

2010年11月30日 全6頁

存在感増す責任投資原則（PRI）と ESG

資本市場調査部 環境・CSR 調査課
山口 渉

金融行動変化への羅針盤となるか

[要約]

- PRI とは、機関投資家の意思決定のプロセスに ESG¹の視点を組み入れる為の考え方を示した原則である。包括的ステートメントと6つの宣言から構成されている。
- 金融危機の反動もあり、サステナビリティの観点から ESG 投資が相対的に注目されており、PRI に署名する機関投資家等が急増している。
- ESG 投資の普及促進には受託者責任のクリアがポイントの一つだが、それには PRI が ESG 投資の有効な枠組みとして広く受け入れられ、受託者責任に対してある種の制度的担保として機能することが重要な契機になるだろう。

Principles for Responsible Investment とは

ESG投資への枠組みを示す。

地球環境や天然資源等の有限性が露わになる中、あらゆる分野で「持続可能性」がキーワードとなった感がある。機関投資家等の活動も例外ではなく、それ故、社会的責任投資（Social/Sustainable Responsible Investment＝SRI）や ESG 投資に対する関心が高まっているのだろう。

Principles for Responsible Investment（PRI＝責任投資原則）とは、正式名称を「United Nations Principles for Responsible Investment（UNPRI＝国連責任投資原則）」といい、機関投資家の意思決定プロセスに ESG の視点を反映させる為の考え方を示した原則である。後述する受託者責任との相克の問題に加え、PRI の登場までは ESG の視点を投資等の意思決定プロセスに組み込もうとしても、参考となるような枠組みなどが存在しなかったため、ESG 投資に二の足を踏む機関投資家も多かった。PRI は、このような状況に鑑み、機関投資家が ESG 問題に取り組む際の有効な一助となる枠組みを提供するものである²。

策定は2006年

PRI の策定は、2005年に当時の国連事務総長であったコフィ・アナン氏が、世界12カ国から20の大手機関投資家を招聘したことに始まる。この機関投資家グループと、それをサポートする投資コミュニティ、国際機関、政府機関、市民社会、学者などの専門家の協力のもと、国連環境計画³（United Nations Environment Programme＝

¹ Environment, Social, Governance の頭文字。ESG 投資とは、環境や社会問題、企業ガバナンスに留意した投資行動を指す。

² PRI 全文（和訳）はhttp://www.unpri.org/files/PRI-Brochure_Japanese.pdf

³ 国連人間環境会議（1972年、於ストックホルム）で採択された「人間環境宣言」や「環境国際行動計画」の実施主体。

UNEP) の金融イニシアチブ (UNEP Financial Initiative=UNEP FI) および、国連グローバル・コンパクト (UN Global Compact) が事務局となって作成され、2006 年 4 月 27 日にニューヨーク証券取引所において発足式が行われた。

PRI の構成、署名機関の義務など

PRI を構成する6つの宣言

PRI は冒頭の包括的ステートメントと 6 つの宣言から構成されている。冒頭のステートメントでは、資産運用を委託した者 (委託者=アセット・オーナー) の利益を最大限に考慮すべきという機関投資家の伝統的な「受託者責任」を明記した上で、ESG 要因が投資パフォーマンスに影響する可能性があるという PRI の大前提を示している。ESG 要因がパフォーマンスに影響する以上、当該要素について考慮することも受託者責任に含まれるという建て付けだ。

図表 1 PRI 冒頭ステートメント

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。
この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの) 環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題 (ESG) が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。
さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。
したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の(筆者注: 図表2) 事項へのコミットメントを宣言する。

(出所) United Nations Environment Programme

また、6 つの宣言には、意思決定のプロセスに ESG の視点を組み入れるという機関投資家としての態度表明にとどまらず、投融資先企業に対する ESG 情報の開示要請 (株主行動への関与表明) のほか、機関投資家自身による情報公開を含め、PRI を普及させるための項目が列挙されている。更に、各項目はそれぞれの実施例が示されている。

図表 2 PRI の宣言 (本文)

- | | |
|---|--|
| 1 | 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。 |
| 2 | 私たちは活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み込みます。 |
| 3 | 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。 |
| 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に働きかけを行います。 |
| 5 | 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。 |
| 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) United Nations Environment Programme

図表 3 PRI の実施例

- | | |
|---|---|
| 1 | <p>私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
(考えられる実施例)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 投資方針書におけるESGの課題を明確化する。 ▪ ESGに関連するツールや計測基準や、分析手法の開発を支援する。 ▪ 内部の運用マネージャーのESGに関する課題を業務に組み込む能力を評価する。 ▪ 外部の運用マネージャーのESGに関する課題を業務に組み込む能力を評価する。 ▪ 投資サービス・プロバイダー(証券アナリスト、コンサルタント、ブローカー、調査会社あるいは格付け会社)に対しESG要因を彼らの研究や調査分析に組み込むように働きかける。 ▪ このテーマについての学術的、その他研究の促進を支援する。 ▪ 投資専門家のためのESGに関する研修の奨励をする。 |
|---|---|

(出所) United Nations Environment Programme

ESGのベスト・プラクティスの蓄積と普及が目的

PRI は法的拘束力のない任意の原則であり、これに署名したからといって、費用面を含む何らかの義務が生じることはない⁴。また、受託者責任の枠組で運用される広く分散したポートフォリオを持つ大手機関投資家を対象としており、署名機関に対し、特定の投資スタイルやスクリーニング方法のほか、投資家活動（エンゲージメント）などを要請する規定も存在しない。

PRI の狙いは、署名機関による ESG 投資の実績を積み重ねることで、ベスト・プラクティスやリサーチ資源の共有等を図り、ESG 課題に取り組む上での有効なフレームワークを構築し、ひいては ESG 投資の有効性を実証することで、その普及拡大を図ることにある。また、署名機関が ESG の観点を組み込んだ投資方針・手順を策定・実践するにあたっては、ESG 投資の研修プログラムや、署名機関間の情報共有推進といった様々なサポート・メニューが事務局から提供されている。

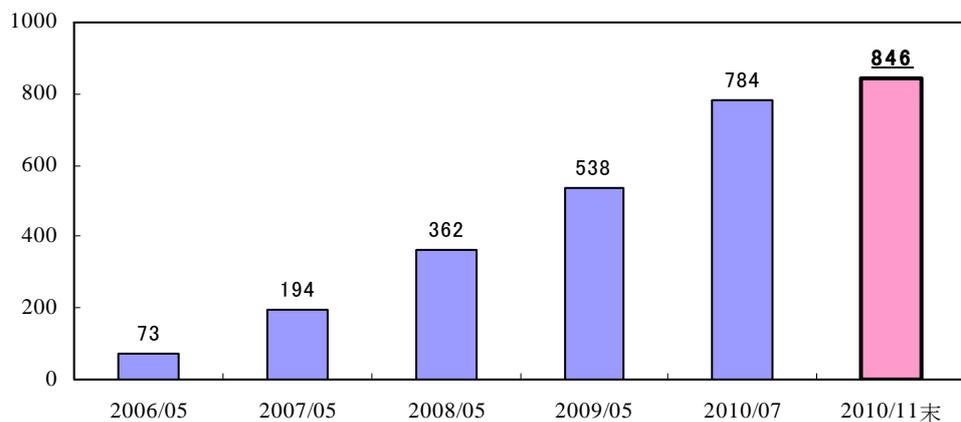
PRI 署名機関など

増加する署名機関と運用資産

PRI 当局によると、署名機関数は 2010 年 11 月末時点で 846 となっており、PRI 策定以来、順調に増加している。また、これら署名機関によって運用されている資産の残高は 22 兆ドルを超えているとされ、投資のメイン・ストリームにおいて ESG の枠組みが存在感を増していると言えるだろう。

署名機関の業態別内訳は、①機関投資家および個人投資家向けに第三者として資産を運用する「ファンド・マネジメント」が 462 (54.8%) と過半を占め、②年金・保険などの「アセット・オーナー」が 213 (25.3%)、③アセット・オーナーや運用会社にサポート業務を提供する「サービス・パートナー」が 168 (19.9%) となっている。

図表 4 PRI 署名機関数の推移



(出所) PRI 年報「Report on Progress」各年版、PRI ホームページより大和総研作成

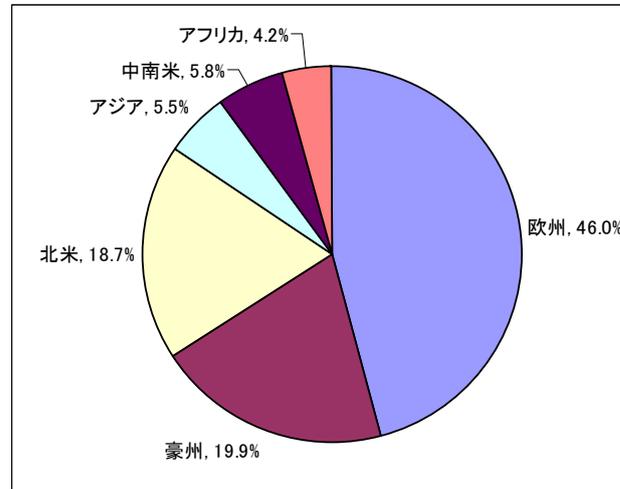
*注) 2010/11 末以外の数値は PRI 年報調査時点の値

また、PRI では年報「Report on Progress」を毎年発表しており、当該年報に回答を求められた署名機関（2010 年版では 433 機関）の地域別内訳をみると、SRI 発祥地としての伝統が長くある欧州が 199 (46.0%) と最多を占め、次いで豪州が 86 (19.9%)、北米が 81 (18.7%) と多く、中南米 25 (5.8%) とアジア 24 (5.5%) が同程度で並び、アフリカが 18 (4.2%) となっている（次頁図表 5、2010 年 7 月末時点）。このうち、

⁴任意の協賛金（5000 ドル～10000 ドル/機関）はある。また 2011 年 4 月から規模に応じた費用負担の導入が予定されている。

日本の署名機関数は15⁵にとどまっているが、わが国のSRI市場は個人向けの公募投信が殆どを占めており、機関投資家（年金等）がメイン・プレイヤーである欧米市場とは構造が異なっていることもあるため、今のところ致し方ない面もあるだろう。

図表5 PRI 署名機関の地域別内訳



(出所) PRI 年報「Report on Progress 2010」

日本版 PRI 策定への胎動

本邦ESG投資の制約要因たる忠実義務

日本の年金資産運用関係者の間では、ESG投資は受託者責任に反するとの意見が従来から支配的であった。例えば厚生年金基金では、受託者責任の中に、加入者や受給者の利益のため『だけ』に忠実に執行するという「忠実義務」があるため、日本ではESG投資がなかなか拡大しない状況にある。他方で、日本にもCSR（Corporate Social Responsibility=企業の社会的責任）や、地球温暖化問題に関心を持つ投資家層が存在していることを考えると、ESG投資に対するある程度の需要が存在するとも言え、ESG投資が普及するには年金資産運用等における受託者責任とESG投資が相反しないとの何らかの担保が必要なのかも知れない。

日本版PRI策定に向けた動きが始まる

日本でも中央環境審議会（環境相の諮問機関）総合政策部会の下に設置された「環境と金融に関する専門委員会」（委員長・末吉竹二郎国連環境計画金融イニシアチブ特別顧問）により、金融機関や機関投資家による環境配慮投資への参加策や環境情報の開示などについて、6月に報告書がまとめられ、具体的政策として日本版PRIの策定を含む4点（図表6）が示された。

図表6 中央環境審議会の示した政策

- 1 温室効果ガス25%削減に向けた対策への円滑な資金供給の仕組み（リースの活用など）
- 2 年金基金による環境配慮投資の促進
- 3 企業の環境関連情報の開示・提供（有価証券報告書を通じた開示など）
- 4 環境金融の取組の輪を広げていく仕組み（日本版環境金融行動原則（仮称）の策定）

(出所) 中央環境審議会「環境と金融に関する専門委員会 報告書」

⁵ <http://www.unpri.org/signatories/index.php?country=Japan> 参照。

これを受け、8月初旬から末吉委員長のもと、民間金融機関および機関投資家などにより、日本版 PRI の策定に向けて会合が開催されている。欧米市場を見れば明らかなように、ESG 投資の拡大には年金等の大口アセット・オーナーの参入が必要だ。この点、日本版 PRI はわが国の実情を配慮して、様々な金融機関や機関投資家などが参加できるように配慮されるとのことだが、具体的な方針が明らかになっているわけではなく、今後の動向には関心を払うべきだろう。

PRI と受託者責任の相克～ESG 投資拡大への論考

受託者責任としての ESG 投資への理解が広がる

受託者責任とは、資産の安全かつ効率的な運用を図る視点から、資産運用業務にあたって、その受託者は、専ら委託者（アセット・オーナー）の利益を最大限にすることを考慮すべきとの考え方である。期待収益に優れる投資対象があれば、受託者はそれへの投資を行わなければならない、その他の理由に基づく投資判断は受託者責任に反することになる。この為、長らく ESG 投資は受託機関投資家の責務に適合しないと考えられてきた。しかし、米国労働省の解釈等⁶が担保となり、投資価値以外の要因を考慮に入れたとしても、期待収益に変化が生じないならば、受託者責任には反しないという理解が近年広まっている。

PRI では受託者責任の充足が前提

PRI には、その前文に「ESG 問題が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすという見方が近年、投資専門家の間で高まってきています。受託者責任を履行しようとする投資家はこれら ESG 問題に適切に配慮する必要があると考えられます。しかしながら、今日まで ESG 問題に配慮する枠組みが欠落していました。責任投資原則はそのような枠組みを提供することを目的としています。」との記述がある。既に述べたように、ESG 情報は投資パフォーマンスに影響を及ぼし得るため、受託者責任を果すには、このような情報を投資判断に織り込むべきであるとしているわけだ。

金融危機等により、経済的側面に依拠した投資判断に対する信任が相対的に低下していることに照らせば、サステイナブル・インベストメントとして ESG にスポットライトが当たっていることは事実であろう。但し、現時点では ESG 要因と投資パフォーマンスの因果関係をはっきりと理論付けられるような研究成果などがあるとは言えず、PRI においても「受託者責任に反しない限り」との留保が付けられている所以であろう。

PRI は ESG 投資にお墨付きを与えるか

ESG 投資先進地の欧州でも、それを是認・後押しする社会状況が先ずあり、その上で法制化などが進み、ESG 投資が受託者責任に反しないという社会的合意が制度面からも裏打ちされたことで、当該投資の普及が促された経緯がある⁷。また、米国における労働省解釈が同国 ESG 投資における受託者責任の担保として捉えられていることをみても、PRI が企図するような ESG 投資の普及には、PRI 自体が、受託者責任を満たした ESG 投資を実施しているという証明書の如く、広く受容されることが重要なポイントであろう。

(以上)

⁶ 「29 CFR 2509.94-1 - Interpretive bulletin relating to the fiduciary standard under ERISA in considering economically targeted investments.」。

⁷ 「欧州主要年金基金の ESG 投資事情」河川 真理子 <http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/csr/09081901csr.pdf>

<参考>金融分野におけるその他のおもな ESG に関する国際的取り組み

名称	設立経緯	目的	参加機関、活動内容など
国連環境計画・金融イニシアティブ (United Nations Environment Programme Finance Initiative)	米国における環境法制の動きに並行し、1992年にまとめられた「環境及び持続可能な発展に関する銀行声明」を受けて設立。	金融機関の様々な業務において、環境及び持続可能性に配慮した最も望ましい事業のあり方を追求し、これを普及促進すること。	約170の世界の銀行・保険・証券会社のパートナーシップ。日本からは三大銀行グループのほか滋賀銀行が署名。2005年にはUNEP FIAアジア太平洋地域タスクフォース 日本グループが結成。
環境に責任を持つ経済連合 (Coalition for Environmentally Responsible Economies セリース)	1989年3月にアラスカ沖で起きた大型タンカーの原油流出事故を契機として、投資家等の有志メンバーにより同年4月に設立。	持続可能性の考え方を資本市場メカニズムに取り入れること。企業が環境保全に取り組むべき「セリース10原則(パルティーズ原則)」を採択。	2008年1月、世界の銀行の地球環境問題への取り組みを業界横断的に比較した「銀行部門におけるコーポレート・ガバナンスと気候変動」に関する報告書を公表。
エクエーター(赤道)原則	大規模プロジェクトファイナンスの環境リスク評価ガイドライン策定が求められる中、2002年10月、ABNアムロと国際金融公社(IFC)が主要金融機関に制定を呼びかけ、2003年のIFC定例会合で欧米金融機関10行が採択。	プロジェクトが地域社会や自然環境に与える影響を配慮して実施されたかを確認するための統一の基準となるものである。	世界の金融機関64社が本原則を採択。日本では、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行の3行が採択。
社会的責任投資フォーラム (Social Investment Forum)	環境責任投資(SRI)の推進を目的とした全米唯一の会員制の組織として1981年に発足。現在では日本、EUIに同様の団体がある。	SRIの推進。SRIファンドへの投資のほか、株主行動もSRIの一類型に位置づけられている。	米国では、投資家やアナリストなど500以上の団体が参加。日本でもSIF-Japanが2003年に設立され、国内におけるSRIファンド等の普及発展に寄与することを目標に活動。

(出所) 各種資料を参考に大和総研作成。

(以上)