



TCFD報告書

2023年

目次

01 ▼ ガバナンス

日興AMグループの ガバナンスの概要	5
日興AMグループの サステナビリティ・ ガバナンス	6
地域別 サステナビリティ・ ガバナンスの例	8

03 ▼ リスク管理

概要	35
リスクの 特定・評価・管理	35
当社グループの リスク・ドライバーとしての 気候変動	37
当社の運用における 気候関連リスクの管理	38

02 ▼ 戦略

序文と概要	10
社内の分析能力： 概要	12
トップダウン分析： シナリオ分析	12
トップダウン分析： 気温アライメント	20
ボトムアップ分析： ESGを組み込んだ 独自のアプローチ	22
ボトムアップ分析： 外部のデータ提供機関	24
気候変動関連の リスクと機会	25
アクティブ・ スチュワードシップ	28
市場との連携	30

04 ▼ 指標と目標

概要	40
手法	41
指標の状況	42
目標	43

はじめに



2022年と2023年は両年とも異常気象に見舞われ、私たちは気候変動が広範囲にわたって環境に及ぼす影響をすでに目の当たりにしています。日興アセットマネジメント（以下、日興AM）では、気候変動との闘いにおけるアジア

の重要な役割を痛感しており、日本に本社を置きアジア全域で大規模な投資を行っている資産運用会社として、低炭素社会への移行を加速させるべく発言力と影響力を行使することにコミットしています。これを実行するにあたっては、投資先企業だけでなく、規制当局など他の主要なステークホルダーとも対話を行っています。

2022年を振り返ると、気候変動問題への対応を含め、持続可能な投資への取り組みを加速・拡大させる年となったと考えています。当社では、ネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ（NZAMi）のメンバーとして最初の温室効果ガス（GHG）の排出削減目標を設定し、当社グループ全体の総運用資産残高の43%において2030年までに排出量を（2019年対比で）50%削減することを約束しました。また、英国スチュワードシップ・コードの定める高いスチュワードシップ基準を2022年、2023年と連続して満たせたことも、嬉しく思います。

世界の各拠点でも多くの改善や進展がありました。例えば、グローバル株式チームは現在、投資先企業にコンタクトして、NZAMi加盟企業としての当社の義務を認識していただくとともに、二酸化炭素排出量の開示を行うよう促しています。また、投資先企業の排出量削減戦略を確実に理解し、当該企業の目標がパリ協定の内容に沿ったものとなっていることを確認しています。一方、日興AMアジアでは、環境リスク・ポリシーを策定し、今では二酸化炭素指標をリスク管理に完全に組み込んでいます。当社ではこのプロセスを、当社が事業を展開している他の地域にも広げていきたいと考えています。

2022年、当社ではサステナブル投資の能力拡充に大きな投資を行い、その結果、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームの設立に至りました。この新チームによって、当社がサステナビリティに投入するリソースは大幅に拡大しています。実際、サステナビリティ専任の人員は1年半足らずで倍増し、この拡大は2023年も続きました。

また2023年には、ポートフォリオにおける気候変動リスクのモニタリングの改善・標準化、および主要な資産クラス・地域にわたる情報開示の改善に注力し、これらの取り組みによって今回の気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）報告書の拡充が実現しました。この拡充には、対象となる運用資産範囲の大幅な拡大、気候シナリオ分析の追加、気候変動リスクの特定・管理・ガバナンスに関する詳細の拡充、気候指標の標準化などが含まれます。

とはいえ、当社のポートフォリオにおける気候変動のリスクおよび機会の分析は、今に始まったことではありません。当社では、これまで何年にもわたってカーボンリスク指標をアクティブ運用戦略に取り入れてきており、ボトムアップでの気候変動リスクの測定に多くの価値を見出しています。しかし、2023年には、トップダウンでの詳細な気候シナリオ分析に初めて着手しました。気候シナリオの重要性を認識している一方で、本報告書で概説しているように、当該アプローチにおける複雑さと現時点での限界も認識しています。今後数年でモデルと情報開示を進化させ、トップダウン・アプローチとボトムアップ分析の組み合わせを継続できるようにしていく所存です。

私たちは未来を再構築するという途方もない緊急の課題に直面しており、低炭素経済への移行を進めるにあたって総力を挙げる必要があります。したがって当社では、脱炭素化への取り組みを進めるのに必要なあらゆる専門性を確保できるよう、能力の構築を続けています。自己満足に陥ることの危険性を十分認識しており、今後長年にわたってさらなる努力が可能かつ必要であると確信しています。

代表取締役社長 ステファニー・ドウルーズ

01

ガバナンス

ガバナンス

日興AMグループのガバナンスの概要

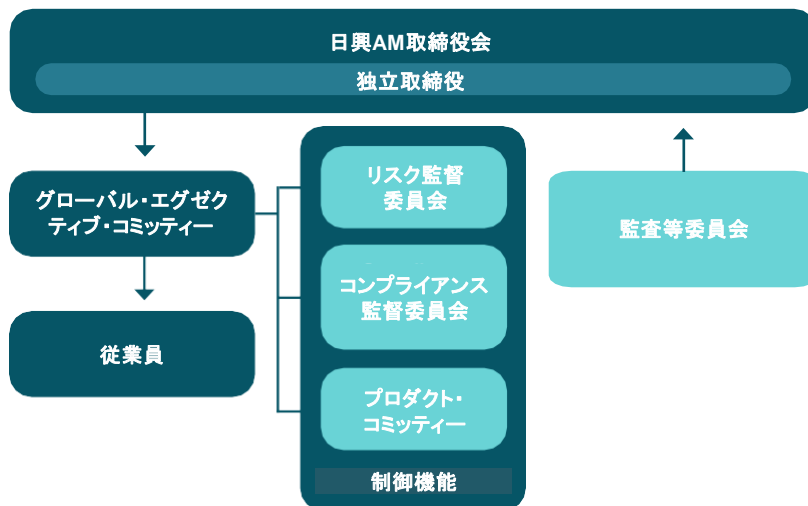
日興AMグループとその関連会社は、11の国・地域で事業を展開しており、4大陸の7拠点に自社の運用チームを置いています。お客様の資産をその長期投資目標に最も適した方法で保護し成長させることを共通の目的として、国籍30カ国にわたる多様な従業員が協働しています。

当社では、株式や債券、マルチ・アセット戦略といった幅広い商品を、グローバルのネットワークを通じて、高い確信に基づく資産運用サービスとして提供しています。また、アジア最大規模の上場投資信託(ETF)を含め、パッシブ運用戦略も提供しています。

当社の運用資産残高およびお客様の大半はアジア・ベースですが、当社の長期事業目標は、世界中のお客様に最高クラスの運用ソリューションを提供することです。当社グループでは国境をまたいだ運用委託制を実施しており、お客様と契約を結んだローカル拠点が現地のクライアント・サービス・チームのサポートを受けながらビジネス開拓を担当する一方、ポートフォリオの運用については採用された戦略を担当する運用チームが属する各グループ会社に委託します。

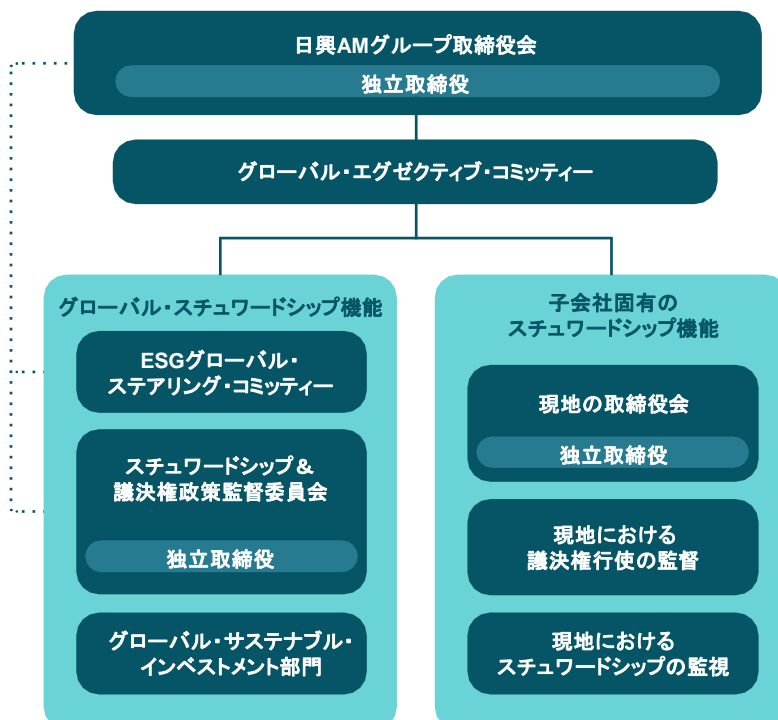
日興AMグループの取締役会は、日々の意思決定を経営幹部で構成されるグローバル・エグゼクティブ・コミッティー(GEC)に委任しています。経営幹部の詳細については、当社ホームページの「役員一覧」でご覧いただけます。右の図は、当社グループのガバナンス体制を簡略に示したものです。

日興AMのガバナンス



日興AMグループの監督・ガバナンス体制には、監査等委員会が含まれます。同委員会の役割は、監督機能を強化してコーポレート・ガバナンスの枠組みを向上させることです。

スチュワードシップ・ガバナンス体制



日興AMグループの サステナビリティ・ ガバナンス

環境・社会・ガバナンス(ESG)活動のガバナンスは、グローバルと各国拠点の両レベルで運営されています。当社のESG活動の全体的な監督責任は、ESGグローバル・ステアリング・コミッティーが担っています。同委員会は、運用チームにおけるESGインテグレーションを監督し、ポリシー設定および戦略策定、対外的な情報開示を行うとともに、ESG関連の取り組みや外部機関への参加を推奨します。同委員会の開催頻度は平均で四半期に1回となっています。

ESGグローバル・ステアリング・コミッティーはGECの管理下にあり、さらにグループの取締役会に直接レポートします。委員長はチーフ・インベストメント・オフィサーが務め、世界中の運用チームの責任者が議決権を有するメンバーとして、各運用プロセスにおけるESGインテグレーションおよび監督(該当する場合は企業とのエンゲージメントや議決権行使を含む)を担当します。

これらのチャネルを通じてグループの取締役会が重要な気候変動関連のリスクと機会に関する情報を継続的に入手する一方、日々の運営管理は関連する委員会や幹部社員に委ねられています。

また、日興AMグループは、ESGに関する専門知識やサポートを提供するグローバル・サステナブル・インベストメント・チームを擁しています。

引き続き拡充中であるグローバル・サステナブル・インベストメント部門は、以下の5つの職務に分かれています：

1

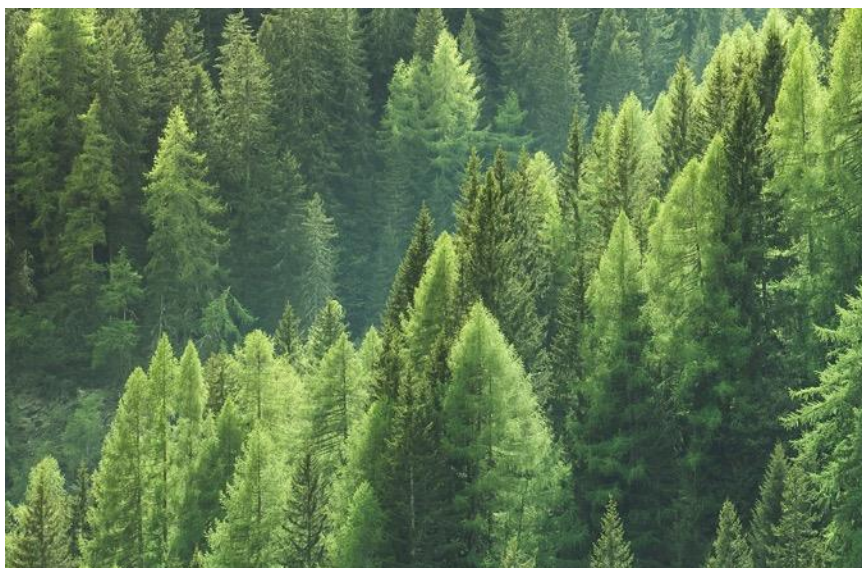
地域別 ESG スペシャリスト： ESGの「オールラウンド・プレーヤー」として、運用チームと密接に連携し、ESGインテグレーションやスチュワードシップの取り組みをサポートします。また、クライアント・サービスや商品開発など他部門とも密接に連携し、バリューチェーン全体にわたってお客様に最良の成果を提供できるよう努めます。

2

リサーチ & インテグレーション： 現在も拡充中のこの職務は、運用チームやESGスペシャリストを専門知識でサポートし、インテグレーションの取り組みの継続的改善を図る役割を担います。この職務に含まれる例としては、環境分野における当社の活動の強化を支援する環境スペシャリストなどが挙げられます。

3

スチュワードシップ： この職務では、当社全体のスチュワードシップの取り組みをサポート・調整します。エンゲージメント、議決権行使、ESGリサーチおよび各情報開示といったスチュワードシップ活動の継続的改善を目指します。



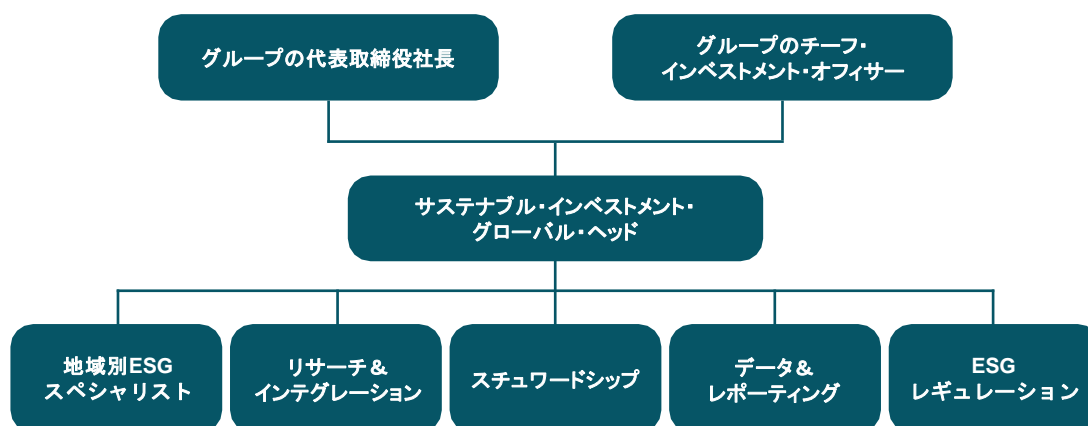
4

データ & レポート： この職務は、グローバルなESGデータの取得・保存・検証・普及に加え、ESGデータの分析・報告によるサポート提供を担当します。

5

ESGレギュレーション： この職務は、グローバルなESG関連の規制・基準に対する当社のアプローチを特定・評価・決定・サポートする役割を担います。

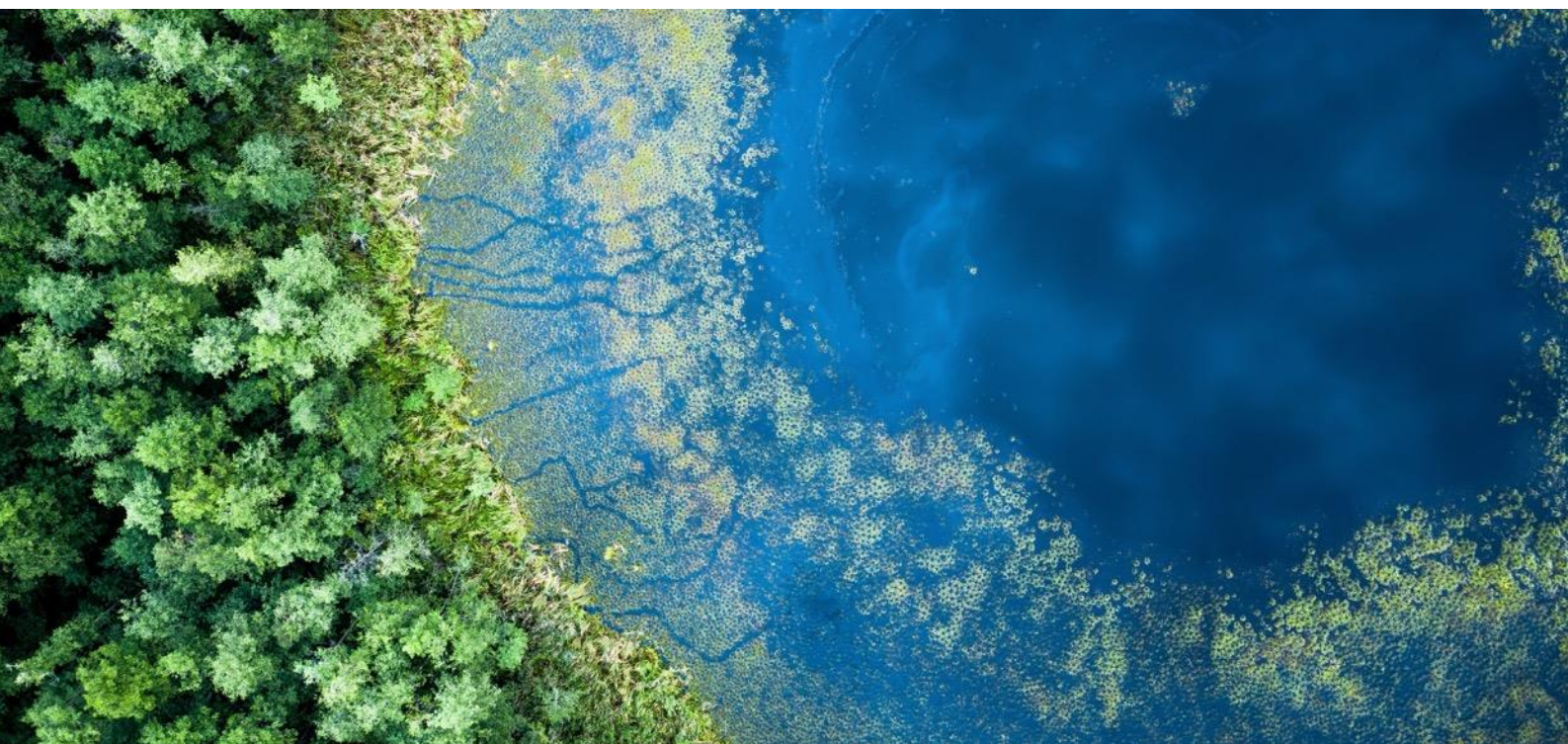
グローバル・サステナブル・インベストメント部門のガバナンス体制



この体制において、サステナブル・インベストメント・グローバル・ヘッドはグループの代表取締役社長およびチーフ・インベストメント・オフィサーに直接レポートします。これは、当社グループにおいてESG関連事項が適切なシニア・リーダーシップの監督下にあることを担保するチャンネルの1つとしての役割を果たします。グローバル・サステナブル・インベストメント部門の基本的職務の担当者は、サステナブル・インベストメント・グローバル・ヘッドに直接レポートします。

サステナブル・インベストメント・グローバル・ヘッドのコア優先課題の中心となるのは、サステナブル・インベストメント戦略の策定、日興AMグループのグローバル・サステナブル・インベストメント・チームの構築、全地域の運用チームおよびその他のビジネス部門との緊密な連携による当社グループのESG能力の強化と幅広いESGトピックに関する知見の提供です。上層部は、このミッションを支援すべく、グループのESG管理の改善を目指す専用の重要業績評価指標(KPI)を設定しています。

グローバル・サステナブル・インベストメント・チームのメンバーは、気候変動関連のリスクと機会の管理において主要なサポートを提供しています。例えば、ESGデータ&レポートの職務では、物理的リスクと移行リスクのデータを担当しています。



地域別 サステナビリティ・ ガバナンスの例

当社では、気候変動関連のリスクと機会などグループのESG関連事項を監督するにあたり、グローバルなサステナビリティ・ガバナンス体制を設けていますが、各グループ会社が必要に応じて地域ごとにアプローチをさらに調整できるよう、地域別での柔軟性も保っています。

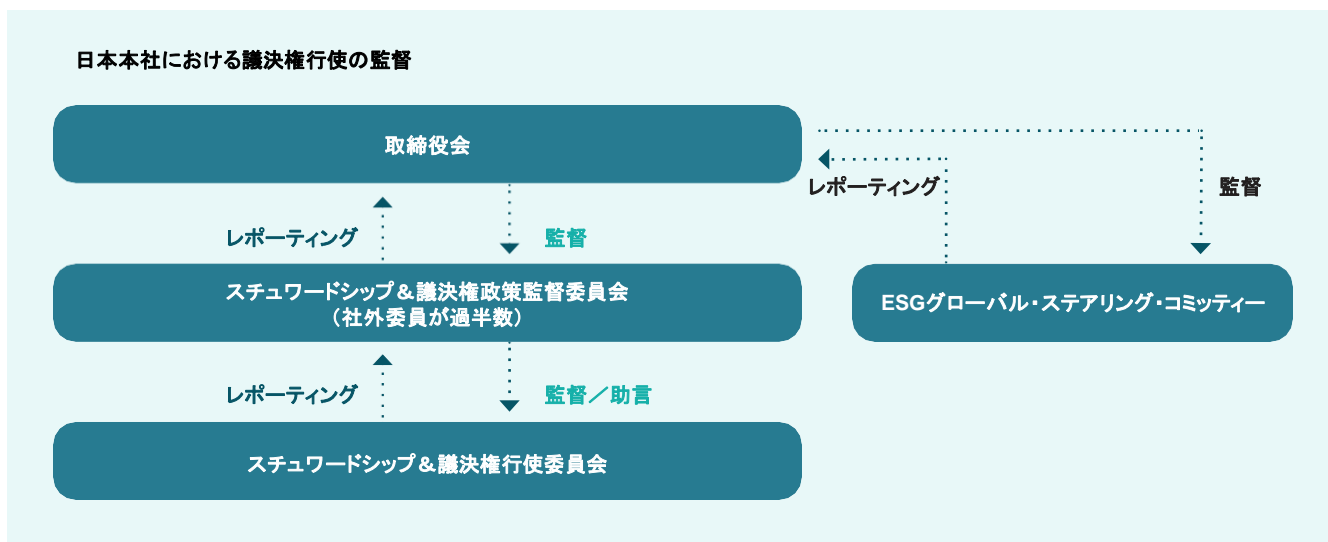
例えば、ビジネスの大半を占める日本での運営においては、ガバナンスとステュワードシップに多くのリソースを割いています。

ステュワードシップ&議決権政策監督委員会は、日本の投資先企業に対する当社のエンゲージメントや議決権行使をモニター・監督し、両活動が当社のフィデューシャリー原則およびESG原則に則っており顧客の利益に資するものであるよう担保しています。

同委員会は、当社のステュワードシップ活動の透明性を高めてガバナンスを強化することを目的に、2016年に発足しました。委員7名のうち4名が独立した社外取締役で構成されており、独立性の高い委員会となっています。同委員会は、当社のステュワードシップ活動のガバナンスや利益相反といった事項(例えば、議決権行使が利益相反管理ポリシーに沿っ

て行われるようにするなど)について、グループの取締役会に直接レポートするため、その決定には大きな影響力があります。

監督委員会に対して直接責任を負うのはステュワードシップ&議決権行使委員会で、ステュワードシップ・ポリシーの策定、ステュワードシップ活動における指針の提供、グループの議決権行使ポリシーの更新を担当します。議決権行使ポリシーの附則については、現地の慣習や各運用チームのニーズに沿って子会社レベルで適用することができます。下図は、当社グループのガバナンス体制を簡略に示したものです。



2017年に設立された当社の日本のサステナブル・インベストメント部(旧アクティブ・オーナーシップ・グループ/AOG)は、まず議決権行使とステュワードシップ活動の実行における判断能力、次にアクティブ運用のポートフォリオでセクター・アナリストがまだカバーしていない日本企業とのエンゲージメントを行う能力を強化するために設立されました。その結果、パッシブ運用のポートフォリオでのみ保有されている銘柄もエンゲージメントの対象となっています。

別の例として、当社の欧州子会社ではサステナビリティ・ガバナンスを拡充し、現地の取締役会および幹部によるESG関連の活動・リスク・機会の監督を強化しています。日興AMヨーロッパと日興AMルクセンブルグの両子会社では、以下の2つを主目的として、専任の取締役会委員会(ESG&ステュワードシップ監督委員会)が設置されています:

- 1 当該子会社が実施するすべてのESG活動およびステュワードシップ活動を監督・承認する。
- 2 ESG要件の設定とステュワードシップ基準の強化への当該子会社の対応をレビュー・承認する。

この委員会では四半期ごとに、ガバナンス、ポリシー改定、エンゲージメント、議決権行使活動などのESG・ステュワードシップ活動の分析・レビュー・承認を行うとともに、ESG関連の規制・規範への対応を手掛けます。

02

戰略

戦略

概要

当社は、資産運用会社として、市場全体のリスクおよびシステミック・リスクの範囲が投資先資産の価値に直接影響を及ぼし得ることを認識しています。受託者である当社の重要な責務の1つは、そのようなリスクを管理してお客様に提供する運用成果を向上させることです。したがって、これを推進する投資アプローチやより幅広い取り組みを支援することは、当社の利益に資すると言えます。

日興AMでは、お客様の利益を最優先に考え、フィデューシャリー原則およびESG原則を企業バリューと企業行動の最重要指針としています。このコミットメントは行動によって裏付けられており、例えば、2022年にはESGの運営モデルを見直すプロジェクトを実施しました。これはグループの新社長が推進し、8月にグローバル・サステナブル・インベストメント・チームの発足として結実しました。当該グローバル・チームの設立など、本報告書で取り上げている組織面での進展は、最新のESG戦略の実行、そしてESGにおいて高い国際基準を満たすことへの当社のコミットメントを反映しています。

ESGや責任投資、スチュワードシップに関する当社のポリシーは、当社ホームページの[フィデューシャリー・ESG原則](#)、[責任投資に対する日興アセットマネジメントのコミットメント](#)、[気候変動についての意見表明](#)、[サステナビリティ・レポート](#)、[エンゲージメント&スチュワードシップ戦略](#)、および[スチュワードシップ活動報告書](#)および[自己評価](#)の各セクションでご覧いただけます。

ESGに対する当社の意欲は、幅広い対外的コミットメントによって裏付けられています。例えば、当社は2021年にネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ(NZAMi)に加盟し、2022年には最初の気候変動に対する中間目標を提出しました。特筆すべき点として、手始めにグループの運用資産の43%(1,156.8億米ドル¹)がネット・ゼロとなるようにするとともに、2030年までにGHG排出量を2019年対比で50%削減することを約束しました。当グループでは、ネット・ゼロへのコミットメントの取り組みを引き続き推進し、このTCFDの枠組みに基づく報告など、より幅広いプロジェクトと連携させていく所存です。当該目標に向けた進捗状況については、「指標と目標」(39ページ)に記載しています。

当社では気候変動について、それが伴うリスクおよび機会とともに、国際社会が直面する最大の課題の1つであると認識しています。気候変動は、期間や程度は違えど、あらゆるセクターに影響を及ぼす問題です。投資先企業に影響を及ぼす炭素税のような間接的影響もあれば、企業としての当社に対する炭素税(の可能性)のような直接的影響もあります。また、既知の影響以外に、地球の気温上昇に伴う物理的システムの不安定性増大からシステム面での変化が生じる可能性があることも認識しています。こういった影響に対し、当社では主に2つのチャンネルを通じて評価・対処しています：

当社の運用:気候変動が当社の運用に与える影響を理解すべく、様々な気候関連のリサーチ・ツールや分析を使って、移行リスクや物理的リスク、および気候関連の機会に対するエクスポージャーを把握・管理しています。使用するツールの詳細については、本レポートで後述します。

当社の事業運営:コーポレート・サステナビリティは、当社組織のなかに根差しています。当社では、環境への影響を徹底的に検証し、当社が責任を負うGHG排出量について測定可能な目標を設定しています。全社的な目標は、[日興AMグループの環境ポリシー](#)で説明している通り、2030年までにGHGの排出量を2019年対比で従業員1人当たり40%削減することです。当社の事業運営は2019年以降、英国のコンサルティングCarbon Footprint Ltdによってカーボン・ニュートラルと認証されています。詳細は[サステナビリティ・レポート2023](#)の「環境への取り組み」でご覧いただけます。

以降のセクションでは、当社が運用するポートフォリオにおいて気候変動とその関連リスク・機会をどのように考慮しているかに焦点を当てていきます。

¹ 運用資産残高は2021年12月31日時点で算出された2019年12月31日現在の数字



気候変動に対する日興AMの姿勢

当社では気候変動を、国際社会が直面する最大の課題の1つであり、金融システムに影響を及ぼす市場全体へのシステミックなリスクであると認識しています。2015年に画期的なパリ協定²が採択されて以来、世界は気温の上昇を産業革命前対比2°Cを十分に下回る水準に抑えるという共通の目標に向けて取り組みを強化しており、産業革命前対比の上昇幅を1.5°Cに抑える努力を推進しています。当社の気候変動対策へのアプローチについては、[気候変動に対するポジション・ステートメント](#)で概説しています。

当社では、ESGへの配慮は長期的な企業価値創造に不可欠であり、持続可能な経済成長の実現に貢献すると強く信じています。この観点から、ESG課題を顧客に対するフィデューシャリー・デューティーの不可欠な一部とみなし、すべての運用プロセスにESG原則を組み込むよう努めています。これには気候変動のリスクおよび機会も含まれます。

日興AMの気候変動へのアプローチは、以下の3つを柱としています：

1

「ESGインテグレーション」を通じたインハウスの分析能力によって、運用プロセスの一環として気候関連のリスクおよび機会を評価します。社内の分析能力の詳細については、後段(12～24ページ)でご説明します。

2

積極的なスチュワードシップは、当社の運用プロセスにおいて本質的な部分です。当社では、積極的な対話と場合によっては議決権の行使が、投資先企業、お客様、そして当社にとって良い結果をもたらすと考えています。

3

投資家の連帯、協働エンゲージメントおよびコンサルテーションへの参加を通じた市場との連携により、投資コミュニティにおける共通の目標を加速させます。

これら3つの柱は、2050年までにネット・ゼロを達成するという目標や中間目標など、当社の対外的コミットメントを支えるものです。当社では、気候変動に対する姿勢を強化べく、「[気候変動に対するポジション・ステートメント](#)」の更新にコミットしています。これには、日興AMの気候関連移行計画のより詳細な内容が含まれる予定です。これらの進展については、追ってご報告します。

「[責任投資に対する日興アセットマネジメントのコミットメント](#)」で述べている通り、当社では、コミットメントに向けた進捗状況や投資判断の結果に関する報告を通じて、透明性のある情報開示に努めています。

活動の報告(透明性)

対外的コミットメント

社内の分析能力

積極的なスチュワードシップ

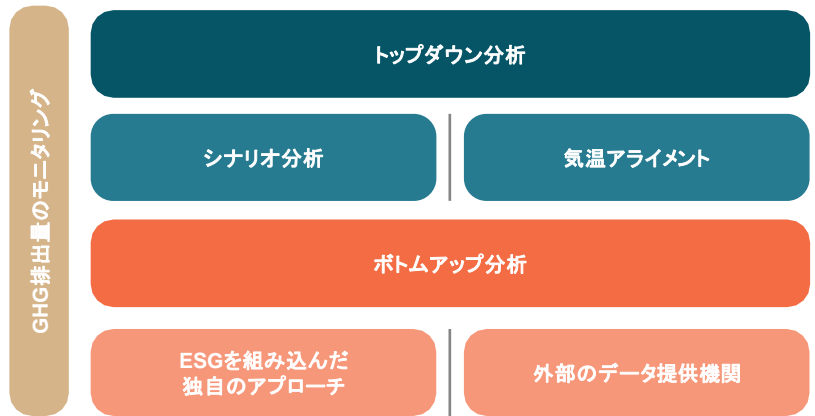
市場との連携

² パリ協定：<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

社内の分析能力： 概要

日興AMでは、気候関連課題の枠組みや評価を継続的に改善する戦略の一環として、社内の分析能力を一段と向上させました。これによって、トップダウンとボトムアップの両面から分析を行い、物理的リスクと移行リスクの両方に対するポートフォリオのエクスポージャーを評価し、投資判断に活かすことができるようになりました。

ここからのセクションでは、使用するツールや実施する分析など、トップダウンとボトムアップのアプローチについて詳しく説明します。



トップダウン分析： シナリオ分析

シナリオ分析とは、不確実な環境下で、考え得る様々な将来の状態の潜在的影響を特定・評価するプロセスです。したがって、気候シナリオ分析では、異なるシナリオの下で、気候関連リスクが個々の保有資産やポートフォリオに及ぼし得る経済的影響を解明することを目指します。

TCFD提言に従い、透明性および解釈可能性を担保すべく業界で認知された第三者モデルを用いて、複数の気候シナリオ下における移行リスクおよび物理的リスクの両方について当社が運用するポートフォリオを評価しました。

分析手法

当社では、MSCI社の気候バリュー・アット・リスク (CVaR) モデルとその関連用語を利用しています。気候関連リスクの理解、延いては同リスクおよびその影響の評価プロセスが常に進化していることを認識しており、それに応じて当社のアプローチを更新していきます。

MSCI社の分析手法を評価するにあたって、セクターや地域による微妙な差異など複数の限界があり、同モデルにおいて依然進化の過程にあることを理解しています。基本モデルの一部が、企業や政府がとっている気候関連リスクへの適応・抑制策や、当社などの投資家がそうした気候リスクを低減させるべくとってきたアクティブ・オーナーシップのアプローチのいずれも反映していないことにも留意しています。また、データが不足しているケースや、一部のデータが分析において考慮されていないケースがあることも認識しています。加えて、分析は2022年12月

31日時点の当社ポートフォリオの運用状況に基づいていますが、当社が運用するポートフォリオの状況は絶えず変化しています。

潜在リスクを評価しやすくするため、当社ではトップダウンとボトムアップのプロセスを併用しており、これによって、第三者のデータソースのみに依存するよりもより総合的な分析が可能となります。ボトムアップ・アプローチについては後述することとし、ここではトップダウンの分析手法について説明します。当社では幅広い有価証券に対して分析を行うため、データが欠如している場合があります。データの欠如によってリスク測定に歪みが生じないよう、すべての評価指標をデータ・カバー率に基づいてウェイト付けし直す、つまり各指標におけるカバー率が常に100%となるアプローチをとっています。なお、データの特異性を考慮し、充填アプローチは使用しないことにしています。

分析対象

当社で分析の対象としているのは、ポートフォリオで保有している上場株式および社債です。分析対象ポートフォリオは、2022年12月31日現在で、当社の日本株式、日本債券、日本のインベストメント・テクノロジー、アジア株式、アジア債券、グローバル株式、グローバル債券の各チームが運用する運用資産で、当社の運用資産総額の67.5%に及びます。分析対象の保有銘柄のうち、日本国内銘柄をまとめて「NAM JP」、日本国外のものをまとめて「NAM ex-JP」としています。債券ポートフォリオで分析対象としているのは社債で、ソブリン債、国際機関債、政府系機関債については、シナリオ分析手法の歴史が浅く該当データの正確性に限界があることから、対象外としています。分析においては、当社のアクティブ運用とパッシブ運用の両ポートフォリオを考慮に入れています。



移行リスク

気候変動に対処しパリ協定を支持する世界的な取り組みとして、世界中の国々がパリ協定を批准し、自国の二酸化炭素排出量削減への取り組み方について、「国が決定する貢献(NDC)」としても知られる気候対策計画を打ち出すことを約束しました。しかし、これによる経済・社会への影響を避けることはできないでしょう。各国が二酸化炭素排出量を削減する気候対策計画を実行するのに伴い、その決定は企業や個人といった国民へと連鎖し、その結果、規制の変更や技術の進歩、市場の需要の変化から政策リスクや法的リスクが生じる可能性があります。したがって、移行リスクは、低炭素経済への世界的な移行に起因するリスクと定義されます³。しかし、常に同じ性質・スピード・焦点で起こるわけではなく、セクターや地域による微妙な差異に左右されやすいと言えます。

MSCI社の移行リスク分析手法では、「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク(NGFS)」が公表している様々な気候シナリオ⁴に基づいて、企業のCVaRを評価しています。この評価では、政策リスクに焦点を当て、企業のCVaRを向こう15年の年間二酸化炭素排出量と年間炭素価格の推定値に応じてモデル化します。使用される炭素価格の推定値は気候シナリオに左右され、結果として、企業のCVaRは、向こう15年の二酸化炭素排出量削減目標を達成するために支払うと予想されるコストの総額となります。

MSCI社が使っているプロセスは、当社の移行リスク分析に安定した基盤を提供してくれていると考えます。ただし、同手法に限界があることも認識しています。

まず、当該モデルではすべてのコストがセクター全体にわたって内在化されており、サプライチェーンにおけるコスト転嫁を想定していません。これは、バリューチェーンにおける企業間のリスク配分を誤ることになる可能性があります。しかし、政策リスクから生じるコスト転嫁のモデル化

が複雑であることも理解しています。次に、実際に実施された政策からわかる通り、政策リスクはセクターや地域によって異なります。炭素集約的なセクターやより厳しい規制環境で事業を営んでいる企業にとっては、政策リスクはより重大となるとみられますが、これは適用されている第三者の手法にはそれほど反映されていません。さらに、当該モデルでは、個々の企業がこうした政策リスクへのエクスポージャーを減らすためにとった予防的措置(炭素コストの転嫁、設備投資および事業運営費への投資など)は考慮されていません。

当社では、投資先企業が直面している潜在リスクを総合的に理解すべく、上述のような限界に、ESGを組み込んだボトムアップのファンダメンタル分析の一環として対処しています。運用チームが運用プロセスにおいてESGをどのように組み込んでいるかは、「ボトムアップ分析:ESGを組み込んだ独自のアプローチ」のセクション(22ページ以降)で詳しく説明します。

当社運用のポートフォリオは、以下のシナリオに基づいて分析評価しています:

- 世界の平均気温上昇幅が1.5°C/2°C
 - 秩序ある移行 — 気候政策が早期に導入され徐々に強化されるケース。移行リスクは比較的抑えられる。
 - 無秩序な移行 — 気候政策の導入が先延ばしされたりばらばらたりするケース。より厳しい措置が遅れて実施されたり、国やセクターによって足並みがばらばらたりすることで、炭素価格の上昇につながり移行リスクが高まる。
- NDC — 気候政策が一部の国・地域でのみ導入されるが、世界全体としては不十分で地球温暖化を止められない。2100年までに3°Cの気温上昇が示唆され⁵、物理的リスクが高まる。

³ 移行リスクの定義: <https://www.tcfhub.org/Downloads/pdfs/E06%20-%20Climate%20related%20risks%20and%20opportunities.pdf>

⁴ NGFS気候シナリオ: <https://www.ngfs.net/ngfs-scenarios-portal/>

⁵ UNFCCC: <https://sdg.iisd.org/news/unfccc-reports-warn-about-2-5c-warming-amid-glimmers-of-hope/#:~:text=The%20UNFCCC's%20second%20synthesis%20of,2.5%C2%B0C%20of%20warming.>

移行リスクは当社ポートフォリオの投資先企業にとって最大のリスクとなっており、最も混乱を招くシナリオである「1.5°C・無秩序」シナリオは、当社ポートフォリオを最も深刻なリスクに晒すものです。

「1.5°C・無秩序」シナリオでは、CVaRがNAM JP資産で40%を超え（図表1参照）、NAM ex-JP資産では20%を超える（図表2参照）可能性があります。より秩序のあるシナリオ（「1.5°C・秩序的」）では潜在リスクが大幅に減少し、CVaRがNAM JPで10%、NAM ex-JPで5%となります。

数字をより詳しく分析してみると、想像通り、リスクの大部分はエネルギーや素材、公益事業などカーボン・インテンシティ（炭素強度）の高いセクターに起因しています。各国・地域が二酸化炭素排出量を削減すべく炭素価格を引き上げ始めるのに伴い、上述セクターの企業は、排出量プロファイルを低下させられなければコストが増大することになります。グローバルな運用会社で

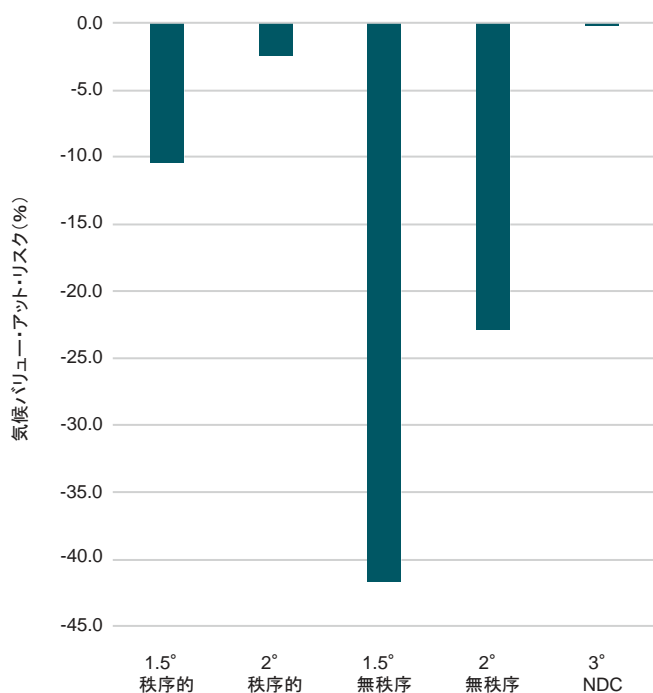
あり、アクティブとパッシブの両運用戦略を展開している当社は、こうしたセクターへのエクスポージャーをある程度維持していくことになるでしょうが、当社ではリスクを継続的に注視し、本報告書で後述する排出量削減手法を引き続き適用していく方針です。

パッシブ運用資産の大半は日本本社が運用するポートフォリオで保有しており、日興アセットマネジメントアジア（日本を除くアジア株式およびアジア債券）のポートフォリオで保有している割合は相対的に低くなっています。パッシブ運用ファンドは裁量が限定的であるため、その移行リスクはファンドが連動を指すインデックスと概ね同水準となります。パッシブ運用資産が晒される移行リスクを低減するため、当社では積極的なスチュワードシップ・アプローチをとっており、すべての保有株式について、投資先企業へのエンゲージメントと積極的な議決権行使を行っています。

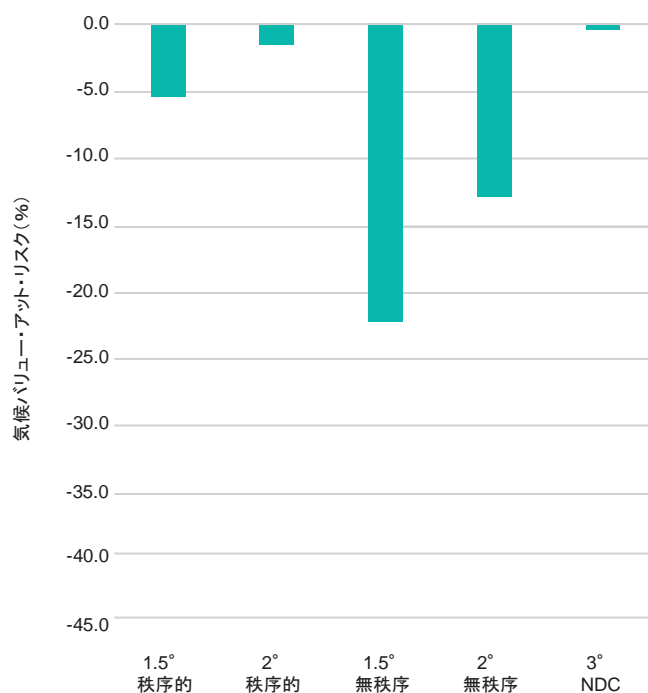
ポートフォリオをより柔軟に運用できるアクティブ運用ファンドについては、移行リスクをより積極的に低減することができます。移行リスクは依然存在しますが、ベンチマークに比べればはるかに低くなっています。

図表3に示した当社のグローバル株式のUCITSファンドを例にとると、同ファンドの移行リスクはベンチマーク(MSCI All Country Worldインデックス)よりも低い水準にあります。これは、同ファンドがポートフォリオのカーボン・インテンシティをベンチマーク対比で20%超低く保つことにコミットしているからです。したがって、ここでの移行リスク・シナリオが企業の二酸化炭素排出量に左右されることを考えると、このポートフォリオはすべてのシナリオにおいて負っているリスクが大幅に低いこととなります。

図表1: 移行リスク(NAM JP)

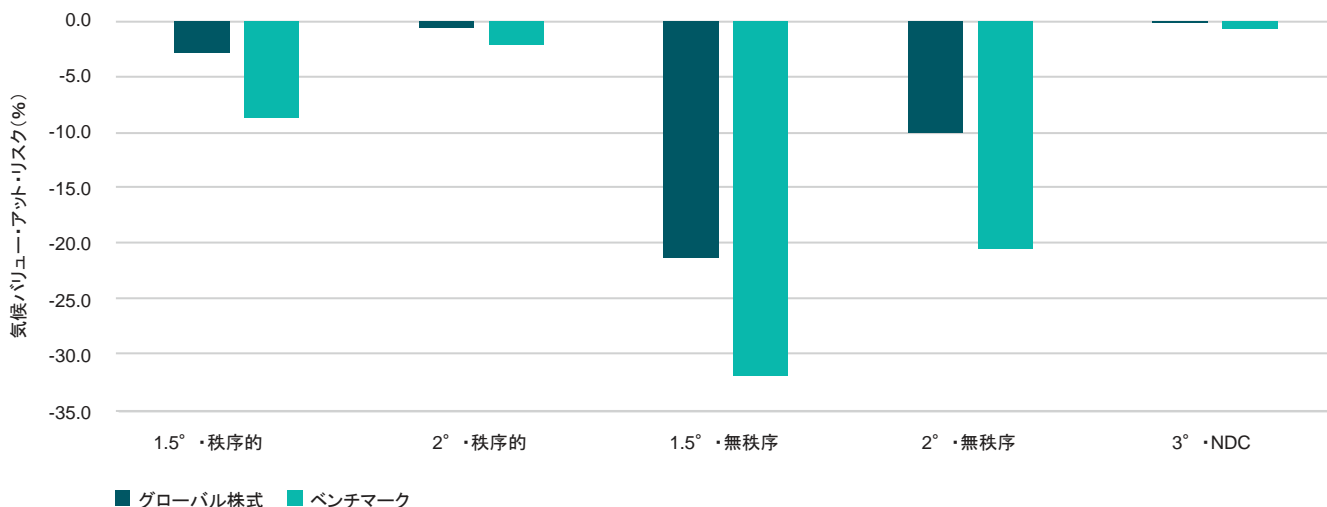


図表2: 移行リスク(NAM ex-JP)



図表1、2は2022年12月末時点の数値です。

図表3: 移行リスク - グローバル株式



物理的リスク

近年、山火事やハリケーンのような自然災害の発生と深刻さが増す一方、洪水をもたらすような長雨や豪雨といった気象パターンも見られるようになってきました。気候変動による世界的な気温上昇に伴い、このような災害の頻度と深刻さは増すばかりです。こういった気象事象は企業に経済的影響を与え、その範囲は直接的な資産の損傷だけでなく、生産性の変化から生じ得る操業の中断による間接的損害にも及びます。したがって、物理的リスクは、気候変動の物理的影響に起因するリスクと定義されます。このリスクには、気象事象に起因するもの(急性)と気候パターンの長期的な変動(慢性)があり、後者は可住地の変化をもたらします⁶。晒されるリスクが急性であれ慢性であれ、経済システムは適応しなくてはなりません。

MSCI社の物理的リスク評価手法では、向こう15年にわたって起こり得る様々な物理的リスク事象に基づき、企業の CVaR をモデル化しています。これらの物理的リスク事象による影響は、操業の中断と事象による直接的損害という2つの異なる方法で測定することができます。物理的リスクの種類と影響は事象発生区域に固有であるため、同評価手法では、こうした気象パターンの変動の尤度、およびその変動が現地レベルでもたらす企業の個々の資産への潜在的影響をモデル化しています。したがって、企業のCVaRは、向こう15年における収入減と操業中断の結果として当該企業が負うと予想されるコストの総額となります。

物理的リスクの影響のモデル化に課題があることは認識しています。予想される気象パターンの変動が、すでに観測されており予報の作成に使われている傾向から乖離する可能性があるためです。この乖離はいずれの方向にも起こる可能性があり、したがって実際の結果は、現在予測されているより深刻度が大きくも小さくもなり得ますし、発生頻度が高くも低くもなり得ます。このため、どのモデルであれ、物理的リスクの種類を展開を正確に予測する能力には限界があり、ましてや起こり得る経済的影響の程度に至ってはなおさらです。

このモデルが直面している限界は、物理的リスクの影響の制御に関連して企業や国・地域が展開する物理的リスクへの適応の取り組み(例えば堤防・洪水壁や保険)を考慮することです。こういった物理的リスクへの適応の取り組みは、物理的リスク事象による経済的影響の可能性を完全に排除することはできないかもしれませんが、影響の度合いを抑えることはできると想定され、考慮すべき重要な事項と言えます。

当社では、運用するポートフォリオを以下のシナリオに基づいて分析しました。

- **平均的シナリオ**: モデルの対象期間である15年において最も可能性が高い、気候変動の影響。つまり、コスト分布の期待値。
- **アグレッシブ・シナリオ**: コスト分布の95パーセンタイル値であり、分布の裾部分における深刻なダウンサイド・リスクを考慮。つまり、「最悪シナリオ」。

⁶ TCFDの物理的リスク: <https://www.tcfddhub.org/Downloads/pdfs/E06%20-%20Climate%20related%20risks%20and%20opportunities.pdf>

図表3は2022年12月末時点の数値です。

当社ファンドの物理的リスクによる潜在的CVaRは、平均的シナリオとアグレッシブ・シナリオのいずれにおいても、移行リスクの場合に比べて大幅に低くなっています。CVaRが概ね企業の属するセクターに左右される移行リスクとは異なり、物理的リスクでは投資先企業の資産の地理的位置が鍵となります。

アグレッシブ・シナリオでは、NAM JP資産の潜在的CVaRは約18%（図表4参照）で、NAM Ex-JP資産では8%を若干上回る水準です（図表5参照）。平均的シナリオでは、潜在的CVaRは大幅に低く、NAM JPで約10%（図表4参照）、NAM ex-JPで約4%（図表5参照）となっています。NAM JPはすべて日本の資産であるため、その物理的リスクが地理的に物理的リスクの高い日本に集中しているのに対し、NAM ex-JP資産は物理的リスクがよりグローバルに分散しています。

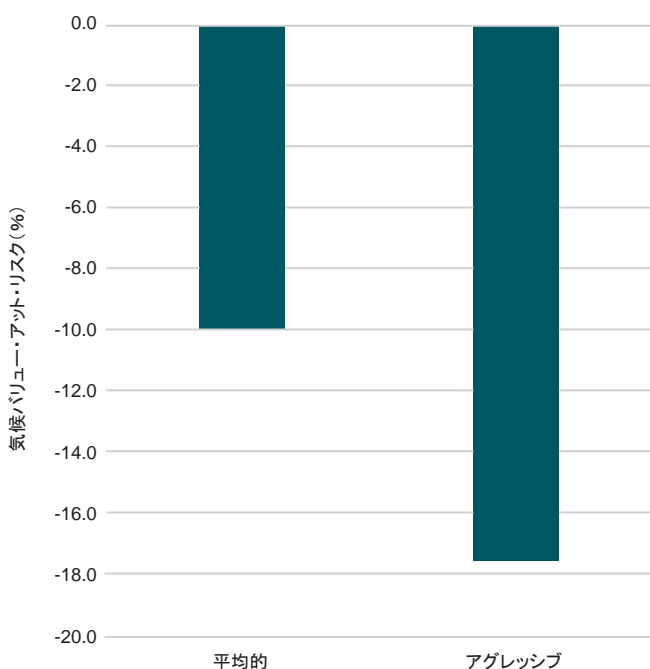
データをさらに分析すると、地理的に（気象事象に起因する）急性リスクが高い地域ほど、CVaRが高いことがわかります。こういった気象事象は突然発生する傾向があり、リスクへの適応策やリスク低減策の時間を十分に取ることができません。加えて、気象事象の深刻度は予測ができないため、実施されたリスク低減策や適応策が不十分という結果に終わる可能性もあります。したがって、急性リスクが最も高い地域は、資産の損害と操業の中断が最大になると想定されます。

パッシブ運用のファンドでは裁量を限定しているため、その物理的リスクはファンドが連動を目指すインデックスと概ね同水準となります。したがって、パッシブ運用資産が晒される物理的リスクを低減すべく、移行リスクの場合と同様、当社では積極的なステュワードシップ・アプローチをとっており、すべての保有

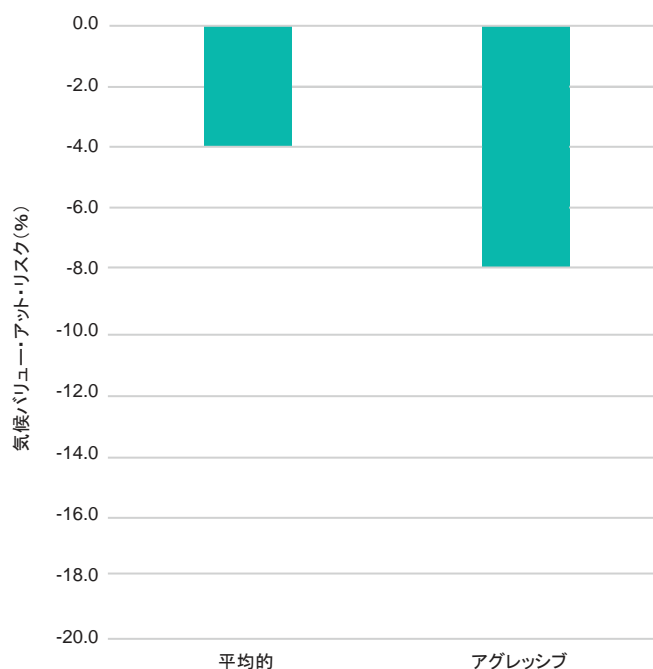
株式について、投資先企業へのエンゲージメントと積極的な議決権行使を行っています。世界中で起きている様々な物理的リスク事象の悲惨な影響は、実際に感じたり目にしたりすることができますが、こうした物理的リスク事象が企業の将来価値にどのような影響を与えるのか、その換算は未知数です。企業が脱炭素化から生じるリスクを概ね低減できる移行リスクとは異なり、物理的リスクは、その企業だけでなく当局や民間セクター全体、そして社会全体が実施する適応策に依存するところが大きくなります。

ポートフォリオをより柔軟に運用できるアクティブ運用ファンドでは、ポートフォリオの組入れ銘柄を検討する際に物理的リスクを積極的に考慮することができます。物理的リスクは依然存在しますが、ベンチマークに比べれば低くなっています。

図表4: 物理的リスク(NAM JP)



図表5: 物理的リスク(NAM ex-JP)



図表4、5は2022年12月末時点の数値です。

図表6に示した当社のアジア株式(日本を除く)のUCITSファンドを例にとると、同ファンドの物理的リスクによるCVaRはベンチマーク(MSCI Asia ex-Japanインデックス)よりも低い水準にあります。これは、平均的シナリオとアグレッシブ・シナリオのいずれにおいても、同ファンドは物理的リスク事象のもたらし得る経済的影響がベンチマークに比べて低いことを意味します。それでも、近年は気候関連事象が増加していることから、当社では、自社資産の晒されている物理的リスクへの認識を高めるよう投資先企業に促す意味も含め、物理的リスクへの適応に向けた準備について投資先企業とのエンゲージメントを継続しています。

物理的リスクの評価においては、起こり得る物理的リスク事象のうち、

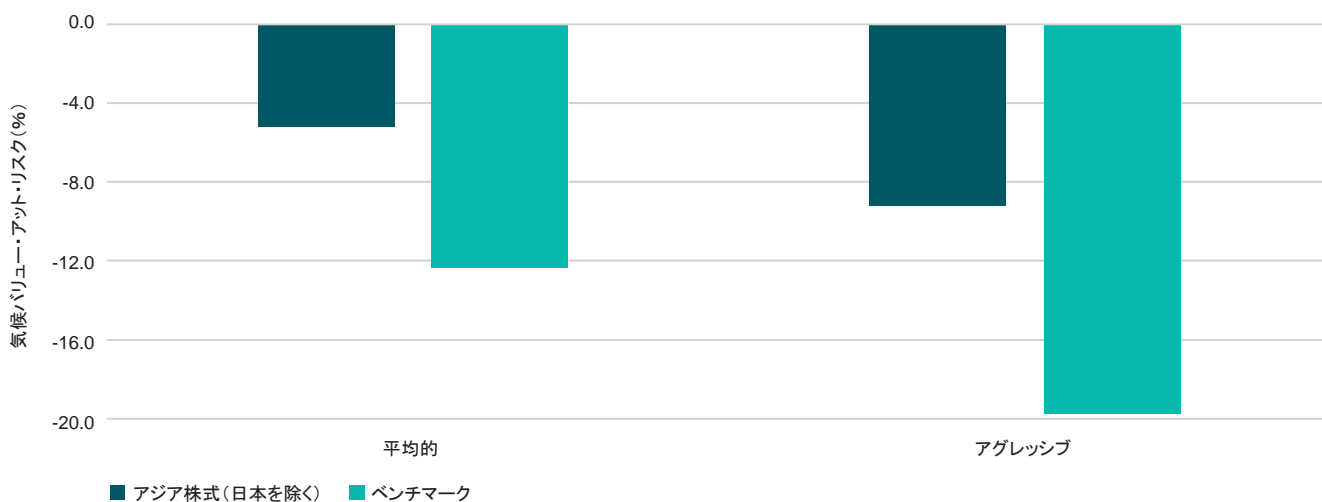
ポートフォリオの保有銘柄に最も大きな影響を与えるかもしれないものを判断することもできます。これは主に、投資先企業の資産の所在地によって左右されます。

NAM ex-JP資産をケーススタディーとして取り上げると、図表7が示す通り、ポートフォリオの投資先企業の資産は日本以外のアジア、欧州、米州など様々な地域にわたっています。平均的シナリオとアグレッシブ・シナリオのいずれにおいても、CVaRが最も高いのは沿岸洪水で、平均的シナリオでは暑さが、アグレッシブ・シナリオでは降雨がそれに続きます。各種の物理的リスクについて、気候変動が抑制されない場合、アグレッシブ・シナリオの下では物理的リスク事象が大幅に悪化する可能性のあることがわかります。

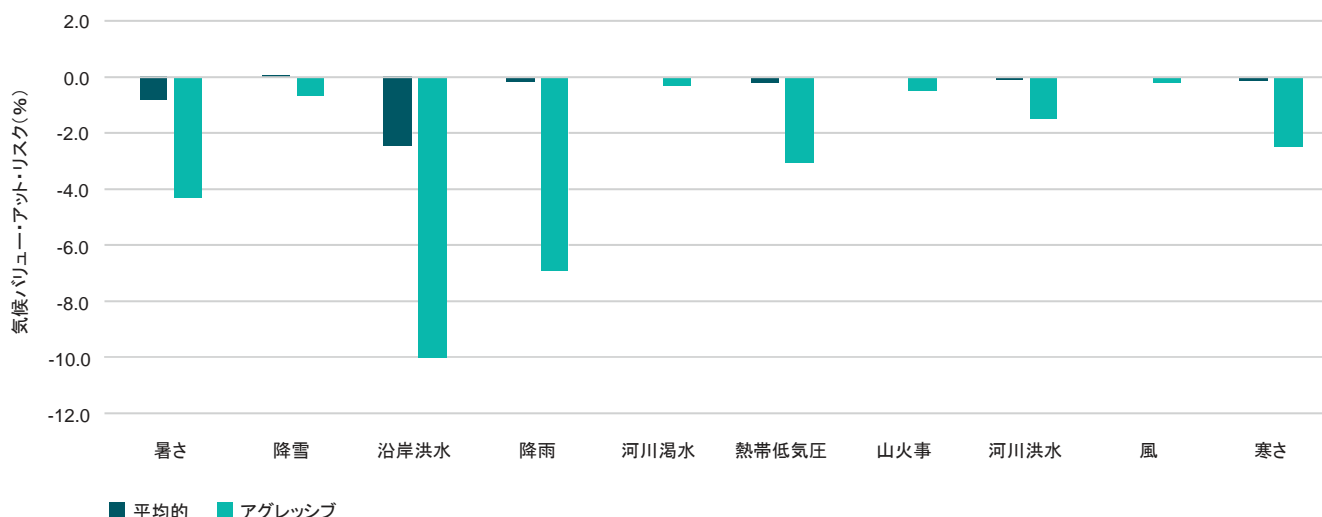
沿岸洪水事象の頻度や深刻さが、現在ニュースで報道されているようなペースで増した場合、沿岸洪水のCVaRは、モデルで用いられているのと同じ15年の期間において、2%強から10%へと約5倍の増加を見せるでしょう。

しかし、興味深いことに、当社ポートフォリオで保有しているいくつかの企業は、気候温暖化から恩恵を受ける可能性があります。降雪のある地域で事業を営む企業については、平均的シナリオでは物理的リスクがプラスに作用します。しかし、アグレッシブ・シナリオ寄りの気候温暖化でも、異なる気象事象が互いに関連することによりその影響が悪化する可能性があることから、降雪のCVaRは依然1%程度となります。

図表6: アジア株式(日本を除く)の物理リスク



図表7: NAM ex-JPの物理的リスク(種類別)



図表6、7は2022年12月末時点の数値です。

技術的機会

気候変動によって起きている変化を考えると、これまで強調されてきたリスクと並行して機会も生まれると考えられます。こうした機会は、より効率的なプロセスへの投資といった直接的なアクションを通じて起こることもあれば、よりクリーンなエネルギー源へのシフトのような、サプライチェーン全体にわたる間接的なアクションを通じて起こることもあります。このようなアクションから生まれ得る気候関連機会は無数と言えます。しかし、こうした機会をどのように評価できるかについては、特に包括的な要約・評価を行うにはデータに限界があることから、複雑さを伴うこともわかっています。したがって、保有銘柄の多くについてはボトムアップ分析に頼っており、これによって、企業の事業運営や事業を営む地域・セクター、全体的な戦略など、既存のデータでは十分に明らかにならない背景の評価が可能となります。

ボトムアップ分析の補完として、第三者データ提供機関を活用することで機会をさらに評価することができます。これにより、パッシブ運用の保有銘柄における気候関連機会を幅広く評価することだけでなく、アクティブ運用の保有銘柄について追加の見識を得ることが可能となります。

MSCI社の気候関連機会の評価手法は、現在のグリーン収益と新技術から生まれる機会に焦点を当てています。これらのファクターには、以下の点が合わせて考慮されます：

- ① **現在のグリーン収益部分**。これを同業他社と比較することにより、セクター内で変化の恩恵を最も享受できるであろう企業を評価できます。
- ② **将来に向けた機会**。これにおいては、研究・開発／グリーン特許が、向こう15年に恩恵が見込まれる企業を判断する一翼を担います。特許の分析によって、気候に対するスタンスの変化から今後恩恵を受けるとみられる企業が特定されます。MSCI社では、特許の「価値」を評価するにあたり、単に特許の総数に依存するのではなく、引用を考慮します。こうして評価した特許の価値を同業他社と比較することにより、技術の進歩からの恩恵が見込まれる企業を特定できます。

これら2つのファクターを合わせることで、技術的機会のCVaRが算出されます。このCVaRは、短期的恩恵は収益に、中期的な恩恵は研究・開発に紐づける形で機会の便益が捉えられます。

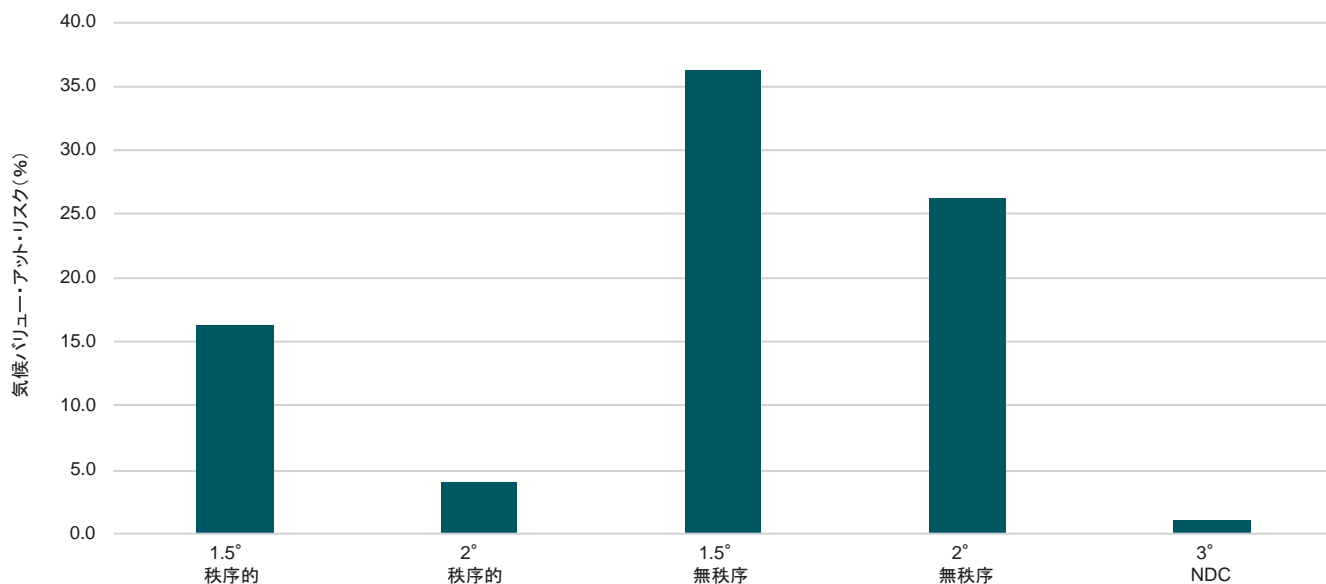
技術的機会の評価に広範なデータポイントを用いること、および気候関連機会の検討を研究・開発／グリーン特許のみに限定することには限界があります。事業運営の改善といったファクターが、大きな影響を与える可能性もあるからです。しかし、この技術的機会の評価により、当社ポートフォリオが捉え得る潜在機会について、ハイレベルな概観をトップダウンで把握することができます。当社では引き続き、気候関連機会を明確にする最良の方法として、主に同機会のボトムアップ分析と綿密な検討に頼っています。これにより、よりアクティブな運用を行っているファンドのアプローチに沿った、各企業固有の評価を行うことができます。

当社のアクティブ運用ファンドでは、企業の気候関連機会を、ESGを組み込んだボトムアップ運用プロセスの一環として、ポートフォリオ・マネージャーとアナリストが必要な洞察を提供することにより、個別企業ごとに特定しています。当社の運用資産残高の大部分を占めるパッシブ運用では、気候関連機会の特定をより組織的・体系的な方法で行う必要があると考えます。例えば、その大半がパッシブ運用であるNAM JP資産の場合、日本の投資先企業における技術的機会のデータは、前述の移行リスクを大幅に相殺する可能性があることを示しています。

技術的機会を説明するのに、NAM JP資産をケーススタディーとして使いたいと思います。図表8が示す通り、技術的機会は「1.5°C・無秩序」シナリオの下で最大となり、35%を若干上回ります。このシナリオでは、対策の遅れにより脱炭素化の緊急性が最も大きく差し迫ったものとなるため、技術進歩の必要性が最も高くなります。より秩序あるシナリオ（すなわち「1.5°C・秩序的」）では、NAM JP資産の技術的機会は15%強となります。

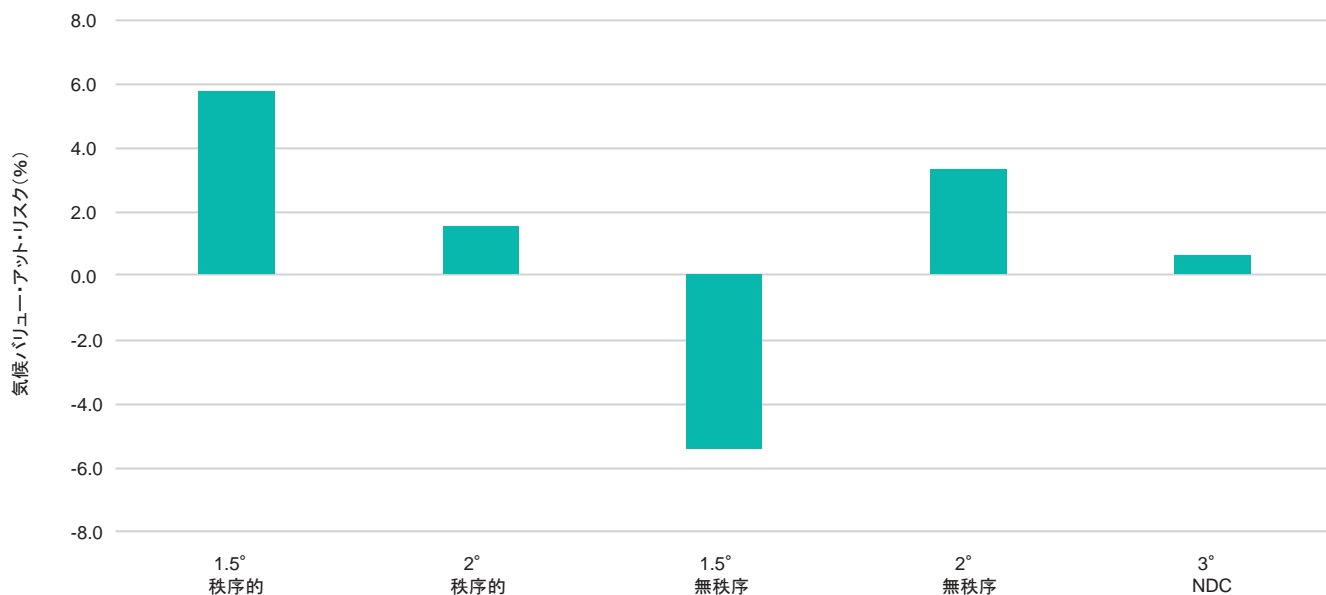


図表8: 技術的機会 (NAM JP)



移行リスクと技術的機会は同じファクターから生じる相反する結果、つまり政策アクションの変化が投資先企業に与える影響を表します。これらをポートフォリオ全体で集計することで、政策アクションの変化による全体的な影響を評価することができます。図表9でNAM JP資産が晒されている総合リスクを見ると、「1.5°C・無秩序」シナリオを除くすべてのシナリオで移行リスクが打ち消されているだけでなく、保有銘柄の価値にも追加のプラス寄与をもたらしていることがわかります。

図表9: 総合リスク (NAM JP)



図表8、9は2022年12月末時点の数値です。

トップダウン分析： 気温アライメント

地球の気温上昇の度合いは、我々の住む世界のあり方を決定するであろう重要な要因の1つとなっています。このため、各国政府や気候変動に関する政府間パネル(IPCC)などの組織は、世界の気温上昇を産業革命前対比で2°Cを十分に下回る水準に抑えるよう呼びかけるとともに、1.5°C未満とするための努力を続けています。気温アライメントの測定は、企業のカーボン・インテンシティを直感的にわかりやすい温度スケール(°C)に変換することで、企業によるパリ協定の1.5°C目標の達成度を伝わりやすくします。これにより、保有銘柄の気候関連リスクに対するエクスポージャーのみならず、保有銘柄における脱炭素化(つまりリスク低減)の状況も把握することができるようになります。

MSCI社の温暖化ポテンシャルの評価方法は、その企業が現在公表している二酸化炭素排出量削減目標を考慮します。このモデルでは、カーボン・インテンシティ(スコープ1、2および3)と気温の対数関係を利用し、その企業が属するセクターを考慮に入れています。また、温暖化の影響に加えて、低炭素化技術からもたらされる気温低下の影響(つまり二酸化炭素排出量の削減)、およびこれによって当該企業が創出すると予想される収益も考慮しています。これらのファクターから、現在のカーボン・インテンシティと企業固有の削減目標によるカーボン・インテンシティの両方に基づいて、その企業の総温暖化ポテンシャルを導き出すことができます。

二酸化炭素排出量と気温の関係は一筋縄ではいかず、企業による排出量削減の成否はその事業運営が置かれている状況に大きく左右されます。その例としては、企業が事業を営む規制環境、リソース

の有無、サプライチェーンへの依存度などが挙げられます。モデルには手法の限界や前提条件がつきものであり、現在このモデルで測定できるのは、各企業とその目標が1.5°Cの温暖化シナリオにどの程度沿っているかに過ぎないと考えています。

温暖化ポテンシャルを左右する要因の1つは、カーボン・インテンシティを低下させるための企業の取り組みで、これにおいては、二酸化炭素削減へのコミットメントと、その結果としての1.5°Cまたは2°C目標との整合性が考慮されます。このことから、企業は「大幅に不整合」、「不整合」、「2°C目標と整合」、「1.5°C目標と整合」のグループのいずれかに分類されます。

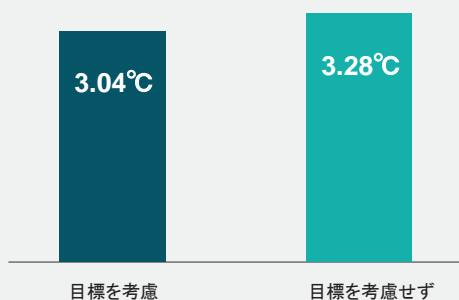
企業のコミットメントや目標を気温アライメントに変換することで、こういった目標の意欲度を評価することが可能となり、これをボトムアップ・リサーチに加えて行うことで、デューデリジェンスや投資先企業とのエンゲージメントを一層推進することができます。



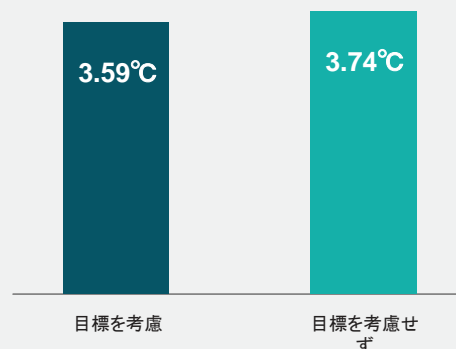
気温アライメントでは、現在の二酸化炭素排出量特性とコミットしている目標に基づき、ポートフォリオの保有銘柄の影響度（「温暖化ポテンシャル」）を2100年まで評価します。これにより、気温上昇を1.5℃または2℃に抑える目標に対する保有銘柄の整合性度合いを判断することができます。

企業レベルの目標を考慮して温暖化ポテンシャルの分析を行うと、気温アラインメントはNAM JP資産で約3.05℃（図表10参照）、NAM ex-JP資産で約3.60℃（図表11参照）となります。各企業のコミットメントを考慮しない場合は、NAM JP資産で約3.30℃（図表10参照）、NAM ex-JP資産で約3.75℃（図表11参照）となります。目標にコミットしているとその企業による影響度が低下することが示されていますが、脱炭素化に向けたアクションにはまだ高度化や加速の余地があります。

図表10: 温暖化ポテンシャル(NAM JP)



図表11: 温暖化ポテンシャル(NAM ex-JP)



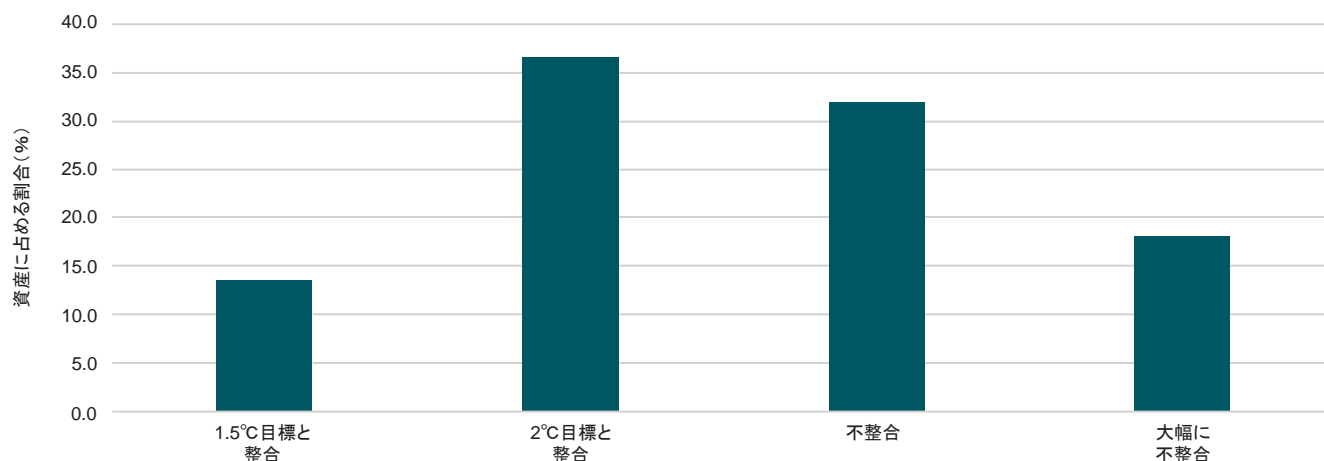
前述の通り、パッシブ運用のファンドは裁量が限定的であるため、温暖化ポテンシャルはファンドが連動を目指すインデックスとほぼ同水準となります。いずれにせよ、当社では、前述したように、エンゲージメントや議決権行使を通じたアクティブ・オーナーシップによって、ポートフォリオの保有銘柄が気候変動に与える影響を低減するよう努めています。

運用を柔軟に行えるアクティブ運用のファンドでは、より選別的に、信頼できる移行計画があり脱炭素化を通じて実際に影響を与えている企業を選好することができます。

リスク評価をさらに向上させて分析に活かすべく、当社では運用ポートフォリオおよびその保有銘柄を、「1.5℃目標と整合」、「2℃目標と整合」、「不整合」、「大幅に不整合」の気温アラ

インメント群に分類して評価しています。当社の分析（図表12参照）によると、本レポートの対象となる当社グループの投資先企業の50%近くが、1.5℃目標または2℃目標と整合しています。このような考察により、気候変動に大きな悪影響を及ぼしている企業に対してスチュワードシップ活動を重点的に展開しやすくなります。

図表12: 気温アラインメントの分布(日興AMグループ)



図表10、11、12は2022年12月末時点の数値です。

ボトムアップ分析： ESGを組み込んだ 独自のアプローチ

当社のアクティブ運用戦略では、運用チームが、独自の哲学とアプローチに基づき、徹底したボトムアップ・リサーチを通じて魅力的な企業を特定します。ESGファクターとそれが企業にもたらすリスクおよび機会をこのプロセスに組み込み、投資判断における追加的な考慮事項としています。アクティブ運用ファンドで保有している企業の大部分は同時にパッシブ運用ファンドでも保有しているため、パッシブ運用ポートフォリオの構成銘柄の多くについても、ESGを含めアクティブリサーチが行われています。

ESGインテグレーションにおいて、当社では画一的なアプローチは採用していません。フィデューシャリー・デューティーの履行を担う中心となるのは運用チームであり、同チームには、当社グループが提供するグローバルおよびローカルのガバナンス枠組みの範囲内で、顧客の最善利益のために行動する権限が与えられています。つまり、当社のESGインテグレーションやエンゲージメントのプロセスは運用チームごとにカスタムメイドされており、各チームが最も適切で効果的な方法を選択できるようになっています。資産クラスや運用戦略、お客様の要望によっては、一部の運用チームが投資哲学や運用プロセスに関連した特定のESGポリシー・手続きを保持することがあります。

ESGの問題が投資判断において唯一の考慮事項となることはほとんどありませんが、このような問題を把握することによって、運用プロセスが深められ、運用チームは企業に対してより包括的な見方ができるようになります。そのため、環境の柱に含まれる気候変動、自然、生物多様性などのESGファクターを、運用のポリシーおよびプロセスの一部として考慮しており、別途実行するものとして扱うことはありません。当社では、ESGファクターへの注目は優れた運用規律に必須であり、あらゆる事業の中核を成し長期的な価値創造に不可欠であるとともに、持続可能な経済成長の幅広い実現に貢献すると強く考えています。このような見方から、当社では、すべての資産クラスと地域にわたって、ESGの考慮を取り入れるよう努めています。

とはいえ、資産クラスが異なればその動向も異なり、様々な地域や業種セクターによって複雑さがさらに増します。したがって、各運用チームは独自の視点を通じてESGの実施を見ることが許されており、その結果、当社全体にわたって多様なアプローチが用いられています。どのようなアプローチであれ、当社ではすべてのESGポリシーを最高基準に維持し、改善・革新を継続的に行うよう努めています。

当社のESGリスク分析は、他のチームに委ねるのではなく、運用リサーチ機能に組み込まれています。各運用チームは、ポートフォリオの保有銘柄の成功や長期的な持続可能性に影響を及ぼし得るリスクの評価を担当します。組み入れ候補銘柄のストレステストや銘柄選択、ポートフォリオ構築などの詳細なプロセスも、運用チームが全体でESGリスクの管理に取り組む態勢を促しています。

各地域の運用チームは、グローバル・サステナブル・インベストメント・チームによってサポートされています。このチームは、2ページ以降の日興AMグループのサステナビリティ・ガバナンスで説明している通り、地域別ESGスペシャリスト、リサーチ&インテグレーション、スチュワードシップ、データ&レポート、ESGレギュレーションの5つの機能から成り、全社的なESGのポリシー、枠組み、取り組み、規制事項、運用・リスク担当者向けのESGリソースの組織、世界の重要な新しいESG動向に関する当社の理解の強化などにおいて、主導的な役割を担っています。例えば、ESGスペシャリストは、すべての運用プロフェッショナルがESGを運用プロセスに最大限に組み込むという当社の目標の一環として、運用チームをサポートします。また、様々なESG専門機関と関係を構築し、世界各国におけるESG関連の法改正といった動向について、ESGグローバル・ステアリング・コミッティーと定期的に情報共有を行います。ESGグローバル・ステアリング・コミッティーはグループの取締役会にレポートします。中央一元管理型のESGデータ・チームの設立によって、ESGデータのカバレッジにおける一貫性・正確性・改善が実現するとともに、当社の分析能力が拡大しています。このようなチームの強化は、外部のESGデータソースの拡張計画（例えば高度な気候分析ツールの取得など）と連携して行われています。

次の表は、本レポートの対象となる当社ポートフォリオのESGインテグレーションへのアプローチを簡単にまとめたものです。日興AMの運用チームによるESGインテグレーションやスチュワードシップ活動の詳細は、[英国スチュワードシップ・コード](#)への年次回答や[サステナビリティ・レポート 2023](#)（2022年度の活動が対象）をご覧ください。

資産クラス	ESGインテグレーション
日本株式	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「共有価値の創造」(CSV)評価に基づく銘柄選択プロセスを活用することで、ESGを投資判断に組み込んでいる。CSV評価の概念は、社会的価値の創造が経済的価値につながることを見出したハーバード大学のマイケル・ポーター教授の研究に由来する。 ■ 2013年から独自のCSV評価を運用プロセスの一環として行っており、2021年にはCSV株価を導入。CSV株価はCSV評価に基づく適正株価を示すもので、これによって運用プロセスにおけるESG/CSVインテグレーションを強化。CSV評価は現在、ESG、市場競争力、財務力の3つのカテゴリーに分類された12のファクターで構成されている。 ■ 当該ファクターの1つである「カーボン・ニュートラル」は、気候リスク対策や気候関連機会の探求といった企業の取り組みを評価するのに用いられる。
グローバル株式	<ul style="list-style-type: none"> ■ ESG分析は、各ファクターの重要性和将来における潜在的影響を確実に評価できるよう、銘柄選定プロセスに完全に組み込まれており、各ポートフォリオ・マネージャーによって実施されている。 ■ 4つの柱に基づく当社の「フューチャー・クオリティ」分析には、ESGファクターの詳細な評価が含まれており、同ファクターが企業のリスクと収益に及ぼす影響を判断している。 ■ リサーチには、企業のコーポレート・ガバナンス、社会的慣行、製品・サービスの環境面での持続可能性、成長およびESGコミットメントのための資金を賄える能力の分析が含まれる。
アジア株式 (日本株式および中国株式を除く)	<ul style="list-style-type: none"> ■ ESG分析は企業リサーチ、銘柄選択、ポートフォリオ構築に組み込まれている。ESGの「マテリアリティ・マップ」で、サステナビリティ会計基準審議会(SASB)とMSCIのESGファクターに基づき、リサーチ対象各企業の重要な課題および機会に焦点を当てている。 ■ 当社独自のESGスコアリング手法の一環として、個々の企業をファンダメンタル分析とともにESGの観点でスコアリングしており、その集計が各企業のスコアとなる。また、企業エンゲージメントと改善の分野を特定すべく、ESGに特化したリサーチも行っている。
日本債券	<ul style="list-style-type: none"> ■ 発行体企業のファンダメンタル・クレジット分析の一部として、ESGを組み込んでいる。 ■ 主要なESGファクターは8つで、うち2つが環境、3つが社会、残り3つがガバナンスの分野に属する。 ■ 2023年には、さらに政府系発行体の分析においてもESGの考慮を開始。
グローバル債券	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当チームが運用する債券資産の大半は、AAA格の債券である。ESGファクターは、特に企業クレジットの場合において、投資案件にとって重要であると判断される範囲内で、かつお客様のリスク選好度やESG投資に対する考え方に則って考慮される。 ■ ソブリン・国際機関・政府機関(合わせてSSA)および企業といった発行体のESG評価を強化すべく、独自のESGプラットフォームを利用してESGデータを集約。この補完ツールによって、各債券分野・セクターに最も適していると考えられる変数に基づいてESGランキングを算出することができる。また、同ツールでは使用するデータソースを完全にコントロールできるため、複数のデータフィードを利用することが可能となる。 ■ グリーンボンド・ファンドについては、全保有銘柄に対して独自のサステナビリティ評価プロセスを用いている。このボトムアップ・レビュー・プロセスは、グリーンボンドの名称を冠した債券発行の3つの重要要素である発行体のサステナビリティ戦略、事前の債券枠組み、発行後の資金配分および影響報告を中心に組み立てられている。
アジア債券	<ul style="list-style-type: none"> ■ ESG分析は、ボトムアップのファンダメンタルズ分析およびポートフォリオ構築の一環として、すべての企業リサーチに組み込まれている。また、企業エンゲージメントと改善の分野を特定すべく、ESGに特化したリサーチも行っている。 ■ ESGマテリアリティ・マップを企業に適用し、SASBとMSCIのESGファクターに基づきながらアジアの状況も反映させて、ESG課題を特定。 ■ 2022年には、世界銀行や国連、欧州委員会の「地球規模大気研究のための排出量データベース(EDGAR)」などのソースからの公開データを用いて、独自のESGソブリン・レーティング・モデルを開発。 ■ ESGの3分野(環境・社会・ガバナンス)をすべて幅広くカバーする21の指標を使用。これには、GHG排出量(国民1人当たりと対GDP比)、人間開発指数、「政府の有効性」指標が含まれる。この新しいモデルは、2022年の導入以来、ソブリン・モデルでESG要素として配備されている。

ボトムアップ分析： 外部のデータ提供機関

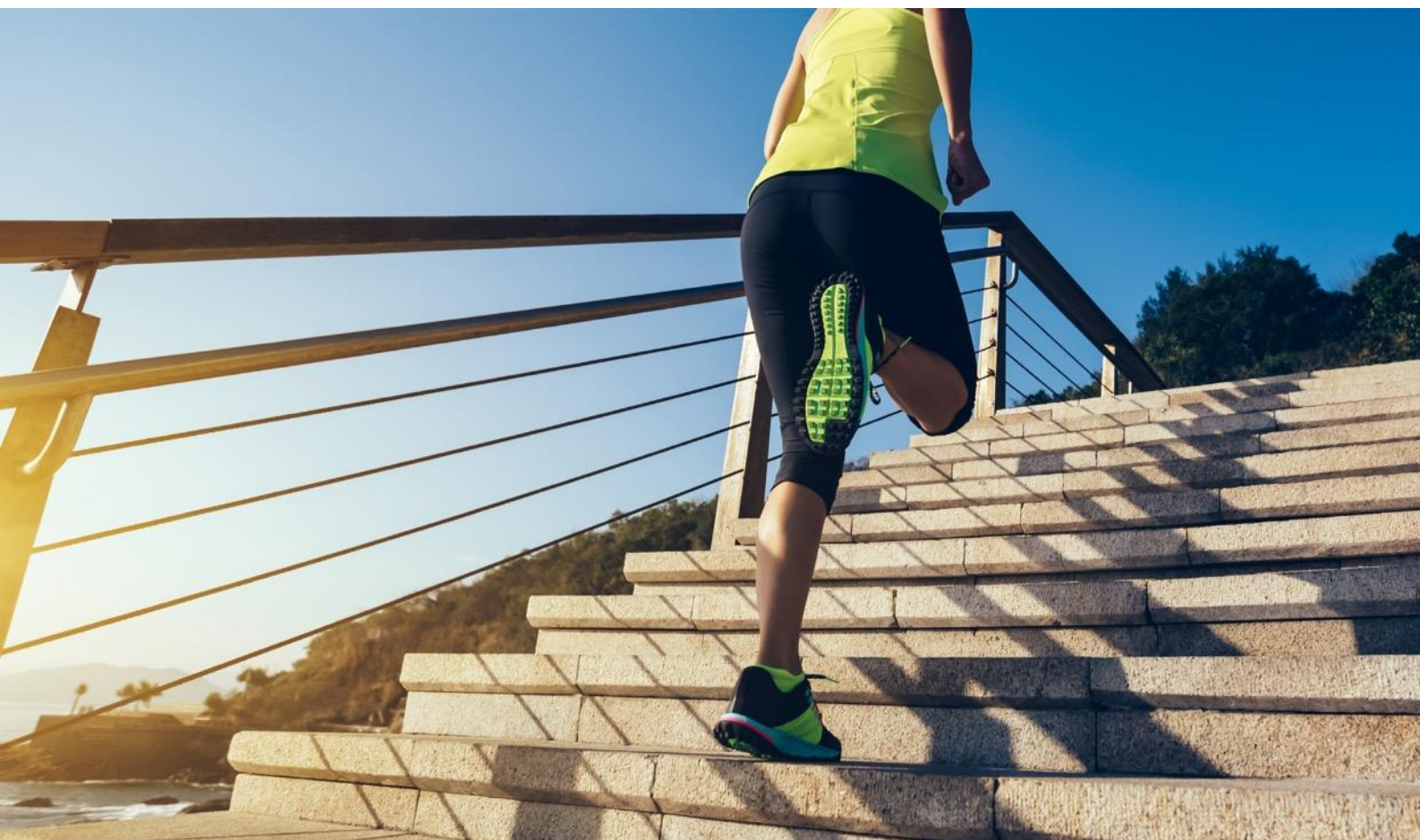
外部のサービス・プロバイダーからのデータは、ボトムアップ分析と運用する資産のステewardシップを補完するために、投資判断プロセスにおける1つのインプットとして利用しています。当社のESG分析では、MSCIやBloomberg、ISS、Good Bankersなど、様々なソースからのデータを使っています。これらのソースからのデータは、公開データソース（サステナビリティ・レポートなど）によってさらに補完されます。また、外部のESGアナリストとも定期的にミーティングを持ち、企業とのエンゲージメントのやり方について理解を深めるとともに、当社が受け取るリサーチの質を高めてもらうようにしています。当社がお客様に代わってステewardシップの義務を果たすために必要な洞察を提供してもらうにあたり、レポートや見識の質と深さに加え、ベンダーとしての有効性を考慮しています。

当社では2022年にESGデータ・チームを設立しました。このチームは、データの入手・利用しやすさと質、およびデータへのアクセスを改善することに特化してきました。主な懸案事項は、データの正確性および適時性、そしてカバー対象のすべての投資対象・地域にわたる一貫性を担保することです。現在、ESGデータ分析を提供するために現在利用している重要なサービス・プロバイダーの1つがMSCIです。現在も続いている社内プロジェクトの一環として、MSCIと何度か電話会議や勉強会、メールでの議論を行い、MSCIが提供するデータの使い方を当社とMSCIがともに理解・熟知するようにしました。こういったセッションの結果をベースに、ESGデータ・チームと運用チームとで議論し、実際にデータをどのように使うかを決定します。

例えば、前段のセクションで述べた通り、当社ではMSCIのCVaRを活用

して、シナリオ分析とGHG排出量やカーボン・インテンシティなど気候関連データの計算を実施・報告しています。エラーを発見した場合は、第三者データ提供機関と連絡を取り、迅速に解決するよう努めています。加えて、当社の運用資産残高の大部分は日本株式と日本以外のアジア株式、そして第三者プロバイダーによるカバレッジがまだ発展の過程にある債券資産です。データにギャップや遅れがあることもあれば、時にはデータがあっても分析結果やレーティングに同意できないこともあります。そのため、第三者のサービスのみには依存することはありません。

加えて、より優れた情報に基づいて投資判断を行うためだけでなく、気候関連指標の開示強化を推進し、市場のデータの質を共同で向上させる目標設定を奨励するために、企業とのエンゲージメントはすべて自社で行っています。





気候変動関連の リスクと機会

当社では、気候変動におけるリスクと機会について、以下のような時間軸で幅広く検討しています。

- **短期**: 投資ホライズンに合わせて3~5年
- **中期**: 中間ネットゼロ目標に合わせて最長2030年
- **長期**: ネットゼロ目標に合わせて最長2050年

気候変動関連のリスクと機会の検討は、投資の時間軸よりも長い期間にわたって行うべきであることに留意しています。

リスクの種類と影響、およびこれらのリスクが顕在化し得る時間軸を特定・把握することは、投資家としての当社にとって重要です。なぜなら、これらのリスクが結果として保有銘柄のバリュエーション低下につながり、延いては当社のポートフォリオや収益に影響を与える可能性があるのに加え、それに伴い当社にレピュテーション・リスクをもたらすことになるからです。次の表は、投資先企業が直面している気候変動関連リスク、その潜在的影響、そして当社がそのようなリスクを低減するための事前策を講じなかった場合に、最終的に資産運用会社として被り得る当該リスクの影響をまとめたものです。

気候変動から生じるリスクと同時に、低炭素経済への移行は、投資先企業が活用できる気候関連機会をもたらします。当社は、資産運用会社として投資先企業に対し、その製品・サービスのバリューチェーン全体を通じて気候関連機会を追求するよう働きかけています。次の表では、様々な機会がどのように投資先企業に影響を与えるか、延いては資産運用会社としての当社に影響を与えるかを概説しています。

当社のリスク低減活動については本報告書全般で説明しており、以下の活動が含まれますが、これらに限定されるものではありません：

- 徹底したボトムアップ・リサーチ
- 積極的なステュワードシップ
- トップダウンのシナリオ分析
- ポートフォリオ・リスクのモニタリング

リスク	内容	時間軸	投資先企業への潜在的影響	資産運用会社としての当社への潜在的影響
移行リスク				
規制・法律	企業の事業運営や製品・サービスに影響を及ぼすかもしれない、気候関連規制の新設・強化や気候関連訴訟の可能性から生じるリスク	業種や地域によって異なる 例えばカーボン・インテンシティの高いセクターは短期で、相対的に低いセクターは中期から長期	以下によるコストの増大: ■ 炭素価格の上昇 ■ 規制違反によるコンプライアンス・コストまたは罰金 ■ 脱炭素策の加速によるコスト増 ■ 気候関連訴訟の可能性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 運用資産残高の減少 ■ 収益の低下
技術	低炭素経済への移行に後れを取らないために技術革新に投資する必要性から生じるリスク	利用できる技術の有無次第で業種によって異なる 例えば自動車業界は短期で、セメント業界は長期	以下によるコストの増大: ■ 低効率資産の償却 ■ 二酸化炭素排出量が低い技術への設備投資 ■ 非効率な事業運営による収益性の低下 ■ 競合他社に比べて低い需要	
市場	消費行動の変化、延いては需要の転換から生じるリスク	業種によって異なる 例えば自動車業界は短期で、鉄鋼業界は長期	以下による収益の減少: ■ 製品・サービスに対する需要の後退 ■ 市場ニーズの変化を捉えられないこと	
レピュテーション	企業の気候リスクへの対応や気候変動対策への貢献に対する世間の認識から生じるリスク	短・中・長期	以下による収益の減少: ■ ネガティブなイメージ(例えばグリーンウォッシングなど)による需要後退 ■ 債務コストの上昇	
物理的リスク				
急性	異常気象の深刻化による物理的操業へのリスク	長期	以下による収益の減少: ■ 設備の損傷やサプライチェーン・輸送の途絶による生産能力低下とその結果としての生産量減少 ■ 気候条件の変化がもたらす消費パターンの変化	<ul style="list-style-type: none"> ■ 運用資産残高の減少 ■ サプライチェーンへの波及的影響の結果として起こる、気象現象に関連した操業の損失・停止によって当社の運用全体に及ぶ影響
慢性	生産性や消費行動に影響を及ぼす可能性のある気候パターンの変化から生じる、物理的操業へのリスク	長期	以下によるコストの増大: ■ 保険料の上昇、あるいは最終的に保険に加入できなくなること ■ 資産損傷による減損処理 ■ 物理的景観と天然資源の利用可能性の変化(例えば水不足など)	

機会	内容	時間軸	投資先企業への潜在的影響	資産運用会社としての当社への潜在的影響
移行リスク				
資源効率	エネルギーや資源のより効率的な利用による機会	短期	より効率的な資源の利用・配分による収益の増加	■ 運用資産残高の増加
エネルギー源	低炭素エネルギー源への移行による機会	政策主導か否かなど、地域によって異なる	より持続可能なエネルギー源への移行による収益の増加。これは、新たな炭素税規制の観点からすると、財務計画の改善とコスト変動の低減につながる	
製品・サービス	低炭素経済へのシフトにおける機会を捉えるような製品・サービスを開発する能力から生まれる機会	短・中期	低炭素経済への移行において他の企業を支援できるような製品開発やサービス提供による収益の増加	
市場	消費行動の変化に適応しそれを捉える能力から生まれる機会	短・中期	顧客の需要の変化を捉えることによる収益の増加	
レジリエンス	気候リスクの影響を管理する能力から生まれる機会	国の適応策など、地域によって異なる	気候リスクの結果としての資産損傷や操業損失によるコスト削減	



積極的な スチュワードシップ

日興AMでは、スチュワードシップをフィデューシャリー・デューティーの重要な一部と認識しています。投資先企業との積極的なエンゲージメントは、運用プロセスに組み込まれており、お客様からお預かりした資金を適切に運用するという責務を果たす上で不可欠な役割を担っています。

エンゲージメント&スチュワードシップ戦略は、コーポレート・エンゲージメントへの当社のアプローチを世界的に規定するものです。スチュワードシップ活動の証しとして、当社は2022年にUKスチュワードシップ・コード（UKSC）に署名しました。UKSCへの署名はグループとして行ったため、当社の年次回答には世界中の運用チームのスチュワードシップ活動が記載されています。先ごろ、2022年1月1日～12月31日を報告対象期間とする最新回答 **Response to the UK Stewardship Code 2020** を公表しました。当社ではスチュワードシップを、自社のポートフォリオや経済システム全体における気候関連リスクに対処するために取ることのできる中核的アクションと考えています。企業をモニターして責任を問い、重要な炭素排出企業に働きかけることで、気候関連リスクを低減し気候関連機会から恩恵を受けることができると考えます。

当社のスチュワードシップ活動は、アクティブ運用の保有銘柄だけ限定されるものではありません。前述した通り、当社の運用資産残高、特に日本株の運用資産残高の大部分は、パッシブ運用で保有しています。これは、当社の影響力が限られることを意味します。パッシブ運用では、保有銘柄のポジションを減らしたり売却したりすることができないからです。しかし、当社の日本のサステナブルインベストメント部は、たとえパッシブ運用のポートフォリオでのみ保有されている企業であっても、対象企業で中核的なESGテーマに関しポジティブな変化が起きるよう、積極的な働きかけを行っています。これは複数年にわたる継続中のプロジェクトであり、ESG関連トピックのなかでも特に気候変動に重点を置いています。

エンゲージメント活動

「ボトムアップ分析: ESGを組み込んだ独自のアプローチ」のセクションで強調した通り、ESGは当社の運用プロセスに組み込まれており、運用チームが投資する前も投資期間中も、関連するESG課題について投資先企業と対話を行っています。

地域別ESGスペシャリストが（例えばNZAMiやCA100+における当社の責任に関連して）テーマ別のエンゲージメントも行っていますが、最終的には運用チームのアナリストやポートフォリオ・マネージャーが、リサーチ対象企業と対話を行ってESG関連のリスクと機会を評価し、売買判断としてポートフォリオに反映させる責任を負っています。

2022年には、全地域で行ったESG関連のエンゲージメントの37%が、気候変動などの環境問題に焦点を当てたものとなりました。

当社のエンゲージメントの方法は状況に応じて異なりますが、例として以下のようなものが挙げられます：

- 現地訪問を含む企業との個別対話
- 経営陣による業績説明会や会社説明会
- 文書によるコミュニケーション
- 協働エンゲージメント

企業と対話を行い、企業行動を方向付けてポジティブな変化への影響を与えようとするにあたって、当社は議論を企業よりも高いレベルへと持っていくことがあります。エスカレーションの方法は資産クラスや地域によって異なり、その詳細は「日興アセットマネジメントグループのエンゲージメント&スチュワードシップ戦略」でご説明しています。エスカレーションのケーススタディーについては、UKSC 2020への最新の回答でご紹介しています。

議決権行使活動

議決権行使は当社の株式ポートフォリオにおけるスチュワードシップ活動の主要な要素の1つであり、当社の議決権行使が企業とお客様の双方の利益に資するよう、細心の注意を払っています。パッシブ戦略を通じた投資先については、適宜、議決権行使とエンゲージメント・プロセスを通じてスチュワードシップを取り入れるよう努めています。

日興アセットマネジメントグループの議決権行使ポリシーは、議決権行使の意思決定に対する全社的なアプローチを確立したもので、グループの議決権行使判断に用いる原則を定めています。グループ全体のポリシーの実践は各地域の事業体に任されており、各地域の状況に合わせてポリシーを解釈できる裁量を与えられています。これによって、各地域の運用チームは、スチュワードシップへのアプローチを現地市場の特性に合わせて調整することができます。その結果、議決権行使を含めスチュワードシップ活動の実施方法には、グループ内である程度の違いがあります。例えば、英国法人と日本株式チームでは、気候変動などの環境・社会原則に対応する議決権行使の補足ポリシー（**Proxy Voting Policy UK Addendum**、**国内株式議決権行使基準**）を定めています。

2022年にかけて、当社では7,274件の株主総会を分析し、75,242件の決議案に投票しました。法的・技術的な制約やお客様からの制約がないすべての株式に対し、議決権を行使しました。

ここ数年は、気候変動対応に後れを取っている企業や移行を進めていない企業に対する株主提案議案が増加しています。最近では、2023年の株主総会シーズンに、トヨタ自動車や三菱商事、東京電力など日本の大企業の一部に対して、気候関連の株主提案議案がいくつか提出されました。当社では適宜、気候関連の株主提案議案を引き続き支持していく方針です。

ケーススタディ: 資産クラス別エンゲージメント(日本株式)

当社資産運用残高において構成比率が最も高いのは日本株式運用であり、その大部分がパッシブ運用ポートフォリオで保有されています。このため、最終的に投資先企業の株式を売却するという手段が制限されるものの、引き続き当社の影響力を行使し、アクティブ・オーナーシップ活動を通じて変化を促しています。

当社の日本株式運用チームは、日本の株式市場や複雑な企業文化を熟知しており、それが投資先企業との関係構築に役立っています。情報源は財務諸表、セルサイドリサーチ、日本国内のニュース記事といった文書形態のものだけでなく、運用担当者は現地訪問を含め、企業経営陣と直接コンタクトを取ることを重視しています。概して国外の運用会社は日本市場はアンダーリサーチの傾向にありますが、それに対して当社は日本最大級の運用会社であり、東京に拠点を置いていることが企業との対話の促進に役立っています。長年にわたり日本現地で築き上げてきた強固な関係を通じて、独自の知見を形成し、それなしには見落とされていたかもしれない投資機会を特定するとともに、非常に広範囲なスチュワードシップ活動を展開することが可能となっています。

2021年8月以降、日本のサステナブル・インベストメント部（旧アクティブ・オーナーシップ・グループ、略称AOG）は、日本株式運用部のポートフォリオ・マネージャーやアナリストと連携し、特にESG課題に関して大企業や中堅企業とのエンゲージメントに注力してきました。エンゲージメント対象企業を決める際には、ESG、企業収益、資産効率、株主還元など、スチュワードシップにおいて重視する複数の要素を勘案して優先順位付けを行っています。各エンゲージメントの実施後には進捗状況を追跡するためのレポートが作成され、社内で共有されます。また、アクティブ運用のポートフォリオ・マネージャーにもフィードバックが行われます。2023年8月以降、サステナブル・インベストメント部はグローバル・サステナブル・インベストメント部門と密接に協働し、日本の運用部門が運用するすべての資産クラスをカバーしています。

2023年に日本のサステナブル・インベストメント部は、日本株式運用の投資先企業へのエンゲージメントにおける「重点ESGテーマ」を改定しました（2021年選定時の3テーマから6テーマへと拡大）。重点テーマの選定においては、社会環境や企業の意識、消費者の嗜好の変化など、社会や市場の進化を考慮しています。こうして選定されたテーマは、中長期的な投資リターン向上に寄与すると考えています。特に環境面においては、「脱炭素社会に向けた取り組み」と「生物多様性」の2つを重点的な優先課題として特定しています。

脱炭素社会へのシフトは、環境に優しい技術を持つ企業に成長機会をもたらしています。同時に、脱炭素化などの変化によって、企業は潜在的なコスト上昇のリスクにさらされているほか、十分な対策を講じなければ企業のブランド力が損なわれる可能性もあります。こうしたなか、将来の企業価値を高める原動力として脱炭素化の重要性がますます高まっています。当社では、企業へのエンゲージメントを活用して、関連分野への経営資源の配分や変化に伴うリスクへの準備など、こうした変化への対応を企業に促しています。この分野における企業の取り組みを分析することは、投資先の企業価値の評価において極めて重要な要素となっています。

市場との連携

気候変動は独立した問題ではなく、直接的・間接的を問わず、あらゆる地域やセクターに影響を及ぼすシステム的なリスクです。企業や政府からだけでなく、持続可能な解決策に資金を誘導するなど、(民間・公的両方の資金調達手段を通じて)金融セクターからも集団行動が必要です。したがって、当社では、気候リスクの低減と気候関連機会の探求に実際に影響を与えることを目指す様々な取り組みに参加し、そのような取り組みを支援しています。

加えて、国際基準を達成するというコミットメントの一環として、既存の枠組み、ポリシー、情報開示の多くを継続的に改善しています。例えば、次に概説するように、2022年にはNZAMiの下でネットゼロへ向けた2030年の中間目標を策定し開示しました。市場との連携の詳細については、UKSCへの最新の回答で説明しています。

協働エンゲージメント

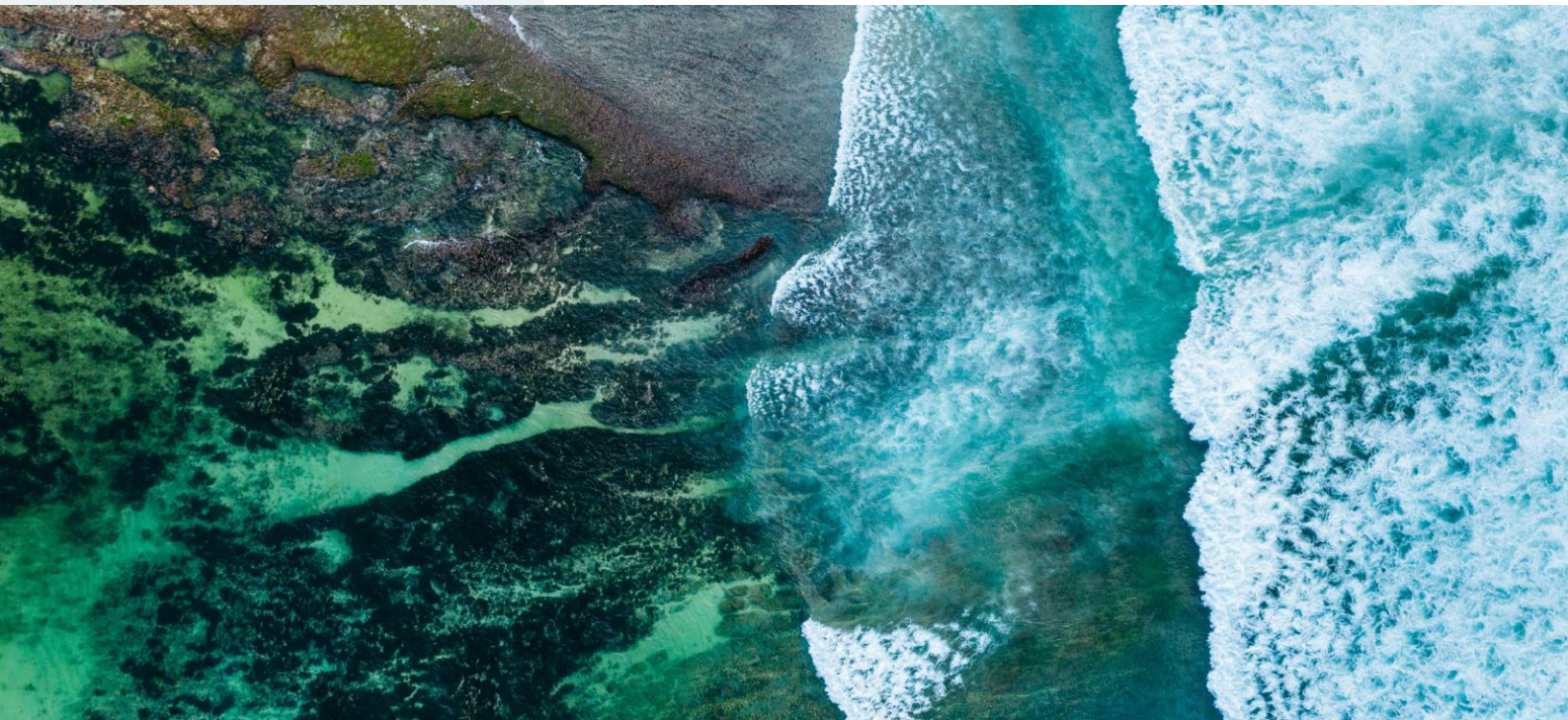
企業との1対1のエンゲージメントで十分な進展が得られない場合は、同じような考えを持つ投資家と協働でエンゲージメントを行うことで、企業の企業行動やESGパフォーマンスに対する株主の影響力を高めることができると考えています⁷。

各地域の運用拠点は、それぞれのポートフォリオに最適で最も効果的なエンゲージメント手法を選択しています。投資家による協働の取り組みは様々な地域で増えているものの、この手法は世界の一部ではまだ比較的未開拓の分野と言えます。例えば、アジアの一部の国々では、1対1のエンゲージメントの方が、信頼関係を築く上でより建設的で文化的に適切とみなされています。特に日本では、共同保有者と見なされないように注意しながら、協働エンゲージメントに参加しています。

こういった重要な地域別差異と建設的でポジティブかつ現実的なエンゲージメントへのコミットメントに配慮しながら、当社では慎重にエンゲージメントの方法を選択する一方、協働エンゲージメントをサポートすることに引き続きコミットしています。

2022年には、次のケーススタディーでご紹介するように、Climate Action 100+(CA100+)と「気候変動に関するアジア投資家グループ」(AIGCC)が主催する複数の気候関連の協働取り組みに参加しました。これらの取り組みは、企業に対する協働エンゲージメントだけでなく、ワーキング・グループを通じて志を同じくする投資家同士での協働議論も可能にします。2023年にかけて、当社ではCA100+の下でのエンゲージメント活動を強化し、世界最大級のガスタービン・メーカーである三菱重工業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ました。

2022年には、Investor Agendaがまとめた書簡を支持し、気候変動に関する投資家としての期待を各国政府に伝えました。2023年には他の方法で政策当局や政府と関わり、各省庁との直接交渉や可能な場合は国有企業を通じて、各国の気候変動への取り組みに関する規制協議文書に参加しました。



⁷ 協働エンゲージメント: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3209072

上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。

ケーススタディ: UltraTechへのエンゲージメント (CA100+)

Climate Action 100+ (CA100+) は、世界のGHG 排出量上位企業への協働エンゲージメントを展開し排出量削減を目指す投資家主導の取り組みです。2022年に当社のアジア株式チームは、インドのセメント会社最大手UltraTech Cementへの協働エンゲージメントに参加しました。

UltraTech Cementは、電力供給の大部分を火力発電が占める国において、脱炭素化が困難なセクターで事業を行っています。その結果、同社のカーボン・インテンシティはアジア域内において、そして同業他社の中でも極めて高い水準にあります。長年にわたり同社のカーボン・インテンシティには大きな改善がほぼみられておらず、低炭素の未来に向けた戦略もまだ発表していませんでした。2021年には、同社の排出量水準の高さから、排出強度に関する基準が比較的厳しい当社のアジア(日本を除く)株式戦略ポートフォリオにおいて保有していた同社株式の売却を余儀なくされました。一方、インド株式戦略では、ベンチマークの排出強度水準が比較的高く、UltraTechが株価指数構成銘柄となっていることから、複数のポートフォリオにおいて同社株式の保有を継続していました。我々は、直接のエンゲージメントを実施してきたものの目立った効果がほぼみられなかった同社はCA100+の協働における重要なターゲットであると考えました。

当社がそれまでに実施してきたUltraTechへの直接のエンゲージメントでは、同社に炭素排出量状況を改善させることを焦点に置いていました。協働エンゲージメントでは、戦略、具体的にはCA100+が確立したDisclosure Framework Indicators (開示フレームワーク指標)に基づく戦略をより重視しました。その結果、2022年および2023年にUltraTechが優先的に取り組むべき以下の目標を設定するに至りました。

- 明確に定めた2025年までの計画に沿ってGHG 排出量を削減する。(指標4)
- どのように中・長期的なGHG削減目標を達成していくつもりかを説明する脱炭素戦略を策定する。(指標5)

- 長期的なGHG削減目標に沿った設備投資計画の策定、および脱炭素化が図られていないカーボン・インテンシティの高い資産や製品における設備投資計画の段階的廃止にコミットする。(指標6)
- 気候変動対策の評価に関する要素を含めた役員報酬制度を導入。(指標8.2)
- ネットゼロ経済への公平な移行の達成に貢献する責任を負っていることを認める。(指標9)
- TCFD提言の実行にコミットする。(指標10)

直近のCA100+投資家グループ・ミーティングは、UltraTechが参加者の意見を受け入れる姿勢を示し、その後に同社の最新のサステナビリティ・レポートにおいて複数の推奨事項を取り入れるなど、期待の持てる結果となりました。以下に当社が取り入れた推奨事項をいくつか紹介します。

- TCFD開示を採用し、物理的リスクや移行リスクの分析を実施
- 国連が支援するScience Based Targetsの取り組みによって同社の炭素排出削減目標の正当性を確認し、気温上昇を2°Cに抑えるという世界全体の目標に沿ってGHG排出量を2032年までに27%削減することを目指す
- 2050年までの炭素排出量ネットゼロ達成にコミット

当社は、今後もUltratechへの直接のエンゲージメント、そしてCA100+の一員としての協働エンゲージメントの両方を継続し、当社が中間目標と長期目標に沿って移行戦略を実現していく取り組みの進展状況をモニタリングしていきます。

ケーススタディ: Perusahaan Listrik Negara (PLN) へのエンゲージメント (AIGCC)

気候変動に関するアジア投資家グループ (AIGCC) は、アジアのアセットオーナーや資産運用会社の気候変動に関連するリスクと機会への意識を高め、行動を促すイニシアチブです。2022年に当社は、AIGCCのワーキンググループの1つである **アジア公益事業エンゲージメント・プログラム (AUEP)** に参加しました。AUEPは、アジアにおいてシステム上重要な電気事業者に対して、共通の課題認識を持って協働エンゲージメントを行うことで、気候関連のエンゲージメントの有効性を高めることを目的としています。

2022年に当社のアジア債券チームは、インドネシア唯一の垂直統合型電力事業者であり、その債券を当社のアジア債券ポートフォリオで保有する Perusahaan Listrik Negara (PLN) への協働エンゲージメントに参加しました。PLNは、同国内において支配的な発電・送配電事業者であり、発電量のシェアが70%を超えている国有企業です。また、インドネシアの独立系発電事業者にとっての唯一の売電先となっています。

総設備容量が約45.9GWに上るPLNは、発電量の90%近くが火力発電によるものであり、高いゼロ・カーボンへの移行リスクにさらされています。当然ながら、同社はアジア太平洋地域の公益事業者の中でも、絶対的および相対的な炭素排出量の両方のスコアが劣後しています。さらに、PLNのガバナンスは世界の同業他社に後れを取り続けています。同社取締役の半数はインドネシア政府によって選任されており、独立性がかなり限定されています。

こうした環境面やガバナンス面の課題を考慮し、AUEPでは、次に挙げる複数の点へのコミットメントを確保できるようにPLNの取締役会および経営陣に働きかけています。

1. ガバナンス枠組みを強化し、気候変動をめぐるリスクと機会についての取締役会の責任および監督を徹底し、PLNの脱炭素化戦略の実施におけるサステナビリティ委員会の役割と責任を明確化すること。
2. 2015年の国連気候変動会議で合意されたパリ協定に則って、温室効果ガス排出量を削減していくための行動計画を策定すること。これによって脱炭素化に向けた戦略を示し、開発途上国における2040年を期限とした石炭による温室効果ガス排出量の段階的削減を進めるタイムテーブルも示すこと。天然ガスについても同様のコミットメントを示すこと。

個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、当社が運用するいかなるポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買を推奨するものでもありません。

3. 気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の最終提言に沿って企業情報開示の内容をより充実させること。
4. 気候変動によって同社が直面している物理的なリスクと、これらのリスクを低減するために採用している戦略の概要を示すこと。
5. 気候関連リスクを低減する費用対効果の高い政策措置を後押しするとともに、2050年までに排出量ネットゼロを達成できるように低炭素投資を促進するべく、政策決定者や他のステークホルダーとのエンゲージメントを実施していくこと。

2022年9月、当チームは、AUEPの一環としてPLNへの働きかけを進めている他のAIGCCメンバーとともに電話会議による協働エンゲージメントに初めて参加しました。電話会議はPLNの気候変動対応チームとの間で行われました。同社チームからは、同社の脱炭素化の道筋となり得る5通りのシナリオ案の説明がありました。続いて、脱炭素化を加速させる場合のシナリオに基づき、2060年までのネットゼロ達成に向けたロードマップの概要がより詳細に示されました。排出量のピークは2030年になるとみられており、これはインドネシアの国家目標と一致しています。これらの計画の一環として、同社は2030年以降は石炭、石油、排出削減対策が講じられていないガスによる火力発電所の新規建設を停止し、同社の再生可能エネルギーミックスにおいて水力を主要電源にすると表明しています。

PLNは、ネットゼロ目標の達成を早めるために以下4つの重要課題に取り組む必要があるとみています。

- 目標達成に資する電気料金水準の確保
- 有利な資金調達手段の維持
- インドネシアにおける炭素回収・有効活用・貯蔵などの新技術や水力発電の大規模展開
- 電気自動車普及のためのインセンティブなど、公共政策によるサポートの拡大

2023年も当チームはAIGCCを通じてPLNへの協働エンゲージメントを継続しました。今後も引き続き、同社による短・中・長期的な脱炭素化戦略の遵守状況、特に平均気温上昇1.5°Cシナリオに沿って石炭火力発電による温室効果ガス排出量の段階的削減を進めるタイムテーブルの遵守状況を積極的にモニタリングしていく方針です。



外部へのコミットメント

現実の世界に影響を与え脱炭素化を実現するという当社の全社的スタンスに沿って、当社はいくつかのコミットメントを行っており、その1つが2050年までに当社の運用資産のGHG排出量をネットゼロにすることです。そのため、2021年にNZAMiに加盟、2022年に最初の情報開示と2030年の中間目標を提出し、総資産の43%について二酸化炭素排出量を2019年の基準値対比で50%削減することを約束しました。NZAMiへのコミットメントを支える手法の詳細と同コミットメントの進捗状況については、「指標と目標」(39ページ)で概説しています。

加えて、NZAMiに加盟するにあたり、当社は2050年までに二酸化炭素排出量ネットゼロを達成する目標に沿った投資商品の創出と、気候変動対策への投資拡大促進にコミットしました。2022年12月、日本のインベストメント・テクノロジー運用部は日本株気候変動ソリューション戦略の運用を開始しました。[サステナビリティレポート2023](#)の日本のインベストメント・テクノロジー部のセクション(18~20ページ)で詳述されているように、このポートフォリオは、TOPIX に対するトラッキングエラーを最小化しながら、GHG 排出量を同指数対比で50%削減することを目指しています。当該戦略の概念化の詳細については、日本のインベストメント・テクノロジー運用部の寺口政行部長が最近発表したホワイトペーパー「[Climate change solutions in Japan](#)」をご覧ください。

加えて、欧州連合(EU)ではESG問題に関する規制が数多く設定されており、特にサステナブルファイナンス開示規則(SFDR)の分野ではそれが顕著です。これは、バリュエーションと環境・社会的影響全体の両観点から重要なESGファクターを組み入れた商品に対する投資家の需要が高まっていることと関係しています。

これら2つの点に対処すべく、当社は2022年に、商品がより高いSFDRカテゴリーに昇格できるようにするグローバルな枠組みを導入しました。この枠組みは、商品が一定のSFDRステータスを獲得するために運用プロセスに組み込まなければならない最低限のESG基準で構成されています。これらの基準には、例えば、ネガティブ・スクリーニングやエクスクルーション、ポジティブ・スクリーニング(ESG特性が向上した企業のスクリーニング)、GHG排出量の削減といったポートフォリオ・レベルの目標などが含まれます。

最低基準が満たされていることを確実にするため、SFDR分類変更の候補とするファンドはすべて、社内プロセスを経なければなりません。このプロセスには、運用チームとESGスペシャリストが設定した必須ESG特性による最初の適合や、その後の社内承認が含まれます。

気候変動に関する協働エンゲージメントに加え、当社ではサステナビリティの動きを推進する業界の取り組みへの支援・参加を継続しています。以下は、当社が支援・参加・署名している取り組みのリストです：

- TCFD
- ネット・ゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ(NZAMi)
- GFANZ(グラスゴー金融同盟) 日本支部
- Climate Action 100+(CA100+)
- 気候変動に関するアジア投資家グループ(AIGCC)
- The Investor Agenda
 - 気候変動に関する政府へのグローバル投資家ステートメント
- CDP
- 英国スチュワードシップ・コード(UKSC)
- 日本版スチュワードシップ・コード
- 国連責任投資原則(UNPRI)
- 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)
- 30%Club Investor Group (日本)
- 女性のエンパワーメント原則

2023年には、現在進行中の業界の取り組みにさらなる協力・支援を行うとともに、環境分野の他の面に関わる取り組みにも参加していきたいと考えています。そのため、自然の損失と生物多様性の減少に関する世界的な投資家の取り組みであるNature Action 100に加え、プラスチック汚染に関する投資家の取り組みであるVBDOに参加しています。

03

リスク管理

▼ リスク管理

概要

日興アセットマネジメントグループ取締役会は、当社グループの経営、方向性および業績に対する最終的な責任を負います。

当社グループ取締役会は、日々の意思決定に関する責任をグローバルエグゼクティブコミッティー(GEC)に委任しています。そして、GECより当社事業全体にわたり適切な部門に対してさらなる権限の委任が行われています。

当社グループリスクマネジメント部門が、コンプライアンスリスク(法務・コンプライアンス部門が監督)を除く当社グループのリスク管理を監督しています。リスクマネジメント部門はリスク監督委員会を通じてGECにリスクに関する報告を行うとともに、当社グループ取締役会へも定期的に報告を行っています。

当社の各グループ会社は当社グループリスク管理規程に則ってリスクを管理しています。各グループ会社が独自のリスク部門およびリスク委員会を備えており、それを通じて中心となるリスク監督委員会へ報告を行っています。こうしたガバナンス態勢により、地域毎の柔軟な運営を可能としながら、一元的な監督・レポート機能を維持しています。

各地域内において、四半期毎のリスク報告書が通常は各リスク分野の責任者によって作成されます。この四半期評価ではリスク状況の概要が詳しく整理され、主要な問題点、主要な事象、今後生じ得るエクスポージャーに重点が置かれます。これらは該当地域のリスク委員会に提示された上で、当社グループのリスク部門・関連委員会へと報告されます。

リスクの特定・評価・管理

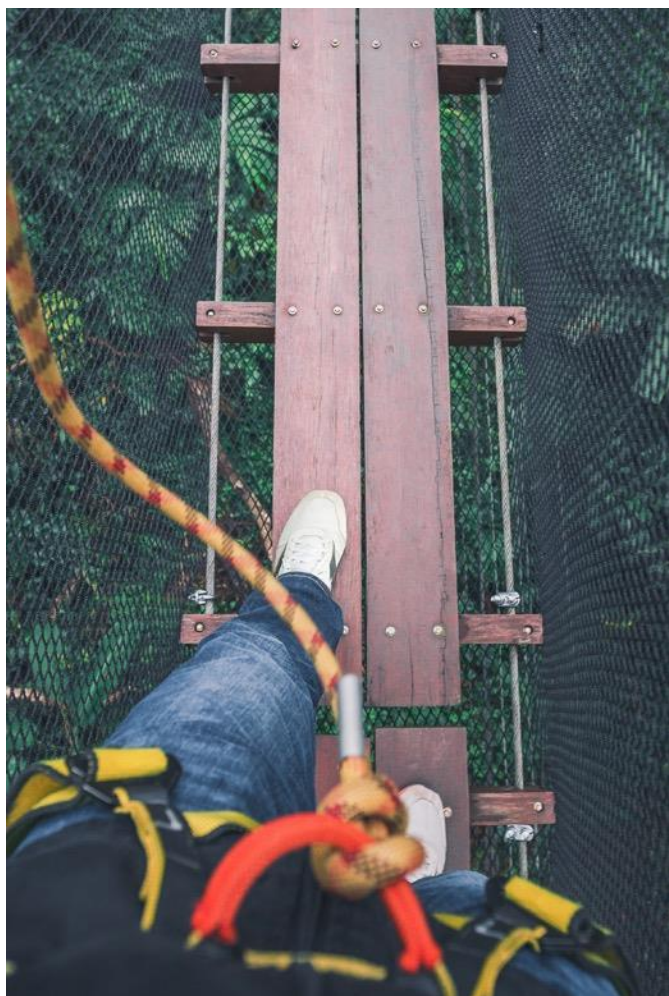
リスク選好度

当社グループでは、東京本社のGECによる監督のもと、リスクテイクの度合いがローカル・レベルで各取締役会によって決定されています。

リスク選好度は、日々の事業運営のなかで当社グループにとって許容可能とみられるリスクの性質や水準を明確にしたもので、リスクのモニタリングや報告を行う上での基準となります。

当社のリスク選好度は取締役会によって検討され、合意されています。グローバル戦略とローカル戦略、事業計画、株主とお客様からの期待と密接につながっており、リスク管理フレームワークの重要な要素となります。

気候関連リスクは「リスク・ドライバー」であるとみられています。つまり、社内または社外で発生する可能性があってリスクを生み出す、または既存リスクに影響を及ぼす事象です。例えば、当社が運用するポートフォリオにおける物理的リスクや移行リスクの高まりは、運用リスク、つまりポートフォリオが投資目的を果たせない、目標リターンを達成できない、またはベンチマークをアンダーパフォームするリスクの高まりへとつながります。



「3層のディフェンス・ライン」モデル

日興AMでは、リスク管理責任を割り当てる「3層のディフェンス・ライン」というモデルを実践しています。このモデルは、有効性を発揮するためには最前線に位置するチームにリスク管理機能を組み込み、独立性のある監督・アシュアランス体制を構築しなければならないという信念に基づいています。

■ 第1のディフェンス・ライン

第1のディフェンス・ラインは各部門（および該当する部門長／責任者）です。当社グループの各業務・オペレーションに直接携わっており、（当社グループで定められたリスク選好度に沿って）リスクの特定（気候関連リスクを含む）、評価、コントロールを行う責任を負っています。リスクおよびコントロールの年次セルフアセスメント・プロセスが実施され、各部門のリスクやコントロールの定期的な精査やアップデートが行われるように徹底しています。

■ 第2のディフェンス・ライン

リスク、コンプライアンス、法務などの監督部門は第2のディフェンス・ラインを形成しています。これらの部門は第1のディフェンス・ラインから独立しており、当社のリスク管理フレームワークの効果的な適用を確保するために継続的なモニタリングを実施しています。投資に伴う気候関連リスクのモニタリングは、その好例です。当社の運用チームは、気候関連のリスクや機会、裏付けとなる指標など、適切なツールや分析を用いて投資決定を行います。第2のディフェンス・ラインであるインベストメントリスク管理チームは独立した立場から、当社が運用するポートフォリオのモニタリングを行います。適切な場合には、気候関連リスクの水準について運用チームに異議を唱え、その結論と対応が文書化されます。当社では、データ機能を拡充していくことで、継続的に当該プロセスを強化・サポートしています。

■ 第3のディフェンス・ライン

内部監査部門は、日興AMグループ各社の内部監査を実施し、当社グループ内におけるガバナンス、リスク管理、法令遵守などのプロセスにおける内部統制の設計、実施状況および有効性の評価を行っています。当社グループ取締役会によって承認された年次監査計画に基づいて監査が実施され、監査結果、そして是正対応計画の実施に関するフォローアップ状況がグループ取締役会に直接報告されます。



第1の
ディフェンス・ライン
各部門

第2の
ディフェンス・ライン
リスク管理部門 &
コンプライアンス部門

第3の
ディフェンス・ライン
内部監査

業務運営および モニタリング

各部門の目標達成を脅かす可能性がある、それぞれの事業分野で発生するリスクを特定・管理します。リスクアセスメントの完了を含め、リスク管理手法の遵守に責任を負います。

検証

独立した立場から第1のディフェンス・ラインの監督を行います。主要リスクに重点を置き、リスクベース・アプローチを用いて会社レベルのリスクを評価・監視します。リスクの管理方針・システム・枠組みの開発に責任を負います。

監督と独立性のある アシュアランス

内部統制枠組みの設計や有効性に関して独立した検証を行い、客観的なアシュアランスを提供します。当社経営陣や監査委員会に対し、リスク管理と統制体制のあらゆる点に関するアシュアランスを提供する責任を負います。

リスクのライフサイクル

- リスクを特定・評価・管理するプロセスは、当社の運用業務と事業運営の両方に幅広く適用可能です。
- リスクの特定において、各部門は、すべての既知のリスクが明確に特定され、このリスクに対する推定エクスポージャーの報告・エスカレーションが社内で徹底されるように取り組んでいます。リスクは、潜在的な影響とその可能性の観点から特定・説明することができます。
- 気候関連リスクにおいては、それが当社による投資に及ぼす影響を主にモニタリングしています。

気候関連リスクの管理に対するアプローチについては、以下セクションで説明しています。

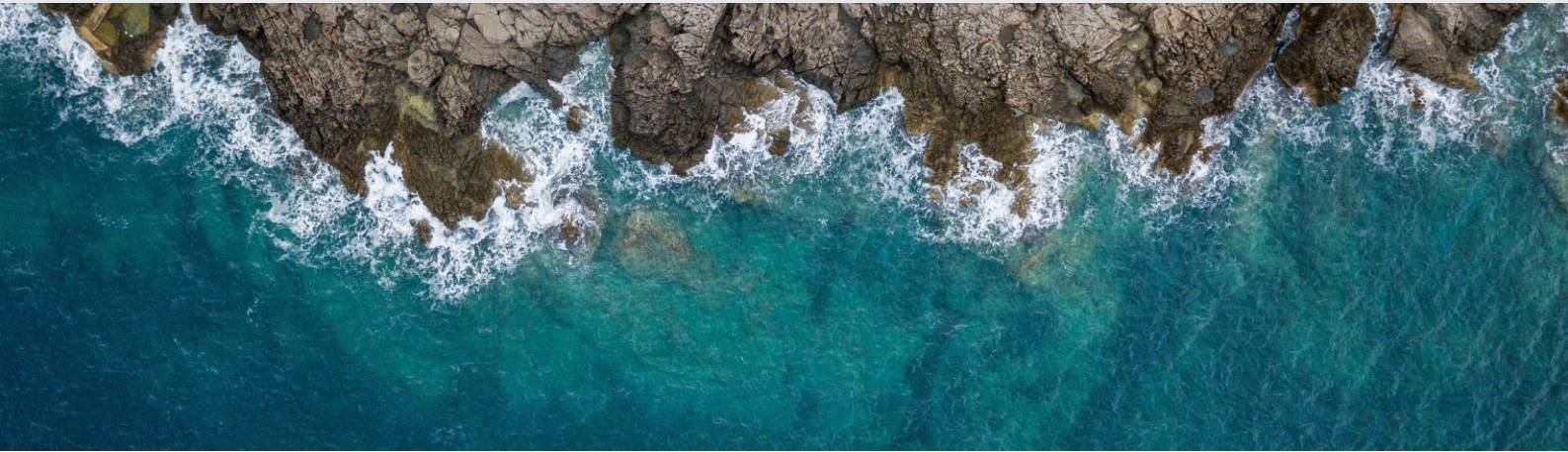
当社グループのリスク・ドライバーとしての気候変動

リスク・ドライバーとは、当社の内部環境または外部環境において、リスクを引き起こす可能性のある事象のことです。当社における各リスク区分の管理にあたっては、これらのリスク・ドライバーの影響を考慮しなければならないと考えています。本報告書の冒頭で述べた通り、日興AMは気候変動が重要な問題であること、気候変動が物理的および政策関連の影響やリスクを引き起こすことを認識しています。組織として、気候関連リスクは主に既存のリスクを横断的に引き起こすものと捉えており、過去12か月間において、こうしたリスクをリスク管理フレームワークに一段と明確に組み込むプロジェクトに取り組んできました。

投資に伴う気候関連リスクは、資産運用会社である当社にとって事業運営上最も重要な気候関連リスクであり、重点的な取り組み分野となっています。一方で、オペレーショナルリスクを含む全リスク区分にわたって気候関連リスクを組み込む取り組みを、一部地域の拠点で開始しています。下表は、当社グループの主なリスクのうち、グローバルまたは地域において気候変動関連のリスク・ドライバーが特定されたものを示しています。



リスクの種類	内容	説明
運用	当社の運用するポートフォリオがベンチマーク、運用目標、または競合ファンドに対してアンダーパフォームするリスク	気候変動が当社の投資に影響を及ぼす可能性は、当社グループのリスク・ドライバーの1つであると捉えている。 投資先企業が高い物理的リスクや移行リスクに晒されていれば、当社の運用するポートフォリオは損失を被る可能性がある。 これは、当社が運用資産残高を維持・拡大していく能力に悪影響を及ぼし得る。
コンプライアンス	制定された新要件の遵守に失敗するなど、当社グループが規制に関連する義務を果たせないリスク	気候変動を受けて、世界中で様々な国家的取り組みや規制枠組みが進められてきた。 政策リスクは、遵守しなければならない気候変動やESGに関連する規制要件の増加を通じて、当グループに影響を及ぼす。 これらの要件を満たせない場合、規制当局による制裁／課徴金や訴訟につながる可能性がある。
オペレーション	業務の過程、役社員の活動、もしくはシステムが不適切であること、または外生的な事象により損失などの事業への影響を被るリスク	気候変動は、当社の事業運営に悪影響をもたらす可能性がある。 当社の欧州拠点では、本報告書で後述する通り、気候関連などのESGリスクをリスク管理フレームワークに組み込む取り組みが進められている。 これらのリスクは、サプライヤーの操業中断、システム障害、その他関連する業務運営上の問題を引き起こし、当社事業に損失をもたらす可能性がある。



当社の運用における 気候関連リスクの管理

気候関連リスクを当社グループ全体の既存プロセスおよび手順に組み込む取り組みを進めています。これには運用部門、リスク部門、サステナブル・インベストメント部門、コーポレート・サステナビリティ部門にわたるガバナンス体制を通じて、適切な情報を洗い出すことなどが含まれます。

本報告書で前述した通り、当社の運用チームは、独自の投資哲学およびアプローチに基づく詳細なボトムアップ・リサーチを通じて、魅力的な企業を特定しています。

このなかですでに、ESGリスク(および機会)が投資価値に及ぼし得る影響は把握されています。「ボトムアップ分析: ESGを組み込んだ独自のアプローチ」のセクションでは、当社の運用チームが気候関連を含むESGファクターをどのように意思決定プロセスに組み込んでいるかを説明しています。

さらに、継続的にリスクを監視するため、ポートフォリオとベンチマークの投資リスクモニタリングを頻繁に実施しています。当社では、以下2つのレベルの評価を取り入れています。1つ目は、GHG排出量に注目したグローバル・ベースライン、2つ目は、さらなる気候関連リスクのより詳細なモニタ

リングを可能とする「トップアップ」アプローチです。日興AMの地域拠点の多くでは、GHG排出量をモニタリングするための枠組みがすでに整備されていますが、地域・資産クラス全体においてそのプロセスをさらに進化させるための取り組みを継続しています。来年のTCFD報告書でその進捗状況を報告する予定です。

本報告書で前述した通り、当社では分析を行うにあたって外部ベンダーのデータを活用しています。

指標の正確性を確保するため、2段階のプロセスを用いています(下図参照)。

1

第1段階として、すべてのファンドをリスク部門がモニタリングします。このプロセスでは、既存の枠組みとプロセスを用いて、すべてのポートフォリオのリスクの概要を確実に把握します。データはすべて当社の一次データ・プロバイダーから提供されますが、当社のニーズに合わせてカスタマイズできるように計算は「社内」で実施します。

第2段階として、グローバル・サステナブル・インベストメント部門のデータチームが、フロントオフィス部門と連携して独自の分析を行います。データは同じデータ・プロバイダーから提供されますが、計算はすべて独自に行われ、最終ユーザーのニーズに合わせてさらにカスタマイズされます。

この2段階のプロセスを通じて、正確性を担保するとともに、分析結果がすべての関係者の用途に適したものとなっていることを徹底するように努めています。このように独立したプロセスとすることで、2つのディフェンス・ラインを確立し、適切なチェックと説明責任を伴う堅牢なデータ品質プロセスを確保することができています。

04

指標と目標



指標と目標

概要

当社は、運用するポートフォリオにおいて2050年までにGHG排出量をネットゼロにするという目標の達成に向けて取り組んでいるなか、その進捗状況を追跡・モニタリングし、また、気候関連のリスクを低減するとともに機会を捉えていくべく様々な指標を活用しています。2022年には、ネットゼロを目指す資産運用会社によるグローバルな取り組みであるNZAMiの署名企業として、当社の資産運用総額の43% (1,156.8億米ドル) においてネットゼロを達成するという当初目標を設定し開示しました⁸。当社では、2030年の中間目標として、当社が運用するポートフォリオのGHG排出量を2019年比で50%削減することを目指しています (2019年:投資額1百万米ドル当たり84.7tCO₂e)。

TCFD報告書では、当社の運用戦略に焦点を当てています。当社の事業活動に関する情報開示については、[日興アセットマネジメント環境レポート2022](#)をご覧ください。同レポートのなかで[日興アセットマネジメントグループ環境方針](#)および当社がどのように事業活動による炭素排出量を管理しているかの概要を説明しています。

指標と目標の対象範囲

以下の指標は、分析対象ポートフォリオにおける上場株式および社債の保有銘柄を対象として、2021年暦年 (2021年12月末までの1年間)と2022年暦年 (2022年12月末までの1年間) における炭素排出量を捉えたものです。

指標	定義
絶対炭素排出量 (tCO ₂ e)	ポートフォリオの総GHG排出量
カーボン・フットプリント (tCO ₂ e/投資額百万米ドル)	ポートフォリオの総GHG排出量を、当該ポートフォリオのEVIC (現金を含む企業価値) で正規化したもの
加重平均カーボン・インテンシティ (WACI) (tCO ₂ e/売上百万米ドル)	売上高あたりのポートフォリオの総GHG排出量

⁸ 日興AMIによるNZAMi 情報開示: <https://www.netzeroassetmanagers.org/signatories/nikko-asset-management-co-ltd/>

手法

これまでのTCFD報告書では、報告対象を当社が運用する代表的なファンドのみとしてきましたが、情報開示の継続的向上を目指し、報告対象ポートフォリオを拡大しました。Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF)⁹

に準拠して当社の絶対炭素排出量およびカーボン・フットプリント (PCAFにおける経済的原単位当たり排出量に相当) を算出するとともに、TCFDに準拠して加重平均カーボン・インテンシティ(WACI)¹⁰ を算出しています。PCAFは計算式の分母にEVIC (現金を含む企業価

値)を用いていますが、TCFDは分母に売上高を用いています。当社では3つの指標すべてのモニタリングおよびレポート作成を社内で行い、より全体的な視点から意思決定を行えるようにしています。

指標	計算式	用途	限界
絶対炭素排出量	$tCO2e = \sum \frac{\text{Current value of investment}}{\text{Issuer EVIC}} \times (\text{Issuer Scope 1 + 2})$ <p>排出量を株式保有状況に基づいて配分するもので、EVICをベースとした保有割合に応じて企業の排出量がポートフォリオに割り当てられる。</p>	絶対ベースでポートフォリオのGHG排出量の変動を追跡	データが正規化されていないため、ポートフォリオ間や対ベンチマークでの比較には最適でない。
カーボン・フットプリント	$tCO2e/\$m\ invested = \frac{\sum \frac{\text{Current value of investment}}{\text{Issuer EVIC}} \times (\text{Issuer Scope 1 + 2})}{\text{Current portfolio value}}$	運用資産残高に関係なくポートフォリオ間で比較	発行体のEVICやポートフォリオのウェイトの変動に影響されやすい。
WACI	$tCO2e/\$m\ revenue = \sum \frac{\text{Current value of investment}}{\text{Current portfolio value}} \times \frac{\text{Issuer Scope 1 + 2}}{\text{Issuer revenue}}$ <p>株式保有状況ではなく、ポートフォリオでのウェイト(ポートフォリオの現在価値に対する投資先の保有株式の現在価値の比率)に基づいて排出量が配分される。</p>	ポートフォリオとベンチマークを比較	売上高ベースであることから、価格決定力がより高い水準にある企業に有利な結果となる。 発行体の売上高やポートフォリオのウェイトの変動に影響されやすい。

PCAFによるGlobal GHG Accounting and Reporting Standard of the Financial Industryに準拠し、2023年8月にGHG排出量(スコープ1および2)と財務データ(EVICと売上高)の最新データを用いて計算を行いました。より新しい情報の開示や、手法、データ・プロバイダー、データ品質の変更・変化により、過去に開示された数値が今後修正される可能性があります。

⁹ Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) Methodology (63ページ): https://carbonaccountingfinancials.com/files/downloads/PCAF_Global-GHG-Standard.pdf

¹⁰ Taskforce for Climate-related Financial Disclosures (1ページ): <https://www.tcfhub.org/wp-content/uploads/2022/04/Table-3.pdf>

指標の状況

以下指標は、分析対象ポートフォリオにおける2022年12月末現在の状況を示しています¹¹。当社取り組みのこれまでの進捗状況を示すために、下表には炭素指標の2021年12月末時点の合計値を含めています。

	資産クラス	運用資産残高 ¹² (単位: 十億米ドル)	絶対排出量 (単位: 百万 tCO ₂ e)	カーボン・フットプリント (tCO ₂ e / 投資額百万米ドル)	WACI (tCO ₂ e / 売上百万米ドル)	カバレッジ (運用資産残高に占める割合) ¹³
NAM JP	株式	100.3	6.1	61.1	84.1	99.9%
	債券	1.3	0.3	243.7	369.7	89.7%
NAM ex-JP	株式	10.8	0.6	53.4	148.8	99.6%
	債券	6.5	0.2	63.1	135.6	43.1% ¹⁴
合計 (2022年12月末時点) ¹⁵		118.9	7.2	62.4	94.4	
合計 (2021年12月末時点) ¹⁶		146.0	7.8	54.9	92.4	

2022年の絶対排出量は7.2百万tCO₂eとなり、2021年の7.8百万tCO₂eから減少しました。一方、カーボン・フットプリントとWACIはともに若干増加しました。炭素指標の変動は、必ずしも企業による排出量などの単一のファクターによるものとは限りません。ポートフォリオのポジション、売上高の変動、EVIC（これも市場動向によって変動する可能性あり）、対米ドルでの円安進行などの外国為替相場動向、データカバレッジなどを含む、幅広いファクターと関係しています。したがって、GHG排出量削減の経年進展状況を十分理解するには、様々なデータ指標を評価することが重要となります。

想定通り、株式のカバレッジはNAM JPとNAM ex-JPの両方において債券よりも大幅に高い水準にあり、NAM ex-JPではその差がより鮮明となっています。NAM ex-JPの資産の大部分はアジア(除く日本)に投資されており、同地域のデータ開示状況は依然として比較的低下水準にとどまっています。ESGデータ開示については、ESG関連規制によってGHG排出量などの主要ESG指標の開示が義務付けられるなど、これまでに進展がみられてきました。当社は投資家として投資先企業へのエンゲージメントを継続し、GHG排出量を含む重要なESG指標の開示状況を向上させるように取り組んでいく方針です。

¹¹ 分析対象ポートフォリオは、「戦略」セクションで定義したものと同等ですが、データの入手可否によって差異が生じる場合があります。

¹² 運用資産残高には分析対象かつデータを入手可能なものが含まれています。

¹³ 炭素データが入手可能なものに基づいており、運用資産残高に占める分析対象分の割合で表示しています。

¹⁴ 第三者の分類手法を含む様々な問題によってカバレッジが低くなっており、当社では継続的に見直しを行っています。

¹⁵ 2022年12月末時点の炭素指標は2023年6月に算出。2021年を対象として作成されたMSCIデータを使用しています。

¹⁶ 2021年12月末時点の炭素指標は2023年6月に算出。2020年を対象として作成されたMSCIデータを使用しています。

目標

当社は、NZIFで定められた手法に則って、IPCCのシナリオに基づきネットゼロ目標を設定しています¹⁵。資産運用総額の43%（1,156.8億米ドル¹⁶）においてネットゼロを達成することにコミットしています。まず、当初目標においては、以下の理由から当社の株式運用戦略を対象としています。

- 当社運用資産残高に占める割合が最も大きいこと。
- 株式の分析手法は、他の資産クラスに比べてより確立されていること。
- 株式はデータカバレッジがより充実していること。

当社では、債券を中心として様々な資産クラスの分析手法やデータカバレッジがともに著しく改善していることに注目しています。NZAMiの署名企業である当社は、5年ごとに目標の更新を行い、その度により高い目標を目指していくことにコミットしており、ネットゼロ達成を目指す運用資産の範囲や対象とする資産クラスも増やしていく方針です。

当社では、2030年中間目標として、対象運用資産のカーボン・フットプリントを2019年比で50%削減することを目指しています¹⁷。現在の目標ではスコープ1およびスコープ2排出量を対象としています。また、重大なスコープ3排出量についても、データがより容易に入手可能となった時点で可能な限りの範囲で対象に含める方針です。

アプローチ

当社では、NZAMi目標の達成に向けてアクティブ・オーナーシップ・アプローチを取り入れています。日本のサステナブルインベストメント部（グローバル・サステナブル・インベストメント・チームに属する）は、2,000社超の企業から、気候分野に特化したエンゲージメント先リスト70社へと絞り込んでいます。そのうち60社は、当社運用資産残高の最も大きな部分を占める日本株式のGHG排出量全体（スコープ1+2）の72%を占めています¹⁸。残りの10社は、スコープ3排出量に関して重要な企業であることから選ばれています。同チームでは、エンゲージメント計画の一環として、NZAMiで推奨される枠組みに照らして投資先企業の取り組みを評価しています。

日本以外においても、気候関連の検討事項を取り入れています。トップダウンの視点から、複数の運用戦略ではポートフォリオ・レベルのGHG排出量削減目標を掲げています。例えば当社のグローバル株式戦略では、ポートフォリオのGHG排出量がベンチマークのGHG排出量を20%下回る水準に維持することにコミットしています。

ボトムアップの視点においては、「ボトムアップ分析：ESGを組み込んだ独自のアプローチ」（22ページ）で詳しく示した通り、各運用チームがESGを組み込んだ様々な投資プロセスを確立しており、そのなかで気候に関連するリスクや機会が考慮されています。気候関連のリスクや機会はすべての企業で同じではなく、業種や地域に左右されます。また、その時間軸も異なり、影響の重大度や種類も様々です。こうした微妙な差異は、運用チームのボトムアップ分析における個別企業の重要ファクター評価のなかで検討され、運用チームは評価対象企業にとって重要となる気候関連リスクを見極めていきます。当社では、ステュワードシップこそが全体的な脱炭素化を実現していく鍵であり、気候に関連するリスクの評価・管理をさらに強化するとともに機会を追求していく重要な手段であると考えています。ボトムアップ・アプローチを補完するべく、アクティブ・オーナーシップを実践することによって気候関連リスクについて企業と対話し、それぞれがリスクをどのように管理しているかを理解し、脱炭素化を後押しすることが可能となっています。当社では、投資先企業への直接のエンゲージメントと協働エンゲージメントの両方を通じて、それぞれの移行計画に関する理解を深め、より意欲的な排出削減目標を設定するように促しています。

¹⁵ ネットゼロ投資フレームワーク(NZIF)：<https://www.iigcc.org/resource/net-zero-investment-framework-implementation-guide/>

¹⁶ 運用資産残高データは2021年12月末時点。

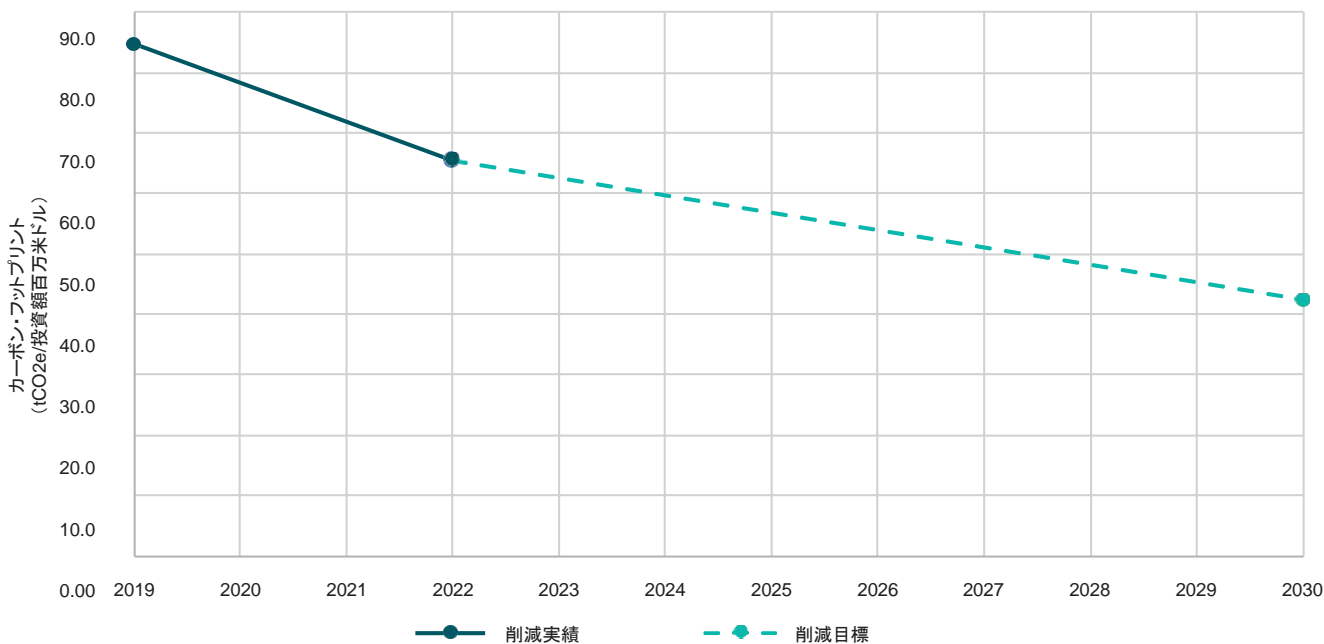
¹⁷ 2019年12月末時点。

¹⁸ 2019年12月末時点。

NZAMi目標の進捗

当社では、2022年10月に当初目標を開示して以来、NZAMi目標の達成に向けた取り組みを進めてきました。図表13が示す通り、NZAMi目標の対象となるポートフォリオのカーボン・フットプリントは、2022年12月末時点において投資額1百万米ドル当たり65.4tCO₂eとなり、ベースラインとなる2019年の投資額1百万米ドル当たり84.7tCO₂eから約22.8%減少しました。

図表13. 当社のNZAMi目標達成に向けた進捗状況



当社では、引き続きTCFD報告書および気候関連分析の向上に取り組む、来年のTCFD報告書ではより詳細な情報や分析を開示していく方針です。

重要な情報

当資料は、日興アセットマネジメント株式会社または関係会社（以下、日興AM）によって作成され、適用法令で許容されている状況においてのみの提供を目的としています。当資料は、個人に対する投資アドバイスまたは個別の推奨に相当するものではなく、当資料の内容の受領者個人の目的、財務状況、ニーズを考慮したものではありません。すべての受領者は、投資前に独立した税務、財務及び法律顧問に相談することをお勧めします。

当資料は、情報提供のみを目的としており、商品の売買の取引・勧誘を目的としたものでも、トレーディング戦略への関与の提供・勧誘を目的としたものではありません。また、当資料上の情報は日興AMの投資戦略に何ら影響を与えるものではありません。当資料における情報及び見解は善意で信頼できると判断される情報・情報源に基づいていますが、独自に検証をしていません。日興AMは当資料の正確性・完全性等を保証・表明・示唆するものではなく、正確性・完全性にかかる責任を負うものでもありません。当資料中の仮定、予測・推定・見込に依存するべきではありません。当資料は、受領者によって受領者の判断の代替としてみなされるべきではありません。当資料における意見は予告なしに変更される場合があります。

投資において、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス及び生じ得るキャピタル・ロスを示唆及び保証するものではありません。将来のパフォーマンスの予測は実現しない可能性のある仮定に基づくものです。投資家は自己資金投資にかかる損失に耐えられなければなりません。当資料における個別の株式、セクター、地域または国にかかる言及は、売買の推奨を示唆するものではありません。

日興AMは、当資料において適用を受ける規制ルール・要件において日興AMの責任を排除・限定しない場合でも、当資料の使用から生じるいかなる損失・損害についても責任を負いません。

当資料に含まれるすべての情報は対象とする受領者向けであり、受領者による使用のみを目的としています。

環境、社会、ガバナンス上の事象の発生や状況の変化によるリスクにより、投資価値に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。サステナビリティ・リスクは、商品やアセットクラス毎に異なり、具体的には移行リスク、物理的リスク、社会的リスク、ガバナンス・リスクを含むが、これらに限定されません。

日本: 当資料に含まれる特定の投資商品にかかる情報は、日本の居住者を対象としたものでも、日本の居住者への提供を意図したものでもありません。

日興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368号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

MSCIの情報は、情報利用者の内部における使用のみとし、いかなる形においても複製、再配布をしてはならず、いかなる金融上の手段、金融商品、指数の基礎や構成要素としても使用してはならない。MSCIの情報は、投資助言を構成するものでも、いかなる投資判断（あるいは投資をしないという判断）を推奨するものでもなく、必ず当てにできるものでもない。過去のデータとその分析は、将来のパフォーマンスの分析、予測あるいは予想を示すものでも、保証するものでもない。MSCIの情報は、現状ベースで提供されるものであり、情報利用者は、この情報の使用によって生じるすべてのリスクを負う。MSCI、その各関連会社、MSCIの情報の編集、計算あるいは作成に従事または関与した各第三者（これらを総称して以下「MSCI関係者」という。）はMSCIの情報に関連する一切の保証（制限なく、独自性、正確性、完全性、適時性、非違反性、商品適格性、特定の目的への適合性を含む。）を明示的に否認する。前述のことに限らず、MSCI関係者は、直接的損害、間接的損害、特別損害、偶発的損害、懲罰的損害、結果的損害（制限なく、逸失利益を含む。）、その他の損害について、いかなる場合にも責任を負わない。

