

金融庁・GSG国内諮問委員会共催
インパクト投資に関する勉強会
(2022/6/17)



責任投資とステークホルダー資本主義

— インベストメントチェーン上の新たな動き —

2022年6月

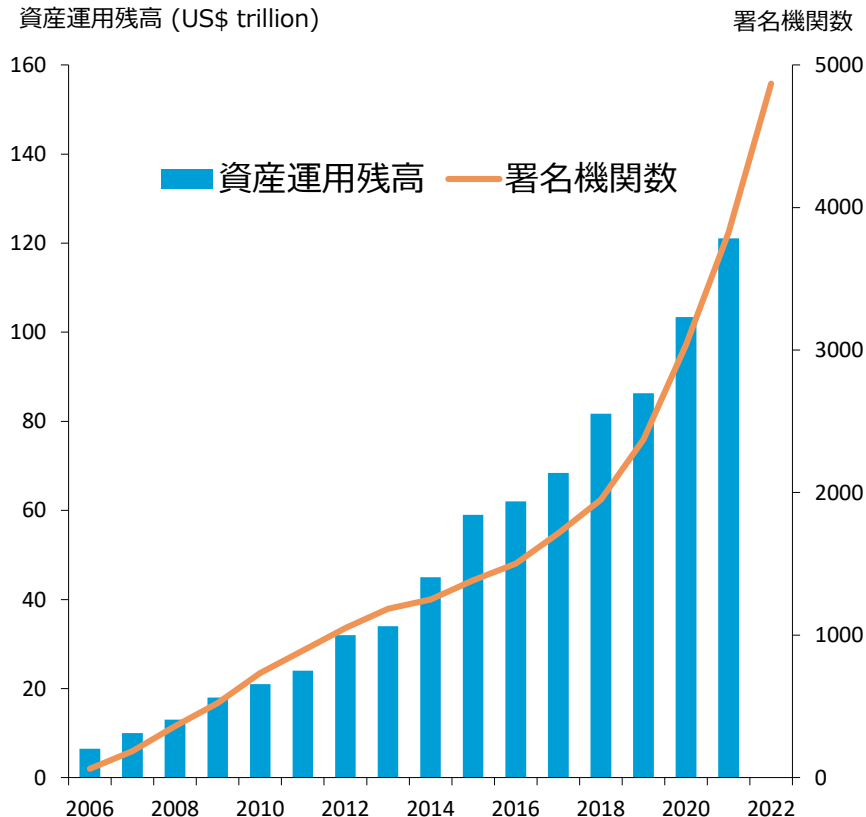
PRI（国連責任投資原則）理事

木村 武

グローバル目線でESGに取り組む投資家層の厚み

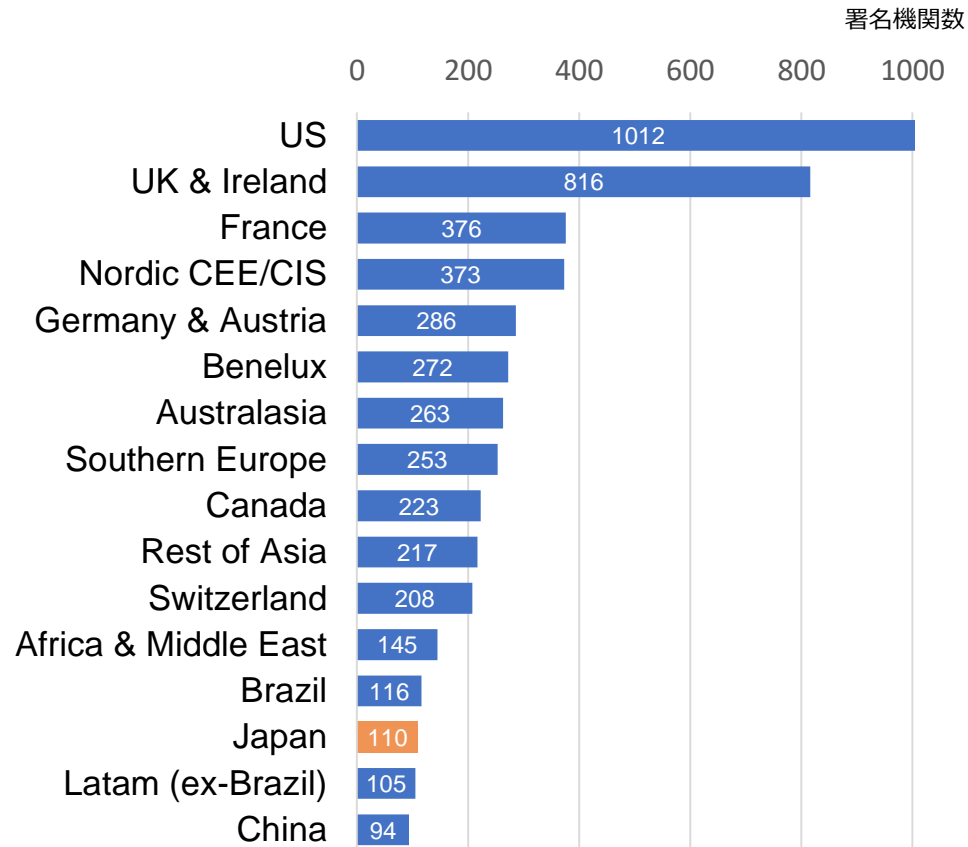
- PRIの署名機関数は大幅に増加しているが、日本は、他の先進国と比べて見劣り。
- 新興国の急速な追い上げに直面しており、日本は昨年末、ブラジルに抜かれ、日中逆転も時間の問題か。

PRI署名機関数（グローバル計）



*各年3月時点の計数

法域別にみたPRI署名機関数



* 2022年3月時点

本邦金融資本市場や日本経済の競争力への影響

- ESGに取り組む投資家層の厚みに関して、日本が見劣りしたのでは、本邦金融資本市場の活力低下に繋がりにかねない。ESG課題への対応が、企業や投資家の金融パフォーマンスの改善につながっていることを踏まえると、これは、最終的には日本経済の競争力をも左右する問題。
- ✓ 日本企業が欧米企業に比べ、全体としてESGスコアが低い背景には、企業自身の問題もさることながら、日本の投資家が企業とのエンゲージメントにおいて、グローバル基準でESG課題の対応を促し切れていないことも影響している可能性。

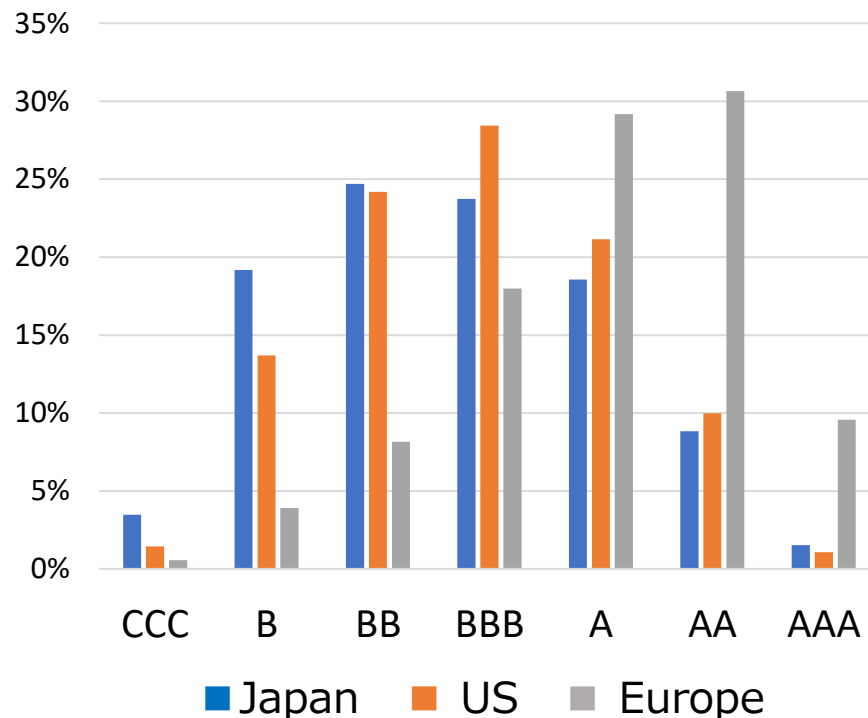
ESGと金融パフォーマンスの相関

NY大学の研究チームによる1000超の研究のサーベイ
ESG要素と金融パフォーマンスの相関の符号
に関する研究結果の割合

	企業財務指標 (ROA, ROE) とESGの相関	投資リターン (alpha, Sharpe ratio) とESGの相関
Positive	58%	33%
Neutral	13%	26%
Mixed	21%	28%
Negative	8%	14%

Whelan et al. (2021), "ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 - 2020"

MSCI/ESG総合スコア



(注) MSCIの2021年12月時点のデータをもとに作成。ESGスコアがある企業（日本1121社、欧州1412社、米国2415社）が対象。

年金基金によるESG投資の取組み

■ 日本の投資家の中でPRI署名が広がっていない背景の一つとして、年金基金の署名が進んでいないことがあげられる。

✓ 公的年金では、GPIFが2015年に署名したが、その他の基金は未署名。

✓ 企業年金基金のPRI署名も3先にとどまっている。

PRI未署名の公的年金

- 地方公務員共済組合連合会
- 全国市町村職員共済組合連合会
- 国家公務員共済組合連合会
- 勤労者退職金共済機構
- 公立学校共済組合
- 日本私立学校振興・共済事業団
- 国民年金基金連合会

これら未署名の公的年金の資産規模の合計は60兆円を超える

母体企業と傘下の企業年金基金のサステナビリティへのコミットメント

373 国連グローバルコンパクト署名企業数
(2021年11月現在)
※金融・保険業、自治体・大学その他に属する団体除く

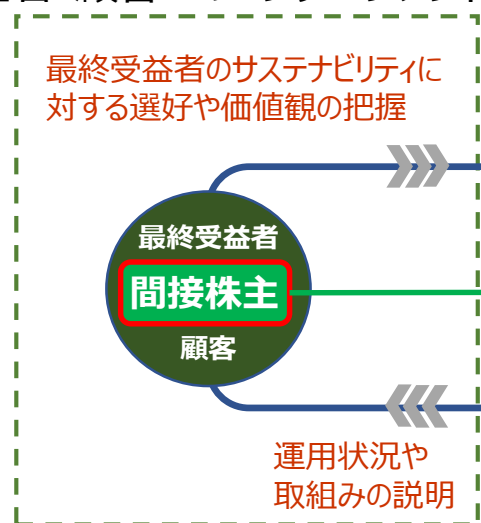
56 スチュワードシップコード受入を表明した企業年金の数
(2021年10月31日現在)
※金融庁公表のリストのうち、年金基金等から大学や公的年金を除く

3 PRI署名の企業年金数
(2021年11月30日現在)

サステナビリティへのコミットメントの点で、母体企業と傘下の企業年金基金の間の温度差が大きい

インベストメント・チェーンと企業のステークホルダー

受益者・顧客へのエンゲージメント



年金基金、
保険会社等

アセット
オーナー

株主

自家運用の場合

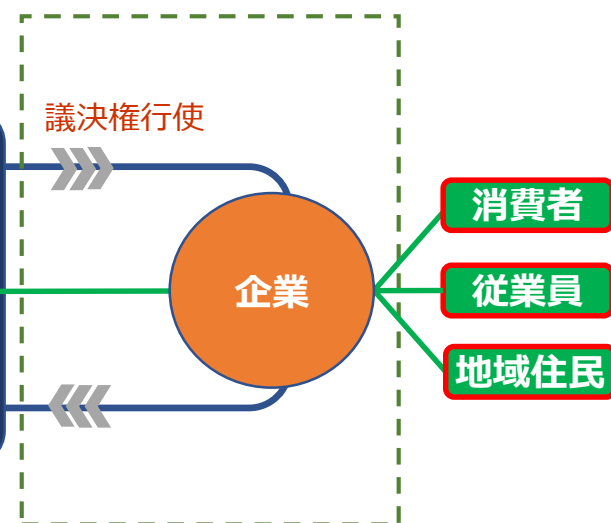
信託銀行、
投資顧問等

アセット
マネージャー

株主

スチュワードシップ
活動の報告

投資先企業へのエンゲージメント

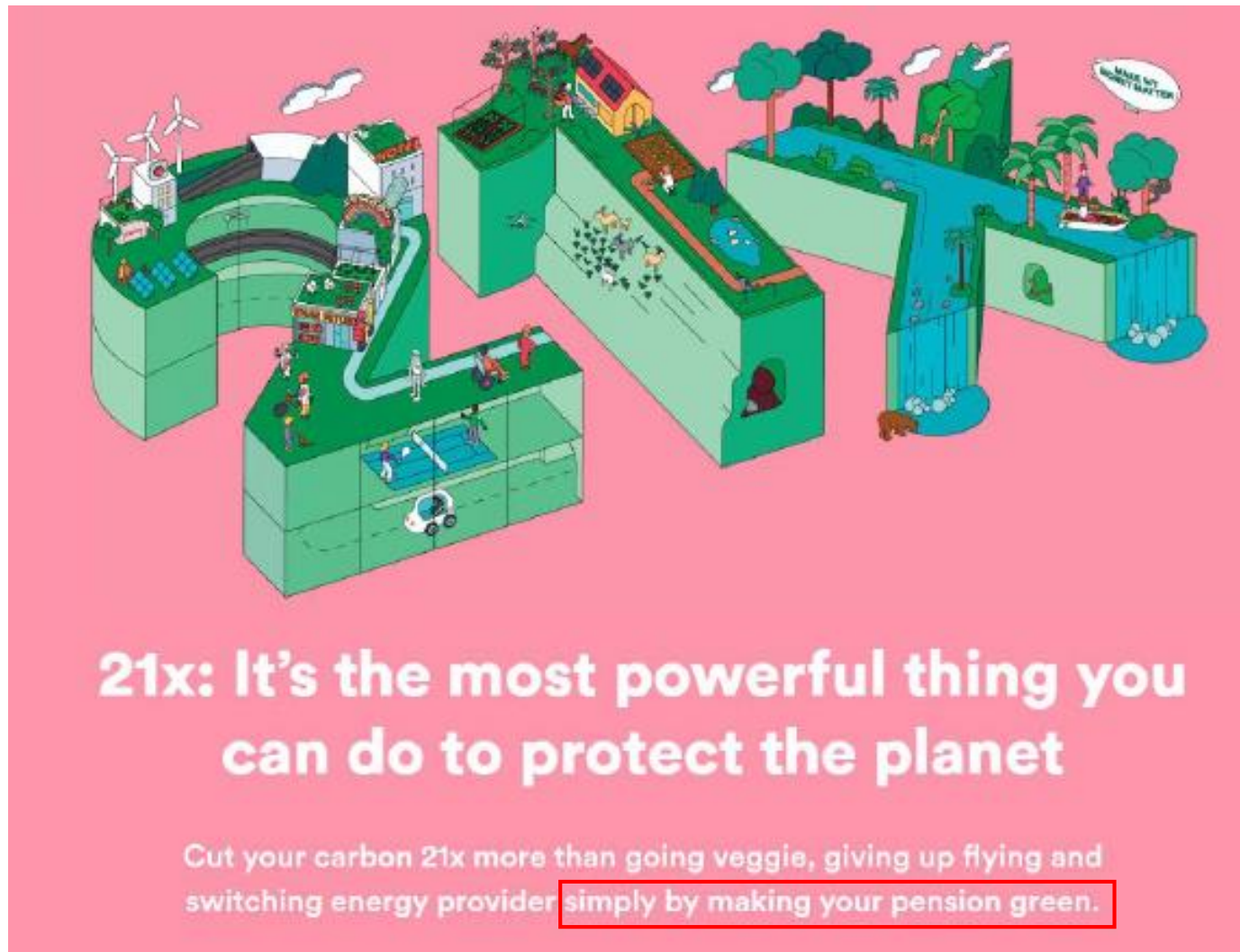


年金基金の最終受益者 = 企業の間接株主 = 企業の従業員 = 消費者（企業の顧客） = 地域住民

- ステークホルダー資本主義は、最終受益者の提供する資本が、彼らの「サステナビリティに対する価値観や選好」を反映する形で、インベストメント・チェーン上を循環することで実現
 - ✓ 最終受益者は、企業の間接株主であるだけでなく、企業の従業員や顧客としての顔も併せ持っているため、本来、ステークホルダーの代表として、コーポレートガバナンスに関与することが望ましい
- 日本の責任投資の問題は、「仏作って魂入れず」にある
 - ✓ 最終受益者が実社会で将来どのような暮らしをしたいのか、彼らの価値観や選好が把握されなければ、AO/AMによるスチュワードシップ活動に受益者の魂を埋め込めない

Make My Money Matter

- 企業年金基金の加入者に対して責任投資を呼びかける英国のキャンペーン



Make My Money Matter : 年金基金宛てメールのテンプレート

企業年金基金の加入者が、websiteで基金（とその母体企業）を選択して、emailを送る

Dear provider,

I hope you're well.

As a member, I'm getting in touch about my pension and the fund choices you offer.

I want to make my money matter and invest my pension with intention. There are three things I would like you to do so I can do this.

1. I would like to know **how my money is invested with regard to people and planet** and **what options I have to increase the positive impact my pension has on the world.**
2. I would like you to make clear **how environmental, social and governance and climate risks are taken into account in my portfolio.**
3. I would like to see **your plans to achieve net-zero emissions?** Specifically, I would like to be updated on yearly plans for this transition (in line with Paris Agreement).

I think that **people's pension savings should be building a better world**: tackling the climate crisis, reversing environmental destruction and building fairer economies. I know this is **the sort of world I want to retire into when I finally draw my pension**, and I think most of your members would want that too.

I look forward to hearing what your plans are.

Yours sincerely,

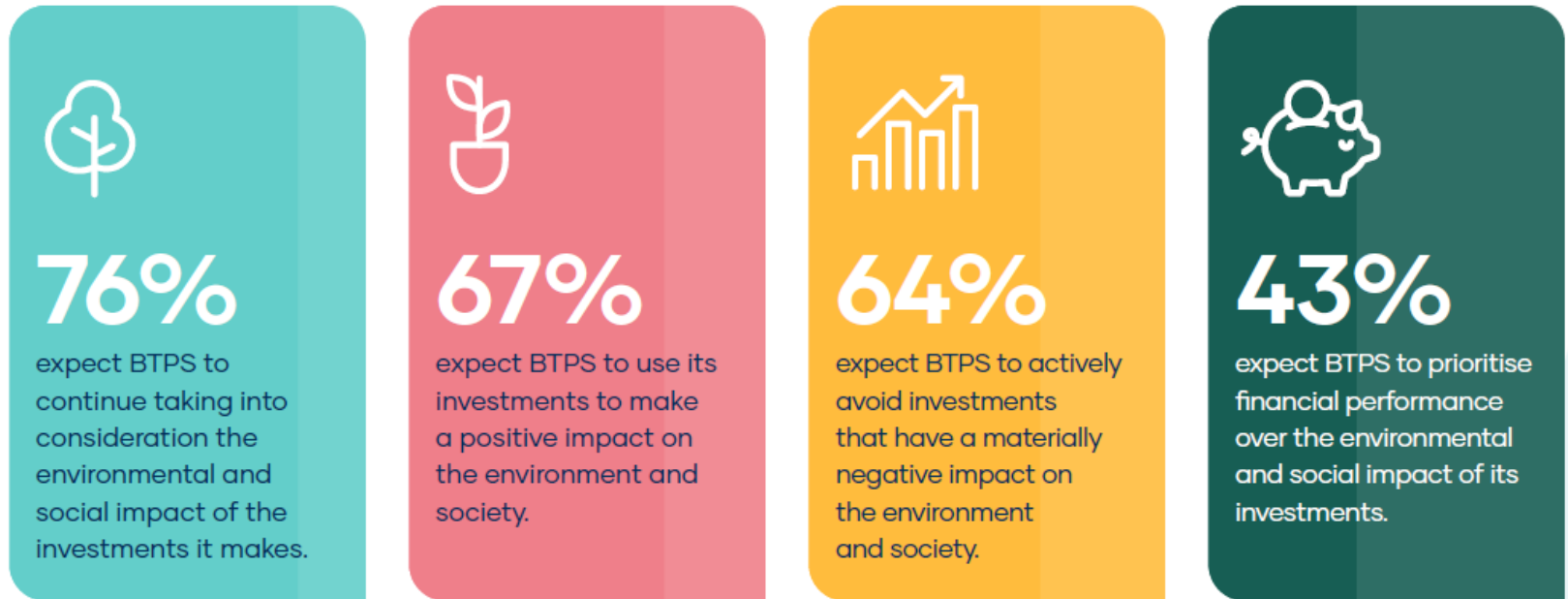
■ BT（旧ブリティッシュ・テレコム）の年金基金は、加入者にアンケートを実施

76%が、投資の際に**ESG**の考慮を期待

67%が、投資を通じ、環境や社会への**ポジティブインパクト**創出を期待

64%が、環境や社会に**ネガティブインパクト**を与える投資を積極的に避けることを期待

43%が、環境や社会へのインパクトよりも、金銭的リターンの優先を期待



These results were also slightly more positive than in 2020 where members surveyed online said:

Joanne Kellermann (Chair of PFZW) 2021年4月インタビュー

- インパクト投資を積極化
- 290万人の受益者（Dutch health and welfare sectors）向けアンケートを実施し、インパクト投資に対するサポートを確認
- 受益者は、インパクトのターゲット領域として、“People & Health”と“Climate”に関心

■ ユニリーバオランダの年金基金は、加入者の意向を踏まえ、投資先企業を選定

投資対象について

ユニリーバオランダの年金基金は、ユニリーバの社員と雇用者が支払う年金拠出金の一部を投資していることから、投資対象を慎重に選定している。どのような企業やセクターに投資すべきなのか、投資すべきではないのか、加入者の意向を確認している。



医薬品
持続可能な農業
新エネルギー



加入者が賛成

現在の注力分野と一致
：健康・衛生
持続可能な農業
気候・環境



原子力発電所



賛否両論あり
(賛成・反対が半々)

現時点では 原子力発電を
投資対象から除外していない



タバコと 軍需産業



大半の加入者が強く反対

4つの基準に基づき、これら
の産業には直接投資をして
いない

受益者のサステナビリティ選好を取り入れるメリット

メリット	概要
受益者の満足度	<p>多くのアセットオーナーにとって、受益者のサステナビリティに対する選好を理解することは、受託者（アセットオーナー）としての信頼構築と社会的信用の維持のために不可欠である。そして、受益者にとっては、自身の資金とそれを管理する組織に対して、満足感と誇りが向上する機会にもなる。</p> <p>⇒ 母体企業の信用度や従業員定着率の引き上げに寄与</p> <p>“We must make pensions and investment interesting and relevant to the needs and to the values of younger members.”</p> <p><i>Mark Thompson, Chief Investment Officer, HSBC Bank Pension Scheme, UK</i></p>
競争力	<p>多くのアセットオーナーは、受益者とのエンゲージメントを競争力のモチベーションとしている。アセットオーナーはサステナビリティを重視したり、資金の投資方法について発言権を求めることで受益者にアピールできる。</p>
変化とトレンド	<p>受益者のサステナビリティに対する選好は、消費者選好を反映している側面があるため、投資先企業と対話をするうえで重要な情報となる。受益者の選好を把握することで、アセットオーナーはサステナビリティの新たなテーマやトレンドに対する気づきとなる。</p>
評判リスクの回避	<p>アセットオーナーに対して、その投資が及ぼすインパクトに焦点を当てたキャンペーン活動がますます盛んになっている。受益者の意見を聞き、彼らの懸念点に対応することは、それらのキャンペーン活動に対する強力な対抗手段となる。</p>
受益者の金融リテラシー	<p>ESG課題によって、受益者は投資の仕組みを学び、金融リテラシーを高めることができる。これにより、投資に関する様々な意思決定能力を向上させ、詐欺等からの被害を減らす。</p>

英国スチュワードシップ・コードと欧州規制当局の動向

■ 英国SC2020/原則 6

署名機関は、顧客と最終受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に係る活動とその結果を彼らに伝達する。

署名機関は、以下について説明すべきである：

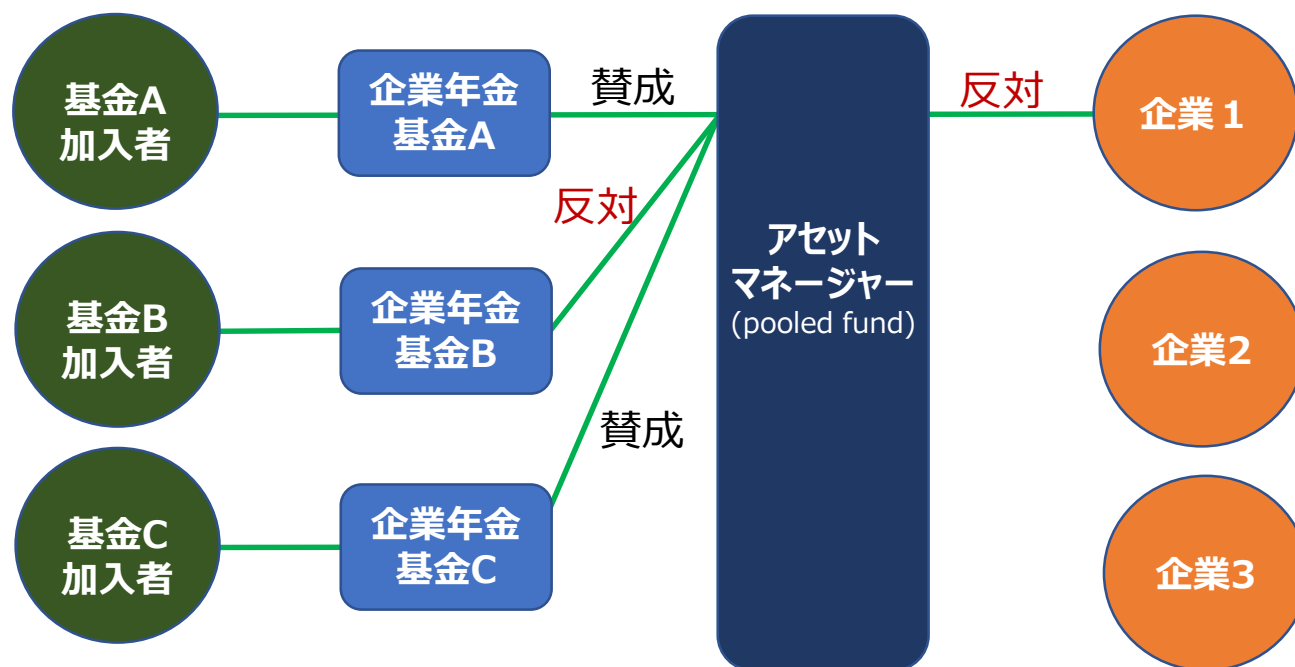
- ・最終受益者の視点をどのように追求したか（どこで追求したか）、およびそのアプローチを採用した理由
- ・最終受益者のニーズが、投資タイムホライズンと整合性のとれたスチュワードシップと投資にどのように反映されたか
- ・自身のスチュワードシップと投資に係る活動と結果について、最終受益者のニーズに応えるため、提供した情報の種類、伝達の方法と頻度も含め、何を最終受益者に伝達してきたか

■ 受益者のサステナビリティ選好を考慮することは、今後のサステナブルファイナンスに関する政策の焦点になると考えられる。

- ✓ 英国の投資規制は、確定給付企業年金の受託者に対し、投資対象の選定、保有、売却における、持続可能性を含む非財務事項に対する加入者の見解を（もしあれば）どの程度考慮しているかを明確化することを求めている。
- ✓ EUでは、EIOPA（欧州保険・企業年金監督局）が「保険会社と年金基金は、必要に応じて、サステナブル投資に対する契約者や基金加入者の選好を反映すべき」としているほか、ESMA（欧州証券市場監督局）も、投資会社が顧客のESG選好に関する情報を収集することを「優れた取組み」としている。
- ✓ MiFID II、保険販売業務指令の草案は、潜在顧客を含めた顧客のサステナビリティに対する選好を把握し、その選好に合った商品を提供することを保険会社と投資アドバイザーに求めている。

議決権行使に関する需給キャップ

- 顧客・受益者の価値観・選好をAOが把握できたとして、それを踏まえたスチュワードシップ活動をAMができるかという、実は、必ずしも簡単なことではない。
 - ✓ 年金基金は、投資ファンドについてセパレートアカウントを持つのではなく、規模の経済性からコストの安くなる**合同運用ファンド (pooled fund)** に、他の年金基金と一緒に投資することが一般的。このため、議決権行使に関して、各基金が賛否をAMに伝えはしても、それらの意見が異なる場合、最終的にAMがどう判断するかは、、、
 - ✓ AMからすれば、合同運用ファンド内の多くの投資先企業の株主総会の各議案について、全ての年金基金の要望を反映していたのでは、事務が煩雑になり、規模の経済性によるコスト低下も実現できない、、、

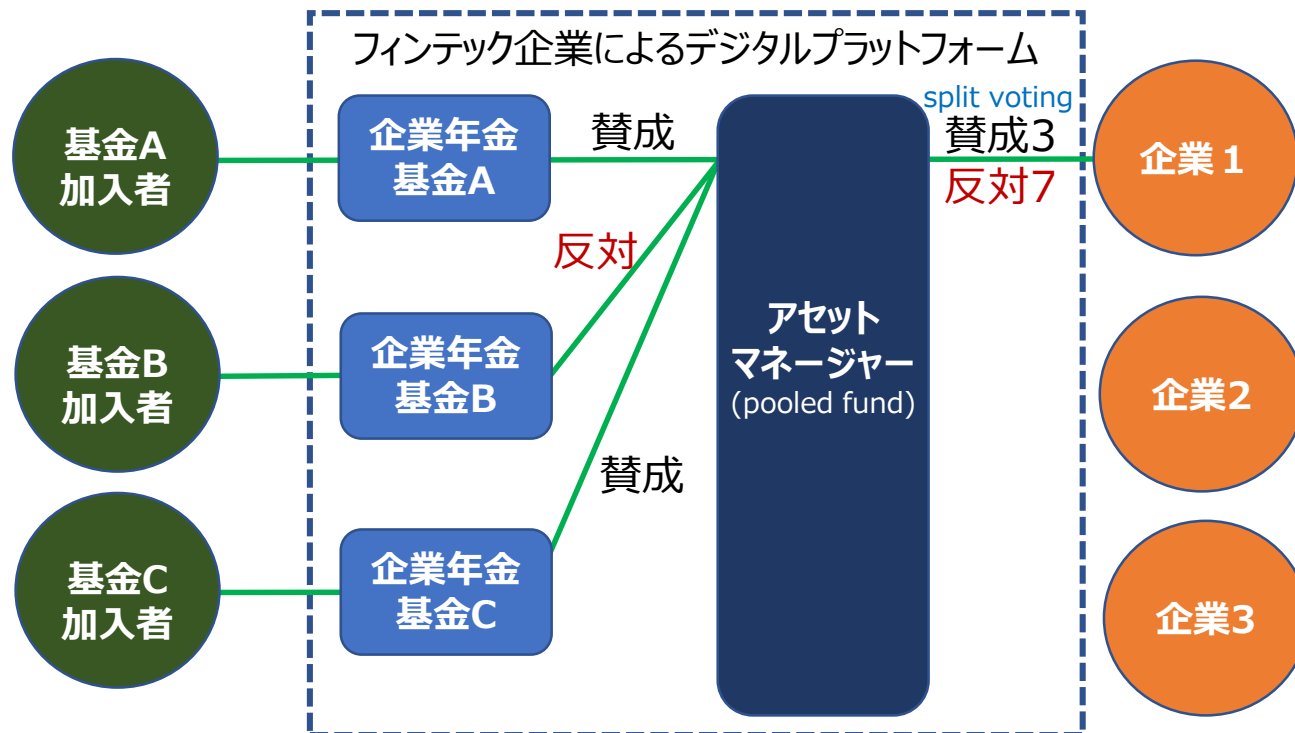


フィンテックによる議決権の不統一行使 (split voting) サービス

- イギリスの労働年金省は、2020年12月にタスクフォースを立ち上げ、合同運用ファンドの split voting^(*)について議論を開始し、2021年9月に報告書を公表。デジタルイノベーションによる解決策を指摘。

* 議決権行使のスタンスが賛否別れた場合には、その割合に応じてAMが分割して票を入れる。

- Asset Management Exchange (AMX) というフィンテック企業が、ドイツのアセットマネージャーDWSと協働して、split votingサービスを開始。
- ✓ 各基金は、アセットマネージャーの投資方針（デフォルト）のほか、複数のサードパーティの投資方針の中から、基金加入者の選好・価値観に最もフィットする先を選択できる。



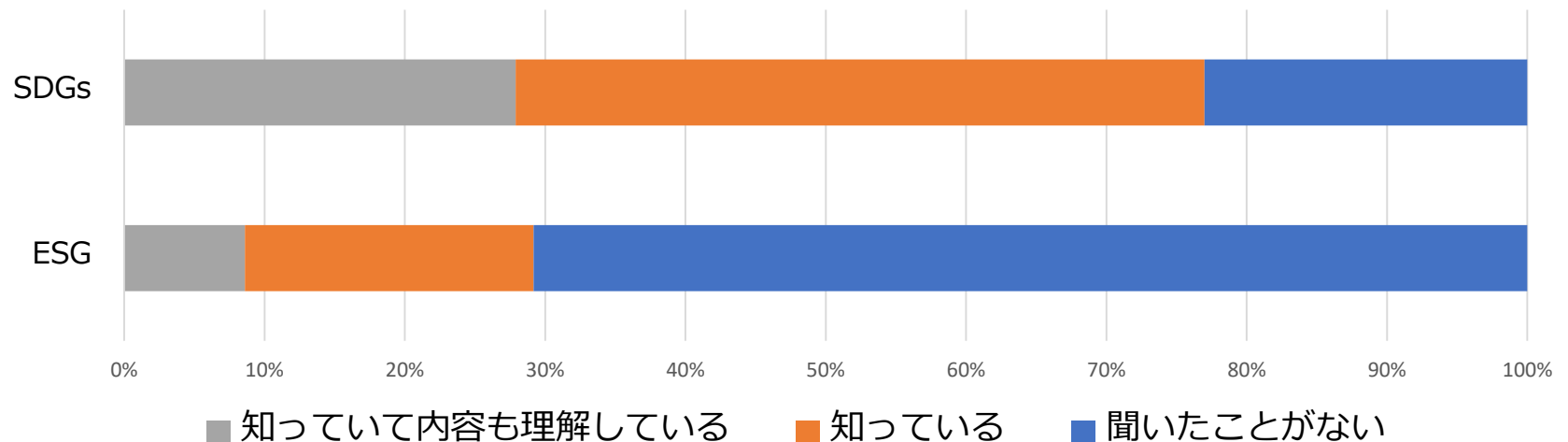
国民の声を聴く「新しい資本主義」 —— 国民主役のESG投資の推進 ——

- 企業年金基金の加入者（最終受益者）は、投資先企業の間接株主であるだけでなく、企業の従業員であり、また消費者（企業の顧客）や地域住民の顔も併せ持っているもので、本来、企業のステークホルダーの代表として、コーポレートガバナンスに関与することが理想。
- 国民主役のESG投資を推進していくうえで、以下の3点が重要。
 - ✓ 年金基金の運営方針と母体企業のサステナビリティ経営方針の一体化・共有化
 - ✓ 年金基金による受益者エンゲージメントの強化（受益者選好の調査のほか、投資教育による金融リテラシーの改善も）
 - ✓ 資産運用業界におけるスチュワードシップ活動のデジタルイノベーション——インベストメント・チェーンの高度化・効率化——

(参考 1) 日本国民のSDGsとESGの認知度

- 日本国民のESGに関する認知度は低いが、SDGsに関する認知度は高い（環境・社会の持続可能性に対する関心は高い）⇒ ESG投資に対する潜在ニーズがある
- 年金基金や保険会社などのAOは、受益者や顧客へのエンゲージメントにおいて、潜在ニーズの掘り起こしを行うことが望ましい

あなたは、SDGsとESGという言葉を知っていますか？



(参考2) 世代別にみたサステナビリティ選好

- 気候変動は世代を超えた関心事であるが、Z世代の特徴として、「多様性・ダイバーシティ」や「人権」に対する関心が他世代より高い (PwC調査)

関心の高いサステナビリティ課題

