

## シュローダー・イン・フォーカス

# パート1: ネットゼロ計画の策定

2023年10月

脱炭素化に関する当ガイドは3つのパートから成り、アセット・オーナーによる効果的なネットゼロ投資戦略の策定・管理に役立つことを目指しています。

パート1では、組織にとって正しい戦略を設定する際に行う必要がある決定とステップについて、パート2では、これらの実践方法と利用可能な投資手段について、パート3では、進捗状況の計測と追跡に関するオプションについて検討します。



**Emily Petersen**  
ポートフォリオ・ディレクター、チーム・マネジャー



**Mervyn Tang**  
サステナビリティ・ストラテジーAPACヘッド

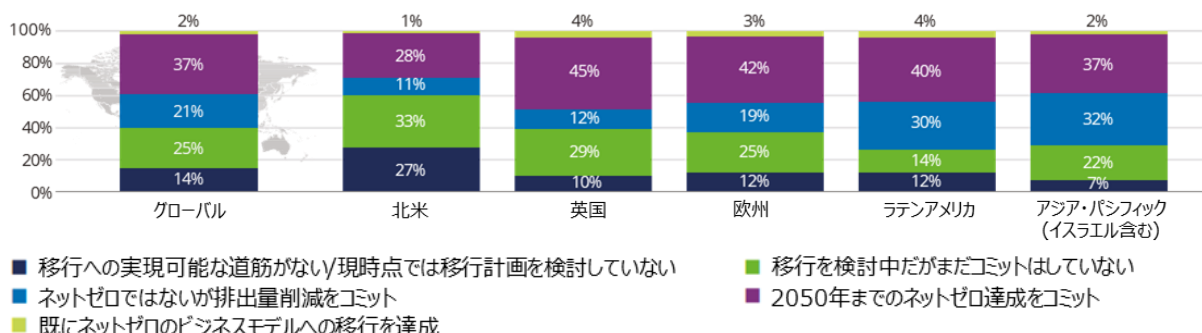
### なぜネットゼロなのか？

気候変動による最悪の影響を回避するためには、世界の気温上昇を産業革命前の水準から1.5℃以内に抑える必要があることが科学的に示されています。196か国が署名したパリ協定において、世界の気温上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力を追求するという明確な国際的枠組みを有しています。これを達成するためには、2010年比で、2030年までに排出ガスを45%削減し、2050年までにネットゼロを達成する必要があります<sup>1</sup>。そのためには、発電方法から財・サービスの生産・消費までに至る、社会・経済における非常に大規模な構造的変化が必要となります。炭素価格や税金に関する方針、さらなる電化やよりグリーンなインフラを奨励する政策が、このような変化を活性化させるために必要です。このような変革は、産業、企業及び投資ポートフォリオにおいて、価値創造と破壊の両方の源泉となるでしょう。

アセット・オーナーにとって、ネットゼロ目標の設定は、低炭素社会への移行に関連するリスクの評価・管理方法になりうるものです。ネットゼロ目標への道筋に整合することで、炭素集約度の高い投資にとってマイナスとなる経済的シフトによりポートフォリオの価値が低下するリスクを減らすことができます。同時に、資本をサステナブルで耐久性のある事業に振り向けることで、世界の前向きな変化を加速させることもできます。出発点と最終目標によりませんが、投資家が脱炭素化の開始を延ばせば延ばすほど、より迅速かつ劇的な脱炭素化が求められる可能性があります。

ネットゼロ目標の策定は既に非常に大きな潮流となっており、アセット・オーナー(資産総額約13.9兆ドル<sup>2</sup>)、シュローダーを含む資産運用会社(資産総額66兆ドル超<sup>3</sup>)及びその他団体が、明確にコミットしています。例えば、2022年の当社機関投資家調査では、調査対象となった770団体のほぼ40%が、ネットゼロ目標へのコミットメントあるいはビジネスモデルの移行を既に行っています。

図表1： ネットゼロ目標に至るどの段階にいますか？ (機関投資家サーベイ2022より)



出所: Schroders Institutional Investor Study 2022.データの合計は四捨五入のため、必ずしも100%になりません。

1 <https://www.un.org/en/climatechange/net-zero-coalition>.

2 The second progress report of the Net-Zero Asset Owner Alliance. Advancing delivery on decarbonisation targets. – United Nations Environment – Finance Initiative(uneppi.org) and Signatories – Paris Aligned Investment Initiative.

3 NZAM update – November 2022 initial target disclosure – The Net Zero Asset Managers initiative.

### シュローダー・インベストメント・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90号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Schroders

## 効果的なネットゼロ戦略の策定

多くの投資家は、ネットゼロ戦略がどのように実行されるかを認識する前にネットゼロにコミットしています。以下の5つのステップから成るフレームワークを使って、どのように効果的なネットゼロ戦略を策定し実行するか、についてご説明いたします。

①

### 策定理由と優先順位に合意

気候変動リスクの管理vs  
現実世界への影響  
(例：ダブル・マテリアリティ)  
顧客の優先順位 vs  
ミッションおよびリターン

②

### 期間と目標の設定

目標年  
基準年  
中間目標

③

### 投資における実施方法に合意

回避/売却  
アクティブオーナーシップ  
気候変動にプラスの効果  
を与えられるような投資  
ソリューション

④

### 計測項目と進捗状況の追跡方法に合意

対象範囲  
計測方法  
アクティブオーナーシップの目標  
気候関連ソリューションの目標

⑤

### 投資政策書に計画を明文化

例：「ポートフォリオは、リスク・リターンの目標に合致しながら、2050年のネットゼロ目標の道筋に適合しなくてはならない

## (1)策定理由と優先順位に合意

組織におけるネットゼロ目標の設定理由について合意することは、最も適正な投資戦略の重要な決定事項となります。

- 投資における気候リスク管理を最重要事項にしようとしているか？
- 投資が環境や社会に与える影響も優先事項か？
- 行動しないことによるレピュテーションリスクはどの程度重要か？

目標の背景を明確にすることは、ニーズや期待値をファンドマネジャーやアドバイザーに明確に伝えることに役立ちます。

- 「マテリアリティ」あるいは「対内(inward)マテリアリティ」とは、気候変動が企業財務あるいは活動に及ぼす影響のことで、これを重視することはリスク管理を重視することになります。
- 「対外(outward)マテリアリティ」とは、企業財務や活動が気候変動や幅広い環境・社会に及ぼす影響のことで、投資による影響を考慮することにつながります。
- 「ダブル・マテリアリティ」とは、投資における気候リスクの管理と、投資が地球に与える可能性のある影響の両方を含みます。

投資家は自らの投資戦略に関して様々な動機や優先事項を持っています。一方、インパクト投資家は、財務リターンを求めつつ現実的な成果を優先したいと考えるかもしれませんが、他の投資家はインパクトではなくリスク調整後リターンを優先するかもしれません。脱炭素化戦略は、サステナビリティや気候変動に関する目標をサポートするために最適化することができます。慎重に実行すれば、脱炭素化戦略はまた、リスク調整後リターンを下支えあるいは高めることができ、フィデューシャリー・デューティーを維持しつつ気候変動が経済にもたらすリスクを管理することができます。

加えて、投資家はベンチマークに対するポートフォリオのトラッキング・エラーを制限したり、規制上の要求に則った十分な流動性を維持する必要があるかもしれません。また、資本負担の対象となったり、インカムに関する要件が課される可能性もあります。脱炭素化の適正なペースはこれらの影響

を受けるでしょう。気候変動に適合したプロダクトや投資家固有のソリューションは、投資家の優先事項を反映した上で設計することが可能です。

## (2)期間と目標の設定

アセット・オーナーは、自身のネットゼロ目標全体を達成するために想定している時間軸を明らかにする必要があります。投資先企業の排出量目標において、2050年が最も一般的な期限です。もし、世界の脱炭素化のスピードがアセット・オーナーによる目標の実行スピードと同じあるいはより速ければ、組織は行動を起こすことなくその目標を達成できるかもしれません。しかし、世界がそのペースを維持できなければ、アセット・オーナーが目標への未達分に対処しようとする場合、より積極的にポートフォリオの調整を行わなければなりません。コミットメントを示すために野心的な目標を設定したくなるかもしれませんが、これはその他全ての投資目標を達成するためのポートフォリオの能力に影響を及ぼす可能性があります。

組織は全ての目標の土台となる基準年を選定する必要があります。多くが新型コロナウイルスの感染拡大前の2019年を選んでいますが。複数の時間軸にまたがる目標は、最終目標への道筋を示すのに役立ち、複数の指標を含めることができます。例えば、シュローダーは2050年以前に絶対排出量をネットゼロにするという目標を掲げていますが、この最終目標に至る過程をサポートするため、2030年と2040年にポートフォリオの整合性に関する目標を設定しています。短中期的な中間目標の設定は早期の対応を示すものであり、進捗に応じて中間目標を追加設定することもできます。

目標設定には機動的なアプローチを導入することも重要です。世界は脱炭素化に対して真っ直ぐに向かっている訳でも一様でもなく、どのような戦略であれ、自らの出発点や他のポートフォリオの目標をよく知り、政治や市場環境、気候科学及び技術の進歩等の新たな情報に適応する準備が必要で

Schroders

### (3)実施方法の設定

ネットゼロのような気候目標を投資戦略の一部として設定した場合、投資家はその目標の達成方法を決定する必要があります。ポートフォリオを脱炭素化するために投資家が利用できる手段はいくつかありますが、いずれもポートフォリオの脱炭素化や投資ユニバースに対する影響について慎重に考慮する必要があります。例えば、投資対象からの除外は、炭素集約度の高い企業の資本コストを高めますが、もし他から資本を調達できれば、影響は限定的となる可能性があります。例え企業の排出量が多くても、ネットゼロ移行計画を策定し脱炭素化に向かうことを促すためにエンゲージメントを行うことは、現実的な排出量削減に影響を及ぼし、脱炭素化計画を開始する時の投資ユニバースの制約を避けるための一つの手段となります。分散されたポートフォリオを有する投資家は、排出量の多い企業に移行を促すエンゲージメントを行いつつ行動が不十分な場合は売却もしくは除外を行う等、複数のアプローチを組み合わせることが現実的であると思われます。経済の移行につれて座礁資産の危険が高まるような排出量の多いセクターでは、除外の影響が高まる可能性があります。

### (4)計測項目に合意

ネットゼロ戦略には様々な形がありますが、多くはいくつかの主な特徴に集約されると考えています。

- **計測**：重要なのは、進捗を計測、追跡、報告する指標について合意することです。これは入手可能なデータに依存し、推計値を使う必要がある場合もあります。各ポートフォリオの脱炭素化指標は、設定された目標や投資の優先順位によって役割が異なります。投資先の排出量はポートフォリオに関連する絶対炭素排出量であり、加重平均炭素強度(WACI)のような集約度ベースの指標は企業規模と排出量の標準化に役立ち、企業やポートフォリオ間の比較を可能にするものです。予測排出量あるいは企業が目標を設定しているかどうかを基にポートフォリオの道筋を示すためには、温度目標との整合性等、目標ベースあるいは厳しい計測指標が重要です。アセット・オーナー、あるいは彼らにサービスを提供する運用会社は、様々な異なる指標を用いて進捗状況を把握し続ける必要があります。
- **目標**：計測方法と時間軸が決まったら、目標をどのように算定すべきでしょうか？通常、これは選定した計測指標に依存します。投資先の排出量や排出量集約度については、例えば対前年比5%等、一定期間の削減率といったものが考えられます。適正な削減率の程度は、開始時点や指数と比較した排出量水準といった他の投資方針の規定からも影響を受けます。温度目標との整合性や同様の方法では、目標は具体的な温度に設定することができます。

- **排出量の範囲**：ほとんどのアセット・オーナーは、スコープ3の排出量が長期的に重要であると認識していますが、これらはまだ幅広く報告されていません。このため、多くの企業は中間目標としてスコープ1と2の投資先排出量を使用しており、データの信頼性が高まれば、スコープ3も取り入れることを目標としています。気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)は、報告の枠組みにスコープ3のポートフォリオ排出量を含めることを強く働きかけており、データは徐々に改善されるものと考えられます。カーボン・オフセットを組み込むかどうか、またどのように組み込むかについても業界の議論的になっています。Science Based Targetsイニシアチブ(SBTi)のような目標設定機関は、現時点でポートフォリオ脱炭素化の中間目標達成のためのオフセット利用を認めていません。オフセットの利用を認めると、脱炭素化のための行動から焦点がそれる可能性があるためです。
- **資産クラスの範囲**：ネットゼロの目標設定は、多くの場合、資産クラスの性質やデータ入手の難しさに左右されます。アセット・オーナーがネットゼロ目標を設定する場合、ほとんどの場合、確立された手法やデータ入手の容易さから、上場株式や社債ポートフォリオに焦点を当てています。プライベート・エクイティやプライベート・デット、不動産といった他の資産クラスについては、排出量の測定や目標を設定する基準は様々で、多くの場合、投資家と投資先の関係性に依存します。国債、証券化商品及びデリバティブ戦略では、資産クラスの排出量算定は測定方法が余り確立されておらず、より難しくなります。
- **補足的な目標と方針**：アセット・オーナーのネットゼロ目標だけでは、網羅しようとする全ての気候関連目標を捕らえるには十分ではないと思われます。移行に関するエンゲージメントに注力する戦略においては、投資家は、例えばポートフォリオ排出量の比率や科学的根拠に基づいた目標を持つ企業の比率など、明確に定義された成果を含むエンゲージメント目標を含めるべきです。気候変動戦略が、低炭素化技術など気候関連ソリューションへの投資を目指している場合、代替となる計測方法や目標がサポートになるかもしれません。例えば、ポートフォリオの何%を気候関連ソリューションに投資するという目標の設定、あるいは削減貢献量のような脱炭素化への貢献状況の測定等です。また、企業のネットゼロ移行計画の社会的影響を考慮するようエンゲージメントを実施する等、「公正な移行(Just Transition)」の達成を支援するために投資家を取りたいと考える手段もあるかもしれません。補足的な目標と方針はこれに対処する方法であり、気候関連戦略全体における重要なパートでもあります。

ネットゼロ戦略を設定するのに必要な決定事項はかなりの数に上ると思われ、アセット・オーナーの多くはNet Zero Asset Owners Alliance や SBTi、Paris Aligned Investors Initiative等の業界イニシアチブや枠組みを参考にしています。これらは目標設定のための有益なガイダンスやストラクチャーを提供してくれますが、ニュアンスや重点分野が異なる場合があります。

アセット・オーナーが特定の枠組みやイニシアチブに署名したいかどうかは、事業展開している地域で多く採用されているかや、ガイダンスが投資戦略に適合しているか等、多くの要素に左右されます。重要なのは、これらの選択が、運用プロセスやエンゲージメント戦略において、ネットゼロ目標をどのように実施するかに影響するという事です。義務付けられた枠組みはないので、アセット・オーナーは自らの目的に最も合致する選択肢を慎重に検討すべきであり、あるいは運用会社と連携して独自のアプローチを設計し、より柔軟な実施が可能かどうかを検討すべきです。

### (5) ネットゼロ目標をサポートする投資方針

アセット・オーナーの意向と戦略が正式な投資方針に反映されていることが極めて重要です。投資方針は、前述(1)から(4)の要素を反映し、設定されたネットゼロ目標に対する状況測定のサポートを目指すべきものです。

#### 投資方針の事例 1：ネットゼロへの適合

この組織は、リスク・リターン目標との整合性を維持しつつ、2050年までにスコープ1から3全体で温室効果ガス排出量をネットゼロにする目標を設定しました。戦略は時間の経過と共に進展すると認識しており、少なくとも年1回は見直され、運用会社に対しては下記に対する進捗状況の計測が期待されています。

- 株式：
  - 2040年までに1.5℃上昇に適合(CDP-WWF気温上昇メソッドロジーに基づく)
  - 2030年までに2.2℃の中間目標を達成(CDP-WWF気温上昇メソッドロジーに基づく)
  - MSCI ACWIを下回るスコープ1+2の炭素排出量
  - データが入手可能になればスコープ3を含める
  - 2050年以前の達成を目指す科学的根拠に基づくネットゼロ目標を設定するよう投資先企業にエンゲージメントを実施し、進捗状況を確認

- その他の資産クラス：
  - 2050年までにネットゼロに適合
  - データの改善に応じて目標を組み入れる
- 第三者が運用するファンド：
  - 外部の運用会社が運用するファンドの場合、2050年以前の達成を目指す科学的根拠に基づくネットゼロ目標を設定するため、ファンド・マネジャーにエンゲージメントを実施し、進捗状況を確認

#### 投資方針の事例 2：ネットゼロへの積極的行動

この組織は、2050年までにスコープ1から3全体の温室効果ガス排出量をネットゼロにし、2030年までに世界の温度上昇を1.5℃に抑えるというパリ協定の目標にポートフォリオを可能な限り近づけるとい目標を掲げています。当組織は、石炭と非従来型化石燃料については2030年までに、石油は2040年までに廃止することにコミットしています。当組織の脱炭素化戦略は、投資におけるカーボン・フットプリントの削減(上場株式、社債及び不動産が対象)、移行への資金提供を拡大、排出量の最も多い企業に対するエンゲージメントの実施、のコアとなる3つの柱を重視しています。当組織はリターンを最大化しつつ、必要な移行の加速に貢献することで、責任ある投資家となることに重点を置いています。戦略は時間の経過と共に進展すると認識しており、運用会社に対しては下記に対する進捗状況の計測が期待されています。

- 株式、社債及び不動産：
  - 2025年までにカーボン・フットプリントの25%削減(2020年比)を達成(スコープ1~3)
  - 第三者機関の計測方法に基づき、2030年迄に1.5℃目標に可能な限り近づける
  - 2025年までに投資資産全体の最低15%を気候関連ソリューションへ配分
  - 最も炭素排出量の多い20社に対するエンゲージメントの実施
- 第三者が運用するファンド：
  - 外部の運用会社が運用するファンドの場合、その運用会社には、2030年までに石炭及び非従来型化石燃料を段階的に廃止することや、新たな石油・ガス開発プロジェクトへの資金提供を止めることを期待

## まとめ

ネットゼロ目標達成のための脱炭素化戦略の設定には、多くの関連事項の決定が必要となり、その後の運用管理に影響を及ぼします。全ての投資家にとって完璧なフレー

ムワークは存在せず、脱炭素化戦略が他の全ての投資目標を達成するには柔軟性が必要です。補足的な目標は、脱炭素化に関係しない気候関連目標も取り入れるための良い方法となります。



**Jack Bowles**  
インベストメント・ディレクター



**Jenny Mill**  
気候変動ストラテジスト



**Emily Petersen**  
ポートフォリオ・ディレクター  
兼チームマネジャー



**Ben Popatlal**  
アナリスト



**Mervyn Tang**  
サステナビリティ・ストラテジー  
APACヘッド



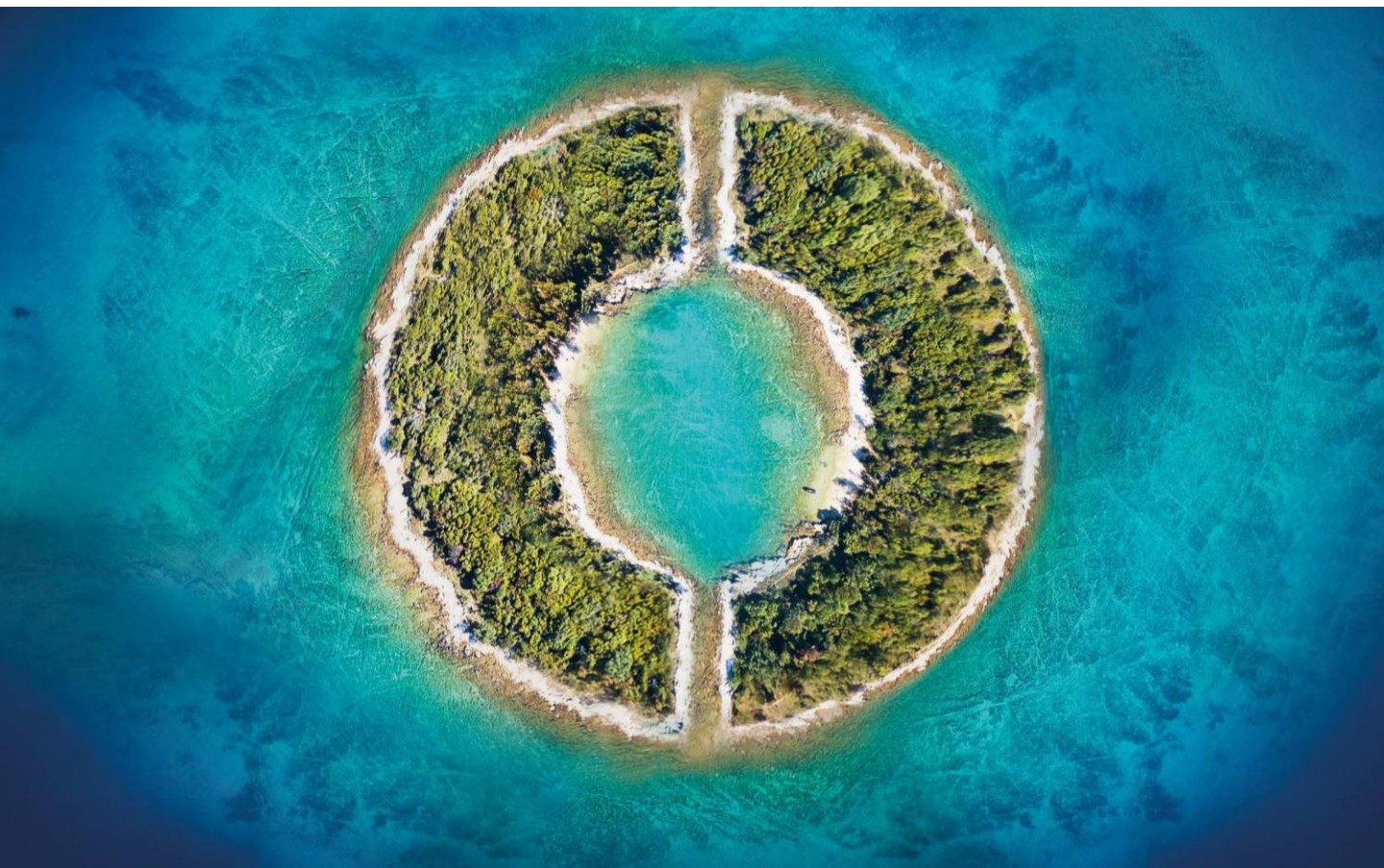
**Holly Turner**  
気候スペシャリスト



**Barbara Wilson**  
サステナブル・ソリューション  
ヘッド



**Lina Makrodimitri**  
不動産 エネルギー &  
ネットゼロカーボン



#### 【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。

#### 投資で、変化を加速

1870年（明治3年）、日本初の国債発行の主幹事として鉄道敷設に貢献したシュローダー。この一つの投資が日本近代化の一步となったように、投資は世界を変えていく力になると私たちは信じています。「増やす」だけじゃない、よりよい明日をつくる投資を、これからも、皆さまとともに。



Schroders

# パート2: ネットゼロ計画の実施

2023年10月

ネット・ゼロへの目標が設定され、設定理由と中間目標を検討したら、次は計画を実行に移さなければなりません。しかし、実際にポートフォリオの脱炭素化はどのようにして行うのでしょうか？全ての資産クラスや地域において、同じスピードで脱炭素化を行うべきでしょうか？個々のポートフォリオの開始時点は重要でしょうか？脱炭素化ガイドのパート2ではこれらの疑問にお答えします。



**Barbara Wilson**  
サステナブル・ソリューション ヘッド



**Ben Popatlal**  
マルチアセット・ストラテジスト

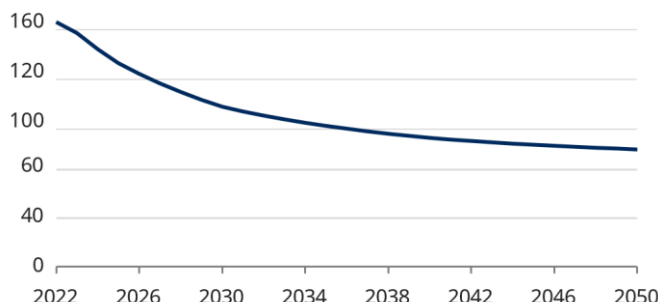
このガイドは、より大きなインパクト達成のためにはリターンの犠牲も厭わないという投資家よりも、ポートフォリオの脱炭素化は実行しながらもリターンを優先しようとする投資家に重点を置いたものです。ここでは3つのステップについて考察します。

## ステップ1. 現時点での道筋を予測

第1のステップは、投資先企業が既に行っている活動に基づき、また企業が公式に設定している目標を達成すると仮定した上で、ポートフォリオにどの程度の脱炭素化が期待できるかを把握することです。ネットゼロへの移行に向けて既に動き出しており、それはパリ協定の目標達成には未だ不十分なものの、消費者、規制当局及びキャンペーン団体からの圧力により、企業は既に事業活動の脱炭素化を実施、あるいは将来的な脱炭素化の実施にコミットしています。大手上場企業2,000社の内、931社は既にネットゼロ目標を設定しています<sup>1</sup>。プライベート・アセットにおいては、この点に関する透明性は全く異なり、投資対象と投資家の関係性に依存することとなります。

### 図表1：加重平均炭素強度による排出量の道筋(MSCI ACWI)

(CO2換算トン/売上百万ドル)スコープ1及び2



シュローダー・ポートフォリオ・エMISSIONS・パスウェイ・ツールによるもの。排出量の道筋は、指数の構成企業の最も野心的な排出量削減目標に基づき、各目標に関連する時間軸と目標年に従って予測されます。企業の目標に関する情報はCDPとMSCIから得られたものです。多くの企業が複数の目標を有していますが、当ツールの予測は一つのみであり、そのため予測は、ポートフォリオ脱炭素化の実際の道筋を下回る可能性があります。

<sup>1</sup>Net Zero Tracker | Welcome as at 21st June 2023 (https://zerotracker.net)

## シュローダー・インベストメント・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90号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

例えば、不動産投資は、プライベート・エクイティのファンド・オブ・ファンズよりも経路を追跡しやすい可能性があります。

図表1は、世界の株式市場を代表する指数であるMSCI ACWIの現在の脱炭素化の道筋を示したものです。これは、構成企業が既に設定している目標を達成した場合、当指数の予想炭素強度(加重平均炭素強度による測定)は、2050年までに50%低下すると予想されることを示しています。多くの企業が脱炭素化目標を設定しており、時間の経過と共に排出量は減少するはずですが、これらの目標が達成されたとしても、まだ2050年までのネットゼロ目標の達成に対して大きなギャップが残っています。この脱炭素化への道筋は、企業がビジネスモデルの移行と脱炭素化に対する強固な行動計画を策定し実行することによってのみ可能となります。

## ステップ2. アクティブオーナーシップを通じた影響力の行使

投資家が次取るべき最も重要なステップは、脱炭素化へのより意欲的な目標とこれを達成するための強固な計画の策定を促すため、積極的に企業にエンゲージメントを行うことです。これは、株主投票あるいは経営陣とのターゲットを絞ったエンゲージメントを通じて行うことができます。

また、これは他の資産クラスにも拡張することができます。資産の保有期間が長く流動性が低くなりがちなプライベート・アセットでは、投資サイクル全般において積極的にステークホルダーに対してエンゲージメントを行うことが重要です。エンゲージメントは、ポートフォリオの脱炭素化(リスク管理)と現実世界の脱炭素化(インパクト)双方の達成にとって非常に有効な手段です。これにより、投資家はポートフォリオに大きな制約を受けずにリターン創出に注力することができ、企業とのより内容の濃い対話が促進され、結果として、行われた投資に関する理解を深めることができます。

最終的に、エンゲージメントは、進捗を促進することにつながると考えています。より多くの企業がネットゼロ目標を策定することで、ポートフォリオの炭素排出量は、2050年迄にゼロにすると目標に近づきます。そのために投資家は、ポートフォリオのどの企業に対して優先的にエンゲージメントを行うべきか、どのようにエンゲージメントすべきか、どのように成功を測るべきか、十分な進捗が見られない場合にどのような対応をとるのか、等を定義した気候関連のエンゲージメント戦略を持つ必要があります。

### エンゲージメント対象とする企業の優先順位を決定

投資家、または彼らに代わって運用するファンド・マネジャーは、ポートフォリオの全企業に対して一度にエンゲージメントを実施できるわけではありません。そのため、優先的にエンゲージメントを行う企業を特定する方法や理由を決めることによって、的を絞った管理可能な対話が可能になります。優先順位付けに有効な出発点は、ポートフォリオの目標と経時的な進捗状況を把握するために利用されるデータです。投資家は、対象企業のリストが完全かどうかを評価し、エンゲージメントの状況を追跡する必要があります。

### 企業へのエンゲージメント実施と進捗状況の測定

気候関連のエンゲージメント戦略では、必要とされる変化と進捗状況を把握するための方法について、企業との間で明確な期待値を設定する必要があります。エンゲージメントを実施する側は、明確な目標とその目標達成のためのマイル

ストーンを予め設定しておくべきです。投資家は、これらの目標が十分に意欲的なものかを評価するために、ファンド・マネジャーとエンゲージメントを行うことができます。「モメンタム」の評価は、必要に応じてエスカレーションを決定するための追加的な定性データとなり得ます。

企業へのエンゲージメントにおける第1段階の目標は、ネットゼロへのコミットや、実際の排出量データの測定及び報告などが考えられます。次に、スコープ1～3にわたる科学的根拠に基づく目標の設定、より短期的な中間目標の設定、それら目標の認証、及び毎年進捗状況を報告する包括的な移行計画の策定など、企業の達成度を高めることを目指すべきです。その後、実際に達成した脱炭素化の状況及び企業がその目標達成に向けて順調に進捗しているかについて、エンゲージメントを強めていくべきと考えます。

ポートフォリオ・レベルでは、投資家はマイルストーンに対する進捗状況を追跡し、エンゲージメント対象となった排出量の割合、エンゲージメントの回数や頻度、エンゲージメント活動の種類、そして、例えば何社の企業がネットゼロ目標を設定したか等のエンゲージメントの成果などを定量的に追跡することができます。

### 進展がない場合のエスカレーション

エンゲージメント戦略は、目標に対して進展がない場合に投資家のとり得る手段を概説した、明確なエスカレーション・プロセスがない限り、効果的なものとはなりません。これは、変化する事業環境を反映するため、機動的かつ柔軟なものでなければなりません。

エンゲージメントをエスカレーションする方法はいくつかあり、その強度も様々です。上場企業への投資と様々なプライベート市場における投資とは差がありますが、一部を図表2に示しています。

エスカレーションの枠組みには、必要な脱炭素化活動を企業に行わせるよう影響を及ぼすと共に、エンゲージメント活動の強度を高めることも目的に含める必要があります。最終的に進捗が見られない場合には、持ち分を全てあるいは一部売却することも選択肢とすべきです。

図表2：エンゲージメントのエスカレーションの一部として、投資家が実施可能な活動



社外取締役や取締役会議長とのミーティングあるいは他のコミュニケーション方法



企業のアドバイザーやブローカーを通じた懸念伝達



他の機関投資家との協働介入



取締役会の提案に対する支持を差し控えるあるいは反対票を投じる



懸念を公表



総会での議案提出



臨時株主総会の開催要求



投資縮小、株式等の全部あるいは一部を売却



### ステップ3. ポートフォリオの再配分

ポートフォリオの再配分から始める投資家がありますが、これは、2050年のネットゼロ目標を有するポートフォリオ向けの脱炭素化を組み込んだベンチマークが存在しているためです。これにより、報告する炭素排出量が低く抑えられるという望ましく美しい結果が得られるかもしれませんが、機械的なアプローチを行った場合、リターンを犠牲にすることになるかもしれません。例えば、優れた移行計画を持つ排出量の多い企業を売却し、脱炭素化計画を持たない排出量の少ない企業を選好するかもしれません。この機械的な脱炭素化はまた、企業にその取組姿勢の変化を促さずに売却する場合、現実世界の成果に対しては貢献しないこととなります。そのためこれは、ネットゼロ目標を測定し一貫した方法で達成するためには必要な方法かもしれませんが、最終手段となります。

ポートフォリオの再配分は様々な方法で行うことができます。

- 資産配分の調整
- 適切なファンド・マネジャーと戦略の選定
- 個別銘柄レベルでの変更の実施

#### 資産配分の調整

資産配分には、リスク・リターン目標を達成する戦略的資産配分(通常年に1度)と、様々な市場環境にポートフォリオを適応させるための戦術的(短期的)資産配分(月次あるいは市場の情報に対応して実施等)の2種類があります。

戦略的資産配分においては、リスク・リターン目標と、異なる資産クラスにおける中期的な市場の期待リターンを考慮する必要があります。もし、資産クラス間の再配分(例：債券の代わりに株式の配分を引き上げる)あるいは異なる地域間での再配分(例：新興国市場への配分を引下げ、先進国市場への配分を引上げる)によって、同じリスク・リターンをより低い炭素強度で実現できるのであれば、この方法によって脱炭素化を達成できるでしょう。しかし、リスク調整後リターンという別の、おそらく最も重要なファクターに影響を及ぼすことなく、大きな違いをもたらすことができるかどうかは、常にこれら資産クラス間の想定される相関関係に依存します。

戦術的資産配分においては、もし、最も重要な目標がリスク低減あるいは投資機会の獲得であれば、炭素削減目標の影響は受けにくくなります。このような、より受け身的な資産配分の決定は、短期的には炭素強度を上昇させることになるかもしれません。

例えば、株式を割高と見て短期的に債券に配分を移すことは、たとえそれによって全体の炭素強度が短期的に上昇するとしても、リスク管理上の目的からは優先されるべきです。基本となるポートフォリオにおいて脱炭素化計画が既に実施されているのであれば、短期的な配分変更の決定が暫く維持されたとしても最終目標には到達できるはずですが、何が炭素強度に変化をもたらすかを理解することは、ネットゼロ目標達成への道筋を管理するために重要な要素となります。

#### 適切なファンド・マネジャーとファンドの選定

投資に関する信念と優先事項に基づいて、投資の脱炭素化を進めるのに適切なパートナーと協働することが必要です。資産配分や銘柄選択を担当するファンド・マネジャーは、脱炭素化の目標達成に対して成果を上げなければなりません。パッシブ運用かアクティブ運用かという議論も、ここで検討されるべきと考えています。

欧州委員会は、EU気候移行ベンチマーク(CTB)とEUパリ協定適合ベンチマーク(PAB)を設計しましたが、これらは多くの他のメソドロジーと同様、現在から2050年にかけて機械的に排出量を対前年比で削減していくメソドロジーに沿ったベンチマークです。機械的なメソドロジーの問題点は、投資リターンに対するインパクトを判断するのが難しいということです。これらベンチマークの一部は、フォワードルッキングな指標あるいは企業の移行計画の信頼性に対する判断を考慮していません。この点が正にアクティブ運用の持つ優位性だと考えています。ポートフォリオが好ましい気候ソリューションに投資しようとしている一方、必要なインフラを開発・建設するために現時点での炭素強度が高くなってしまっている場合等に特に当てはまります。これらは、機械的なアプローチでは見逃してしまう優れた投資機会となり得るものです。

よって、アクティブ運用を選択した場合、選定したファンド・マネジャーが、強固なリスク調整後リターンを創出するという目標と共に、脱炭素化を念頭に置いており、ファンドが最も適切な方法で脱炭素化を促進するものであるとの確信がなければなりません。例えば、ベンチマークを変更すべきかは、ファンド・マネジャーのスタイルや脱炭素化に対する信念、あるいはコミットメントに依存します。もし、採用したファンド・マネジャーが、ベンチマークやベンチマークに対するポートフォリオの相対リスクを意識した運用を行うのであれば、望んでいる脱炭素化のレベルを達成するためにベンチマークを変更する必要があるかもしれません。しかし、採用したファンド・マネジャーが、ベンチマークをあまり意識しない運用を行う場合、ベンチマークを変更する必要はないかもしれませんし、脱炭素化への積極的なアプローチは付加価値を高める方法と考えるかもしれません。

この時点で、ポートフォリオの全ての部分を同じスピードで脱炭素化したいのかどうか、また全てに同じ基準日を設けるのが正しいかどうか、を検討することもできます。例えば、欧州等の規制改革による追い風が強い地域もあれば、新興国等のよりゆっくりと自然に脱炭素化が行われている地域もあります。同じ制約を両地域に課すと、新興国市場への配分が増え、長期的なパフォーマンスの重しとなる可能性があります。また、炭素排出をリスクとみなす投資戦略の中には、ベンチマーク(すなわち、投資ユニバース)に対して既に炭素排出量を大幅に削減する行動をとっている可能性があります。アルファ創出能力を損なうことなく、気候変動対策に後れを取っている企業をポートフォリオから除外することができる方法を既に実践しているかもしれません。今日の投資家にとって、これは良いリスク管理となり、報告される排出量も少なくなるかもしれませんが、フレームワークの多くが、市場ベンチマークとの比較ではなく、基準年を設定しその時点でのポートフォリオの排出量との比較で脱炭素化を行うことを提案しているため、脱炭素化戦略を考える際に難題をもたらすこととなります。このようなファンド・マネジャーに対し、まだ行動を起こしていないマネジャーと同程度の脱炭素化を求めることは、既に脱炭素化を行っているファンド・マネジャーに

ペナルティを課したり、あるいは過度に制約をかけたりすることになりかねません。もし、既にベンチマーク対比50%低い排出量を達成しているファンド・マネジャーを採用している場合、そのファンド・マネジャーに対して2030年までに更に50%の低炭素化を達成するよう要求することは、投資ユニバースの著しい縮小を招き、投資成果を悪化させる可能性があります。このことが、ファンド・マネジャーの銘柄選択と投資家のファンド設計の両方にとって、オーダーメイドのアプローチが有効であると考えている所以です。もし、既にファンドが排出量削減に大きく踏み出しているのであれば、全てのファンドが一直線に排出量削減に向かう必要はありません。早急すぎる脱炭素化を進めようとするれば、ポートフォリオが広範なユニバースと歩調を合わせて、あるいはそれより少し早く脱炭素化する場合より悪い結果をもたらす可能性があります。意欲的であるべきですが、負担となるほど意欲的過ぎてはいけません。

### 個別銘柄レベルでの変更の実施

もし、資産配分、採用したファンド・マネジャーやそのファンドが適切であるということが確認できたならば、次は、ファンド・マネジャーに銘柄選択を任せることになります。そして、彼らは、必要な脱炭素化を実行するために、どのようにポートフォリオを再配分するかを選択しなければなりません。

もし、達成すべき年間の炭素削減目標があり、ファンド・マネジャーが炭素排出量の削減方法を決定する状況に直面した場合、絶対水準またはセクター毎に排出量の多い銘柄の除外、排出量の高い銘柄のウェイト削減、あるいはオーダーメイドのアプローチ、といった方法をとることになるでしょう。アクティブ運用のファンド・マネジャーは、フォワードルッキングな視点を考慮に入れるべきであり、変化のためにエンゲージメントを実施する余地が残っている場合は、銘柄を除外するのではなく保有ウェイトの削減を選択する可能性が高いと考えられます。例外があるとすれば、エンゲージメントが機能せず、変化を期待するのが非常に難しい場合でしょう。

## まとめ

脱炭素化の道筋に従ってポートフォリオの管理を行う方法は、機械的な方法ではなく、全ての実行可能な方法を活用すべきであり、除外する前にエンゲージメントに注力すべきです。しかし、エンゲージメントは、確実にポートフォリオが正しい道筋上にあることを確認するために、対象を絞り込んで実施し、きちんと記録・追跡される必要があります。

また、ポートフォリオの再配分が必要となるかもしれません。適切に決定されたファンドを持つ適切なファンド・マネジャーと協働することは、ポートフォリオの出発点を考慮して調整された、適切なレベルの脱炭素化と優れたリスク調整後リターンとの適切なバランスを達成するために最も重要です。



**Jack Bowles**  
インベストメント・ディレクター



**Jenny Mill**  
気候変動ストラテジスト



**Emily Petersen**  
ポートフォリオ・ディレクター  
兼チームマネジャー



**Ben Popatlal**  
アナリスト



**Mervyn Tang**  
サステナビリティ・ストラテジー  
APACヘッド



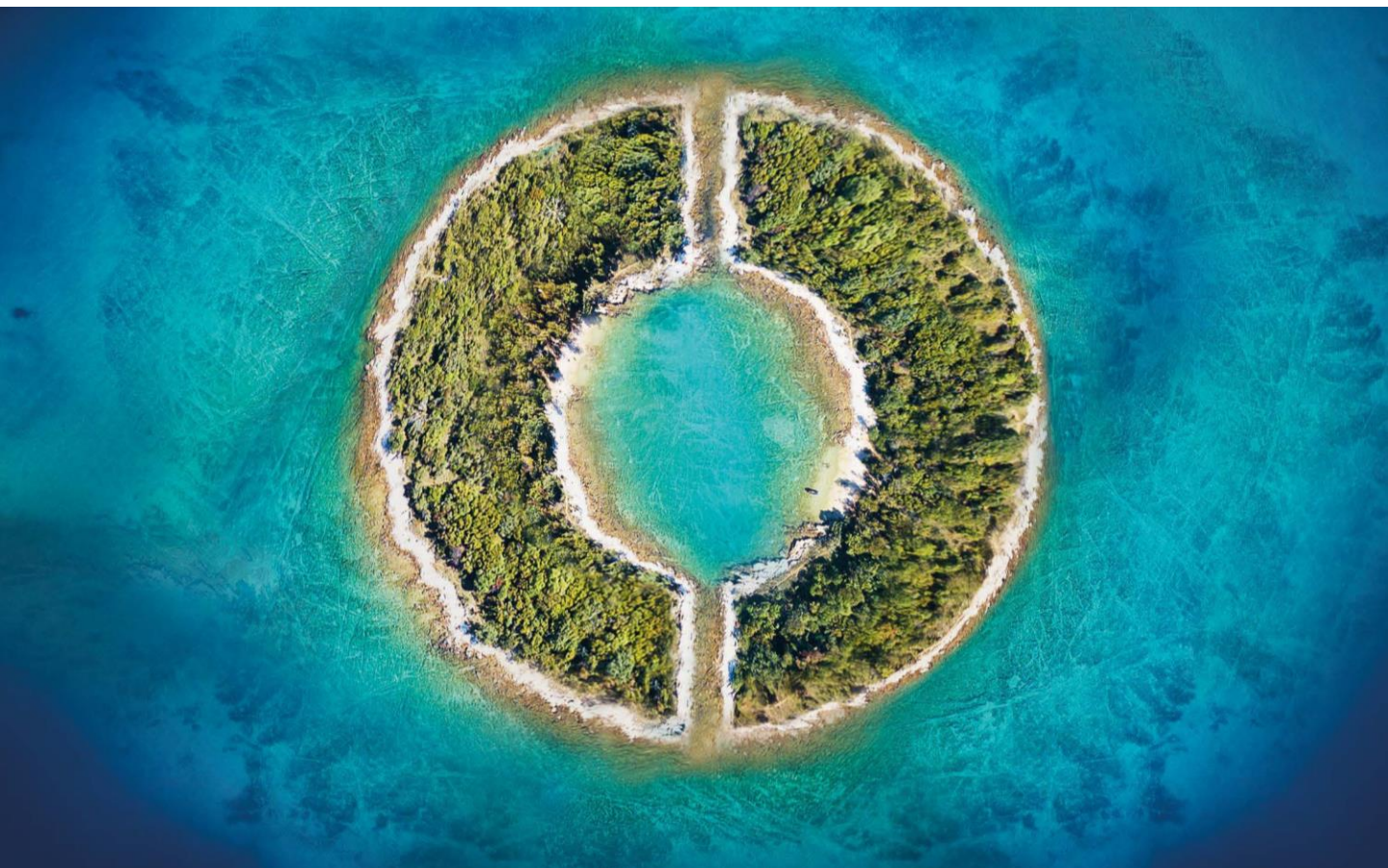
**Holly Turner**  
気候スペシャリスト



**Barbara Wilson**  
サステナブル・ソリューション  
ヘッド



**Lina Makrodimitri**  
不動産 エネルギー &  
ネットゼロカーボン



#### 【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。

#### 投資で、変化を加速

1870年（明治3年）、日本初の国債発行の主幹事として鉄道敷設に貢献したシュローダー。この一つの投資が日本近代化の一步となったように、投資は世界を変えていく力になると私たちは信じています。「増やす」だけじゃない、よりよい明日をつくる投資を、これからも、皆さまとともに。



Schroders