

サステナブル投資の基礎 シリーズ

責任投資原則の成り立ち

MUFG AM サステナブルインベストメント
岡本 卓万

今回は責任投資原則について解説します。責任投資原則の制定によって ESG 投資は広く普及することとなりましたが、原則の制定の過程では国連の働きかけやアセットオーナーの参画があり、その後の責任投資原則の普及につながりました

1. 広がりには欠けた SRI

SRI(社会的責任投資)の歴史は長く、20 世紀初頭の米国メソジスト教会の年金資産運用に見ることができます。SRI は一定の広がりを見せたものの、年金基金のようなアセットオーナーに広く採用されるには至りませんでした。

年金基金の場合、アセットオーナーと言ってもその資金はその基金に加入する(していた)受益者のために運用しているものです。このような立場の人は受託者責任を負っているとされ、専ら受益者の利益のために運用しなければなりません。一般に受益者の利益を最大化するとは、リターンを最大化しリスクを最小にするような運用を指します。環境や社会に「良いこと」だと思っても、おいそれと投資するわけにはいかないのです。

アセットオーナーの中でも、財団のような場合であれば、環境や社会に貢献する特定の目的をもって運用することが可能です(財団の設立目的に沿っていることが前提)。しかし、大規模な資金を持つアセットオーナーは年金基金に多く、それらは SRI 投資には消極的でした(投資すると受託者責任違反になる可能性を恐れたためもあります)。

このような理由で、SRI は一部の投資家には喜ばれたものの、メジャーな投資家には敬遠される、ニッチな投資戦略の位置づけにとどまっていた。SRI はどちらかというと慈善家が行う収益を二の次にした投資のようにとらえられ、受託者責任を負うアセットオーナーにとっては取り組みにくい投資と捉えられていました。

2. 責任投資原則の制定までの動き

受託者責任問題の整理

2000年代に入り、ガバナンスに加え、環境・社会課題が、企業の財務パフォーマンスに影響を与える可能性があるという認識が広がってきました。統合報告書のフレームワークで示される6つの資本でも、人的資本、社会・関係資本、自然資本といった資本が認識されます。企業活動が地球規模にスケールアップする中で、環境・社会と繋がる資本の重要性が増しており、環境・社会の課題とどう向き合うかが企業価値に影響する可能性が高まったのです。

にもかかわらず、ほとんどのアセットオーナーは投資意思決定において、企業の環境・社会課題への取組みを評価することには慎重でした。環境・社会の考慮というとSRIのイメージが強く、受託者責任の観点から取組みが躊躇されたのです。

投資意思決定において、投資先のESG(環境・社会・ガバナンス)要素を考慮に入れることが、受託責任に反しないかという問題に答えを出すべく、国連は動きました。国連環境計画金融イニシアティブ(UNEP FI)のアセットマネジメント・ワーキンググループが、英国の大手法律事務所である、Freshfields Bruckhaus Deringer に対し、「投資におけるESG要素の考慮と受託者責任の関係」について調査・研究を委託しました。

OECDに加盟する9か国(日本を含む)の法域を対象に、公的・私的年金、保険会社、投資信託の運用における受託者責任の扱いが調査され、2005年に結果が報告されました。これがフレッシュフィールズ・レポートと呼ばれているものです。

レポートは、「ESG要素は投資パフォーマンスとの関連性がますます明確になっていることから、投資分析におけるESG要素の考慮は、どの法域においても明らかに許容されており、ほぼ間違いなく必要とされている」と結論付けています。言い換えると、「投資のリターン改善のためにもESG要素の考慮は必要である」としたわけです。このレポートがきっかけになって、ESG要素の考慮が受託者責任に反するのではないかというアセットオーナーの疑念が、徐々に解消されることになりました。

アセットオーナーの参画

フレッシュフィールズ・レポート公表の翌年(2006年)、責任投資原則(PRI)が制定されることとなります。アナン国連事務総長が世界の有力なアセットオーナーに対し、投資においてESG要素を考慮するための原則の制定を呼びかけたのです。

原則の起草に参加したアセットオーナーの顔ぶれを見てみます。網掛けしているものが年金基金になりますが、受託者責任が求められる年金基金の参画が非常に多いことがわかります(図表 1)。北米からは、CalPERS、TIAA-CREF、カナダの CPPIB、英国からは USS や BT(ブリティッシュテレコム)、大陸欧州の ABP、ノルウェー政府の年金基金、いずれも規模の点や影響力の点で世界的にプレゼンスの高い年金基金です。メソジスト教会年金理事会は、20 世紀初頭に最初の SRI を開始した機関です。それ以外の地域からは、オーストラリアやブラジル、タイの年金が参画しています。また、年金以外のアセットオーナーとして、保険会社二社と国際金融公社が参画しています。

(図表 1) 責任投資原則の起草参加機関

北米	英国	欧州	その他
CalPERS カリフォルニア州公務員退職基金	USS 大学退職年金制度(英)	Stichting Pensioenfonds ABP ABP年金基金(オランダ)	Public Sector Superannuation Scheme 公務員スーパーアニュエーション(豪)
NYC Employees Retirement System ニューヨーク市職員退職制度	BT Pension Scheme ブリティッシュテレコム年金基金	PGGM Investments PGGM(オランダ第2位の年金基金)	PREVI* ブラジル銀行年金基金
TIAA – CREF 全米大学教職員退職年金保険基金	Hermes Pensions Management ハーミーズ年金マネジメント	Norwegian Government Pension Fund ノルウェー政府年金基金	Government Pension Fund of Thailand タイ政府年金基金
CRPTF コネチカット州退職制度信託基金	Wespath Investment Management (メソジスト教会年金理事会)	FRR 年金準備基金(仏)	United Nations Joint Staff Pension Fund 国連共同職員年金基金
CPPIB カナダ年金制度投資理事会		CDC 預金供託公庫(仏)	International Finance Corporation* 国際金融公社
		Munich Reinsurance AG* ミュンヘン再保険	
		Folksam (スウェーデンの保険会社)	

出所：PRI より三菱 UFJ 信託銀行作成

このように起草段階から当事者である有力な年金基金を多数巻き込んだ事は、他のアセットオーナーが責任投資原則を受け入れやすい素地を作ったものと思われる。同時にそれはその後の PRI の発展に繋がったといえるでしょう。

3. 責任投資原則の内容

責任投資原則は6か条からなります。そのうち投資行動に直接かかわるのは、最初の2つだけです(図表 2)。非常にシンプルな原則といえるでしょう。

原則 1 は、投資意思決定において ESG 要素を考慮するということを意味しています。原則 2 は、ESG 要素を考慮して積極的にエンゲージメントや議決権行使を行うことを指します。どちらも「投資のプロセスにおいて ESG 課題を組み入れる」としており、「環境・社会をよくする目的での投資」というわけでも、「環境・社会に良いことをしている企業への投資」でもなく、より広い概念で ESG 投資をとらえていることがわかります。こうすることで多くの投資家が賛同できたとも言えます。

(図表 2)責任投資原則

原則1	私たちは、 <u>投資分析と意思決定のプロセスに、ESG課題を組み入れます</u>
原則2	私たちは、 <u>活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG課題を組み入れます</u>
原則3	私たちは、投資対象の企業に対し、ESG課題についての適切な開示を求めます
原則4	私たちは、資産運用業界において、本原則が受け入れられ実行に移されるよう働きかけを行います
原則5	私たちは、本原則を実施する際の効果を高めるために協同します
原則6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

出所：The PRI 下線は筆者

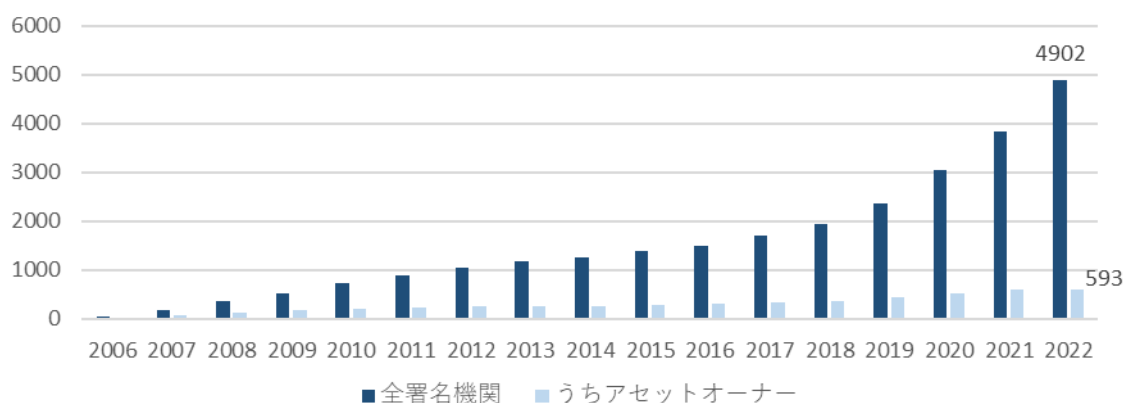
原則 3～6 はいずれも ESG 課題を組み入れた投資活動を補強する内容です。すなわち、原則 3 は投資先への情報開示要求、原則 4 はアセットマネジャーへの働きかけ(実際 PRI への署名することが顧客から評価される立場にあるアセットマネジャーの方が、積極的に署名しています)、原則 5: ESG 投資のイニシアチブへの参画や支援、原則6:受益者などへの活動状況の開示になります。

様々な立場にある投資家に受け入れられるシンプルな原則を策定したことに加え、“慈善”のイメージがまとわりついた“SRI”という名称を捨て、リターン/リスク改善に有効な“ESG 投資”として幅広い投資家に訴えたことは、その後の PRI の普及に大いに影響したといえるでしょう。

4. 責任投資原則の普及

PRI の発足当初、原則に署名した機関は 68 機関で、アセットオーナーや運用会社を中心でした。署名機関は徐々に増加し 2012 年には 1000 を超えました(図表 3)。

(図表 3)責任投資原則署名機関数の推移



出所：The PRI より筆者

COP21(気候変動枠組条約締約国会議)でパリ協定が採択された 2015 年以降、署名者の増加ペースに弾みがつきました。世界最大級のアセットオーナーである GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が署名したのもこの年です。2022 年 3 月には署名機関は約 5000 まで増加していますが、最近では署名機関のうちほとんどを資産運用会社が占めています。

責任投資原則の事務局機能を担っているのが、The PRI という組織です。責任投資原則への署名推進や、署名機関の ESG 投資やアクティブオーナーシップ活動の支援、ESG 投資に関する知見向上などに向けた取り組みを担っています。また、年に一度、「PRI in Person」と呼ばれる定期的なカンファレンスの開催も行っており、今年(2023 年)は 10 月に東京で開催が予定されています。The PRI は、国連の支援を受けるものの国連とは独立した組織です。

責任投資原則に署名した機関については、ESG 投資の活動報告を一定様式で The PRI に対し報告することが義務付けられます。この報告内容は PRI ホームページで公開されます。また、PRI アセスメントという運用機関評価を定期的実施しています。これは自己報告に基づいて署名機関の ESG 投資の対応状況を、(A+, A, B, C, D, E)の 6 段階で評価するもので、多くの運用機関がこの評価結果を公表しています。

(2023 年 3 月 10 日更新)

※ 本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません。

本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

