



三菱UFJ信託銀行



MUFG AMサステナブルインベストメント

# サステナブル投資

とスチュワードシップ入門

A child wearing a brown shirt, yellow pants, and pink rain boots is watering a small green plant in a garden. The child is holding a red watering can, and water is spraying from the nozzle onto the soil. The background is a blurred garden with other plants and a wooden fence.

## Contents

- 03 持続可能性とは
- 07 グローバルに広がる新たな課題
- 12 サステナブル投資とスチュワードシップについて
- 21 米国と欧州の動向
- 26 アセットオーナーにとってのサステナブル投資の機会を解き明かす
- 30 用語集

## 持続可能性とは

### 持続可能性およびサステナブル投資の定義

**持続可能性**とは、将来の世代のニーズを満たす能力を損なうことなく私たちのニーズを満たすことであり、それによって私たちの経済、環境、社会の長期的な幸福と繁栄に貢献することを意味します。

**サステナブル投資**（アセットオーナーの視点から）とは、受益者やその他の主要な利害関係者の長期的な利益のために一貫して実施される、優れた投資慣行を指します。多くの場合、ESGインテグレーションとスチュワードシップという2つの要素および行動が含まれると考えられています。

- アセットオーナーにとってESGインテグレーションとは、資産配分、運用会社の選定、投資の調査・分析・意思決定のプロセスに、環境・社会・ガバナンス（ESG）を考慮した重要な要素を組み込むことを意味します。
- アセットオーナーにとって優れたスチュワードシップとは、受益者の利益を代表し、これを拡大することであり、これは受託者としての責任につながります。しかし、基本的な慣行はこれとは異なり、アセットオーナーは一般的に、エンゲージメントや議決権行使といったスチュワードシップの実施責任を直接引き受けるのではなく、アセット・マネージャーに委任します。

サステナブル投資は、国連の持続可能な開発目標（SDGs）で特定されているような、持続可能性の課題に対する解決策を提供する企業に資本を配分することを指す場合もあります

## 持続可能性とは

### 国連の持続可能な開発目標(SDGs)

- 2015年、国連(UN)は、17の持続可能な開発目標(SDGs)を含む「2030アジェンダ―持続可能な開発目標」を採択し、169の意欲的な目標を掲げました<sup>1,2</sup>。
- SDGsは、最も差し迫った環境・社会・経済の問題をまとめた、世界的に合意された枠組みです。したがって、資産運用会社やアセットオーナーにとって、より広範なサステナビリティのトレンド、長期的なシステミックリスク、社会の期待を理解する上で、有用な要約となり得ます。
- また、SDGsは、重要な問題や機会を特定し分析するための基礎として、日々の投資活動やエンゲージメント活動に適用することもできます。SDGsは、169のターゲットごとに指標を提供しており、投資家がエンゲージメントに関連する影響や進捗を測定し報告する際に有用な指標となり得ます。
- 2023年に特定のSDGsを対象とした様々なETFを発表したDWSのように、一部の資産運用会社は商品開発にSDGsを利用し始めており、SDGsに焦点を当てた様々なファンドが組成されています<sup>3</sup>。また、ハーミーズのSDGsエンゲージメント株式ファンドのように、特定のファンド内でのエンゲージメント活動の指針としてSDGsを利用している運用会社もあります<sup>4</sup>。
- しかし、ロイヤルロンドン・アセット・マネジメントやラザード・アセット・マネジメントのように、政府や社会にとって有用かもしれないが投資の枠組みとしてはその目的にそぐわないとして、SDGsを投資に利用することを批判する会社もあります<sup>5</sup>。
- アセットオーナーや資産運用会社は、SDGsの適用において慎重かつ思慮深くあるべきであり、特にセカンダリー市場においては、資本配分やスチュワードシップ活動の直接的な結果としてSDGsに関連するインパクトを過大評価することは避けなければなりません。

図表1



1 Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015 (A/RES/70/1)

2 UN Department of Economic and Social Affairs Website

3 Financial Times Website

4 Federated Hermes Website

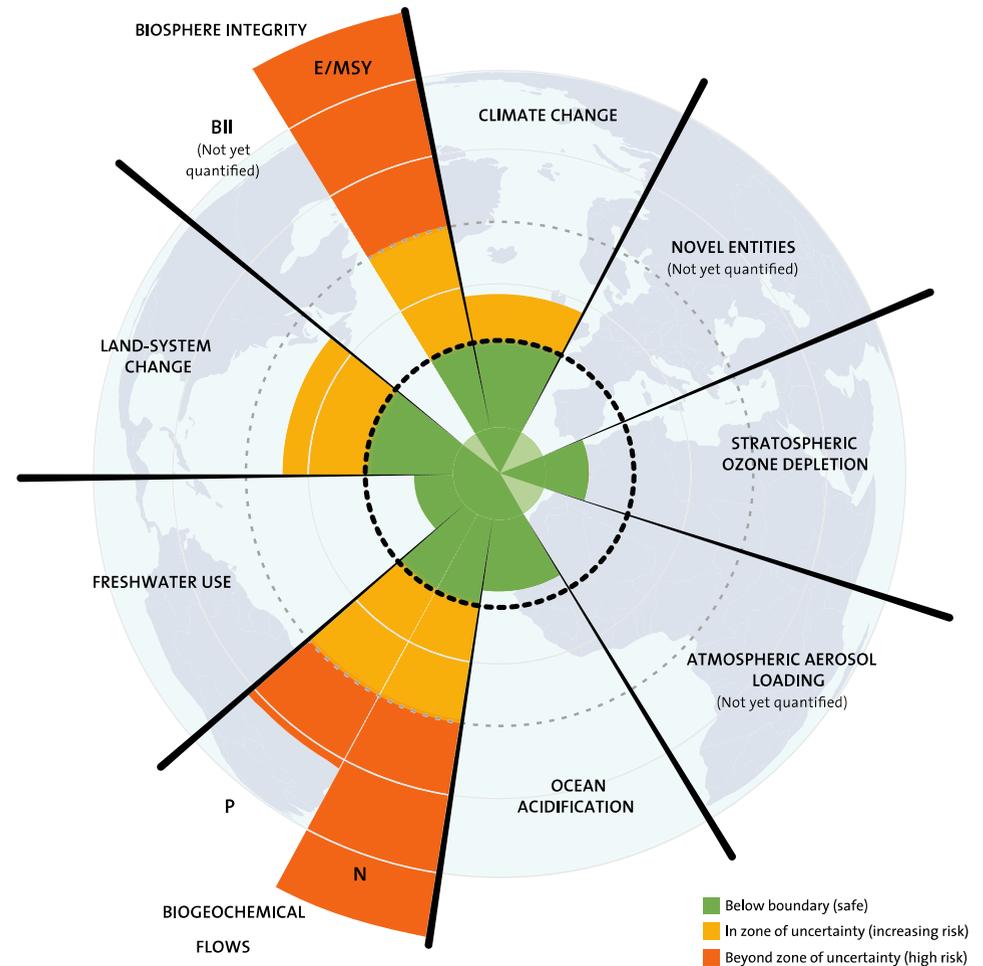
5 Investment Week Website

## 持続可能性とは

### プラネタリー・バウンダリー

- 「プラネタリー・バウンダリー」という概念は、2009年にストックホルム大学ストックホルム・レジリエンス・センターによって初めて紹介されたもので、人類が安全に活動できると期待できる9つの環境システム(右図参照)の閾値が定められています<sup>1,2</sup>。
- 資産運用会社にとって、経済活動に伴う長期的なリスクとコストを理解する上で、プラネタリー・バウンダリーは有用なフレームワークとなり得ます。例えば、ピクテ・アセット・マネジメントは、企業がどの程度環境的に持続可能であるかを評価する際にこのプラネタリー・バウンダリーを適用しており<sup>3</sup>、ロンバード・オディエの自然資本戦略では、プラネタリー・バウンダリーの枠組みを用いて「経済モデルが自然資本に影響を与える可能性のある様々な次元を定義」するなど、一部の企業が投資やスチュワードシップ活動にこの枠組みを適用し始めています<sup>4</sup>。
- 有名なカーボントラッカー・イニシアチブの一部である非営利の金融シンクタンク「プラネット・トラッカー」は、資本市場をプラネタリー・バウンダリーに沿ったものにするのを目的としています。このシンクタンクは機関投資家向けに、地球上の生態系に関連する環境リスクと機会に関する分析と洞察を行い、レポートを提供しています<sup>5</sup>。

図表2



1 Ecology & Society Website

2 Science Website

3 PICTET Asset Management: Planetary Boundaries: measuring the business world's environmental footprint 2020

4 Lombard Odier Investment Managers Website

5 Planet Tracker Website

## 持続可能性とは

### 外部性について

#### 外部性について

- 「負の外部性」とは、ビジネスが経済、環境、社会に与える負のインパクトやコストを指します。
- アセットオーナーや資産運用会社は、投資の外部性が長期的な目標や目的にどのような悪影響を及ぼすかを考慮する必要があります。
- 大規模なアセットオーナーや資産運用会社は、その分散投資の程度に応じて特に外部性やシステミックリスクにエクスポージャーを持つため、しばしば困難な課題に直面します。

#### 負の外部性および正の外部性を理解する

IMFのリサーチ部門は、負の外部性と正の外部性を以下のように定義しています<sup>1</sup>：

- 負の外部性とは、ビジネスが環境や社会に与えるネガティブなインパクトやコストを指します。個人、家計、企業の消費、生産、投資の決定は、しばしば取引に直接関与していない人々に影響を与えます。
- 環境破壊や社会的被害のコストは、売り手と買い手の間の取引から除外され、企業の外部にいる第三者がそのほとんどを負担する 경우가よくあります。
- 負の外部性の一例として、製造業者による公害が挙げられます。製造業者が、その生産にかかる直接的なコストと利益機会のみに基づいて経営判断を行い、公害によって被害を受けた人々の間接的なコストを考慮しないことなどが挙げられます。
- 一方、正の外部性とは、研究開発などの事業活動から得られる利益のことで、研究資金を提供した企業に価値をもたらすだけでなく、一般的な知識体系に価値をもたらし、他の発見や開発に貢献する可能性があります。

1 Helbling, T., 「What are externalities?」 (2010年)

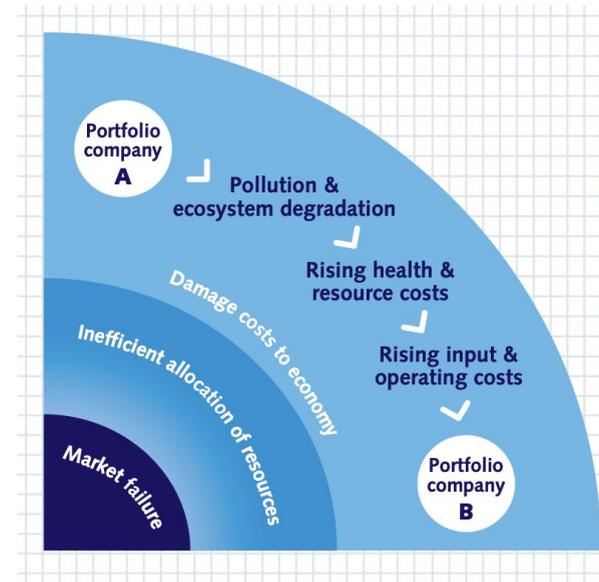
図表3



出所：欧州委員会「Guidelines on reporting climate-related information, 2019」

図表4

DIAGRAM 3:  
Flow of externalities through equity portfolios



出所：PRI、UNEP Finance Initiative、Trucost (2011年)、  
「Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors」

## グローバルに広がる新たな課題

### 気候変動

#### 規制と国際条約：パリ協定とネットゼロ

- パリ協定は、2015年12月にパリで開催された第21回締約国会合(COP21)で採択された、世界的な気候変動に関する協定です。この協定には、世界の平均気温の上昇を産業革命前と比較して2℃を大きく下回ることを目指す長期目標と、産業革命前と比較して1.5℃の上昇を抑えることを目指すことが盛り込まれています<sup>1</sup>。
- パリ協定では、「世界平均気温」の意味や、歴史のどの時期を「産業革命前」と見做すかについて、明確な規定は盛り込まれていません。しかし、2014年のCOP20に先駆けて発表されたIPCC(気候変動に関する政府間パネル)の第5次評価報告書(AR5)では、ほぼ全世界で気温が観測された最も古い時代である1850年から1900年までを産業革命前と定義しています<sup>2</sup>。また、パリ協定の採択を受けて国連気候変動枠組条約(UNFCCC)の支援を受けて作成されたIPCCの特別報告書「1.5℃の地球温暖化」では、地球温暖化(または「世界平均気温」)を「30年間の地球の表面空気温度と海面温度を合わせた上昇の平均値」と定義しています<sup>3</sup>。
- ネットゼロ・アセット・マネージャーズ(NZAM)イニシアティブは、資産運用会社に対し、「温暖化を1.5℃に抑えるという世界的な努力に沿い、2050年までに温室効果ガス(GHG)排出量をネットゼロにするという目標を支援する」ことを約束するなど、パリ協定の目標達成を支援するよう求めています<sup>4</sup>。ネットゼロとは一般的に、大気中に排出される温室効果ガスの量と大気から除去される量のバランスと定義されています。
- 資産運用会社は、顧客に対する受託者責任の観点から、投資先企業、特に炭素関連のリスクや機会に最も直面している企業とエンゲージメントを実施し、ネットゼロ目標とその達成方法に関する明確な計画の開示を促し、目標達成の進捗状況を定期的に報告することにより、ネットゼロという目標の達成に貢献することができます。

1 パリ協定(2016年)

2 気候変動に関する政府間パネル(IPCC)の第5次評価報告書

3 気候変動に関する政府間パネル(IPCC)、特別報告書「1.5℃の地球温暖化」(2018年)

4 ネットゼロ資産運用会社のコミットメント



## 気候変動

Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)

図表5

- 右図は、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)が作成した、気候変動関連情報の開示に関する推奨事項です。これらの勧告は、ほとんどのタイプの組織に適用できるように作成されており、特定のセクターについては補足的なガイダンスが設けられています。タスクフォースは、様々な組織や業界を代表し、直近100カ国以上、時価総額合計27兆ドル<sup>1</sup>に上る4,000を超える企業・機関の支持を得ています。
- TCFDは、資産運用会社に対して、投資先の企業やその他の事業体に関連する気候変動リスクと機会に関する、より透明で一貫した情報を提供するもので、この開示情報はより多くの企業がTCFD勧告を採用すればさらに改善すると思われる。
- 資産運用会社はさらに、顧客や規制当局への報告において、特に気候関連のリスクや機会に対する会社全体のエクスポージャーや、ネットゼロのコミットメントを達成するための計画について説明する際に、TCFDの勧告を活用することができます。
- ネットゼロや気候変動に関する企業との対話のインプットとしてTCFDガイドラインを使用することが可能であり、これには勧告に由来する一連の質問例の作成も含まれます。

### ガバナンス

- 気候関連のリスクと機会に関する組織のガバナンスを説明する
- 気候変動に関連するリスクと機会の評価と管理における経営者の役割について説明する

### 戦略

- 組織が短期、中期、長期にわたって特定した気候関連のリスクと機会について説明する
- 気候に関連するリスクと機会が、組織の事業、戦略、財務計画に与える影響について説明する
- 2℃以下のシナリオを含む、異なる気候関連シナリオを考慮した、組織の戦略のレジリエンスを説明する

### リスク管理

- 気候関連リスクを特定し、評価するための組織のプロセスを説明する
- 気候関連リスクを管理するための組織のプロセスを説明する
- 気候変動リスクの特定、評価、管理のためのプロセスが、組織の全体的なリスクマネジメントにどのように組み込まれているかを説明する

### 指標と目標

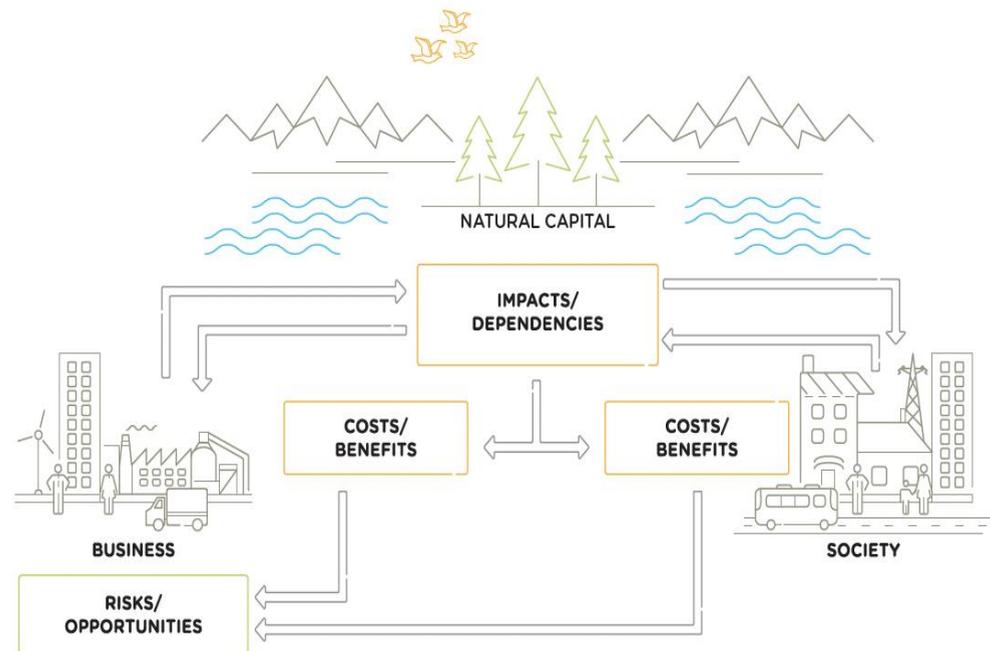
- 組織が、戦略やリスク管理プロセスに沿って、気候関連のリスクと機会を評価するために使用する指標を開示する
- スコープ1、スコープ2、および必要に応じてスコープ3の温室効果ガス(GHG)排出量と関連リスクを開示する
- 気候関連のリスクと機会を管理するために組織が使用する目標と、目標に対するパフォーマンスを説明する

<sup>1</sup> TCFD 2022 Status Report

## 生物多様性

- 世界経済フォーラムが発表した「グローバルリスク報告書2020」では、生物多様性を可能性と影響の両面からグローバルリスクのトップ5に挙げており、年間約33兆米ドルの商品とサービスが生態系の機能の健全性に依存していることを鑑みると、経済の根幹が脅かされていると指摘しています<sup>1</sup>。
- 責任投資原則(PRI)によると、多くの機関投資家は、生物多様性の損失が引き起こすシステムリスクと、それらがポートフォリオや個々の構成員のリスク・リターンプロファイルに与えるであろう影響について、まだ明確に理解していません。しかし資産運用会社は、顧客、投資先企業、および投資している広範なシステムが享受する恩恵のために、投資先企業とのエンゲージメント(個別および協働)を通じて、これらのリスクに対処し、機会を促進することができます<sup>2</sup>。
- 資産運用会社は、生物多様性に関する投資家のイニシアチブに参加することで、投資やスチュワードシップの実践のなかに生物多様性に関する配慮をどのように含めることができるかについて、より理解を深めることができます。「ネイチャーアクション100」は、自然や生物多様性の損失への取り組みに焦点を当てた世界的な投資家エンゲージメントイニシアチブの好例であり、機関投資家を集めて知識を交換し、生物多様性に関する重要なリスクと依存関係について企業とエンゲージメントすることを目指しています<sup>3</sup>。
- また、生物多様性を含む環境テーマに関する社内の意思決定の改善に焦点を当てたフレームワークもいくつかあります。例えば「自然資本プロトコル(Natural Capital Protocol)」は、組織が「自然資本に対する直接的および間接的な影響と依存関係を特定、測定、評価」することを可能にします<sup>4</sup>。

図表6



1 World Economic Forum Global Report 2020

2 PRI INVESTOR ACTION ON BIODIVERSITY: DISCUSSION PAPER

3 Nature Action 100 Website

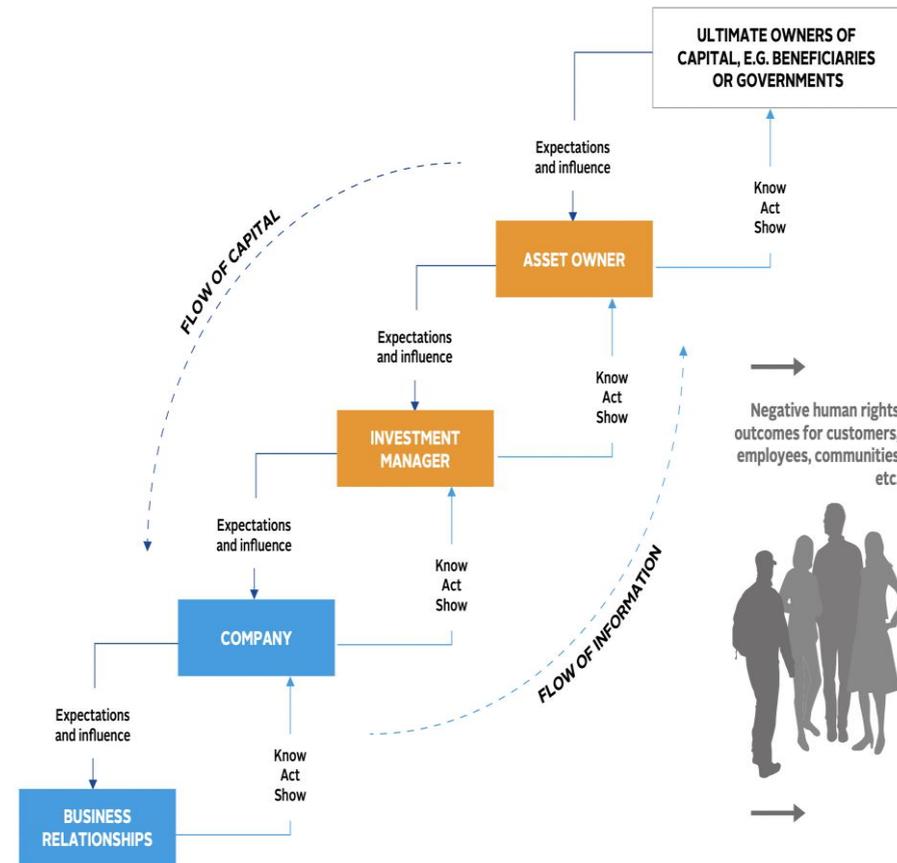
4 Capital Coalition Website

## 人権と現代奴隷

- 人権を守ることの重要性が初めて宣言されたのは、1948年の国連(UN)の世界人権宣言(UDHR)においてでした。その後、UDHRは500の言語に翻訳され、人権問題に関する多くの条約の採択に道を開いてきました<sup>1</sup>。UDHRには、生命、自由、安全、平等、思想、意見、表現の自由など、30の条文が含まれています<sup>2</sup>。
- 2011年、国連は「ビジネスと人権に関する指導原則」<sup>3</sup>として知られる「保護、尊重、救済」フレームワークを発表しました。これは、OECD多国籍企業ガイドラインにも反映されています<sup>4</sup>。これらの国際的に認知された枠組みや基準は、企業や投資家に人権に関する基本的な期待や、機関投資家向けの具体的なガイダンスを含む、その実践に関する技術的なガイダンスを提供しています<sup>5</sup>。
- 資産運用会社は、顧客や規制当局から、現代奴隷に関連するものを含め、投資やスチュワードシップ活動において人権問題を考慮することをますます求められています。人権問題に配慮することは、資産運用会社がポートフォリオに及ぼす潜在的な悪影響をより適切に特定、予防、説明責任を全うすることに役立ち、それによって、顧客や受益者に対する受託者の義務に関わる風評、法的リスク、財務的リスクを軽減することができます<sup>5</sup>。
- 資産運用会社は、その影響力を利用して、人権および現代奴隷の問題に関連する重要なリスクに対処し、期待を醸成し、投資先企業内で前向きな変化を促し、それを社内外のステークホルダーに報告することが可能です。

1 The Universal Declaration of Human Rights Website  
 2 Universal Declaration of Human Rights  
 3 UNOHCHR Guiding Principles on Business and Human Rights  
 4 OECD Website  
 5 OECD Responsible business conduct for institutional investors

図表7



## グローバルに広がる新たな課題

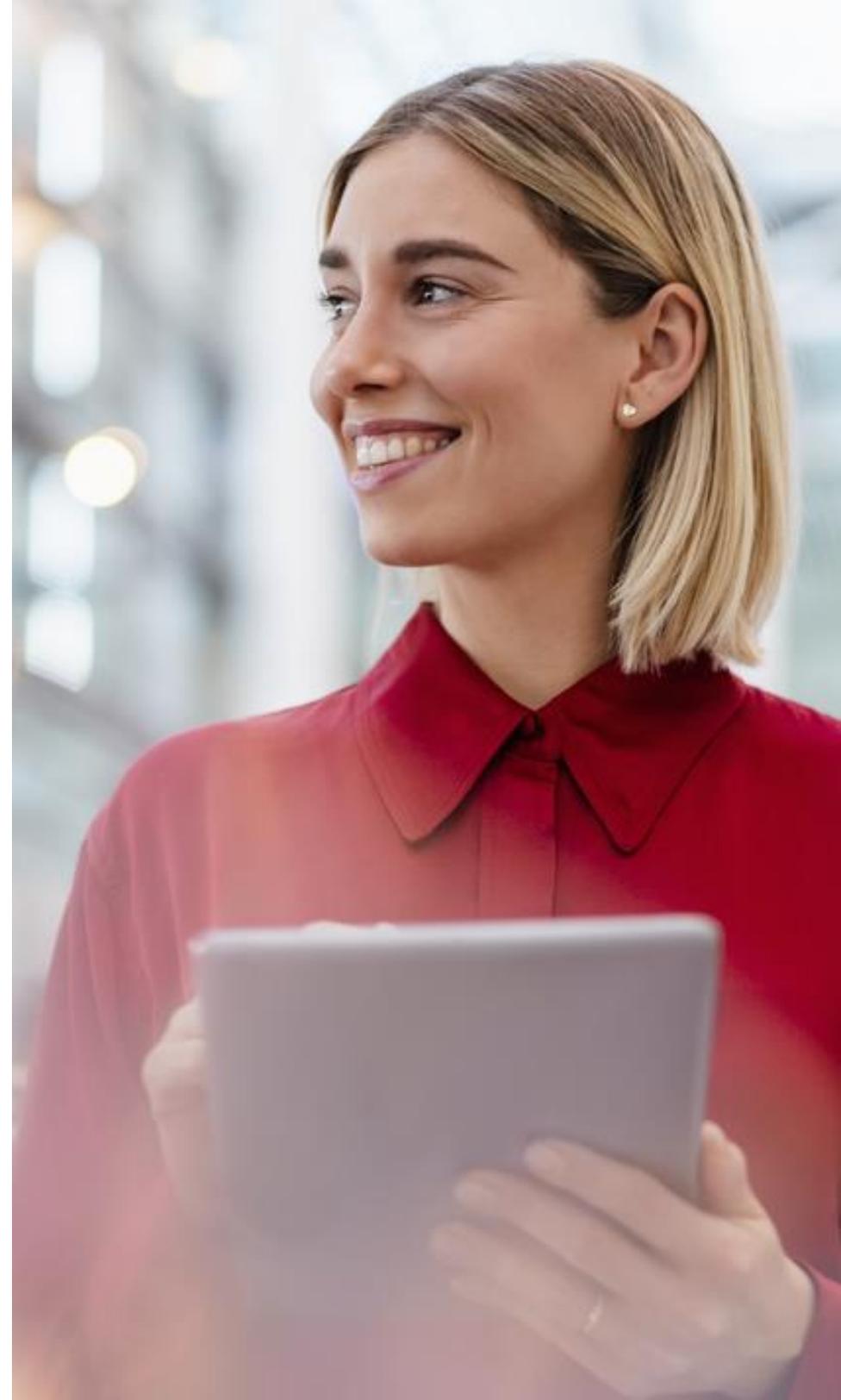
### 人的資本マネジメント

- 世界銀行は、人的資本を「人々が生涯を通じて投資し、蓄積し、社会の生産的な構成員としての潜在能力を発揮することを可能にする知識、スキル、健康」と定義しています<sup>1</sup>。「サステナビリティ会計基準委員会(SASB)」は、人的資本マネジメントを「社員の健康と安全、多様性、包摂、貢献意欲、労働慣習、サプライチェーンにおける労働条件などのさまざまな重要課題をカバーするもの」としています<sup>2</sup>。
- 企業の人的資本は、多くの場合、最も価値のある資産です。従業員は企業の成功にとって極めて重要な要素であり、人材に注意を払い投資することが、企業の競争力を左右します。アレックス・エドマス教授(2012年)は、「『アメリカで最も働きがいのある会社100社』に選ばれた企業は、1984年から2011年までの間、同業他社よりも年間2.3~3.8%高い株式リターンを生み出していた」ことを明らかにしました。仕事への満足度が高い職場は、人材の採用と維持に有利であり、従業員のモチベーションとその効果の恩恵を受ける可能性があります<sup>3</sup>。
- しかし多くの企業は、長期的な目標を達成するために必要な人材の確保と維持に苦慮しています。また、人口動態の変化、技術シフト、特定のスキルを持つ人材の不足といった労働市場の課題に直面している企業もあります。加えて、特定の企業慣行や個別の事案によって、訴訟、風評被害、財務上のリスクに直面することもあります。
- 多くの資産運用会社は、企業の人的資本を長期的な成功のための重要な要素であると認識し、投資やエンゲージメントプロセスにおいて考慮する必要があると考えるようになってきています。

1 World Bank Website

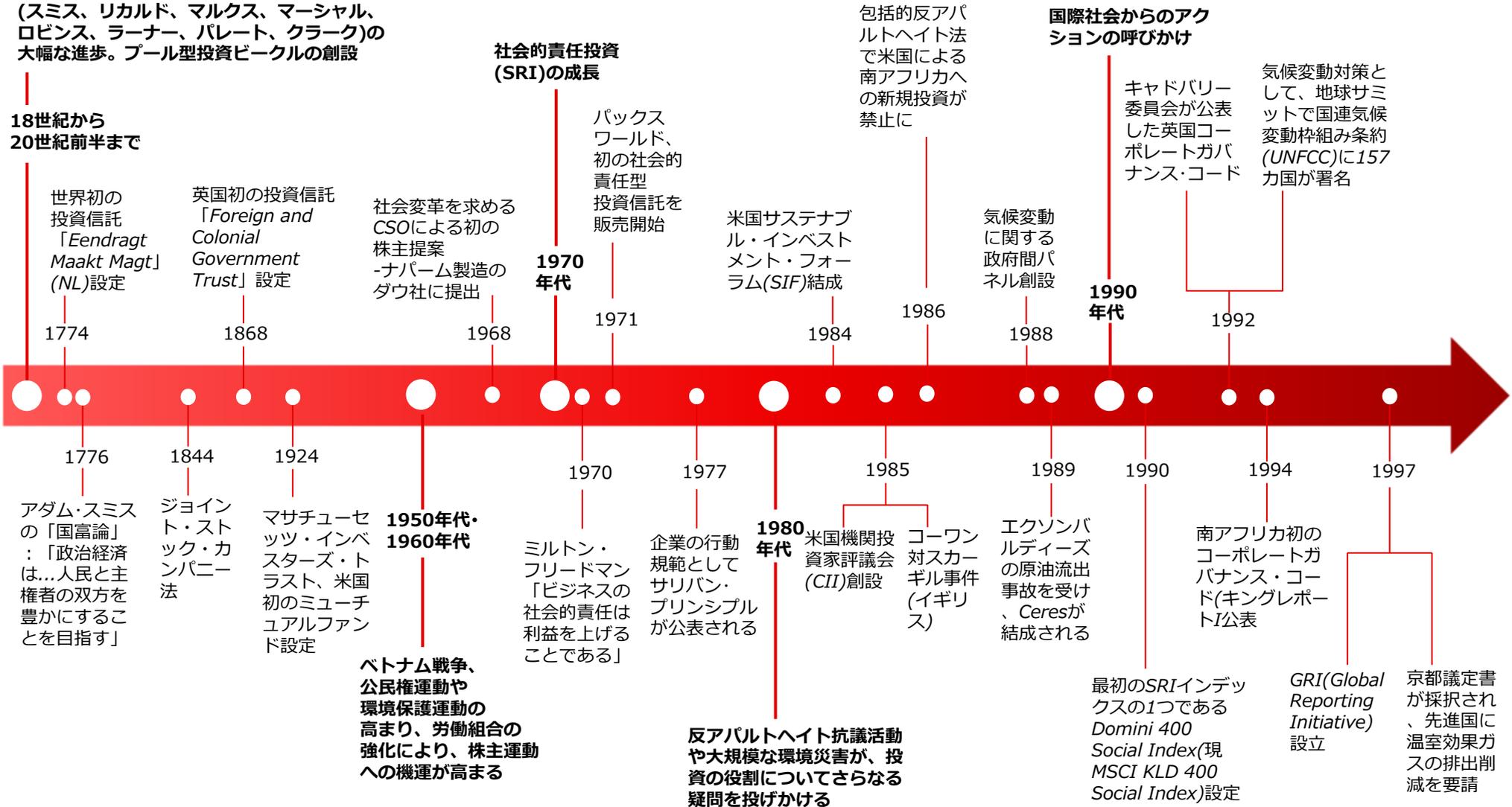
2 SASB Website

3 Alex Edmans 「The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility」

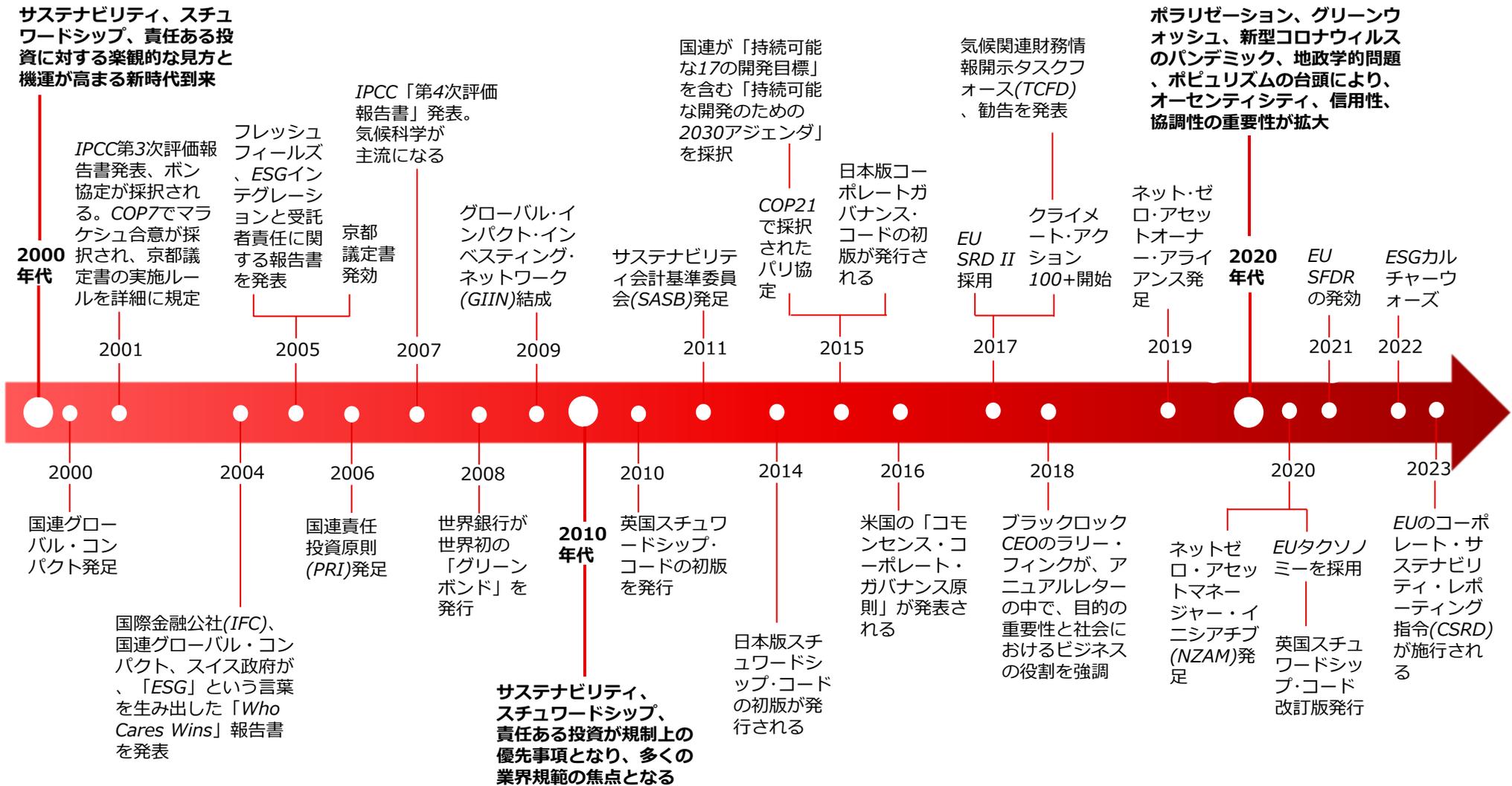


スチュワードシップと持続可能な投資の進化(1700年～2000年)

経済思想と労働、資本、政府、社会の役割  
(スミス、リカルド、マルクス、マーシャル、ロビンズ、ラーナー、パレート、クラーク)の大幅な進歩。プール型投資ビークルの創設



スチュワードシップと持続可能な投資の進化(2000年～現在)





## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### スチュワードシップとエンゲージメントを理解する

- 優れたスチュワードシップには、エンゲージメントと株主投票が含まれます。
- また、政策立案者や基準設定者とのエンゲージメントも含まれます。
- スチュワードシップは、アセット・マネージャーの受託者責任の一部です。
- エンゲージメントとは、投資先企業との対話であり、次の2つのタイプが含まれます。
  1. 投資調査や継続的なモニタリングの一環で、変更を目的としない情報提供のためのエンゲージメント
  2. ポジティブな変化をもたらすための変化のためのエンゲージメントであり、変化するうえでの目標を持つ

図表8

#### 英国財務報告審議会（FRC）によるスチュワードシップの定義

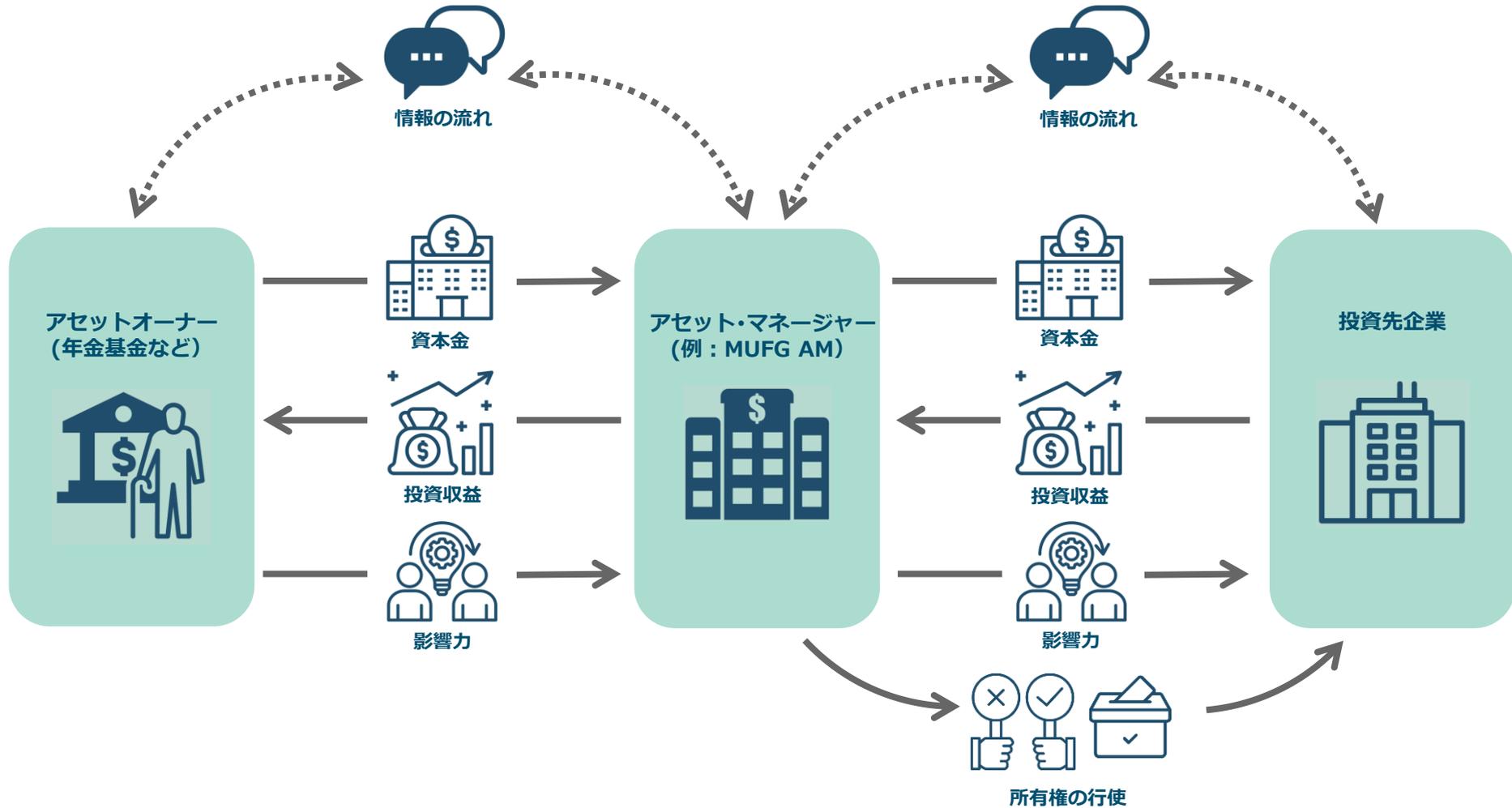
顧客と受益者のために長期的価値を創造し、経済、環境、社会に持続可能な利益をもたらすために、責任を持って資本を配分、管理、監督すること

サステナブル投資とスチュワードシップについて

資本のスチュワードシップ

スチュワードシップにおける情報と影響力の流れ

図表9



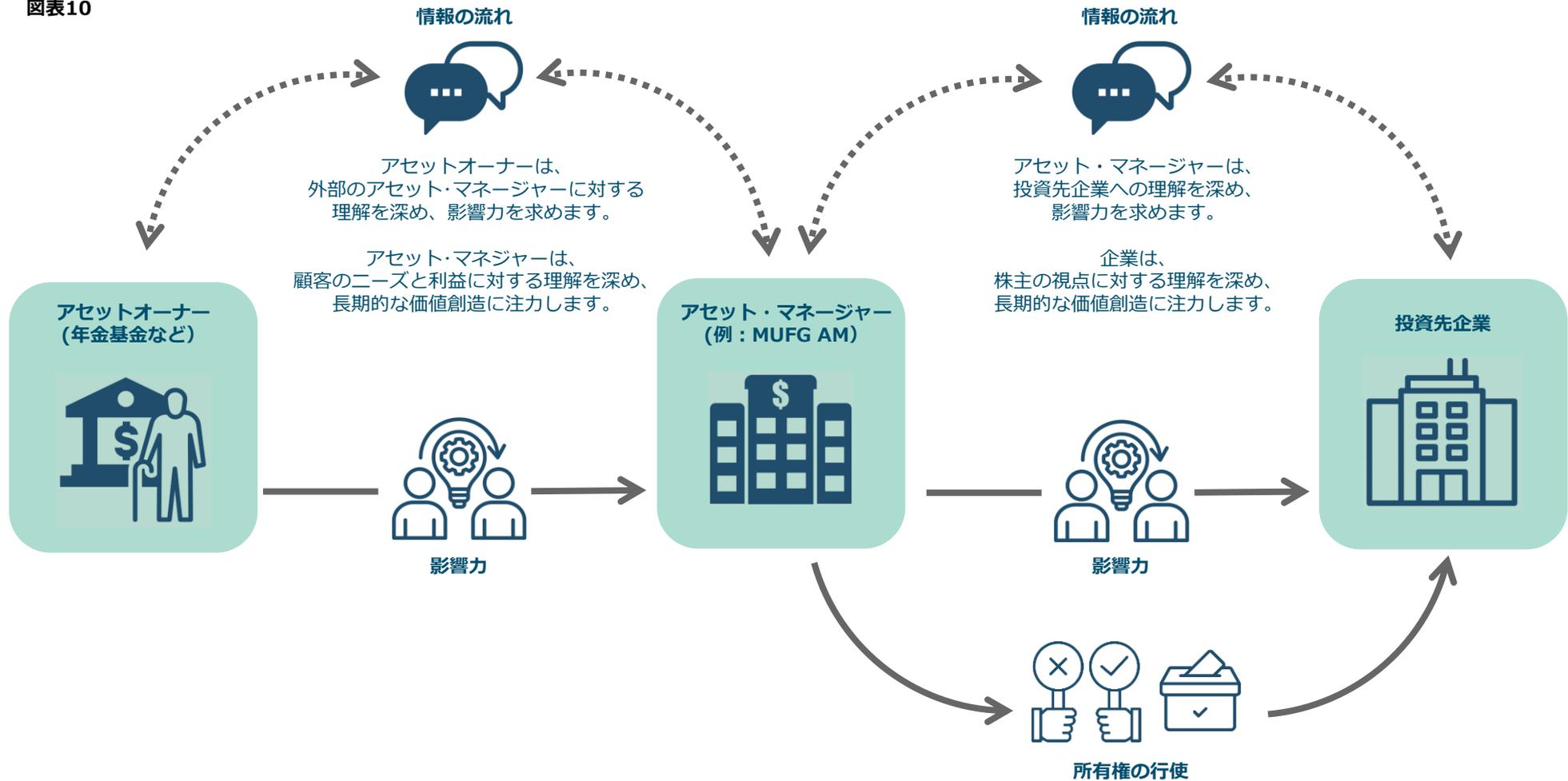
出所: アルカディコ・パートナーズ・リミテッド

## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### 企業とのエンゲージメント

アセット・マネージャーによる企業とのエンゲージメント

図表10



出所: アルカディコ・パートナーズ・リミテッド

## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### アセットオーナーの STEWARDSHIP OF CAPITAL

アセットオーナーによる効果的なスチュワードシップには、資産運用会社との信頼関係が必要

- アセットオーナーにとって優れたスチュワードシップとは、受益者の利益を代表し促進することであり、資産運用会社と同様に、受託者としての責任につながるものです。
- しかし、基本的な慣行は異なり、アセットオーナーは一般的に、エンゲージメントや議決権行使といったスチュワードシップの実施責任を直接引き受けるのではなく、資産運用会社に委託します。
- したがって、アセットオーナーには、時間軸、投資目的、コミュニケーションと報告、顧客としての見解と優先順位、スチュワードシップなど、資産運用会社との関係を支える期待を設定する責任があります。受益者やその他の最終顧客の多くは、投資やスチュワードシップに長期的な視点やシステムレベルの視点を持つことが一般的であるため、サステナビリティに対する全体的かつ統合的なアプローチが必要であり、そのことは資産運用会社に明確に伝えられるべきです。
- アセットオーナーと資産運用会社の両者は、頻繁で誠実かつ建設的な対話を通じて、相互の信頼関係を築き、長期的な関係を維持する責任があり、それによってシステム全体の課題に取り組むために必要となるより大きな協力関係を効果的に実現することができます。
- 残念ながら、アセットオーナーと資産運用会社の関係は、投資、ビジネス、より広範な経済において、長期的で持続可能な行動を促進し、インセンティブを与えるのに効果的でないように見えることがあまりにも多いのが実情です<sup>1</sup>。その原因は、ガバナンス体制の不備、多様性の欠如、歪んだインセンティブスキーム、文化的障害であり、過信、過剰なリスクテイキング、日和見主義的な行動を可能にし(時にはこれが奨励され)、長期的に持続する富の創造を共有するには不利益になることが考えられます。
- アセットオーナーは、スチュワードシップを資産運用会社とのマンデートの中心に据え、資本の責任ある配分と管理、効果的で影響力のあるエンゲージメント、株主の権利の思慮深い行使に焦点を当てる機会(そしておそらく義務)を有しているのです。

1 The Investment Association: INVESTMENT RELATIONSHIPS FOR SUSTAINABLE VALUE CREATION: ALIGNMENT BETWEEN ASSET OWNERS AND INVESTMENT MANAGERS June 2022

2 FCA [Feedback Statement on their Discussion Paper for Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship]



## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### 資産運用会社のスチュワードシップのベストプラクティス

当社のコンサルティングおよび市場調査によると、アセットオーナーが資産運用会社に期待するのは以下の通りです

1. スチュワードシップまたはエンゲージメントポリシーを持ち、一般に公開すること
2. 情報のためのエンゲージメントと変化のためのエンゲージメントを区別し、変化のためのエンゲージメントと情報のためのエンゲージメントをそれぞれいつ、なぜ選択するのかを説明すること
3. エンゲージメントの対象となる企業をモニタリングし、選定するための明確なプロセスを構築し、開示すること
4. その場限りではなく、プロセスやポリシーに沿った体系的なエンゲージメントを行うこと
5. 議決権行使とエンゲージメントが相互に関連していることを説明すること
6. 異なる戦略やアセットクラスにまたがる同一の企業とのエンゲージメントに関連して、効率的な社内情報共有と効果的なエンゲージメントプロセスを確保する方法を説明すること  
(該当する場合)
7. 協働エンゲージメントに取り組むこと

## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### 資産運用におけるエンゲージメントを理解する

エンゲージメントはアクティブな投資運用に不可欠な要素であり、資産運用会社に機会を提供し、投資分析を充実させる

- 資産運用会社の役割は、環境、社会、ガバナンスの課題を解決することではなく、投資先の企業やその他の発行体が、自社および投資家やオーナーである顧客の利益のために、重要なリスクや機会に対処するように促すことです。
- そのため、エンゲージメントは「ESG」に限らず、戦略や、長期的な企業価値や資産に影響を与える可能性のあるものであれば何でも対象となります。
- システムレベルのエンゲージメントにおける資産運用会社の役割は、企業とのエンゲージメントに加え、市場の質に対処することです。システムレベルのエンゲージメントについては、後ほど詳しくご説明します。
- 資産運用会社が適切な方法でタスクに取り組み、そのエンゲージメントに対する反応はポジティブなものになります。これについては、一般的に、長期的な成功を共有することに焦点を当てた協働とパートナーシップの精神で行うのが最善です。
- もし、否定的な回答が返ってきたら、経営陣の資質や投資家に対する姿勢について、何か有益なことを学んだ可能性があります。
- 従って、エンゲージメントによって、経営やガバナンスの質、投資家に対する姿勢、分析で明らかになった重要なリスクや機会が対処される可能性があるかどうかをより深く理解することができ、資産運用会社の投資分析を充実させることができます。



## サステナブル投資とスチュワードシップについて

### 業界イニシアチブ、投資家の連携、規範標準の例

- 国連責任投資原則(PRI)は、責任投資のための6つの原則を支持する投資家の国際的な署名ネットワークです。
- 気候関連財務情報開示に関するタスクフォース(TCFD)は、「気候関連財務情報の報告を改善・増加させるための提言」です。
- 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)は、「効果的なコーポレート・ガバナンスの基準と投資家のスチュワードシップ」の推進に焦点を当てた投資家主導の組織です。
- 国連責任投資原則(PRI)コラボレーション・プラットフォームは、「投資家がリソースをプールし、情報を共有し、ESG問題に対する影響力を強化することを可能にするユニークなフォーラムです。また、学識経験者と投資家がつながり、研究に取り組むためのハブでもあります。
- クライメート・アクション100+は、世界最大級の温室効果ガス排出企業が気候変動に対して必要な行動をとることを担保するための、投資家主導のイニシアチブです。
- ネットゼロ・アセットマネージャー・イニシアチブ (NZAM) は、2050年またはそれ以前に温室効果ガス排出量を正味ゼロにするという目標を支援することを約束する資産運用会社の国際的なグループです。
- ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス (NZAOA) は、「産業革命前の気温からの上昇を1.5℃とすることを前提に、2050年までに投資ポートフォリオを温室効果ガス排出量ゼロに移行する」ことを約束する機関投資家の国際的なグループです。
- 持続可能な開発目標(SDGs)は、国連の「持続可能な開発のための2030アジェンダ」の一部で、17のゴールと169のターゲットがあり、投資家が意思決定、政策、優先順位を導くために採用することができます。
- OECDの多国籍企業ガイドラインは、責任ある事業活動のための原則、基準、勧告からなり、多国籍企業が経済、環境、社会の繁栄に貢献することを奨励しています。



## サステナブル投資とESGに関する米国の規制はイデオロギーの戦場

- 米国では、サステナブル投資とその関連テーマが政治的に分断され、反ESG法案を提出する州議会議員が増加しています。2023年3月現在、7つの州で、州の投資戦略においてESG要素を考慮することを禁止する法律が制定され、または政策声明や指令が採択されており(p22、p23参照)、少なくとも13州の議員が、2023年の初めに反ESG法案を提出し、現在立法手続きを行っています<sup>1</sup>。
- 州法は依然として非常に断片的で政治的なものである一方、最近の連邦規制はESGに焦点を当てた投資をより明確にサポートしていますが、米国の連邦機関はスチュワードシップやサステナブル投資に関連するルールや枠組みの導入・採用がEUや英国などの他の管轄区域に比べて遅かったと言えます<sup>1</sup>。
- しかし、2022年8月に署名されたインフレ抑止法(IRA)は、クリーンエネルギーと気候変動に関連して重要なマイルストーンとなり、「電気グリッドの近代化、電気自動車充電器の全国ネットワークの構築、バッテリー供給チェーンの強化、公共交通機関と旅客鉄道の拡大、新しいクリーンエネルギーと排出削減技術への投資、物理・自然システムの回復力向上、全国のコミュニティにおける残存する汚染の浄化」のための新規投資に370億ドルを充当しています<sup>2</sup>。
- さらに、2022年3月、証券取引委員会(SEC)は、投資家に対する気候関連の開示を強化・標準化するための規則を提案しました<sup>3</sup>。この規則はまだSECによって最終決定されておらず、すでに大きな政治的反響を受けており、規則に反対する共和党員からの法的な異議申し立てに直面する可能性があります<sup>4</sup>。



「環境・社会・ガバナンス投資(ESG)に見られる企業活性化の目的は、民主主義を迂回し、資本主義をイデオロギー的なアジェンダに奉仕するために変革することである。我々は、政治プロセスにおける議論を封じ、フロリダの退職者のための投資戦略を弱体化し、いかなる個人の信念をも差別するような、危険で不健全な投資手法を、彼ら大富豪が押し進めることは許さない。」  
下院議長 ポール・レナー

1 コーポレートガバナンスに関するハーバード・ロースクール・フォーラム、Houston, C., Holland, E. B., Malone, LおよびThacher, S.(2023年)、「ESG Battlegrounds: How the States Are Shaping the Regulatory Landscape in the U.S.」  
2 The White House: Inflation Reduction Act Guidebook  
3 US Securities and Exchange Commission Website  
4 The Wall Street Journal Website

## 米国と欧州の動向

### 責任ある投資アプローチへの反論

米国における反ESG法規制と親ESG法規制を理解する

米国の規制環境は分断が進んでおり、ESGをめぐる議論は米国各州の政治的な意見の対立へと変化しています。反ESG法規制の対象範囲が拡大する中、米国市場にエクスポージャーを持つアセット・マネージャーは、顧客の利益を保護しつつ、これをうまく乗り切らねばならないという課題に直面しています。Simpson, Thacher & Barlett LPPは、様々なタイプの反ESG法規制およびESGを推進する各法規制の概要を提供しています<sup>1</sup>。

図表11

#### 反ESG法規制

- ESG投資禁止関連法：公的年金基金や国・政府当局およびそのインベストメントマネージャーが、投資の財務的リターンに直接的な重大な影響を与えないとみなされる要因である「非金銭的」要因を考慮することを禁じています
- 反ボイコット関連法：州立機関が化石燃料産業などESG運動がターゲットとする産業を「ボイコット」する企業と協力することを制限するものです。反ボイコット関連法は、契約制限関連法とも呼ばれ、より具体的には、国家機関と契約する企業に対し、契約期間中ボイコットを行わないことを保証すること、および／又は州立機関がESGの成果を達成するために企業と契約することを禁止することを求めます
- 差別禁止関連法：企業がESGスコアに基づいて企業を「差別」することを禁じています

#### ESGを推進する各法規制

- ESG要因考慮関連法：投資決定においてESG要因を考慮することを州立機関に義務付けています
- ダイベストメント／投資制限関連法：化石燃料産業などESG運動がターゲットとする産業からのダイベストメントを州立機関に要求するとともに、州立機関がそのような産業への新規投資を行うことを禁止しています
- ESG関連情報開示関連法：TCFDのような業界の枠組みに沿ったESG指標とリスクの開示を義務付けています

<sup>1</sup> Simpson Thacher & Bartlett LLP(2024年)「ESG Battlegrounds: How the States Are Shaping the Regulatory Landscape in the U.S.」 ESG Battlegrounds」より取得。和訳は三菱UFJ信託銀行による仮訳であり、正式名称は原文をご確認ください

## 反ESG法規制案の潜在的悪影響

反ESG運動は、投資家や受益者に大きな代償を課す可能性あり

- テキサス州は最も声高にESGに反対する州のひとつです。2023年3月、アセット・マネージャーが投資においてESG要素を考慮した場合、州年金制度の運用に携わることを禁止する法案が提出されました。当初は多くの支持を得たものの、テキサス郡・地区退職年金制度（TCDRS）のエイミー・ビショップ事務局長がテキサス州上院州務委員会で、この法案は今後10年間で年金基金に60億ドル以上の損害を与える可能性があるとして述べたため、この法案はひっそりと廃案となりました<sup>1</sup>。
- ギャレットおよびイワノフ（Garret and Ivanov）（2022年）は、テキサス州の自治体がESG方針や石油・ガス・火器企業への資金提供を制限する銀行と提携することを禁止する内容で、2021年にテキサス州で施行された二つの法律を分析しました。これらの法案により、テキサス州から5大地方債引受業者が撤退し、発行体は債券市場における不確実性が高まり、引受業者からの入札が減少し競争力が低下。その結果、テキサス州の納税者にとって年間約4億1,600万ドル、借入コストが上昇する可能性が生じています<sup>2</sup>。
- さらに、このような政治的な動向は、特に現在および将来の顧客との関係においてアセット・マネージャーに大きなリスクをもたらしました。すべてのタイプのクライアントの共感を得られるような、信頼できる本物のストーリーを伝えることが多くのアセットマネージャーにとって困難になるからです。
- アセット・マネージャーは更に、対米投資において政治リスクの増大に直面しています。2023年に米国の機関投資家22社（合計運用資産額約10兆ドル）を対象に実施された調査によると、米国の民主主義に対する脅威が高まっていることを90%が認識しており、米国の上場企業が政治リスクを管理する体制が整っていると確信している投資家は30%未満にとどまっているにもかかわらず、40%が米国への投資に際して政治リスクを全く考慮していないと回答しています<sup>3</sup>。
- モズレー(2023年)は、機関投資家がこうしたリスクを評価し、管理するための方法をいくつか提案しています。例えば、政治リスクを投資プロセスや企業対話において考慮する要因に統合することが考えられます。具体的には、政治的リスクへのエクスポージャーの評価と報告を行い、ロビー活動への支出を開示し、新たな州での事業拡大や買収を行う際に政治制度の強みや健全性を吟味し、そして「公正な選挙と憲法の完全性」への支持を開示する、などの企業行為を奨励することが含まれます<sup>4</sup>。

1 ESGtoday(2023年)「Texas Anti-ESG Investing Bill Faces Pushback Over \$6 Billion Cost to Pensions」から取得。

2 ギャレット、ダニエルおよびイワノフ、アイヴァン「Gas, Guns, and Governments: Financial Costs of Anti-ESG Policies」(2022年5月30日)。

Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper, Available at SSRN

3 スティーブンM・デビス(2023年)「Financial Implications of Rising Political Risk in the US」から取得。

4 L. モズレー(2023年)「The Financial and Economic Dangers of Democratic Backsliding」より引用



## 政治的圧力と法的懸念が投資家の気候変動イニシアティブを阻害

- 政治的圧力、メディアからのネガティブな見方、複数の業界イニシアティブへの関与に関連したグリーンウォッシングの非難にさらされ、一部のアセット・マネージャーは気候変動イニシアティブとの関わりを断つに至りました：
  - ✓ 2022年9月、JPモルガン、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカなど複数の米金融機関が、規制、政治、顧客からの圧力や、GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero、ネットゼロ経済を目指すグラスゴー金融同盟) が提案する野心的な気候変動目標を達成する能力への懸念から、GFANZからの脱退を検討していると発表しました<sup>1</sup>。
  - ✓ 2022年10月、BNYメロンの子会社であるメロン・インベストメントは、「イニシアチブの各年度に少なくとも1社のフォーカス企業とエンゲージメントを行う」というグループの最低要件を満たしていないとして、Climate Action 100+のメンバーとして初の除外処分となりました<sup>2</sup>。
  - ✓ 2022年12月、バンガードは米国の政治的・顧客的圧力によりNZAMイニシアチブからの離脱を決定し、米国外からのアセットオーナーなどから大きな批判を浴びました<sup>3</sup>。
- アセットオーナーもまた、気候変動イニシアチブへの関与について批判に晒されてきました。2023年5月、複数の米国司法長官が、保険引受ポートフォリオのネットゼロを推進するネット・ゼロ・インシュアランス・アライアンス (NZIA) に対し、このアライアンスが米国の独占禁止法に遵守しているかどうかを巡る懸念を書簡で示しました。彼らは、保険会社が「活動家的な気候変動アジェンダを推進するために」共同で行動しており、それが各州の住民に「深刻な悪影響」を及ぼしていると非難しました<sup>4</sup>。これにより、ミュンヘン再保険、チューリッヒ、ハノーバー再保険、スイス再保険、アクサ、アリアンツ、損保ホールディングスを含む数社がNZIAから脱退しました。
- これらの大手保険会社の法務部が、当該同盟を設立する際にこのような潜在的な独占禁止法上の問題を考慮し対処しなかったことは意外です。おそらく、彼らが同盟を脱退したのは、法的な懸念よりも、短期的に米国でのビジネスを失うことを恐れたためと考えられます。こうした流れで気候変動の予防・適応に対するアセットオーナーやアセット・マネージャーの説明責任と野心の欠如は、業界のイニシアチブが大きなプラスの影響を与える可能性を損なう恐れがあります。
- 2024年、大手アセット・マネージャー (JPモルガン、ステート・ストリート、PIMCOなど) が、政治的圧力と法的懸念からClimate Action 100+から脱退しました<sup>5</sup>。

1 Financial Times(2022年)「US banks threatens to leave Mark Carney's green alliance over legal risks」より取得

2 Responsible Investor(2023年)「CA100+ delists BNY Mellon subsidiary over engagement failure」より取得

3 Financial Times(2022年)「Vanguard quits climate alliance in blow to net zero project」ネット・ゼロ・プロジェクトに打撃、ヴァンガードが気候同盟を脱退

4 2023年5月15日、ネット・ゼロ保険アライアンス (NZIA) への書簡

5 ロイター(2024年)「Climate investor group seeks to shore up support after US exits」より引用

## 不十分な気候変動へのコミットメントが前進を損なう可能性

- 多くのアセット・マネージャーやアセットオーナーが、ネットゼロやその他の持続可能性に関する目標をウェブサイトで公表しています。
- 重要なテーマ（気候変動など）に関して、真に積極的な企業パーパスに沿った宣言を公にすることは一般的に支持されるべきですが、こうしたコミットメントの多くは当初の意図に達していません。
- 気候変動や持続可能性に関連するコミットメントは、いかなる保証を与えることも避けるため、（法的な側面から）慎重に表現されることが多くなっています。これには、ある種の法助動詞（「かもしれない」や「可能性がある」など）を使用し、いかなる確実性、約束、予測をも与えることなく、漠然とした可能性を表現することが含まれます。
- また、以下のようなコミットメントの信頼性を低下させるような偶発事象や小さな字での脚注表記の使用も含まれます：
  - ✓ （ネットゼロの）コミットメントは、政府や政策立案者が（彼らの）コミットメントを果たすという期待に基づいています
  - ✓ （ネットゼロのコミットメントは、）この行動が（アセット・マネージャーの）外部投資家に対する受託者責任に反しないことを前提としています
  - ✓ （ネットゼロのコミットメントは、）特に指示がない限り、外部顧客のために運用される分離マンデートを除きます
- ATPは、7000億デンマーク・クローネ以上の運用資産を持つデンマークの年金基金であり、そのウェブサイト上で、「デンマーク最大のグリーン投資家として変化をもたらす」こと、「世界のグリーントランジションに貢献する」こと、「真の持続可能な変化の原動力となる」ことがATPの目標であるとし、強力な気候変動へのコミットメントを開示している。ATPは、2030年までにグリーン投資に2,000億デンマーク・クローネを投資し、2030年までにポートフォリオからの二酸化炭素排出量を70%削減することにコミットしています<sup>1</sup>。
- 他方、ATPは別ページで気候変動に対する目標設定においていくつか条件を設定しており<sup>2</sup>、強いコミットメントの実効力を弱めています。

1 ATP(2024年)「責任ある投資」より取得

2 ATP(2024年)「Conditions for climate ambition」より取得



## アセットオーナーによるスチュワードシップに関するグローバルなベストプラクティスと業界の期待

図表12

**アセットオーナーにとって、優れたスチュワードシップには以下が含まれる：**

1. 受益者の利益を代表し、これを推進すること。これは受託者としての責任に関連する
2. 期間、投資目的、コミュニケーションおよび報告、顧客の見解と優先事項、スチュワードシップなど、アセット・マネージャーとの関係の基本となる期待を設定する
3. アセット・マネージャーとの頻繁かつオープンで建設的な対話を通じて、相互の信頼関係を長期的に構築・維持する
4. アセット・マネージャーをモニタリングし、結果を報告する

**PRIは、アセットオーナーに次のことを期待：**

1. 責任投資に対する組織の全体的なアプローチを概説する正式な方針、またはESG要素\*に関するガイドラインを定める
2. AUM\*の50%超に責任投資方針を適用する
3. 責任投資\*に対するシニアレベルの監督を実証する
4. 責任投資\*を実施するための十分なリソース（内部および/または外部）を確保する
5. エンゲージメント、議決権行使、投資活動を結びつけ、スチュワードシップの成果を証明し、実社会への影響を実証する
6. 関連するすべての資産クラスと戦略において、投資とスチュワードシップに重要なESG要素を統合する

\*これらはPRIの最低要件であり、責任投資の基本水準を示すものである。すべての資産クラスと投資スタイルに一貫して適用される、責任投資への総合的なアプローチが求められる。

## アセットオーナーにとってのサステナブル投資の機会を解き明かす

### スチュワードシップを通じたアセットオーナーの影響力

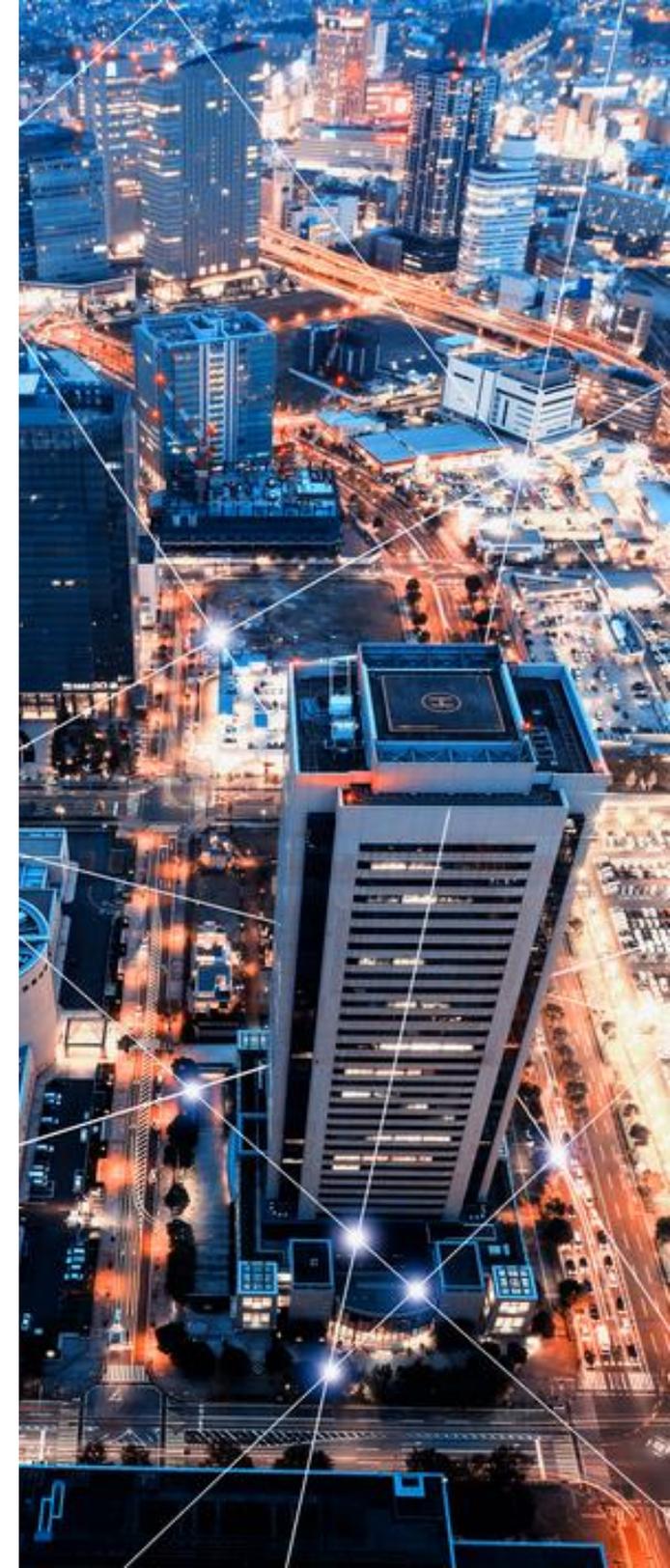
資産運用会社は、良好なコミュニケーションと効果的なスチュワードシップを通じて、顧客との関係を強化することが可能

- 多くのアセットオーナーは、最初のデュー・ディリジェンスから資産運用会社の選定、そして継続的なモニタリングに至るまで、資産運用会社との関係の様々な段階において自らの影響力を活用し、資産運用会社に期待を示そうとします。
- 大規模なアセットオーナーの場合、専用マンドートの中で資産運用会社にカスタマイズされたソリューションを要求することが適しているケースがありますが、小規模なアセットオーナーは、合同運用の投資商品の汎用マンドートを選択する傾向があり<sup>1</sup>、これは彼らの利益を完全に代表・反映しない可能性があります。
- 英国ではマンドートに具体的な要件を盛り込む機会が与えられていますが、FRCは、スチュワードシップの重要性を認識しているように見えるにもかかわらず、多くのアセットオーナーがスチュワードシップへの期待を表明していないとしています<sup>2</sup>。
- したがって、アセットオーナーは、スチュワードシップ・コードを通じて資産運用会社と効果的にコミュニケーションをとり、ミーティング、ポートフォリオ分析、アンケート調査、報告書の見直しなど、エンゲージメント活動の質を監視・評価するための有効なシステムを持つことが奨励されています<sup>3</sup>。
- ユニバーサル・オーナーやその他の大規模なアセットオーナー(GPIF、ノルウェー政府系ファンド、カルパース、APGなど)は、投資先である何千もの企業との体系的かつ効果的な関与を可能にするために必要なリソースを、直接または資産運用会社を通じたスチュワードシップに十分に適用することが難しいと考えています。これは、最大級のアセットオーナーとその資産運用会社が効果的なスチュワードとして行動する、いわゆるユニバーサル・オーナーシップのパラドックスにつながります。
- また、慈善投資のパラドックスとして、慈善団体がその慈善目的と矛盾するような投資をしてしまうことがあります。慈善団体が世界で取り組もうとしている問題の多くは企業によるコストの外部化に関連しており、慈善団体自身が個人または集団で効果的なスチュワードシップを行うことでこれを軽減することができます。これは、多くの慈善団体に実現されていない機会と言えます。

<sup>1</sup> 責任投資原則「アセットオーナーのための責任投資入門」より取得

<sup>2</sup> Responsible Investor(2023年)「Stewardship 'not being integrated into mandates' despite asset owner concerns」より取得

<sup>3</sup> 責任投資原則「A practical guide to ESG integration for equity investors」より取得



## アセットオーナーにとってのサステナブル投資の機会を解き明かす

### サステナビリティをマネージャー評価に取り入れる

資産運用会社は、商品開発のみに焦点を当てるのではなく、会社レベルで自社のサステナビリティを考慮すべき

- アセットオーナーは、資産運用会社の選定に関わる初期のデュー・ディリジェンスと継続的なモニタリングの両方において対話を行うことで、サステナビリティと責任ある投資のアプローチを推進するよう資産運用会社に影響力を行使するようになってきています。
- 英地方政府年金基金のブルネル・ペンション・パートナーシップ (Brunel Pension Partnership) は「資産運用アコード」を適用し、長期的(数十年の可能性あり)な視野に立った投資、サステナビリティとESGリスクを投資分析と意思決定に組み込むこと、「サステナブル経済成長と繁栄の社会を支える、よりサステナブルで強靱な金融システム」への貢献など、外部運用者への期待を明らかにしています<sup>1</sup>。
- 右の画像は、ブルネルが採用している基準の一部です<sup>2</sup>。どの基準も「ESG」に言及していませんが、より総合的にサステナブル投資を考え、投資とスチュワードシップのプロセスにESGへの配慮を深く組み込んでいます。
- より洗練されたアセットオーナーや投資コンサルタントは、資産運用会社が単に市場の需要や顧客の期待に応えるためにESGラベル付き商品を提供するのではなく、サステナビリティを信念の核心や投資アプローチ全体の一部とすることを期待する傾向があります。あまり高度ではないアセットオーナーや投資コンサルタントは、特にEUのSFDRやテーマ投資の視点で商品に重きを置き、デュー・ディリジェンスを形式的な「ESG質問」に限定する傾向があります。
- パッシブ戦略、クオンツ戦略、スマートベータ戦略に主に投資しているアセットオーナーは、アクティブ運用のマネージャーに多く投資するアセットオーナーに比べ、投資プロセスにおいてESGを考慮するアプローチに対する評価がより限定的である傾向にあります。このような戦略では、ESG要素を定量的モデルに組み込む、インデックス構成銘柄のウェイトを調整する、既にESG要素を組み込んでいるインデックスを模倣する、といったアプローチが考えられます。また、クリーンエネルギーや水技術など、特定のテーマに焦点を当てる場合もあります。いずれの場合も、資産運用会社のスチュワードシップ活動の質は、重要な差別化要因になると考えられます。

図表13

Philosophy	Policies	People
Board-level leadership	Commitment	Diversity and Inclusion
Corporate culture	Policy framework	Human Capital
Investment	Pricing and transparency	Numbers & retention

Processes	Participation	Partnership
Investment	Thought-leadership	In it together
Reporting	Innovation	Culture fit
Stewardship	Contribution to investment industry	

1 Brunel Pension Partnership: BRUNEL ASSET MANAGEMENT ACCORD  
 2 Brunel Pension Partnership: Responsible Investment Policy Statement

## マネージャー選定の業界動向

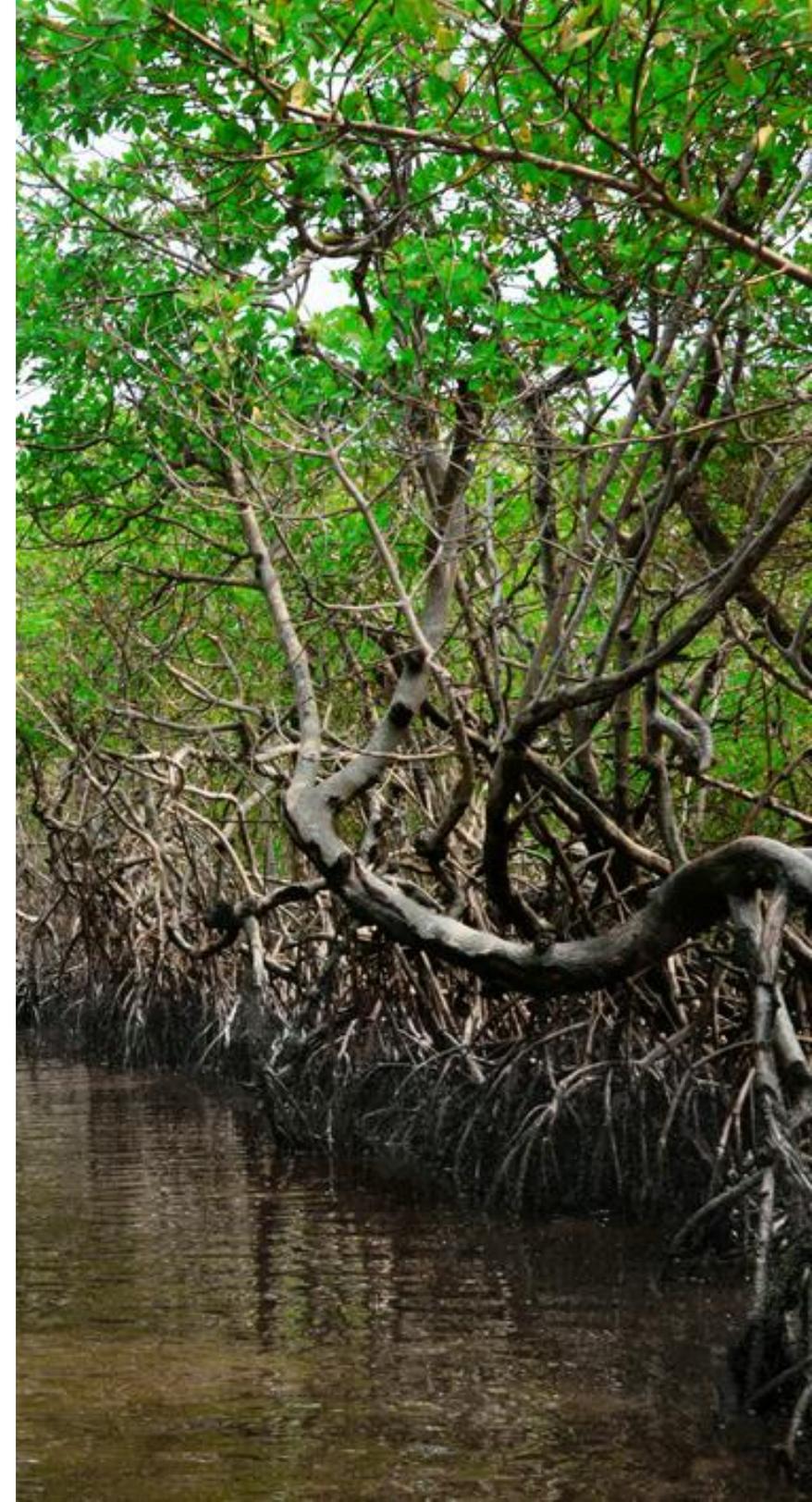
アセットオーナーの間で国際的に見られる傾向

1. 資産運用会社自身のサステナビリティ(存在意義、文化、人的資本マネジメント、多様性、ネットゼロへの取り組みなどを含む)は、投資戦略や商品におけるサステナビリティと同様に重要であり、アセットオーナーが資産運用会社を採用する際の判断材料として重要性が増しています。会社レベルのサステナビリティへの取り組みが、投資プロセスの中に確実に現れると考えられているのです。
2. ESGインテグレーションは、投資方針、マーケティング・ステートメント、概観的コミットメントを超えつつあります。外部運用会社には、サステナビリティへのアプローチがどのように投資調査、分析、意思決定プロセスに反映されているかを示し、スチュワードシップ活動の成果を実証することが求められています。
3. 顧客への報告には、インパクトの特定と算出に使用した手法を含めるべきです。ほとんどの顧客は、TCFD、SASB、IFRSといった国際的に認知された報告フレームワークを重視しており、資産運用会社が外部データプロバイダーのスコアや格付けだけに頼るのはもはや不十分であると考えています。
4. サステナビリティと責任投資は、ビジネスや投資プロセスに含まれる他の側面と異なる、個別の規律として捉えられるべきではありません。「サステナビリティ担当者」だけが責任を負うのではなく、資産運用会社の全員がサステナビリティの価値を高める要素と理解し取り組むべきものとなっています。
5. 資産運用会社は、商品の普及や市場の需要に応えるために商品を開発しブランド化するのではなく、サステナビリティ、ESGインテグレーション、スチュワードシップに関連するギャップや機会を特定するために、顧客とのコラボレーションにさらに注力することが期待されています。
6. 安定的で継続的に能力開発し、多様でフォーワード・ルッキングな投資チームが求められています。資産運用会社は、必要な教育やトレーニングに投資することで、学習する文化や常に成長しようとする意欲を示すべきです。
7. 資産運用会社としてアセットオーナーとの関係を長期的に成功させるためには、信頼が不可欠です。このためには、積極的に関与し支援する姿勢に加え、オープンさ、透明性、誠実さ、一貫性、オーセンティシティ(真正性)が求められます。
8. 資産運用会社には、業界内の同業他社と協力し、業界のイニシアチブに積極的に参加し、公的政策立案者や企業と関わり、サステナビリティ目標に関する公約を作成し、それを実行することが期待されています。資産運用会社は、単に多くの組織の受動的な署名者になるのではなく、業界のコラボレーションへの参加とリーダーシップの成果を実証し、自信を持ってそれを語るべきです。



## 一般的な業界慣行から派生した責任投資に関する用語

- 資産運用会社の立場から見た**責任投資**は、顧客やその他の関連するステークホルダーの長期的な利益のために一貫して実施される優れた投資慣行であると理解されるようになってきています。多くの場合、ESGインテグレーションとスチュワードシップという2つの要素あるいは行動が含まれると考えられており、これらは会社全体やその中の専門家によって様々なレベルで実施されます。
- **サステナブル投資**とは、広義には「責任ある投資」と同義ですが、国連の持続可能な開発目標(SDGs)で特定されたような持続可能性の課題に対するソリューションを提供する企業への資本配分のことを指す場合もあります。
- **サステナビリティ**とは、将来の世代が彼らのニーズを満たす力を損なうことなく、私たちのニーズを満たすことであり、それによって、私たちの経済、環境、社会の長期的な幸福と繁栄に貢献することを意味します。
- **スチュワードシップ**(「アクティブ・オーナーシップ」とも呼ばれる)とは、顧客や受益者のために長期的な価値を創造し、経済、環境、社会に持続的な利益をもたらすために、責任を持って資本を配分、管理、監督することです。優れたスチュワードシップには、構造化された目的意識の高い対話(「エンゲージメント」)と、熟慮を経た株式の議決権行使(該当する場合)が含まれます。また、政策立案者や基準設定者との関わりを持ち、政策や市場のベストプラクティスの開発に貢献することも含まれます。
- **エンゲージメント**とは、投資先企業(またはその他の事業体)との積極的な対話を指します。投資調査や継続的なモニタリングの一環として、具体的な変化を目的とせずに対話する「情報のためのエンゲージメント」と、明確な目的をもって前向きな変化をもたらすために目的意識を持って対話する「変化のためのエンゲージメント」の2種類が存在します。



## 一般的な業界慣行から派生した責任投資に関する用語

- **ESG**(2005年に国連が提唱した造語)は、長期志向の機関投資家が投資調査、分析、意思決定において考慮すべき環境・社会・ガバナンスの重要な要素を指すことがあります。しかし、この用語はしばしば乱用されており、事実上無意味なものになっている場合があります。
- **ESGインテグレーション**とは、投資の調査・分析・意思決定のプロセスに、環境・社会・ガバナンス(ESG)の重要な配慮を取り入れることを指します。
- **インパクト**とは、ある状態や条件における実証可能な変化のことであり、それはネガティブでもポジティブでも、間接的でも直接的でも、意図的でも非意図的でもあり得ます。投資家のインパクトは、資本の配分を通じて、あるいはスチュワードシップを通じて発生します。
- **インパクト投資**とは、企業やその他の資産に資金投下することで、金銭的なリターンとともに、社会的・環境的に測定可能なプラスのインパクトを生み出すことを意図して行う投資を指します。流通市場においては、投資先企業(またはその他の事業体)がもたらすポジティブなインパクトに対し投資判断の影響が小さいため、投資家はすべてが有価証券の売買の結果であると主張すべきではありません。
- **エクスクルージョン**とは、投資家が、投資以外の理由(例えば、顧客の期待、会社の価値観)で、特定の企業、セクター、または国への投資を避ける決定をすることを指します。エクスクルージョンは、戦略レベルおよび/または会社レベルで適用されません。
- **ネガティブ・スクリーニングとポジティブ・スクリーニング**は、あらかじめ定義された基準に基づいて企業を分析するプロセスであり、投資調査、分析、意思決定プロセスの一部を構成します。ネガティブ・スクリーニングでは、特定のパラメータでスコアが低い(高い)企業を積極的に回避・除外し、ポジティブ・スクリーニングでは、スコアが高い企業の特定を目指します。
- **ベストインクラス**とは、サステナブル投資や責任投資において、同業他社と比較して優れたサステナビリティ特性を持つ企業に投資することを目的としたプロダクトを指す言葉です。
- **倫理的投資**は、ますます時代遅れの言葉になってきており、投資家の価値観や顧客・受益者の価値観に合わない、あるいは不相応と思われる商品や行動をとる企業(またはその他の事業体)を排除しようとする投資戦略を指します。
- **テーマ投資**とは、長期的なトレンド(技術、持続可能性、地政学、人口動態など)を見極めることで、企業をテーマ別に分類する投資手法です。
- **社会的責任投資(SRI)**は、倫理的投資と同様、ほぼ時代遅れの概念であり、投資プロセスにおいて環境や社会に関する基準を適用することで、「悪い」と判断された企業を避け、「良い」と判断された企業を見極める投資戦略を指します。

## 用語集

### 一般的な業界慣行から生まれた サステナブル投資とスチュワードシップに関する用語

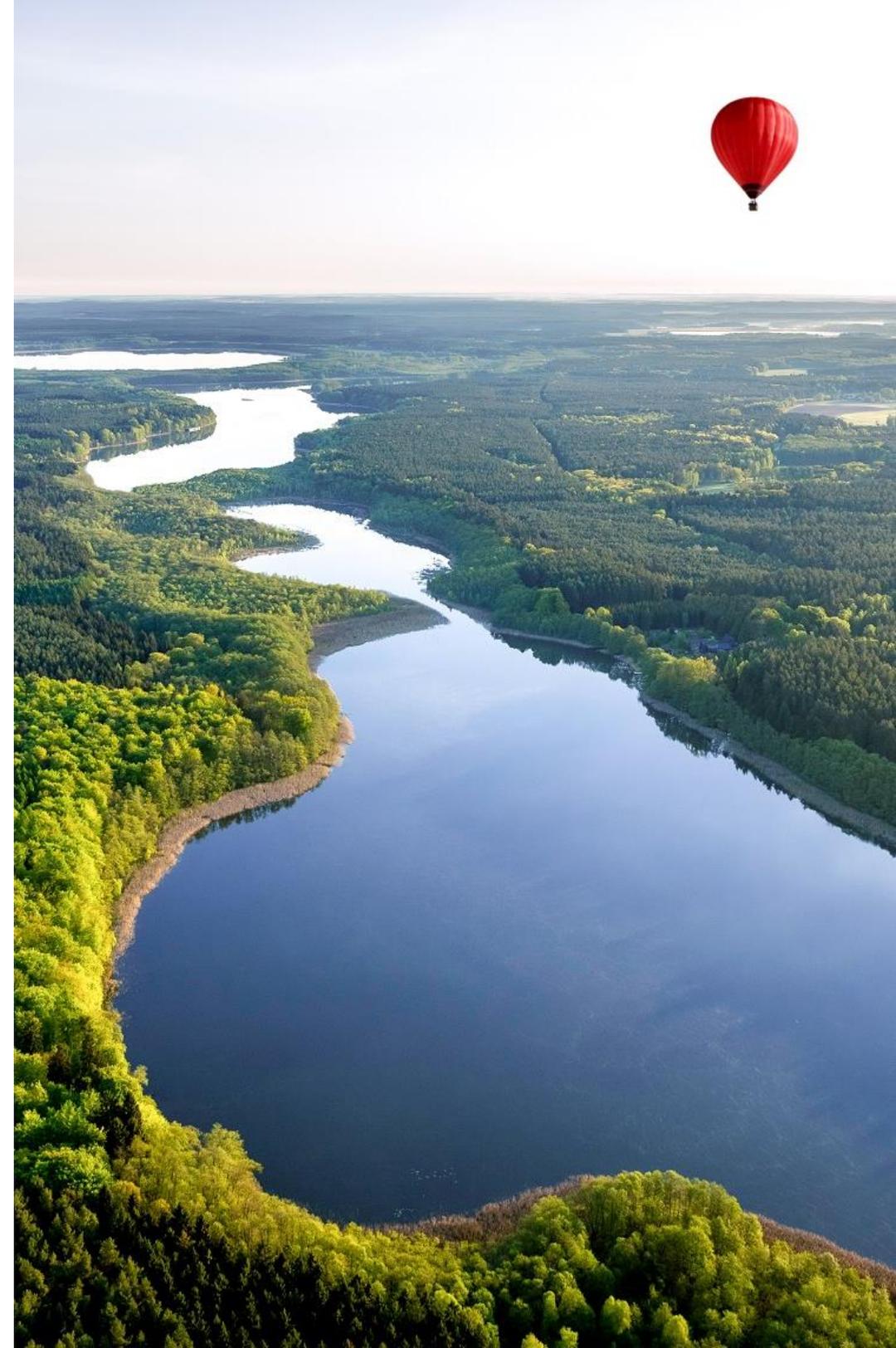
- **気候変動関連の投資機会**：投資の文脈において、気候変動の緩和や適応に向けた取り組みによって、経済成長や投資リターンにプラスの影響を与える可能性のある機会を指す。
- **気候変動リスク**：投資の文脈において、気候変動が経済成長や投資リターンに及ぼす潜在的な悪影響を指す。これには、土地、建物、インフラへの損害リスクなどの物理的リスクや、世界がネットゼロ経済へと移行する際に企業や資産にもたらされる財務的リスクである移行リスクが含まれる。
- **移行（公正な移行／Just Transition）**：投資の文脈において、以下のような戦略を指す：
  - ✓ より持続可能な未来への移行に積極的に貢献する企業、セクター、国に資本を配分する（公正かつ包括的で、ネガティブな影響を緩和する方法で）
  - ✓ より持続可能な未来への移行を促進するために、企業やその他の団体にエンゲージメントを行う（公正かつ包括的で、ネガティブな影響を緩和する方法で）
- **受託者責任**：受益者の最善の利益のために行動する法的・倫理的義務のことであり、受益者の必要を自己の必要よりも優先させるものである。これは、より広義の「スチュワードシップ」の概念に類似しており、受託者責任に合致した投資慣行には、投資調査、分析、意思決定のプロセスに持続可能性への配慮（またはESG）を組み込むことや、株主エンゲージメントや議決権行使が含まれる場合がある。



## 用語集

### 一般的な業界慣行から生まれた サステナブル投資とスチュワードシップに関する用語

- **マテリアリティ**：企業（またはその他の投資企業）の財務上および競争上の地位や、長期的に価値を提供する能力に及ぼす潜在的な影響に基づく、特定のリスクや機会の重要性の評価基準。
- **ダブル・マテリアリティ**：企業（または他の投資主体）が環境（多くの場合、気候に焦点を当てる）や社会に与える影響、そしてこれらの要因が財務パフォーマンスに与える影響を考慮する評価基準。CSRDは、2024年以降、ダブル・マテリアリティ評価を義務付け、企業の持続可能性報告を、単一のマテリアリティや財務的なマテリアリティから拡大しようとしている。
- **株主投票**：株主の権利を行使するプロセス。会社の経営陣や株主が株主総会に提出した決議案に対して、賛成、反対、棄権などの議決権を行使すること。委任状による議決権行使とは、株主が議決権を行使したいが株主総会に出席できない場合に、他人が株主の代わりに議決権を行使することを指す。現在、株主総会に投資家が直接出席することはほとんどないため、大半の議決権行使が委任状によって行われている。「委任状による議決権行使」という用語が、一部の市場では「投票」や「株主投票」に取って代わりつつある傾向がある。
- **ダイベストメント**：企業または事業体の全株式を売却すること。多くの場合、持続可能性やESGを考慮していない株式の売却を指す。



**三菱UFJフィナンシャル・グループの資産運用会社協働で  
MUFG AM サステナブルインベストメントとしてサステナブル投資を推進しています**

私たちは、世界経済をより良いものにしなが、社会への貢献とお客さまへのリターンの還元に寄与できると考え、サステナブル投資を通じた環境・社会課題の解決やサステナビリティの実現に向けて取り組んでいます。「私たちの投資、サステナブルな未来へ」の理念のもと高い専門性を発揮することで、サステナビリティ課題の解決に貢献してまいります。

**アナリスト**

個別企業の分析経験や  
業界知見を有する専門人材

**リサーチオフィサー**

サステナビリティテーマに関する  
リサーチの経験を有する専門人材



**外部専門家**

サステナブル投資やサステナビリティ  
テーマに関する専門家による助言、  
トレーニングを実施

MUFG AM サステナブルインベストメントでは、業界や個別企業の分析を行うアナリストとサステナビリティテーマに関する分析を行うリサーチオフィサーとが連携してスチュワードシップ活動を実施しています。リサーチオフィサーによるサステナビリティテーマを取り扱ったレポートや、サステナブル投資の基礎からグローバルに議論される最新のテーマを扱ったコラムも公開しています。

**MUFG AMサステナブルインベストメントの  
ウェブサイトはこちら**  
<https://www.tr.mufig.jp/mufgam-su/>



**MUFG AM サステナブルインベストメント**

**三菱UFJ信託銀行**

57.3兆円※2

**三菱UFJ  
アセットマネジメント**

37.5兆円※2

**三菱UFJ  
不動産投資顧問**

970億円※2

**三菱UFJオルタナティブ  
インベストメンツ**

5,470億円※2

**Mitsubishi UFJ Asset  
Management(UK)**

1.4兆円※2

※1 MUFG アセットマネジメントは、MUFGグループのアセットマネジメント会社である三菱UFJ信託銀行株式会社、三菱UFJアセットマネジメント株式会社、三菱UFJ不動産投資顧問株式会社、Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd.、三菱UFJオルタナティブインベストメンツ株式会社から形成されるブランド名です

※2 2024年3月時点



Stewardship consulting firm toward institutional investors globally

本資料はArkadiko Partners資料をベースに、三菱UFJ信託銀行が作成しております。

Arkadiko Partners (<https://arkadikopartners.com/>) は、サステナビリティに係るエンゲージメントノウハウやトレーニングプログラムなどを提供するコンサルティング・ファームです。

### ご留意事項

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、当社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に掲載している当社の見解につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデル及びシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報の提供時から予告なく変わる可能性がありますので、ご注意ください（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます）。
- 当社はいかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。



## 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

〒105-7322

東京都港区東新橋1-9-1 東京汐留ビルディング

[www.tr.mufg.jp/mufgam-su/](http://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/)

