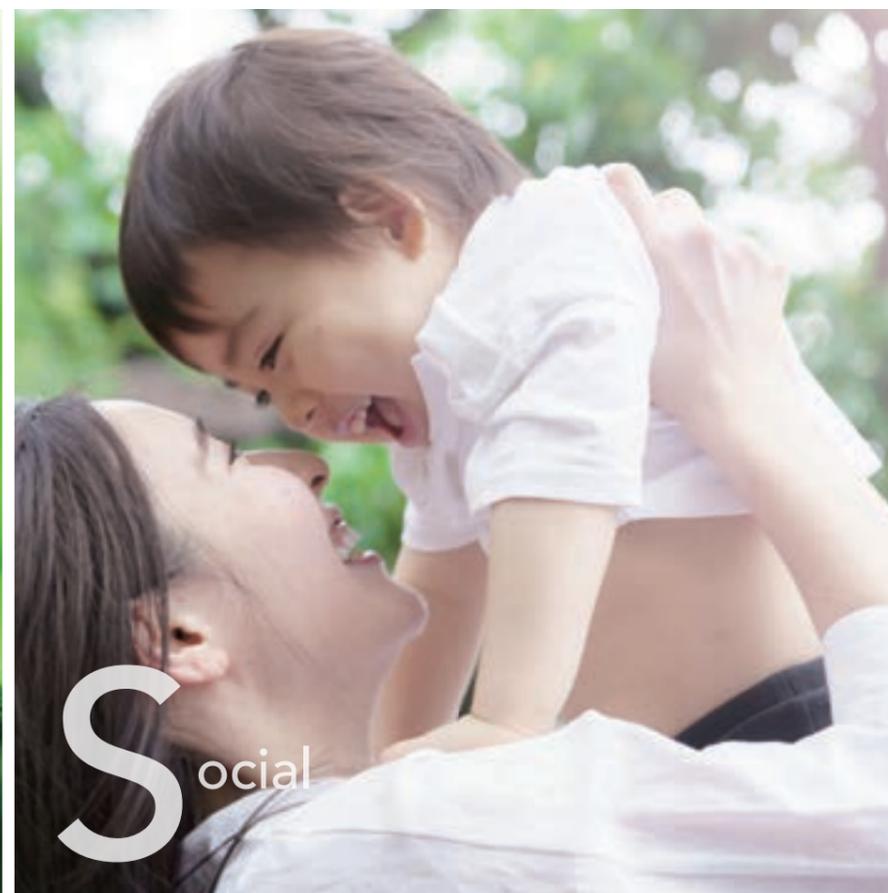


第2部

ESG運用

ESG運用を通じてお客様と投資先企業の価値の共創を目指します



CONTENTS

23	■ CIOメッセージ
24	■ ハイライト
25	■ ESGへのコミットメントの歴史
27	■ ESGを巡る論点を考える
29	■ ニッセイアセットのESGファンドの定義／ESG運用の考え方
33	■ ESG運用の実際
	・ ESG分析を業績予想に反映させるESGインテグレーション
	・ ESG評価とパフォーマンス
	・ ニッセイSDGsグローバルセレクトファンド運用の実際
	・ 債券とESGインテグレーション
	・ スチュワードシップ活動の全体像・活動体制
	・ 社外取締役との対談：責任投資監督委員会とチーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサーとの対話2022
	・ 中長期の企業価値向上を目指す当社のボトムアップ対話
	・ 気候変動/TCFD
	・ 海外有識者との対談：SASBスタンダードの軌跡とサステナビリティ情報開示の未来
63	■ ニッセイアセットのESGファンド紹介
65	■ 2021年度トピックス
67	■ 主なグローバルイニシアティブ
68	■ 運用体制

CIOメッセージ

ESG運用の高度化への飽くなき追求により、
お客様と社会にとっての付加価値の最大化を目指します



このように、ESG運用がいかに重要であるかを総論として指摘することは簡単ですが、実際にESG運用の実務を通じて、その付加価値の実現を図ることは、必ずしも容易ではありません。

投資先企業によるESGへの取り組みの具体的にどこに着目し、それをどのように評価するのか。財務分析や投資判断において、どのような枠組みや体制によりESG要素を考慮すれば中長期的なリターン向上とリスク低減に資するのか。あるいは、企業との対話に際してどのようなアジェンダを設定し、どのように企業と議論を行うことで意味のある変化に繋がられるのか。――ESG運用の現場では、こうした点について日々、試行錯誤を行わなければなりません。ESG運用ならではの付加価値の創出は、一朝一夕には実現できるものではないと考えています。

10年以上にわたる実践知を活かし、
ESG運用のさらなる高度化を目指す

幸いにして、当社には10年以上にわたるESG運用の実践知があります。ESG運用への熱意を持った多くの社員が、これまで様々な創意工夫を重ねてきました。努力の積み重ねによる成果は着実に表れてきていると考えています。紙面の都合上全てというわけにはいきませんが、できる限りこのレポートでもご紹介させて頂きました。

もっとも、当社のESG運用がすでに完成形であると申し上げるつもりはありません。むしろ、外部環境が大きく変化するなか、お客様と社会にとっての付加価値を高めるために、為すべきことは山積しています。CIOとして、ESG運用の更なる高度化に向けて、一步一步着実に歩を進めていきたいと考えています。

取締役執行役員
チーフ・インベストメント・オフィサー
河崎 圭助

ESG運用の実務は
「言うは易く行うは難し」

温暖化をはじめとする地球環境問題の深刻化や、様々な社会問題の顕在化によって、投資先企業によるESGへの取り組みの企業価値への影響が高まっていることは疑いの余地がありません。中長期的なリターン向上とリスク低減の観点から、資産運用においてESG要素を考慮することの重要性は高まる一方です。

ハイライト

ESGを巡る
論点を考える

- ✓ ESGは一時的なブームか？
- ✓ ESGウォッシュをどう捉える？
- ✓ ESGのリターンは持続的ではないのではないか？
- ✓ これからのESG運用とは？

詳細は P27

ESGファンドを
定義する

- ✓ ESG ファンドの定義について
- ✓ ESG レーティングについて
- ✓ ESG 運用の考え方について

詳細は P29

ESGレーティング長期パフォーマンスは良好



気候変動は
「地球」から「経済」の
問題へ

- ✓ 高まる日本での気候変動対策の必要性
- ✓ 資源価格上昇でエネルギー転換の流れに黄信号？
- ✓ ニッセイアセットのネットゼロへの取り組み
- ✓ トランジションへの取り組みも強化
- ✓ TCFDへの対応

詳細は P49

column
ソブリンのESG評価は
パフォーマンスに寄与するか？

ソブリンESG評価段階別 (4段階) の実効為替レートの変化割合

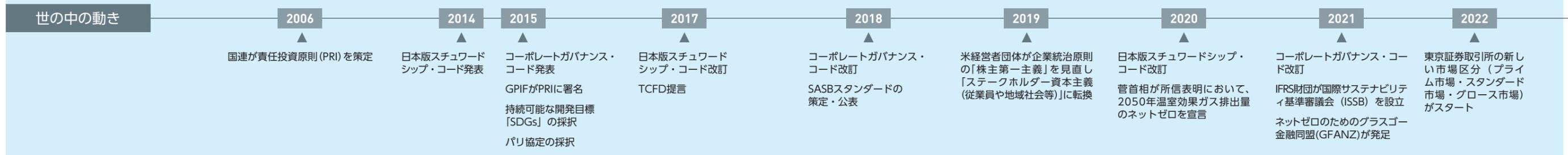
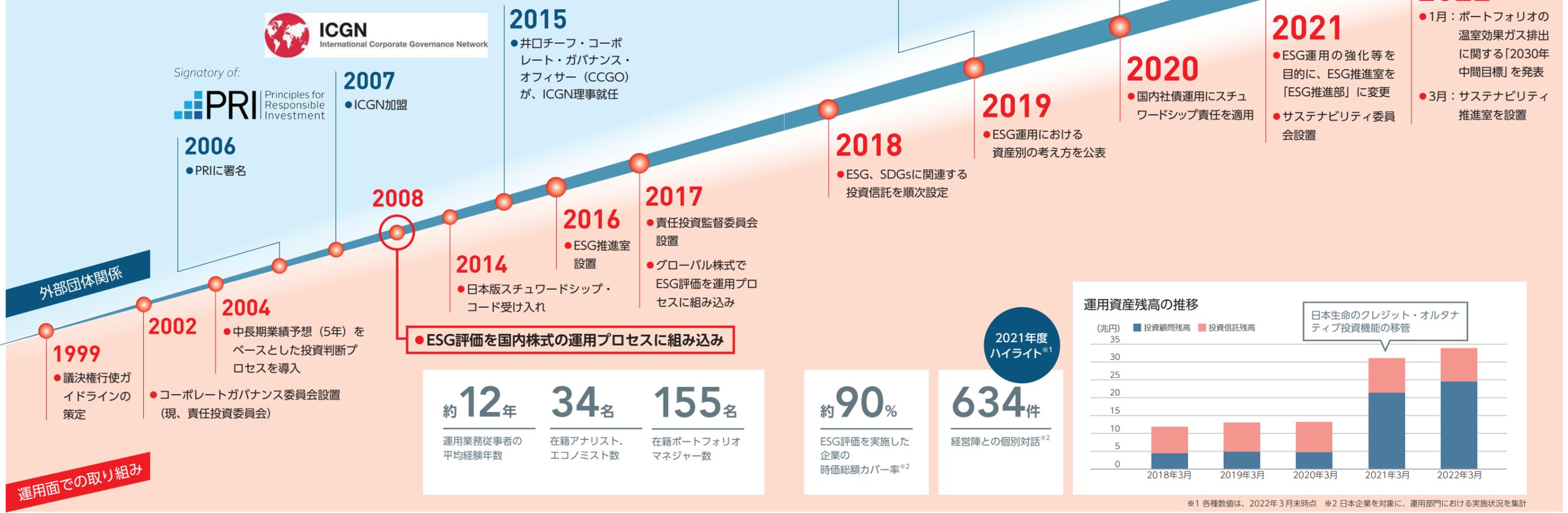
ESG評価	実効為替レート (%)
1	10
2	-5
3	-10
4	-15

注: ESG評価4段階、1が最高、4が最低

詳細は P40

ESGへのコミットメントの歴史

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



ESGを巡る論点を考える

1 | ESGは一時的なブームか？

近年、環境や社会などのESGをテーマに掲げた投資信託の設定が増えています。この動きは2000年代に一時的にブームとなったエコファンドなどのいわゆるSRI(社会的責任投資) ファンドと似た動きと捉える向きもあります。

しかしながら、足元で起こっている動きを見る限り、むしろ現状は序章に過ぎず、この流れが強まっていくのはこれからだと考えられます。まず第一に、気候変動や人権への対応によって取引の継続性が判断される流れや、ガバナンスに対する議決権行使の基準が引き上げられるなど、ESG要素の企業価値への影響が高まっています。

次に、グローバルにESGを取り巻く様々な規制や規則が設定され、今後施行されていきます。欧州や米国ではESGを中心とした非財務情報の企業向け開示ルールが設定されることとなり、運用会社向けのESGファンドのタイプルールなども整備されていきます。ESG関連のイニシアティブへの加盟も2000年代当時とは比べものになりません。

このように、ESGが企業や運用会社の活動の一部になってきており、本当の意味でESGが根付いてくるのはこれからと言えるのではないのでしょうか。

▶ ESGを取り巻く環境 2000年代半ばと現在及び今後の違い (イメージ)

	<2000年代半ば>	<現在及び今後>
企業行動	企業が自発的にCSRの取り組みを強化	気候変動や人権などの取り組みによって取引先との関係が制約される動き (行動しないと持続性に影響)
議決権行使	運用会社の議決権行使の基準作りが進展	取締役の体制や剰余金処分などに対する行使基準の引き上げ
規制等ルール	非財務情報や運用会社ESG商品の開示義務なし	グローバルではタクソノミー規則、企業向け非財務情報開示基準、運用会社向けESG商品開示規則導入へ
イニシアティブ	2006年PRI発足、2006年度末署名者数63社 ネットゼロ関連イニシアティブはなし	PRI署名者数5,020社 (2022年7月3日時点) NZAMI加盟273社、運用資産総額61.3兆ドル*

(作成) ニッセイアセットマネジメント

*NZAMI : Net Zero Asset Managers Initiativeの略。数値は2022年5月時点、世界の運用資産総額の6割以上に相当

2 | ESGウォッシュをどう捉える？

グリーンウォッシュやESGウォッシュなど、グリーンやESGと謳っておきながら内実はそうではない実態に対し批判が集まっています。この背景には、これまでそもそもグリーンやESGが何を指すのか、定義が様々に捉えられることが挙げられます。バリュー運用であれば、バリュエーションの安い銘柄に投資する運用、グロース運用であれば成長性の高い銘柄に投資する運用といったように明確ですが、ESG運用では、ESGを社会的貢献度で評価するのか、リスク回避を目的とするものか、リターンを狙うものなのか、など考え方も様々です。

こうした中で、当社としては、何をESGと考えているのかを定め、どのように活用しているかを示し、実際に示した通りに運営できていることを示すことがアカウンタビリティを果たすために重要だと考えています。今後も国内や

欧米などでの議論も踏まえながら、お客様へのアカウンタビリティを果たすべく、ESG運用のサービスをご提供していきたいと考えています。

▶ ESGファンドの考え方 (説明後掲)



*インデックスファンド型を除く

3 | ESGのリターンは持続的ではないのではないかと？

足元、ロシアのウクライナ侵攻による化石燃料の供給懸念などから資源価格が上昇したり、世界的な金融引き締めが進行したりすることで、これまでESGの観点で優良とされてきた企業の株式が売られ、そうでない企業の株式が買われる動きも見られます。これに対し、ESG運用を疑問視する声も聞かれます。

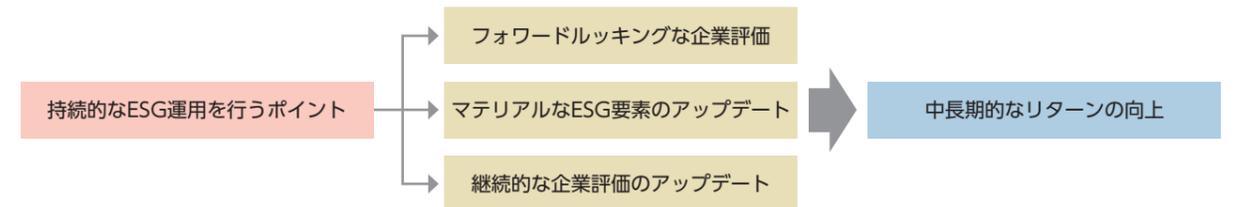
様々な運用手法がある中で、ESG運用を一括りにすることはできませんが、株式に価格がついている以上、常に上がる銘柄はなく、市場の物色によって劣位となる局面があることはむしろ自然と言えます。

こうした中で当社が意識していることは、企業のESG取り組みが中長期に持続的に企業価値を高めるものであるかどうかという点です。このことを常にフォワードルッキング

グに自問自答し、今投資すれば中長期的にリターンが高まる蓋然性を高めることができるのか、熟慮しながら意思決定を行うのが当社のESG運用です。

また、ESGを固定的に捉えないということも重要だと考えています。世の中の環境が変われば企業価値に与える要素も変わります。2050年にはネットゼロが達成され、E項目の中身が変わっているかもしれません。企業の社会的責任 (CSR) の中で今重要な要素が環境・社会・ガバナンスの要素との解釈もできます。この意味で、世の中の情勢・変化を注意深く見極めながら、常にフォワードルッキングにESGの構成要素や企業評価をアップデートすること、これが中長期的に持続的なリターンを上げていくために大切なことだと考えています。

▶ 持続的なESG運用のポイント



4 | これからのESG運用とは？

当社ではESG運用が市場で持続的に受け入れられるためには、中長期的にリターンを上げることが重要だと考えています。お客様が期待するリターンを実現することができなければ、運用を任せて頂くことも難しくなるためです。

一方、ESG運用を通じて、世の中が良くなることも重要です。現状、ESG運用と言えば、ESGの観点で良い企業に投資を行うことが中心となっています。しかし、世の中が広く良くなっていくためには、良い企業だけではなく、今は必ずしも良くない企業が良くなると実現は難しいでしょう。

ESGの認知度が高まり、開示ルールなどが整備される中では、今はそうした必ずしも優良と言えない企業が、ESGの機会とリスクを経営レベルで認識し、変革を行っていき、企業価値を高める機会が増えてくると見られます。

運用者として、今後はそうした企業の見極めを行い、エンゲージメントを通じて企業の変革を促し、企業価値向上

を通じてリターンも高まる、そのようなWin-Winの運用がこれからのESG運用の持続性のカギになっていくかもしれません。

▶ ESG運用 投資対象のこれまでとこれから (イメージ)

	これまでのESG運用 投資対象	これからのESG運用 投資対象
ESG優良企業	○	○
必ずしもESG優良でない企業	改善意思あり -	○ リターンも世の中も
	特に行動せず -	-

ニッセイアセットのESGファンドの定義 ／ESG運用の考え方

ESGファンドの定義については、グローバルに各地域でルールが確立されつつあります。ここではニッセイアセットのESGファンドの考え方とともに、当社のESGレーティングやESG運用の概要などについてご紹介します。

当社の「ESGファンド」の定義について

当社では、ESG要素を積極的に活用し、ポートフォリオを構築するアクティブファンドを「ESGファンド」と定義しています。ESG要素を積極的に活用する運用とは、相対的にESG評価の高い銘柄を選別したり、ESGの観点でインパクト創出可能な銘柄を選別したりする運用のことを言います。

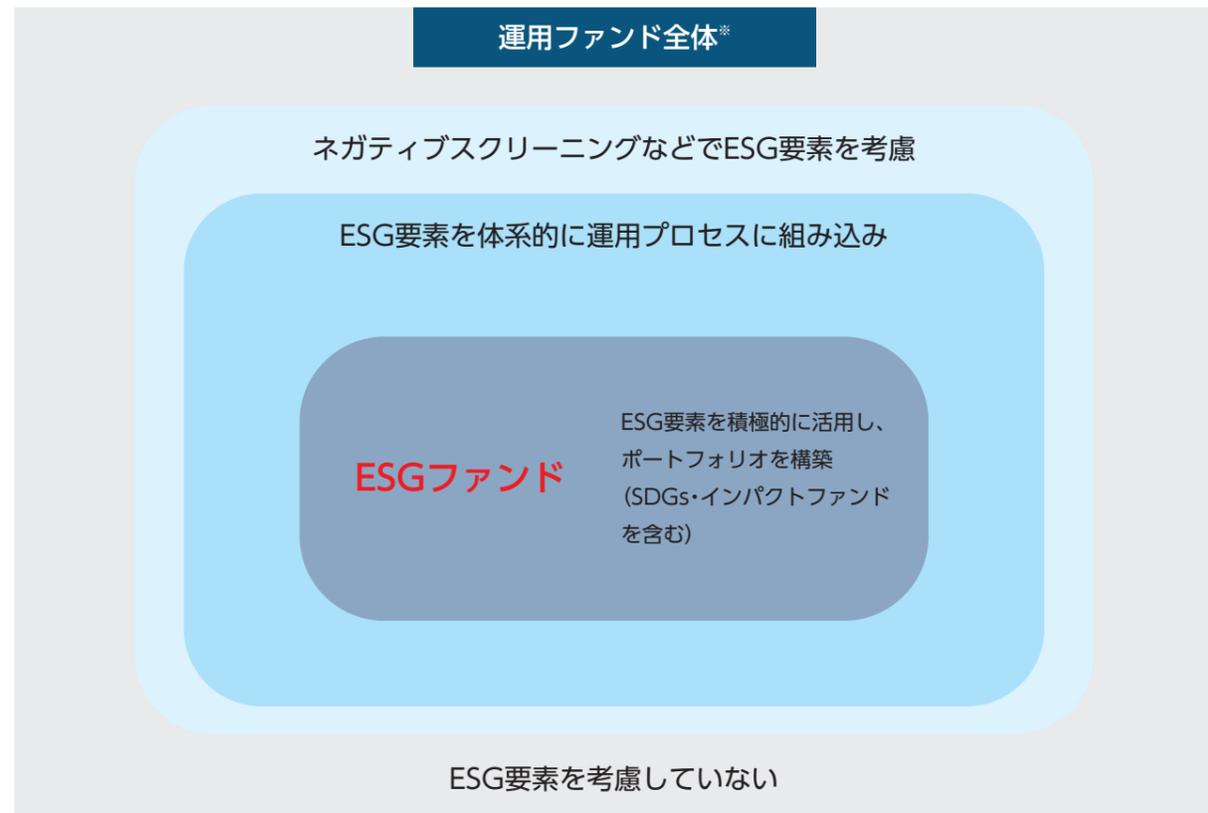
その他の区分としては、ESG要素を体系的に運用プロセスに組み込んでいるファンド、ネガティブスクリーニングなどでESG要素を考慮しているファンド、及びESG要素を

考慮していないファンドがあります（インデックスファンド型を除く）。

なお、ESGファンドのなかで、特にSDGsのゴール達成という観点においても優れた投資銘柄でポートフォリオを構築するファンドを「SDGsファンド」、環境や社会へのインパクト創出も企図し、レポートするファンドを「インパクトファンド」としています。

※Sustainable Development Goals（持続可能な開発目標）のことで、2015年9月の国連サミットで加盟国の全会一致で採択された2030年までに持続可能でよりよい世界を目指す国際目標です。

ESGファンドの考え方



※インデックスファンド型を除く
なお、当社のESGファンドの定義等については、今後のESGを取り巻く情勢等に応じ見直す場合があります。

当社のESGレーティングについて

当社独自の評価項目・評価基準

当社のESG評価は、独自の評価項目・基準により実施しています。

例えば、環境面（E）では、「商品・サービスが環境に貢献しており、それが企業価値に繋がっているか」など、社会面（S）では「経営と従業員の一体性があるか」など、ガバナンス面（G）では、「ガバナンスの実効性があるか」などの視点で評価を行います。

当社アナリストが対話等も踏まえて定性評価

こうした評価は、当社所属のアナリストが、企業の公開情報の分析に加えて、企業への取材や対話を通じて、定性評価により行っています。

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

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

評価項目のウェイトの考え方について

当社では、E・S・Gそれぞれの評価項目について、一律のウェイトは定めていません。それぞれの企業価値にとっての重要性は、企業のビジネスモデルや置かれた環境によって異なるため、アナリストが分析の一環としてウェイトについても企業毎に個別判断し、評価に反映しています（マテリアリティの高い評価項目において高評価の場合に、全体としても評価が高くなる、など）。

なお、企業のESGレーティングの付与においては、グローバルに共通のプラットフォームを用いながら、株式・社債問わず資産横断的に独自の評価を実施しています。

当社のESGレーティングの区分と内容

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

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

当社のESG運用の考え方について

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

当社では、アナリストがESG要素のなかで企業価値に影響を与えるものを選別しながらサステナビリティの評価（ESGレーティングの付与）を行います。その評価を中長期

的な業績予想や信用力評価に反映させ、投資判断の土台として活用しています。

また、各アナリストは、担当企業の情報を常にモニタリングするとともに、投資先企業への取材・対話を行い、その結果を踏まえて都度ESG評価に反映します。

当社のESG運用は、こうした一連のプロセスによって行われています。

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

コラム ファンドガバナンスの強化

当社では、お客様のニーズを踏まえた商品組成とするため、中長期的な商品戦略の企画、ファンドのパフォーマンスや採算性の検証等、商品に関する権限を集約し、「商品開発部」を「商品企画開発部」に組織改編し、内設室として「商品企画室」を新設しました。

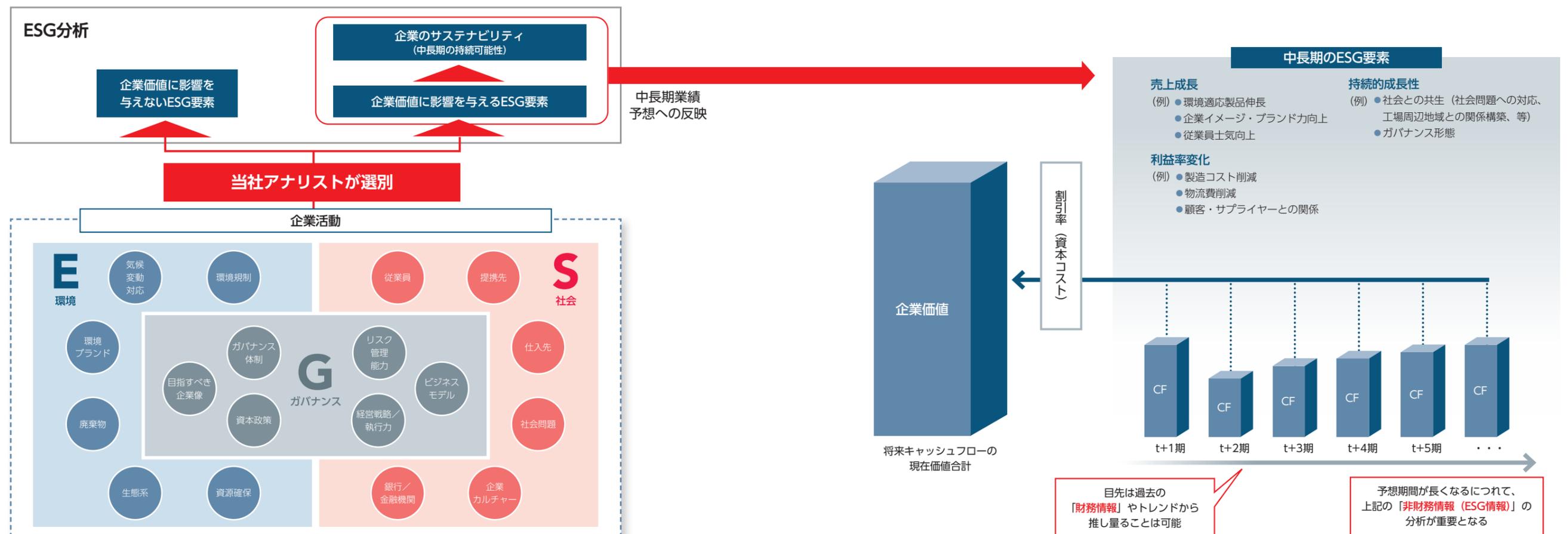
お客様の利益を最優先とする実効性のあるファンドガバナンス体制に向けて、2022年より「ファンドガバナンス協議会」を新設し、商品組成時に想定した運用やパフォーマンスが実現できているか等の商品性の点検・見直しを協議する体制を整えています。

長期にわたってお客様が負担するコストに見合ったリターンを提供できているかという観点から、従来のパフォーマンス検証に、ファンド設定来の長期視点でのコスト控除後のパフォーマンス指標を追加しています。

お客様へ商品内容や運用状況を分かりやすくお伝えするため、当社やファンドに対する外部評価や運用力を示す客観指標等のホームページ公表を積極的に進めて参ります。



企業活動とESG評価



ESG運用の実際

ESG分析を業績予想に反映させる ESGインテグレーション

ESGインテグレーションとは、一般に、企業のESG要素を体系的に運用プロセスに組み込むこととされています。当社では、企業の本質を見出すリサーチ段階で、ESG要素の分析・評価を行い、投資判断の土台として活用しています。ここでは、ESGインテグレーションの中で、(事例1) ESG分析を行う中で、新たな企業価値を見出した例、(事例2) ESGの視点から対話を行う中で、企業が大きく変化して企業価値を高めた事例をご紹介します。

事例1 ESG分析を行う中で新たな企業価値を見出す

1 | ESG項目の同業他社比較で「なぜ？」の疑問

当社のサービスセクターのアナリストが、コールセンターを営むA社のESG評価をしていた中で、同社の従業員の離職率が同業他社と比較して持続的に低く抑えられていることを認識しました(右表)。

	A社	主な同業他社
主な拠点	東北・北陸等	札幌・東京・福岡・沖縄等 大都市に拠点多い
離職率	8~10%程度	30~40%

2 | 企業取材・訪問で「なぜ？」を追究

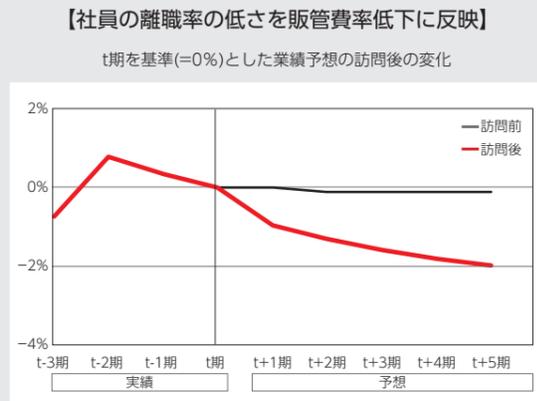
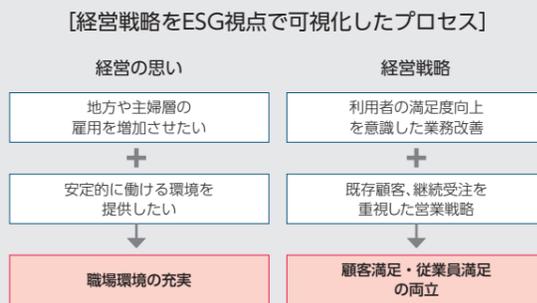
経営陣への複数回の取材を通じ、大都市圏よりも人材の確保が難しい地方圏に拠点を設けていることから、長く働ける職場環境の整備に重点をおいていることが分かりました。そこで確信度を高めるために現場訪問を実施しました。まず体感したのは、広々とした勤務スペース、カフェテリアの充実、託児所の設置など、従業員の働きやすさに配慮した施設の充実ぶりでした。

さらに、感銘を受けたのは「良い仕事」の定義付けです。一般的なコールセンターでは応答率や1応答当りの対応時間といった効率性が重視されがちですが、A社では顧客から「ありがとうの声」をもらうことに重点が置かれていることでした。

現場訪問から見てきたのは、サービスの高品質を経験豊かな従業員が支え、顧客の満足度が次のリピート受注に繋がっていくという好循環・持続性のイメージです。現場訪問を通じて、人材採用コストや顧客獲得コストの抑制と売上成長に対する確信度が高まりました。

3 | ESG評価の引き上げと業績予想への反映

当社アナリストはA社について、ESGのS評価を引き上げるとともに、売上成長と販管費率の低下が実現するシナリオに業績を上方修正しました。この結果、適正株価を引き上げ、投資推奨を行い、その後株価は市場平均に比べて大きく上昇しました。



事例2 ESGの視点で企業が大きく変化し企業価値を高める

1 | 企業のESG課題の把握

日本企業B社は、素晴らしいブランド力を持ち、2010年代前半には他社に先駆けて委員会設置会社に移行するなどガバナンス面での構造改革に着手していましたが、低収益事業を多く抱え、業績計画が未達となる年度が続いていました。

当社の担当アナリストも、同社のガバナンス体制に実効性が伴っていないこと、部門別の利益計画や投下資本額の開示が行われておらず、業績達成に対するコミットメントが弱いこと、部門別の執行者が説明会等の場で市場との対話機会を持つ機会が少ないことといった課題を感じていました。

2 | 課題を企業に伝え、議論する

当社のアナリストは、企業の課題やいかに中長期的に企業価値を高められるかを考え、伝えていくことを心がけています。B社に対しても、構造改革の進展のためには情報発信の強化が重要と考え、繰り返し伝えていました。

そうした中で、2010年代半ばに、同社の構造改革のキーパーソンとなる次世代の経営中核人材との面談を行いました。当社のアナリストは、この経営者との議論を通じて、外部の市場の声を採り入れ、社内に危機意識を持たせようとする実直な経営姿勢と、ビジネスの選択と集中に向けた優れた経営分析とその考え方に共感するとともに、同社の経営執行に変化の兆しを感じました。

3 | ESG評価の引き上げと業績予想への反映

当時はまだ改革の成果は表れていませんでしたが、アナリストは、議論を通じて得られたG(ガバナンス)改善の兆しに着目し、社内でも議論を重ね、経営戦略や経営執行力に関するESG評価を引き上げました。

同時に、業績見通しを上方修正したことで、DCFモデルで算出される適正株価も高まることとなり、同社の株価は長期的な視点で見ると割安で、魅力的な投資対象と判断し、ファンドマネジャーに買い推奨を行いました。

その後、B社は実際に大きく変化することになりました。事業売却や分社化を矢継ぎ早に実行するとともに、ROEの目標開示、事業別ROICの導入といった経営モニタリング指標の開示が進み、企業価値が見える化されました。

現在では、「人的資本」に対する情報開示も充実化させているほか、企業理念の再設定やその浸透などを通じて、株主や従業員などのステークホルダーとの良好な関係を築いている企業として、市場からも高い評価を受けています。

【フェーズに応じた実際の対話活動】

対話①	マテリアリティの高い経営モニタリング指標の設定
●	部門毎の説明責任の明確化
●	部門別資産の対外開示
●	部門 ROIC による経営管理の導入

対話②	具体的な経営戦略の構築・理念共有・行動・振り返り
●	グループ全体のあるべき姿の開示
●	各部門トップとの対話機会の確保
●	採算意識の高い投資の実行
●	部門別経営行動、振り返りの開示

【対話進捗に伴うESG評価改善を反映した利益予想の引上げ】

・高い経営執行力による課題事業の構造改革の進展と、成長事業への資金投入の成果を反映



<事例1のA社担当アナリスト>



競争力の本質を見出し投資判断に活かしています。
黒木 文明
チーフ・アナリスト
投資調査室

<事例2のB社担当アナリスト>



経営変革を肌で感じる経験もアナリストの醍醐味です。
小林 守伸
リード・アナリスト
投資調査室

ESG評価とパフォーマンス

ESG評価開始以来、良好なパフォーマンスを築いています

ニッセイアセットでは、2008年から10年以上にわたり、国内株式のESG評価を実施しており、開始来のESG評価は東証株価指数（TOPIX）をアウトパフォームしています。また、E・S・Gのそれぞれの評価においても高評価の企業

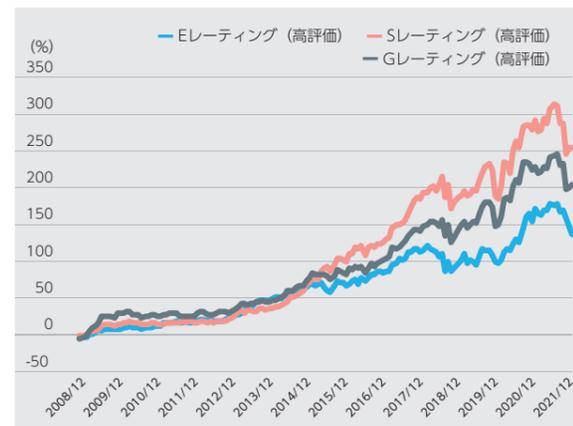
群は優れたパフォーマンスとなっています。アウトパフォームしている一つの要因として、当社では、ESG評価を実施する上で、当社アナリストが企業価値に影響を与えるESG要素を見極めていくことが挙げられると考えます。

▶ ESGレーティング別パフォーマンス（国内株式） 対TOPIX・期間2008/12/1-2022/3/31

◆ ESG総合レーティング累積超過リターン（単純平均）



◆ E・S・G各レーティング累積超過リターン（単純平均）

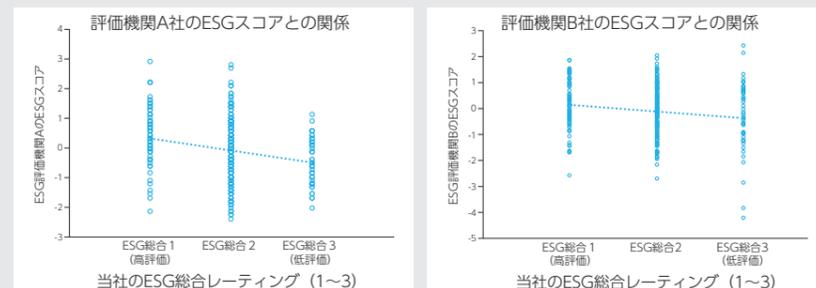


注：累積超過リターンは対TOPIX（単純平均により計算）。上図はニッセイアセットが独自に付与しているESGレーティングの評価が高い企業群のパフォーマンスを示したものです。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
出所：東証のデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

コラム 当社のESG評価と代表的なESG評価機関のESGスコア

日本企業を対象に、当社のESG総合レーティングと、代表的なESG評価機関によるESGスコアを比較してみました（下図）。これを見ると、両者には緩やかな正の相関関係が見られるものの、必ずしも評価が一致しているわけではないことがうかがえます。当社では、ESG評価項目・基準をもとに、当社アナリストが企業取材や対話を重ねながら評価を行っており、当社の独自性に繋がっているものと考えています。今後も、PDCAサイクルを回しながら、当社ならではのESG評価の高度化を目指していきたいと考えています。

▶ 当社のESG総合レーティングとESG評価機関のESGスコアの関係



注：ESG評価機関A社及びB社のESGスコアは標準化（Zスコア化）した指標。評価結果はいずれも2022年3月末時点

コラム インパクト投資の特徴と当社のインパクトファンド

インパクト投資の3つの特徴

インパクト投資とは、投資活動を通じて地球環境や社会経済のサステナビリティに貢献することを目指して行う投資活動を指します。当社では、インパクト投資は、ESG運用の一部と捉えています。

一般にインパクト投資は次の3つの特徴を備えているとされます。このうち、金銭的リターンの獲得を目指す点は、ESG運用と何ら変わるものではありません。

他方、インパクト創出の「意図」を投資家が持つ点、そして、投資に伴うインパクトの測定・報告（インパクトレポート）を行う点は、ESG投資の中でも、インパクト投資が主に有している特徴です。



インパクト投資が備える3つの特徴

- 1 投資を通じて環境面・社会面のインパクトを創出する「意図」を有すること
- 2 金銭的リターンの獲得を目指す投資であること
- 3 投資に伴う「インパクト測定・報告」を行うこと

ニッセイアセットのインパクトファンドの特徴

当社では、2021年6月に、日本株式・グローバル株式をそれぞれ投資対象とするインパクトファンドを新たに立ち上げました。

ニッセイアセットのインパクト投資は、当社のESG評価を活用するとともに、ポートフォリオマネージャーが、投資先企業毎に「ロジックモデル」と呼ばれるインパクト創出への仮説を構築した上で、投資先企業との対話を行うことによって、投資先企業の中長期の企業価値向上とインパクト創出の同時実現を目指す点が特徴です。さらに、IRIS+^(*)などの枠組みも活用しながら、インパクトの測定と報告に取り組んでいます。

*IRIS+とは、GIIN（グローバル・インパクト投資ネットワーク）が発した、投資家がインパクトの測定・管理を行う際に活用可能な指標（KPI）のカatalogue等を提供するもの

▶ 当社とインパクト投資との主なかわり

- 2020年3月、金融庁から当社が委託を受け「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査」を執筆
- 2020年3月-2021年3月、環境省のESG金融ハイレベル・パネルの下に設置されたポジティブインパクトファイナンスタスクフォースに参画し、「グリーンから始めるインパクト評価ガイド」策定に貢献
- 2020年6月-現在、金融庁・GSG国内諮問委員会共催の「インパクト投資に関する勉強会」に委員として参画
- 2021年6月、日本株式・グローバル株式をそれぞれ投資対象とするインパクトファンドの運用を開始

ニッセイSDGsグローバルセレクト ファンド運用の実例

国内外約40名のアナリストのESG・SDGs分析を結集した運用

- ニッセイSDGsグローバルセレクトファンドは、本業を通じてSDGsの達成に貢献するとともに、企業価値を向上させる成長企業に投資を行う運用です。
- ニッセイグループのニューヨーク、ロンドン、シンガポール、東京に在籍する約40名の国内外のアナリストが、共通の分析プラットフォームを活用しながら銘柄発掘を行い、ファンド運用者が最終ポートフォリオを構築します。
- ここでは、当ファンドの運用責任者である村上上席運用部長の一日を追いました。



村上 上席運用部長
株式運用部

▶ 運用者 村上上席運用部長の一日の例

<p>7:30 AM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ ニューヨーク拠点アナリストとのミーティング ■ 市場動向・運用振り返り/銘柄情報交換 	<p>9:00 AM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 企業とのミーティング ■ 保有銘柄の継続調査、新規投資候補の発掘 	<p>10:00 AM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 東京チーム内ミーティング ■ 取材フィードバック ■ 議決権行使方針確認
<p>16:00 PM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ マクロリサーチチームとのミーティング ■ 他アセットクラス運用者との意見交換 	<p>15:00 PM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 村上が銘柄組入検討 ■ 発注業務/トレーディング部最適執行確認 	<p>13:00 PM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 東京チーム内新規銘柄候補プレゼン ■ ESG・SDGs観点からのディスカッション

17:00 PM

- ロンドン拠点アナリストとのミーティング
- 市場動向・運用振り返り/銘柄情報交換

村上上席運用部長に聞く、SDGs運用の実例

Q：SDGs運用を始めようと思ったきっかけを教えてください
 気候変動に伴う豪雨災害の増加や食糧の大量廃棄など、身近な所で様々な問題が起こっています。運用者として何が出来るかを考えていた時に、国連主導でSDGsの取り組みが始まりました。SDGsの達成は、持続可能な社会に貢献するだけでなく、投資家にとっても貴重な投資機会を掴むこととなります。そこで、持続可能な社会に貢献しつつ、投資リターンも追求できるファンドを提供したいと考えました。

Q：運用をしながらSDGsのゴールに近づいていくことを感じますか
 世界中の政府や公的機関だけではなく、企業が率先してSDGs達成に取り組んでいるのを感じます。アニュアルレポートなどでも、自社の製品やサービスがSDGsのどの目標に貢献しているのか、公表する企業が増えています。2030年に向けてこの流れは加速していくと考えており、持続可能な社会へ明るい希望を感じています。

Q：ESG / SDGs運用を行う上で気を付けていることを教えてください
 この運用を通じて、お客様にSDGs達成への貢献と投資リターンの獲得を実感頂けることが重要だと考えています。運用レポートでも、この運用を通じてSDGs関連の事業によってどのように企業価値が向上し、投資リターンに貢献しようと考えているのか、分かりやすくお伝えできるように心がけています。

ニッセイSDGsグローバルセレクトファンドの主なSDGs貢献項目と事例紹介

ニッセイSDGsグローバルセレクトファンドは、以下のSDGs項目達成への貢献が見込まれる企業に投資しています（2022年3月末時点のポートフォリオについて算出）。

▶ ポートフォリオのSDGs組入ウェイト上位6テーマ*

順位	SDGsゴール	組入ウェイト	順位	SDGsゴール	組入ウェイト
1	8 働きがい、経済成長	33%	4	12 持続可能な消費	19%
2	9 産業、イノベーション、中堅企業	27%	5	2 健康と福祉	17%
3	3 気候変動に具体的な対策を	23%	6	7 清潔なエネルギー	14%

事例

動物向け医薬品市場で起こすイノベーションを通じた畜産の生産性向上で、「飢餓をゼロに」に貢献。

*複数のゴールに関連する企業の組入ウェイトは重複計上しています。

事例

- 動物用医薬品メーカーとして、家畜やペット向けの抗生物質・ワクチンを手がける。
- 家畜向け医薬品等を通じ、畜産農家の安定した収入や飢餓問題改善に貢献。

SDGsゴール2(飢餓をゼロに)への貢献が見込まれる。

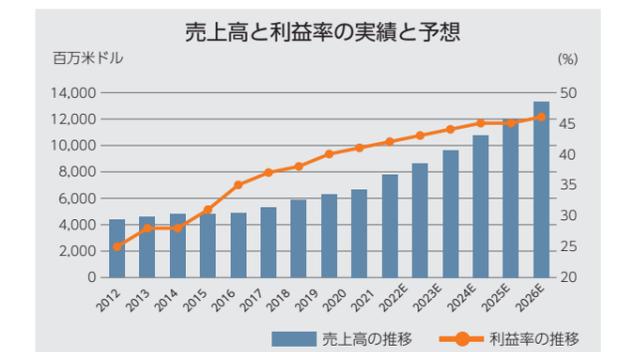
	ESG評価項目	レーティング	ESG評価コメント	マテリアリティ分析	業績予想への加味	SDGsゴール・ターゲット	分析コメント
S	社会課題・ステークホルダー	1 (高評価)	<ul style="list-style-type: none"> ● 豚インフルエンザワクチン、ペットのノミ退治用経口薬、哺乳類向けのコロナワクチン開発等、新製品創出で社会問題解決に貢献 ● 獣医師や酪農家への直販や使用法の教育を重視し、顧客と良好な関係性を構築 	食料の安定確保	<ul style="list-style-type: none"> ● イノベーションを通じた新製品の投入で新規需要を継続的に創出 (売上要因) ● 顧客との長期関係を構築することで、獣医師向け医薬品等で安定的に市場シェアを拡大 (売上要因) 	2-3 (小規模食料生産者の農業生産性及び所得を倍増)	家畜向け医薬品等を通じて、SDGsゴール2(飢餓をゼロに)に貢献
G	経営戦略・資本効率	1 (高評価)	<ul style="list-style-type: none"> ● 成長機会を追求したM&A等の資金活用や、積極的な株主還元等、効率的な資金配分 ● コスト削減に取り組む一方、研究開発投資は継続的に実施 	効率的な資本配分 利益率向上	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業価値拡大に資するキャッシュ使用及び効率的なバランスシート予想 ● 規律の取れた研究開発支出 (コスト要因) 	-	-

注：上記表は実際のESG評価シート等をもとに、その要点を抽出して作成したイメージです。ESGレーティングは原則3段階で、1が高評価、3が低評価を意味しています。

▶ 新興国における零細畜産農家への支援の実施状況

	2025年目標	2021年進捗
畜産農家・獣医師・検査技師へのトレーニング提供	10万人	2.55万人
牛の治療による零細畜産農家の生計への貢献	1,000万頭	480万頭
ニワトリの治療による零細畜産農家の生計への貢献	2億羽	1億2,160万羽

▶ 食肉やペットケア需要を通じた持続的な売上成長、規律を持ったコスト管理による利益率改善を期待



債券とESGインテグレーション

ESGインテグレーションを通じたダウンサイドリスクの抑制

【債券クレジット運用におけるESG分析の考え方】

債券は、株式と異なりアップサイドが限定的、かつ、投資期間も有限という特徴があります。そのため、ニッセイアセットでは、ESG分析を発行体の信用力評価に組み入れることで、主にダウンサイドリスクの抑制に活用します。

	株式	債券(社債)
ESG分析の主な活用目的	アップサイドの追求	ダウンサイドの抑制
ESG分析の視点	ESG課題に対する取り組みが経営の持続性に繋がっているか	

【当社のESGレーティング別外部信用格付の格下げ割合】

右図は、当社のESGレーティング別に外部格付機関（R&I及びJCR）が格下げを行った企業の割合を見たものです（国内社債、2014年度～2021年度）。

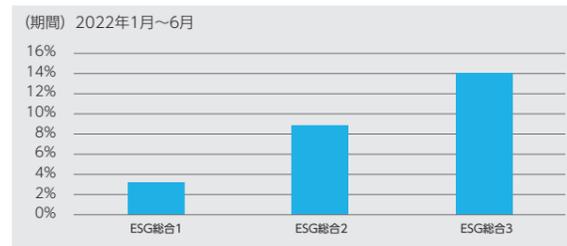
いずれの格付機関においても、当社のESGレーティングが低いほど（レーティングは、1>2>3の順に評価）、格下げとなる企業の割合が高くなっています。このように、当社のESG評価が債券運用においてダウンサイドリスクを抑制することに有用であることを示唆しています。

▶ ESG総合レーティング別の外部格付の格下げ比率



注：上記データは2014年度～2021年度のデータの期間平均値。各年度初に付与されたESG総合レーティングに基づいて計算。ニッセイアセットのESG評価は高い順に1、2、3の原則3段階評価になります。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
出所：R&I、JCR格付のデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

▶ ESGレーティング別スプレッド拡大割合



注：2021年12月末のESGレーティング別に、2022年1月～6月のスプレッド拡大の割合を算出。ESGレーティングは高い順に1、2、3の原則3段階評価。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
(出所) ニッセイアセットマネジメント作成

なお、2022年1月以降、欧米での利上げ懸念やロシアなどの地政学リスクに対して、市場ではリスクを回避する動きが強まりました。社債の相対的なパフォーマンスは、国債に対する利回りスプレッドの縮小によって計測することができますが、同年1月から6月の国内社債のESGレーティング別のスプレッドの拡大幅を見てみると、レーティングが低い、つまり経営の持続性が低い企業ほど、スプレッドが拡大（パフォーマンスが悪化）していることが見てとれます（右図）。このように、信用力の悪化が懸念される局面では、ダウンサイドの抑制を活用目的とした当社ESGレーティングが機能しやすいと言えます。

コラム ソブリンのESG評価はパフォーマンスに寄与するか？

株式や社債向けの企業ESGレーティングでは、企業の持続性を評価しているため、将来の企業価値の拡大や信用リスクの程度を推し量ることができます。

ソブリンの場合、同じような尺度でESGの評価を行うことができるのでしょうか？ここでは、ソブリンのESG評価の視点や分析の試算結果について、あくまで例としてご紹介したいと思います。

まず、ソブリンのESG評価は「国家の経済成長や発展の持続可能性」を目指すものと定義します。そしてそれを「通貨価値や信用力」を見極める尺度として活用することを想定します。

ここでまず疑問に思うことは、「果たして、国家としての成熟度が未熟な発展途上国と先進国を同じ尺度で評価してもよいものであろうか」ということです。経済の発展度合いや政治力・財力が未熟な発展途上国に今すぐ「環境」を重視した投資を求めることは適切でないように思います。むしろ、ガバナンスを向上させることに国家としてのマテリアリティがあるように思います。一方、日本のような先進国では、「ガバナンス」面では成熟していると言え、むしろ「環境」面でのマテリアリティが相対的に大きいように思います。

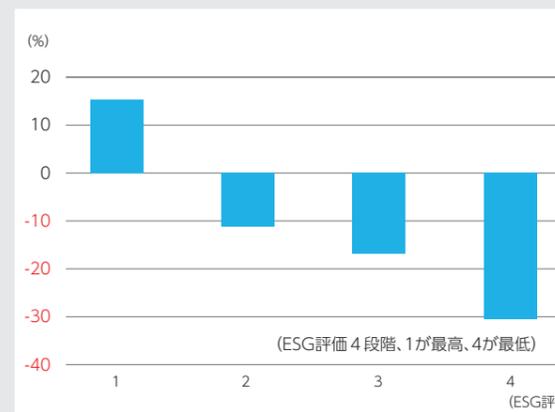
こうした考え方をベースとして、以下の前提を置いた上で、ソブリンのESG評価を4段階に分類し、評価分類別に過去20年間の実効為替レートの変化を測定してみました。

<前提>

- ① 各国の所得水準などの状況から、国の成長段階を分類
- ② E, S, Gの各項目については、定量的に取得可能なデータを用いて評価
(EではCO₂排出量等、Sでは人口動態や教育支出等、Gでは政治の安定性等)
- ③ 上記①及び②を勘案して最終評価を付与（4段階）
- ④ 4段階別に実効為替レートの変化を計測（20年間）
なお、20年前の比較可能なデータを入手可能な37カ国をサンプルとして試算

結果は下図の通り、評価段階別（1～4、1が最高、4が最低）にパフォーマンスが計測されており、長期的には上記の考え方がパフォーマンス面でも寄与する可能性が示されました。

▶ ESG評価段階別(4段階)の実効為替レートの変化割合



注：1999年末から2019年末までの20年間のデータ。為替レートはIMF算出の名目実効為替レート(IMF値がない場合はBIS Broadベース)で算出。サンプル国数は37カ国。市場環境によって変動しうるものであり、将来の利回りを保証するものではありません。

■ スチュワードシップ活動の全体像・活動体制

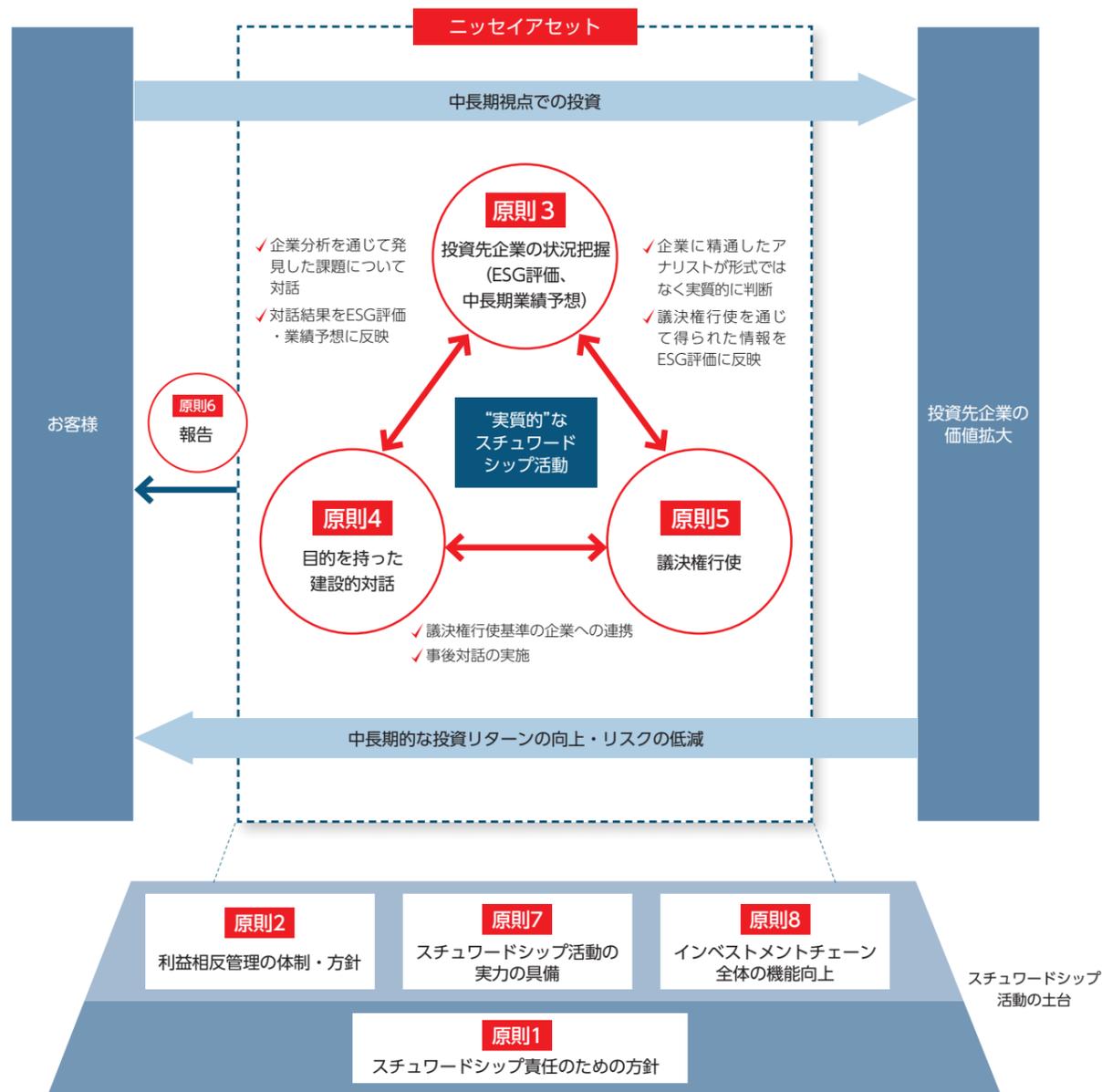
私たちの調査・投資活動が目指すものはお客様と投資先企業の価値の共創です

ニッセイアセットは、お客様の中長期的な投資リターン向上とリスクの低減を目的とした調査・投資活動を運用プロセスの中核としており、このプロセスにおいて重要な「投資先企業の状況把握」、「目的を持った建設的対話」、「議

決権行使」を通じてスチュワードシップ責任を果たし、投資先企業の価値拡大に繋げることでお客様と投資先企業の価値の共創 (Co-Creation)が果たされるよう努めています。

▶ スチュワードシップ活動の全体像

具体的な取り組み内容については、P69以降の「2021年度スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を参照



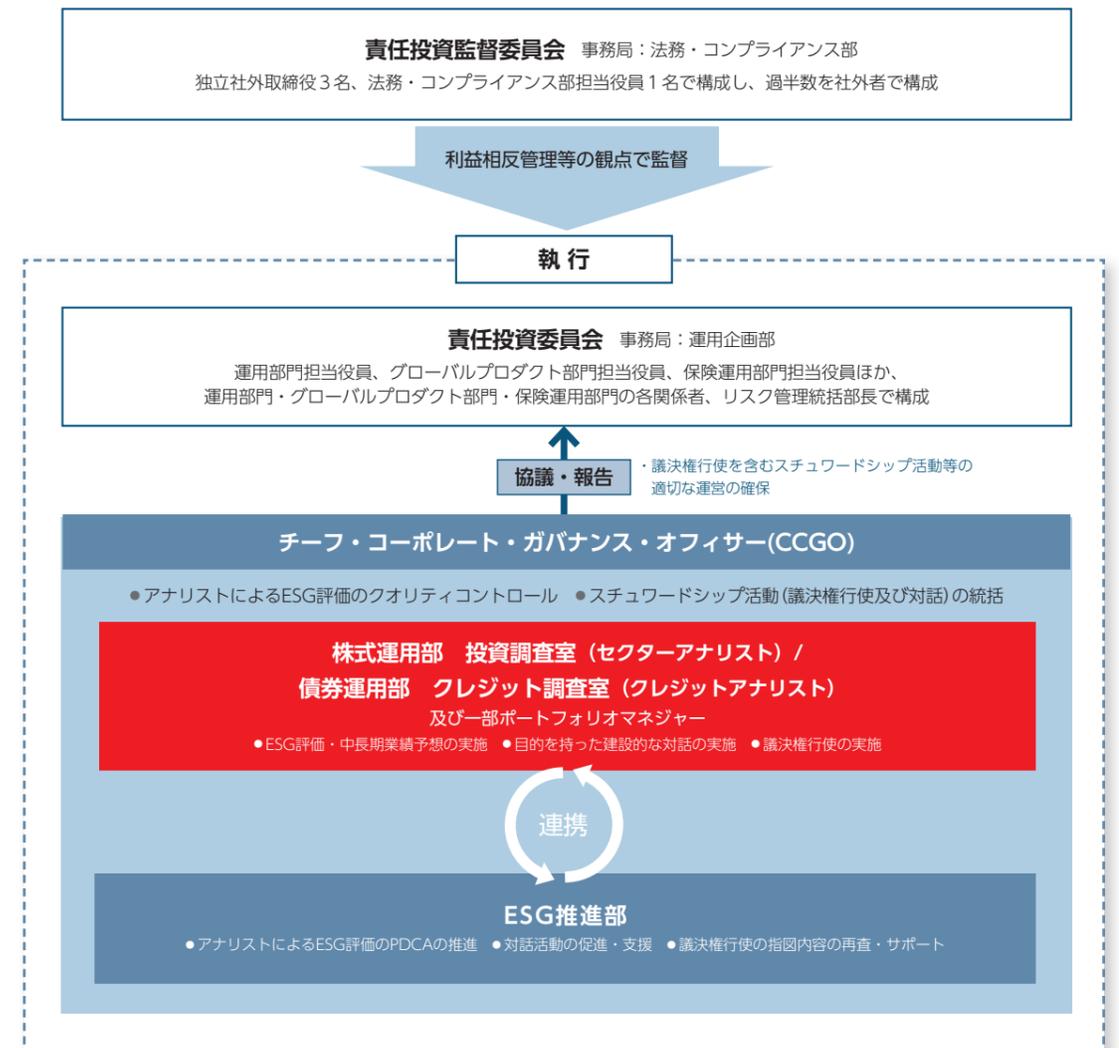
スチュワードシップ体制

当社では、利益相反管理等の観点からスチュワードシップ活動の監督を実施する、独立した社外取締役を過半数とする「責任投資監督委員会」を設置しています。また、運用部門担当役員を議長とし、当社のESG運用やスチュワードシップ活動を資産横断的に議論する「責任投資委員会」を設置しています。このような体制のもと、日本版スチュワードシップ・コードに定められている「企業の状況の的確な把握」「建設的対話」「議決権行使」の各活動について、国内株式のセクターアナリスト約20名が中心となり、各担当企業に対して一貫して実施する体制としています（一部企業は国内社債のクレジットアナリストが議決権行使を除いて担当）。これは、企業に最も精通するアナリストが、一

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

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

▶ スチュワードシップ活動の体制図



社外取締役との対談

責任投資監督委員会とチーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサーとの対話2022

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

座談会出席者

- | | |
|----------------|-------------------------------------|
| 黒沼 悦郎 (社外取締役) | 濱 正孝 (社外取締役) |
| 布施 麻記子 (社外取締役) | 井口 譲二 (執行役員 チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー) |

井口：本日は、お時間を頂きありがとうございます。当社の責任投資監督委員会（以下、委員会）の特徴は、社外取締役の方を過半とする構成とされていることです。これによ

り、取締役会から委員会までの一貫したスチュワードシップ活動の監督が可能となっていると考えています。昨年同様、幅広く、ご意見を頂ければと思っています。

運用会社のサステナビリティ経営への期待

井口：最初のテーマですが、資産運用会社（以下、運用会社）のサステナビリティ経営の意義についてお伺いしたいと思います。当社では、2021年5月にサステナビリティ委員会を設置するなど力をいれています。また、今回から、この対談が掲載されるレポートの名前も、スチュワードシップレポートからサステナビリティレポートへと変わることとなっています。こういった取り組みについてご意見を

頂きたいのですが、まず、国内外の運用会社の経営に深く携わってこられた経験がある濱取締役からお願いいたします。

濱取締役：よろしく申し上げます。運用会社がサステナビリティ経営に力を入れることには非常に意義があると思います。私が存じ上げているグローバルの運用会社のトップは、「運用会社はお客様から人生を託されており、このよう



布施 麻記子
(社外取締役)

山田コンサルティンググループ
株式会社取締役も兼務

な職務に携われるのは我々のprivilege（特権）である。この責任を果たすためには、社会から信頼される必要があり、自らを厳しく律しなければならない」とよく口にしていますが、私も全く同じ思いです。社会から信頼を得るためには、社会に貢献するという意識を持たないと駄目だと思いますし、このような意識なくして、中長期的な企業価値向上を目指すスチュワードシップ活動に真摯に取り組むことも難しいのではないかと考えています。運用会社のサステナビリティ経営は、このような意識を根付かせる企業文化醸成の役割を果たすと考えています。

また、社内の取り組みを進めるにあたって、スチュワードシップ活動などを通じ、企業の取り組みなどに知見のある、井口さんのチームも積極的に関与することは重要と思っています。

井口：ありがとうございます。実は、私もサステナビリティ委員会の委員となっており、社外で得た知識をフィードバックするよう努めています。ご指摘のように、先進的な企業の取り組みの中には参考にできる部分が多いのではないかと、と思っています。では、黒沼取締役、そして、布施取締役、お願いいたします。

黒沼取締役：運用会社のサステナビリティ経営とスチュワードシップ活動は、必ずしも、直結するものではありませんが、

せんが、現在では、スチュワードシップ・コードにおいて、サステナビリティへの考慮が求められていますし、何より、当社は、コード改訂以前から、ESGの重要性を標榜してきたことを考えると、サステナビリティ経営を推進する意義は高いと考えています。

また、取り組みについて報告を受けていますが、サステナビリティ委員会を設置するとともに、経営の重要課題ごとにKPIを設置し、全社的に取り組んでいるといった点も高く評価したいと思います。

布施取締役：すでに、皆さん、おっしゃいましたように、非常に意義のある取り組みと考えています。社員としてのモチベーションが高まりますし、濱さんがおっしゃったように、運用会社は、外部からの信頼確保が重要で、これが高まることに繋がると思うからです。社外取締役として、この取り組みをサポートしていくことも重要と考えています。

井口：ありがとうございました。今年の『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて』の改訂で、原則7に、サステナビリティ委員会の取り組みを追記しています。ご指摘がありましたように、スチュワードシップ活動を支える企業文化醸成に繋がる重要な取り組みと考えています。

濱 正孝
(社外取締役)

国内外の資産運用会社の役員を歴任、東京エレクトロン株式会社社外監査役も兼務





黒沼 悦郎
(社外取締役)

早稲田大学法学学術院教授、
政府の審議会の座長等を歴任

昨年度の責任投資監督委員会の運営について

井口：次に、昨年度の委員会の振り返りと今後の方向性について、ご意見頂ければと思っています。では、布施取締役からご意見をお願いいたします。

布施取締役：印象に残っているのは、昨年11月のインフォーマル会議、2月の委員会での議論を通じ、女性取締役の選任を促すだけでなく、女性の「社内取締役」の導入を促進するよう工夫した議決権行使基準の策定が行われたことです。こういった工夫は、取締役会だけでなく、企業全体のダイバーシティを促進する建設的な取り組みであったと思います。(P83参照)

あと、国内株式だけでなく、外国株式など、その他の資産にも、スチュワードシップ活動の領域を広げていく取り組みに、当社の社会的使命を果たそうとする意気込みを強く感じています。

黒沼取締役：布施さんと同じで、女性取締役の選任について議決権行使基準を定めたことは印象に残っています。私は、コーポレートガバナンス・コードの一步先を行くのが機関投資家の議決権行使基準のあるべき姿と考えていますので、それを示すことができたという点は素晴らしいと思います。また、株主提案への対応で、気候変動の開示や政策保有株式の削減の提案に対して一定の基準を示すことができたことも成果と思っています。株主提案は、機関投資家の一步先を行くという面もありますので、考え方に納得できる提案には賛成して、企業行動の変革を促すことは意義があることと考えています。昨年の対談で、私は、E・S

課題を議決権行使などに織り込むよう発言しましたが、こういった改訂は、その一部を実現したものだとして理解しています。

あと、気候変動の対話担当者の設置、外国株式など国内株式以外での活動強化、国内株式とクレジットの両アナリストの共同対話など、多方面でスチュワードシップ活動が強化されていることもよい取り組みと考えています。

濱取締役：皆さんが挙げられた点は、私も印象深かったです。昨年の対談で、私は、ガバナンスの本質を見抜くことが重要と言いました。委員会でも、当社の議決権行使結果の説明を受けていますが、対話等を通じ、改善できる可能性があるのであれば、行使判断において考慮するなど、企業価値向上に向け、きめ細かな対応ができていると思います。また、当社の対話の基礎となるESG評価項目の見直しにおいて、ガバナンスの実効性を評価できるように改訂したことも素晴らしいと思います。

井口：ご指摘のように、昨年の対談では、E・S要因のスチュワードシップ活動への一段の織り込みやスチュワードシップ活動の実効性の向上について、多くのご意見を頂きました。その後、こういった課題について、委員会で協議させて頂き、議決権行使基準の改訂やESG評価項目の改訂など、スチュワードシップ活動に多くを織り込むことができたのではないかと、と思っています。ありがとうございました。

社外取締役・責任投資監督委員会委員としての期待

井口：最後に、社外取締役・委員会の委員としての今年度の活動への期待について、ご意見頂きたいです。黒沼取締役からお願いいたします。

黒沼取締役：当社は100%子会社ですので、社外取締役の役割は、受益者の利益を代弁することと考えています。従って、当社の社外取締役としては、これからも、受益者の利益を中心においた透明性のある経営をしてもらいたいし、スチュワードシップ活動もしっかり行って欲しいと思っています。委員としての期待は、有価証券報告書においてもサステナビリティ関連の開示が始まる中、E・S事項を、より議決権行使基準などに取り込んで欲しいと思っています。あと、国内株式以外の資産についても、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動を深めて欲しいと思っています。

濱取締役：黒沼先生がおっしゃったように、受益者の利益を中心においた透明性のある経営に期待していますが、これに加えて、組織のダイバーシティも重要と考えています。ダイバーシティには、女性の活躍もありますが、職歴やスキルなどの多様性も含まれており、こういったことは当社の競争力維持の観点からも重要と考えています。

また、昨年の対談でも議論しましたが、運用会社にとって人材は何より大事です。優秀人材の採用・育成・リテンションの重要性も指摘したいと思います。最後に、期待を込め

て、資産運用においては、日本生命グループを牽引する役割を担って欲しいと思っています。

井口：ありがとうございます。昨年の対談でも、当社の抱える強み・リスクのところで、委員の皆様から、優秀人材の重要性について多くの議論を頂きました。では、布施取締役、よろしくをお願いいたします。

布施取締役：サステナビリティ経営の推進に期待していますが、それについては発言しましたので、委員としての期待を述べたいと思います。スチュワードシップ活動においては、中長期的観点から、世の中の変化の1歩先を進もうという姿勢が重要と思っています。また、新しい開示項目など、企業への要求事項が増える中、その箱に魂を入れることが重要となりますが、投資家として、この点につき、企業をサポートしたり、企業評価においてしっかり見ていくことは重要と考えています。

井口：ありがとうございます。ご指摘のように、投資家も研鑽を積み、知見を蓄え、企業の取り組みをサポートすることは非常に重要と考えています。

今回の座談会は以上となりますが、皆様から頂いた課題を踏まえ、スチュワードシップ活動を進化させたいと思います。委員会での協議の方、よろしくをお願いいたします。本日は、ありがとうございました。

(文責：井口 譲二)



井口 譲二
執行役員

チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー

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

中長期の企業価値向上を目指す当社のボトムアップ対話

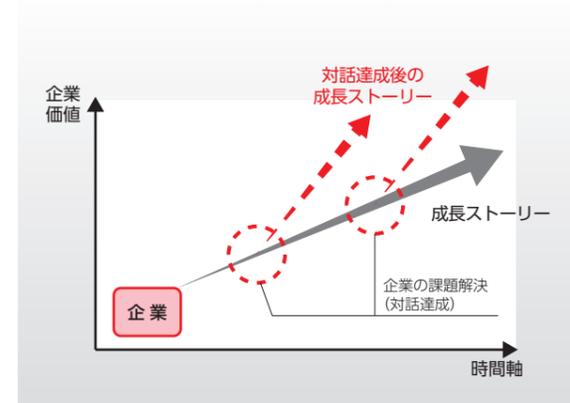
潜在的な企業価値の向上・発現を目指す対話

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

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

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

▶当社が目指す対話（イメージ図）



当社におけるボトムアップ対話の実施枠組み

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

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

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

勿論、企業は多様な課題を把握していますが、利害関係の異なるステークホルダーや、企業価値成長に対する時間軸の視点が異なる投資家からの意見もあり、優先順位付け

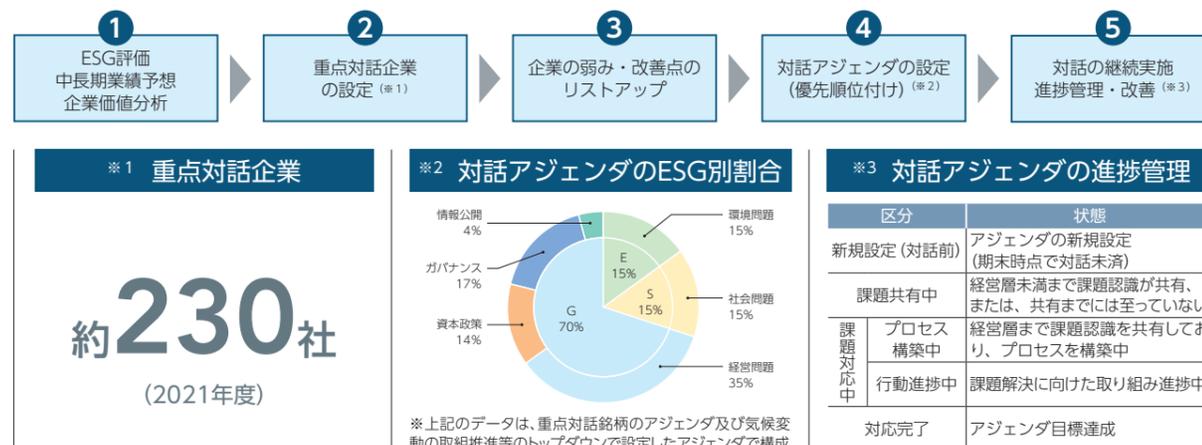
に悩みを抱えていることも多い印象です。

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

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

(なお、こうしたボトムアップ対話に加えて、ネットゼロ貢献に向けた活動等の一環として、トップダウン対話も行っています)

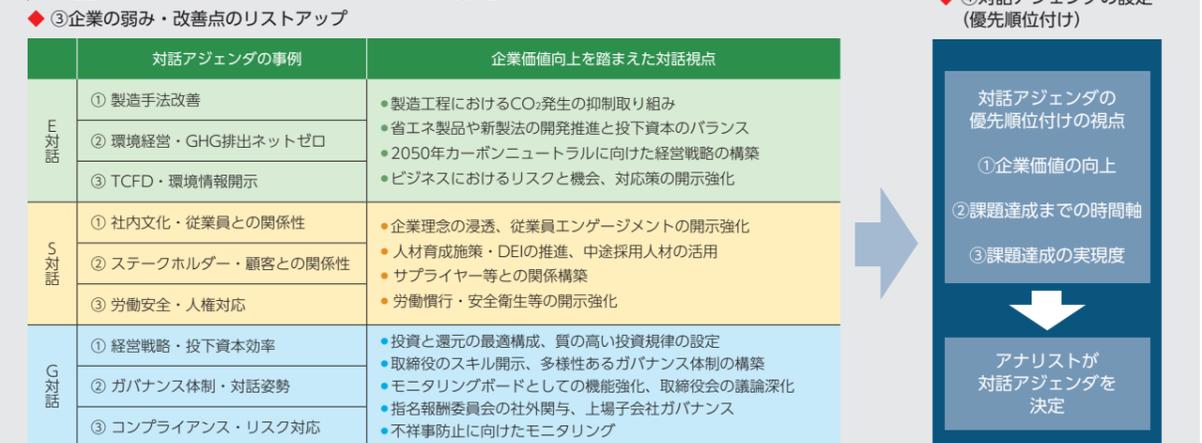
▶国内株式のボトムアップ対話の主な流れ



前頁「③企業の弱み・改善点のリストアップ」から「④対話アジェンダの設定（優先順位付け）」のイメージ

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

▶対話アジェンダのリストアップから優先順位付けのイメージ



株式と債券の利益相反と対話

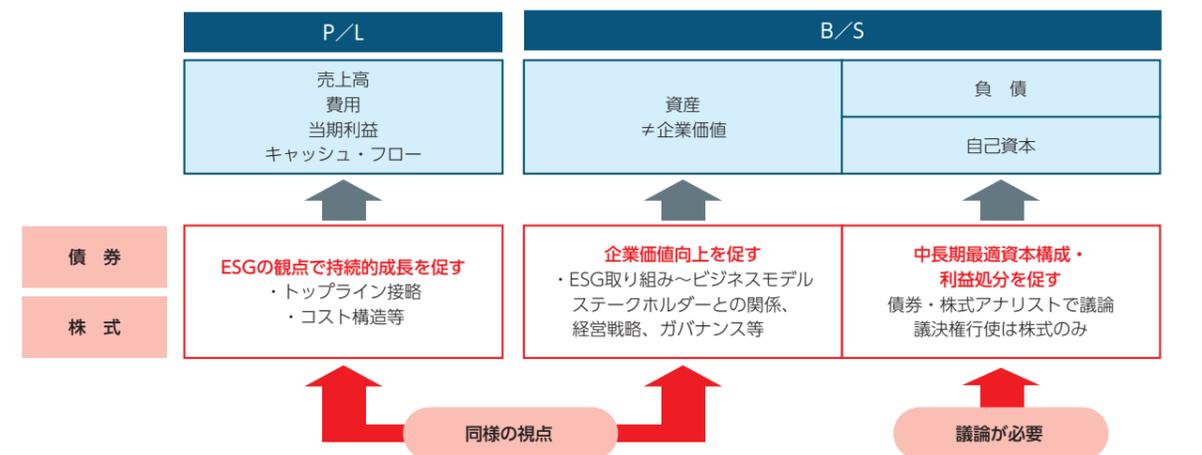
当社は、2019年度より、「日本版スチュワードシップコード」への取り組みを国内社債運用にも拡大しました。

株式投資家（株主）と債券投資家の間には、自らとっての資産価値や安全性を高めるために、利益が相反するとの指摘がよく聞かれます。しかしながら、株式投資及び債券投資ともに、長期投資家にとって重要なことは企業の持続性であることから、利害は概ね一致すると考えています。株主が配当や自社株買いを要請しすぎることにより企業の信用力が悪化すれば、それは企業の持続性に関わることに

なり、反対に、企業が負債を大きく減らし資本の割合が高まることになれば、企業の資本コストが高まり、経営者が過度なリスクをとる要因にもなりかねないからです。

以上のことから、当社では、対話の土台として重要なESG評価手法については、株式・社債で共通化するとともに、対話においても、株式と社債のアナリストが必要に応じて連携しながら、長期的視点で企業の持続性、資本構成のあり方等について投資先企業と議論を行っています。

▶債券と株式の分析・対話における視点の鳥瞰



■ 気候変動/TCFD

高まる日本での気候変動対策の必要性 ～「地球」から「経済」の問題へ

世界気象機関と国連環境計画により設立されたIPCC（気候変動に関する政府間パネル）が2021年8月に公表した第6次評価報告書では、人為的活動で温暖化が進展していることについては疑う余地がないと結論づけられました。

こうした状況の中、欧州サステナビリティ報告指令に続き、2022年3月には米国証券取引委員会（SEC）やIFRS財団が気候変動リスク等に対する情報開示案を公表し、来年以降、順次バリューチェーンを含む温室効果ガス排出量（スコープ3）の開示がルール化される見通しとなっています。

このスコープ3が開示されるとなれば、自社製品に計上される排出量が販売先でもカウントされることとなるため、排出量の大きな製品の購入が手控えられてしまう可能性が

出てきます。そうなれば、化石燃料由来の電力の割合が大きな国の製品の競争力が低下する懸念が出てきます。また、2026年から欧州で一部製品に国境炭素税が課されることになっており、この動きが広まれば、排出量の大きな製品の価格競争力が低下することとなります。

気候変動問題といえば、これまでは純粋に地球環境の物理的問題や生態系の問題がクローズアップされてきましたが、情報開示や炭素税の導入などが国際的に現実化してくることで、企業の業績、さらには国際競争力に直結する経済の問題になってくるため、日本においても気候変動対応の必要性がますます高まっていくことになりそうです。

▶ スコープ3の開示がゲームチェンジャーに？～温室効果ガス排出量の開示ルールの状況～

主体	対象	スコープ3開示スタンス	スコープ3開示適用時期
米国証券取引委員会	企業	企業規模別に段階的に開示	2024年度より適用開始予定
IFRS財団ISSB (International Sustainability Standards Board)	企業	開示	2022年中に最終基準化予定
欧州委員会CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)	企業	開示	2023年度より適用開始予定

※2022年7月時点の規制やルールの案に基づく。

資源需給の逼迫・資源価格上昇でエネルギー転換の流れに黄信号？

化石燃料由来の発電設備への投融資縮小やロシアのウクライナ侵攻に伴う資源需給の逼迫などを受けて、資源価格が上昇しています。こうした流れを受けて、脱炭素化の取り組みに対する疑問の声が聞かれます。

ただ、地球温暖化の進展は待たなしの状況であり、足元の懸念に乗じて歩みを止めてしまうことは、地球や社会の将来の持続可能性を低下させてしまうことになりかねません。現在の生活の安定確保のための一時的な措置はやむ

をえない面がありますが、世界が分断されつつある状況であるからこそ、化石燃料に依存しない社会の構築がますます必要になっていると言えます。

特に、エネルギー業界では、資源価格が上昇し、業績が押し上げられる今こそ、再生可能エネルギーなどへの投資による構造転換を進める好機になります。ピンチ・危機をチャンス・好機と捉え、脱炭素の動きを加速させる取り組みが必要だと思えます。

ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブへの取り組み

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

目標としては、2019年12月時点の運用資産の59.6%^{注1}に対し、2030年迄にポートフォリオのカーボンフットプリント^{注2}を2019年比で半減させるというものです。概要は以下の通りです。



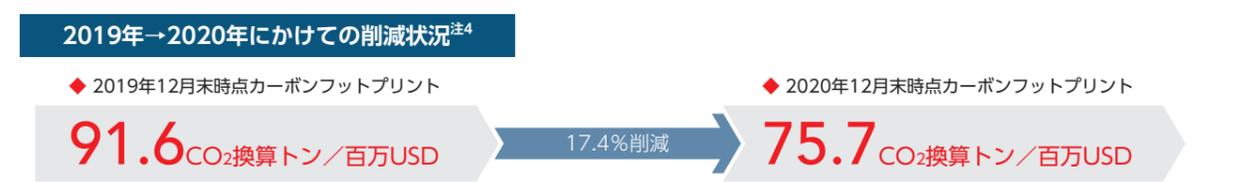
注1：2021年3月に日本生命保険相互会社から当社への運用機能移管に伴い、新たに締結した投資一任契約の対象資産を含む。
 注2：株式・社債への投資を通じて当社に帰属する投資先企業の温室効果ガス排出量（スコープ1及び2）の総和を投資総額で割り算した値。当社に帰属する温室効果ガス排出量は、PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) の提唱する方法論に基づいて計算。計算にあたっては、MSCI社の提供するサービスを使用。
 出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

Q なぜネットゼロを目指す運用資産の割合が59.6%なのか？

- 全ての株式及びクレジット投資を対象^{注3}とした結果、59.6%になりました。注3：ロング・ショート・ファンドを除く。
- 対象外としている資産の大部分は、中間目標検討時点で、ポートフォリオの温室効果ガス排出量の算定方法が確立されていないソブリン債・オルタナティブ資産です。今後、計算方法の確立等の状況を見ながら、順次拡大を検討することとしています。

Q なぜ2030年までに50%削減を目指すのか？

- 50%削減という目標値は、「IPCC1.5℃特別報告書」で示された科学的知見に基づいています。
- 同報告書では、世界の気温上昇を1.5℃に抑えるためには、世界の二酸化炭素排出量を、2010年比で2030年までに約45%削減する必要があると指摘しています。
- しかし実際には、2010年から2019年までの世界の二酸化炭素排出量は増えており、それも踏まえて、2019年比で2030年までに50%削減という目標値を設定しています。



（減少要因）：排出量の大きな企業の保有減少、保有銘柄の排出量の減少などによる。
 なお、2020年12月はイニシアティブへの取り組み開始前。

注4：本レポート作成時点（2022年7月時点）において、投資先企業の温室効果ガス排出量データが十分に利用可能な直前年度が2020年度であることから、削減状況の把握も2020年までとした。計算にあたっては、MSCI社の提供するサービスを使用。
 出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

目標達成に向けた対話の実施

当社は、従来より、ESG評価の中でもE評価を通じて、気候変動による中長期の企業価値への影響を見極め、投資判断に活かしてきました。また、気候変動対応を通じて企業価値向上を促す対話を実施してきました。

2030年中間目標の達成に向けては、これらの取り組みに加えて、当社全体でのポートフォリオの温室効果ガス(GHG)排出量の大きい企業に対して、ネットゼロに向けた取り組みを促す対話にも力を入れています。

右図は、当社運用部門の投資先企業のGHG排出量のうち、株式・社債への投資を通じて当社に帰属するGHG排出量を大きい順に並べたものですが、一部の企業に大きく排出量が偏っていることがわかります。

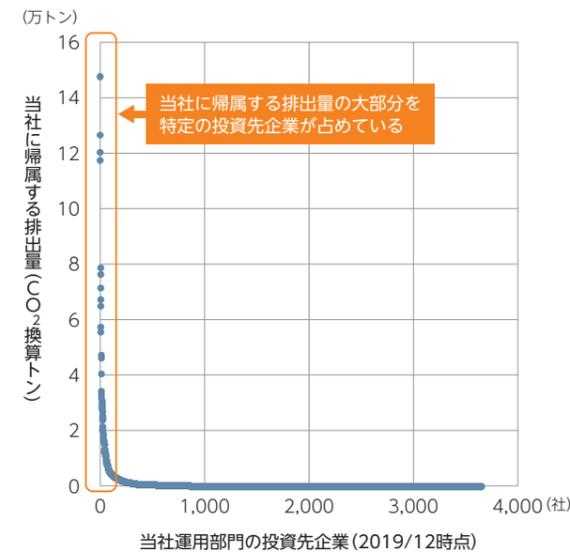
当社ではこうした企業を重点的な対話の対象企業として選出し、データの開示、中長期の削減目標の設定、目標達成に向けた戦略・計画の立案、体制整備などについて議論を行っています。

効果的な対話に向けて

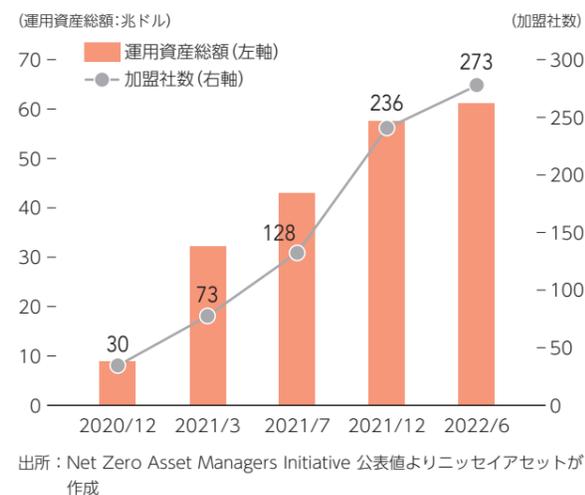
現在、アセットマネジメント業界では、世界の運用資産総額の約6割を占める運用会社がネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブに参画し、運用資産のネットゼロにコミットしています。その多くは、達成手段として企業とのエンゲージメントを掲げています。また、PRIなどの国際団体が主導する気候変動に関する協働エンゲージメントのイニシアティブであり当社も参画している「クライメート・アクション100+ (CA100+)」でも、世界の約700の運用会社がGHG排出量の大きな企業とのエンゲージメントを行っています。

企業側からすれば、世界中の投資家から同じような議題について変革を促される構図になっているため、CA100+のように協働で対話を行うプラットフォームは有意義だと思います。一方、ネットゼロに向けては、企業側からしてもできることと不透明なことがあり、企業単体では決断しにくい要素も多いと思います。脱炭素に向けた投資とはいえ、投資に対する将来的な回収の見通しが立たなければ、意思決定を行うことは難しいはずで、対話を行う投資家側としては、そうした企業側の限界を認識し、障害を乗り越えるための方策をともに考え、政策面で訴えていくような取り組みが今後ますます必要になっていくと考えられ、当社としても尽力していきたいと思っています。

▶当社運用部門に帰属する温室効果ガス(GHG)排出量(左から大きい企業順)



▶ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブ加盟状況



様々な投資家イニシアティブに参画し、協業を推進しています

当社は、ネットゼロ達成に貢献するために、様々な切り口で活動する投資家イニシアティブに積極的に参画・協業を進めるとともに、活動を通じて得られた知見を、当社の取り組みの高度化に活用しています。

▶ニッセイアセットが参画する気候変動関連イニシアティブとその目的

参画するイニシアティブ名称	ネットゼロ達成貢献に必要な活動群				
	ネットゼロ・コミットメント	ポートフォリオのGHG排出量の測定方法	企業への働きかけ	企業の環境情報開示促進	気候関連政策への働きかけ
Net Zero Asset Managers Initiative (NZAMI)	●				
Glasgow Financial Alliance for Net-Zero (GFANZ)	●				
Race to Zero	●				
Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF)		●			
Climate Action 100+			●		
アジア気候変動投資家グループ (AIGCC)			●		
CDP				●	
TCFD				●	
SASB Investor Advisory Group				●	
ジャパン・クライメート・イニシアティブ (JCI)					●

トランジションへの取り組みも強化～ネットゼロ目標達成と矛盾？

運用ポートフォリオのカーボンフットプリントを2030年までに半減させる中間目標を達成する方法としては、GHG排出量の大きい企業への投資を控えることが挙げられますが、それでは地球全体の脱炭素の実現には繋がりません。地球全体の脱炭素化のためには、トランジションをサポートする金融の役割が不可欠です。

こうした考えの下、当社では2022年6月に国内企業のトランジションを支え、促していく「ニッセイ国内株式クライメート・トランジション戦略」ファンドを立ち上げ、運用を開始しました。同ファンドでは、排出量の大きな企業とともに、それらのトランジションを技術的にサポートする企業にも投資を行うことで、脱炭素へのトランジションをサポートしていきます。排出量の大きな企業には変革を通じた企業価値の向上を、技術的にサポートする企業に対しては収益機会を捉えた成長を通じてポートフォリオの価

値を高めていきたいと考えています。トランジションに向けて炭素排出量の大きな企業に投資を行えば、少なくともネットゼロの2030年目標達成にはネガティブとなりえます。しかし、トランジションをサポートする金融の存在がなければ、ネットゼロには近づけません。これにより、一時的には運用資産の炭素排出量は増加することは否めませんが、金融業界全体でサポートしていくことが、結果的にはネットゼロへの近道になると信じ、トランジションをサポートしていきたいと考えています。

▶ニッセイ国内株式クライメート・トランジション戦略ファンドの概要

ファンド設定時期	投資対象	銘柄数	主な投資対象企業
2022年6月	国内株式	35~45	炭素排出量の大きな企業 脱炭素をサポートする企業

TCFD提言への対応：受託者責任を果たしつつ、ネットゼロ貢献も目指す

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

TCFDとは、Task Force on Climate-related Financial Disclosuresの略で、日本語では気候関連財務情報開示タスクフォースです。企業や金融機関に対し、気候変動に関連する財務リスクや潜在的な影響に関する情報の開示を求めています。2022年6月末時点で、世界で3,598の団体が賛同を表明済。当社は2019年1月に賛同しました。

気候変動問題に対応するガバナンス

当社は、2021年に取締役会の下部組織として設置したサステナビリティ委員会において、気候変動を含むサステナビリティ課題への取り組みを検討し、推進しています。運用領域においては、運用部門担当役員を議長とする責任投資委員と、取締役会からの権限を委譲され、社外取締役を過半数とする責任投資監督委員会での協議を通じ、活動方針の決定や適切な監督の確保が行われています。前述の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出削減に関する2030年中間目標は、サステナビリティ委員会及び責任投資委員会の協議を経て、取締役会で決議が行われています。

気候変動問題に対応する戦略

TCFDでは、運用会社に対し、気候変動に伴うリスクや機会が運用商品や戦略にどのように組み込まれているか、あるいはそれらの商品等が脱炭素社会への移行によってどのような影響を受けるかを示すことが求められています。当社は、気候変動に対する企業の取り組みへの評価を組み込んだ、当社独自のESG評価プロセスを活用し、「物理リスク」や「移行リスク」が企業価値に与える影響の把握に努めています。さらに、気候変動のシナリオ分析を行い、上記ESG評価の頑健性等についても確認しています。

◆ 気候変動問題に対応するガバナンス体制



気候変動問題に対応する指標とターゲット

TCFDでは、気候変動問題のリスクや機会を評価するための指標を示すことが求められており、運用会社に対しては運用商品の評価や、投資判断・モニタリングに使用する指標を示すよう求めています。当社は、独自のESG評価におけるE評価の付与状況や株価パフォーマンス等を定期的にモニタリングしているほか、環境に関する対話の内容の把握・管理を行っています。さらに、前述の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出削減に関する2030年中間目標を設定し、目標達成に向けた投資先企業との対話等を行うとともに、進捗状況のモニタリングを行い、PDCAを推進しています。

気候変動問題に対応する運用リスク管理

TCFDでは、企業がどのように気候変動に関するリスクを管理しているか、特に運用会社に対してはどのように運用商品の気候変動リスクが管理されているかを示すことが求められています。当社は、独自のESG評価を用いて投資先企業の気候変動関連リスク等を把握し、評価基準についても毎年妥当性を検討しています。また、この評価をベースに中長期業績予想を策定するほか、企業との対話を行います。運用商品の気候変動リスク管理については、ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の各指標を商品毎にモニタリングしています。

当社の運用ポートフォリオの温室効果ガス排出量の現状

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

■ ポートフォリオの総炭素排出量

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

当社の運用ポートフォリオの総炭素排出量は2020年12月時点*で約1,150万CO₂換算トンとなっています。2019年から2020年にかけてわずかに減少していますが、資産規模が拡大したことなどの要因により、外国社債においては増加しています。資産区分別の内訳では、資産規模が最も大きい外国社債の総炭素排出量が最も大きく、2020年12月時点で約590万CO₂換算トンとなっています。

(※) 本レポートの作成時点において、投資先企業の温室効果ガス排出量データが十分に利用可能な直近年度が2020年度であることから、2020年の数値を掲載（以降の排出量関連データも同様）。

▶ 当社ポートフォリオの総炭素排出量 (CO₂換算千トン)

資産区分	2019年12月時点	2020年12月時点
国内株式	1,331	967
外国株式	2,865	1,975
国内社債	2,835	2,664
外国社債	4,655	5,898
合計	11,686	11,504

注1：2021年3月に日本生命保険相互会社から当社への運用機能移管に伴い、新たに締結した投資一任契約の対象資産を含む（以降の排出量関連データも同様）。
注2：2019年12月末及び2020年12月末時点の当社の各投資先（株式・社債）のISINコードを基に、MSCI社の提供するサービスを用いて、各投資先の当該年度のGHG排出量（スコープ1&2）及びEVIC (Enterprise value including cash) のデータを取得し、欠損値を除外した上で、PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) が提唱する計算方法を用いて、当社に帰属する排出量 (Financed emission) を計算。出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

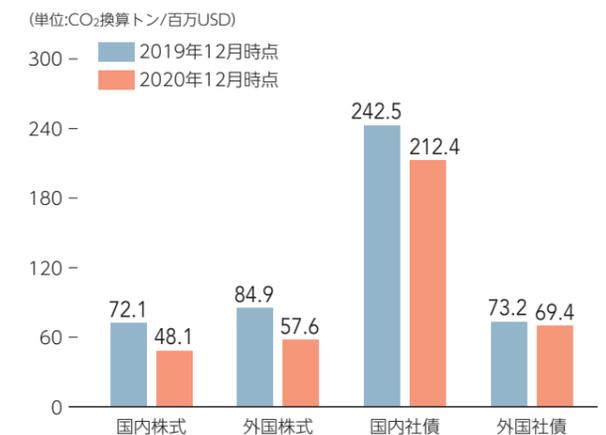
■ ポートフォリオのカーボンフットプリント

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

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

当社の運用ポートフォリオのカーボンフットプリントは、いずれの資産区分においても、2019年から2020年にかけて減少しています。特に株式（国内・外国）において大きく減少しています。これは、排出量の大きな企業の保有減少、保有銘柄の排出量の減少などによるものです。

▶ 当社ポートフォリオのカーボンフットプリント



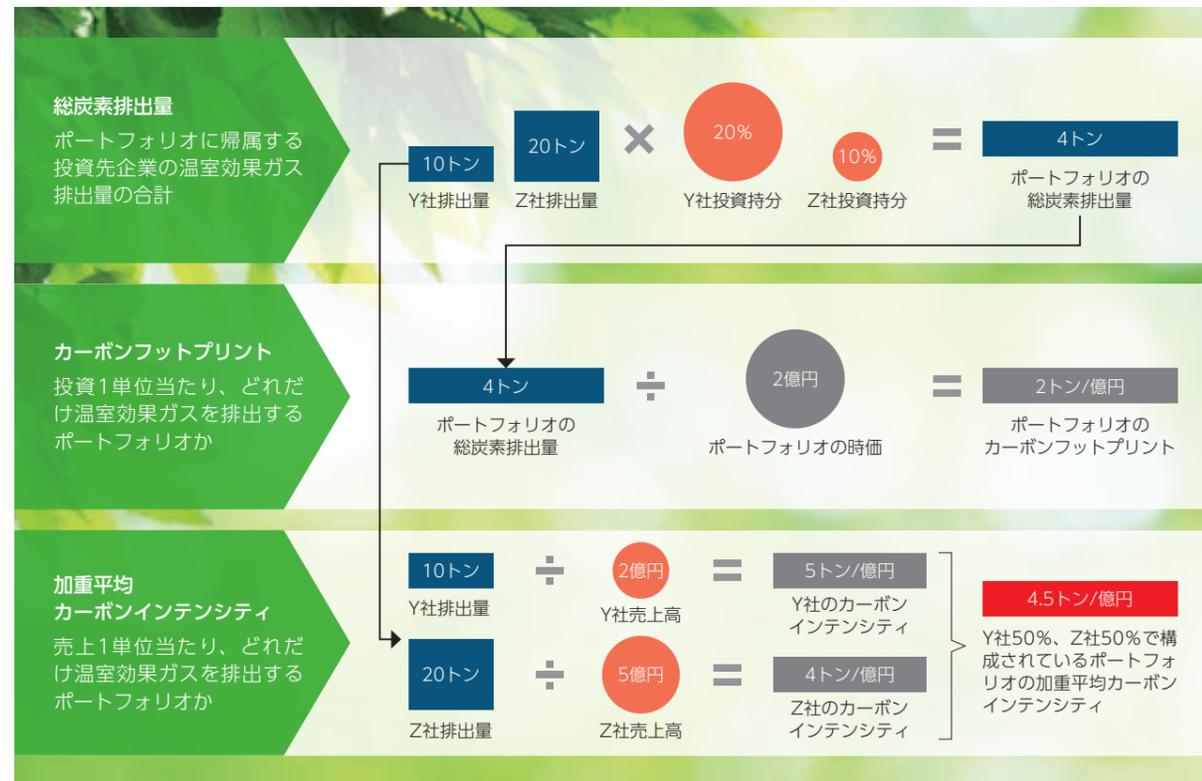
注：データの欠損がなく、前掲の総炭素排出量の集計対象となった各投資先（株式・社債）の保有時価総額を用いて計算。出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

■ ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ

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

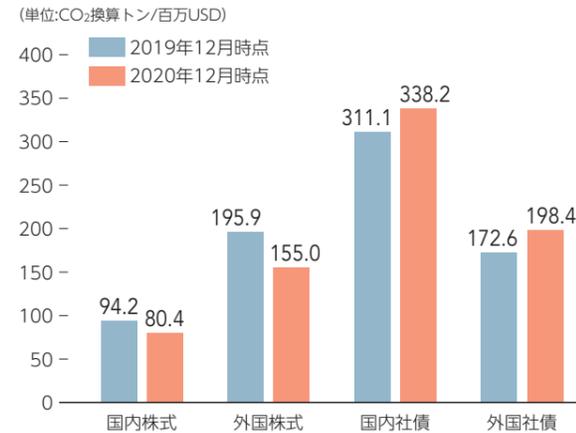
当社ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティは、2019年から2020年にかけて、国内株式・外国株式においては、インテンシティの高い企業の保有減少などから減少している一方、国内社債・外国社債においては、輸送セクターなどでのカーボンインテンシティの増加などを受け、増加しています。

ご参考（各指標の意味合いと算出式）



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

▶ 当社ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ



注：2019年12月末及び2020年12月末時点の当社の各投資先（株式・社債）のISINコードを基に、MSCI社の提供するサービスを用いて、各投資先の当該年度の売上高当たりGHG排出量（スコープ1&2）のデータを取得し、欠損値を除外した上で計算
出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC.許諾を得て転載

気候変動シナリオ分析を通じた当社ESGレーティングのレジリエンス

■ ESGレーティングと温室効果ガス排出量

当社のESGレーティングは、気候変動問題をはじめとする環境問題を含むESGへの取り組みが企業価値向上、あるいは棄損の防止に繋がっているかを評価することを目的としていますが、ESGレーティング別に前述のカーボンフットプリントや加重平均カーボンインテンシティを見てみると、評価が高いほど、両指標が良好であることが分かります。

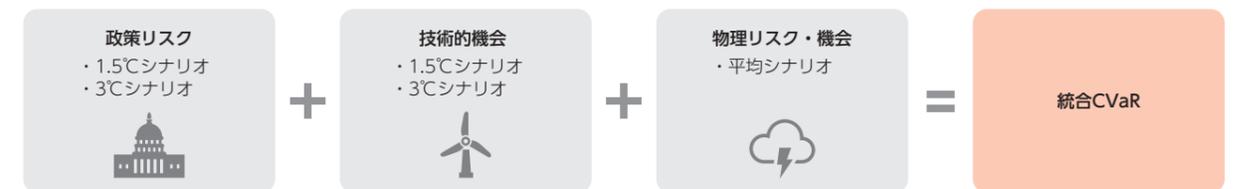
これらの指標を直接評価に用いているわけではありませんが、結果として、高評価企業群は相対的に環境負荷が小さい傾向にあることが分かります。

■ 気候変動シナリオ分析

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

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

▶ 統合CVaRの分析項目と前提となるシナリオ

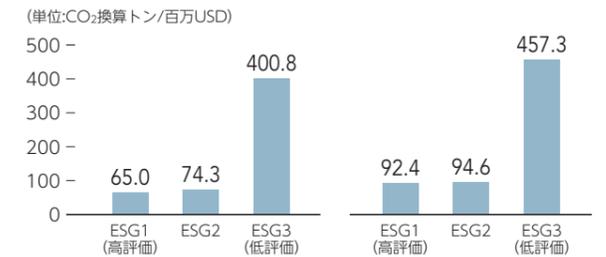


出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC.許諾を得て転載

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

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

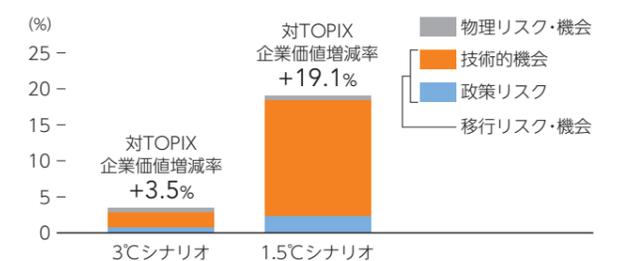
▶ ESGレーティングとカーボンフットプリント（左）、加重平均カーボンインテンシティ（右）



注：2022年3月末時点の国内株式ESGレーティング別に等ウェイトのポートフォリオを仮定し、2020年度の各種データを用いて前掲と同じ方法により計算
出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC.許諾を得て転載

CVaRは、気候変動シナリオのもとで企業価値がどれほど変化するかを分析するもので、例えば1.5℃シナリオのCVaRが+5%の場合、当シナリオにおける企業価値は5%増加することを意味します。また、CVaRには、気候変動に関する「政策リスク」、低炭素技術を通じた「技術的機会」、及び「物理リスク・機会」の3つの分析項目があり、それらの影響を合計したものが統合CVaRとなります。TOPIX構成企業群のCVaRに対する、「E1」レーティング群の企業のCVaRの分析結果は以下の通りです。

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



注1：政策リスク及び技術的機会は1.5℃及び3℃シナリオ、物理リスク・機会は平均シナリオに基づく分析結果
注2：レーティング及びTOPIXはいずれも2022年3月末時点。Eレーティング企業群は単純平均によるポートフォリオ
出所：一部の情報は©2022 MSCI ESG Research LLC.許諾を得て転載

コラム サステナビリティ情報の開示基準設定に向けた米国・欧州とIFRS財団の動向

ESG情報開示は「任意」から「強制」へ

この1-2年、ESG情報開示に関する規制の導入や規制強化が、世界的なトレンドになっています。

特に注目を集めているのが米国と欧州における規制強化の動きです。米国では証券取引委員会（SEC）が、2022年3月に気候変動リスクの開示に関する新たなルール案を公表し、意見募集を行いました。EUでも、欧州委員会からの委任に基づき、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）において欧州サステナビリティ報告基準の検討が行われ、2022年4月に原案公表と意見募集が行われました。

企業によるESG情報開示は、これまで長きにわたり、あくまで企業による自主的な取り組みとして行われてきました。企業に対して情報開示のあり方を指南する開示基準等もたくさん作られてきましたが、その大半は民間ベースの何ら強制力を持たないものです。

そのため情報開示に熱心な企業もあればそうでない企業が当然に存在します。また、情報開示の内容についても、比較可能性や一貫性の欠如がしばしば指摘されてきました。

投資家にとって真に必要なESG情報が、全ての企業から適切に開示されるためには、規制の力が不可欠であるという認識は、多くの市場関係者が共有するところになっています。

国や地域によって異なる開示規制の内容

しかし、国や地域によって、強制的に求められるESG情報の内容が全く異なるとなれば、これはこれで新たな問題を引き起こすこととなります。例えば、グローバルに投資する投資家にとっては、投資先の企業の所在国がどこであろうと、投資判断に必要な情報が企業共通的に開示されることが望ましいはずであり、国毎に企業に課される開示規制が全く異なるような事態は好ましくありません。

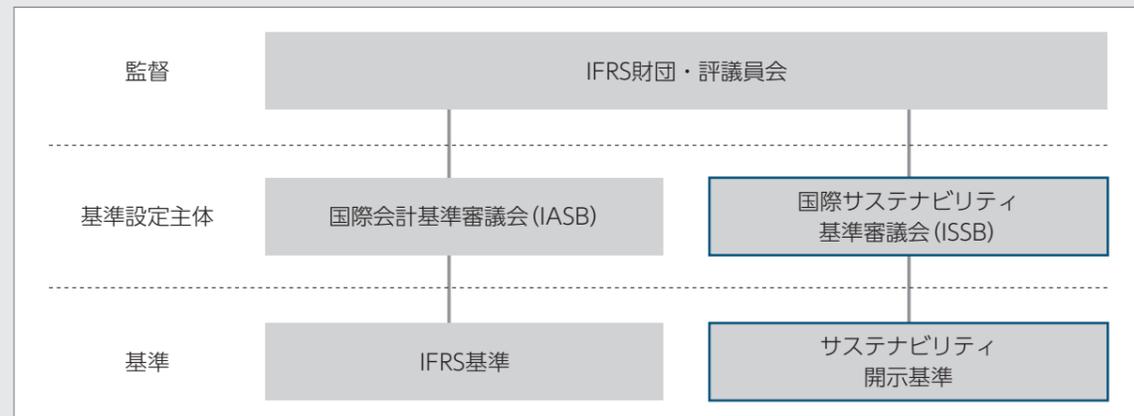
実際、先に述べた米国の規制案と、欧州委員会の規制案の内容には、共通点も少なからず存在する一方で、各々の考え方の違いや固有の特徴が見られます。

各国の開示規制のベースラインを目指すISSB

こうした状況の中、国や地域毎の開示規制のベースライン設定を目的とするIFRS財団の動きにも注目が集まっています。

IFRS財団とは、国際会計基準（IFRS基準）の設定を司る国際会計基準審議会（IASB）が置かれている非営利組織です。IFRS財団そのものは民間の団体であり、規制権限を有しているわけではありませんが、今日、多くの国や地域においてIFRS基準が規制の枠組みの中に組

IFRS財団の構造



み入れられており、IFRS基準が、会計ルールに関する事実上の国際標準となっています。

このような強力な影響力を持つIFRS財団が、2021年11月、正式に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設置し、サステナビリティ情報の開示基準設定に着手したのです。

ISSBは、国や地域の固有事情を反映した開示規制の必要性を認めつつも、国を問わず、投資家等の意思決定にとって有用で、企業が世界共通で開示すべき内容を基準化（グローバル・ベースライン）することを目的に掲げています。

一筋縄ではいかない課題解決に向けて

とはいえ、少なくとも現時点では、グローバル・ベースラインの実現は必ずしも一筋縄ではいかなそうです。なぜなら、本稿執筆時点において、業種別の開示など、ISSBの基準案だけに見られる特徴も少なくないからです。

もちろん、規制化の動きはまだまだ始まったばかりです。EFRAG・ISSB・SECのいずれについても、本稿執筆時点で、まだ（場合によっては一部の）草案が示されたに過ぎない段階です。この先重要なのは、投資家にとって真に必要な情報開示を実現するという理念に常に立ち返りながら、多くの関係者のコミュニケーションと協

業を通じて、相互運用性の高い開示基準や規制を、各々が目指していくことだと考えられます。

最適な状態を実現するために、ISSBには、強いリーダーシップ発揮が期待されています。



EFRAG・ISSB・SECの基準等

主体	基準等設定の主な歩み
欧州財務報告諮問グループ (EFRAG)	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月、欧州委員会から、新たなサステナビリティ報告基準の準備を委任される 2022年4月、欧州サステナビリティ報告基準の草案を公表
国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)	<ul style="list-style-type: none"> 2021年11月、IFRS財団により設置される 2022年3月、サステナビリティ関連財務情報開示の全般的な要求事項と気候関連開示に関する二つの公開草案を公表
米国証券取引委員会 (SEC)	<ul style="list-style-type: none"> 2021年3月、気候関連に関する現行の開示ルールについて意見募集 2022年3月、気候変動リスクの開示に関する新ルール案を公表

海外有識者との対談 SASBスタンダードの軌跡とサステナビリティ情報開示の未来

2022年8月に、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設置した国際会計基準（IFRS）財団と、非財務情報開示の枠組みや基準を提供するバリュー・レポーティング財団（VRF）が統合することとなりました。ニッセイアセットでは、2019年からVRFの前身であるサステナビリティ会計基準審議会（SASB）のインベスター・アドバイザー・グループに日本初のメンバーとして加入しています。今回、ISSBとの統合を受けて、これまでVRFならびにSASBを支えてきたGuillot氏、Eulitt氏との対談の機会を頂きました。

◆ 対談参加者



Janine Guillot氏
CEO, VRF
Special Advisor to ISSB



Katie Schmitz Eulitt氏
Director, Investor
Relationships; Senior Market
Co-Leader, APAC, VRF



藤井 智明
共同チーフ・インベストメント・
オフィサー 兼 ESG推進部長
ニッセイアセットマネジメント



林 寿和
Chief Director
Nippon Life Global Investors
Europe Plc

注：対談は2022年7月6日に実施しました。所属・役職は全て対談時点のものです

IFRS財団とVRFとの統合にあたっての所感

藤井：VRFのIFRS財団への統合が間もなく迫っていますが、今の所感を教えてください。

Guillot氏：私たちは統合をととても嬉しく思っています。SASB設立当初からの私たちの目標の一つは、サステナビリティ開示が財務会計と同等のレベルで成熟し、受け入れられ、信頼されるようになることでした。国際会計基準審議会（IASB）の姉妹機関として国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が設立されたことを踏まえると、SASBスタン

ダードを含むVRFがIFRS財団に統合されたことは、その実現に向けた大きな一歩だと考えています。サステナビリティの開示と財務会計が対等な関係になるわけですから、非常に喜ばしいことです。

SASB設立の背景と歴史

藤井：そもそもSASBはなぜ設立されたのでしょうか。設立の背景を教えてください。

Eulitt氏：私は、設立当初からSASBに関わっています。

SASBは、市場データのギャップを埋めることを目的に設立されました。サステナビリティの報告基準は数多く存在していましたが、特に投資家向けに作られたものではありませんでした。そこで、企業が投資家とコミュニケーションをとるための共通言語を作り、サステナビリティに関するパフォーマンスをよりよく測定するために、SASBが設立されました。財務情報と合わせることで、企業が自社の業績に影響を与える可能性のあるサステナビリティの問題を本当に管理しているかどうかを、投資家がよりよく見ることができるようになるのです。

Guillot氏：SASB設立当時、私は米国最大の公的年金基金において、マルチアセットクラスファンド全体の投資意思決定にESGを組み入れる投資戦略の策定を主導していました。しかし、データや情報の面では、企業業績や企業価値に繋がるサステナビリティ要素について、比較可能で一貫性があり、信頼できる情報が不足していることが障壁となっていました。そうした中、SASBが取り組もうとしていることこそ、私たち機関投資家が必要としていることだと思い、そのビジョンの実現に貢献すべくSASBに参画しました。SASBスタンダードが世界の投資家の支持を得ているのは、投資の意思決定プロセスにESGを組み入れたいと考えている投資家にとって有用だからです。厳密で、拡張性があり、費用対効果の高いものだからです。

藤井：SASBの10年を超える歴史の中で苦労したことはありますか。

Eulitt氏：本当に初期の頃は、認知度の低さから多くの困難がありました。次第に私たちが達成しようとしていることを深く理解し、価値を認めてくれる投資家が現れました。そして、勢いが出てくると、産業別のワーキンググループに多くの専門家の協力が得られるようになりました。これは、後に成文化されたSASBスタンダードの暫定版を設定するための適正なプロセスの一部となりました。

ISSBの公開草案に対する反響

藤井：ISSBの公開草案に対しては、これまでのところ、どのようなコメントが寄せられていますか。

Eulitt氏：特にSASBの投資家助言グループのメンバー投資

家からは強い支持が寄せられています。しかし、現在、世界中で2,000社以上が投資家への報告にSASBスタンダードを活用しているにもかかわらず、産業ベースのアプローチが何を意味するのかについて、市場には混乱もあるように思います。

Guillot氏：産業別アプローチが投資家に有効な理由は、サステナビリティ課題が産業によって異なるからです。通信業で最も関連性の高いサステナビリティ課題は、小売業、農業、金融サービス業などとは異なる可能性があります。財務会計基準は全産業に適用されますが、サステナビリティ課題は産業によって影響が異なるため、SASBスタンダードは産業別になっています。投資家からSASBスタンダードが高く評価される最大の理由です。しかし、投資家によってはなぜ産業ベースのアプローチを評価するのか、なぜそれが投資家の意思決定に有効なのか、なぜそれが企業にとってコスト効率が良いのか、といった疑問の声があるのも事実で、説明や教育を行う必要が生じています。

林：ビジネスモデルは産業によって異なります。私たちもSASBスタンダードは、産業毎にマテリアリティについての示唆を提供してくれる点が特に優れていると考えています。

SASBとIIRCの合併により誕生したVRF

林：VRFはIFRS財団との統合を控えているわけですが、それ以前に、SASBとIIRCが2021年に合併してVRFが誕生した際にも多くの市場関係者が驚きました。SASBとIIRCの統合の背景について教えてください。

Guillot氏：SASBは、IIRCとともにCorporate Reporting Dialogueに参加し、開示の状況を簡素化し合理化しなければならぬ、という共通の信念を持っていることが分かりました。SASBとIIRCは、企業、投資家、規制当局の簡素化に対する要求に応えたいと考えていました。長年にわたり、様々な基準のマッピングが試みられてきましたが、私たちは、組織の統合が、それらを簡素化する唯一の方法であると確信しました。なぜなら、リソースとネットワークを組み合わせることで、より大きな影響力と規模を持つことができるからです。

そこで、私たちは、それぞれ独自に、戦略的計画立案を

行い、お互いを良きパートナーとして認識しあいました。その理由は、統合報告フレームワークとSASBスタンダードが補完的な関係にあるからです。どちらも、企業価値が時間とともにどのように創造されるかに焦点を当て、投資家や資本提供者へのコミュニケーションに重点を置いています。統合報告フレームワークはより高次元で原則的なものであり、SASBスタンダードはより詳細で指標を含んでいるため、これらのフレームワークと基準は企業にとって補完的に使用できるものです。SASBスタンダードは、統合報告書に比較可能性をもたらします。

SASBとIIRCが合併してVRFとなった時、私達は、最終的にIFRS財団が介入してくることを期待していました。ただ、そのスピードには最終的に驚かされました。VRFは1年2ヶ月しか存在しませんでした。それはIFRS財団の動きが非常に速かったからです。

藤井：当社も、GPIFの委託により2019年に執筆した調査報告書において、ESG情報の開示に関する枠組みや基準が複雑化しており、簡素化の要求が高まっていることを指摘しました。

Eulitt氏：GPIFがニッセイアセットマネジメントに委託した「ESG情報開示に関する調査研究報告書」は、サステナビリティ情報開示の状況を最も包括的にまとめたものだと思いますが、その中で、状況がいかに断片化しているかを指摘されていました。この報告書は、情報開示の状況を理解する上で、非常に有益なものだったと思います。日本の投資家にとって、SASBスタンダードが、他の枠組みや基準と比較して、どのような価値を有するのかを理解する上で非常に役に立ったと思います。また、このリサーチをきっかけに、御社がSASB投資家助言グループに参加してくれたことを私たちは大変嬉しく思っています。

Guillot氏：このようなレポートは、簡素化に対する投資家のニーズを示すものであり、非常に重要です。それは、私たち自身の戦略を考える助けとなり、また、IFRS財団の評議員がISSBを設立する決定を下す原動力にもなったと思います。ISSBは、簡素化に対する市場のニーズに応えようとしています。

各国で相次ぐサステナビリティ情報開示規制の強化とISSBに期待される役割

林：先ほど開示基準の断片化というお話がありましたが、直近においては、米国やEUにおいても情報開示の規制強化が独自に進められており、今度は開示規制の断片化が新たに生じているようにも見えます。こうした状況について、どのようにお考えですか。

Guillot氏：規制による開示制度が断片的であることは、企業にとって、より多くの困難を伴います。

ISSBが目指しているのは、世界中の規制当局が共通基盤として利用可能なグローバル・ベースラインです。それにより、投資家、特に世界中の市場に投資するグローバル投資家にとって、この比較可能で一貫性のある情報開示を確立することができるのです。そして、個々の法域は、公共政策上の目的に基づき、必要に応じてそれに開示要件を追加することができるようにするというのが、ISSBの目指すところなのです。

財務会計の世界でかつて何が起こったかを考えて見ると、世界中に確立された財務会計基準があり、それをIFRS財団が国際基準に統合しようとしていました。しかし、サステナビリティの開示は成熟しておらず、確立された団体もありません。ですから、国際的なレベルから始めて、サステナビリティの情報開示のためのグローバルな基準値を確立することができる可能性が高いのです。それが、私たちが願っていることです。

藤井：ISSBの強力なリーダーシップに期待したいと思います。そうした中、VRFはIFRS財団のISSBとの統合を控えているわけですが、お二人が描いている夢を教えてください。

Guillot氏：私たちは、世界中の規制当局がIFRSサステナビリティ基準をベースラインとして使用することを強く望んでいます。SASBスタンダードも統合報告フレームワークも、常に企業と投資家の双方の意思決定を可能にすることを目的にしていたという事実を、私たちは決して見失ってはなりません。ですから、ISSBには、その両方を活用し、企業と投資家の両方の意思決定に使用されるツールが世界規模で提供されることを望んでいます。

Eulitt氏：私の夢は、投資家や企業がこれらを意思決定の

ツールとして捉え、作成者側の負担を軽減することです。サステナビリティ開示基準は、企業が投資家と標準的な方法でコミュニケーションをとり、投資家がこうしたリスクや機会の本質を理解するために、とても重要で必要なものです。これにより企業と投資家の間に緊張感が生まれ、そしてパフォーマンスの向上を進展させることができるようになります。これは開示のための開示ではありません。私たちが深く関心を寄せる事柄について、パフォーマンスを向上させるという目的に向けた情報開示なのです。それは大きな夢かもしれませんが、私は可能だと思います。

林：そうした中、投資家が果たすべき役割についてはどのようにお考えですか。

Eulitt氏：SASBスタンダードならびにVRFの成功に関して、SASB投資家助言グループには感謝しています。そして、今後のISSBの成功のために、投資家は非常に重要な役割を果たしていると思います。投資家の要望は、規制当局が行動し、介入するための必要条件を作り出します。

ですから、SASB投資家助言グループに日本の投資家として初めて参画したニッセイアセットマネジメントの先駆的役割に感謝するとともに、ISSB投資家助言グループに移行するにあたって、ともに歩んで頂けることを期待しています。

藤井：ありがとうございます。大変嬉しく思っています。ニッセイアセットマネジメントは、2019年にSASB投資家助言グループに参画することを決めました。SASBの哲学と私たちの哲学が一致したことがその最大の理由です。私たちはESGインテグレーションに力を入れており、企業価値に関連するESG情報開示の重要性を企業に訴えてきましたが、情報開示は多くの課題を抱えていました。そうした状況において、SASBのような開示基準が必要だと考えました。

Eulitt氏：ISSBの公開草案に対するニッセイアセットの評価はいかがでしょう。

藤井：すでにご指摘があったように、グローバル・ベースラインの確立が重要だと考えており、ISSBの果たす役割は大きいと思います。ISSBの公開草案は、TCFD提言やSASBスタンダードなど既存のフレームワークを土台として作成されており、全体として、多くの投資家のニーズを踏まえたものになっていると考えています。



写真：オンラインで行われた対談の実施風景
(左上：Janine Guillot氏、右上：Katie Schmitz Eulitt氏、
左下：藤井、右下：林)

日本の企業・投資家に対する期待

藤井：日本の企業、ならびに日本の投資家に対する期待を教えてください。

Eulitt氏：今年の3月までは、SASBスタンダードが日本語で提供されていなかったにもかかわらず、日本での普及が進んでいることは喜ばしいことです。日本での普及が進むにつれ、産業ベースのアプローチの価値への理解が広がることを期待しています。

日本のコングロメイト企業からは、この産業別アプローチは実践が難しいという声をよく聞きますが、実際には、特にコングロメイトでは、産業別アプローチを非常に効率的に使うことができるのです。負担にならないということを企業に理解してもらうため、私たちも努力しなければなりません。

Guillot氏：一つ付け加えるとすれば、統合報告とSASBスタンダードとの関連性についてです。統合報告フレームワークは、日本では非常に広く使われていますが、統合報告フレームワークとSASBスタンダードが補完的な関係にあることについて、もっと発信していく必要があると考えています。

藤井：本日は、お忙しいスケジュールの合間を縫って対談に参加して頂きありがとうございました。私たちも今後はISSBの投資家助言グループの一員として、より良い情報開示制度のあり方について、一緒に考えていきたいと思っています。

注：内容は全て対談実施時点のものです。

ニッセイアセットのESGファンド紹介

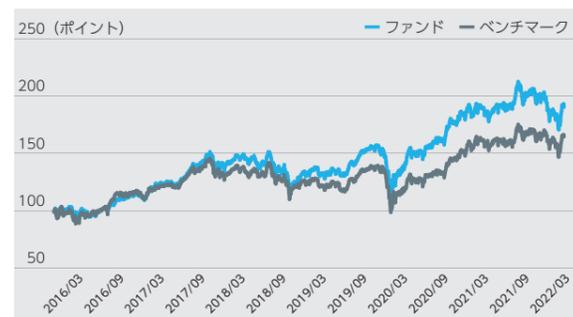
当社では、ESG要素を積極的に活用してポートフォリオを構築しているファンドを「ESGファンド」と定義しています（詳しくはP29）。ここでは、当社の代表的なESGファンドをいくつかご紹介します。

ESGジャパンセレクト

資産クラス	ベンチマーク	運用開始日
国内株式	TOPIX (配当込み)	2016年3月23日

運用戦略

- 当社はESGの要素が将来にわたる中長期的な企業価値に影響を及ぼすと考え、財務情報と非財務情報の両方を組み込んだ一貫したリサーチを行っています。
- ESG分析においては、持続的に企業価値を向上させる企業の取り組みに着目して、セクターアナリストが対話・ESG評価・中長期の業績予想を行っています。当運用はアナリストが評価を活用した再現性の高い運用です。
- 具体的には、ESG評価が高く、企業価値が向上する企業を中心に厳選投資（40〜70銘柄程度）を行うことで、長期的に安定的なリターンを獲得を目指しています。



日本株ESGフォーカス

資産クラス	ベンチマーク	運用開始日
国内株式	TOPIX (配当込み)	2015年11月30日

運用戦略

- 当社はESGの要素が将来にわたる中長期的な企業価値に影響を及ぼすと考え、財務情報と非財務情報の両方を組み込んだ一貫したリサーチを行っています。
- 当運用では、当社アナリストによる独自のESG評価での高評価銘柄をユニバースとしています。
- 特に社会問題への取り組みである「S」評価や、経営者の戦略に対する「G」評価を重視することで、成長性に対する確信度が高い銘柄に選別投資（40銘柄程度）し、長期的により高いリターンの獲得を目指しています。

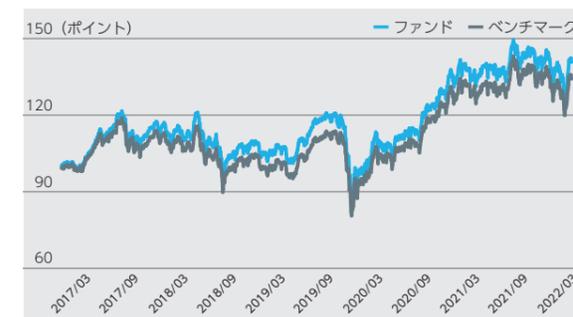


日本株ESGアルファ

資産クラス	ベンチマーク	運用開始日
国内株式	TOPIX (配当込み)	2017年6月30日

運用戦略

- 当社はESGの要素が将来にわたる中長期的な企業価値に影響を及ぼすと考え、財務情報と非財務情報の両方を組み込んだ一貫したリサーチを行っています。
- 当運用では、当社アナリストによる中長期の業績予想に基づく適正株価による割安度と、当社独自のESG評価の組み合わせにより魅力度の高い銘柄へ投資します。
- 定量モデルを活用してリスクをコントロールし、150銘柄程度で安定的なポートフォリオを構築します。



日本新成長戦略・健康応援株式

資産クラス	参考指数	運用開始日
国内株式	TOPIX (配当込み)	2007年10月31日

運用戦略

- 少子高齢化や新興国の人口成長等の社会問題解決に取り組み、健康への貢献に繋がる企業理念、哲学をもつ企業のうち、中長期にわたり成長が見込める企業に厳選（40〜60銘柄）して投資を行います。
- 医療関連セクターだけでなく、健康食品や機能性化粧品、スポーツ関連など健康に関連する企業に幅広く投資します。
- 企業業績の安定的な成長を評価する指標として、ESG評価、特に社会（S）に着目し、安定的で高いリスク・リターン効率の実現を目指します。



グローバルESGフォーカス

資産クラス	ベンチマーク	運用開始日
外国株式	MSCI KOKUSAI	2017年2月24日

運用戦略

- 当社はESGの要素が将来にわたる中長期的な企業価値に影響を及ぼすと考え、財務情報と非財務情報の両方を組み込んだ一貫したリサーチを行っています。
- ESG分析においては、ファンダメンタルズリサーチとESGリサーチを海外拠点のアナリストを活用しながら行っており、企業とのミーティングを通じて、ファンダメンタルズとESGの重要項目を確認します。当運用はアナリスト評価を活用した再現性の高い運用です。
- 具体的には、MSCI KOKUSAI構成銘柄（約1,300社）を投資ユニバースとし、投下資本利益率が改善トレンドにある企業の中から、ESG評価が高く、今後も投下資本利益率改善が見込まれる企業を厳選（40銘柄程度）し、ポートフォリオを構築しています。



(注) いずれのファンドもマザーファンドのパフォーマンス・運用開始日を掲載しています。なお、パフォーマンスは設定時を100として基準化しています（2022年3月末時点）。

SDGsグローバルセレクト

資産クラス	参考指数	運用開始日
内外株式	MSCI WORLD	2018年5月25日

運用戦略

- SDGsは、2030年までに様々な社会的課題の解決に向けて国際社会が目指すべきゴールであり、その過程で多くの社会変化、企業行動の変容が発生し、グローバルでは新たに12兆ドルとも試算される需要が見込まれています。
- 当運用は、SDGsへの取り組みが成長ドライバーになる国内外の企業に投資する公募投資信託で、シリーズ累計残高約2,000億円となっています（2022年6月末時点）。
- 具体的には、自社製品やサービス提供を通じて収益を獲得しながら、SDGsの達成に寄与することが期待される企業のうち、SDGs関連事業の業績貢献度が高く、持続的な成長が期待される企業に厳選投資（40〜60銘柄程度）します。

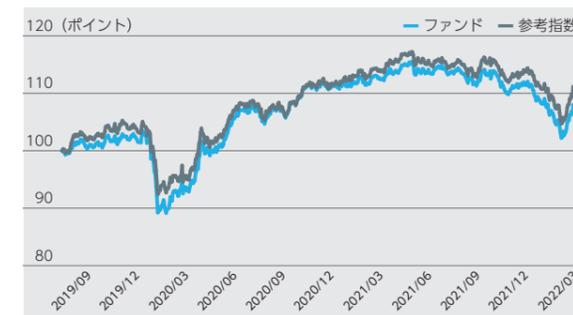


SDGs欧州クレジット

資産クラス	参考指数	運用開始日
海外債券	カスタムインデックス ^{#1}	2019年9月27日

運用戦略

- 当運用は、投資対象を欧州企業が発行する投資適格社債とし、海外拠点のアナリストによるリサーチ・業績予想・ESG評価を活用しながら、SDGsを含むESG分析を通して銘柄選択を行い、社債市場全体（投資適格）を上回るリスク・リターン効率を目指します。
 - また、提供する製品・サービスを通じてSDGsの各ゴール及びターゲット達成にプラスの貢献をしている企業、かつガバナンス面に懸念点の少ない企業へ投資することで安定的なリターンを目指しています。
- ※1 Bloomberg Pan European Aggregate Corporate Total Return Index Unhedged (円換算ベース) の残存年数1-15年のカスタムインデックス



(注) いずれのファンドもマザーファンドのパフォーマンス・運用開始日を掲載しています。なお、パフォーマンスは設定時を100として基準化しています（2022年3月末時点）。

SDGs北米クレジット

資産クラス	参考指数	運用開始日
海外債券	カスタムインデックス ^{#2}	2020年9月9日

運用戦略

- 当運用は、投資対象を北米企業が発行する投資適格社債とし、海外拠点のアナリストによるリサーチ・業績予想・ESG評価を活用しながら、SDGsを含むESG分析を通して銘柄選択を行い、社債市場全体（投資適格）を上回るリスク・リターン効率を目指します。
 - また、提供する製品・サービスを通じてSDGsの各ゴール及びターゲット達成にプラスの貢献をしている企業、かつガバナンス面に懸念点の少ない企業へ投資することで安定的なリターンを目指しています。
- ※2 Bloomberg US Corporate Total Return Index (円換算ベース) の残存年数1-15年のカスタムインデックス



2021年度トピックス

世の中の動き

・気候変動サミット開催。日本は温室効果ガスで2030年までに2013年度比で▲46%、米国は2005年比で▲50~52%とする目標を表明

・自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) 設立
日本
・金融庁・サステナブルファイナンス有識者会議報告書がサステナブルファイナンスを「持続可能な経済社会システムを支えるインフラ」と明記
・コーポレートガバナンス・コード改訂

・PRI、国連・環境計画金融イニシアティブ (UNEP-FI) がインパクト追及と受託者責任に関するレポートを公表
・世界のESG投資の運用資産残高が35兆ドルに達していたことが報告される

・PRI Digital Conference開催
・TCFDが付属書の改訂版及び追加ガイダンスを公表

・第26回気候変動枠組条約締約国会議(COP26)開催
・IFRS財団が国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) 設置
・ネットゼロのためのグラスゴー金融同盟 (GFANZ) が正式発足
日本
・日本の金融機関6社によりPCAF Japan Coalition 発足

日本
・(公財) 財務会計基準機構がサステナビリティ基準審議会 (SSBJ) の設立準備委員会を設置

・SECが気候変動関連の情報開示に関する規制案を公表
・ISSBがサステナビリティ関連財務情報開示の全般的な要求事項と気候関連開示に関する2つの公開草案を公表

・欧州財務報告諮問グループ (EFRAG) が欧州サステナビリティ報告基準の草案を公表
日本
・東京証券取引所の新しい市場区分 (プライム市場・スタンダード市場・グロース市場) がスタート

2021年

4月

・気候変動イニシアティブ (JCI) が取りまとめた「パリ協定を実現する野心的な2030年目標を日本でも」に賛同を表明
・「R&Iファンド大賞」の国内株式ESG部門において、ニッセイ健康応援ファンドが、最優秀ファンド賞を受賞

5月

・投資家団体The Investor Agendaが取りまとめた「2021年気候危機に関する政府へのグローバル投資家ステートメント」に賛同を表明
・SDGsグローバルセレクトが残高1,000億円を達成
・サステナビリティ委員会の設立
・サステナビリティ経営のスローガン「A Good Investment for the Future」策定

6月

・米国証券取引委員会 (SEC) による気候変動関連の情報開示に関する意見募集に対し、PRIを通じて、投資の意思決定に有用な情報開示の義務化を支持すること等を表明
・「気候変動を考える～ネットゼロ時代の投資～」セミナー開催
・AIGCCとPCAFに署名
・日本版スチュワードシップコードに対する当社の取り組み方針を一部改訂

7月

・国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (ICGN) 主催のオンライン・カンファレンスにスポンサーを提供。パネルディスカッションに登壇

8月

・「気候変動とサステナブル経営を考える」セミナー開催

10月

・PRI Digital Conferenceのリードスポンサーを務める

11月

・COP26に出席。また、COP26における複数のサイドイベントに登壇
・PCAF Japan Coalition発足時メンバーの1社として参画

2022年

1月

・当社ポートフォリオの温室効果ガス排出に関する「2030年中間目標」を設定・公表
・当社の井口CCGOがSBB設立準備委員会・委員に選出

2月

・国内株式を対象とする議決権行使の判断基準を改訂
・環境省第3回「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」銅賞受賞

3月

・SDGs教育のための「Beyond SDGs 人生ゲーム」制作を支援
・京都大学経済学部「SDGsと金融・経済・社会」寄付講義を設置
・経営企画部内にサステナビリティ推進室を新設
・21世紀金融行動原則 最優良取組事例 特別賞 選定委員長賞 (総合部門) を受賞

4月

・「R&Iファンド大賞」の外国株式ESG部門において、ニッセイSDGsグローバルセレクトファンドが優秀ファンド賞を受賞
・PRI主催ウェビナー・シリーズ「ESG実務専門家へ聞く」第1回に登壇
・早稲田大学大学院の講座「ESGを取り巻く環境とステークホルダーの連関性の探求」を支援

5月

・PRIウェビナー・シリーズ「TCFD Capacity Building Series for China」第4回に登壇
・CA100+に参画

6月

・気候変動イニシアティブ (JCI) が取りまとめた提言「いまこそ再生可能エネルギーの導入加速を」に賛同を表明
・IGCC (Investor Group on Climate Change) の気候変動関連のカンファレンスのアジアC-Suite Discussionに登壇
・「ニッセイアセット 世界のESG潮流 最前線セミナー」を開催

ニッセイアセットの動き



PRIが主催する世界最大級のオンライン・カンファレンス「PRI Digital Conference」が2021年10月、4日間にわたって開催され、ESGに関する幅広いトピックについて熱い議論が交わされました。

当社からは、代表取締役社長の大関が、同カンファレンスの開会初日にウェルカム・スピーチを行いました。

スピーチでは、ニッセイアセットが10年以上にわたってESG運用に力を入れてきたことや、気候変動に対する危機感と関係者による一致団結の呼びかけ、退任を表明していたPRI最高経営責任者 (CEO) のフィオナ・レイノルズ氏に対する労いとこれまでの活動に対する賞賛の言葉などを述べました。

10月から11月にかけて、英国・グラスゴーで開催されたCOP26に現地参加するとともに、下記のサイドイベントにパネリストとして登壇し、日本の資産運用会社の取り組み等を発信しました。

JCI (Japan Climate Initiative) 主催のイベント「今こそゼロへ、気候危機に挑む日本の非政府アクターたち」のパネルセッションに、代表取締役社長の大関が登壇し、脱炭素社会の実現に向けた当社の取り組みなどを紹介しました。

ACA (Alliance for Climate Action) 主催のイベント「みんなでネットゼロへ：社会全体の取り組みはどのようにレーストゥゼロを加速することができるのか」のパネルセッションに、共同CIO兼ESG推進部長の藤井が登壇し、ネットゼロに対する姿勢や取り組みの意義等を発信しました。



大関 (写真左) によるプレゼンの様子 (11月8日、COP26ジャパン・パビリオンセミナー会場にて)



藤井 (写真右) による発言の様子 (11月9日、COP26 US気候行動センターにて)

アーカイブ動画
JCIイベント「今こそゼロへ、気候危機に挑む日本の非政府アクターたち」
<https://www.youtube.com/watch?v=CSDCFjMwm5g>

ACA主催イベント「みんなでネットゼロへ：社会全体の取り組みはどのようにレーストゥゼロを加速することができるのか」 (※パネルディスカッションは動画35分53秒〜)
<https://www.youtube.com/watch?v=RgV41uAtKrk&t=3072s>

右記の表彰制度から、それぞれ栄えある賞を受賞しました。



表彰状を受け取る当社代表取締役社長・大関

第3回ESGファイナンス・アワード・ジャパン：銅賞 (投資家部門)
(主催：環境省)

- ESG金融の普及・拡大と質の向上に繋がることを目的に、環境省により2019年に創設された表彰制度です。
- 今回の受賞に際しては、ニッセイアセット独自のESG評価体系、ESG評価分析の精緻さと対話の深さ、ならびにこれらの実施体制などを高く評価頂きました。

2021年度最優良取組事例：特別賞 選定委員長賞 (総合部門)
(主催：21世紀金融行動原則)

- 21世紀金融行動原則に署名する金融機関による持続可能な社会の形成に資する活動の中から、最優良取組事例を選定・表彰する制度です。
- 今回の受賞に際しては、国際化が求められる日本の金融業界において、当社のステークホルダーに対する働きかけや情報発信、海外イニシアティブとの協働による日本の金融機関としての存在をアピールしている点などを高く評価頂きました。

主なグローバルイニシアティブ

組織	概要
 <p>Signatory of Principles for Responsible Investment</p>	<p>PRIは責任投資における投資慣行やリーダーシップ、環境・社会・ガバナンスの課題をインベストメント・チェーン全体に統合することを支援する国際的な組織です。国連のパートナーによって支持されており、署名機関数5,000以上、運用資産総額は120兆ドル以上に上ります。</p>
 <p>ICGN International Corporate Governance Network</p>	<p>ICGNは、効率的な市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なガバナンスの構築と投資家のステークホルダーシップの醸成を目的としています。ガバナンスやステークホルダーシップに関する基準やガイドラインを設定するとともに、様々な支援・助言を行っています。</p>
 <p>TCFD Task Force on Climate-related Financial Disclosures</p>	<p>TCFDは、G20の財務大臣・中央銀行総裁からの要請を受け、金融安定理事会（FSB）が設置したタスクフォース（2015年）です。2017年6月に、気候変動関連財務情報の開示に関する最終報告書をG20に提出しました。</p>
 <p>NET ZERO ASSET MANAGERS INITIATIVE</p>	<p>Net Zero Asset Managers Initiativeは、パリ協定において合意された「1.5℃目標」を達成するために、2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロとすることに貢献すべく、2020年12月に発足されたアセットマネジメント業界を代表する団体です。その総受託資産額は約61兆ドルとなっています（2022年5月現在）。</p>
 <p>Climate Action 100+</p>	<p>温室効果ガス（GHG）排出量が多いグローバルな企業に対して、気候変動対策の強化や情報開示の充実などを求める協働対話を行う機関投資家参加型のイニシアティブです。</p>
 <p>CDP</p>	<p>CDPIは、2000年に設立された英国の非政府組織（NGO）です。投資家、企業、国家、地域、都市が自らの環境影響を管理するためのグローバルな情報開示システムを運営しています。</p>
 <p>Asia Investor Group on Climate Change</p>	<p>気候変動に関するアジア投資家グループ（AIGCC）は、気候変動と低炭素投資に関連するリスクと機会について、アジアのアセットオーナーと金融機関の理解を深め、積極的な行動を促すことを目的とするイニシアティブです。</p>
 <p>PCAF</p>	<p>PCAFは、投融資ポートフォリオの温室効果ガス排出量の算定手法の開発を目的とする投資家主導の取り組みです。様々なアセットクラスを対象に方法論の開発を行っています。2021年11月には、日本のPCAF加盟機関で構成するPCAF Japan Coalitionが発足しました。</p>
 <p>IFRS Sustainability Alliance</p>	<p>バリューレポーティング財団は、国際統合報告フレームワークを策定した国際統合報告評議会（IIRC）と、サステナビリティに関する業種別の開示指標を提案するSASBスタンダードを開発したSASB財団が合併して2021年に設立され、2022年8月には国際会計基準（IFRS）財団に統合されました。</p>
 <p>JSIF</p>	<p>JSIFは、サステナブル投資を、日本で普及・発展させることを目的に設立されました。SRI・ESG投資に関係する人々、団体などに意見交換などの場を提供するとともに、企業への情報公開を促し、サステナブル投資の健全な発展を通じて持続可能な社会の構築を目指しています。</p>
 <p>21世紀金融行動原則</p>	<p>21世紀金融行動原則は、持続可能な社会の形成に必要な責任と役割を果たすための金融機関の行動指針として、2011年10月に策定されました。署名機関は、業務内容を踏まえ7つの原則に基づく取り組みを実践することが求められます。</p>
 <p>JAPAN CLIMATE INITIATIVE</p>	<p>気候変動イニシアティブ（JCI）は、日本でも、気候変動対策に積極的に取り組む企業や自治体、NGOなどの情報発信や意見交換を強化するためのネットワークとして設立されました。パリ協定が求める脱炭素社会の実現に向け、日本が世界とともに挑戦の最前線に立ち、気候変動の危機克服を目指しています。</p>

運用体制

ニッセイアセットの強み

経験豊かつ結束力のあるチーム

確固たる運用哲学に基づき、一貫した規律ある運用サービスを提供します。幅広いリスク管理体制を通じ、短期的な変動ではなく中長期的な超過収益を確保することを目指し、その達成に向け、経験豊かつ結束力のある強力な投資チームを構築しています。

運用に専念できる環境

2016年より、運用フロント事務の一元化を推進するため、運用事務開発部を設置し、ポートフォリオマネジャー・アナリストが運用に専念することができる環境整備を進めています。特に、標準化した定型業務においては、RPA化を進めることで、事務の効率化や、事務品質の向上を進めています。

新たなアルファを追求するR&D体制

新たな投資機会の発掘を目指し、最新のマクロ情報、ESG情報の調査分析や、投資理論・金融工学を活用した運用手法等の研究開発を進めています。例えば、投資工学開発部では、オルタナティブデータの活用などを通じて、新たなアルファ源泉の発掘を推進しています。

運用体制図

