みが注目されており、特に日本企業の場合、国内外の拠点におけるサプライチェーン・マネジメント管理における評価を重視しています。

「ガバナンス」では、取締役会の構成、社外取締役の独立性、指名・報酬に関する委員会の設置状況など、形式をチェックする評価項目が複数あります。一方で、経営トップとの対話、後継者計画の策定など定性的な項目に関する評価もあり、長年にわたり企業を深く調査分析している当社の企業アナリストならではの強みが評価に反映されるようにしています。

「SDGs」では、企業が将来の「機会」へ取組む姿勢を積極的に評価しています。そこでは、企業がSDGsに示された課題へ

の解決を事業「機会」と捉えて、適切に経営戦略に組み込んでいるかを評価します。その際、単に各目標の達成に貢献できる事業の有無だけではなく、SDGsゴールの達成に貢献可能な売上高構成比の予測や、他社と差別化できる優れた人的・技術的資源の有無にまで踏み込んで調査分析を行い、評価しています。

ESGスコアは、普段から企業との接点が多く企業を熟知している企業アナリストと、ESGに関する業種横断的な視点で分析する機会が多いESGスペシャリストが協働し、それぞれの比較優位を活用しながら、スコアリングを行う体制としています。最終的に、責任投資調査部においてスコアリング結果を精査し、関係部署に提供されます。

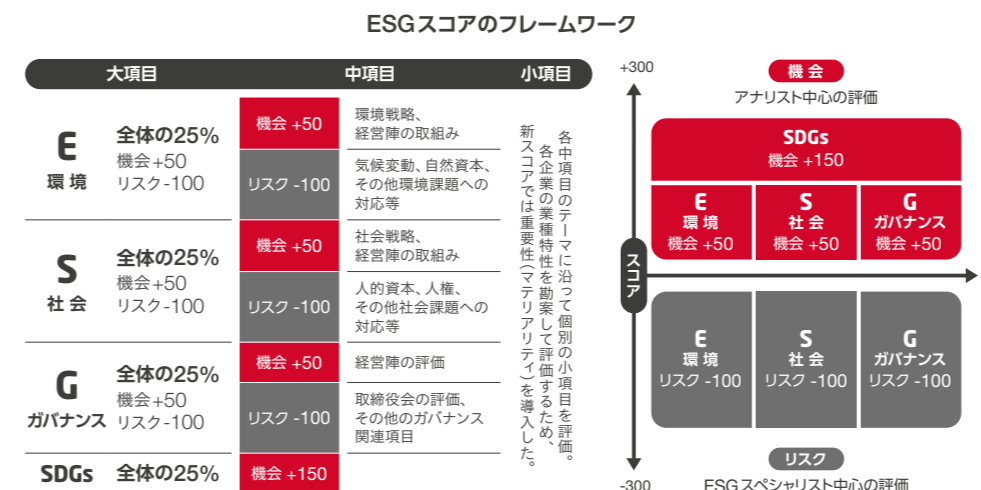


# 日本株 ESG スコア

## ESGスコアの改定

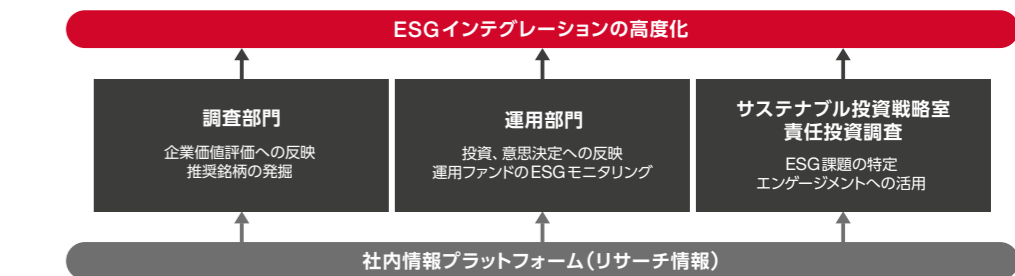
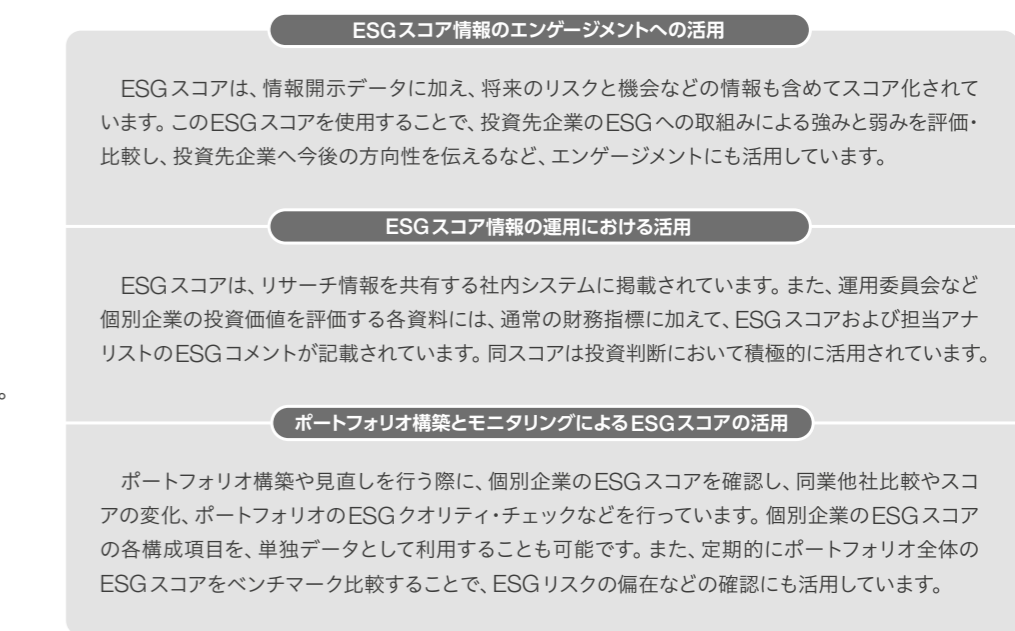
日本株ESGスコアは、投資先企業のESGに関する開示内容の充実や実際の取組みの高度化が進んでいることもあり、定期的な改定を行うことで、ESGスコアによる企業評価をより実効性の高いものとしています。過去の主な改定のポイントは、2023年改定では、GHG除去量、削減貢献量の経済的価値を試算・評価に反映し、2024年改定では、「TNFD」への企業の対応状況も評価に反映させました。

2025年改定では、①コーポレートガバナンス・コードで開示が求められているスキル・マトリックスに基づき、実効的なスキルを有する社外取締役が選任されているか否かを、また②ネイチャーポジティブに関する事業機会の開示内容、特に具体的な製品・サービスの展開の有無を、新たに評価項目として追加しました。なお①については、スキル・マトリックスの作成は各企業に委ねられていることもあり、客観性や標準化の欠如が課題であることから、当社は情報ベンダーと、取締役に関するテキスト情報から取締役会のスキル・マトリックスを自動的に出力・評価が可能かを検証しており、本項目の評価プロセスを強化しています。その他の評価項目においても、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、規制等の変更も考慮して、適宜見直しを行っています。



## ESGスコアの活用

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



# 債券ESGにおけるトランジション投資の考え方



債券サステナブル・インベストメント・ヘッド  
ジェイソン・モーティマー

## トランジション投資の重要性の高まり

トランジションは気候関連投資において主要な注目領域になってきています。概念としてのトランジションファイナンスは、脱炭素化が困難な業種を含めて、時間をかけた排出削減を支援します。一方でグリーンファイナンスはすでに低炭素またはゼロ炭素を達成しているプロジェクト、資産、活動を対象とします。グリーンファイナンスの補完としてトランジションへの関心が高まっているのは、市場が(しばしば投資除外によって達成される)個別ポートフォリオの仮想的な脱炭素ではなく、現実世界での実践的な脱炭素ソリューションに向かっていることを反映していると考えられます。

グリーン投資は標準化されたタクソノミーや特定時点の分析で客観的に評価できるのに対し、トランジション投資はより主観的で文脈依存的、かつ時間とともに動的に変化する傾向があります。ラベル付きトランジションボンドの供給も依然として小規模であり、これは持続可能な投資に関する規制や市場構造が主として、明確にグリーンとみなされる投資を優先する「二分法」アプローチを中心に発展してきたことが一因と考えられます。その結果、概念としてのトランジションに対する市場の関心が、投資としてのトランジションに対する資金フローに必ずしも結びついてきたわけではありません。

では債券投資家はどのようにしてこれらの課題に対処し、グリーン・トランジションの信頼できるポートフォリオを構築できるでしょうか。私は、解決策は次の2点にあると考えています。①発行体レベルでのトランジション進捗を段階的に評価し、②ポートフォリオレベルでのトランジション進捗率を最大化することです。

## 「トランジション進捗段階」による発行体レベルでの進捗把握

トランジション計画は、債券におけるサステナブル投資の重要なデータソースになっています。これらの開示は、発行体の気候トランジション計画が国の業種ごとの経路と整合的か、現実的な技術ロードマップに支えられているか、設備投資計画が伴っているか、気候ガバナンスに反映されているかを示します。言い換えれば、発行体の気候トランジション計画が野心的かつ信頼できるものかを示すのです。これらは、カーボンフットプリントよりも発行体の気候トランジション進捗をより包括的かつ将来志向で把握できるようにし、脱炭素目標やコミットメントを評価するための重要な文脈を提供します。

発行体の気候トランジション計画はゴールではなくプロセスであり、トランジションを「信頼できる」ものにするための普遍的な世界標準は確立されていません。そこで私たちの債券ESGにおいては、発行体を「コミットメントなし」「トランジション中／進捗中」「整合／整合中」といったレベルに分類するトランジション進捗段階方式で評価します。このアプローチはネットゼロへの複数の潜在的な経路を認め、計画の質と完全性、国の業種ごとの経路との整合性、設備投資配分の根拠、中間目標、ガバナンスへの統合に基づいてトランジションの信頼性を標準化します。トランジション進捗段階の評価は動的であり、発行体の継続的なコミットメントと実際の実行ペースを反映して随時更新されます。

## 適応・レジリエンス・ファイナンスに対する市場の関心の高まり

気候変動緩和に対する資金の流れが進んでいるものの、世界は温暖化を1.5度に制限するというパリ協定の最も野心的な目標の達成に向けた軌道から外れていると考えられます。これにより、将来、地球の気温がさらに極端に上昇し、気候による物理的災害が発生する可能性が高まっています。その結果、政策立案者や投資家は、これらの物理的リスクによる損害を軽減・管理するための気候変動適応・レジリエンス (A&R) 投資にますます注目するようになっていきます。

新たな研究<sup>※</sup>によると、洪水、暴風雨、熱、地震などのリスクから企業の資産や公共インフラを保護するためのA&R投資は、高い収益性をもたらすことが示されています。12か国で320件、総額1,330億ドルのA&R投資を対象とした2025年のWRIの研究では、投資1ドルあたり10年間で累積10ドル以上の便益

※ <https://www.wri.org/research/climate-adaptation-investment-case>

# 債券ESGにおけるトランジション投資の考え方

が生み出されたことが示されました。さらに、その便益は、災害による想定損失の反事実的モデルにとどまらず、雇用創出や技術導入によるより良い開発成果から生じる経済的便益、健康や生物多様性の向上に伴う広範な社会的・経済的便益にも及び、これらは「レジリエンスの三重の配当」として知られています。

A&Rファイナンスのための民間資本を拡大するには、投資家がこれらの投資から得られる損失回避とより広範な社会的・経済的便益の価値を認識するとともに、発行体からの投資可能なA&Rプロジェクトのパイプラインを認識する必要があります。東京都が最近発行した気候・物理的レジリエンス投資のための「レジリエンスボンド」は、アジア地域に適したアプローチによって、こうした取り組みが可能であることを示していると考えます。

## ポートフォリオの排出量最小化から現実世界の脱炭素化進捗率の最大化へ

債券ESGにおけるトランジション投資のフレームワークは、各発行体のトランジション進捗段階をポートフォリオの単一の加重平均スコアに統合します。このトランジションスコアは保有銘柄全体の進捗を追跡するベースラインとなり、ポートフォリオ構築とリスクモニタリングの主要なKPIとして機能します。ここでの目標は、投資除外やすすでにグリーンな発行体への投資に限定することによってポートフォリオ排出量を単純に最小化するのではなく、状況に応じた最も野心的かつ信頼できるトランジションを実行している多様な発行体に資本を配分することで、現実世界の脱炭素化を最大化することです。このアプローチは、相対的に野心的な目標を示し、業種ごとの経路に沿った明確な設備投資計画を持ち、測定可能な進捗を示すことができる場合においては、脱炭素化が困難な業種を含めることも可能です。この特徴は、グ

リーンまたは低炭素の投資機会が限られる新興市場においては特に重要です。さらに、発行体のトランジション計画の開示とその実行状況を投資配分に直接結び付けることで、高品質で標準化された開示基準の普及に向けた市場関係者のエンゲージメントをより効果的に行うことができます。これにより、従来のグリーン投資アプローチでは十分に取り込まれてこなかったトランジション分野や活動へ投資を誘導することが期待されます。

## 結論

気候に関する目標の高さでトランジションの信頼性を評価し、発行体のトランジション進捗のペースに応じて資本配分を行う

ことで、投資除外に頼るだけでなく、信頼でき、かつ多様なグリーンおよびトランジションポートフォリオを構築できます。このアプローチは、脱炭素化の加速効果が最も大きい分野、特に脱炭素化が困難な業種や新興市場に資本を誘導するとともに、発行体が気候トランジションに対するコミットメントを実行するための明確なインセンティブを生み出します。こうすることで私たちは、トランジションリスクをより効果的に管理し、債券ESG領域における投資家としてネットゼロへの移行において建設的かつ説明責任ある役割を果たすことができると考えます。

## グリーン投資とトランジション投資

タイプ	グリーン投資	トランジション投資
目的	ポートフォリオにおける現時点の脱炭素化	発行体の今後の脱炭素化
分析	発行体レベルでのGHG排出量投資レベルでのネットゼロステータスとその野心的性	発行体レベルでのトランジション計画投資レベルでのトランジションの可能性とその信頼性
最大化の対象	すでにグリーンとなっている資産の割合	ブラウンからグリーンへの改善率
ネットゼロへの経路	単一経路	複数の潜在的な経路
脱炭素化が困難な業種の組入	一般的になし(投資除外)	可能性あり(移行計画を評価)

## 実効性を重視したソブリンエンゲージメント手法

### 責任ある機関投資家として

目的を持った対話によるエンゲージメントは、投資資産に対するアクティブオーナーシップを実践する有効な手段となります。一般的に企業向けのエンゲージメントはコーポレート・スチュワードシップと呼ばれ、投資家と投資先企業との継続的な対話を通じて持続的な企業価値の創出やガバナンス改善を促すことを目的としています。しかし、株式市場が企業に資金を供給するのに対し、債券市場は企業だけでなくソブリンを含む公的な発行体にも資金を供給します。これらの投資においては収益性よりも発行体の信用力が主要なドライバーとなるものの、政府は一般的に自国民に対する説明責任を最優先する立場にあると理解されています。では、私たちは債券投資家としてなぜ、どのようにしてソブリンに対してエンゲージメントを行うのでしょうか。

### なぜ債券投資家がソブリンに対してエンゲージするのか

企業向けであれソブリン向けであれ、投資家と発行体の間のエンゲージメントは双方の優先事項や共通の利益、課題をよりよく理解するために重要です。基本的に、そのような対話により投資家はポートフォリオに影響を与える重要な要因について議論する機会を得られ、持続可能性リスクのより効率的な価格設定やインパクト投資機会の発見につなげることができる場合があります。私たちのエンゲージメントは単なるチェックボックス的な作業ではなく、新興国市場・先進国市場の両方において、信用力評価と債券投資意思決定プロセスの根幹をなすものです。

ソブリン発行体は気候・物理的リスクへの脆弱性、ガバナンスと法の支配に関する懸念、人口動態や安全保障上の課題など、広範な持続可能性関連リスクに直面しており、これらは信用ショックに発展したり、市場リスクや価格に直接的な影響を及ぼしたりします。私たちのソブリンESGスコアモデルによる分析や実務上の投資経験から、ソブリン債市場はこれらの持続可能性リスクを常に効率的に織り込んでいるわけではないと考えています。ソブリンレベルのリスクに関する定量分析と、焦点を絞った発行体との対話を組み合わせることで、将来を見据えた持続可能性の要因に関する理解を深めることができます。これにより、インパクトの大きいソブリン投資の優先事項を特定し、発行体と投資家の間に信頼に基づく対話を促進し、長期的な持続可能性の成果にポートフォリオを整合させ、ポートフォリオの下振れリスクを低減できると考えます。

### ソブリンエンゲージメントの独自の課題と機会

債券投資家のエンゲージメントには独自の制約と機会があります。株主とは異なり、債券投資家は議決権や取締役会アクセスを通じて直接的に企業戦略を推進することはできません。代わりに、価格情報や資本配分のシグナル、融資や借換に伴う条件設定を通じて影響力を与えます。借り手がソブリンである場合、この力学はさらに変化します。自国通貨建ての債券市場においては規制や投資収益が投資家行動の主要な動機となる一方、政府は戦略的な優先事項を抱えており、一般的に民間投資家よりも自国民を優先する傾向があります。この現実 は外部投資家が利用できる手段を制限しますが、同時に独特の機会も生み出します。ソブリンは政策決定者であるため、政府の透明性を向上させ、政策に対する投資家のフィードバックを取り入れ、公共投資の質を向上させることで、自国民と投資家双方にマクロレベルの便益をもたらすことができます。

#### ソブリンESGスコアリングフレームワークを用いたエンゲージメント - 新規および新興のリスク要因

環 境	社 会	ガバナンス	セキュリティ
エネルギーセキュリティ エネルギー転換 物理的レジリエンス 気候と物理的リスク 環境脆弱性 水ストレス、干ばつリスク、洪水リスク 自然資本 海洋衛生 漁業管理	人材開発 食料安全保障 生産能力 人権と公民権 刑事・民事司法制度 ジェンダー不平等	経済競争力 グローバル人材競争力 市場開発 ロジスティクスのパフォーマンス イノベーション ネットワークの即応性 電子政府の開発 投資家保護 知的財産の保護 スタートアップ企業への投資の魅力 政府の有効性 マネーロンダリングおよびテロ資金供与の管理(AMLリスク)	地政学的リスク 国家のレジリエンス サプライチェーンのレジリエンス 経済的レジリエンス サイバーセキュリティ政策の策定 国内の安定性 正義と法の支配 テロリスク

## 実効性を重視したソブリンエンゲージメント手法

### ソブリンエンゲージメントへのアプローチ

私たちのソブリンエンゲージメントのアプローチは実務的かつリスク重視です。持続可能性に関する情報開示の不足が重大な場合や、持続可能性課題への政策対応が信用力やマクロの安定性に対する市場の認識に影響を与えると判断されるテーマを優先します。政策の押し付けや特定成果の要求を目的とせず、政府が財政および持続可能性リスクの管理方法を明確にするため、信頼できる根拠に基づく対話を目指します。具体的には財政透明性と債務持続可能性、気候変動への適応と緩和の計画、偶発債務と公共投資の効率性、政策と市場の信頼性に影響を与えるガバナンス指標、物理的・社会的・経済的レジリエンスに紐づく改革の道筋などに焦点を当てます。

実際には、発行体や論点の性質に応じて様々な形態でエンゲージメントを行います。多国間開発銀行(MDBs)や国際機関に対しては、プロジェクトのパイプラインや持続可能な投資の重点領域、開示基準、レジリエンスやサイバーセキュリティのような新興リスクに関するフィードバックを行うことが多いです。ソブリンに対しては、通常IMFや世界銀行の分析、外務省付、ESGモデルにおけるリスク指標、直接対話を組み合わせ、公表された計画の裏付け、明確なデータの要請、実行スケジュールの把握に努めます。適切な場合には、スチュワードシップイニシアティブ等と協働し、発行体との対話を行います。

### 2025年のソブリンエンゲージメントの事例

2025年はこの協働の方向性における重要な進展がありました。当社はPRI(責任投資原則)の「Collaborative Engagement on Climate Change」の日本を対象とした協同エンゲージメン

トプロジェクトに、国内唯一の投資家として参加しました。このイニシアティブを通じて、国際的な投資家と協働し、日本のGX(グリーンTRANSフォーメーション)トランジション戦略や気候変動適応・物理的レジリエンスへの取り組みに関する理解と相互に有益な対話を深めることを目指しています。アジアでは、MDBs主導の取り組みに参画し、インドネシア、スリランカ、カンボジアを含むソブリン発行体における持続可能な金融市場の発展に向けた活動に関与しました。また、ASEAN地域向けにトランジションファイナンス、持続可能なデジタルTRANSフォーメーションのためのサイバーセキュリティ、地方自治体発行体向けのGSS+債券発行に関する政策関連の研究を公表しました。これらの取り組みは、同業者、開発機関、地域専門家との協働により洞察を深め、投資家および広範な市場コミュニティに対して実際的な示唆を与えることができると考えます。

### 結 論

私たちのソブリンエンゲージメントの特徴は、一方的な提言や主張よりも透明性と対話を重視する点です。国内の政策決定に代わることやソブリン発行体に一方的に要求を押し付けることを目指してはいません。代わりに、実務的な投資家としてのフィードバックや助言を提供し、市場との対話を改善し、投資家のマクロ経済想定や持続可能性リスクの分析に寄与する、信頼ある政策行動を促すことを目指します。エンゲージメントによって前向きな改革の勢いが確認できれば、それを信用見通しの改善や配分の拡大に反映することがあります。逆に、未解決のガバナンスや持続可能性リスクが浮き彫りになれば、より慎重な配分へとシフトしたり、リスク上昇に見合った価格設定を求めることがあります。ソブリンエンゲージメントは一

般に反復的かつ長期的なプロセスです。政策改革には時間を要し、クレジット市場は長期的なシグナルと短期的なショックの双方に敏感です。エンゲージメントを体系的な持続可能性リスクの価格設定と厳格な資本配分に結び付け、より良い情報に基づき持続可能な成果との整合を図ることが、強靱なソブリン債ポートフォリオの構築につながると考えます。これらの取り組みを通じて、お客様に対する受託者責任を果たすとともに、公的金融エコシステムにおける透明性とリスク管理の改善に建設的に貢献したいと考えています。(ジェイソン・モーター)



#### 新興国債券運用チーム

新興国債券の運用チームにおいては、対象国の政府関係者との会合に際しては経済動向などに加えESGに関するテーマを選定してディスカッションを行い、投資判断に活かしています。

# ESG債と円債クレジット運用



運用部  
シニア・ポートフォリオマネージャー

## 宇治田 達哉

私は、2006年以来、約20年間にわたり国内クレジット市場を投資対象とする債券アクティブ運用のポートフォリオマネージャーとしてマーケットに携わってきました。担当職務のミッションは明確で、お客様ごとの運用ニーズに応じて、目標となる運用パフォーマンスを獲得すること。ただし、その場限りでなく長期にわたってその運用パフォーマンスが達成可能とお客様に認めていただくためには、社債発行企業やマーケットへの深い理解に基づく、首尾一貫した投資プロセスの構築が必要となります。日ごろ金融市場に対峙するなかで、とすれば目先の数字にとらわれ近視眼的な視点に陥りがちな自身を戒めつつ、より大局的な視点から担当する社債投資について考えたいの思いから、社内の公募留学制度を利用して、2023年より早稲田大学大学院 商学研究科(博士後期課程)に在籍し、研究活動を行っています。

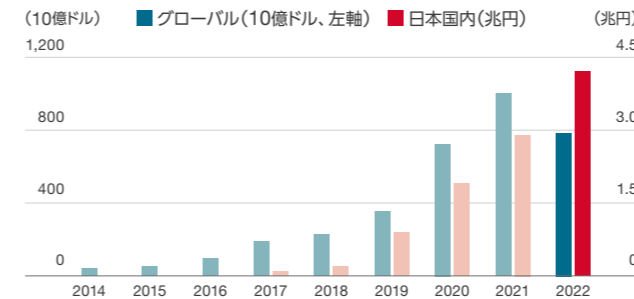
### ESG債:タイプ別概要

名称	グリーン	サステナビリティ	トランジション	サステナビリティ・リンク(SLB)	ソーシャル
概要・目的	環境改善	グリーン・ソーシャル双方の性質を有する	企業トランジション戦略に基づく環境改善。多排出量産業が対象。	ESG目標(SPTs)の設定	社会課題解決
所管省庁	環境省	環境省、金融庁	金融庁、経済産業省、環境省	環境省	金融庁
ICMA原則	グリーンボンド原則	サステナビリティボンドガイドライン	クライメート・トランジションファイナンス・ハンドブック	サステナビリティ・リンク・ボンド原則	ソーシャルボンド原則
国内ガイドライン	グリーンボンドガイドライン	グリーンボンドガイドライン、およびソーシャルボンドガイドライン	クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針	サステナビリティ・リンク・ボンド・ガイドライン	ソーシャルボンドガイドライン
資金使途	特定	特定	特定	不特定	特定
プロジェクト選定・管理プロセスの体制整備	要	要	要	不要	要
レポーティング(進捗状況の適時開示)	要	要	要	要	要
主なプロジェクト事例	再生可能エネルギー・グリーン輸送・グリーンビルディング	-	LNG・天然ガスの高効率化、カーボンリサイクル高炉	Scope1+2排出量第三者評価機関からの一定水準以上の評価	社会インフラ・雇用・健康・医療
目標未達時のペナルティ	無	無	無	有(利率引上げ、期限前償還、環境団体への寄付など)	無
第三者評価	任意 ※国内格付機関(R&I,JCR)等からの評価取得が一般的な市場慣行。				
発行費用	通常の社債発行費用ならびに第三者認証機関による評価取得費用 ※後者は、トランジションボンドは他のESG債に比べて認証取得費用が高い。				
補助金制度	有(環境省)	有(環境省)	有(経済産業省、東京都)	有(環境省)	有(東京都)

(注)各種公表情報ならびに主幹事証券会社へのヒアリング等を基に筆者作成。

# ESG債と円債クレジット運用

### ESG債市場規模・発行額推移(グローバル・日本)



(注)Climate Bond Initiativeウェブサイト(グローバル)、Bloomberg(日本、各年発行の個別銘柄データを集計)より筆者作成(いずれも暦年ベース)。

研究テーマの一つとして、近年日本企業による発行が急増するESG債<sup>※</sup>を取り上げました。2016年の野村総合研究所によるグリーンボンド発行を皮切りに、2022年度には普通社債発行のうち約3割を占めるなど、その時の世界情勢の影響を受けつつも国内クレジット市場において一定の存在感を持つまでに成長しています。もっとも、仮に同一企業・同年限のシニア普通社債とグリーンボンドを比較すると、両者の債券利回り(クレジットスプレッド)差は現状ほとんど認められず、いわゆる純粋な投資リターン観点からは有意な差は見出せません。加えて、グリーンボンドは調達資金がグリーン適格プロジェクトに限定され、さらに事後的なモニタリングや対外公表が求められるなど、発行企業にとって直接・間接的に相応の発行コストが発生します。足元の市場急拡大の動きが一時的な流行でないと仮定した場合、資金使途に制約のあるこれら債券を企業が敢えて発行する理由は何か、また普通社債と投資リターンの差が有意に見出せないESG債を新たな投資対象として投資家が受け入れた背景は何か。こうした疑問に答えるため、欧米を中心に世界中で進

※グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、トランジションボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド(SLB)を総称してESG債と呼称しています。

### ESG債発行による各推計結果

ESG債タイプ	(1)発行決定要因		(2)市場反応			(3)環境パフォーマンス改善効果	
	コミットメント	社債借換需要	株式市場(CAR,%)	債券市場(グリーンプレミアム,bp)	投資家保有構造(GPIF:ESG連動,%)	ESGスコア	CO <sub>2</sub> 排出量削減
グリーンボンド	0.05** (0.02)	0.00 (0.02)	1.19%*** (0.00)	-2.41*** (0.93)	0.13%** (0.00)	0.22** (0.09)	-0.07* (0.04)
サステナビリティ・リンク・ボンド	0.03 (0.02)	0.03*** (0.01)	-0.67% (0.01)	-5.66*** (1.93)	0.13% (0.00)	-0.68 (0.47)	-0.16* (0.07)

(注)筆者作成の研究論文の主な推計結果を抜粋し作成した。表の\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ統計的に1%、5%、10%の有意であることを意味する。括弧内の数字は標準誤差を表す。

められてきた分析アプローチを参照しつつ、国内事例について実証分析を行いました。

ここでは分析結果の詳細は割愛しますが、ファイナンス理論の中でも、特にシグナリング仮説と関連付けることで、海外事例と同様に日本企業が発行するグリーンボンドについて、その特徴を明らかにすることができると考えられます。シグナリング仮説は、企業と投資家間の情報非対称性がもたらす市場の非効率性を緩和・改善し得るため、企業が自社に関する内部情報(シグナル)を発信することで、その非効率性が解消されると想定します。今回の実証分析からは、グリーンボンドの発行が自社の環境改善に対するコミットメント姿勢に関するシグナルとなることで、投資家(株式・債券市場)はこれを好意的に評価する結果が示されました。また、グリーンボンド発行後の、事後的な環境改善効果(ESGスコアの改善、CO<sub>2</sub>排出量の削減)も認められるなど、企業自身が示したコミットメント姿勢に対して、具体的な行動でこれに応える傾向も確認できました。日本のグリーンボンド市場は近年発行が急増しているとはいえ、い

まだ全体的なサンプル数が限られる点には留意する必要がありますが、企業自身の意思(環境改善に対するコミットメント姿勢)を有用な情報として投資家に伝達できる点において、これらESG債は従来の普通社債とは異なる機能を持つ債券タイプと捉えることができそうです。引き続き、環境改善に対する世界の課題意識が共有されるなかで、投資資金の調達にあたり、新たにESG債を選択する企業が今後さらに増えていくことを個人的に期待しています。

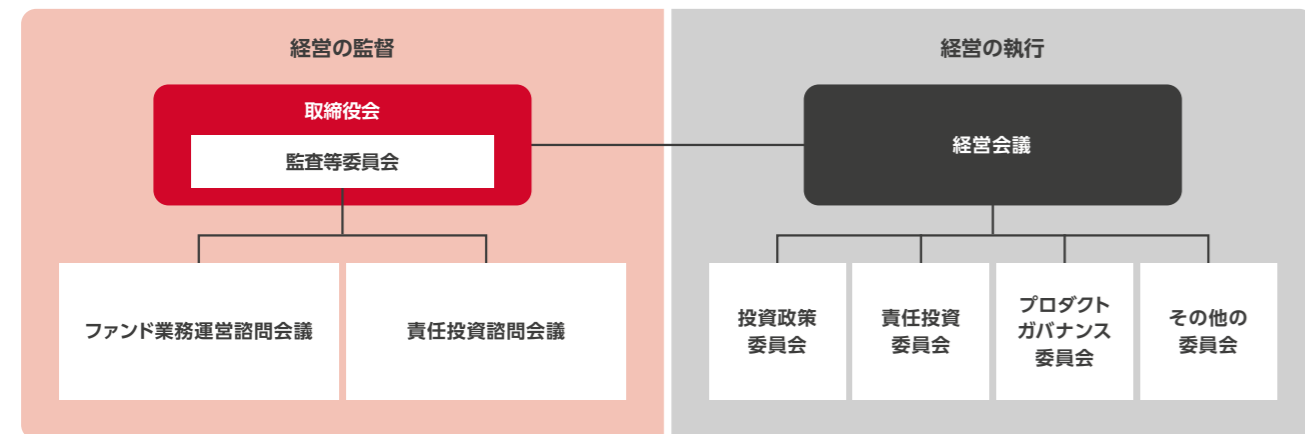
最後に、これら研究活動で得た知見を実際の運用実務にフィードバックしていくことも重要です。例えば、今回の分析結果に基づけば、グリーンボンド発行後、一定期間を経てESGスコアの向上やCO<sub>2</sub>排出量の削減などの環境改善効果が見込めるため、同債券の発行を一つの重要な投資評価に活用できる可能性があります。特に、事後的な環境改善効果について、発行企業への取材や開示情報をもとに丹念にフォローしていくことが、有用な情報になり得ると考えられるため、今後の追加的な検証課題として注目していきたいと考えています。

## 取締役会議長からのメッセージ

私は2021年に独立社外取締役として就任し、取締役会議長の立場で当社の責任投資の在り方を、ガバナンスの視点から見つめてきました。日本において「資産運用立国」というビジョンの下、資産運用会社が果たすべき社会的責任は一層増えています。資産運用会社には、独立した立場で受益者の長期的利益を大切に、社会の持続可能性に貢献していくという受託者責任が求められています。当社がパーパスとして掲げる「豊かな社会の実現」は、こうした責任を果たすうえでの拠り所となる考えです。近年、米国をはじめとするグローバル市場では、地政学的な緊張や政策・規制を巡る議論の高まりなどを背景に、企業経営や投資判断を取り巻く不確実性が一段と増えています。一方で日本市場においては、コーポレートガバナンス改革や資本効率への意識の高まりを通じて、企業が中長期的な価値創造に正面から向き合う動きが着実に広がりつつあります。資産運用会社には、海外の潮流を冷静に見極めながら、日本企業の特性や成

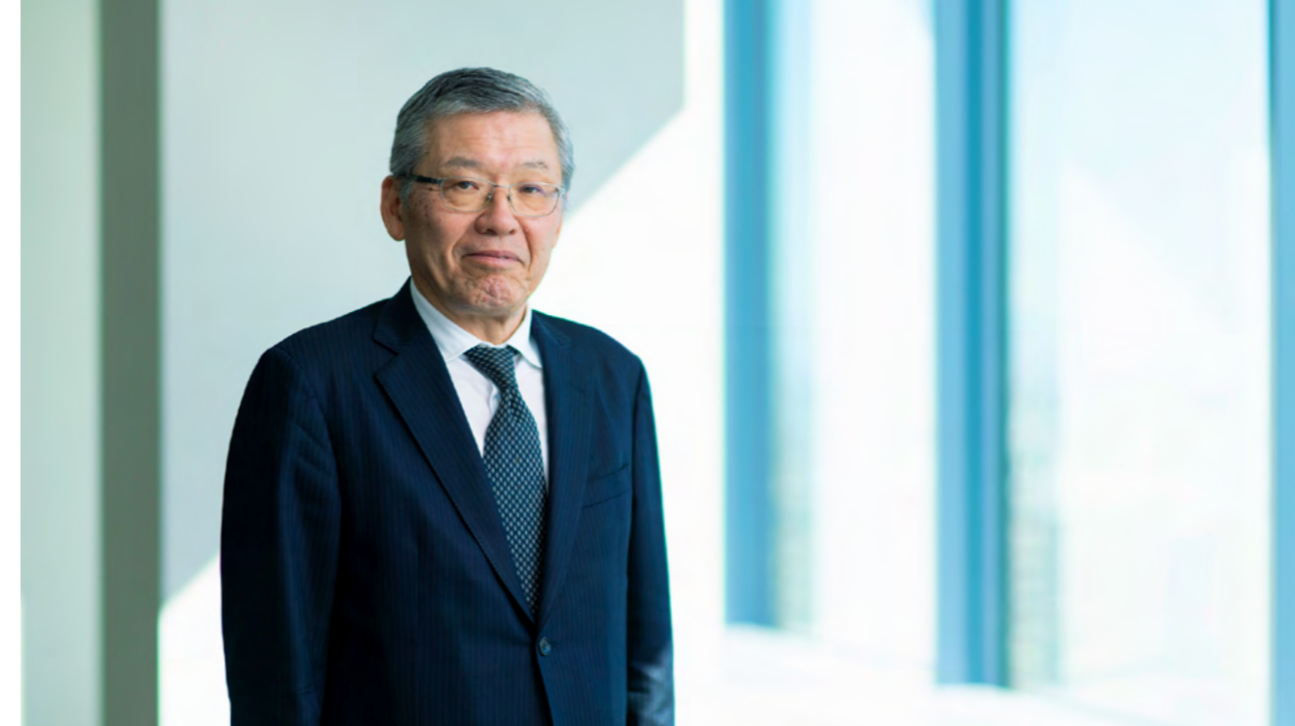
長余地を丁寧に理解し、長期的な視点で橋渡しをしていく役割が求められていると考えています。スチュワードシップ活動もまた、新たな段階に入りつつあります。エンゲージメントと議決権行使は、それぞれを独立した取り組みとして捉えるのではなく、対話を通じて得られた理解を行使判断につなげ、企業の前向きな変化を後押しする一体的な取り組みとして進めることが重要になっています。ESGの取り組みについても、個別の評価項目としてではなく、企業の中長期的な競争力やレジリエンスを支える経営の基盤として捉え、資産運用会社として投資判断や対話に一貫して反映していく姿勢が求められます。当社が日本をリードする資産運用会社の一角として、受益者の長期的利益という原点を大切にしながら、企業との建設的な対話と規律ある意思表示を通じて、持続的な投資リターンと豊かな社会の実現の双方に貢献していくことを期待しています。

経営体制図



社外取締役  
2021年就任  
山本 誠一郎

略 歴	
1985年	4月 安田信託銀行(現みずほ信託銀行)入社
2006年	12月 アライアンス・バーンスタイン(株)取締役
2012年	3月 アライアンス・バーンスタイン(株)代表取締役社長(18年12月から会長)
2014年	6月 米アライアンス・バーンスタイン L.P. (本社) パートナー
2019年	4月 Y-Labs(株)創設 上智大学特任教授(現職)
	7月 カリフォルニア大学パークレー校ハースビジネススクール 理事(現職)
2021年	4月 野村アセットマネジメント(株)取締役会議長(現職)



### 監査等委員長インタビュー

## 資産運用会社の 目指すべき方向

社外取締役 監査等委員長 2021年就任  
前田 良治

略 歴	
1977年	4月 住友生命相互会社入社
2002年	4月 住友ライフ・インベストメント(株) 執行役員投資本部 CIO
	12月 三井住友アセットマネジメント(株) 執行役員
2007年	6月 同社 代表取締役社長兼CEO (14年4月から会長)
2018年	4月 アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン(株)常任監査役
2021年	6月 野村アセットマネジメント(株) 社外取締役(現職)

—— 前田取締役は以前、資産運用会社の経営トップでいらっしゃいました。日本企業のガバナンスも変化している中で資産運用会社としてのガバナンスのあり方について、どのようにお考えでしょうか。

私が実際に資産運用会社の経営に携わっていたのは2007年から2014年までの7年間です。当時は資産運用会社のガバナンスが取り上げられる機会もそれほど多くありませんでした。2021年から野村アセットマネジメント(以下、野村アセットまたは当社)の社外取締役となり、資産運用会社に対する世の中の見方が大きく変わっていることを強く実感しました。特に、運用会社の独立性や顧客本位の姿勢が強く求められるようになりました。ESGへの積極的な取り組み、スチュワードシップ活動、コーポレートガバナンス改革などが非常に速いスピードで進んでいると感じています。

—— 監査等委員長として当社全体のガバナンスを見て頂いていますが、当社の体制、取り組みをどう見ていらっしゃいますか。

野村グループの傘下にあります。独立性を意識した体制が構築されていると感じています。責任投資諮問会議においては利益相反が疑われる事案については、公正な視点で厳格にチェックする仕組みになっています。責任投資においては、「望ましい経営の在り方」などの基本的な考え方を明確に定め、議決権行使基準を整備し、判断が難しい議案については、責任投資委員会で専門委員がそれぞれ意見を出し合って議論し、頑強なプロセスで会社としての判断を決めています。議決権行使基準の内容についても、世の中の動きに先んじて毎年改定しており、将来を見据えたフォワードルッキングな運営を目指している印象です。

—— 資産運用立国など最近の潮流を踏まえて、野村アセットの目指すべき方向、当社への期待について、お話し頂けますでしょうか。

国の政策やインフレ環境と相まって、資産運用の重要性は一層高まっていくと感じています。新NISAの開始などもあり、資産運用会社の社会的プレゼンスが高まってきています。野村アセットは自らの責務を自覚し、スチュワードシップ活動をしっかりと遂行していくべきです。企業側も資本コストの低減や政策保有株式の縮減、PBRの改善など、従来以上に企業価値向上に注力しています。これらの変革を促すためにも、エンゲージメントへの取り組みの強化が必要です。また、これらを投資判断に反映させることで、顧客により高いリターンを提供するという視点もより意識してもらいたいと考えています。



## 新任監査等委員インタビュー

# 米国から見た日本の資産運用会社

社外取締役 監査等委員 2025年就任

Amy Shigemi Hatta

—— Hatta取締役は、米国で資産運用会社のご勤務のご経験もあります。資産運用会社としてのガバナンスのあり方について、米国と日本の違い、文化の違いについて、どのようにお考えでしょうか。

アメリカと日本ではフィデューシャリー・デューティーの歴史が違うと思います。例えば、野村グループにおいてはフィデューシャリーの日を設けて、当社も様々な取り組みのレビューを行っています。日本全体ではまだより多くのエネルギーをかけて推進していくフェーズにあるのではないかと思います。米国ではフィデューシャリー・デューティーが当たり前のように浸透しており、息を吸うように自然に根付いています。

—— 新任監査等委員として当社のガバナンスを見て頂いていますが、就任されたときのご印象を教えてください。

第一印象は「まじめな会社」だということです。やるべきことがAからZまでであるとして、愚直にそれらを実行する力があります。推進力とコミットメントの強さは、他社にはないエネルギーを感じます。

ただ、リソースや労力の配分については課題がないわけではありません。例えば、こうしたESGの取り組みをもっと「野村ア

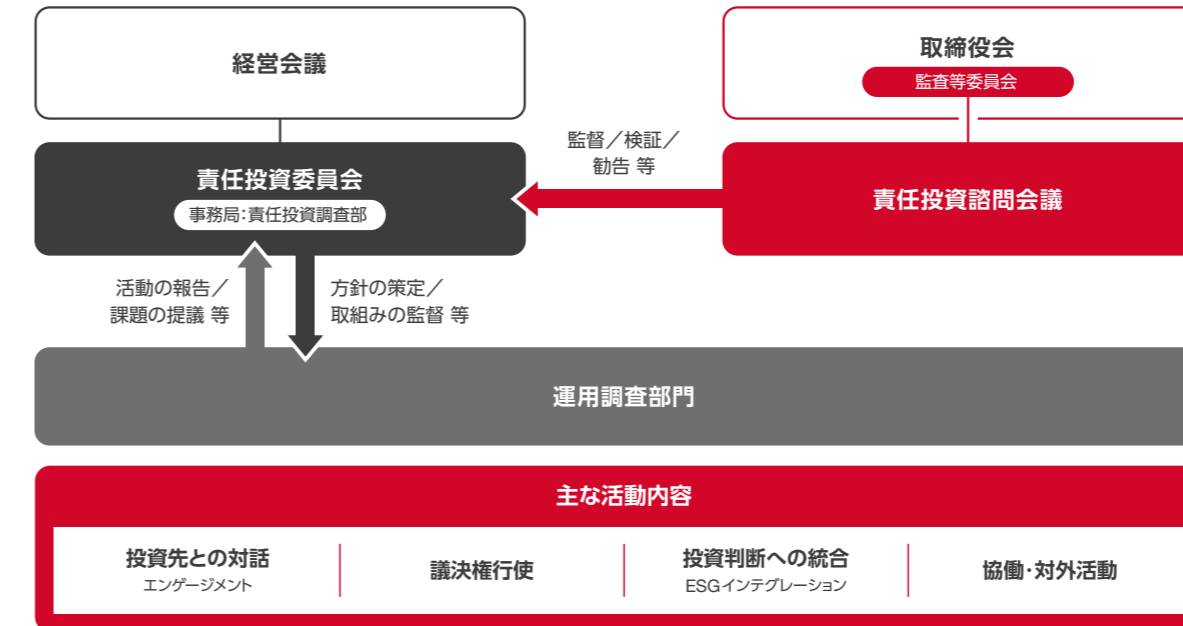
セットマネジメントのブランディングに活用できないか」といった意識です。リーディング・カンパニーとして多くのリソースを投入し、質の高いESGのエンドプロダクトがあるのですから、それをいかにブランドアウェアネスにつなげていくかという視点を持つことも重要です。

—— 米国では反ESGの動きもあります。最近の潮流を踏まえて、野村アセットの目指すべき方向、当社への期待について、お話し頂けますか。

ESGに関しては、ESGだけに特化して経済性を無視するのは持続可能とは言えません。ESGは何のためにあるのか、企業の収益性や成長性を担保するために、どのようなビジネスモデルが持続可能なかを考えるべきではないでしょうか。

当社については、「日本の野村アセット」という狭い視点ではなく、視座を高めることが求められます。野村ホールディングスがマッコーリー・グループから米国子会社などを買収したことにより、インベストメントマネジメント部門を支える野村アセットのグローバルビジネスに対する責任がさらに大きくなります。経営陣や社員一人ひとりが「世界に貢献できる野村アセット」という視点を持つことが重要だと思います。

## 責任投資における組織体制



## メンバー構成

利益相反管理統括責任者と、独立社外取締役を含む当社等と独立の立場にある者のみによって構成することとしており、現状は利益相反管理統括責任者1名、独立社外取締役2名の3名です。(2026年4月1日現在)

## 責任投資諮問会議とは

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

## 位置付け

監査等委員会のもとに設置。必要に応じて経営会議や責任投資委員会に改善を勧告し、その内容を取締役会および監査等委員会に報告します(「利益相反管理の体制」を参照 [P.88](#))。

## 開催実績

2016年9月に設置され、25年12月末までに計65回開催しています。責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーが陪席し速やかに意見を述べる運営を行っています。



## 2025年の スチュワードシップ活動に対する 自己評価の結果について

当社は、投資先企業の企業価値の向上と持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、スチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいます。

この度、同活動をさらに高めていくため、

2025年(1月～12月)における

当社のスチュワードシップ活動について自己評価を実施しましたので、

その結果について以下のとおり公表します。

なお、本自己評価は、2025年6月26日に第三次改訂された

日本版スチュワードシップ・コードの

指針7-4が求める自己評価に対応したものです。

### 自己評価の方法

当社のスチュワードシップ活動に係る最高意思決定機関である責任投資委員会<sup>※</sup>の委員等を対象にアンケートを実施し、その結果に基づいて議論を行いました。利益相反管理に係る事項を中心に、同委員会に対する監視機能を担う責任投資諮問会議のメンバーもアンケート及び議論に加わっています。アンケートの概要については、本資料末尾をご参照ください。

※運用における責任投資の基本方針や議決権行使基準を策定する他、同基準に則って判断することができない議案について審議・決定しています。

### アンケートの概要

#### 対象者

設問の内容に応じ、以下が回答しました。

**責任投資委員会委員 6名**

(運用・調査関係者6名により構成)

**責任投資諮問会議メンバー 3名**

(利益相反管理統括責任者1名、  
独立社外取締役2名により構成)

**責任投資委員会事務局 7名**

#### 実施時期

2025年11月

#### 対象期間

2025年  
1月～12月

#### 回答方式

記名式

選択式(4択)

コメントを  
自由記載

### 自己評価の結果(全体)

スチュワードシップ活動の自己評価に係るアンケートを行った結果、当社におけるスチュワードシップ活動は適切だったとの回答は9割超を占めました。アンケートの結果とアンケートで寄せられたコメントに基づき、責任投資委員会において議論を行った結果、【前回見出した強化ポイント】への対応を含め、概ね適切なスチュワードシップ活動を行うことができたとして評価しております。

#### 前回見出した強化ポイント

- 議決権行使基準の高度化や議案の複雑化が進む中、精度の高い議案判断を行うため議決権行使業務の堅牢性を強化すること
- 議決権行使へのエスカレーション等、エンゲージメントに求められる水準が上がっていることを踏まえ、プロセスを更に高度化すること
- スチュワードシップ責任を果たすため、人材の価値を更に引き出すとともに育成するための取組みを強化すること

2025年のスチュワードシップ活動において、特に実効性向上につながる取組みとしては以下が挙げられます。

- 01 議決権行使プロセスの堅牢性強化**
- 02 適切なプロセスを経ての方針見直し、エンゲージメントと議決権行使の一体運用のさらなる推進**
- 03 社内勉強会及び国際イニシアティブへの参加を通じた人材価値の向上と知見の共有**

### 今後の対応

当社のスチュワードシップ活動の実効性をさらに高めていくための2026年の強化ポイントとして、以下を見出しました。

- スチュワードシップ活動に関する会議体における審議及び情報提供のあり方を再検証し、機能強化を図ること
- エンゲージメント機会の増加や、エンゲージメントに求められる水準の高まりを受け、エンゲージメント・プロセスの最適化を図ること
- スチュワードシップ責任を果たすため、サステナビリティ課題に関する知見の蓄積と活動方針の浸透を一層進め、人的資本の強化を図ること

 日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対応する当社の活動に係る自己評価の結果は、以下のリンク先を参照ください。  
[https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility\\_investment/stewardship.html](https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/responsibility_investment/stewardship.html)

# 野村アセットマネジメントのESG情報発信に関する活動

当社ではESGに関する情報発信にも力を入れています。当社の社員が様々なセミナーにおいて、ESGへの理解を深めていただくための講演やパネルディスカッションのパネリストとして登壇しています。また、イニシアティブや公的機関と連携してESGに関する議論を行っています。さらに、ESGレポートインクに関する基準整備などへ参画することにより、様々なステークホルダーの方々へ当社が持つESGに関する知見を分かりやすく伝えていきます。

## イニシアティブ、国内外公的機関等との連携

- JSI (ジャパン・ステewardシップ・イニシアティブ) 運営委員およびマルチステークホルダーWG議長
- ASEAN規制当局が設置したIndustry Advisory Panel (IAP) 委員およびASEAN Taxonomy & Transition WG 共同議長
- 経団連 金融・資本市場委員会 建設的対話促進WG委員およびインパクト投融資WG委員
- PRI協働イニシアティブ(Advance) advisory committee委員
- PRI協働イニシアティブ(Spring) advisory committee委員
- PRI ジャパン・アドバイザー・コミッティー委員
- PRI サステナブル・システムズ・インベストメント・マネージャーズ・リファレンス・グループ (SSIMRG) メンバー
- ICGN Global Policy Committee委員およびFuture Leaders Committee委員
- 経済産業省 移行のための技能開発と責任ある企業行動プロジェクト ビジネスと人権資料開発プロジェクトWG委員

## 当社の社内勉強会

- 日本野鳥の会会長・立教大学名誉教授 上田恵介氏による生物多様性に関する勉強会を開催(隔書は2025年1月14日ご登壇当時)
- 対馬市未来環境部SDGs戦略課副参事兼係長 前田剛氏、立教大学コンテンツ制作・発信団体 Bildar. 学生による海洋プラスチック問題の勉強会を開催(隔書は2025年11月19日ご登壇当時)
- 当社の運用調査ユニット向けにESG関連報告会(8月)、「リスク管理、デジタル社会のリスク管理」「人権・人的資本」「ウェル・ビーイング」「気候変動・自然資本」「エンゲージメントと議決権行使の一体運用」に関する勉強会を実施(9月)
- 当社向けに議決権行使基準改定に関する勉強会を実施(10月)
- 運用調査ユニット向けに「PRI in Person」「アクティビスト調査」「役員報酬制度、スキル・マトリックスに関する研究」「GIINインパクトフォーラム、人権エンゲージメント」「ACGA (The Asian Corporate Governance Association) ソウルカンファレンス」に関する報告・勉強会を実施(12月)

## 2025年の対外活動

1月	● ICJにおいて発行会社向けに当社の議決権行使基準の解説動画を配信	● 東証・JPX共催セミナー 機関投資家が伝えます!～運用方針から情報発信の在り方まで～登壇
2月	● 上場会社役員がバナンズフォーラムにおいて当社の議決権行使について解説動画を配信 ● 国連開発計画(UNDP)人権DDダイアログ パネルディスカッション登壇 ● 国際労働機関(ILO)ラウンドテーブル:「ビジネスと人権」を産業横断的に語る 登壇	● IIAI AAI CDEF「取締役のスキル・マトリックス開示と企業業績とESGスコアに与える影響～日本からのエビデンス」講演
3月	● アジア開発銀行(ADB):「持続可能な金融:ビジネス・エコシステムのグリーン化の鍵」セミナー/スリランカ、コロポ/ (パネリスト) ● アジア開発銀行(ADB):「カンボジア経済財政省能力構築ワークショッププログラム」/カンボジア、ブノンペン/(プレゼンター、パネリスト)	● アジア開発銀行(ADB): アジア・インパクト・ウェビナー「気候変動対策のための民間資本の動員」(プレゼンター、パネリスト)
4月	● AVPN 東北アジア Summit 2025 (Triple Iのパネルセッションに登壇) ● 持続可能な債務EMEA 2025コンファレンス-英国ロンドン(パネリスト)	● 経済産業省/アジア開発銀行/東アジア・アセアン経済研究センター: 2025年ASEAN首脳会議マレーシア会合への移行金融・政策・技術報告書「移行金融セクション」(寄稿)
5月	● アジア開発銀行(ADB):Harnessing Digital Transformation For Good 2025 Policy Report「持続可能で包摂的なデジタル経済変革のためのサイバーセキュリティ」(寄稿) ● Transition Pathway Initiative: Navigating the Coal Transition in Asia オンラインウェビナー(パネリスト) ● 一般社団法人人工知能学会「取締役のスキル・マトリックス推定と企業特性の関連性分析」登壇 ● CFA協会主催セミナー Japan Investment Conference 2025「運用力とエンゲージメント活動の高度化に向けた取り組み」登壇	● WBA, BHRRC and Human Rights Now (HRN) ウェビナー「日本における人権デューデリジェンスの推進」(パネリスト)
6月	● 世界銀行:政府借入人フォーラム2025/アイルランド、ダブリン/(パネリスト) ● FT Live: グローバル債券投資家フォーラム2025/英国、ロンドン/(パネリスト) ● 企業財務担当:持続可能な財務担当2025イベント/香港特別行政区/(パネリスト) ● 環境金融:持続可能な債務アジア2025会議/シンガポール/(パネリスト)	● Japan Weeksサイドイベント:Nomura Asset Management Seminar 2025 登壇 ● Repris: 成長する民間資産投融資における企業行動リスクマネジメントセミナー/東京/(パネリスト)
7月		● 大阪株式懇談会 議決権行使に関するパネルディスカッションに登壇 ● PRI in Person 2025 気候リスクと協働ステewardシップに関するサイドイベント/ブラジル、サンパウロ/登壇
8月		● 日本ファイナンス学会第7回秋季研究大会「ESG Risk Under Family Leadership: A Study of Japanese Firms with Family CEOs」(共演者講演)
9月		● PRI ネイチャーフォーラム ブラジルで開催されたSpringフィードトリップに関する投資家パネルに登壇 ● Women in ETFs/JSI (Japan Stewardship Initiative) 共催 学生向けバイサイドキャリアイベントに登壇
10月		● アジア開発銀行(ADB):「グリーン・ソーシャル・サステナビリティ・ボンド市場を通じたアジア太平洋地域の地方政府財政のための資本動員」2025-(寄稿) ● Net Zero Asset Managers (NZAM) イニシアティブC-Suiteラウンドテーブル 参加
11月		
12月		

(注) IIAI AAI: International Institute of Applied Informatics - International Congress on Advanced Applied Informatics  
CDEF: Data Sciences in Economics and Finance

## 2025

### 振り返り

2025年は、日本政府が目指す資産運用立国に向けて、取り組みを加速させた年でした。当社は資産運用フォーラムにおいても主導的な立場で関与するとともに、年次総会においては提言・課題を取りまとめたステートメントの公表にも参画しました。加えて、東証の市場区分見直しなどの改革が進められる中、市場活性化のため機関投資家として何ができるかを考え、上場後間もないグロス市場を含めた中小型銘柄を対象に、東証と共催でエンゲージメントセミナーを開催しました。その後、セミナー参加企業と座談会形式のCEO対談を企画したほか、面談の要請のあった企業には原則全てについてSRミーティングを実施しました。

また、個人情報管理やサイバー攻撃に関するインシデントは増加しており、取締役会のリスク管理を強化する観点から重点テーマとして「デジタル社会のリスク管理」を設定し、サイバーセキュリティ対策やAI 倫理問題の課題解決に取り組みました。議決権行使基準については、厳格化は一服感があるものの、個別企業とのエンゲージメントを踏まえた議決権行使の一体運営を進展させました。一方で、エンゲージメントにおいて十分な取り組みや改善が見られない場合は、議決権行使にエスカレーションするケースもありました。

## 2026

### その先へ

前年は当初懸念されていたほど反ESGの動きは確認されませんでした。今年に入り、サステナビリティ、特にダイバーシティや女性活躍においてかつての勢いが失われ停滞する懸念が出てきたように感じます。しかし、こうしたサステナビリティに関する働きかけは一時のブームや潮流に流されることなく、長期にわたって企業の持続的な成長力を押し上げ、確実なものとするための取り組みであるはず。今回で責任投資レポートは発行8年目になりますが、振り返ると投資家イニシアティブへの参画やそれに伴う協働エンゲージメント、気候変動への取り組み、モニタリングボード改革はほぼ同じペースで段階的に進めてきた足跡をたどることができます。その一貫性、そして継続して取り組む姿勢は当社の自負するところであり、

今年には国内においてはコーポレートガバナンス・コード改訂や会社法改正に関する議論が集約していく段階にあります。実質株主確認制度や株主総会の在り方などでは株主権の縮小が懸念されます。事業再編に伴うM&Aや上場子会社の非上場化においては少数株主の権利が守られたか疑わしいケースも見られます。

コーポレートガバナンス改革は進展してきましたが、その流れに水を差さないような行動が「責任ある投資家」には求められています。

# 野村アセットマネジメントからのお知らせ

## 投資信託に係るリスク・費用

### 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

#### ●ご注意

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧ください。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

### 投資信託に係る費用について (2026年4月現在)

<b>ご購入時手数料</b> 上限3.85%(税込み)	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
<b>運用管理費用(信託報酬)</b> 上限2.222%(税込み)	投資家はその投資信託を保有する期間に応じたかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 <small>※一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。            ※ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</small>
<b>信託財産留保額</b> 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
<b>その他の費用</b>	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様ที่ファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

# 野村アセットマネジメントからのお知らせ

## 投資顧問サービス(投資助言業および投資運用業)に係るリスク・費用

### 投資顧問サービスに係るリスクについて

お客様のために行なう金融商品取引行為については、株式、新株予約権付社債、公社債等に投資します(投資信託・リミテッドパートナーシップ等を通じて投資する場合を含みます)ので、国内外の経済・政治情勢、金利変動、発行体の業績や財務状況の変化等の影響により、投資する株式、通貨等の価格が下落し、損失が生ずるおそれがあります。

また、デリバティブ取引を使用することがあります。同取引は証拠金の金額以上のレバレッジを活用して行なうことから、原資産となる有価証券や指数等の変動によって価格も変動し、差し入れた証拠金を上回る損失が生じる可能性があります。またこのレバレッジの比率は投資方針や国内外の市場環境の変化等により、随時変えていきますので事前に表示することができません。証拠金はデリバティブ取引を行なう期間、発注先証券会社の計算に基づき当社が妥当であると判断した金額を契約資産から預託いたします。

### 投資顧問サービスに係る費用について

●当資料は、直接的な勧誘を目的としたものではありません。将来的に運用商品を提供した場合、以下の諸費用が発生します。一般的な計算方法の概要は以下のとおりになりますが、お客様との契約内容によって料率は異なり、具体的な提示をすることはできません。

●投資顧問サービスの対価として、一般に、契約資産額に対して予め定めた料率(a%)の投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。

計算方法
$\text{契約資産額} \times (\text{a}\%) \times \text{契約期間日数} / 365 = \text{該当期間の投資顧問報酬}$

●投資一任契約内で、弊社の投資判断として投資信託を購入する場合があります。この場合は当該投資信託の購入にかかる費用(投資信託の運用報酬、及び販売会社・管理会社の費用の他、投資信託の換金に際し、信託財産留保額がかかる場合があります)が発生いたします。ただし、投資信託を購入する場合のうち、当該投資信託が当社並びに当社グルー

### 商号: 野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第373号 加入協会: 一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会