



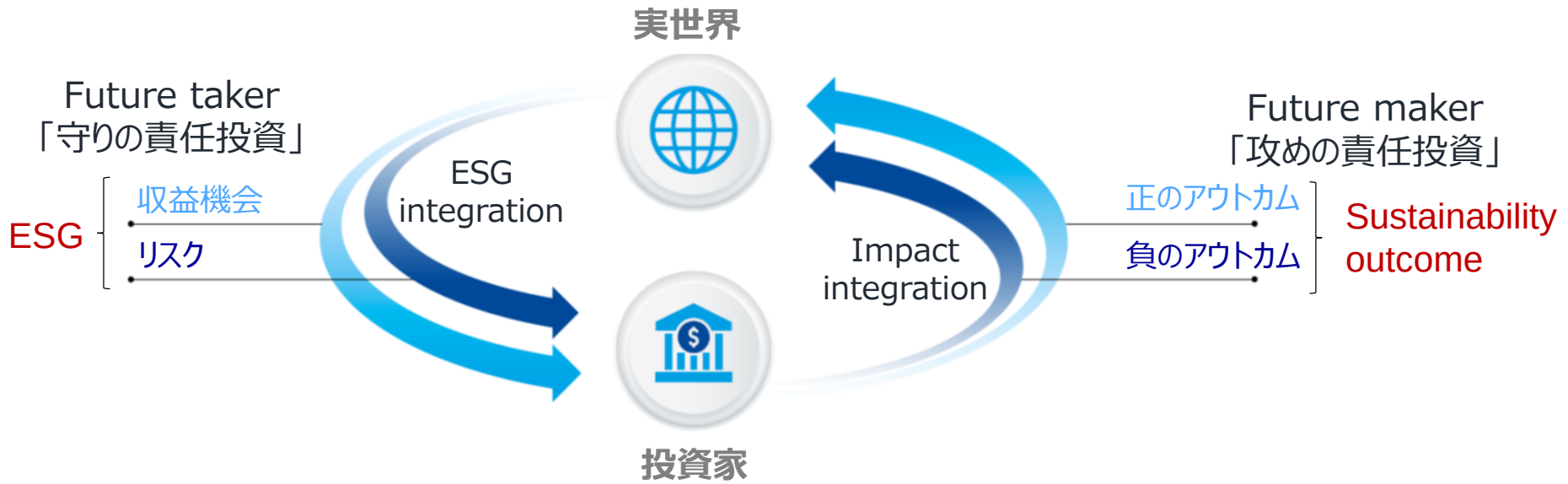
アウトカム志向の責任投資と今後の課題

2023年1月

日本生命保険 執行役員、PRI（国連責任投資原則）理事
木村 武

Future Taker or Future Maker

Continuous cycle of investors' sustainability outcomes, the resulting state of the real world, and ESG investment risks and opportunities



- ✓ 「ESGのリスクと機会」と「sustainability outcome (SDGs-aligned outcome)」の間には、継続的なフィードバック・サイクルが存在。ESGの課題は投資家のリスクと機会を生み出し、投資家の行動は実社会のアウトカムを形成し、それがESGのリスクと機会という形でポートフォリオにフィードバックされる。
- ✓ 現実には、SDGsと実際のアウトカムの乖離は拡大している。投資家には、その乖離の縮小に貢献するよう行動することが求められる。

責任投資の法解釈を巡る2つの報告書

■ UNEP-FI委託調査（2005年）

Freshfields, “A Legal Framework for the Integration of ESG Issues into Institutional Investment”

- ✓ Investors are permitted and arguably required to **integrate ESG factors** into their analysis.
- ✓ 翌2006年のPRI設立につながる
- ✓ その後、**ESG**が企業と投資家の対話の中心テーマに

■ PRI, UNEP-FI, Generation Foundationの委託調査（2021年）

Freshfields, “A Legal Framework for Impact”

- ✓ Are investors permitted or required to **integrate sustainability impact** into their decision-making?
- ✓ IFSI・・・インパクト投資よりも広い概念、ポート全体のコア戦略、資産運用のPhilosophy

“Investing for Sustainability Impact (IFSI)”とは、投資家がスチュワードシップ活動などを通じて投資先企業や（政策当局など）その他の第三者の行動に、評価可能な形で影響を与え、（SDGsやパリ協定などのグローバル目標に合致する）サステナビリティ・アウトカム の達成に貢献することを意図的に試みる投資活動。NZAOAに加盟し、ポート全体のGHGの削減目標を掲げ、投資先企業への働きかけを行う投資アプローチは、その一例。

- ✓ 今後の責任投資のあるべき姿（期待）に関する提言
- ✓ 今後、**sustainability outcome**が企業と投資家の対話の中心テーマに？

PRI in a Changing World — Signatory Consultation —

責任投資とは？

managing ESG risks.

Example: Using ESG information and data to assess risk to holdings within the portfolio over the short, medium or long term and adjusting the exposures as a result.

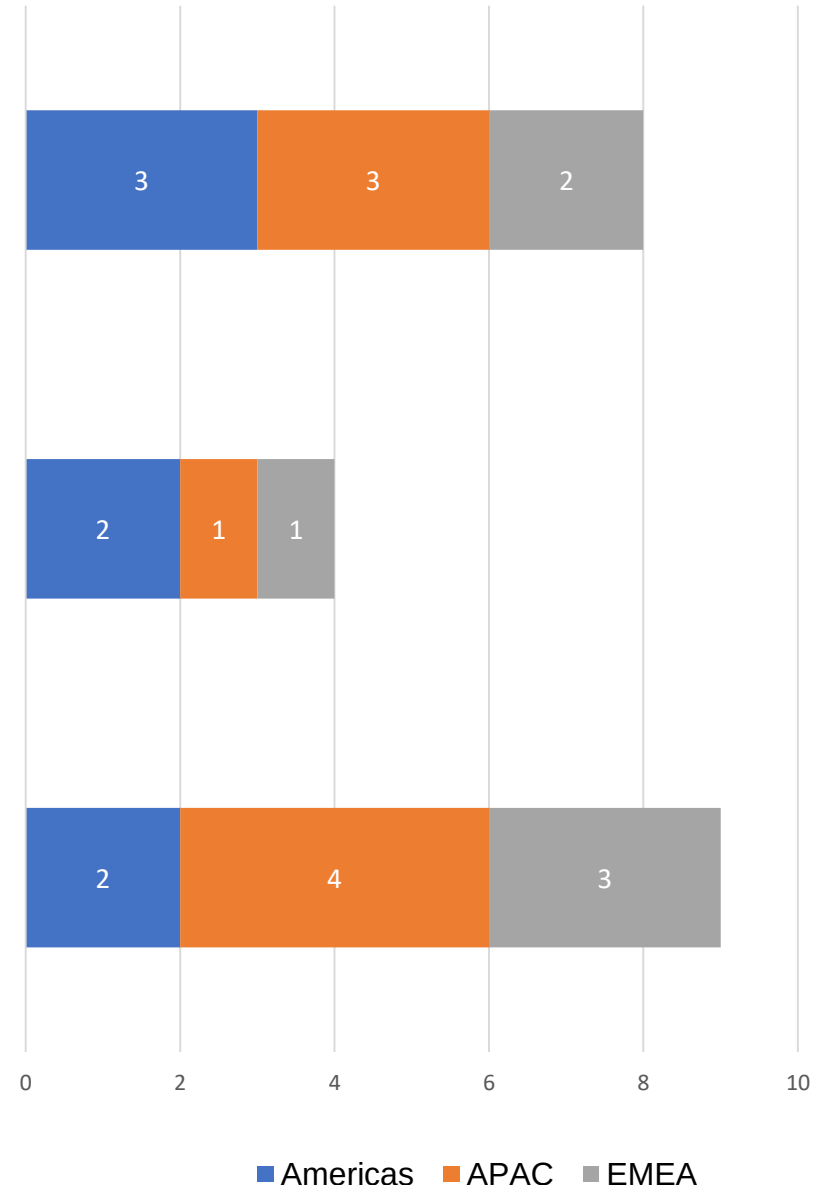
+ identifying positive and negative sustainability outcomes.

Example: Investors reviewing or mapping their portfolios in terms of how aligned or not they are with different SDGs. Or tracking and disclosing greenhouse gas emissions in line with TCFD. Or using a Taxonomy to assess alignment of a portfolio with environmental objectives and targets.

managing ESG risks,

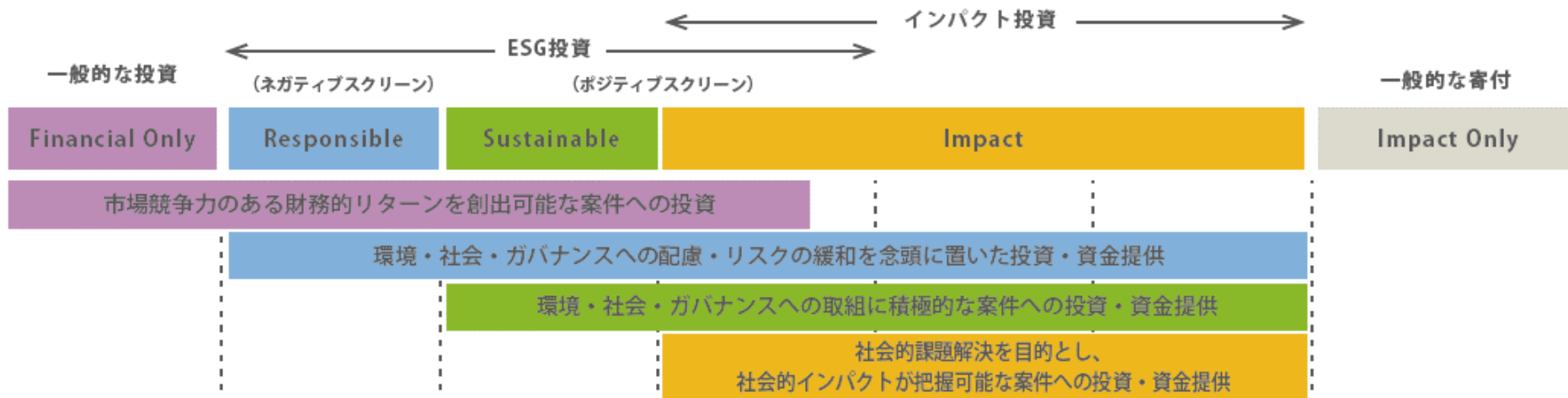
+ identifying positive and negative sustainability outcomes,
+ taking action on sustainable outcomes in the real world.

Example: Taking action on outcomes would be to go further and seek to shape outcomes linked to a specific SDG or other global goal, using investor levers of capital allocation, stewardship and/or engagement with policy makers. The intention may be to reduce negative outcomes or improve positive outcomes.

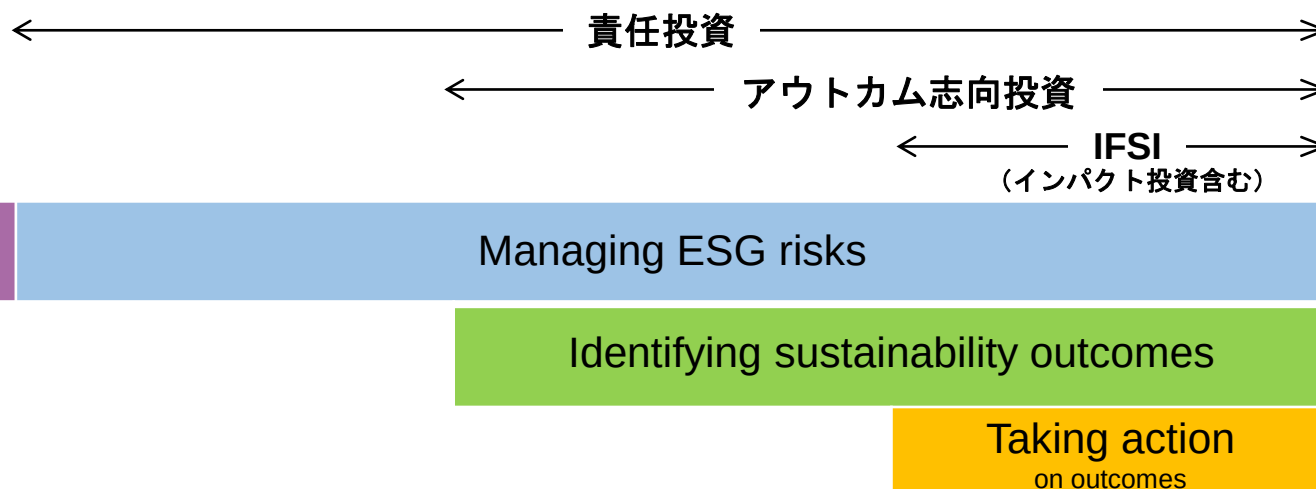


投資の新旧分類

「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」より抜粋



これからの時代の投資の分類？



PRI in Person 2022バルセロナ大会の印象

- PRIは、署名投資家に対するコンサルテーション「[PRI in a Changing World](#)」を実施（2022年夏～2023年1月）
- PRI in Person 2022は、バルセロナで昨年11/30～12/2に開催
- “Shape the real world/sustainability outcomes”はバルセロナ大会のキーワードの一つ
 - ✓ 責任投資の進化・・・狭義のインパクト投資を飲み込むかたち、IFSIの考えが着実に浸透
 - ✓ “A Legal Framework for Impact”の主著者David Rouchは、バルセロナ大会のセッションに2回登壇
 - ✓ インパクトよりアウトカムが頻出語？

“We are now expected to make a qualitative shift from defensive investment to aggressive ESG investment. Risk management type ESG investment is like a defensive investment by future takers. We must be future makers rather than future takers.”

Takeshi Kimura, Nippon Life Insurance

“The next 10 years is about getting way more focused on the outcomes of our investments in the world and really acknowledging the relevance of that.”

Catherine Howarth, ShareAction

Outcome志向の3つの根拠と3つのエンゲージメント

- どういった根拠に基づいてoutcomeを志向するかによって、必要なエンゲージメントの範囲も変わってくる

		Outcome志向投資の3つの根拠		
		Idiosyncratic risk perspective (インパクト投資)	Systemic risk perspective (Instrumental IFSI)	Transformative perspective (Ultimate ends IFSI)
3つのエンゲージメント	Corporate engagement	◎	◎	◎
	Policy engagement	○	◎	◎
	Beneficiary engagement	○	○	◎

◎・・・必須、○・・・任意

- PRI in Person 2022では、corporate engagementだけではなく、policy engagementに言及する人が多くみられた
- ✓ PRIは、バルセロナ大会前日に、ハンドブック「[Sustainable Finance Policy Engagement Handbook](#)」を公表

Idiosyncratic risk perspective

- **個々の投資先企業**が実社会にもたらすoutcome/impactは、長い目で見れば、**同企業の事業のfinancial risk/opportunity**につながる
 - ✓ 例えば、消費者や地域住民などのステークホルダーが企業のサステナビリティや気候変動対策に対して抱く期待や目線が変化することで、企業が直面する機会やリスクの大きさも変わり得る
 - ✓ また、当局の規制変更や（それを受けた）市場・投資家の期待が変更した場合も、同様
- 要するに、投資先企業のsustainability outcome/impactは、企業のfinancial risk/opportunityの**先行代理変数**
 - ✓ 投資家が、企業のsustainability outcome/impactに注目して、ファンドを組成すれば、長い目で見て、良好な（リスク調整後）リターンを得ることが可能
- インパクト投資ファンドは代表事例
- 投資家は、**投資先企業へのエンゲージメント（corporate engagement）**を通して、ポジティブなoutcomeの創出や、ネガティブなoutcomeの削減を狙う
 - ✓ 投資家の行動は投資先企業の行動変容を通して、実社会のアウトカムを形成し、それがESGのリスクと機会という形でポートフォリオ企業にフィードバックされる
 - ✓ 投資先企業のsustainability outcomeが、financial risk/opportunityの先行代理変数としてどの程度機能しているのか、定量的な評価・分析を行うことが、今後重要になってこよう

PRI in Person 2022での話題①：Corporate engagement

- ネットゼロに向けたトランジションの促進において、エンゲージメントが最も有効な手段というのが投資家のコンセンサス。
 - ✓ 投資家として、企業の目標策定を後押しするだけでなく、企業が2050年から逆算してどのような戦略を持っているのか、目標達成のためのインセンティブ付けやガバナンス体制はどうか、などネットゼロ実現に向けた企業の具体策をエンゲージメントの中で確認することが重要。
 - ✓ 一方、ダイベストメントに関しては、「実体経済を変えることが重要であり、ダイベストメントは優先すべき手段とは言えない」、「投資の持ち分を失うことで企業に変革を促す影響力を失うデメリットの方が大きい」など、有効な手段とはいえない、とする見解が過半を占めた。

“Divestment can drive a transition of your own portfolio or balance sheet. But that's not what we care about. We care about the real world.”

Michal Bartek, PRI

- PEファンドの投資先企業において、気候変動への対応が重要だと答えるCEOは多いが、実際にGHG計測を行っている企業はまだ少なく、気候変動に関する意識と行動のギャップが存在。こうした状況を改善していくには、企業との地道な対話が必要。
 - ✓ 利益優先で気候変動に対して何の方策もとっていないスタートアップに対しては、GHG計測のためのテンプレートを提供すること等も含めて、長期にわたって丁寧にコミュニケーションを重ねていくことが必要。
- E領域だけではなく、人権を含むS領域のデータ整備も喫緊の課題。
 - ✓ 企業の①人権に関するリスク、②経営陣の対応、③デューデリジェンス、④アウトカムへの寄与（バリューチェーンや社会へのインパクトに関するデータ）に関する情報が不足。人権リスクに関する企業の更なる情報開示（特に、定量情報の充実）が必要。

Systemic risk perspective

- ある**投資先企業**の実社会に対するoutcome/impactが**外部(不)経済**をもたらす場合、**他の様々な企業**の事業のfinancial risk/opportunityにつながる
 - ✓ financial riskの内生性 (endogeneity)
- ユニバーサルオーナーは、ポートフォリオ全体のコア戦略として一ポート全体の長期リターンに負の影響が及ばないように一、外部不経済を引き起こす投資先企業のsustainability outcome/ impactに注目する必要
 - ✓ システミックリスク回避のためには、一投資家の行動では効果が薄く、多くの投資家による目標の共有が重要 ⇒ 協働エンゲージメント (Climate Action 100+、Advance) やNZAOAなど
- IFSI (Instrumental IFSI) は代表事例

投資家が資金供給やスチュワードシップ活動などを通して、サステナビリティ課題に関して評価可能なアウトカムを形成するために、投資先企業や**その他の第三者**の行動に対して意図的に影響を与えようとする投資活動
- その他の第三者⇒政策当局
 - ✓ 教科書の教え・・・外部不経済への対応は政府が主役
 - ✓ 企業や投資家に対する様々な規制やガイドラインなどの公共政策は、企業行動や投資リターンを大きく左右するため、投資家による**政策当局への働きかけ (policy engagement)** は、受託者責任 (受益者の最善利益を追求する責務) に当然含まれる

PRI in Person 2022での話題② : Policy engagement

■ 政策当局サイドから、policy engagementを歓迎するとの発言あり

“Please bring your ambition here, but it’s not only ambitions we need. Use your financial skills to help everyone in this world deliver on that difficult common goal.”

Jean Boissinot, Banque de France & NGFS

■ ある民間パネリストは、責任投資が行われても人々の生活水準が向上したという実感がわかない中で、政策の影響力（influence）と追加的効果（additionality）を高め、ポジティブなアウトカムをもたらす官民対話が必要、と指摘

- ✓ 具体的には、①間接的で低インパクトな投資行動（ESG integration等）、②直接的エンゲージメントと議決権行使、③協働スチュワードシップと政策当局へのエンゲージメント、のうち、③が最も影響力が大きいと指摘

■ 投資家がsustainability outcome/impactを投資プロセスに考慮することが、受託者責任として許容されるかどうか不確実な場合には、法解釈上の曖昧さを解消するよう、政策当局への働きかけが重要との指摘も

- ✓ 協働エンゲージメントに関する競争法上の解釈も、重要なポイント、、、

■ 世界的に年金システムがDBからDCへとシフトしていく中で、国民の金融リテラシー改善のために、官民協力が必要

- ✓ Asset ownershipが機関投資家から（リテラシーの低い）個人投資家に拡散し薄まってくると、sustainability outcome/impactに対する考慮が金融システム全体として低下し、機関投資家の取り組み効果も低下する可能性
- ✓ 国民の金融リテラシーの改善という公共財の構築には、官のリーダーシップ（金融教育の強化）が不可欠

Transformative perspective

- Sustainability outcome/impact はそれ自体が重要なのであって、financial risk/opportunity につながるから重要なのではない
 - ✓ 気候変動問題に直面している時に、sustainability outcome/impact が financial risk/opportunity につながるメカニズム如何 (idiosyncratic risk vs systemic risk) について議論することは、沈みゆくタイタニックのデッキの上でテーブルの置き方を考えるのと同じ
- Ultimate ends IFSIが該当
- ネットゼロや人権重視など社会経済システムの構造転換に整合するよう、マテリアリティの概念を含め金融システムの幾つかの側面を根本的に**変えること (transform)** が必要
 - ✓ A matter is ‘material’ if there is a substantial likelihood that a reasonable person would consider it important” (US SEC, 1999). A transformative perspective questions who the “reasonable person” is in an age of severe ecological threats (Täger, 2021).
 - ✓ 短期志向から長期志向へ、株主資本主義からステークホルダー資本主義への転換
- 機関投資家が“shape outcomes”を目指す際、実社会に対してどのようなインパクトをもたらすべきかについて、投資家が勝手に決めるべきではなく、受益者のサステナビリティに対する選好や価値観を踏まえることが望ましい (= **受益者エンゲージメント**)
 - ✓ 受益者は、年金システムを通して投資先企業の間接株主になっているだけでなく、企業の従業員、消費者、地域住民という複数の顔をあわせ持っている
 - ✓ 間接株主の最善利益 (= 金銭的リターン) と、消費者・従業員・地域住民の最善利益 (= sustainability outcome/impact) の同時追求、ないし最適バランスを図る必要

(注) US SEC (1999) SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 – Materiality.

Täger M (2021) ‘Double materiality’: What is it and why does it matter? Commentary, 21 April, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment.

PRI in Person 2022での話題③ : Beneficiary engagement

- 次の10年を見据えたときに、投資家は、アウトカムに焦点を当て世の中へインパクトをもたらすことと同時に、受益者エンゲージメントを強化していくことがますます重要になっていく

“I think getting closer to the end investor, to the real beneficiaries, is also equally important. We need to focus more on being diverse and inclusive and engaging closely with the real people out there, both in the real economy who are affected by their decisions and the beneficiaries. It's the same set of people.”

Catherine Howarth, ShareAction

- 受益者は、様々な投資先企業のステークホルダーの代表と位置付けることが可能
 - ✓ ステークホルダー資本主義を具現化するうえで、アセットオーナーが受益者のサステナビリティに対する選好や価値観を考慮することが責任投資において求められる
- 機関投資家が、アウトカム・インパクトを志向するうえで、リターンとのバランスをどう図っていくべきか、顧客や受益者との対話を深めると同時に、受益者向けに金融教育サービスを提供していくことも重要
 - ✓ 欧州の企業年金においては、受益者エンゲージメントを強化する動きが様々みられるほか、米国の企業でも、従業員のfinancial well-being改善のために、金融教育を強化する動きがみられる
 - ✓ あるアンケート調査によれば、大半の個人顧客は世の中にポジティブなインパクトを与える投資に賛成するが、リターンが1%低下しても同投資を許容できるか尋ねると、許容できなくなる顧客が大半。インパクト投資には長期的視点が必要であるが、個人顧客は毎日、自身のファンドパフォーマンスを携帯端末等でチェックして短期的な成果を求めがち。このため、受益者（従業員）エンゲージメントにおいては、長い目で見えて年金資産をどう構築していくべきか、金融教育も重要になる

 PRI in Person
& Online 

**Thank you and we hope to
see you all in Tokyo!**

**SAVE THE DATE
3-5 OCTOBER 2023**

Keep the conversation going