

21世紀の 受託者責任



謝辞

本報告書の執筆者: Rory Sullivan, Will Martindale, Elodie Feller and Anna Bordon.

プロジェクト・メンバー

- Rory Sullivan, Senior Advisor
- Will Martindale, Head of Policy, PRI
- Elodie Feller, Investment Commission Coordinator, UNEP FI
- Anna Bordon, Policy and Research Officer, PRI
- Jaime Garcia-Alba, Head, Private Sustainability Finance and Reporting, UN Global Compact

プロジェクト運営委員会

- Fiona Reynolds, Managing Director, PRI
- Nick Robins, Co-Director, UNEP Inquiry
- David Pitt-Watson, Co-Chair, UNEP FI
- Gavin Power, Deputy Director, UN Global Compact

謝辞

プロジェクト・メンバーとプロジェクト運営委員会は、本プロジェクトに貴重なお時間と多大なご貢献を賜りました下記インタビュー対象者とレビューの皆さまに心より厚く御礼申し上げます。

Aditi Maheshwari, Alan Nii, Alex Cosgrove, Alison Schneider, Alison Harwood, Amane Fujimoto, Andreas Hallermeier, Anne Wittman, Anne-Maree O'Connor, Anton Pillay, Axel Hesse, Bernadette Dietrich, Bethan Livesey, Bettina Kretschmer, Bozena Jankowska, Brian Golob, Bruce Duguid, Bruno Couri, Carlos Joly, Carolyn Morris, Catarina Dacosta Freitas, Charles Anderson, Chris Hodge, Chris Davies, Christopher Langdon, Claire Gowdy, Claudia Kruse, Craig Roodt, Dan Chornous, Daniel Benay, Daniel Ingram, Daniel Simard, Daniela Saltzman, Danielle Press, David Styles, David Geral, Ed Waitzer, Erik Breen, Faith Ward, Fernando Duarte Folle, Fiona Elisabeth Stewart, Fumito Kawanishi, George Dallas, George Iguchi, Greg Winfield, Hannine Drake, Hiroichi Yagi, James Andrus, Joakim Sandberg, Jonathan Grabel, José Carlos H. Doherty, Judith Mares, Judy Cotte, Juliane Hilf, Julio Dubeux, Justin Atkinson, Karen Lockridge, Katharine Preston, Kazuhiro Okuma, Kensuke Suzuki, Kirshni Totaram, Krupa Kotecha, Larry Beeferman, Lorraine Allard, Louise Crawford, Luciana Burr, Lucy Tusa, Marcel Barros, Marcel Theroux, Marcelo Seraphim, Marguerite Mills, Mário Fleck, Mark Chaloner, Mark Firman, Meg Voorhes, Mervyn E. King, Michael C. Nicholas, Michael McCauley, Murray Gold, Nancy J. Carroll, Natalie Smith, Normand Brouillet, Paul Clements-Hunt, Paul Watchman, Pedro A. Garcia, Peet Maritz, Pierre Habbard, Rebecca O'Brien Radford, Rob Lake, Robert G. Eccles, Rosalie Vendette, Rosemary Hunter, Ryuji Sakai, Sarah Barker, Sean D. Sadler, Shalini Rao, Simon Taylor, Sonia Inkpin, Sonia Struthers, Stephen Jagers, Stephen Masterman, Steve Berexa, Steve Waygood, Takejiro Sueyoshi, Tashia Jithoo, Tatiana Bosteels, Randy Bauslaugh, Tetsuo Kitagawa, Thomas Neumann, Tom Powdermill.

本報告書作成に際して、下記の法律事務所に、法律に関する調査でご支援を賜りました。ただし、本報告書に記載されている意見はすべて、UNEP金融イニシアティブ、PRI、国連グローバル・コンパクトおよびUNEPインクワイアリーの意見であり、必ずしも下記の法律事務所の見解を反映しているものではありません。Bowman Gilfillan, King & Wood Mallesons, McCarthy Tétrault LLP, NagashimaOhno&Tsunematsu, Veirano Advogados.

PRI、UNEP FI、国連グローバル・コンパクトのメンバー、特に下記の皆様には、インタビューの手配や初期の原稿のレビューでの協力に感謝致します。

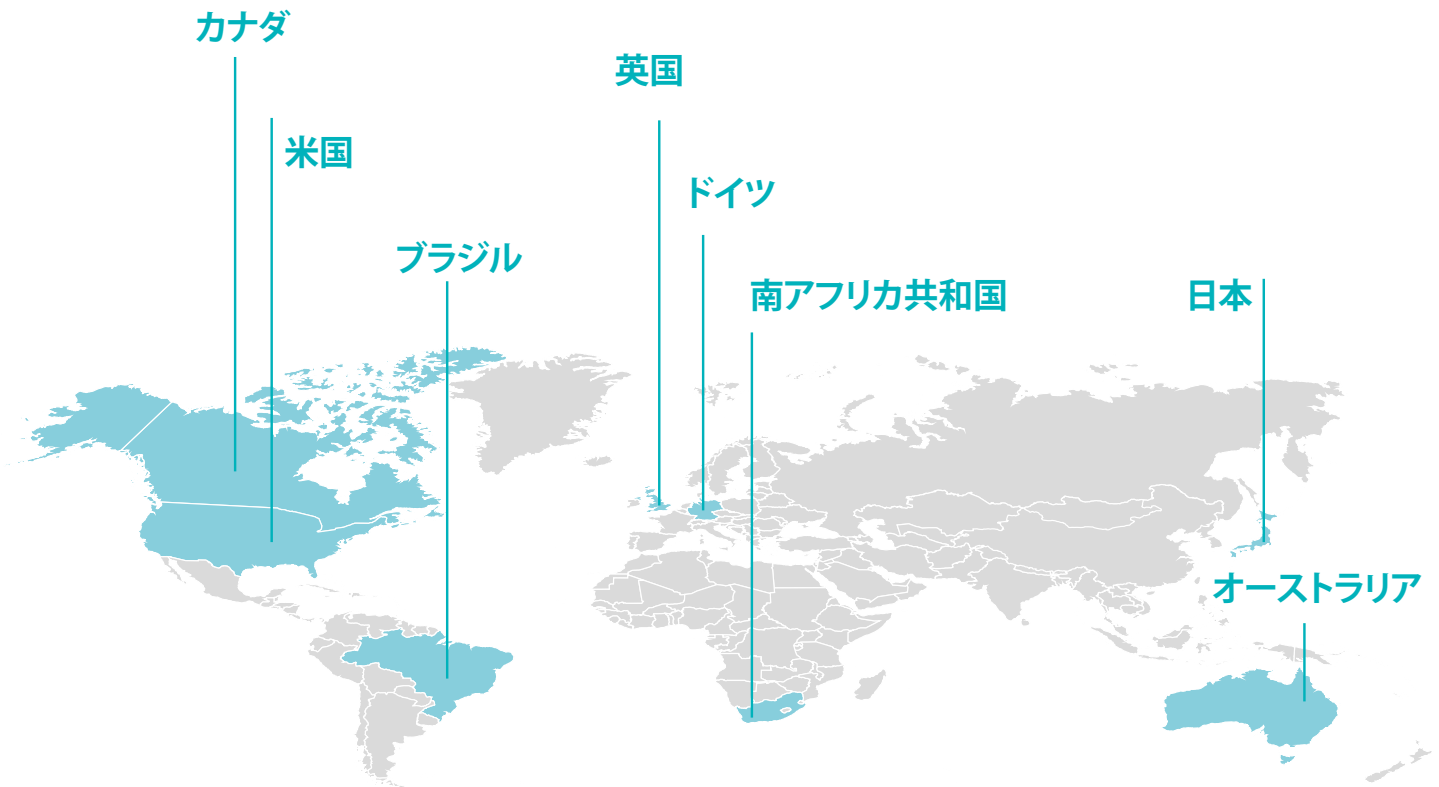
Adrian Bertrand, Alyssa Heath, Caitlin Casey, Danielle Chesebrough, Dustin Neuneyer, Eric Usher, Fiona Reynolds, Geeda Haddad, Ingvild Soerensen, Jaime Garcia Alba, Joy Frascinella, Kaori Nomura, Maria Lettini, Melanie Klebeck, Mengqi Cai, Michiyo Morisawa, Nathan Fabian, Robert Bartram, Rubi Hernandez, Ryan Cunningham, Sabina Timco, Shalini Samuel, Sonal Mahida, Tatiana Assali, Yuki Yasui, Yulia Sofronova.

本報告書の日本語版監修には、ベーカー・マッケンジー法律事務所（外国法共同事業）の小野雄作弁護士に多大なご協力をいただきました。ただし、本文に記載されている意見はすべて、UNEP金融イニシアティブ、PRI、国連グローバル・コンパクトおよびUNEPインクワイアリーの意見であり、必ずしも当該法律事務所の見解を反映しているものではありません。

本報告書の日本語版出版に際して翻訳の校正・編集、その他多くの助言や多大な協力をいただきました下記の皆様に、心より感謝致します（敬称略）。

足達 英一郎、荒井 勝、藤本 周、金井 司、河口 真理子、岸上 有沙、北川 哲雄、小松 奈緒美、松川 恵美、森澤 みちよ、野村 香織、末吉 竹二郎、高森 雅也、竹ヶ原 啓介、八木 博一、安井 友紀。

ご質問のお問い合わせ先: elodie.feller@unep.org または will.martindale@unpri.org
(日本でのお問い合わせ先: japan@unepfi.org または japan@unpri.org)



調査方法

本報告書は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、ドイツ、日本、南アフリカ共和国、英国、米国の8カ国で行った調査に基づいて、投資実務と受託者責任に関する分析を行ったものであり、本書に記載されている調査結果は、以下に基づくものです。

- 資産保有者（投資家）、資産運用者、弁護士、規制当局関係者など8カ国50名以上に対して実施した体系的インタビュー。
- これら8カ国における受託者責任に関して、特に2005年以降の変化に注目しつつ、法令・政策の包括的な再調査の実施。
- オーストラリア、日本、カナダ、英国、米国でのラウンドテーブル会議の開催および参加。
- 受託者責任と責任投資に関する当初調査結果について、機関投資家や世界の専門家と協議を行った2015年7月開催のグローバル・ウェビナー・シリーズ。
- 受託者責任と責任投資に関する本報告書の草稿が世界の専門家によって検討された2015年7月のピア・レビュー・プロセス。

定義

ESGインテグレーション（ESG統合）とは、投資分析と意思決定のプロセスにおいてESGデータ・情報を考慮するプロセスを指す。投資機関がESG問題を考慮する方法は多岐にわたるため（スクリーニング、ファンダメンタルズ分析、テーマ別の分析など）、この定義は大まかなものである。重要な点は、ESG問題が倫理面ではなく財務面から考慮されて、投資決定に組み込まれることである。

アクティブ・オーナーシップ（活動的な株主）とは、投資家が株主として、企業や他の事業体の活動や行動に影響を与えるため、その権利（議決権行使や株主総会決議）や立場を利用することをいう。

責任投資とは、ESG要因、ならびに市場全体の長期的な健全性や安定性の投資家への関連性を明確に認めた投資アプローチである。責任投資においては、長期的に持続可能なリターンを生み出すことは、安定的で適切に機能している、よくガバナンスのとれた社会、環境、経済システムに依存していると認識される。責任投資は、従来の投資方法と二つの点において異なる。一点目は、期間枠を重要視する点。短期的なリターンではなく、持続可能で長期的な投資リターンを生み出すことが最終目標である。二点目は、責任投資は、投資家に対して、経済・環境システムの安全性と健全性、および投資家が属する社会の価値観や期待の変化など、より広範な関係する要因を考慮することを求めている点である。

目次

序文	05
概要	09
序論:受託者責任とは何か、そしてなぜ重要なのか?	11
変わりゆく受託者責任のかたち	14
持続可能な企業価値創造に向けたグローバル・ロードマップ	20
各国への提言	22
各国の分析	24
• オーストラリア	25
• ブラジル	31
• カナダ	37
• 欧州連合	43
• ドイツ	45
• 英国	51
• 日本	59
• 南アフリカ共和国	65
• 米国	72
付録	81
• インタビュー対象者	81
• グローバル・ピア・レビュー実施者	84
• 参考文献	85

序文



ジェネレーション・インベストメント・マネジメントの創業会長のゴア氏は米国の元副大統領でもある。ブラッド氏はジェネレーション・インベストメント・マネジメントのシニア・パートナーである。

AL GORE AND DAVID BLOOD

受託者には、資産の買付け、売付けおよび保有に関する意思決定という職務が課せられている。受託者には、受身的な行動や「何もしない」という姿勢は許されない。受託者責任に関して時代遅れの解釈をする人々は、時としてサステナビリティ（持続可能性）の問題は金融資産に影響を与える要因とはなりえないと主張することにより、サステナビリティへの配慮を積極的に排除することを正当化する。しかし、今日における圧倒的な証拠が示す通り、それは明らかに誤りである。サステナビリティは、企業が長期的な業績を達成する上で重要な要因だからだ。従って、資本の慎重な管理という点において、他の要因と同様にサステナビリティを考慮することは、受託者責任を果たすという点から重要なだけでなく、受託者の義務なのである。

この報告書は、受託者責任とサステナビリティの関連性について世界的に議論した画期的なものである。受託者責任の全範囲を明確にし、実施方法を提言するこの報告書は、受託者がその意思決定プロセスにおいてサステナビリティ問題をいかに考慮すべきかについての明確な手引きとなるものである。

特に、本書中の「ESGインテグレーションのためのグローバル・ロードマップ」は、業界レベルでの受託者責任の範囲を再検討する必要性についての骨子が記載されており、様々なステークホルダーにとって非常に重要な識見を与えるものといえる。ジェネレーション・インベスト・マネジメントは、こうした見方に深くコミットし、本報告書の執筆者と協働して、その提言を推し進めていく所存である。

自然資源の不足、一向に減らない二酸化炭素排出量、急速な都市化、拡大する富と所得の不平等など課題はあまりにも多く、金融市場においてもそれらを認識し対処していくことが益々要求されつつある。このような状況において、ビジネスや投資を行う上でのサステナビリティ問題の重要性は高まるばかりだ。ビジネスや投資の環境は変化し続けている。サステナビリティを組み込んだ資本配分の枠組を実施することが、世の中の遷移を成功させる必須条件となるだろう。慎重な資本管理を託された受託者は、自らの行動指針として本報告書を十分に活用されることを願う。



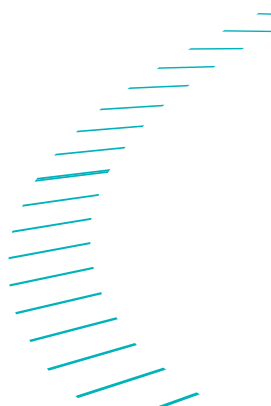
バロス氏はPREVI(ブラジル銀行従業員年金)の執行役員である。

MARCEL BARROS

受託者責任は、ブラジルの投資市場の機能性と信頼性の中核を担うものだ。資産保有者として我々は、法律により、潜在的な利益相反を開示すること、積極的かつ誠実な事業経営者と同程度に十分な注意や勤勉性をもって活動することを要求されている。これを強化するものとして、主要な市場参加者には、強力な自主規制が課せられている。

ブラジルの投資家は、受託者責任において責任投資と財務面を融合させることをますます重視するようになっている。重要な例が、クローズド型年金基金に対してその投資実務において環境上の問題や社会の問題を考慮しているか否か表明することを要求した、2009年に国家通貨審議会(Conselho Monetario Nacional (CMN))により施行された決議3.792である。この変化には、安全な水へのアクセスや児童労働および労働者の権利などの社会問題や環境問題が投資に与える影響が益々意識されるようになっていることも作用している。

資産保有者として、我々には年金を受益者に給付する義務があり、責任投資は現在および将来においてその目的を実現するための要石であると信じている。この重要な報告書は、環境上の問題、社会の問題、企業統治の問題を我々の投資実務や企業との対話に組み込むことを強く前進させるものである。投資家にとっても、広範な社会にとっても、長期的に有益な意味をもたらすものはこれ以外にない。





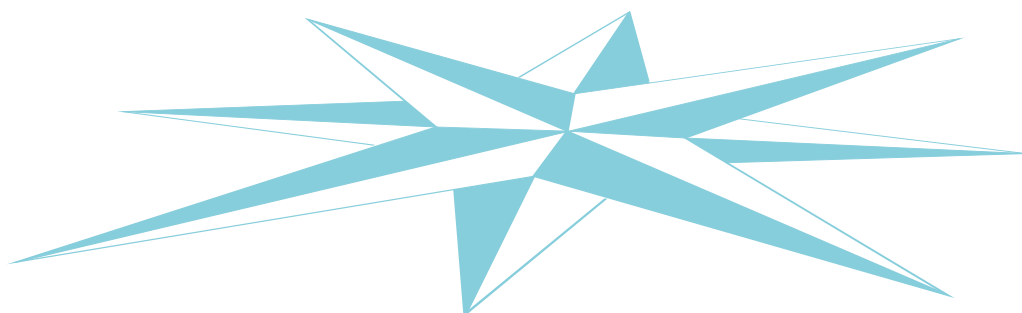
コリエン・ウォートマン・クール氏はオランダ年金基金ABPの会長である。

CORIEN WORTMANN-KOOL

ABPは、3,500億ユーロを超える資産を運用するオランダの年金基金であり、世界最大の年金基金の一つである。この多額の年金資産の運用者として、ABPには、リスク調整後リターンを最適化し、責任ある方法で投資を行うことが求められる。これを推進する原動力となるのは、我々の年金受給者に対する我々の責任についての我々自身の信念、年金基金が広範な社会的責任を有するというオランダ国民の総意、オランダの年金法、EU法の規制機関、我々の年金受給者自身である。

我々は、受託者の義務というものが、我々自身の投資活動を実施する方法に限定されるものではないと理解している。我々の年金受給者に対して我々が長期的な責任を果たすことができるかどうかは、安定的かつ回復力のある資本市場と経済ならびに健全で持続可能な社会・環境システムにかかっているからだ。

この報告書が提示する説得力のあるロードマップは、金融市場においてより長期的視点を重視することを促進する助けとなるであろう。今後の進展は、投資家、政策当局、その他のステークホルダーが互いに効率的に協調できるか否かにかかっていることは明白である。我々は、このプロセスの一翼を担うことを切に望むものである。





リチャード・ラカーユ氏は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのグローバル最高投資責任者である。

RICHARD F. LACAILLE

ESG投資は、価値創造に影響を与えるのは金融資本だけではなく、多くの要因とリわけ長期的な視点が影響するという信念にもとづいた健全な論理により説明される。ESG問題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響を与える要因たり得ること、また、企業の収益や業績見通しならびにより広い経済動因に影響を与えるものであることを裏付ける証拠は増えつつある。

このような見方は、我々独自の調査ならびに産学両方の研究により裏付けられたものだ。同時に、アクティブ・オーナーシップも、顧客資産のスチュワード(管理人)としての我々の責任において大きな役割を果たす。我々は、投資先企業に対し高い水準のガバナンスを期待し、株主価値をリスクにさらすようなESG問題への不十分な対応については企業との直接的なエンゲージメント(目的をもった対話)を通じて改善を奨励するよう努力している。

本書「21世紀の受託者責任」は、ESG問題と受託者責任の両立性に慎重な姿勢をもつ投資家に対して説得力ある内容となっている。すでにサステナビリティ問題と投資およびアクティブ・オーナーシップ活動との関連性を認識している投資家にとっては、本書はそれを強力に裏付けるものとなるだろう。読者がどのような立場にあらうと、本書は、投資の根幹に係るある重要な側面に言及した文献として極めて大きな意義を有するものである。

概要

本報告書の目的は、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題 (ESG) を投資プロセスに組み入れる投資家にとって、果たして受託者責任は真の障害であるのか、という議論に結論を出すことである。

本報告書の前身にあたる、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所が2005年にUNEP FIのために作成した報告書は、投資分析においてESGを考慮することは「明らかに許容されることであり、議論の余地はあるものの、むしろ要請されるべきことである」と結論づけた。

その後10年間、多くの資産保有者が責任投資へのコミットメントを表明してきた。多くの国が、機関投資家に対し、投資の意思決定の際にESG問題を考慮することを求める規則や原則を導入してきた。こうした変化は、投資実務においても公的な政策においても、投資家にとってESG問題を組み込むことは障害どころか積極的な義務であることを示すものといえる。

投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである。

機関投資家が受託者責任を果たしているか否かを評価するには、達成された成果と採用されたプロセスの両方が非常に重要である。例えば、座礁資産としての財務上の懸念を理由として高炭素資産に投資しないという決定は、その決定が信頼できる前提と確固たるプロセスにもとづくことを条件として、受託者責任に沿ったものであるとされる可能性が高い。

(フレッシュフィールドズ以降、) 大きな進展はあったものの、未だに多くの投資家は、投資の意思決定プロセスの中に環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題を完全に組み入れていない。

本報告書で認識された一連の課題は、以下のようなものである。

- 受託者責任や責任投資に対する時代遅れの考え方。これは、弁護士や資産運用コンサルタントがESG問題を非財務要因と性格づけることによるもので特に米国で顕著である。
- 実務上ESGインテグレーションとは何を意味しているのか、特に、アクティブ・オーナーシップ活動や公共政策への関与が受託者責任に含まれるのか否かについて、一般的な受託者責任の定義が明確さを欠いていること。
- ESG問題と投資パフォーマンスの間の関連性の程度など、責任投資の根拠についての知識が限られていること。
- 責任投資の実務、プロセス、パフォーマンス、結果についての透明性を欠いていることにより、受益者、顧客、広い意味での社会に対する投資家の説明責任が限定的であること。
- ESG問題の財務上の重要性についての分析が不十分であるなど、企業側の報告に一貫性がないことによりESG問題の投資との関連性の評価を困難にしていること。
- 責任投資に関する法令や業界の行動規範の実行、監督、施行が脆弱であること。

我々の調査で明らかになったことは、受託者責任が、受託者が受益者に対して忠実であること、また慎重な方法でその責任を遂行することを保証する重要な役割を担ってきた点であり、今後も引き続き担っていくことに変わりないことである。しかし、受託者責任が21世紀の投資家に実質的な意味のあるものとするのを確実にするようなやり方で、受益者責任の定義および解釈を刷新する行動が必要である、というのが我々の結論である。

これらの課題を克服するために、本報告書では、機関投資家、金融仲介業者、政策当局者に対して提言を行うものである。

特に、政策当局と規制当局に対しては、以下を提案する：

- 投資家は、受託者責任として、投資プロセス、アクティブ・オーナーシップ活動、公共政策とのエンゲージメントにおいてESG問題を考慮すべきであることを明確にすること。
- 法令や行動規範の実施を強化すること（これらがESG問題に言及していることを明確化することを含む）、ならびにESG問題に関する企業報告義務の強化に支えられるかたちで投資家に対するESGインテグレーションのあらゆる側面における透明性を求めること。
- 受託者に期待される能力や技能を明確化し、投資理念、長期のマネジメント、統合された報告およびパフォーマンスを含む投資家の実行プロセスについてのガイドライン策定を支援すること。
- 責任投資に関する法令や政策手段を、受託者が受益者に負う義務についての国際的な声明や協定などとのグローバルな調和を目指す取り組みを支援すること。かかる声明は、忠実性と慎重さという受託者が負う中心的な義務を強化するものであり、かつ、投資家が投資プロセス、アクティブ・オーナーシップ活動、公共政策への関与において、ESG問題を含む長期的投資価値を牽引する要因を注視しなければならない点を強調するものであるべきである。

投資の調査およびプロセスにESG問題を組み込むことは、投資家が受託者責任に沿ったより適切な投資決定を行うことを可能にし、かつ投資パフォーマンスの改善を可能にする。その結果、優れたガバナンスを有する企業への資本配分がなされ、投資家は、よりグリーンな経済とより持続可能な社会という目標に一層貢献できる立場に置かれることになる。

序論： 受託者責任とは何か、そしてなぜ重要な のか？

受託者責任とは、信託関係や信頼関係を生じさせる状況において、他者の利益のために何らかの裁量的権限を行使する立場にある個人や組織に課されるものである。それは非対称関係（例えば、専門知識に偏りがある場合や、受益者の利益のために行動する事業体を監視または監督できる受益者の権限が限定されている場合）においてとりわけ重要となる。

受託者責任の中心的概念は、これまでと同様、今日の投資市場にも適合するものであることに変わりはないが、受託者責任を負う投資家は次のような基本的な疑問に答える必要がある：

- ・ 投資家は、環境上の問題、社会の問題、企業統治の問題（ESG）を投資プロセスや意思決定において考慮すべきか？
- ・ 投資家は、投資先企業のESGパフォーマンスの向上を奨励すべきか？
- ・ 投資家に、金融システムの統合性および安定性を支援する義務はあるか？
- ・ 投資家は、気候変動のような広範なシステム・リスク（および機会）にはいかに対応すべきか？

背景

2005年、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）の下で組織された資産運用業者ワーキンググループの委託を受け、フレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリングー法律事務所は、「A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment」（「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題を機関投資家の投資事業に組み込むための法的枠組み（仮訳）」、通称、「フレッシュフィールズ・レポート」という表題の画期的な報告書を作成した。同報告書は、「財務パフォーマンスの予測信頼性を高めるために投資分析においてESG問題を考慮することは、いずれの国においても明らかに許容されることであり、議論の余地

受託者責任とは何か？

受託者責任（または、それと同等の義務）は、他人の資金を管理・運用する者が自らの利益ではなく受益者の利益のために行動することを保証するために存在する。最も重要な責任は、以下のものである。

- ・ 忠実性：受託者は受益者の利益のために誠実に行動し、受益者間の利益相反に対して公平なバランスを取り、利益相反を避け、自らのあるいは第三者の利得のために行動してはならない。
- ・ 慎重性：受託者は、相当の注意、スキル、配慮をもって行動し、「通常の慎重な者」が投資するように投資しなければならない。

はあるものの、むしろ要請されるべきことであると言って良い」という見解を示し、当時としては革新的な結論とみなされた。

フレッシュフィールズ・レポートの結論にもかかわらず、多くの機関投資家は、依然として、責任投資にコミットできない理由に受託者責任や受益者に対し財務上のリターンを達成する必要性を挙げている。

プロジェクトの目的

我々の調査の出発点は、受託者責任を21世紀の投資家に適合する方法で見直す、あるいは定義直す必要があるのではないかという疑問であった。この調査の目的は、投資家が投資プロセスにおいてESG問題を考慮する際に受託者責任が法的な障害となるか否かを検証すること、また投資活動において広範な社会や環境に与える影響を考慮することは投資者の受託者責任の一部と考えられるか否か、もしそうであれば、投資実務にどのように関連づけるべきであるか、について検証することであった。

法的側面

本報告書の調査対象となった8カ国では、機関投資家が管理資金をどのように運用するかについての裁量権は国によって様々である。例えば、受益者が資産配分を指定し、日々の銘柄選定やその他の管理業務のみが運用者に委ねられているようなオーダーメイドの投資信託では運用者の裁量権は小さいが、積立金の運用方法に対する制限が非常に少ない職域年金基金の多くでは、運用者の裁量権が大きい。一部の公的年金基金は、国の厳格な管理下にあり、これらの投資家に与えられる裁量権は、政府が指標を定めている場合にはさらに狭められることになる。

投資家が享受できる裁量権の範囲内で、投資の意思決定にESGを組み込むことについての定義を定めた法的規則もある。本報告書が検討するのは、それらの法的規則である。

コモンロー国とシビルロー国

本報告書で取り上げられているコモンロー国 – オーストラリア、カナダ、南アフリカ共和国、英国、米国 – では、契約や法令により課せられる具体的な制限事項を除いては、受託者責任が投資の意思決定者の裁量権を制限する主な根拠となっている。これらの義務は規則として定められ、裁判所によって決定されるが、規則によっては、時代の変化に伴いあるいは新たな事実を照らして解釈が変更される場合もある。米国では例えば、意思決定者の責任は、信託にとって合理的なリスク・リターン目標を組み入れた投資戦略全般を実行するにあたり、合理的な注意、技術、慎重さをもって行うことである。

シビルローが適用される国々 – ブラジル、ドイツ、日本 – では、「受託者責任」に相当するあらゆる義務は、投資の意思決定者の行動を規制する法規条項およびそれらの条項を解釈するための政府その他のガイドラインに示されている。各法規条項の内容は、国により、また、機関投資家の種類によって若干異なるが、共通しているのは以下の点である。

- 受益者の利益のために誠実に行動する義務 – この義務は、国により様々な用語で表現されている。例えば、「善良なる管理者の注意をもって」(日本)や「専門家として」(ドイツ)などである。
- 収益性を追求する義務。
- 適切に分散を図ることを明示的あるいは暗黙の条件とする現代の投資に適合するポートフォリオ構築法の認識。
- その他、流動性に関する義務や、一定の種類のファンドに組み入れられる資産に対する制限。

すべての対象国において、投資の意思決定に影響を与える規則は、特定の法律の形式(一定の種類の投資において認められる資産の種類や資産クラスごとの投資比率の制限、特定の発行体や業種に対するエクスポージャーの制限など)をとるか、遵守すべき一般的な義務(適切な分散投資を図る義務など)の形式をとっている。

ESG問題の取り扱い

これら8カ国のいずれの国においても、投資家が投資実務およびそのプロセスの中にESGに関する機会とリスクをいかにして組み入れるべきであるか、また、運用目標を定める際の期間枠に関して、それらを網羅的に規定した規則は存在しない。多くの場合、いかに法的義務を満たすかは、状況に応じて投資家の判断に委ねられている。

機関投資家が受託者責任を果たしているかどうかを評価する際、司法上は、投資の意思決定におけるESG問題の評価・統合プロセスを審査する。

受託者責任の進化

この10年間に、受託者責任に関する法律は、相対的にはほとんど変化していない。

しかし、資産保有者や資産運用者に対してESG情報開示を義務付けたり、投資家に投資先企業とのエンゲージメントを促すスチュワードシップ・コードのようなソフトローの採用は明らかに増加している。このプロジェクトの多くのインタビュー対象者は、法律の改正には時間を要しても、投資実務およびプロセスにおいてESG問題に対する一層の配慮を投資家に促すための情報開示やソフトローの活用は増えていくだろうとコメントしている。

加えて、法律が適用される経済環境や市場環境は劇的に変化している。グローバル化、人口増加と自然資源の枯渇、インターネットやソーシャルメディア、そしてコミュニティやステークホルダー規範の変化などは全て、投資のリスク・リターンに対するESG要因の影響度を深化させる要因となっている。これに伴い、受託者が法的義務を果たすために求められる行動基準も必然的に変化していく。

“受託者責任の概念は柔軟に変化し固定的ではない。それは社会の変化、とりわけ、環境、経済、社会の調和の取れた持続可能な金融システムへの移行という必要に迫られて、進化し続けるだろう。”

Paul Watchman (グラスゴー大学・法科大学院・名誉教授)

変わりゆく 受託者責任のかたち

投資実務

投資プロセスにおいてESG問題を考慮する投資家が増えている。

インタビュー対象者の多くは、革新的な見解として受け取られた2005年のフレッシュフィールドズ・レポートの時とは大いに異なり、今日においては、ESG問題が重要であること、従って投資家はESG問題を考慮すべきであることに議論の余地はないとコメントしている。

インタビュー対象者は、ESG問題がどのように企業価値や投資パフォーマンスに影響を与え得るかを示す実例として、気候変動規制、労働者の権利、課税、汚職や腐敗、人口動態および消費者心理の変化など多岐にわたる問題を挙げている。また、ESG問題が投資に与える影響を分析したセルサイド・リサーチの質と量の上昇は、投資とESG問題との関連性が資産運用業界において広く受け入れられはじめていくことの明らかな証拠であるとも指摘している。

投資プロセスにESG問題を組み込み、ESG問題について企業と対話をもつこと（エンゲージメント）に高い水準でコミットする機関投資家が増加しているという事実も、資産運用業界が変化していることの明らかな証拠であると。

…重要性に対する認識が異なるとはいえ、

パフォーマンスの面について、学界および実務者の文献は、受託者が投資プロセスの一部としてこれらの問題を少なくとも検討すべきであるということを十分に根拠づけるものであるとインタビュー対象者は見ている。しかし、実務者が持つコーポレートガバナンスに対する認識と社会や環境上の問題に対する認識の間には大きな違いがある。

コーポレートガバナンスの問題が投資パフォーマンスへ与える影響についてはすでに確実な検証がなされ理解されていることは、インタビュー対象者の一致した意見である。それを示すものとして、ガバナンス問題（エンロンの事例

なぜ投資家はESG問題に関心があるのか？

投資プロセスにとって不可欠なものとしてESG問題を分析することは、投資家が特定の投資に関連するリスクと機会を徹底して評価できる機会をもたらす。これにより、投資家は、より適切な投資判断をすることができ、投資する市場においてはより正確な企業価値評価が促進されることになる。また、長期的価値創造の原動力に関して企業と投資家の間に質の高い対話をもたらし、企業に対してはガバナンスおよびESG問題への対応を改善するインセンティブを与え、投資家に対しては、これらの問題により提起される機会を積極的に追求することが奨励される。

こうした分析や対話の結果、ガバナンスの優れた企業により多くの資本が配分されることになり、投資家は、グリーン経済と持続可能な社会の促進という目標に一層貢献できることになるだろう。

や、SECの信用格付機関への規制など）の法的事例、広く認められている優れたガバナンスのための原則、企業報告の質、確かな学術的根拠が指摘された。

対照的に、社会や環境上の問題と投資パフォーマンスとの関係は明瞭でないことが多いことを多くのインタビュー対象者は指摘している。また、これらの問題を分析するための投資ツールが相対的に未開発であること（注目すべき例外として幾人かによって指摘されたのは、気候変動のシナリオに関してなされている研究である）、これらの問題に関する企業側の報告が標準化されていない点が財務面への影響を評価することを困難にさせていることも指摘された。

現在多くの国で、長期的な責任投資を奨励する政策がとられている一方で…

グローバルに広がるトレンドの先駆けとみられるのが、英国、日本、南アフリカの資産運用業界によって、またはそれ

らとの連携により、自発的なスチュワードシップ・コード（これらのコードの署名機関は投資先企業とのエンゲージメントを約束する）が制定されたことだ。ただし、幾人かのインタビュー対象者は、これらのコードはガバナンス問題に偏っている傾向があることを指摘している。

例えば、ESG要因を投資方針および手続きに組み込んでいくか否かについて年金基金に情報開示を求めているオンタリオ州の標準的な年金法令（PBA レギュレーション909）のように、開示を義務づけることは、受託者の理事会においてESG問題が積極的に議論され、受託者責任に合致する責任投資について助言を求めることにつながるのととりわけ重要であるとインタビュー対象者は言及している。

…しかし、依然として多くの投資家がESG問題を常にかつ体系的に自らの投資プロセスに組み入れていない…

ESG要因が重要であるという認識は高まっているものの、多くの投資家は依然としてESG問題を自らの投資プロセスに組み入れておらず、また投資先企業との対話（エンゲージメント）をもっていない。その理由が、能力的問題である場合もあり、小規模な基金においては、財源や人的資源および専門知識が不足しており、認識も低いことが多い。しかし、コミットメントを表明している大規模な資産保有者でさえ、多くの場合、それらの実施体制は脆弱であるとインタビュー対象者は述べている。

例えば、PRI イニシアティブの進捗に関する2014年の報告書によれば、外部委託先の運用会社との契約においてESG問題に関する報告を求めている資産保有者はわずか49%であり、一方で、議決権行使を含めているのはわずか24%、エンゲージメントを求めているのはわずか12%であった。

…その原因には、政策の実施体制が十分ではないことや、投資市場における変化がある。

思うように進んでいないことの理由の一つとして、インタビュー対象者は、スチュワードシップ・コードや資産保有者に課せられる情報開示の実施体制の脆弱さを指摘している。それらの多くが比較的新しく、政策当局がコードの採用や理解を奨励することに注力していることが原因の一つである。また、査定が限定的であることも反映されている。これ

らのコードおよび開示要件のほとんどは、コードの署名機関やコードまたは情報開示要件を遵守している機関に対し何らかの公的な報告を要求しているが、そのためにとられた行動の分析やとられた行動が投資家または企業の実務にどのように影響しているかについての分析は限られている。

また、インタビュー対象者は、これらの問題に対する投資家の考え方に影響を与える可能性のある要因として、投資市場（グローバルと国内の両方）において認識される変化についてもコメントしている。それらが責任投資やESGインテグレーションに対する投資家のアプローチにどのように影響を与えるか（影響を与えるとすれば）については明らかではない。特に重要な変化として挙げられるのは、

- ・ 高齢化、運用リターンの低下、コストの増加に伴い、多くの市場で確定給付型年金から確定拠出年金へのシフトが起きていること。
- ・ 特に小規模な基金にみられる、ガバナンスや費用対効果向上を目的とする年金基金統合の動き。
- ・ 年金基金が資産の大部分をパッシブ運用にシフトさせ手数料の引き下げを図っている等、コスト削減の必要性。

受託者責任

受託者責任は通常考えられているような障害ではない…

この調査においてインタビューを行った資産保有者の多くは責任投資あるいはESGインテグレーションに積極的に取り組んでいる。受託者責任はそれらの行動を起こすための障害にはならないというのが8カ国全てに共通したメッセージである。ほとんどのインタビュー対象者は、受託者責任とは、コストや運用リターン等と同様の方法で運用管理実務の情報を開示する義務であると説明している。さらに、受託者責任は、投資実務でESG問題を考慮すべきであるという積極的な義務を生じさせるものであるという進歩的意見もあり、ESG問題の考慮を怠ることは受託者責任の違反とみなし得るという指摘もあった。

…受託者責任は、ESG問題に取り組まない理由とされることが多いが、

しかしながら、資産保有者や投資アドバイザーが、投資プロセスにおいてESG問題を組み込むことまたはこれらの問題に関して企業と対話をもつこと（エンゲージメント）をためらう理由として、しばしば受託者責任を挙げることをインタビュー対象者は指摘している。これは、ESG問題に取り組むことと運用パフォーマンスはトレードオフの関係にあるという思い込みからくるものである。これは、特に米国で顕著で、インタビュー対象者は、米国では、投資家がコーポレートガバナンスや財務面以外の問題に取り組むことは、運用資産の価値を損なわないことを明確に証明できる場合にのみ許されるという共通の認識があることを指摘している。

受託者責任は、資産保有者が責任投資を受け入れない一つの理由にすぎない。受託者責任は最も重要な障害ではない可能性がある。以下は、インタビュー対象者が、それ以外に考慮すべき点として挙げたものである。

- ・ 財源・人的資源の問題 — 年金基金はとりわけ複雑さを増す規制や他の要請に直面している。
- ・ ESG問題に関する知識と理解 — 運用パフォーマンスにはどのような影響があるのか、また、組織においてESGインテグレーションと責任投資をいかに実施するかという点で。
- ・ 個人的な価値観や認識 — 特に、ESG問題は純粋に倫理的な問題であり、ESG問題を考慮すると運用パフォーマンスを妥協せざるを得ず、投資における付加価値を高めることが困難となるという一般的な誤解。
- ・ 組織的な優先事項との闘い — 短期的パフォーマンスを過度に重視することにつながるリスク管理や資金調達要件など。
- ・ 責任投資に関する適正な実施基準または最善の実施基準についてコンセンサスがないこと。

法的には、受託者責任はプロセスが問題となる…

インタビューをした弁護士全員に共通していたのは、いずれの国においても、機関投資家が受託者責任を果たしているか否かを判断する場合、司法判断では意思決定過程とその結果としての決定を区別するという点である。受託者が、受益者の利益の誠実な追求において適切な水準の努力を行ったことを示すことができるのなら、完全なあと知恵

であるのかどうか受託者を審査することに関して、また、本質的に商業的リスクのバランスに影響を与えるような合理性を欠く判断を行うことに関して、法律は消極的であるという傾向にある。

つまり、投資家は長期的な視点からESG問題に積極的に取り組むことが可能であることを意味する。

通常、監督官庁は、資産保有者が特定の業種や事業に投資すべきか否かについて見解を示すことはないが、資産保有者に対して、ESGに関連したリスクを認識・管理し、ポートフォリオを歪めることにつながる判断に対して細心の注意を払うことを期待している。監督官庁は、基金を特定のリスク（例えば、高炭素ポートフォリオ、再生可能エネルギーヘウエイトを置くポートフォリオなど）に晒すような判断を注視していく傾向にあり、資産保有者に対しては、基金の全体的なリスク・プロファイルへの影響を明確に評価することを期待するだろう。

これは、受益者の利益に明確な焦点を置いている限り、資産保有者はより広範なESG問題を考慮に入れることが可能であることを示唆する。例えば、石炭業へ投資しないという投資判断（例えば、気候変動政策の変更によっては座礁資産となる懸念があることを理由として）は、信頼できる前提と確固たるプロセスにもとづいていれば、受託者責任に従うものとみなされる可能性が高い。このため受託者には、運用理念を明確にするための規律をもち、運用結果を検討できる仕組みを整え、データが変化した場合や受益者に財務上大きな損失をもたらすことが明らかな判断については進んで変更する意欲を持つことが求められる。

インタビュー対象者は、一般的にはこうした大きな裁量権をESGインテグレーションにとって肯定的要素であると見ているが、一部のインタビュー対象者からは、この裁量権により、受益者が受託者に説明を求めることが困難になるという懸念が指摘された。あるインタビュー対象者は、気候変動を例に挙げ、受託者が証拠を検証し、資産運用コンサルタントから助言を得て、当該ポートフォリオに付随するリスクはないと見なせば、気候変動を考慮しないという受託者の判断に対して受益者が異議を唱えることは非常に困難であるだろうと指摘した。

ESGリスクの分析と評価：気候変動の場合

受託者は、リスク（企業と企業のポートフォリオに対するリスク）を特定し評価したことを実証できなければならない。例えば、気候変動の場合、受託者には以下が求められる：

- ・ 関連するリスクを認識していることを明示すること（たとえ気候変動問題には懐疑的である場合であっても）。
- ・ 気候変動が短期、中期、長期にわたり投資リターンに与える影響について分析すること。
- ・ 明確なリスク管理を行い、他のリスク管理戦略により自動的にリスクが管理されることを前提としないこと。
- ・ 個人や組織（資産運用者や会社など）に対してこれらのリスクが効率的に管理されているかどうか質問し疑問を投げかけること。
- ・ 自ら取った行動を裏付けることができるようなプロセスを確立すること。

ステークホルダー

受益者は蚊帳の外に置かれているし、今後もそうした状態は続きそうである。

受益者の利益は、受託者責任の定義の中心をなす。伝統的には、受益者の最善の利益とは財務上の利益であると狭義に考えられてきたため、投資家は、受益者の意見を聞くことなく自らの判断を行うことが当然とされてきた。しかし近年の政策議論（ケイ・レビューにより触発された2012年以降の英国での議論など）では、受託者は、受益者にとって最善の利益とは何かという観点から、受益者の意見を考慮すべきであると論じている。

インタビュー対象者はこうした議論を評価する一方で、このような変化を妨げる主な要因として以下の3つを挙げた。

- ・ ほとんどの受益者は、自らの年金が確保される限り、基金がどのように投資されているかに関しては、ほとんど理解や関心がない。
- ・ 年金基金がどのようにESG問題へ取り組むべきかについて、受益者の合意が得られる可能性は低い。
- ・ 特に数万人もの受益者を抱える大手の年金基金などでは、受益者と意味のある対話をもつことは困難である。
- ・ こうした見解に対し、異議を唱えるインタビュー対象者も一部いた：
- ・ 年金基金の受託者は、受益者の退職金に係る他の高度に複雑な諸問題について受益者と成功裡に対話をもっている。
- ・ 受益者の意向を調査する目的は、個別の倫理的な問題に対する基金のアプローチについて合意を得ることではなく、ESG問題の重要性を理解することである。
- ・ 受益者の意向を調査することは、どのようなESG問題が牽引力となり、投資において重要性を有するのかを理解するためのものであり、受託者自らのデューデリジエンスのプロセスの一部であるともいえる。いや、むしろ、そうでなくてはならない。

受益者からESG問題への対応を迫られるリスクを減らすために、敢えて受益者との間にエンゲージメントを行わないよ

うにしていると指摘したインタビュー対象者もいた。

受託者はより厳しい視線にさらされることになるだろう。受託者の適格性、能力、専門性は、責任投資にとって特に重要であると認識されており、また、責任投資が比較的新しい概念である市場や未発達の市場においては尚更である。責任投資に対し最も積極的かつ先進的な姿勢をもつ資産保有者は、受託者がESG問題に関する詳細な知識と専門性をもっている場合にそうなることができると指摘するインタビュー対象者もいた。

受託者には、受託者責任の一部として、以下を履行していることを実証できるような態勢が必要である：投資に関連するリスクを特定していること（ESG問題に起因するリスクを含む）、それらのリスクを管理するために適切な戦略を実施していること、リスク管理に従事する人々（資産運用者や企業など）の行動を監督し、監視していること。

法律顧問や資産運用コンサルタントによる受託者責任の解釈が重要な役割を果たす。

多くの国において、資産運用コンサルタントから助言を得ることは法定要件となっており、資産保有者は、資産運用コンサルタントの助言に従ったという事実を法廷での陳述に用いることが許されている。

インタビューでも繰り返し議論されるテーマであるが、これらのコンサルタントやアドバイザーによる助言は、特に米国においては、受託者責任に対する非常に狭い解釈にもとづいて行われることが多い。ほとんどの弁護士やコンサルタントは、ESG問題を考慮することは運用リターンにマイナスの影響を及ぼすという誤った認識から、法律で求められるのは財務上のリターンだけに焦点を絞ることであるといった助言を顧客に行う傾向にあると、インタビュー対象者は述べている。インタビュー対象者の一人は「これらの問題については、Noと答える方が無難であると彼らは考えている」と指摘した。

確定拠出のスキームから新たな受託者責任の概念が生まれるかもしれない。

多くの国で見られる確定給付型企业年金(DB)から確定拠出年金(DC)への移行は、受託者責任という概念が引続き妥当であるかという疑義を生じさせている。例えば南アフリカ共和国においては、基金は、引き続き外部委託先の活動に対しても責任を有し、従って、適切な契約が結ばれることおよびサービス提供者に対する遡求権をもつことを確保しなければならないなど、受託者責任が適用され続けるケースもある。他の市場では、契約ベースのスキーム（すなわち、年金基金は、信託ベースのスキームにおいて受託者が負う受託者責任またはそれに相当する義務を受益者に対して負わない）において保険会社、資産運用会社、スポンサー企業が受益者に対して負う責任の性質はまだ定義されていない。

多くのインタビュー対象者が、契約法によって受益者には一定の保護が与えられるが、受託者責任には同等の保護が与えられない可能性があるとの懸念を示している。

より大きな課題 – サステナビリティとマテリアリティ(重要性)

気候変動のようなサステナビリティ問題に対しては、これらの問題から提起されるリスクや機会を運用プロセスに組み込むこと、リスクや機会を長期的視点から分析すること、これらの問題に対してより高い水準とより適正な慣行を採用することを企業に奨励することを通じて、投資家は重要な貢献をすることができるとインタビュー対象者は指摘している。これらの行動は全て受託者責任に合致するものであると言えるだろう。

しかし、インタビュー対象者は、行動する投資家（投資先企業の排出量削減やクリーン・エネルギーへの投資など）を増やす決定的要因となるのは、公的な政策であろうということも認めている。従って、投資家は、受託者責任の不可欠な部分として、市場の失敗を修正し、また企業や投資家に外部不経済の内部化を要求する政策を奨励するために、政府との対話を続けていく必要があると示唆している。

ESG問題における重要問題と非重要問題への対応

ESG問題、および受託者である投資家が投資実務とプロセスにおいてそれらの問題にどのように対応すべきかを見るとき、それらを3つのカテゴリーに分けることが有用である(ただし、各カテゴリーはそれぞれ大きく重なり合っていることを念頭に入れる必要がある)。

- ・ 財務上重要な問題:これらは、投資家が、関連する期間内において投資の財務上のパフォーマンスに重要な影響(プラスとマイナスの両方)をもたらす可能性があると判断するような問題である。

受託者は、当然のこととして、これらの問題が投資リサーチや意思決定プロセスにおいて評価されることを期待する。

- ・ 財務上重要ではない問題:これらは、おそらくステークホルダーにとっては重要な意味を持つが、十分に管理されている場合ビジネスにとって重要な脅威(または機会)とはならないような問題である。

受託者は、企業に対しこれらの問題が効率的に管理されていることの実証を期待するとともに、これらの問題の対処を怠ることで財務上の損失を被る懸念があれば介入すべきである。

- ・ 社会、経済、そして環境上のより幅広い問題:これらは、投資家が組織上および投資上の目的を実行する上で大きな影響を及ぼす可能性があるが、関連する期間内における財務上の影響は限定的である可能性のある問題である。例えば、経済システムや環境システムの安定性や健全性に影響を与える問題、あるいは、受益者や他のステークホルダーにとって重要な意味をもつ(またはその可能性のある)問題などである。

責任投資にコミットしている投資家には、投資リサーチや意思決定プロセスにこれらの問題を組み込み、投資先の企業や事業体に対してアクティブ・オーナーシップを行い、これらの問題に適切な対処がなされるよう政策の展開や実施を促すために政策当局と対話をもつことが期待されている。

マテリアリティ(重要性)とは、動的な概念であり、ESG問題のマテリアリティも時代とともに進化する。これを牽引する要因となるのは、法律や政策の変化、リスクおよびリスクに関する理解の変化、ESG問題の社会・環境・経済への影響の変化、社会(および受益者)の期待と規範の変化である。

持続可能な企業価値創造 に向けたグローバル・ロー ドマップ

最新の動向に通じておくためには、受託機関は受託者責任に関する継続的な議論をモニタリングする必要がある。また、自らのアドバイザーがこれらの議論を把握することを確実にし、かつ提供される助言に変更が適切に反映されることを確実にする必要がある。

国の優先事項、当該国の責任投資の現行の発展状況および現行の法的要件を反映して、国家間で違いがあるものの、我々の調査は、以下の分野においてグローバルで改善が必要であることを示唆している。

機関投資家

- ESGインテグレーションおよび責任投資へのコミットメントを、それらのコミットメントがいかに受託者責任に沿ったものであるかという説明を含め、公表する。
- これらのコミットメントを投資プロセスの中で効果的に実施する。
- 資産運用者（内部および外部）がどのようにそれらのコミットメントを実施しているかについて監視する
- これらのコミットメントがどのように実施されたかおよびそれによる成果について受益者に報告する。
- 資産運用者およびアドバイザーにESGインテグレーションの責任を担わせるために必要となる経営資源および知識を、受託者、取締役会および執行役員が確実に持ち合わせるようにする。
- 企業に対し、ESG問題の管理およびそれらの問題の財務上の重要性について、安定し、信頼でき、かつ詳細な説明の提供を求める。
- 企業報告の強化を含め、長期的なパフォーマンスに関する問題について、政策立案者と関わりを持つ。

仲介業者 – 法律顧問、資産運用コンサルタント（保険数理士）、証券取引所、証券仲介業者およびデータ提供者

- ESGインテグレーションおよび責任投資へのコミットメントを、それらのコミットメントがいかに受託者責任に沿ったものであるかという説明を含め、公表する。
- 受託者である顧客に提供されるリサーチおよび助言に



- おいてそれらのコミットメントを効果的に実施する。
- これらのコミットメントがどのように実施されたかについて、および提供されたリサーチおよび助言から推測される事項について受託者である顧客に報告する。
- 受託者責任の重要な一部として、受託者に対し、投資実務およびプロセスにおいてESG問題を含め長期的に企業価値向上を牽引する要素を分析し、説明する必要がある旨を助言する。
- ESG問題および投資パフォーマンス間の関係性、ならびにエンゲージメントおよび企業の業績間の関係性についてのリサーチを支援する。
- ESG問題がCFAといった職業倫理基準の重要な一部であることを確実にすることを通じてこれらの問題を職業トレーニングに不可欠なものとするにより、かつESGインテグレーションの投資事例の市場の認識を高めることにより、ESG問題に関するマーケットの視点を変える努力を支援する。

政策立案者および規制当局

- その投資プロセス、アクティブ・オーナーシップ活動、および公的な政策への関与において、受託者がESG問題を分析し、考慮しなければならないということを明確にする
- 受託者責任により、投資家はESG問題を含む長期的に投資価値向上を牽引する要素に注意を払う必要があるということを明確にする。
- 機関投資家に対し、責任投資を促進する公的な政策の取組みの支援を奨励または要請する。
- ESGインテグレーションおよび投資実務のあらゆる側面に関し、投資家に透明性を求める。
- ESG問題およびそれらが短期および長期的に企業の業績にどのような影響を与えているかについて企業報告の向上を求める。
- 受託者の能力および技術の期待値を引き上げる。

- 既存の責任投資に関する法律および政策手段（例えば、スチュワードシップ・コードおよび資産保有者の開示要件）をより良く実施し、それらが環境問題、社会的問題および企業統治の問題に言及するものであることを明確にし、かつそれらが投資家および企業の業績にどのような影響を与えているかについて分析し、報告する。
- 国および地域の責任投資に関する法律および政策手段を調和させるような取組みを支援する（例えば、スチュワードシップ・コードおよび開示要件）。
- 忠実性、慎重性、能力の主要な義務を強化し、投資家はその投資プロセス、アクティブ・オーナーシップ活動および公共政策への関与において長期的に投資価値向上を牽引する要素（ESG問題を含む）に配慮しなければならないことを強調し、受託者がその受益者に対して負わなければならない義務について国際的な声明または協定を策定する。
- 以下の実施プロセスに関する指針の作成を支援する：投資理念、長期のマנדート、統合報告およびパフォーマンス。

受託者責任を遵守したESG要因の組み込み

通常、資産保有者は、その投資実務およびプロセスにESG要因をどのように考慮するかについてかなり自由に決定することができる。ただし、以下が求められる。

- ポートフォリオの歪みにつながる判断に細心の注意を払い、ファンドのリスク・プロファイル全体へのこれらの歪みの影響を明確に評価すること。
- 投資判断は、信頼できる前提（将来の規制など）および確固たる意思決定プロセスに基づくこと。
- 達成された投資成果の見直しの準備をすること。
- データが変更された場合、または決定が受益者の利益に重大な損害をもたらすことが明らかな場合には、変更することを厭わないこと。

各国への提言

概要

機関投資家、仲介業者および政策立案者へのグローバルな提言に加え、以下は、各国の行動の提言である。

オーストラリア:

オーストラリア健全性規制庁 (APRA) は、資産保有者は、受託者責任により、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。

オーストラリアの規制当局は、責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公的な政策への関与が含まれることを明確にすべきである。

ブラジル:

ブラジル証券取引委員会 (CVM) およびブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA) は、資産保有者および資産運用者の各々に対して:

- ・ 受託者責任により、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。
- ・ その投資プロセスおよび意思決定において、ESG問題を考慮し、積極的に投資先の企業およびその他の事業体と対話を持つこと (エンゲージメント) が期待されていることを明確にすべきである。

国民年金基金監督庁 (Previc) は、決議3.792の環境問題および社会的問題の要求事項の実施について、投資家の慣習およびパフォーマンスへのその影響について分析し、報告することにより、決議3.792の監督および実施を強化すべきである。

カナダ:

カナダ金融機関監督庁および各州の該当年金規制当局は、資産保有者に対し、自身およびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが期待されていることを明確にすべきである。

連邦政府および州政府は、オンタリオ州の例に従い、ESG開示の法律を導入すべきである。かかる法律は、規制当局に以下を要求すべきである:

- ・ 年1回の進捗状況の見直し。
- ・ 資産保有者がESG問題をその投資プロセスにどのように組み込んでいるかを説明すること。
- ・ これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果にどう影響しているかを分析すること (成果とは、投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる)。

欧州連合

欧州委員会は該当する加盟国の監督官庁に対し、自国の法的文脈において、いかに受託者責任を解釈すべきであるかについて、ガイドラインを提供すべきである。ガイドラインは:

- ・ 受託者責任により、資産保有者は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。
- ・ 責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公的な政策への関与が含まれることを明確にすべきである。
- ・ 加盟国に対し、受託者責任および責任投資に関する法律が欧州全域で調和し、整合性のあるものとなることを確保するよう奨励すべきである。
- ・ 加盟国に対し、受託者責任および責任投資に関する法律ならびにその他の政策手段の実施を監視し、それらから生じた投資およびその他の成果について報告することを奨励すべきである。



ドイツ:

連邦金融監督庁 (BaFin) は、年金基金、年金機関および保険業者に対し

- ・ 年金拠出金の配分において、倫理的問題、社会的問題および環境問題にどのように対処するかについて説明した、公的に入手可能な方針を採用すべきである。
- ・ これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果 (投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる) にどう影響しているかを説明した公的な年次報告書を公表すべきである。

年金基金は公に責任投資にコミットすべきである。

英国:

政府は、以下のために職域年金制度 (投資) 規則を改正すべきである:

- ・ 受託者責任により、年金基金は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にする。
- ・ 責任投資には、ESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公的な政策への関与が含まれることを明確にする。
- ・ 資産保有者に対し、投資原則の方針および声明をどのように実行しているかについて報告を求める。年金規制当局は、報告に関するガイダンスを提供し、かつその開示を精査することにより、確実に資産保有者が有意な開示を提供できるようにすべきである。

財務報告評議会 (FRC) は、:

- ・ 資産保有者による資産運用者の実施の監督を分析することにより、かつコードにより生じた投資およびその他の成果を分析することにより、英国スチュワードシップ・コードの現行の実施のより詳細な分析を行うべきである。
- ・ スチュワードシップ・コード実施においてその優れていると考える資産保有者および資産運用者ならびに実施において遅れをとっているように見える者を明らかにすべきである。

以下によりスチュワードシップ・コードを強化すべきである

- ・ 以下によりスチュワードシップ・コードを強化すべきである
- ・ 資産運用 (および関連する活動) を外部委託している資産保有者に対して、どのようにそのスチュワードシップ義務を果たすことが期待されているかについて明確なガイダンスを提供すること。

企業年金基金はスチュワードシップ・コードに署名し、責任投資に公にコミットすべきである。

日本:

金融庁 (FSA) は、資産保有者による委託先投資運用会社の活動の監督状況についての分析ならびにコードからの結果である投資およびその他の成果の分析を行いながら日本版スチュワードシップ・コードの実施状況を、引き続きモニタリングすべきである。

厚生労働省 (MHLW) は、公的年金基金および企業年金基金に対して、それらの投資判断にどのようにESG問題を組み込んでいるかを述べることを求めるべきである。これらの要求の一部として、厚生労働省は以下のコミットメントを行うべきである。

- ・ 年1回の進捗状況の見直し
- ・ 資産保有者がどのようにESG問題をその投資プロセスの中に組み込んでいるかを説明する。
- ・ これらのコミットメントが取られた行動や達成された成果 (運用パフォーマンスと投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる成果を指す) にどう影響しているかを分析する。

企業年金基金は、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、責任投資へのコミットメントを公表すべきである。

受託資産運用を行う銀行等は、長期的な企業価値向上の原動力についてESG要因も含め、より多くの調査を行うべきである。

南アフリカ共和国:

金融サービス委員会は、以下をすべきである:

- 特にESG問題に関するRegulation 28の要件の遵守が年金基金法で課せられる受託者責任の重要な一部とみなされるべきであることを明確にする。
- 責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公的な政策への関与が含まれることを明確にする。
- ESGに関連する能力、専門知識および技術を、年金基金の執行機関(理事会)の専門教育に関する将来のガイダンスに明確に記載する。
- 資産保有者に対し、責任投資がいかに投資方針の記載、実務およびプロセス、ならびにその資産運用者の選定、任命およびモニタリングのプロセスに組み入れられるかについて記載した公的な年次報告書の作成を求める。

南アフリカの責任投資コード(CRISA)監視委員会は、現行の実務についてより詳細な分析を行い、コードによりもたらされる投資およびその他の成果を分析することにより、コードの監視を強化すべきである。

米国:

労働省は、以下を行うべきである:

以下を明確にすべきである:

- 受託者責任には、参加者および受益者が公平な方法で持続可能な退職手当を受けられるようにするために、年金資産の運用には長期的で、リスクを調整したアプローチが必要であること。
- 資産保有者は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因(ESG問題を含む)に注意を払うべきであること。
- 資産保有者は、投資先企業およびその他の事業体と積極的に対話を持つこと(エンゲージメント)が期待されていること。

- また、これらの行為が資産保有者の受託者責任に合致していることを明確にすべきである。
- 経済性に的を絞った投資および株主の権利に関するその2008年度公報を再発行し、かつ:
 - 資産保有者の義務は、参加者および受益者の利益に公平に資することであることを明確にする。
 - アクティブ・オーナーシップといったリスク管理手段の費用および便益の評価は、かかる手段の長期的な便益を積極的に考慮すべきであることを明確にする。
 - グリーン投資は、投資ポートフォリオにおいて財務面においてもリスク軽減においても重要な役割を果たすことを明確にする。
- 資産保有者に、その投資判断にESG問題をどのように組み込んでいるか説明することを求める。これらの要件の一部として、労働省は以下をコミットすべきである:
 - 年1回、進捗状況を見直す。
 - 資産保有者がどのようにESG問題を投資プロセスに組み込んでいるかを説明する。
 - これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果(投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる)にどう影響しているかを分析する。

その規模および影響力を以って、ニューヨーク証券取引所(NYSE)およびナスダックは、その取引所の上場企業間の長期的、持続可能な投資およびESG開示の向上およびパフォーマンスの改善を促すための持続可能な証券取引所イニシアティブに対する公のコミットメントに従い、企業に対するそのESG開示要件を強化すべきである。

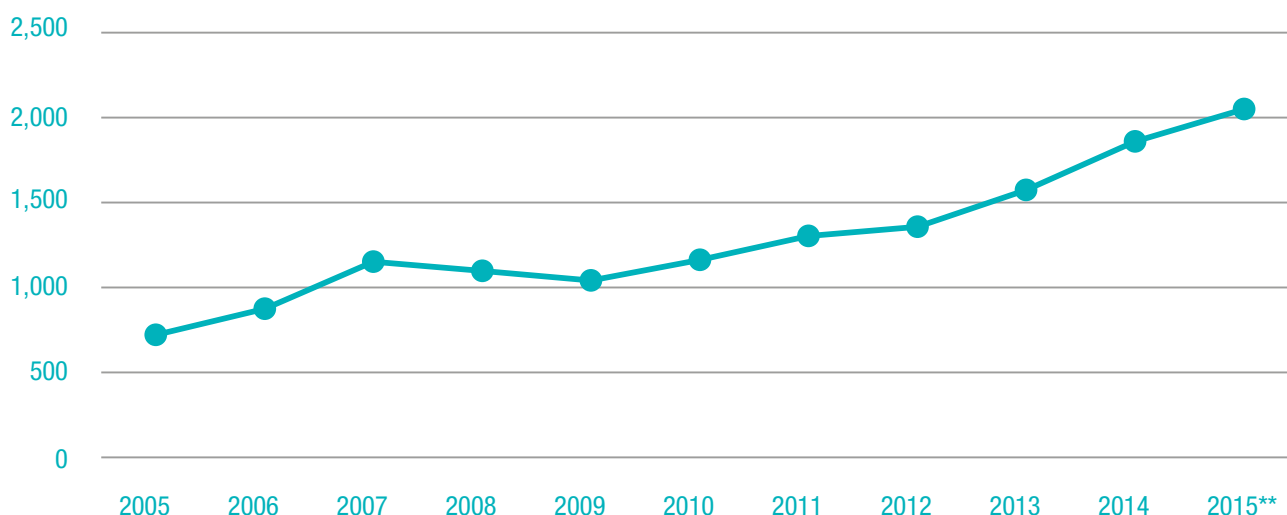
各国分析: オーストラリア



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ¹	1,556	1,502	1,444	1,252
NOMINAL GDP (A\$bn) ²	1,501	1,550	1,599	1,615
POPULATION (million) ³	22.9	23.3	23.6	23.8
GDP PER CAPITA (A\$ / capita) ⁴	65,527	66,529	67,8815	67,653
⁵ LABOUR FORCE (million) ⁶	12.0	12.2	12.3	12.4
⁷ EMPLOYMENT RATE ⁸	72.3%	72%	71.6%	--
% POPULATION > 65 ⁹	14%	14%	14.7%	14.9%

THE AUSTRALIAN PENSION MARKET IN NUMBERS

Australia, total investment of pension funds (A\$bn)¹⁰



* Estimate

** March 2015

1 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

2 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

3 MF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

4 MF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

5 OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

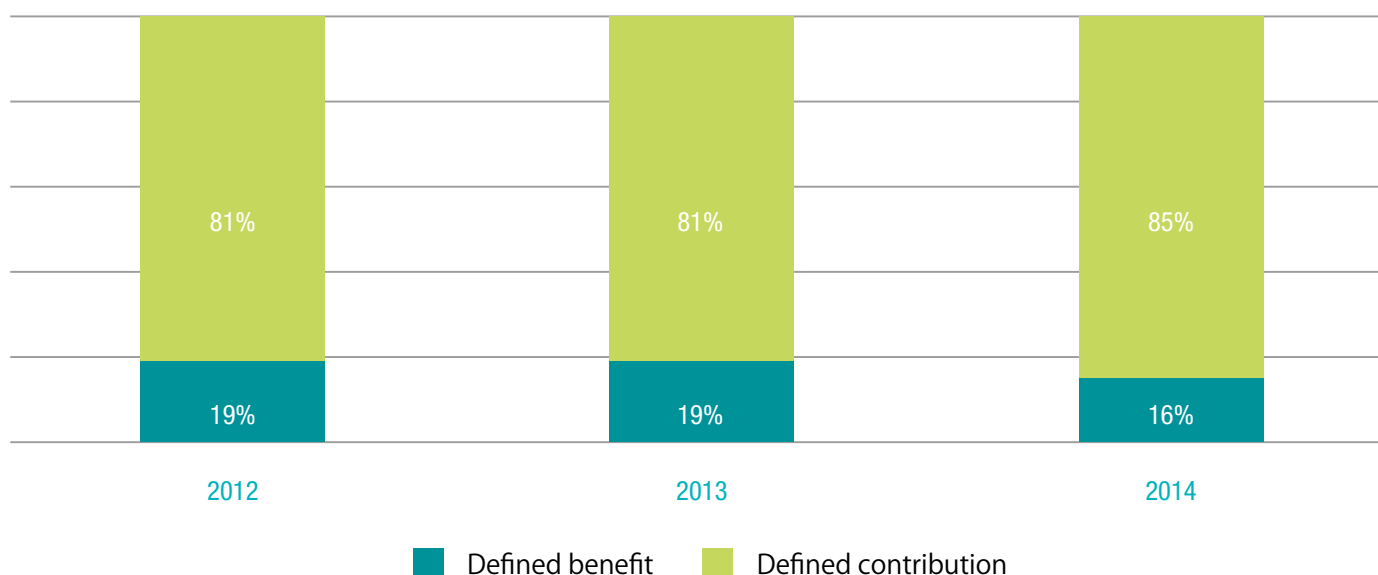
6 Australian Bureau of Statistics, [6202.0 - Labour Force](#), Australia, 2015.

7 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

8 OECD, [OECD Employment outlook 2015, Table B](#), 2015.

9 Australian Bureau of Statistics, [3101.0 - Australian Demographic Statistics](#), 2014.

10 OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 and APRA, [Quarterly Superannuation Statistics](#), March 2015.

Australia, % AUM by type of pension scheme¹¹

オーストラリアの投資市場

世界第4位の個人年金基金プールの本拠地、オーストラリアは、以下から構成される3段階建ての年金制度を有している。

- 手段の保証された、租税を財源とする（すなわち積立でない）基本手当を給付する公的高齢年金。
- 強制（雇用主の積立による）年金口座。
- 退職年金（スーパーアニュエーション・ファンド）および個人の自己運用ファンドにより任意で積立される個人年金口座

1992年より、オーストラリアの雇用主は、17歳から70歳までの非雇用者（一定の最低所得の要件を条件とする）に代わり、スーパーアニュエーション・ファンドへの拠出が義務づけられている。拠出できない場合、および別途同等の確定給付制度に加入させることができない場合、「スーパーアニュエーション保証料」が課される。

オーストラリアのスーパーアニュエーション・ファンドには、自己運用ファンド（5人未満の加入者）、産業ファンドおよび金融サービス提供者による一般向けおよび雇用主向けのリテール・ファンドが含まれる。スーパーアニュエーションの資金の約3分の1が自己運用ファンドで、3分の2が248の巨大なスーパーアニュエーション・ファンド（5人以上の加入者から成るAPRA監督下にあるファンド）である。実際には、スーパーアニュエーションの市場は、資金の約半分が4つの大きなリテール・ファンド、12の最大産業ファンドおよび公的部門ファンドに集中しており、運用資産総額は100億豪ドルを超える。

ポータビリティがオーストラリアの退職年金制度の中核原則であり、加入者は通常、資産をファンド間で移動させる権利を有する。

オーストラリアのスーパーアニュエーション・ファンドは、国内株式へのウェイトが非常に大きい傾向にあり、エネルギー

11 Tower Watson, [Global Pensions Asset study 2015](#), [Global Pensions Asset Study 2014](#), [Global Asset Pension Study 2013](#).

一、資源および金融の株式へのエクスポージャーが大きくなることになる。

フレッシュフィールズ(2005)以降の法律・政策における変化

フレッシュフィールズ・レポート(2005年)以降、オーストラリアの投資判断の法的枠組みは大幅には変化していない。しかし、スーパーアニュエーションの受託機関およびその理事会に期待される職業行為基準を強化し、時には向上させる多くの制定法およびコモンローに進展があった。

一般的に、スーパーアニュエーション・ファンドを運用する会社、生命保険法定ファンドや、その他の運用投資ファンドは、2001年会社法(Cth)(the Corporations Act)に基づいて設立されている。これは、主要な意思決定者が、(a)取締役または役員の任務を担うと仮定して合理的な人間が行使するのと同程度の注意と勤勉さをもってその権限を行使し、かつその職務を果たすこと、(b)企業の最善の利益において、かつ適切な目的のために誠実にその権限を行使し、かつその職務を果たすこと、(c)自らのもしくはその他の者のために利益を得るために、または企業に不利益をもたらすためにその地位の乱用を行わないことを含む、取締役の義務の対象となることを意味する。

関連するファンドの種類によっては他の要件も適用される。自己運用ではないスーパーアニュエーション・ファンドには、以下が含まれる：

- ・ スーパーアニュエーションの信託約款の条件
- ・ 誠意をもって行動し、適切に基金を投資し、受益者の最善の利益となるよう行動し、規定の水準の注意、技術および勤勉さを行使し、かつ利益相反の際には受益者を優先することを規定した1993年スーパーアニュエーション産業(監督)法(Cth)(SIS Act)第52条における受託者義務。第52条における受託者義務は、SIS法が信託約款に示す、受託会社の取締役が負う誓約として、第52A条にほぼ同様に規定されている。
- ・ マイスーパー商品(別途投資信託を指定していない加入者向けの簡素で、低手数料の既定の商品)を保有す

る受益者の金銭的利益を促進させるためのSIS法第29VN条における義務。

- ・ ファンドが退職後のファンドの各加入者の手当の給付のために専ら維持されることを要求するSIS法第62条の要件(唯一の目的の評価基準)。
- ・ オーストラリア健全性規制庁(APRA)により発布された健全性基準

APRA およびオーストラリア証券投資委員会(ASIC)は、必須要件を支援するためのポリシー・ガイドを公表している。

2012年スーパーアニュエーション法改正(受託者義務および健全性基準)法(「より強固なスーパー」改革)により、様々な点において受託者義務を強化するためにSIS法が改正された。変更には、マイスーパー商品(上述する)に関連して受益者の金銭的利益を促進するために第29VN条の義務を導入すること、および第5292(b)条の注意、技術および勤勉さの水準を「通常の慎重な者」から「慎重で、専門的なスーパーアニュエーションの受託者」へ引き上げることにより受託者の能力要件を強化することが含まれている。スーパーアニュエーションの受託者の取締役の正当な注意および勤勉さの水準の引き上げに加え、オーストラリアの裁判所は、最近、そのデューディリジェンス、その知識および能力ならびに行為の点において、企業の取締役(スーパーアニュエーションの受託者の取締役を含む)への期待値を引き上げている。

ESG問題に関しては、規制当局からいくつかのガイダンスが出されている。2011年11月、ASICは労働基準および環境、社会的または倫理的考察が投資商品に考慮されているかどうか、およびどのように考慮されているか開示することを商品の発行者に求める規制ガイド65(Regulatory Guide 65)を再公布した。2013年に発行された投資ガバナンスに関するAPRAの健全性実務ガイド(SPG530)は、その形成を裏付ける適切な分析を示すことができる限りにおいて(受益者の利益を過度の危険にさらすことを留意することを含む)、スーパーアニュエーションの受託者は、ESGを重視した投資戦略を採用できる旨を述べている。しかし、このガイダンスは「倫理的な投資の選択肢」の提示に限定され、かつESG要因を「非財務」であるものとして分類している。

実務家の視点

実務の現状

インタビュー対象者は、ESG問題に関連して、オーストラリアのスーパーアニュエーション業界には、様々な見解および慣行があるとコメントしている。責任投資に事前対策を講じている大口の資産保有者もいるが、全く受け入れない者もいる。

インタビュー対象者は、「慎重かつ専門的なスーパーアニュエーションの受託者」(SIS法第52条における)としての適合要件を強化することが、資産保有者がESG問題を重視する事例を強化することにつながると示唆している。しかし、インタビュー対象者は、近年、スーパーアニュエーション・ファンドおよび規制当局には、利益相反管理および資金調達要件を含む、改革議案に関するその他の多くの問題があることも指摘している。これらは、SIS法への改正により示唆されるような、デューディリジェンスやESG問題への関心を、少なくとも今までのところ、実現させない結果を生んでいると言えるかもしれない。

受託者責任

退職後に加入者に手当の給付を行う「唯一の目的」を規定するに当たり、SIS法の第62条は、受託者が社会的変化をもたらすようなその他の目的のために資産を投資することを防ぐ条項として広く認められている。

“最善の財務上の利益を定義する際に問題となるのが、3年、5年、それ以上を長期とすべきなのか、など期間枠についてである。これは特に、座礁資産について、あるいは、長期的には重要であるが短期的な財務上のパフォーマンスへの影響はほとんどないことが分かっているような問題について判断する際に重要となる。”

Danielle Press (CEO, Equisuper)

“しかるべき注意や勤勉さという義務を果たすのに非常に重要であるのは情報収集および検討の過程である。そのような過程から得られる結果は限定的な問題である。むしろ、ファンドの目的に適ったパフォーマンスを実現しているかどうかをモニタリングする際に問題となるのは、受託者は、適切な関与を受け情報提供がなされたか、あるいは、必要に応じて専門家の助言を求めたか、検討中の問題について独自の判断を下したか、そして、フォワードルッキングな目標にふさわしい前提や方法により重要な問題に有効に対処したかについての建設的な評価を行ったかということである。

つまり、ESGおよびその他、長期的な投資価値の向上を牽引する要素に関して言えば、受託者は、ポートフォリオにおけるこれらの財務上のリスクや機会の影響にきちんと向き合い、それらの問題から提起されるリスクや機会に照らした適切な行動を取らねばならないことを意味する。”

Sarah Barker (Special Counsel, Minter Ellison)

これは、伝統的な「best interests test (最善の利益を基準に評価すること)」の解釈—受託者は受益者の最善の財務上の利益に基づきその職務および権限を執行しなければならない—によって強化されている。しかし、適切に考慮された健全な投資によりもたらされる「偶発的な利益」を禁止するものではない。インタビュー対象者は、最善の財務上の利益に基づき資産保有者が投資プロセスでどの程度ESGを考慮しなければならないかという点については明確性に欠けることを認めつつも、ESG問題が基金およびその投資対象にもたらすリスクに言及することなしにbest interests testを考えることはできないことも明白であると指摘した。また、一般的に投資家が当然説明責任を果たすことが期待される受益者の退職時期以外にも、これらの利益が評価されるタイムフレームに関しても明確性を欠いている。

実務では、こうした明確性の欠如が市場参加者の様々な解釈を生む原因となっている。多くの者は、ESG問題は価値創造(特に長期的視野に基づく)と合致するものであり、それゆえ、責任投資に対して積極的に取り組むことは受託者責任の一部として要求されると考えている。逆に、その他の者は、短中期の運用リターンを優先し、ESG問題を「非財務」要因であると見ている。

法的には、受託者責任とは、一般に、規範的原則というよりはむしろ禁止的原則とみなされている。つまり、受託者責任は、特定の有益な結果を達成する義務というよりは、手続き上および目的上の義務である。実務においては、いかなる行為も受益者の最善の利益に向けられなければならない、意思決定においてはデューディリジェンス手続きと適格能力が要件とされる。よって、投資先企業およびそれらのポートフォリオにおけるESG関連リスクを特定し評価したこと、それらのリスクに対処するための具体的な手段を講じていること、また、企業の経営陣に質問し、課題を提示していることを受託者は明示するよう求められるだろう。

最後に、取られたすべての行動は、投資価値向上にはっきりと関連づけられていることが重要である。インタビュー対象者は、直近の事例として、ANUとHESTAが特定の化石燃料関連資産について資金の引揚げまたは投資ポートフォリオからの排除を決定したことを指摘した。ANUは、保有していた国内の資源関連会社7社について「ESG格付け」に基づく資金の引揚げを行ったことに対して、多くの金融評論家および首相を含めた複数の政府高官から公に非難された。これとは対照的に、長期的なリスク管理と加入者の

最善の利益に言及し、石炭火力発電関連資産を投資除外とする決定を行ったHESTAに対しては、反対意見はほとんどなかった。

APRAには、スーパーアニュエーション・ファンドが適切な投資戦略を策定・実施し、すべての加入者が公平に恩恵を受けられることを保証する役割もある。

APRAとのインタビューからは、受託者責任に関連してESG問題についての興味深い見識が得られた。

APRAは、基本的には運用実務やプロセスにおいてESG問題をどのように考慮するかはファンドに委ねていると述べている。こうした中で、APRAは、ポートフォリオを歪めることにつながる判断には注意が必要であるものの、スーパーアニュエーション・ファンドはESGに関連するリスクを意識し管理すべきであるとしている。

ネガティブ・スクリーニングに関するAPRAの意見としては、そうしたスクリーニングの数が極めて限られているのであれば全体的なポートフォリオ構築の過程を無視することもないと述べている。APRAは各個人が倫理的な保有について考えることは認めるものの、すべての運用およびその戦略においては経済的な側面を考慮しなければならないとしている。また、APRAは、ネガティブ・スクリーニングを採用するファンドに対しては、リスクとリターンのトレードオフ、分散投資の必要性、ポートフォリオの特性などについても考慮することを期待しているとも述べている。

座礁資産などの問題については、-あるいは、より一般的に、ファンドが長期的なマクロ経済要因から特定の業種や資産クラスに投資しないという判断をするような状況に対して- APRAは、多くの場合においてはそのような判断を当然であると認めている。しかしながら、スーパーアニュエーション・ファンドをある種のリスクにさらすような判断(例えば、高炭素ポートフォリオや、再生可能エネルギーへのオーバーウェイトなど)には、APRAは、それらの判断に関連する投資リスクについて積極的にストレス・テストを行うことを一般的に期待している。

最後に、APRAはポジティブ・スクリーニングについても、‘sole purpose’ testに抵触する可能性があり、資産保有者が効率的かつ分散投資されたポートフォリオを構築できないことに終る可能性があるとも述べている。

行動の原動力

資産保有者は、投資プロセスや投資先企業との対話においてESG問題により多くの注意を払うようになってきている。この理由には、以下が挙げられる。

- ESG問題に関するスーパーアニュエーション・ファンドのためのガイドラインを策定し、オーストラリアの上場企業を対象としたコーポレートガバナンス原則を確立するために、多くのスーパーアニュエーション・ファンドや業界団体によりオーストラリア・スーパーアニュエーション(強制退職年金基金)投資家協会(ACSI)が設立された。
- ASX(オーストラリア証券取引所)コーポレートガバナンス委員会の設置。
- 議決権行使情報の開示およびESGリスクの報告に関する金融サービス委員会(FSC)の基準。
- オーストラリア・スーパーアニュエーション・トラスティ協会(AIST)などの団体から出されたESG問題を意思決定に組み込むためのガイダンス。
- 重要な投資上の懸念を引き起こしている(例えば座礁資産)多くの特定問題に関して展開されたNGO主導のキャンペーン(これらに対してCiti、HSBC、Mercerなど主要な証券会社やコンサルタント会社、投資顧問会社にも反応が広がりつつある)。
- 今後、年金基金に対して一層の透明性(基金の投資対象の点に関して)が求められることが予想されること。
- 責任投資を差別化の潜在的ポイントとする年金基金の加入者獲得競争。
- 倫理的でグリーンなファンドに対する消費者の関心の高まり。
- ESG問題、とりわけガバナンス問題は重要であり、投資判断においてそれらを考慮することが必要であるという認識がファンドマネージャーの間で高まったこと。
- 責任投資がベンチマークを上回る運用リターンを達成できる要因たり得るという認識の高まり。

進展を阻む要因

受託者が投資実務と投資プロセスにおいてESG問題を考慮しない理由として、インタビュー対象者は次の点を挙げている。

- ファンドマネージャーの報酬体系や運用パフォーマンスの報告周期等の要因により「短期主義」が固定化していること。
- 受益者の利益を最大化する義務とESG投資はどの程度矛盾すると見なされ得るのか、また、受託者のデューデリジェンス基準の強化の実務への導入について判例がないなど法令規則が曖昧であること。
- 責任投資をいかに実務に適用すべきかについてのAPRAのガイダンスは限定的であるため、責任投資は受託者責任に逆行するのではないかという懸念を引き起こしていること。
- 従来の信託約款の問題。オーストラリアの大手ファンドの信託約款は20年以上前に定められたものでESG投資を企図していないことから、ESG投資を行う法的権限がないというリスクを高めるものと見られていること。
- 従来から資源・エネルギーセクターへの投資の重要な論拠となってきた流動性、分散、配当利回りに対する要求。一般的に責任投資とネガティブ・スクリーニングが同一視されていることがさらに状況を悪化させている。

提言

グローバルに推奨される事項の他、以下について推奨する。

オーストラリア健全性規制庁(APRA)は、資産保有者は、受託者責任により、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因(ESG要因を含む)に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。

オーストラリアの**規制**当局は、責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公共政策への関与が含まれることを明確にすべきである。

各国分析:

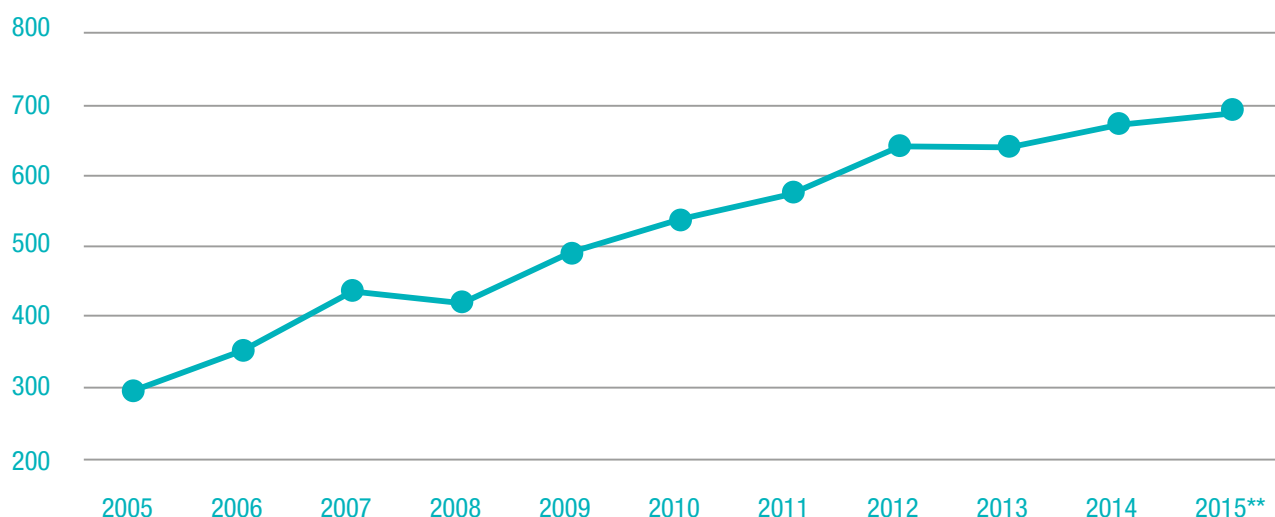
ブラジル



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ¹²	2,412	2,391	2,353	1,904
NOMINAL GDP (R\$bn) ¹³	4,713	5,157	5,521	5,954
POPULATION (million) ¹⁴	199.2	201.0	202.7	204.4
GDP PER CAPITA (R\$ / capita) ¹⁵	23,655	25,655	27,229	29,124
¹⁶ LABOUR FORCE (million) ¹⁷	104.7	106.1	107.3	--
¹⁸ EMPLOYMENT RATE ¹⁹	--	--	64.7%	--
% POPULATION > 65 ²⁰	7%	8%	8%	--

THE BRAZILIAN PENSION MARKET IN NUMBERS

Brazil, total investment of pension funds (R\$bn)²¹



* Estimate

** April 2015

¹² IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

¹³ IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

¹⁴ IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

¹⁵ IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

¹⁶ OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

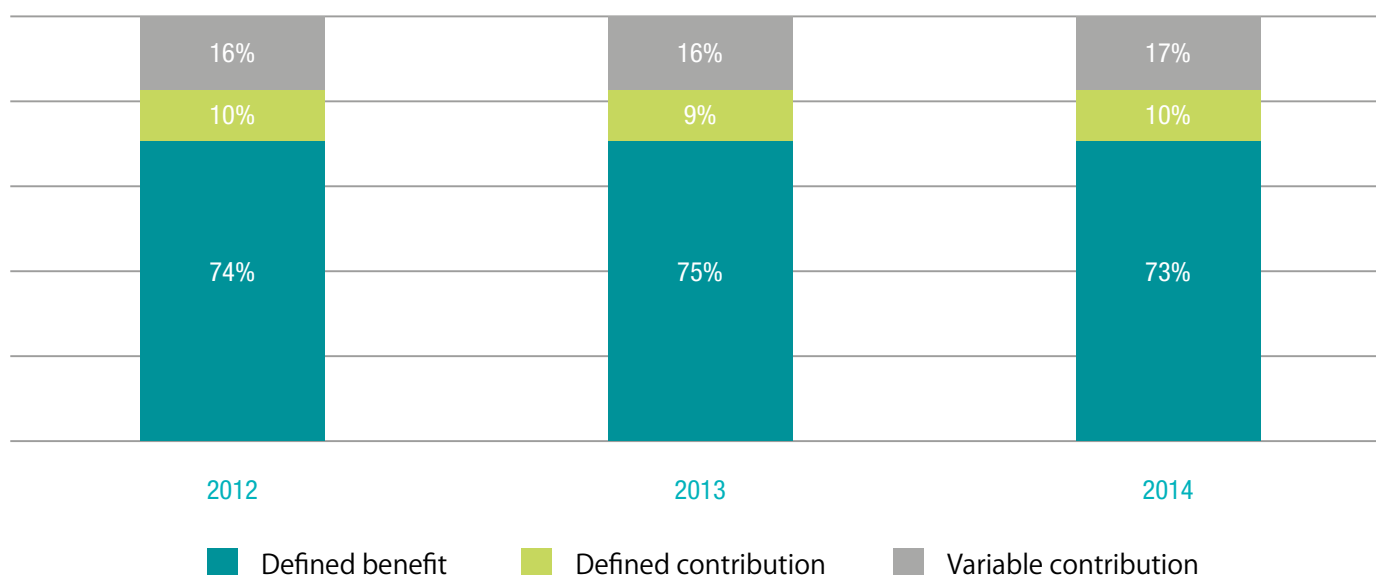
¹⁷ WB Data, [Labor force total](#), 2015.

¹⁸ OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

¹⁹ OECD, [How does BRAZIL compare?](#) September 2014.

²⁰ WB Data, [Population ages 65 and above \(% of total\)](#), 2015.

²¹ OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 and ABRAPP, [Consolidado Estatístico Abril 2015](#).

Brazil, % AUM by type of pension scheme²²

ブラジルの投資市場

ブラジルの証券取引所BM&FBOVESPAはラテン・アメリカ最大であり、また、時価総額8,000億米ドルを越す世界でも有数の取引所である。

ブラジルの年金制度は、以下に示す通り、3階建ての賦課方式である。

- すべての人の加入が義務付けられた一般社会保障制度 (RGPS)
- 公務員保障固有制度 (RPPS)
- 企業年金と個人の年金保険 (それぞれ「クローズドファンド」と「オープンファンド」) としての私的年金制度 (RPC)。最大のクローズドファンドがPrevi (ブラジル銀行年金ファンド)、Petros (ペトロプラス年金公社)、Funcef (連邦貯蓄金庫年金基金) である。

クローズドファンドは、補完年金全国評議会 (Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC)) の監督

下にあり、オープンファンドは保険監督庁 (SUSEP) の監督下にある。年金ファンド監督局 (PREVIC) は、クローズドファンドの特にガバナンス、情報開示、投資、手数料に関して監視をする。

フレッシュフィールドズ (2005) 以降の法律・政策における変化

ブラジルは2005年当時、フレッシュフィールドズ・レポート初版の対象ではなかった。

2005年以来、法令上で最も重要な変更は、2009年にブラジル国家通貨審議会 (Conselho Monetario Nacional (CMN)) が定めた決議3.792であった。この決議は、クローズド型の年金ファンドが投資を行う際の、デューディリジェンスや法令遵守、さらに高い倫理基準を採用することを規定したものである。この決議は、また、クローズド型の年金ファンドにガバナンス上でもいくつかの制約を課しており、その

22 ABRAPP, [Consolidado Estatístico Dezembro 2014](#), [Consolidado Estatístico Dezembro 2013](#) and [Consolidado Estatístico Dezembro 2012](#)

一つが、投資実務において環境上の問題や社会の問題を考慮しているかどうかについての申告である。PREVICは、年金基金が決議3.792で規定されている環境や社会に係る項目に従っているかどうかを年次報告書で申告することを要求している。

実務家の見解

運用実務

インタビュー対象者は、責任投資に積極的なブラジルの資産保有者は現時点では相対的に少ないとコメントしている。しかし、大手の年金基金や資産運用会社は例外で、その多くがPRIの署名機関であるという。これらの機関には、ESG方針があり、とりわけコーポレートガバナンスに関する問題を投資実務やプロセスに組み込んでいることが多い。

“ガバナンス上の要件は決議3.792で強調されている。それに加え、PREVICでは、年金基金や運用マネージャーのガバナンス実務向上に役立つベスト・プラクティス・ガイド(年金数理、運用、会計、ガバナンス)を策定した。また、今後これらのガイドを改定する際には、環境上の問題や社会の問題にまで対象範囲を拡げることを考えている”

Marcelo Seraphim (Pension Fund Specialist, PREVIC)

インタビュー対象者は、決議3.792で規定された環境や社会に係る項目を遵守する年金基金は今のところ非常に少ないと言及している。これは、決議3.792の遵守状況について報告が求められているにもかかわらず、PREVICが実施状況の分析をしていないという事実を反映している。

インタビュー対象者は、投資顧問に関する法的要件とプロジェクト・ファイナンスにおける法的要件を対比させている。現行の運用実務で特に問題なのは、プロジェクト・ファイナンスにおいて銀行は第一義的ではないもののファイナンス活動へのいくつかの責任があるという事実である。機関投資家が環境上の問題や社会の問題について積極的ではない理由として、投資先企業がもたらす影響に対して何らかの責任を問われるのではないかという懸念を挙げるインタビュー対象者もいる。

受託者責任

ブラジルはシビルローの国(法典を基盤とする国)である。機関投資家の受託者責任は、法律、ガイダンス、その他、政府関連機関による公布物に定義されている。それらはまた、法令や、市場参加者により策定されたコードにより補足されている。

ブラジル連邦共和国憲法によれば、経済的・社会的な秩序のもとでの私有財産こそが社会福祉を保証するのであり、さらに、環境保全は政府および社会の義務とされる。その中で、政府、個人、企業、金融機関、その他組織はすべて、環境保全と公共の福祉の原則に即した社会的役割を果たしている。さらに、ブラジル会社法(Law Nr. 6,404/1976)においては、企業の支配株主(または株主)に対して、他の株主や地域の社会福祉向上のために株主の権利を行使することを求めるという、受託者責任を規定した。この法律は、民間、公的を問わずブラジル国内に設立され本社を置くすべての企業に適用される。

ブラジルの証券市場は、連邦政府機関であるブラジル証券取引委員会(CVM)の規制下にある。CVMは様々な法令を定めるが、中でも最も重要なのがInstruçãoという規範的な指令である。一旦、Instruçãoが発令されると、それはある特定の問題に関して拘束力をもち強制的な法令となる。

“市場が機関投資家に求める要件は、法律で課される要件よりもさまざまな点において厳しい。さらに言う、例えば管理部門が ANBIMA の規定に従わない運用者の取引を処理しないなど、それらには実質的な効果がある。”

Luciana Burr (Partner, Rayes & Fagundes)

ブラジルにおいて第三者の資産を管理・運用する者には、利益の相反および公正な取引の管理において厳しい法的制約が課される。例えば Instrução 306 (指令第306号、1999年にCVMにより発令)では、資産運用者は、顧客に対して負う受託者責任に反するような行動を慎むべきであると述べられている。Instruçãoの特定の要件の中には、資産運用者は利益相反の可能性について情報開示し、積極的かつ誠実な事業経営者と同程度に十分な注意や勤勉さをもって自らの行為を遂行すべきであると規定されている。

自主規制という点では、ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA) が自主規制機関として規制当局により認められている。これは、ANBIMAは、自主規制の基準策定、実施、モニタリングに関して独立した役割を持っていることを意味する。そしてANBIMAは、「Code of Regulation and Best Practices for Investment Funds (基金のための規則およびベストプラクティスコード)」を発行した。このコードは、ANBIMAと関係はないがコードに従うことを表明する機関はもとより、ANBIMAに關係する300を超す資産運用会社と資産運用コンサルタントに適用されるものである。

ANBIMAによる「基金のための規則およびベストプラクティスコード」からの抜粋

“第6条 – 賛同機関は、基金の機能や責任の範囲において、以下の規定やベストプラクティス・ルールを遵守しなければならない。”

- I. 基金の定款や目論見書に定められた目的を達成するよう努め、該当があれば、受託者報酬などを含む関連情報について、投資家が正確に理解しやすいものとして、透明性をもってそれらの開示促進に努めることにより職務を遂行すること。
- II. 勤勉な事業経営者と同程度の注意をもち、本コード第2条第1項で言及されたサービスの提供期間中に起き得るいかなる違反や不正行為に対してその責任を負うことに同意することで、業務展開におけるすべての責任を果たすこと。
- III. 基金の受益者との間に存在する受託関係を損なうような慣習はそれを避けること。
- IV. 契約、規則、法律に則った賛同機関の機能に付随する権利と義務について、資産運用業界およびその委託機関に対して悪影響を及ぼすような慣習はそれを避けること。”

“補項 – 受託関係とは基金の受益者と賛同機関との間に信頼や忠実が介在するものと考えられており、後者がそのサービス提供を委ねられた時点からその関係性は有効となる。”

インタビュー対象者は、一般にESG関連の問題や責任投資に関する法令やコードに対して注意が向けられていないことが、ブラジルの責任投資への取り組みが他の市場ほど発達していない理由の一つであると指摘している。しかし、この点については変化も起きている。例えば、ANBIMAはデューディリジェンスのガイダンスに社会的な問題を取り入れることを検討している。これは、資産保有者からの要請に因るところが大きい。

変化の原動力となり得る要因

ブラジルの資産運用業界は、ESGインテグレーションや長期的な責任投資の導入においては比較的初期の段階にある。インタビュー対象者は、変化の原動力となり得る事柄として以下を指摘する。:

- ・ 投資先企業の社会や環境に関する取り組みの成果（パフォーマンス）に関心のある海外投資家の存在。これにより、投資家が企業のそうしたパフォーマンスを向上させるべく協力して取り組んだ場合には、スチュワードシップ・コードなどの策定を求める投資家が台頭してくる可能性がある。
- ・ 安全な水へのアクセスや児童労働および労働者の権利など、投資において社会や環境上の問題がもつ意味合いに対する認識の高まり。インタビュー対象者の一人によれば、ブラジルの監督当局は、環境に関する法律を効果的に施行することに現在大きな注意を向け始めているため、今後数年の間に（投資において）環境上の問題についての関心はより高まるであろうとコメントしている。
- ・ PRIは、市場におけるESGインテグレーションの認識を深め、運用実務やプロセスにおいてESG問題を重視する方法や事例を提示し広めていくことで、また、大手の資産保有者に対して署名を促すこと（そして、さらにその他の資産運用業界の関係者への刺激となること）を通じて、変化を引き起こす重要な役割を担うことができるとPRI関連のインタビュー対象者は示唆している。
- ・ 富裕層向け資産運用者や資産保有者らの風評への関心。これらの機関投資家は汚職問題を抱えた企業への投資を行わないよう、また、運用者が投資する際に、これらの問題を注視することを要請しはじめている。

“ANBIMAは現在、運用デューディリジェンスのガイドラインに強制労働などの社会的な問題に関する規定の導入を検討している。これを進める上で障害となっていることの一つに、これらの問題に対する運用者の責任に対する懸念がある。つまり、それは、デューディリジェンスにおいてそうした問題を見落とす、または看過した場合にどうなるのかという懸念である。ブラジルの法律では社会的な問題に対しては責任の所在が明らかにされていない。導入にあたっては、法的な明瞭化が重要な決定要因になるだろう。”

José Carlos Doherty (Chief Executive Officer, ANBIMA)

“投資先企業にエンゲージメントを行うことに対する資産運用者への要請が強まりつつある。それによりコードの中で株主活動またはエンゲージメントに対する注目がより強まることが必至であろうとANBIMAは見ている。”

José Carlos Doherty (Chief Executive Officer, ANBIMA)

障害と課題

インタビュー対象者は、発展の妨げとなる要因を複数あげている。

- 投資家が実務やプロセスの中でESG問題に注目しなければならないような法令あるいは自主規制による制約がないこと。
- 決議3.792による環境面や社会面の要件が投資実務に与えた影響を分析したものがないなど、同決議の実施およびモニタリング体制が弱いこと。
- 企業報告書における環境上の問題や社会の問題の取り扱いが不十分であったり、一貫性がないこと。これにより、投資家が運用プロセスにおいてこうした問題を考慮に入れることが困難となっている。
- 責任投資が投資家の投資ユニバースを制限し、運用パフォーマンスにマイナスの影響を与えるものなのではないかという認識。

提言

グローバルに推奨されている事項の他に、以下について推奨する。

ブラジル証券取引委員会 (CVM) およびブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA) は、資産保有者および資産運用者の各々に対して：

- 受託者責任により、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。
- その投資プロセスおよび意思決定において、ESG問題を考慮し、積極的に投資先の企業およびその他の事業体と対話を持つこと (エンゲージメント) が期待されていることを明確にすべきである。

国民年金基金監督庁 (Previc) は、決議3.792の環境問題および社会的問題の要求事項の実施について、投資家の慣習およびパフォーマンスへのその影響について分析し、報告することにより、決議3.792の監督および実施を強化すべきである。

“これまでのところ、機関投資家に対してその運用プロセスにESG問題や責任投資を重視した取り組みを促す政策や規制はほとんどない。これはすぐに変わることもないだろう。しかし、長期で見れば、欧州 (機関投資家にアクティブ・オーナーシップの役割を要請する監督当局の例など) と同様の発展が見られるだろう。”

Mario Fleck (CEO, Rio Bravo Investimentos)

各国分析:

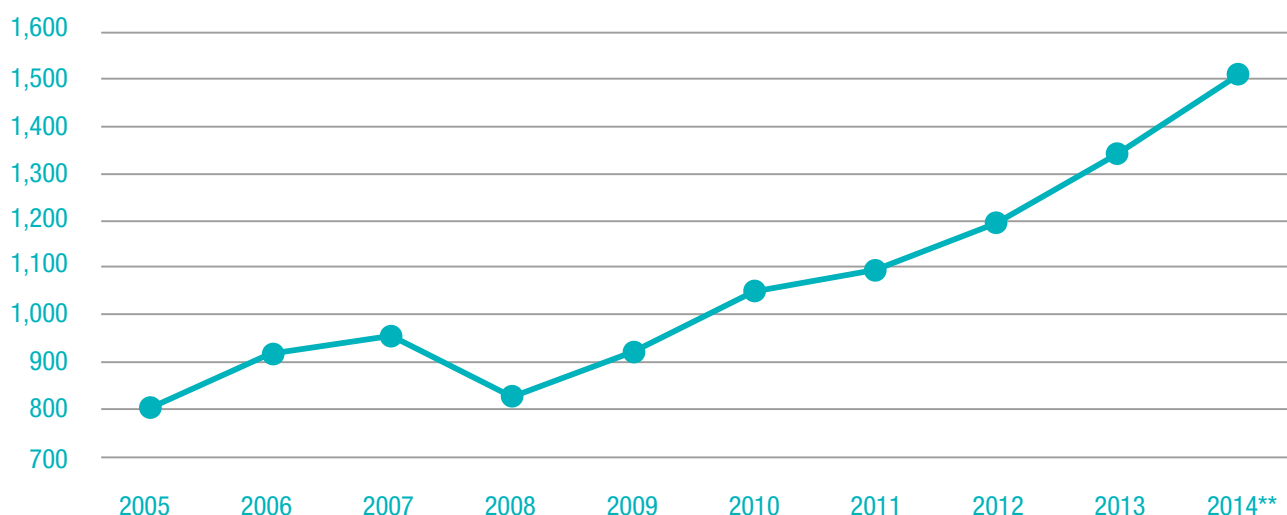
カナダ



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ²³	1,832	1,839	1,788	1,615
NOMINAL GDP (C\$bn) ²⁴	1,831	1,893	1,976	2,015
POPULATION (million) ²⁵	34.7	35.1	35.5	35.8
GDP PER CAPITA (C\$/capita) ²⁶	52,775	53,953	55,681	56,181
²⁷ LABOUR FORCE (million) ²⁸	18.80	19.03	19.12	19.20
²⁹ EMPLOYMENT RATE ³⁰	72.0%	72.4%	72.3%	--
% POPULATION > 65 ³¹	14.9%	15%	15.7%	16%

THE CANADIAN PENSION MARKET IN NUMBERS

Canada, total investment of pension funds (C\$bn)³²



* Estimate

** Preliminary data

23 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

24 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

25 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

26 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

27 OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

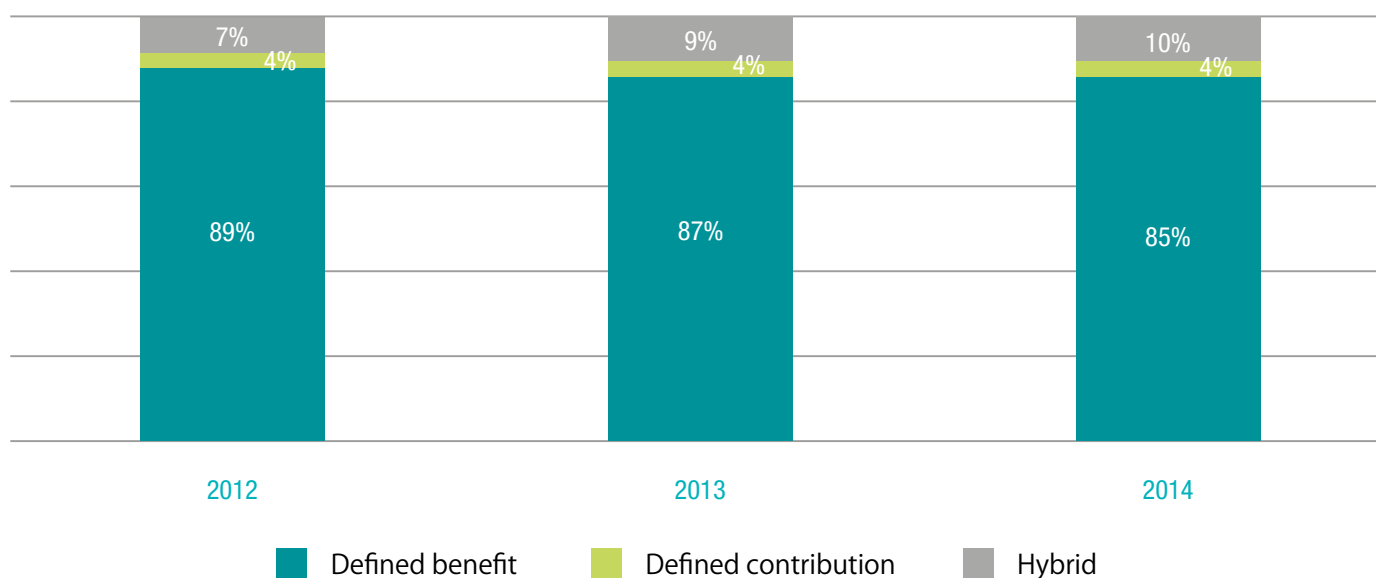
28 Statistics Canada, [Labour force characteristics](#), 2015.

29 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

30 OECD, [Employment rate](#), 2015.

31 The World Bank Data, [Population ages 65 and above \(% of total\)](#), 2015.

32 OECD, Pension [Market in Focus 2014](#), table 3 and OECD, [Pension Funds in Figures](#), 2015.

Canada, % AUM by type of pension scheme³³

カナダの投資市場

カナダの金融サービス産業はカナダのGDPの6%から8%を占める。金融の中心は証券取引所の所在地でもあるトロントである。

カナダの年金制度の特徴は、公的年金と私的年金が混合している点である。老齢保障年金と所得保障補足年金は、税財源方式の定額年金で65歳以上から支給される。労働者および雇用者(自営業者も含む)は所得比例年金であるCanada Pension Planへの加入も義務付けられている。

また、雇用主も企業年金プランを提供することができ、加入者は民間セクターよりも公的セクターの方が多い。それらは確定給付型、確定拠出型(特に民間セクターで増加の傾

向)、あるいはハイブリッド型である。それ以外に、RRSPなど、税制優遇措置のある個人年金もある。

金融機関監督庁(OSFI)はカナダ政府の独立機関で、1987年にカナダの金融システムの安定性と健全性に寄与することを目的として設立された。OSFIは、連邦政府に登録されている銀行・保険会社、信託会社および貸付会社ならびに連邦政府の監督下にある私的年金基金を監督・規制している。カナダのおよそ6%の私的年金基金が連邦政府によって規制されている(これらの私的年金基金は連邦政府によって規制される雇用分野(銀行業、州際輸送業および通信業など)の被雇用者と受益者のための年金である)。3つの準州(ユーコン、ノースウエスト、ヌナブト)の年金基金もOSFIによって規制されている。

33 Statistics Canada, [Table 280-0014-Registered pension plans \(RPPs\), members and market value of assets, by funding instrument, sector, type of plan and contributory status, annual, CANSIM \(database\), 2014.](#)

連邦政府によって規制される年金基金以外に、カナダの各州も年金制度の規制・監督に責任を有する。各州における主要な機関は以下の通りである（各機関の権限は、州により様々であり、連邦政府とも異なる）。

- ・ アルバータ州: Alberta Treasury Board and Finance
- ・ ブリティッシュコロンビア州: Financial Institutions Commission
- ・ マニトバ州: Pension Commission
- ・ ニューブランズウィック州: Financial and Consumer Services Commission
- ・ ノヴァスコシア州: Department of Environment and Labour
- ・ ニューファンドランド・ラブラドール州: Service Newfoundland and Labrador
- ・ オンタリオ州: Financial Services Commission of Ontario
- ・ ケベック州: Régie des rentes du Québec
- ・ サスカチュワン州: Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

フレッシュフィールズ（2005）以降の法律・政策における変化

2005年のフレッシュフィールズ・レポートの公表以降、責任投資に関する連邦レベルでの法令変更はない。

州レベルでは、二つの進展があった。一つは、フレッシュフィールズ・レポートでも触れられているマニトバ州の年金基準法（2005）で、投資方針および意思決定が慎重性基準に合致している限りにおいてはESG要因を考慮することを認めている。

もう一つは、オンタリオ州の年金基準法（PBA909）で、2016年以降、年金基金には、その投資方針の中で、「環境、社会、ガバナンス要因が基金の投資方針および手続きに組み込まれているか否か、また、組み込まれている場合にはどのように組み込まれているかについての情報」を開示することが義務付けられることになる。

実務家の見解

実務の現状

このプロジェクトにおけるインタビュー対象者は、カナダにおける大手の法定年金基金と公的年金基金（CPPIB, bclMC, OTTP など）が長期的な責任投資、とりわけコーポレートガバナンスの問題について積極的に取り組んでいることを指摘した。しかし、カナダの資産保有者については、環境上の問題や社会の問題に対する配慮の水準ならびに委託先運用機関の責任投資に関する取り組みの監視および監督の点において、欧州の資産保有者と比較すると遅れをとっている感があることも指摘された。

資産運用者に関しても同様の指摘があった。インタビュー対象者は、特に大手の資産運用会社は、投資プロセスにおいてコーポレートガバナンス問題を考慮し、議決権を行使し、単独あるいはCCGG（Canadian Coalition for Good Governance）等の協同イニシアティブを通じてコーポレートガバナンスに関する一定のエンゲージメントを実施していることを指摘した。しかし、資産保有者の場合と同様、環境上の問題や社会の問題に対する配慮はあまり払われていない。

インタビュー対象者は、資産運用者の責任投資に対する取り組みは、二つの要因に左右されることを指摘している。一つは顧客ベースである。欧州にかなりの数の顧客をもつ運用会社はより積極的な取り組みを採用しやすい。もう一つは規模である。地方の運用会社のほとんどが小規模のリサーチ・チームしかもっていない。このようなケースでは、顧客からの強い要望や特定のマンドートがない限り、運用会社による責任投資への取り組みや運用会社が投資リサーチにおいてESG問題へ配慮する水準は限定的にならざるを得ない。

カナダ経済における採取産業（特に、オイルサンド事業）への比重の高さが、カナダの投資家の気候変動に対する見方にも大きな影響を与えている。多くのカナダの資産保有者は、投資引き揚げへの呼びかけに対して異を唱えているものの、それらの呼びかけに適切に応えるために必要とされるデータや情報には関心を示しているとインタビュー対象者は指摘した。現在、気候変動リスクを分析・評価しているカナダの資産保有者が特に関心をもっているのは、二酸化炭素排出量の計測であり、代替的な低炭素産業へ徐々に移行していくために二酸化炭素排出量の情報を利用することである。

受託者責任

カナダにおける資産保有者の法的義務の根拠となるのは、年金制度自体の設立書類（例えば、プラン規約の原文および拠出契約など）、コモンロー上の義務（ケベック州を除く）、年金基準法、所得税法上の要件などである。年金基準法とコモンローは受託者責任を課している。一般的な受託者責任には、受益者に対する忠実義務ならびに受託者として通常払うべき配慮の基準に従うことが含まれる。

“受託者責任ではプロセスが問題となる。つまり、受託機関には、短期および長期の運用パフォーマンスに関係するような広範な問題に目を向け、それらの問題が財務上いかなる影響を及ぼしているか、そしてこうした分析にもとづいて、いかに問題に対処すべきかを判断することが求められている。”

Karen Lockridge (Pension Actuary, Mercer)

“確定拠出型年金では、リスクを負うのは雇用者および加入者である。従って、分散投資はもちろん、ESG要因も含め、すべてのリスクを適切に管理することが必須となる。これが確定拠出型年金において責任を考える上での出発点となる。”

Daniel Simard (CEO, Bâtirente)

インタビュー対象者は、資産保有者の運用実務や責任投資への取り組みに影響を与えるものとして受託者責任の重要性を強調した。個々の義務は組織のミッションに依るものの（例えば、リスク調整後リターンの最大化や基金の年金支払いの約束の達成など）、実務上、受託者責任とは、資産保有者は主に受益者の短期的な財務上の利益に専念する必要があるという意味において解釈されている。相対的に狭義に解釈されている財務上の利益をこのように重視することは、資産保有者の法律顧問や資産運用コンサルタントが与える助言によりさらに強まる傾向にある。

財務上のリターンを重視することは障害となる面もあるが、それによって長期的なアプローチをとること（例えば、投資目標の策定においてなど）、投資リサーチおよび意思決定においてESG問題を考慮すること（これらの問題が及ぼす財務上の影響が明確化されることを条件として）、またはESG問題について企業や政策当局に関与することが妨げられるものではないともインタビュー対象者は述べている。また、資産保有者がより広範で長期的なアプローチを採用する可能性を示すものとして、いくつかの大手年金基金（例えばCPPIB, bclIMC, OTPPなど）の取り組みを挙げている。一部のインタビュー対象者からは、責任投資を組織的に採用・実施することを妨げる理由として、責任投資はどのように受託者責任と関連づけられるかに関する監督当局によるガイドラインや司法判断が不足していることが指摘された。

変化のための原動力

インタビュー対象者は、過去5年間に於いて、市場における責任投資への関心度はある程度高まったと述べている。これにはいくつかの要因がある。

- ESG問題の考慮が潜在的な投資価値を高めるという認識の深化。
- 市場の需要。カナダの大手資産保有者の多くがPRIに署名していることは、資産保有者にとり責任投資の重要性を示す重要なシグナルとなっている。
- PRIへの報告義務。PRIへの報告義務ならびにこれらの報告書が公に開示されるということが、機関のシステムや手続きを強化する必要性につながっていると署名機関は述べている。

“長期投資という年金基金の目的に照らして世代間の公平さを考えると、年金基金の受託者が負う「受託者責任」の範囲を拡げる必要が出てくるかもしれない。”

Ed Waitzer (Partner, Stikeman Elliott)

- 法令改正。インタビュー対象者は、オンタリオ州の年金基準法の触発効果についてコメントしている。その結果、オンタリオ州、またそれ以外の州においても、年金基金の管理機関がESG問題に関する明示的な対話を行うようになり、受託者責任の現代的解釈に関してコンサルタントや法律顧問に助言を求めるようになってきている。
- 諸外国での取り組み。インタビュー対象者によれば、カナダの投資家は欧州の主要な運用機関を基準に自らを評価する傾向があり、責任投資への取り組みを強化するためのアイデアについては欧州を参考にすることが多い。

“過去12ヶ月間において、米国、カナダ両国において、顧客や資産運用コンサルタントの責任投資に対する関心が高まってきている。コンサルタントの質問の内容はより濃く、大口の顧客については、ESGインテグレーションやリスクと機会を特定するためのESG分析や企業とのエンゲージメント手法への関心が強い。”

Judy Cotte (VP and Head, Corporate Governance and Responsible Investment, RBC Global Asset Management)

進展を阻む要因

発展の妨げとなっている明らかな要因として、インタビュー対象者は以下を指摘した。

- 責任投資がどのように受託者責任と関連づけられるかについての監督当局によるガイドラインあるいは司法判断の不足。一部のインタビュー対象者からは、期間枠（すなわち「長期的」の定義）、責任投資への取り組みとみなされるべき投資家の個々の活動、投資リサーチおよび意思決定プロセスにおいて考慮されるべき問題を明確化することの重要性が指摘された。
- 受託者責任の狭義の解釈をめぐり、法律専門家と資産運用コンサルタントの間で続いている議論（明確なガイドラインの欠如が理由の一つとなっている）。かかる議論は、資産保有者が責任投資を採用しようとする意欲をそぐ結果を招いている。
- 環境・社会問題と運用パフォーマンスとの関連性を裏付ける説得力ある証拠がないこと。これとは対照的に、コーポレートガバナンスでは、それが投資に及ぼす影響の重要性についての十分な学術的調査が存在し、ガバナンスへの期待は法的にも明確化されてきている（例えばエンロンの事例や格付機関についてのSECの判断など）ことをインタビュー対象者は指摘した。
- 環境・社会問題に関する企業報告の不十分さや一貫性のなさ。このことは、投資家がこれらの問題を投資プロセスで考慮することを困難にさせている。
- 依然として、多くの受託者が、責任投資をネガティブ・スクリーニングと同一視しており、それによって、受託者の投資範囲を制限することとなり、その結果としての投資パフォーマンスへマイナスの効果を与えている。
- カナダにはESGインテグレーションやアクティブ・オーナーシップなどに関する深い専門性をもつ個人が相対的に少ないこと。一部のインタビュー対象者は、こうした能力は市場の需要に左右されるとコメントしている。一般的な市場の需要が高まり、責任投資の事例がより具体化してくれば、かかる能力ギャップは比較的早く対処されていくだろうと示唆している。

提言

グローバルに推奨されている事項の他に、以下について推奨する。

カナダ金融機関監督庁および各州の該当年金規制当局は、資産保有者に対し、自身およびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが期待されていることを明確にすべきである。

連邦政府および州政府は、オンタリオ州の例に従い、ESG開示の法律を導入すべきである。かかる法律は、規制当局に以下を要求すべきである：

- 年1回の進捗状況の見直し。
- 資産保有者がESG問題をその投資プロセスにどのように組み込んでいるかを説明すること。
- これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果にどう影響しているかを分析すること (成果とは、投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる)。

各国分析:

EU (欧州連合)

欧州連合 (EU) 加盟国である英国とドイツは、EUの諸機構の法制度の対象であり、それらの決定事項の影響を受ける。

職域年金指令

受託者責任との関係では、欧州で最も重要な法令は、2003年の職域退職制度のための機関の活動及び監督に関する指令 (職域年金指令) である。この指令は、職域退職制度のための機関 (IORPs) – 基本的に民間の職域年金制度 – に適用される。IORPs は「慎重な (資産運用) 受託者」の原則に従って投資を行い、以下を確保することが求められている。

- ・ 資産は、加入者および受益者の最善の利益のために (あるいは、利益相反の場合には、全く加入者および受益者の利益のために) 投資されること。
- ・ 資産は、ポートフォリオ全体の安全性、質、流動性、収益性が確保されるような方法で投資され、期待される将来の退職給付の性質や期間を適切に考慮した方法で投資されること。
- ・ 資産は、ポートフォリオ全体で、特定の資産、発行体、企業グループへの過度な集中やリスクの累積を避けるような方法で適切に分散されること。

さらに、IORPs は投資方針原則書 (SIP) を策定し、少なくとも三年に一度見直しを行うことが求められている。またSIPは所轄官庁に提出され、要請があれば各年金基金の加入者および受益者にも開示しなければならない。これらSIPにおいてESG要因の考慮を義務づける明示的な規定はない。

最近の動向

職域年金指令以外にも、投資家が受託者責任と責任投資に対する広範なコミットメントをいかに実施するかに関係するEU指令は多数存在する。例えば、

- ・ 一定の大企業および企業グループによる非財務情報・多様性情報についての開示に関する指令2014/95/EU (一般に「非財務報告指令」と呼ばれる) – 従業員500人以上の企業に対し、環境、社会、従業員、人権の尊重、汚職と贈賄の防止、広範な多様性の問題に関して、会社の方針、リスクおよび結果に関する情報を開示することを義務付けている。

- ・ 上場会社における株主の一定の権利の行使に関する指令2007/36/EC (一般に「株主の権利指令」と呼ばれる) – 株主が株主総会の一定期間前にその関係情報を入手でき、その所有株式について電子的手段により議決権行使が可能となるようにするための最低限の基準を定めている。また本指令は、シェア・ブロック制度を廃止し、質問する権利、株主総会の議題に関する事項を追加する権利、議案を提出する権利についての最低基準も設けている。
- ・ 金融商品市場に関する指令 2014/65/EU (第2次金融商品市場指令 (MiFID 2)) (これにより、金融商品市場に関する指令 2004/39/EC (第1次金融商品市場指令 (MiFID 1))は廃止された) – および金融商品市場に関する規則 600/2014 (金融商品規則 (MiFIR)) – これらは、すべての適切な取引所において取引が規制されたプラットフォームにおいて行われるようにすること、アルゴリズム取引に対する取引規制の導入、金融市場における透明性の向上や監督権限の強化、組織および行為に関する堅固な規制の導入を実施することにより、金融市場の効率性、安定性および透明性の向上を目指したものである。

“デンマーク年金基金の投資家としてAPGは、全ての資産クラスと運用プロセスで、通常業務の一部としてESG要因を組み入れることが求められている。それが、我々の年金運用の主要な使命だ。”

Claudia Kruse (Managing Director, Head of Governance & Sustainability, APG)

今後の発展の可能性

欧州を拠点とする実務家へのインタビューの中で繰り返し出てきたテーマは、EUの法制度の変更が、投資実務ならびに受託者責任の解釈および定義に重要な影響を及ぼす可能性があるという点である。2015年8月時点で審議中にあるEUの法令改正案には以下が含まれる。

- 個人の年金積立金を実体経済を長期的に支える投資に動員すること。
- より効率的な投資市場を構築するために、EUの広域にわたる資本市場同盟 (CMU) の構築計画を発足させること。
- 株主の権利指令に対する改正案の一部では、機関投資家に対して、投資先企業の総会においてどのように投票したか開示することを義務付けている。また、株主エンゲージメントに関する方針書を発行することを義務付けているが、同書には、株主エンゲージメントがどのように投資戦略に組み込まれているか、投資先企業のモニタリングとエンゲージメントがどのように行われているか、包括的なエンゲージメントがどのように活用されているか、利益相反がどのように管理されているかについての詳細な情報の開示が求められる。
- 職域年金指令に対する改正案の一部では、IORPsに対して、以下を義務付けている。(a)サステナビリティの観点から見た年金制度の潜在的な脆弱性が適切に理解され、それらについて所轄官庁と議論できるようにリスク管理を改善すること、(b)リスク評価において、新しいリスクまたはエマージング・リスク(気候変動など)の考慮も含めること、(c)投資アプローチにおいて環境、気候変動、社会、コーポレートガバナンスの問題をどのように考慮しているかについての情報が加入者および受益者に提供されるようにすること。

提言

グローバルに推奨されている事項の他に、以下について推奨する。

欧州委員会は該当する加盟国の監督官庁に対し、自国の法的文脈において、いかに受託者責任を解釈すべきであるかについて、ガイドラインを提供すべきである。ガイドラインは：

- 受託者責任により、資産保有者は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因 (ESG要因を含む) に注意を払うことが求められることを明確にすべきである。
- 責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公共政策への関与が含まれることを明確にすべきである。
- 加盟国に対し、受託者責任および責任投資に関する法律が欧州全域で調和し、整合性のあるものとなることを確保するよう奨励すべきである。
- 加盟国に対し、受託者責任および責任投資に関する法律ならびにその他の政策手段の実施を監視し、それらから生じた投資およびその他の成果について報告することを奨励すべきである。

受託者責任に関する欧州委員会の研究

2015年秋、欧州委員会の環境総局は、アーンスト・アンド・ヤング著「資源効率と受託者責任」というタイトルの報告書を公表する予定である。報告書の目的は、欧州連合において、環境や資源効率に関わる問題を受託者責任に組み込むことについての説明と政策の助言を行うことである。報告書では、欧州連合全体と、さらに詳しく、5加盟国を対象として、受託者責任の現状を見直される予定である。この分析にもとづいて、環境や資源効率の問題は、果たして受託者責任において積極的に考慮されるべきであるのかという点について政策提言を行い、さらに、そうした融合をはかるために必要なEU全体および各加盟国における具体的な方策を示す。

各国分析:

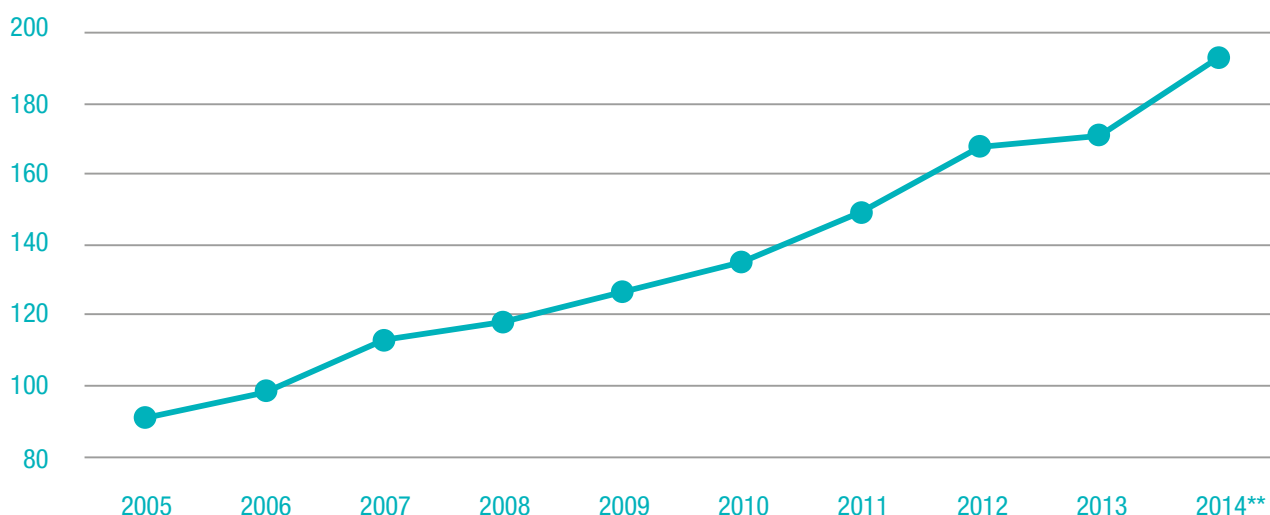
ドイツ



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ³⁴	3,535	3,731	3,859	3,413
NOMINAL GDP (€bn) ³⁵	2,749	2,809	2,903	3,015
POPULATION (million) ³⁶	80.5	80.7	81.1	81.3
GDP PER CAPITA (€/capita) ³⁷	34,150	34,784	35,805	37,061
³⁸ LABOUR FORCE (million) ³⁹	41.9	42.1	42.5	42.7
⁴⁰ EMPLOYMENT RATE ⁴¹	72.7%	73.5%	73.8%	74.3% ⁴²
% POPULATION > 65 ⁴³	20.6%	20.7%	20.8%	21.6% ⁴⁴

THE GERMAN PENSION MARKET IN NUMBERS

Germany, total investment of pension funds (€bn)⁴⁵



* Estimate

** Preliminary data

34 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

35 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

36 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

37 IMF, [World Economic Outlook](#), 2015.

38 OECD: the total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

39 Startseite - Statistisches Bundesamt (Destatis), [Labour Market](#), 2015 and WB data, [Labor force, total](#), 2014.

40 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

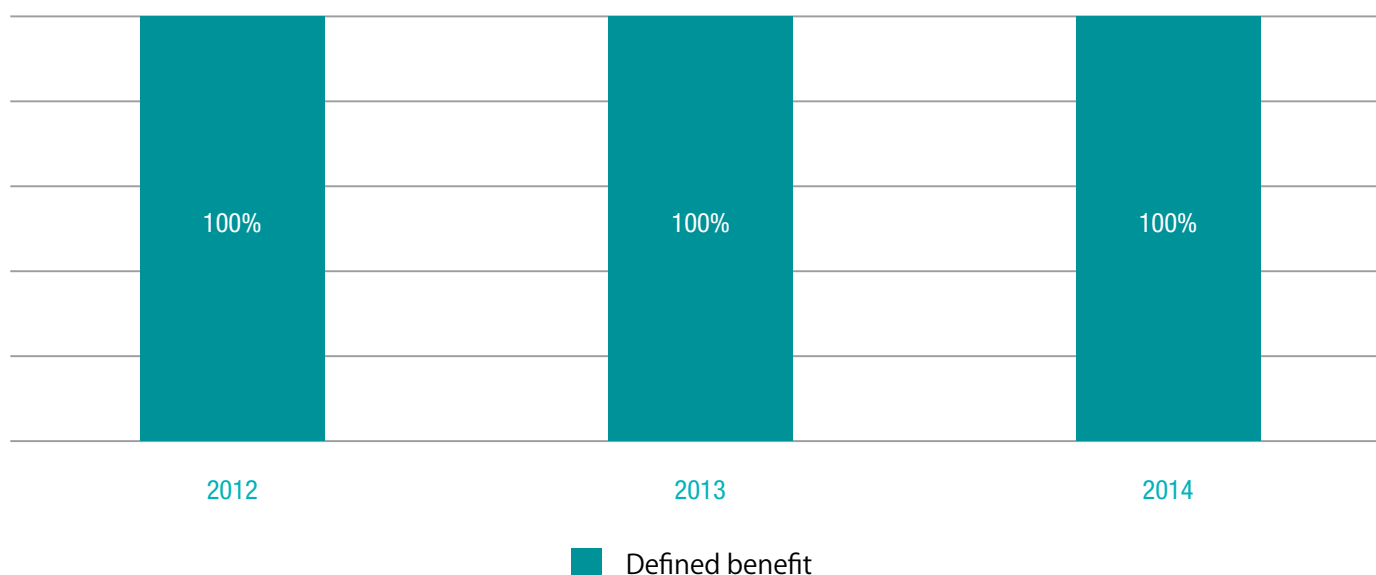
41 Eurostat, [Labour market and Labour force survey \(LFS\) statistics](#), 2014.

42 EC, The 2015 Ageing Report, [Table III.5.1: EC-EPC \(AWG\) 2015 projections Germany](#), 2014.

43 Eurostat, [proportion of population aged 65 and over](#), 2015.

44 EC, The 2015 ageing report, [Table III.5.1: EC-EPC \(AWG\) 2015 projections Germany](#), 2014.

45 OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 and OECD, [Pension Funds in Figures](#), 2015.

Germany, % AUM by type of pension scheme⁴⁶

ドイツの投資市場

ドイツでは歴史的に、年金制度の大部分を義務的年金保険に依存してきた。これが変化しはじめ、私的年金制度が、賦課方式の公的年金制度を補完するケースが増えてきている。

ドイツの雇用者は、年金制度の加入および積立方式について、以下5つの方法の中から必要なだけ選択することができる。

- 企業が従業員に対して一定の退職給付金を直接支払うことを約束するもので、引当金積立による直接引当金制度。
- 企業が従業員を被保険者として保険会社に保険料を支払い生命保険契約を結ぶ直接保険方式。従業員は保険会社との契約における積立金について直接の受給資格がある。

- 個別または複数の企業により設立された特別年金金庫にて拠出金を積立てる年金金庫方式 (Pensionskassen)。
- 出資企業から独立した機構である年金基金。年金基金は、単独の企業、金融サービス提供者、または、従業員組合を母体とする業界全体の年金制度により設立される。
- 従業員ではなく企業が直接的な法的権利をもつ共済金庫方式 (Unterstützungskassen)。共済金庫は出資企業が単独で設立する場合と、複数企業の出資によりグループ共済金庫として設立される場合とがある。

連邦金融監督庁 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) が銀行業、保険業、証券業に対する規制および監視権限をもつ金融監督機関である。

⁴⁶ Tower Watson, [Global Pensions Asset Study 2015](#), [Global Pensions Asset Study 2014](#), [Global Pensions Asset Study 2013](#) and OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), figure 7. Pension plans in Germany can be DB plans or hybrid DB plans, but the split is not available by AUM. More information about pension plans is available in the EIOPA-BoS-13-59 Excel Spreadsheet online [here](#).

フレッシュフィールズ(2005)以降の法律・政策における変化

年金保険には、ドイツ保険監督法 (Versicherungsaufsichtsrecht (VAG)) が適用されるが、同法は2005年以降若干の改正があったのみである。

投資信託は、オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) を発布し、譲渡可能証券の集団投資事業指令 (UCITS) を統合した、ドイツ資本投資法 (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB) が現在適用されている。KAGBは投資信託の中心的な法体制として、ドイツ投資法に取って代わった。

ドイツの立法機関は年金機関や保険基金に対して責任投資に関する法的拘束力のある原則は導入していないものの、2005年のVAG改正により、年金基金や年金金庫 (Pensionskassen) は、受給資格のある従業員 (すなわち、受益者) に対して契約締結前に、また、締結後は年次で、投資の意思決定においてESG問題を考慮しているか、さらにどのように考慮したかについて説明が義務付けられている。立法機関は、年金基金と年金金庫が運用実務においてESGを考慮に入れることは明らかに許容されると表明している。

実務家の見解

実務の現状

インタビュー対象者の中には、PRIに署名した投資機関の割合に鑑みて、ドイツが幾分遅れているとする意見もある。これはドイツの資産保有者は正式な法定要件に従って職務を遂行する傾向にあり、法定要件がなければ従来通りに続けるのが通常であるという事実を反映していると示唆する。一般的に自発的なコミットメントに対する積極性に欠けるという点で意見が一致している。

責任投資やESG問題に関する投資家の手腕、専門性、知識はさまざまである。多くが、責任投資やESG関連の方針を正式には策定しておらず、また、それらの方針を実施するためのガバナンスの仕組みや手続きを整備していないとインタビュー対象者は指摘する。大手あるいは国際志向が強い機関においては、運用プロセスでESG問題がより具体的に

考慮されやすいと考えられている。これは、商業上 (すなわち顧客の要求)、評判上必須と考えられるからである。

“我々が責任投資にどのように取り組むかを決める際には、受託者責任に関するフレッシュフィールズ・レポートを見直し、また、PRI署名機関リストにも目を向けた。フレッシュフィールズ・レポートは、我々の取り組みが受託者責任に反するものではないことに確信を持たせるものであった。また、APG, PGGM, Norges Bank等が全てPRI署名機関であることは、責任投資がBVKのような資産保有者にとり、適切な戦略であることへの信頼性を与えるものでもあった。”

Andreas Hallermeier (Sustainability Manager and Assistant to the CIO, Bayerische Versorgungskammer (BVK))

さらに、インタビュー対象者は、一部の大手の資産運用会社を除けば、企業との対話 (エンゲージメント) をもつドイツの投資家は相対的に少ないと指摘している。その要因として以下を挙げている。

- ・ エンゲージメントについての法的要請がないこと、さらに運用機関に対し企業との対話 (エンゲージメント) を求めることをBaFinに許す法規定がないこと。
- ・ ドイツには、投資家と投資先企業との対話 (エンゲージメント) という慣習がまだない。

- ・ 企業が適切なガバナンスや環境、社会問題への効果的な対処を行うようにするのは国の責任であるとの、投資家の間に見られる一般的な考え方。
- ・ 企業へのエンゲージメントを行い、また、資産運用者によるエンゲージメントが実施されているかのチェックを効果的に委託できる能力とリソースを持っているのは大手の基金のみであるという能力による制約
- ・ ドイツ市場におけるエンゲージメントの効果を裏付ける実証結果の不足。

法的枠組み

ドイツの法律には、年金基金や投資基金が顧客や受益者に負う義務に関して詳細な条項がある。中心となるのが、これらの基金は投資家の最善の利益となるように資産を投資する必要があるというものである。これは、投資に係るリスクを考慮に入れた財務上の最善の利益と定義されている。広義には、年金基金は、可能な限り高い安全性と収益性を保証し、十分な流動性を確保し、リスクを適切に管理し、投資方針に従い高い専門性をもって投資することに努めなければならない。

インタビュー対象者は、年金基金や保険積立金が投資判断においてESG問題を具体的に考慮することを法定要件として求めていることは明らかであると述べている。これらの基金は、その原則に従っている限り（特に安全性と収益性に関して）それらの問題を考慮することを許容されている、と認識されている。

投資信託についても広く同様の義務および解釈がある。つまり、職務を遂行するときは投資家の利益と市場の統合性のためだけに行動し、適切な専門性、注意、誠実さをもって職務を遂行し、利益相反を避けるもしくは解決するよう努めなくてはならない。年金保険と同様、投資信託においても投資判断の際にESG問題にふれることを求める法律上の明確な義務はない。

しかし、意思決定プロセスにおいてESG原則自体が排除されているわけではない。出資会社と投資家の関係性を決定する諸条件がそのことに具体的に言及し、また、受託の適用範囲を十分に詳しく説明すれば、投資信託の投資判断にESG問題を対象とした条項を法的拘束力をもって組み込むことは可能である。

“aFinは、リテール・ファンドに義務付けられている基金の投資に関する規定開示をモニタリングしている。

ファンドのリスク特性に対して特定の影響を与えるような投資を行う場合（例えば、炭素集約度の高い業種のオーバーウェイトによる炭素規制に対する有意なエクスポージャーなど）、BaFinは、これらのリスクがいかに関管理されているか、また、全般的なファンドのリスク特性への影響に注視するだろう。

BaFinはファンドが特定の企業や業種に投資すべきか、あるいは投資すべきではないかについて見解を示す立場にはないが（例えば、再生可能エネルギー、原子力エネルギー、武器、児童労働など）、ファンドには、それらの投資に付随するリスクについて明らかにし、そうしたリスクを管理するための明確な戦略をもつことが要請されている。”

Thomas Neumann (Head of Investment Supervision, Federal Financial Supervisory Authority – BaFin)

先に述べた通り、年金基金、年金機関、個人年金保険は、受益者および顧客に対して、契約締結前、また、締結後は年次で、拠出金の配分に際して、倫理的、社会的、環境上の問題に配慮して資産配分を行っているか、さらにその方法について情報を提供しなければならないことになっている。しかし、これらの要件は、それらの基金がサステナブルな投資方針を取ることを、あるいは、運用実務やプロセスの中でこれらの問題を考慮する義務を負っているということを意味するものではない。

ドイツには様々な自主規制やソフトローの取り組みがある。例えば、ドイツ連邦環境省は、責任投資原則(PRI)に関するガイダンスを、また、ドイツ投資信託協会(BVI)は責任投資のためのガイドラインを、いずれも公表している。しかし、これらの文書に法的拘束力はなく、また、法的手続きにおいて特定の地位を有するものでもない。

さらに、投資信託や年金基金は、ESGの側面を重視したドイツ・サステナビリティコード(“Deutscher Nachhaltigkeitskodex”)の遵守を宣言することもできる。サステナビリティコードの遵守状況を公表することによって、基金は既存および潜在的な投資家に向けて、環境保全や労働者の権利保護、人権保護など特定のESG問題への取り組みについて明らかにすることができる。

障壁

インタビュー対象者は、ドイツにおける発展を阻む主要な原因として、資産保有者や保険会社に対して、(a) 運用プロセスの中でESG問題を含む長期的に企業価値創造を牽引する要素を検討すること、(b) 投資先の企業や事業体との対話をもつ(エンゲージメント)ことを、正式な法的制約として課していないことをあげている。

責任投資のエビデンス・ベースの乏しさを指摘する意見もある。ESG問題と運用パフォーマンスの関連についての確固とした証明、およびESGインテグレーションやアクティブ・オーナーシップが運用パフォーマンスに与える価値についての実証結果は、その中でも特に不十分であると指摘されている。

多くのインタビュー対象者の懸念事項であるのは、ドイツの投資家のESGに関する力量、専門性、リソースなどに関す

るものだ。ただこれについては、責任投資への需要が比較的低いことが原因であるだろうとの認識を持っている。責任投資に対する市場での需要が高まり、投資事例がより明らかになれば、こうした問題は比較的早く解消されるであろうとも示唆している。

変化のための原動力

ドイツには、責任投資へのコミットメントを示す投資家も、PRIに署名する17の資産保有者もいることを理解することが重要である。これは、現行のドイツの法的枠組みが少なくとも責任投資に取り組もうとする機関にとって障害になっているわけではないことを示している。しかし、インタビュー対象者はESGインテグレーションを明確に義務付ける法令または、ESGインテグレーションが要請されるような指針を策定するために必要な法律専門家の意見(リーガル・オピニオン)がなければ、多数の機関投資家が責任投資を採用するようになるまでには長い時間がかかるであろう、と明言している。そして、自主規制の取り組み(例えば、英国や日本に倣ったドイツのスチュワードシップ・コードなど)では、大きな変化が期待できないとも述べている。

インタビュー対象者は一方で、時間を要する法令改正には過度に期待しすぎないようにしなければならないとも指摘する。むしろ、ドイツ法でも採用せざるを得ない欧州法、とりわけ株主の権利指令など、による変化の加速が期待できると示唆する。

“我々は、ESG問題を重視することによるアルファへの寄与は困難であると見ている。これらの問題に注目するのは、ボラティリティを抑制し、より高いリスク調整後リターンを生み出すことで、より適切なリスク管理が可能になるからである。”

Andreas Hallermeier (Sustainability Manager and Assistant to the CIO, Bayerische Versorgungskammer (BVK))

提言

グローバルに推奨されている事項の他に、以下について推奨する。

連邦金融監督庁 (BaFin) は、年金基金、年金機関および保険業者に対し：

- 年金拠出金の配分において、倫理的問題、社会的問題および環境問題にどのように対処するかについて説明した、公的に入手可能な方針を採用すべきである。
- これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果 (投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる) にどう影響しているかを説明した公的な年次報告書を公表すべきである。

年金基金は公に責任投資にコミットすべきである。

各国分析:

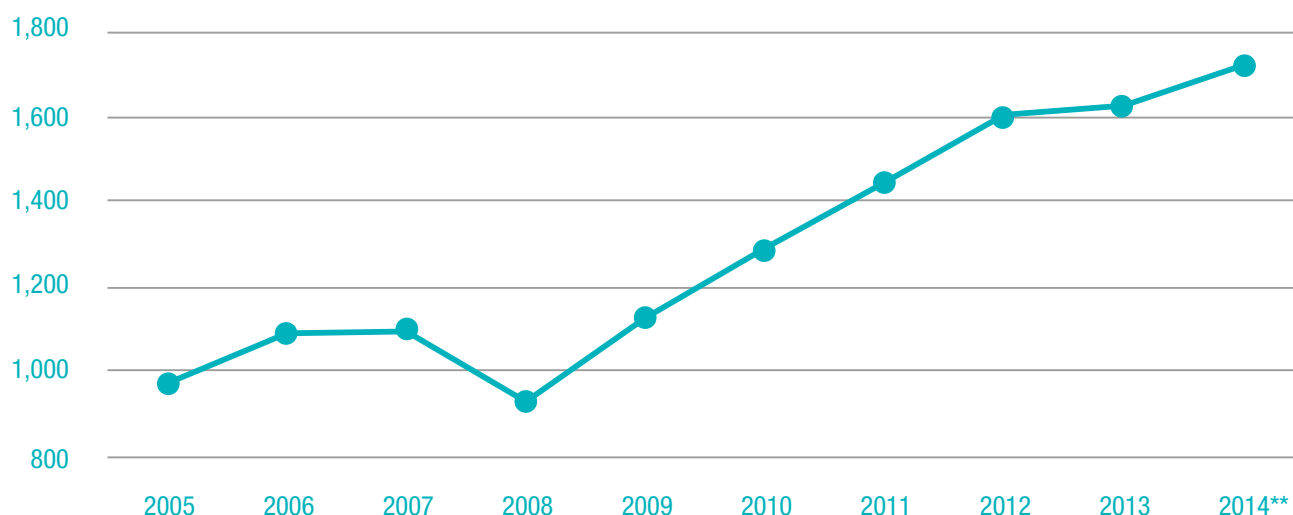
英国



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ⁴⁷	2,624	2,680	2,945	2,853
NOMINAL GDP (£bn) ⁴⁸	1,655	1,713	1,788	1,853
POPULATION (million) ⁴⁹	63.7	64.1	64.5	64.9
GDP PER CAPITA (£/capita) ⁵⁰	25,985	26,731	27,714	28,530
⁵¹ LABOUR FORCE (million) ⁵²	29.6	29.9	30.8	32.9
⁵³ EMPLOYMENT RATE ⁵⁴	71.0%	71.5%	72.9%	73.3%
% POPULATION > 65 ⁵⁵	17.0%	17.4%	17.7%	17.9%

THE UK PENSION MARKET IN NUMBERS

United Kingdom, total investment of pension funds (£bn)⁵⁶



* Estimate

** Preliminary data

47 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

48 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

49 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

50 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

51 OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

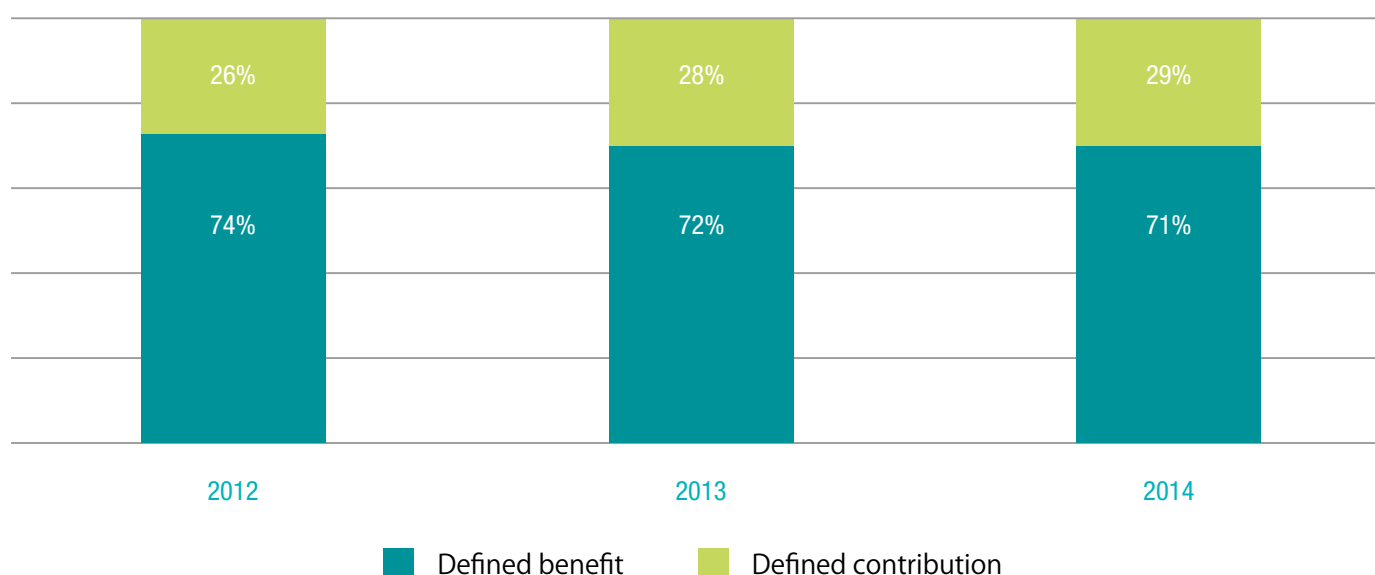
52 Office for National Statistics, [Labour Market](#), 2015.

53 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

54 Office for National Statistics, [Employment](#), 2015.

55 Office for National Statistics, [Population Estimates for UK, England and Wales, Scotland and Northern Ireland, Mid-2013 – SUPERSEDED](#), 2015.

56 OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3, 2014 and OECD, [Pension Funds in Figures](#), 2015.

UK, % AUM by type of pension scheme⁵⁷

英国の投資市場

英国には、世界第2位の資産運用産業と、第3位の保険産業がある。FTSE 100の時価総額は4兆ポンドである。

英国の公的年金制度は、基礎年金（定額給付、満額受給には44年間の国民保険料納付が必要）、第二年金、年金クレジットから成る。政府は、これらを単独の公的年金にすることを検討している。

公的年金制度は、私的な職域年金（企業年金）と個人年金により補完されている。2012年10月以降、政府は自動加入を段階的に実施し、自発的に脱退しない限り全ての雇用者が年金制度に加入させられることになった。良質な職業を基準とした年金スキームを活用できない労働者のための低コストの確定拠出型の年金プランが多く新設された。

主要な監督機関は財務報告評議会(FRC)、金融行為監督機

構(FCA)、年金規制機構である。英国法は主に、議会制度、コモンロー、欧州連合に準拠する。

フレッシュフィールドズ(2005)以降の法律・政策における変化

2005年職域年金制度（投資）規則（この規制の元になった法案については2005年フレッシュフィールドズ・レポートでも議論している。）の採用を除けば、2005年以来、受託者責任に関して英国法には目立った改正はない。

しかし、二つの重要な変化があった。それらは、(a) 2010年のスチュワードシップ・コードの導入と、(b) 機関投資家を対象とした受託者責任に関する調査である。

スチュワードシップ・コードは、進んで投資先企業にエンゲージメントを行う投資家のクリティカル・マスを形成し、エ

⁵⁷ Tower Watson, [Global Pensions Asset study 2015](#), [Global Pensions Asset Study 2014](#), [Global Asset Pension Study 2013](#).

ンゲージメントの質、量ともに向上させ、顧客や受益者に至るまでのインベストメントチェーンにおいて説明責任を向上させる目的のもとに2010年導入された。コードは、次に示す7つのコンプライ・オア・エクスプレイン項目から成る。

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、定期的に報告すべきである。

英国で認可された資産運用会社は、FCAの業務行為規則のもと、スチュワードシップ・コードへの責任を表明した文書の作成、もしくは、コードが当該企業のビジネスモデルにとって不適切である理由を説明することを求められている。2014年末までに、約300機関が署名し、その内訳は200機関が資産運用会社、80機関が資産保有者となっている。

英国においては、機関投資家の受託者責任に関して広範囲にわたる議論の経緯がある。2008年の世界的な金融危機を受けて、ジョン・ケイ教授は英国政府から英国の株式市場の構造や機能について調査を要請された。そして2012年7月に公表された「The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report (「ケイ・レビュー」)」では、貯蓄者の利益を保護するために、長期的に意思決定を行う文化や信頼とスチュワードシップを醸成する必要性が強調されている。レポートは、そのような文化を推進するにあたり受託者責任が重要な役割を果たすことを認識しているが、実務において受託者責任

が誤って解釈されたり誤用されたりすれば、損失につながることも強調している。

これに対し、政府は法律委員会に受託者責任についてより詳細な調査を依頼した。2014年、法律委員会は「Fiduciary Duties of Investment Intermediaries (「投資仲介業の受託者責任」)」というレポートを公表した。そのレポートはとりわけ、経済的な不利益をもたらさない限り(a) 受託機関が、財務上のリターンに影響するESG要因を含め、長期投資の目的に即したより広範な要因を考慮に入れるべきであること、(b)年金基金の最も重要な目的は財務上のリターンの追求である一方、受託機関は財務上のリターンに影響するESG問題、マクロ経済要因、生活の質や純粋な倫理的関心のような非財務要因、受益者の意見など、より広範に考慮することができる、と結論づけている。法律委員会は、受託者責任に関する法律について「複雑で分かり難く、よく理解されていない」こと、そしてそれが「受託者を、投資上考慮すべき要因や受益者の懸念事項に対して非常に狭い範囲での対応に留まらせている可能性がある」ことを認めている。

法律委員会がレポートを公表した後、英国政府は、職域年金の投資活動に関する法律改正のための正式な審議に入った。本報告書の執筆時点(2015年8月)では審議が完了し、政府による提出文書のレビューが行なわれている。

実務家の見解

受託者責任

年金基金の受託機関における受託者責任は、コモンローおよび年金基金に係る個別の法制に準拠する。コモンローにおける義務の中心は、忠実義務—これは一般に利益相反行為の回避を含むと考えられており、その他にも機密保持義務、立場を利用することで元本を犠牲にし、自己の利益を得てはならないという義務である。

年金との関連では、受託機関および仲介者は、慎重に行うようにしなければならない。その行為とは、受益者のためにリスクの許容水準を調整すると同時に、投資判断時には意思決定者としての注意義務を自らに課すことと理解されている。受託者責任のもとで要求されるのは以下の点である。

- ・ 道義的な義務を負っていると感じられる他者のために投資を行う場合は、慎重で思慮深い者の注意深さ、技術、勤勉さをもって実行すること。
- ・ 自らが持つ専門知識や経験を役立てること。受託機関のプロであれば、プロとして期待されるスキルを役立てること。
- ・ 分散投資の必要性和個別の投資の適格性を考慮する。
- ・ 職域年金に義務付けられている投資基本方針書 (Statement of Investment Principles) に従って投資を行っているかなど、一定の事柄について適切な助言を得て考慮に入れる。
- ・ 重要と考えられることはすべて考慮し、そうでないものは考慮しないようにする。運用パフォーマンスや期間枠という点から問題になる投資に対して、重大な影響のある要因については、注意が必要となる、とインタビュー対象者は示唆する。
- ・ 重要であると認識した事柄を比較評価した結果、その事柄は不合理ではなく、道理に反しているわけでも不条理であるわけでもない結論付けたと示せるような状態で、合理的に行動すること。

“マーサーは全ての顧客に長期的な視点(ここで言う長期とは年金基金であれば基金の運用期間であり、財団であれば永久と言えるだろう)をもつことを奨励している。”

Lucy Tusa (Principal, Mercer)

2005年職域年金制度(投資)規則に基づいて、職域年金基金のために慎重で思慮深く行動する義務は改正され、受託機関が「ポートフォリオ全体での安全性、質、流動性、収益性を確保し」、資産の適切な分散が図られるようにしなければならないようになった。

法律委員会の2014年のレポートには、受託機関の第一の関心事は妥当なリスク調整後リターンを生み出さなければならないことであると述べられている。その際には受託機関は運用パフォーマンスに影響を与える財務上の重要な要因を考慮しなければならない、これにはESG要因も含まれる可能性がある。インタビュー対象者によると、法律の実務家や運用専門家の間では、たとえ法律で規定されていなくても、ESG要因の投資判断への組み入れは、今後一般的な行為となるだろうという見解が台頭しているようだ。

“英国の地方自治体では、財務上の損失を招くような場合には倫理的理由による投資引き上げが適切ではないと結論づけた王室顧問弁護士の見解が定着している。しかし、この助言を踏まえた上で、我々の責任投資への取り組みの主要な要素—議決権行使、財務上重要なESG問題に関する企業、運用者、政策立案者とのエンゲージメント—は、受託者責任と完全に整合的であると結論づけた。”

Mark Chaloner (Assistant Director – Investments, West Midlands Pension Fund)

それにもかかわらず、資産保有者が運用プロセスにESG問題を組み込めない、あるいは企業へのエンゲージメントを行えない理由として、依然として受託者責任が筆頭にあげられている。インタビュー対象者は、これは(例えば、資産保有者にESG問題を考慮することを義務付けるような)法律の中で受託者責任を許容する、あるいは肯定的に定義する文言が不在であることが一つの理由であるとしている。また、リソースの制約、年金債務、膨大なコンプライアンス要件など、資産保有者が様々な実務上の課題に直面している現実も理由として考えられる。これらの課題は、規制など現

状態を開示する事柄がなければ、資産保有者は進んで責任投資に注意を向け、リソースを割くことはないことを意味している。

スチュワードシップ・コードに関しては、インタビュー対象者は、今やコードへの署名は英国市場において資産保有者や資産運用コンサルタントに対して、通常に期待される要件となっていると述べている。コードは、資産保有者や資産運用者が投資先企業とのエンゲージメントを行うことを期待しているという明確なシグナルを送っているものの、コードが実施されている方法については比較的注意が払われていない。

“英国の地方自治体では、財務上の損失を招くような場合には倫理的理由による投資引き上げが適切ではないと結論づけた王室顧問弁護士の見解が定着している。しかし、この助言を踏まえた上で、我々の責任投資への取り組みの主要な要素—議決権行使、財務上重要なESG問題に関する企業、運用者、政策立案者とのエンゲージメント—は、受託者責任と完全に整合的であると結論づけた。”

Paul Watchman (Honorary Professor, School of Law, University of Glasgow)

インタビュー対象者はまた、スチュワードシップ・コードの内容について二つの具体的な問題点を指摘している。一点目は、コードでは環境と社会の問題に対して明確な注意が向けられていないことである。これらの問題が強調されていないことは、長期的に投資価値向上を牽引する要因として、これらの問題性はコーポレートガバナンスに比べて重要性がかなり低いことを示唆する。二点目は、コードが、主に企業と直接関わる機関にのみ関係するものあり、資産運

用会社に運用・管理（および関連業務）を委託するような機関には関係が薄いと見られていることである。コードは、これら権限を委譲する機関がどのようにスチュワードシップ責任を果たすべきであることを説明してはいない。

実務の現状

英国の、特に大手の年金基金といった資産保有者の多くが、ESGインテグレーションやスチュワードシップを標準的な運用プロセスの一部として見始めている。例えば、2014年のスチュワードシップ・コードのレビューでは、マンデートの全てあるいは一部でスチュワードシップを参照しているとした資産保有者の割合は83%（2012年が71%で2011年は65%）に上昇しているとFRCが言及している。インタビュー対象者はPRIについても同様の傾向を指摘しており、また英国の法人顧客を惹きつけたい資産運用会社にとって、今やPRIへの署名は特に期待されている点であるとの意見もある。

これら好ましい兆候の一方で、多くのインタビュー回答が指摘するのは、資産保有者の責任投資に関連した活動がどのようにモニタリングされ、また、責任投資に関するパフォーマンスが（マネージャーの）選任、再任に影響しているかについては不明瞭であるという点である。資産保有者のほとんどが短期的な運用パフォーマンスを重視していることが状況をさら困難なものにしている。

このような状況の下で、2015年初頭に「A Guide to Responsible Investment Reporting in Public Equity（パブリックエクイティにおける責任投資指針）」が発行されたことは非常に重要と言える。このガイドには、BT Pensions Scheme、Environment Agency Pension Fund、Merseyside Pension Fund、National Employment Savings Trust（NEST）、Pension Protection Fund、Railpen、USS、West Midlands Pension Fundなど英国の年金基金16機関が支持し参加している。参加機関は、このガイドを用いて、既存の、また将来的に採用する可能性のある資産運用会社のESGインテグレーションやスチュワードシップへの取り組みにどのように関わっているか、またどのようにモニタリングしているかを公表している

“資産運用者（パッシブの運用者でさえも）に対するアクティブ・オーナーシップ活動や責任投資の要請は大きくなるばかりである。一方で、各方面から手数料の引き下げ圧力があり、運用者にとっては大変厳しい環境となっている。”

Lucy Tusa (Principal, Mercer)

インタビュー対象者はまた、資産保有者のESG問題に対する力量にも差があることを指摘している。ESGインテグレーションや責任投資の取り組みが組織の目的によく適っているなど、非常に先進的な機関もある。一方で、大幅に戦略性に欠けており、「PRIに従わなければならない」というだけの消極的な機関もある。

“法律委員会のレビューでは、投資家は、より一層のエンゲージメントを行うこと、また、長期の運用リターンおよびパフォーマンスにより一層の注意を払う必要があることが明らかにされた。リソースや力量を考えれば、資産運用者がこうした取り組みをリードする必要があるというのが現実である。しかし、運用者にそうした取り組みをするよう働きかけることができるのは資産保有者である。”

David Styles (Head of Corporate Governance and Stewardship, Financial Reporting Council)

最後に、透明性という問題も残っている。エンゲージメントが投資判断にどのように結びついているか、あるいは、ESGインテグレーションが運用パフォーマンスにいかに関与しているかについてなど、多くの資産保有者はほとんど自らの見解を示していない。FRCは2014年のスチュワードシップ・コードのレビューにおいて、全ての署名機関が7つ全ての原則に対して報告を行っている訳ではないこと、報告される内容の質にもかなりの差があるということ、さらに多くの機関が2012年のコードに対してなされた変更を反映するための情報更新すらしていない、と同様の結論を出している。

進展を阻む要因

インタビュー対象者は発展を阻むいくつかの要因を指摘している。

- ・ 資産保有者に、自らの意思決定において、また、委託機関の投資判断において、ESG問題など長期的な要因と検討事項に注意を払うように求める明確なガイドラインがないこと。
- ・ スチュワードシップ・コードを全体として（投資家のエンゲージメントがコーポレートガバナンスに与える影響など）、また、個々の投資家レベルで（投資家間の比較など）を詳細に監督する機能がいないこと。
- ・ しばしば資産運用コンサルタントや法律専門家によって強調されることであるが、受託者責任として許容されるのは唯一財務リターンの最大化であるという認識。
- ・ スチュワードシップ・コードにおいて環境上の問題や社会的な問題に対する具体的な言及がないこと。
- ・ コーポレートガバナンス問題（特に報酬において）の重視、と社会的、環境上の問題（おそらく気候変動は例外である）が軽視されやすいという投資家の傾向。これは、環境上の問題や社会的な問題が長期的な企業価値にどう影響するかを評価することが困難であるという実務的な課題のみならず、これらの問題が長期的な運用パフォーマンスに与える相対的な重要度についての認識（の低さ）を反映しているものと言える。
- ・ 資産運用業界における能力強化の必要性。資産保有者は資産運用者を審査し、資産運用者にESGインテグレーションへの取り組みを説明させる能力を身につけなければならない。

“受託者責任は信託法上の概念であるが、年金業界で現在増加しているのは契約ベースのスキームであるため、資産を運用するほとんどの機関投資家は自らに対する受託者責任の法的拘束力はないと見ている。受託者責任とは巧みな表現ではあるものの、契約ベースのスキームにおいては、受託者責任の認識は甘く、また、FCAの規則は、信託ベースの年金基金に適用される受託者の基準を踏襲するものではない。”

Bethan Livesey (Policy Officer, ShareAction)

“法律委員会は、ESG問題を考慮することは許容されることであり、加入者の意見を考慮に入れることもあると述べている。(企業法における関連部分を年金法に踏襲すれば強いシグナリングとなり得るはずであるが) 英国政府は法律委員会の当該所見を根拠に法律制定の必要はないとしている。”

Paul Watchman (Honorary Professor, School of Law, University of Glasgow)

変化のための原動力

英国の機関投資家は、今後ますます責任投資は受託者責任と整合性があると判断するようになるだろうという点でインタビュー対象者の見方は一致している。それは、同業間でのプレッシャー、市場の要請、評判上のリスク(例えば、フィナンシャルタイムズ紙で一面に出ることを望んでいない)、規制(スチュワードシップ・コードの実施状況にFRCがより注意を払うなど)等が複合的に作用することで達成できるとも示唆する。また、英国政府が資産保有者に対し、受託者責任として自らの意思決定において、また、運用委託機関の投資判断においてESG問題など長期的な要因に注意が払われなければならないことを明確にすれば、この傾向は加速度的に進んでいくだろう、という点でも回答者の意見は一致している。

提言

グローバルに推奨された事項の他に、以下について推奨する。

政府は、以下のために職域年金制度(投資)規則を改正すべきである:

- ・ 受託者責任により、年金基金は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因(ESG要因を含む)に注意を払うことが求められることを明確にする。
- ・ 責任投資には、ESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公共政策への関与が含まれることを明確にする。
- ・ 資産保有者に対し、投資原則の方針および声明をどのように実行しているかについて報告を求める。年金規制当局は、報告に関するガイダンスを提供し、かつその開示を精査することにより、確実に資産保有者が有意な開示を提供できるようにすべきである。

財務報告評議会 (FRC) は、：

- 資産保有者による資産運用者の実施の監督を分析することにより、かつコードにより生じた投資およびその他の成果を分析することにより、英国スチュワードシップ・コードの現行の実施のより詳細な分析を行うべきである。
- スチュワードシップ・コード実施においてその優れていると考える資産保有者および資産運用者ならびに実施において遅れをとっているように見える者を明らかにすべきである。
- 以下によりスチュワードシップ・コードを強化すべきである：
 - 環境問題および社会的問題が長期的に投資価値向上を牽引する要因であることを明らかにすること。
 - 資産運用（および関連する活動）を外部委託している資産保有者に対して、どのようにそのスチュワードシップ義務を果たすことが期待されているかについて明確なガイダンスを提供すること。

企業年金基金はスチュワードシップ・コードに署名し、責任投資に公にコミットすべきである。

各国分析:

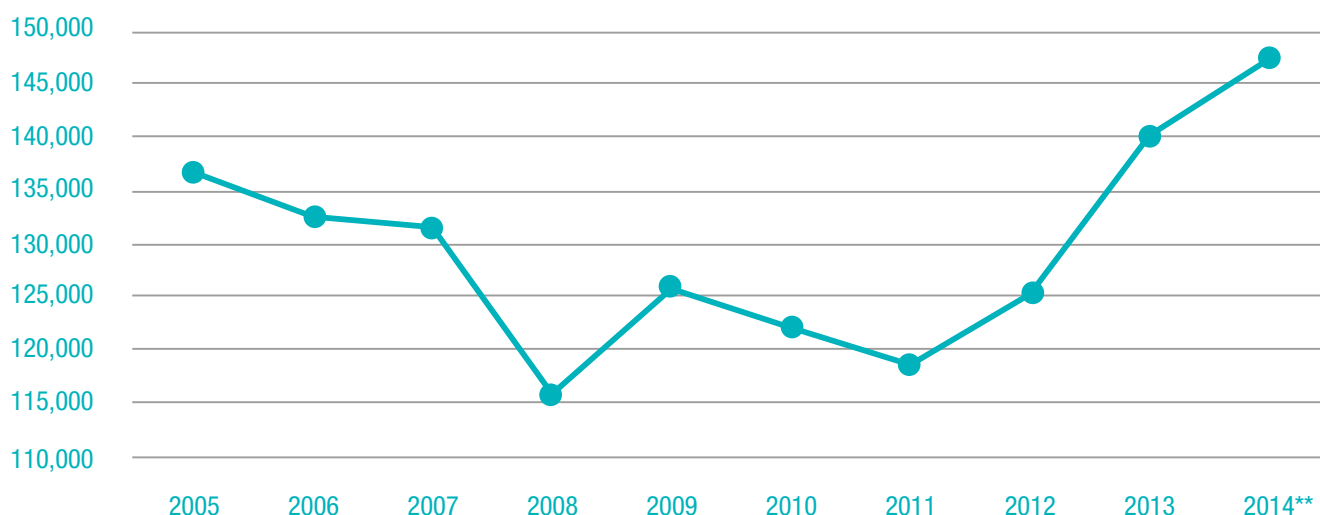
日本



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ⁵⁹	5,954	4,919	4,616	4,210
NOMINAL GDP (¥bn) ⁶⁰	475,110	480,128	487,882	500,736
POPULATION (million) ⁶¹	127.6	127.3	127.0	126.7
GDP PER CAPITA (¥/capita) ⁶²	3,723,127	3,770,409	3,839,758	3,951,241
⁶³ LABOUR FORCE (million) ⁶⁴	65.2	65.5	65.8	65.4
⁶⁵ EMPLOYMENT RATE ⁶⁶	70.6%	71.7%	72.7%	72.5%
% POPULATION > 65 ⁶⁷	24%	25%	26.1%	26.4%

日本の年金市場（規模）

Japan, total investment of pension funds (¥bn)⁶⁸



* Estimate

** Preliminary Data

59 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

60 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

61 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

62 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

63 OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

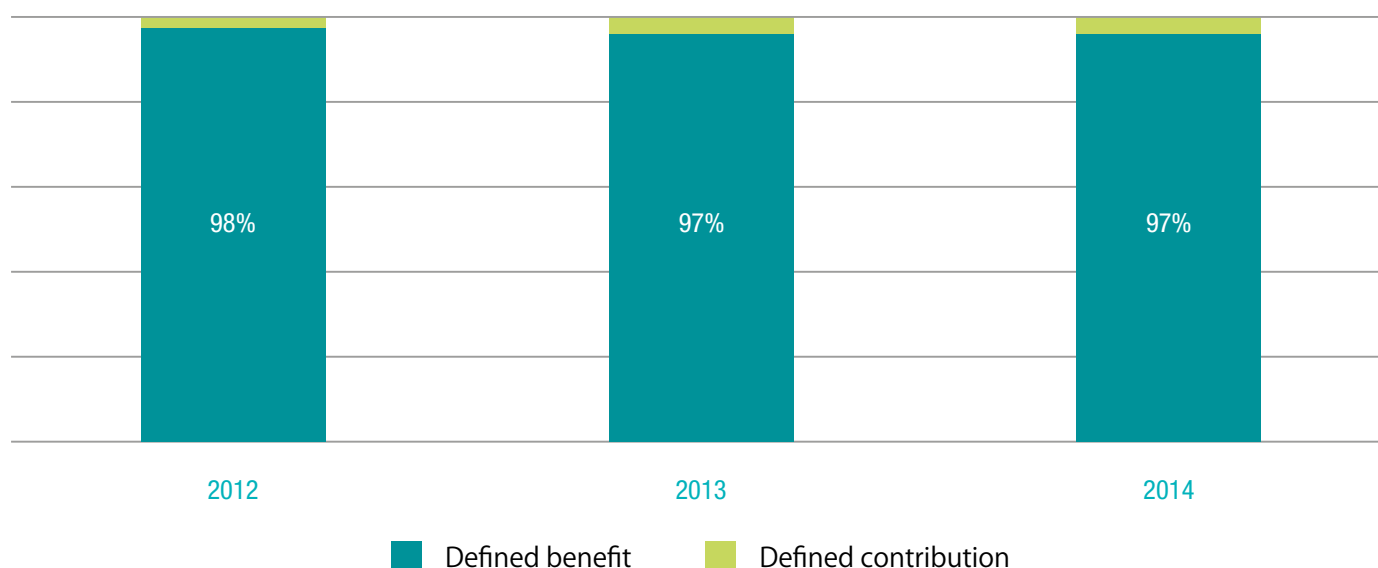
64 Statistics Bureau of Japan, [Labour Force Survey](#), 2015.

65 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

66 Statistics Bureau of Japan, [Labour Force Survey](#), table 16, 2015.

67 Statistics Bureau of Japan, [Population Survey by Age](#), 2015.

68 OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 available [here](#) and OECD, [Pension Funds in Figures](#), 2015.

Japan, % AUM by type of pension scheme⁶⁸

日本の年金市場

東京は、世界第5位の資産運用市場、第5位の預金・貸出市場、第8位の保険市場である。日本取引所グループは2014年10月時点で4兆米ドルを超える時価総額を有する世界第3位の証券取引所である。

日本の年金制度は、2階層の公的年金と、私的年金から成り立っている。2つの公的年金は「国民年金」(基礎年金、現役世代の保険料と国庫により負担されている)と、事業主と被保険者が保険料を負担する「厚生年金保険」である。これら2つの公的年金の積立金は「年金積立金管理運用独立行政法人」(GPIF)が管理や運用を行っている。GPIFの運用資産額は約140兆円で世界最大の年金基金である。

私企業の多くは、これらの公的年金に加え、追加の年金を提供している。これらの基金は通常は事業主が掛金を拠出することにより積立てられるが、時には加入者も拠出している。

監督を行うのは主に金融庁(FSA)と厚生労働省(MHLW)である。金融庁は金融制度の政策立案ならびに民間金融機関および証券取引所を含む他の市場参加者に対して責任を負っている。厚生労働省は、公的および企業年金制度を含め、国民の健康、労働環境と福祉を維持し向上させることに責任がある。

フレッシュフィールドズ(2005)以降の法律・政策における変化

2005年に刊行されたフレッシュフィールドズ・レポート以来、責任投資に関する法令の改正はない。

しかし日本は、責任投資やESGインテグレーションと直接的な関連性を有する2つの自主的な(原則主義にもとづいた)コードを制定した。それらは、日本版スチュワードシップ・コード(2014年に導入)とコーポレートガバナンス・コード(これは、2015年に導入され、日本の上場会社における効果的なコーポレートガバナンスのための基準となる原

69 Tower Watson, [Global Pensions Asset study 2015](#), [Global Pensions Asset Study 2014](#), [Global Pensions Asset Study](#).

則を定めたもので、上場企業に持続可能性（サステナビリティ）を巡る課題に向けて適切な対応を行うべきであると求める原則を含んでいる。）である。これらのコードは、日本の経済成長の活性化に向けた一連の政策（通称、「アベノミクス」）の一部として導入された。

「スチュワードシップ・コード」とは、機関投資家が、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、投資先企業の企業価値の向上や、持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきことを述べている。当該コードは、機関投資家に対して、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方法、利益相反を管理する方法、および株主の議決権を行使する方法について明確な方針を策定することを求めている。また、スチュワードシップ・コードは、機関投資家が投資先企業をモニターし、投資先企業の持続的成長を支え、かつ投資先企業に積極的に関与することを求めている。これらのプロセスにおいて考慮されるべき内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む。）への対応を含む。最後に機関投資家はスチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて報告を行うことが期待されている。⁶⁹

スチュワードシップ・コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」に則ったコードである。スチュワードシップ・コードに賛同し受け入れるかどうかはそれぞれの機関投資家自身の決定に委ねられている。さらに、コードの各項目は遵守または説明の手法に基づいて採用され、機関投資家に全ての原則を受け入れるか、あるいは特定の原則を採用しないことを選択する理由を説明するか、どちらかを可能にしている。2015年5月31日時点では、GPIFをはじめとする191の機関投資家がスチュワードシップ・コードの受入れを表明している。

金融庁はスチュワードシップ・コードをモニターし、投資に関わる機関にコードの受入れ表明を奨励する責任がある。金融庁は、3ヶ月毎にコードの受入れ表明をした機関投資家のリストを公表・更新している。金融庁はまた、受入れを表明した機関投資家のウェブサイトのURLを公表しており、そこではスチュワードシップ・コードへのアプローチに関する追加情報を見ることができる。

実務家の見解 現状

インタビュー対象者は、日本において責任投資およびスチュワードシップ（エンゲージメント）に対する関心が高まっているとの認識で一致している。資産保有者 – 特に公的年金基金 – はその投資実務においてESG問題に一段と配慮し始めており、また資産運用者に対しても質問をし始めている。

“多くの日本の運用者にとってESG分析は非常に新しいものである。その結果、セコムは運用者に過度なプレッシャーを与えることは望んでおらず、むしろ、共に取り組むことで運用者の力量や専門性を高めることに助力したいと考えている。”

セコム企業年金基金 常務理事 運用執行理事 八木博一

しかし、責任投資の市場は未発達であり、多くの資産保有者や資産運用者にとって責任投資の取り組みは初期段階にある。事実、責任投資への考慮が組み込まれている運用受託の実例は限られている。

日本の大手の資産運用会社は、GPIFを含む主要な公的年金基金同様、スチュワードシップ・コードの受入れ表明をしている。これらの機関はスチュワードシップ方針および議決権行使のガイドライン策定に着手しはじめている。コードは2014年に制定されたばかりであるにもかかわらず、投資実務への影響の兆しが見えると実務家は指摘する。投資家と企業とのミーティングにおいて、投資家からのESG問題に関する質問が増えてきているというのがその例である。

“スチュワードシップ・コードが日本の投資家の目的を持った対話(エンゲージメント)の方法を変えたかどうかについて結論を出すのは早すぎる。コードは日本の投資家に大きな変化をもたらすものと期待されており、投資行動に本当の変化が起きたかどうかを判断するには、5、6年の集中的なモニタリングとコードの定着が必要である。”

青山学院大学大学院国際マネジメント 研究科教授 北川 哲雄

相対的に見て、企業年金基金のスチュワードシップ・コードの受入れ表明は未だ少ない。インタビュー対象者は、考えられる理由を三点挙げている。一点目は、企業年金は責任投資関連問題で公的年金より立ち遅れ気味であること。二点目は、企業年金は、スポンサー企業がコーポレートガバナンス・コードの要件に従うことを確信するまで様子を見るであろうということ。三点目は、企業年金の母体企業はその年金基金が他の企業に関わることに消極的であること。というのも、それにより母体企業とそれらの企業とのビジネス関係に影響を与えるかもしれないからである。

法的背景

日本の民法では、委任事務を処理する受任者が負う一般的な義務を定めている。民法第644条は、委任契約に基づき委任事務を処理する義務を負う受任者が、委任の本旨に従い、「善良な管理者」の注意をもって、その委任事務を処理することを求めている。法律実務家および裁判所では、「忠実義務」は第644条の下で定められた義務の一部として広く受入れられている。忠実義務は、一般に管理者(または

“日本では通常、‘fiduciary duty’は法学者により「受託者責任」と訳され、監督機関、投資家、企業の間で広く認識された概念であるが、日本の法令では受託者責任という用語が明示的に用いられてはいない。日本の法律は、注意義務と忠実義務に言及しており、これらが他の国で規定されている受託者責任におおむね相当するものである。受託者責任という用語は日本の法律では規定されていないため、スチュワードシップ・コードでは、投資家は投資先企業の中長期的な企業価値や持続的成長を高めることに関心を向けるべきとの考え方を表わすため、「スチュワードシップ責任」という言葉を用いている。”

金融庁 総務企画局 企業開示課藤本 周

受託者)が企業(または年金基金の場合は受益者)に代ってその義務を誠実に履行し、利益相反を回避することを求めているものと解釈されている。インタビュー対象者は、これらの義務は他の国のプルーデント・パーソン・ルール(慎重な資産受託者の原則)に基づいて求められる義務と類似しているとコメントしている。

第644条の規定は、年金基金の受託機関にも適用される。それら受託機関は、年金や投資に関する法律に基づく特定の義務に服する。例えば、年金積立金管理運用独立行政法人法においては、年金積立金管理運用独立行政法人の役員が慎重な資産運用者としての注意をもって義務を履行しなければならない、かつファンドに代って忠実にその職務を遂行しなければならないことを定めている。企業年金基金については、これら年金の管理・運用を行う者は、年金基金を設立した事業主に対し、民法に基づき、善管注意義務と忠実義務を負う。受益者に対して負う義務は特定されていないが、一般的な注意義務と忠実義務は年金の受益者に対して負う義務であり、これら年金の資産の管理・運用を行う者は受益者の財務収益を最大にするよう努めなければならないことが一般的に理解されている。

変化のための原動力

資産保有者、特に公的年金基金は、2014年以降、ESG問題に対して一段と配慮するようになってきている。インタビュー対象者はこうした関心の高まりの要因として下記の通り言及している：

- 日本の年金基金に国債から株式投資へのシフトを促したアベノミクスの結果として、資産保有者の上場株式へのエクスポージャーが増えた。これは、資産保有者が投資先企業を長期的な視点で捉えるための一環として、ESG問題に対する理解を深めなければならなかったことを意味する。
- スチュワードシップ・コードの制定と191の機関投資家がコードに受入れ表明している状況は、他の年金基金の受入れ表明を誘導するものであると考えられる。
- 責任投資の国際的な実践や取り組み。インタビュー対象者は日本市場に影響を与えている異なった要因を指摘している：(a) 日本におけるPRIの成長と概観（責任投資に対する認識の高まりと能力強化の両方に関連して）、(b) 株主の権利と日本のコーポレートガバナンスの強化を通じて海外からの日本の株式市場への投資拡大を目標とするアベノミクス、(c) スチュワードシップ・コードを、英国のスチュワードシップ・コードを念頭に国際的なベスト・プラクティスに沿ったものとしようという要請、そして(d) 多くの国際的な資産運用会社がスチュワードシップ・コードの受入れ表明を行い強く支持しているという事実。

障害と課題

インタビュー対象者は、進捗に向けた多数の明確な障害を特定した。

- 多くの日本の投資家がESG分析はスクリーニングと同じではないのかという懸念を持ち続けている。
- 日本の投資家は責任投資の実行が受託者責任の違反になるのではないかという懸念を抱いている。
- 環境上の問題や社会的問題と投資パフォーマンスとの関連性についての確固とした根拠が不足している。これはコーポレートガバナンスと投資リターンとの間の関連性が明確に確立されているコーポレートガバナンスと対照的であるとインタビュー対象者は言及している。
- 日本においてはESGインテグレーションやアクティブ・オーナーシップのような分野の専門知識が比較的限られている。
- ESGインテグレーションと責任投資に対する企業年金基金による関心が比較的低い。
- 企業により提供される社会、環境、企業統治に関するパフォーマンスの情報開示が弱い。このことは、投資家がこれらの問題についての考慮を、その投資実務とプロセスに一体化させることを制限している。インタビュー対象者は、コーポレートガバナンス・コードが、企業統治のみならず環境や社会に関しても望ましい情報開示を促進するだろうとコメントしている。これにより、投資家が、こうした問題をその運用プロセスにおいて考慮することを容易にするはずである。

最終的な評価を下すには早すぎるものの、何人かのインタビュー対象者は、スチュワードシップ（アクティブ・オーナーシップ）についての今日までの進捗が維持されるかどうか疑問を抱いている。インタビュー対象者は当該コードの基盤となっているコンプライ・オア・エクスプレイン（遵守もしくは説明）の手法は日本では新しいため、日本の投資家がコンプライ・オア・エクスプレインの精神に則って取り組むことになるのか、あるいは、結局は怠慢な形式的な業務や報告に帰着するのか、現時点では不明であるとコメントしている。金融庁は業界団体に対しても、単にひな形やチェックリストを作るのではなく、むしろこれらの原則に沿って業務を推進することを奨励してきたが、金融庁は、行われる対話（エンゲージメント）の質や達成される結果を注意して見る必要があるとインタビュー対象者は認識している。

“サステナビリティ指標や報告書の向上が、日本の株式市場における国内投資家の投資を拡大し、また、海外投資家を日本市場に惹き付けるための鍵である。企業年金基金の情報が母体企業の開示情報の一部として組み込まれ、母体企業の社会的責任に対するコミットメントと年金基金の責任投資に対するコミットメントが整合的になれば、ESG考慮や責任投資に対する企業および年金基金の関心は高まるであろう。”

セコム企業年金基金 常務理事 運用執行理事八木博一

提言

グローバルに推奨する事項の他、以下について推奨する。

金融庁 (FSA) は、資産保有者による委託先資産運用会社の活動の監督状況についての分析ならびにコードからの結果である投資およびその他の成果の分析を行いながら日本版スチュワードシップ・コードの実施状況を、引き続きモニタリングすべきである。

厚生労働省 (MHLW) は、公的年金基金および企業年金基金に対して、それらの投資判断にどのようにESG問題を組み込んでいるかを述べることを求めるべきである。これらの要求の一部として、厚生労働省は以下のコミットを行うべきである。:

- 年1回の進捗状況の見直し
- 資産保有者がどのようにESG問題をその投資プロセスの中に組み込んでいるかを説明する。
- これらのコミットメントが取られた行動や達成された成果 (運用パフォーマンスと投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる成果を指す) にどう影響しているかを分析する。

企業年金基金は、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、責任投資へのコミットメントを公表すべきである。

受託資産運用を行う銀行等は、長期的な企業価値向上の原動力についてESG要因も含め、より多くの調査を行うべきである。

各国分析:

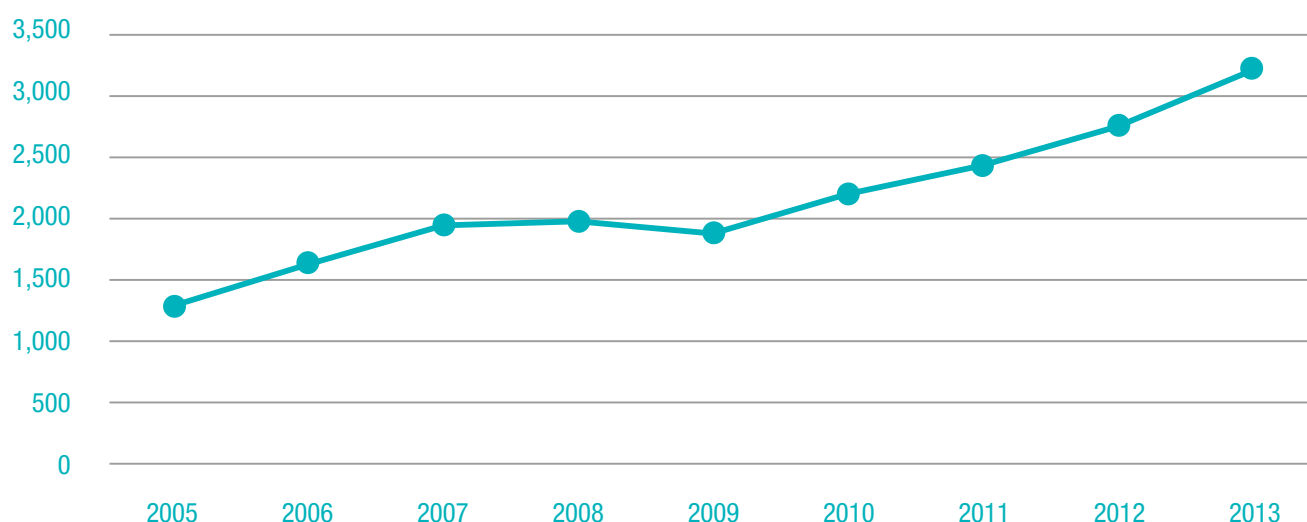
南アフリカ共和国



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ⁷¹	397.4	366.2	350.1	323.8
NOMINAL GDP (Rbn) ⁷²	3,262	3,534	3,796	4,081
POPULATION (million) ⁷³	52.3	53.1	54.0	54.8
GDP PER CAPITA (R/capita) ⁷⁴	62,331	66,488	70,302	74,402
⁷⁵ LABOUR FORCE (million) ⁷⁶	22.31	22.79	23.21	24.19
⁷⁷ EMPLOYMENT RATE ⁷⁸	36%	36.1%	35.1%	36.1%
% POPULATION > 65 ⁷⁹	5.3%	5.3%	5.5%	5.7%

THE SOUTH AFRICAN PENSION MARKET IN NUMBERS

South Africa, total investment of pension funds (Rbn)⁸⁰



* Estimate

71 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

72 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

73 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

74 IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

75 OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

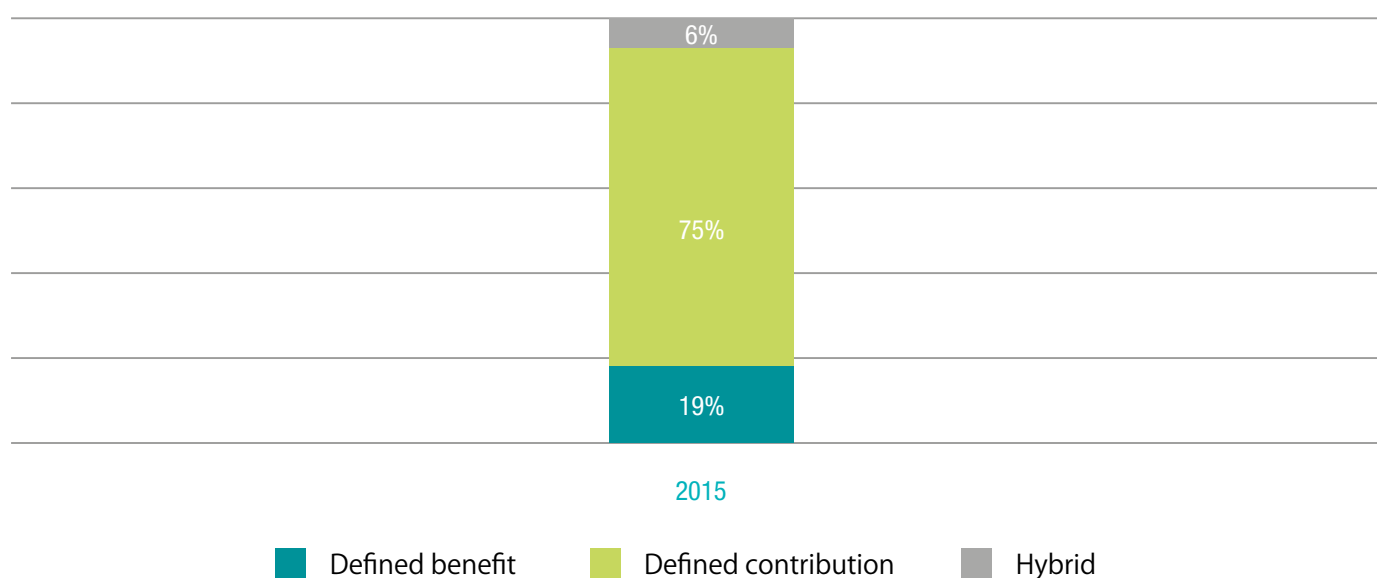
76 Statistics South Africa, [P0211-Quarterly Labour Force Survey \(QLFS\)](#), 2nd Quarter 2015.

77 OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15-64 years).

78 Statistics South Africa, [P0211-Quarterly Labour Force Survey \(QLFS\)](#), 2nd Quarter 2015.

79 Statistics South Africa, [P0302-Mid-year population estimates](#), 2015.

80 OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 and Financial Service Board, [2013 Annual Report Registrar of Pension Funds](#), 2015.

South Africa, % AUM by type of pension scheme⁸¹

南アフリカの投資市場

JSE All Share Index の時価総額は約10兆ランド(約1兆米ドル)である。

南アフリカの年金制度は、非拠出制、所得と資産の審査がある老齢年金であり、雇用契約にもとづいて雇用主が負担する年金、共済型年金制度、私的な退職貯蓄型年金によって補完されている。雇用主は従業員の退職手当基金への拠出は義務付けられてはいないものの、南アフリカにおいては税制上大きな優遇措置があったことにより雇用主負担の年金制度は長い歴史をもつ。

南アフリカの企業年金はその何年も前から存在していたが、私的年金の法的枠組みが整備されたのは年金法が施行された1958年からである。公的セクターの年金制度が確定給付型であることが多いのに対し、私的年金制度の大半は確定拠出型である。確定拠出型年金制度は通常は共済

ファンドあるいは年金ファンドの形を取り、両者は類似しているものの、非課税拠出枠制限や、退職金手当の種類による課税措置などの点において両者は異なっている。

南アフリカのほぼ全ての年金基金やそれに係るサービス提供者に対して、認可、監督、法律施行の権限をもつのは金融サービス委員会(FSB)である。最大の年金基金である政府職員年金基金と年金法以外の法律が適用されるその他のいくつかの基金はFSBの監督下にはない。年金基金政策は、国の法令に従って議会、規制を定める財務省、そして付属の法律を定めるFSBの登録機関によって決定され実施される。

81 Financial Services Board, [Registered \(active\) funds \(excel report\)](#), [last access 12 August 2015].

フレッシュフィールズ(2005)以降の法律・政策における変化

南アフリカは2005年当初のフレッシュフィールズ・レポートにおいては調査対象に含まれていなかった。

2005年以降、二つの重要な変化がある。それらは、2011年の年金法におけるレギュレーション28の改正と、2012年に導入された自主的な南アフリカの責任投資コード (CRISA) である。

世界金融危機、運用実務に関する法令を現状に即したものに必要性、システミック・リスクの抑制、そして年金加入者の保護を強化する必要性などから、レギュレーション28の徹底的な見直しは加速された。改正されたのは、投資判断の際の格付機関への全面的な依存の禁止と、包括的なデューディリジェンスの重要性に関する全面的な強調である。ESGインテグレーションという特定の文脈において最も顕著な変化といえば、退職年金に対して投資判断の際のESG要因の考慮を義務付けたことである。特にレギュレーション 28(2)(c)(ix) では、「資産の投資前と保有期間中、(基金とその理事会は) 環境、社会、ガバナンスなど(ただし、これらに限らない。)の特性をもつ資産に関しては、持続可能な長期のパフォーマンスに重大な影響をあたえるような要因を考慮しなければならない」としている。そしてレギュレーション 28の前文には、「慎重で思慮深い投資は、環境、社会、ガバナンス上の特性による要因など、保有資産について持続可能な長期のパフォーマンスに重大な影響を与え得るいかなる要因をも適切に考慮すべきである。この考え方は、全ての資産および資産クラスにわたり適用され、安定的で透明性の高い環境で基金の利益を促進するはずである。」と述べられている。

南アフリカの責任投資コード (CRISA) 監視委員会の監督下にあるCRISAは自主的な業界コードであり、2012年から施行されている。CRISAには以下の通り5つの主要な項目があり、機関投資家はそれらに従わなくてはならない。

- ・ 最終受益者のために、優れたリスク調整後リターンを提供するための取り組みの一環として、ESGなどのサステナビリティ問題を運用プロセスの中で考慮に入れる。
- ・ 投資行動や取り決めにおいて、オーナーシップを受け入れることをはっきりと行動で示す。

- ・ CRISA原則および機関投資家に適用される他のコードや基準への受入れや実施の促進について、必要に応じて共同のアプローチを検討する。
- ・ 利益相反の可能性のある状況や関係性をよく理解し、利益相反発生時には積極的に対処する。
- ・ ステークホルダーが確かな情報に基づいた評価を行うことができるよう、方針の内容、その方針の実施体制、CRISAの適用方法について透明性を確保する。

賛同表明機関は、アプライ・オア・エクスプレイン原則にもとづいて、最低年一度の報告が期待されており、どのようにCRISAを実施しているかを報告する。

実務家の見解

実務の現状

インタビュー対象者が度々指摘することは、南アフリカの年金業界には一般的に透明性が不十分であるという点である。大手の公的年金基金以外は、どのような資産に投資しているかを外部から知ることは困難であり、ましてや投資決定においてESG問題を考慮しているか、またはどのような方法により考慮しているのか、また、資産保有者はいかにオーナーシップ、またはスチュワードシップ責任を果たしているのかなどを把握するのはなおさら困難となる。

“CRISAの論拠は、企業の収益構造による環境、社会、経済への影響を投資家が考慮すべきであるということにある。変化の著しい21世紀の世界においては、そのようにしなければ理事としての注意義務を怠ることになるだろう。”

Professor Mervyn King

インタビュー対象者は、ESG問題や責任投資に関する資産保有者の認識は高まっており、ESG問題に対する取り組みも活発化しているようだと言っている。資産運用者の選定や再選の決定においてどの程度重要とされるかは明らかではないが、これらはデューディリジェンスプロセスとして重要性が増している部分である。

“年金基金には、ライアビリティやリスク選好度に応じて投資方針や目標を定めた投資方針書を策定することが求められており、それは、投資および保有判断において環境・社会・ガバナンス要因など長期のパフォーマンスに実質的な影響を与え得るいかなる要因をも考慮に入れなければならないなど、所定の事項に対応するものである。しかしながら、大半の基金の投資方針書は不明瞭であり、監督当局から規則の遵守を求められている基金でさえも、特定の意思決定に関する情報開示は非常に限られている。”

Rosemary Hunter (Deputy Executive Officer: Retirement Funds, Financial Services Board, South Africa)

CRISAと、議論の余地はあるもののレギュレーション 28では、年金基金に対して実務やプロセスの中でどのような方法でESG問題を考慮しているか説明することを期待している。インタビュー対象者の多くが、資産運用会社には、実施状況や実際の行動による効果（または影響）についての実証結果やデータを提供することで大手の資産保有者である顧客がそれらの要件を満たせるよう支援することが求められている、と述べている。

また、ESG問題に関心をもつことが多い大手の基金と比較的小規模の基金の間には明らかな違いがあると指摘する。小規模な基金はリソースに制約があり、専門家が不足している場合が多く、資産運用コンサルタントやサービス提供者の助言に大きく依存している傾向にある。これについてはトレーニングが一つの解決策としてあげられてはいるが、インタビュー対象者は、年金基金の理事会の専門性を高め、自らの責任を果たすのに十分な適性を備え、年金基金のガバナンスを強化する必要性も強調している。

受託者責任

退職年金の義務は、年金法などの制定法とコモンローの両方に基づいている。退職年金および他の機関投資家にも課されるコモンローの義務は、善良な管理者の注意をもって権利者の最善の利益のために行い、必要とされる誠実さや相当の注意と配慮を持って利益相反を回避し義務を果たすことなどであると一般的には考えられている。

年金法の7C条および7D条は、年金基金の理事会の義務を一部成文化したものである。これらには、誠実に行為すること、相当の注意と配慮を持って行為すること、利益相反を避けること、などとした既存のコモンローの義務が含まれる。2014年発効の年金法の改正は年金基金の理事会が「基金が財務上健全であり、関連規則や当該年金法に従って責任をもって管理し統治することを保証するために、基金に対する受託者責任のみならず、退職給付引当金あるいは給付のための積立金という面において加入者および受益者に対する受託者責任」を有すると述べている。

この改正の意味するところの全てが司法で検討されてはいるわけではないが、南アフリカ地方自治体の年金基金などに対する最近のヨハネスブルグ高等裁判所の判決 [2015] ZASCA 4 (9 March 2015)やその他において、司法では、「… 7C条(2)項を、年金基金およびその理事会が加入者に

“基金のESG投資におけるベストプラクティスの実践は、ESG導入推進に重要な役割を果たす受託機関の技能や専門性に起因するところが多い。これらの基金は、多くの場合、ESGの重要性を理解している機関に受託しており、また、基金の内部においても優れたESG戦略がある。

しかし、認識しているほとんどの基金に関して言えば、受託機関がESGに熱心であるとは言えない。ESGに取り組んでいる場合、それは外部のサービス提供業者に委託していることが多い。受託者責任に関する法律では、受託機関はこうした単なる委託ではなく、サービス提供者と協力して基金の方針や期待水準を設定し、実施状況のモニタリングや成果を評価するための強固なプロセスをもつべきだということを意図しているのではないか、というのが我々の見解である。”

Hannine Drake (Senior Associate, Bowman Gilfillan)

代わって訴訟をおこす権利があるとする見解には合意できない。7C条は、基金の運営を指示し監督する理事会の目的を対象にしたものである。そして(2)項目は、理事会がいか

にしてその目的を遂行すべきかについて手引きを行うものである。この条文が受託機関に対して加入者の利益に適うよう行動することを求めるものである限り、これは基金への指示、監視および監督において取られる手順の枠内で捉えられなければならない。たとえ個々の加入者の要望に反するものになったとしても、理事会を加入者の代理人あるいは代表として加入者のために訴訟を行うものとして任命しているものではない。このケースにも見られるように、基金の全ての加入者の利害は必ずしも一致するものではない。さらに、一方では基金間において、また一方で加入者間においても明らかな利益の相反が考えられる。7C条(2)項は、当裁判所が当該条文について解釈した結果、理事会の行為に反するかかる相反が起こった場合に、個々の加入者を排除してもよいと理解されるものではない。」

訴訟行為という文脈において基金は加入者の代表と見なせるか否かがこのケースでは問題となっているが、おそらくこの判決から、基金が現在および将来において加入者に年金を給付するという第一の目的を果たすことによって果たされる基金に対する受託者責任が、個々の現加入者に対する受託者責任よりも優先されると暗示されている。

“我々はCRISAが、受託者責任に関する法的義務と完全に合致するものであると考えている。”

Rosemary Hunter (Deputy Executive Officer: Retirement Funds, Financial Services Board, South Africa)

レギュレーション 28は、ESGインテグレーションおよび責任投資の関連において重要な役割を果たしていると考えられている。インタビュー対象者は、この法令により、ESG問題が投資判断で念頭に置かなくてはならないことになり、また、退職基金にそのような義務があるのかどうかといった疑問をも払拭するものだと言っている。しかし、実務家はレギュレーション 28について、少なくともある程度までは年金法における受託者の要件とは概念上切り離されたものとして捉えている。つまり、この独立に規定されたESG問題に対する義務が受託者に係る法律の発展あるい

は明示なのか、あるいはこの義務は、退職年金とその理事会に対して新たに独立して課せられた義務を意図しているのか定かではない。

変化の原動力

「責任投資を実行するために必要な政策や手段は全て整っている」とコメントするインタビュー対象者もいるなど、政策に関しては非常に大きな進展があったことは一般的な見解として一致しているが、実施については遅れているというのも一般的な感想である。南アフリカの年金基金は法律への対応が非常に早いため、結局のところは変化を起こす手段としては法律が一番有効であるとインタビュー対象者は指摘する。新しい法律の施行には時間を要することを認識しているが、少なくとも最初の一步としては、報告や理事会の専門性などについての分かりやすいFSBのガイドラインがあれば、同じように効果が期待できるだろうと示唆する（無論、そうしたガイダンスの配布が成文法と同じ位置付けではないことは認識している）。

進展を阻む要因

インタビュー対象者は進捗を拒む要因を以下の通り指摘している。

- 法令に関するガイドラインの欠如：レギュレーション 28 は、投資判断のプロセスでESGを考慮するにあたり非常に分かりやすい原則主義の義務を提示しているが、いかに実務的に実行できるかについてのさらなる指針が必要である。
- 報告義務の欠如：退職年金においては、どのようにしてレギュレーション 28の要件を満たしているかFSBへの定期的な報告義務がない。
- CRISAあるいはレギュレーション 28のESG要件の実施に対する効果的な監督機能の欠如：監督機能がなく結果として遵守されていない状況が、多くの退職年金においてESGインテグレーションおよび責任投資の優先順位を低くしている。

“投資家は、企業が自らのビジネスモデルが財務・社会・環境上いかなる影響を及ぼしているかを明確で簡潔で分かりやすい方法で報告するよう、資金の提供者として影響力を発揮することが重要である。資産保有者であれ、資産運用者であれ、投資家は最終受益者に対し明確で簡潔で分かりやすく報告する責任を負っている。これは、それらの情報の受け手が十分な情報を得た上で長期的な企業価値の評価ができるような、理解しやすい説明責任である。”

Professor Mervyn King

- 資産運用業界における透明性の欠如：一般的に基金は加入者に対してでさえ運用実務やプロセスにおいてどのようにESG問題に対処しているかを伝える義務はない。
- 理事会の能力や専門性の欠如：年金法が2014年に改正され、基金の理事会のメンバーはFSBが具体的に規定する一定の水準の技術を取得し、維持するよう定められた。本稿執筆の2015年8月時点では、FSBにより公表される基準あるいはガイドラインでどの程度ESG問題が強調されるかは定かではない。

- 限られた規制当局のリソースと矛盾する課題：南アフリカの年金基金の監督当局は、業界編成や受益者の利益の保護など多くの課題に直面しており、ESGインテグレーションや責任投資は其中之一つでしかない。
- ESG問題の投資価値に関する確固とした実証結果が不足していること。

提言

グローバルに推奨された事項の他に、以下について推奨する。

金融サービス委員会は、以下をすべきである：

- 特にESG問題に関するRegulation 28の要件の遵守が年金基金法で課せられる受託者責任の重要な一部とみなされるべきであることを明確にする。
- 責任投資にはESGインテグレーション、エンゲージメント、議決権行使および公共政策への関与が含まれることを明確にする。
- ESGに関連する能力、専門知識および技術を、年金基金の執行機関(理事会)の専門教育に関する将来のガイダンスに明確に記載する。
- 資産保有者に対し、責任投資がいかに投資方針の記載、実務およびプロセス、ならびにその資産運用者の選定、任命およびモニタリングのプロセスに組み入れられるかについて記載した公的な年次報告書の作成を求める。

南アフリカの責任投資コード(CRISA)監視委員会は、現行の実務についてより詳細な分析を行い、コードによりもたらされる投資およびその他の成果を分析することにより、コードの監視を強化すべきである。

各国分析:

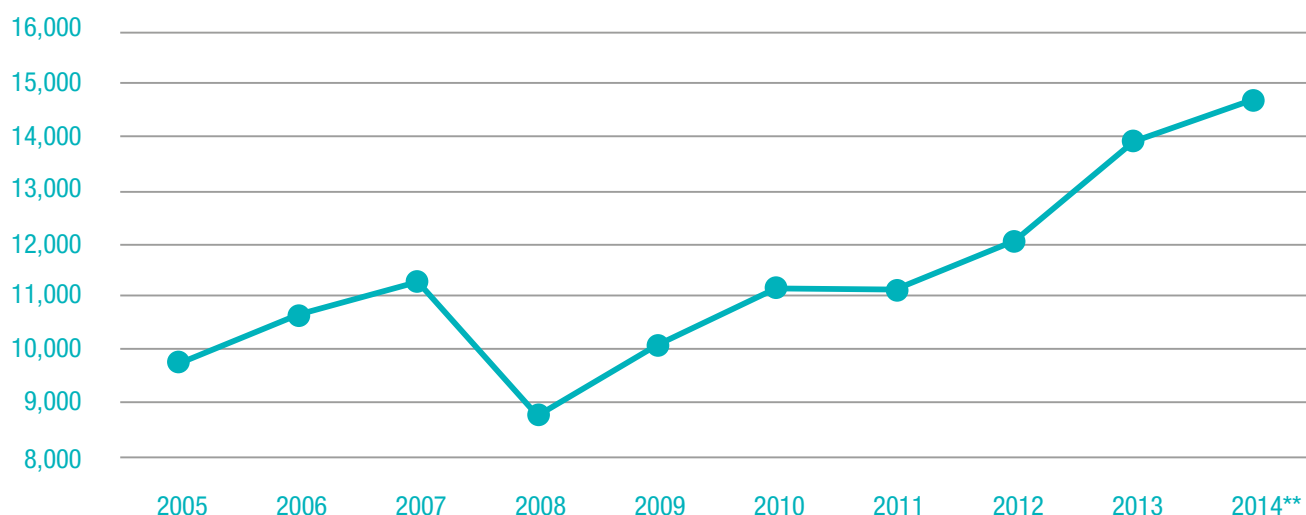
米国



	2012	2013	2014	2015*
NOMINAL GDP (\$bn) ⁸²	16,163	16,768	17,418	18,124
POPULATION (million) ⁸³	314.4	316.7	319.0	321.2
GDP PER CAPITA (\$/capita) ⁸⁴	51,409	52,939	54,596	56,421
⁸⁵ LABOUR FORCE (million) ⁸⁶	154.9	155.6	156	157.1
⁸⁷ EMPLOYMENT RATE ⁸⁸	67.1%	67.3%	68.1%	--
% POPULATION > 65 ⁸⁹	13.7%	14.1%	14.5%	--

THE US PENSION MARKET IN NUMBERS

United States, total investment of pension funds (\$bn)⁹⁰



* Estimate

** Preliminary

⁸² MF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

⁸³ IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

⁸⁴ IMF, [World Economic Outlook Database](#), 2015.

⁸⁵ OECD: The total labour force, or currently active population, comprises all persons who fulfil the requirements for inclusion among the employed or the unemployed during a specified brief reference period.

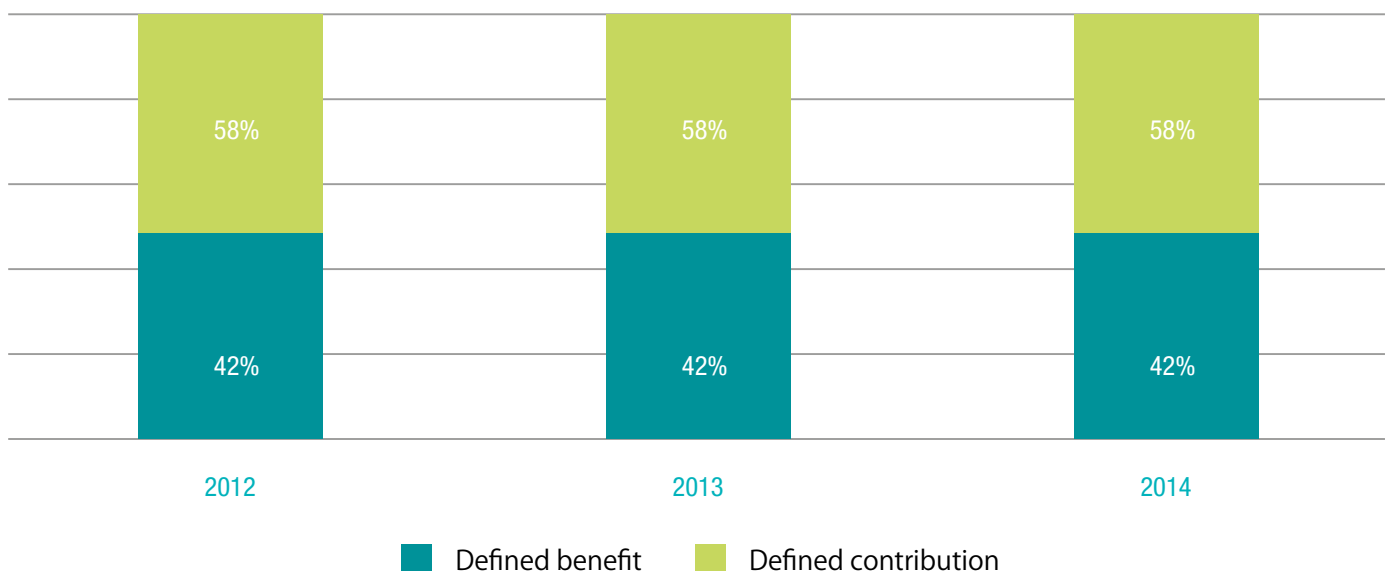
⁸⁶ US Bureau of Labor Statistics, [Employment status of the civilian non institutional population, 1944 to date](#), 2014 and US Bureau of Labor Statistics, [Labor Force Statistics from the Current Population Survey](#), July 2015.

⁸⁷ OECD: Employment rate represent persons in employment as a percentage of the population of working age (15 -64 years).

⁸⁸ OECD, [Employment rate](#), 2015.

⁸⁹ United States Census Bureau, [Annual Estimates of the Resident population 2010-2014](#), 2014.

⁹⁰ OECD, [Pension Market in Focus 2014](#), table 3 and OECD, [Pension Funds in Figures](#), 2015.

United States, % AUM by type of pension scheme⁹¹

米国の投資市場

米国には、世界最大規模の保険市場と資産運用業界があり、世界的に最大規模のニューヨーク証券取引所 (NYSE) とナスダック (NASDAQ) がある。

最低所得要件を定める米国連邦政府の社会保障年金制度 (the Old-Age, Survivors, and Disability Insurance program: 老齢・遺族・障害年金) の主な原資は、雇用主と雇用者が支払う社会保障税である。

低所得の労働者を除いては、確定給付型の退職年金が依然として公的セクターの労働者にとっての主要な年金プランである。これとは対照的に、民間セクターの労働者に提供される年金プランとしては、企業年金や従来の401(k)プランなどの確定拠出型の制度が優勢となっている。

以下は、異なる種類の機関投資家に適用される主要な法制度である。

- 年金基金: 私的年金基金は、米国労働省により施行・運営される連邦法下の従業員退職所得保障法 (1974) (ERISA) により規制されている。公的年金基金は、州法で規定されている。大半の州が、信託法第3次リステイトメントに規定された現代の投資家の規則である、慎重投資家原則 (2006) を含む1992年慎重な投資家に関する統一州法 (UPIA) を採用している。
- 投資信託 (ミューチャル・ファンド): 投資信託は会社型またはビジネス・トラストの形態をとり持分所有者の利益のために管理され州法により規制されている。州法に加え、投資信託はまた1940年投資会社法も適用され、その結果、証券取引委員会 (SEC) の管轄下にある。
- 保険会社: 保険会社は大部分が州法により規制されており、従業員に年金プランを提供している場合はERISAが適用される。

91 Tower Watson, [Global Pensions Asset study 2015](#), [Global Pensions Asset Study 2014](#), [Global Pensions Asset Study 2013](#).

- 非営利企業: 非営利企業は州法により規制されている。49州の立法機関に加え、ワシントン DCは、非営利企業の経営や投資におけるブルーデンス基準を明確に規定した2006年慎重なファンド管理に関する統一州法 (UPMIFA)を採用している。UPMIFAの大部分はUPIAを基にして策定されている。
- 個人信託: 個人信託も州法の規制下にある。年金基金同様にUPIAを採用している州においては、個人信託の受託者に対する投資基準が明確に規定されている。
- 慈善基金: 慈善基金も州法の規制下にある。非営利企業と同様にUPMIFAを採用している州においては、慈善基金の受託者に対する投資基準が明確に規定されている。

SEC はあらゆる面で広範な権限を有している。その目的は、投資家を保護し、公平で秩序のある効率的な市場を維持し、資本形成を促進することである。

フレッシュフィールズ(2005)以降の法律・政策における変化

2005年のフレッシュフィールズ・レポート以来、法制面では多くの重要な変化があった。特に顕著なのは以下の点である。

- UPMIFAが広く採用されたことにより、慈善基金や非営利企業など慈善目的に特化して設立され運営されている機関に適用される規制が大規模に統一された。
- 2008年に労働省により、ERISAにおいて「経済目的投資」と「株主の権利」に関する2つの通達が出された。
- SECが気候変動情報および紛争鉱物に関する情報開示を義務づけた。

実務家の見解

法律と受託者責任

現代のブルーデント・インベスター・ルール(慎重投資家原則)

受託者責任の議論の出発点として一般的に考えられているのは現代の慎重投資家原則である。これは、連邦法、統一州法、および州判例法から生まれたもので、米国法律協会の2006年信託法第3次リステイトメント、すなわち2006年慎重投資家原則により定義される。この規則は、ERISA、UPIA、UPMIFAにも含まれている。慎重運用の基準には忠実義務と分散投資の義務が含まれている。この原則は、慎重さは投資時に判断されなければならない事後的であってはならない、と規定している。また、ポートフォリオ全体に対する影響において投資を評価しなければならない

“SRIについての文献では、ESG問題が運用パフォーマンス上重要であるかどうか大きな論点であるということが着実に示されている。これは、投資判断においてこれらの問題を考慮する必要があるかどうかの見極めを最低限でもデューディリジェンスのプロセスには含めるべきであるということを示唆するものだ。”

Larry Beeferman (Director, Pensions and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program, Harvard Law School)

インタビュー対象者は現代の慎重投資家原則は規範的なものではないとコメントしている。適切な技術、注意深さ、慎重さをもって、常に加入者および受益者の利益のための投資判断が行われるということが条件であるならば、むしろそれは、運用受託機関が広範な分散投資の戦略として採用することのできる柔軟性を与えるものである。

ERISA (1974)

ERISAは、退職資産の委託を受けた機関投資家の責任を定めている。中でも重要なのが常に加入者および受益者の利益を保護するために行うという義務である。

ERISA, 29 USC § 1104条(a): 慎重な専門家の注意義務

1103条(c)(d)、1342条および1344条のもとにおいては、受託者は専ら加入者及び受益者の利益のためだけに義務を果たすのであり、

- A 単一目的として
 - (i) 加入者および受給者に給付を行う。
 - (ii) 制度を管理するために適正な費用を支出する。
- B 当該状況下において、同様の立場で同様の問題に精通している慎重な個人が同様の性質や目的を持つ事業の運営において用いるであろう注意、技術、慎重さおよび勤勉をもって行う。
- C 多大な損失の危険を最小限にとどめるべく、そうすることが明らかに慎重でない場合を除き、投資を分散する。
- D 本法の規定に合致している限り、制度を規定する文書や契約に従う。⁹²

“法律では受託者は専ら加入者および受益者の利益となるよう投資を行わなければならないとある。これらのプランが退職後の生活を保障するものであることから、この義務は一般的には財務上の観点から述べられている。”

Judith Mares (Deputy Assistant Secretary, Employee Benefits Security Administration, U.S. Department of Labor)

ERISAは公式には私的年金基金しか適用されないが、特に受託者に求められる注意義務の基準に関連して、多くの公的年金もその規定に従っている点も重要である。しかし、公的基金は、それらの憲章や関連する州の規制の内容により、しばしばインフラストラクチャー、社会住宅、地域の経済振興等の分野への投資も行うことができることを認識する必要もある。

UPMIFA (2006) と UPIA (1992)

統一州法委員会全国会議はファンド管理に関する統一州法(UMIFA)を改定し、慎重なファンド管理に関する統一州法(UPMIFA)に置き換えた。受託者責任の基準に関しては、現代の慎重投資家原則と併せて、UMIFAのもとで適用されるビジネス・ジャッジメント・ルール(経営判断の原則)はUPMIFAに置き換えられた

UPMIFAの主要な規定 § 3

- a) 寄付証書で表明された寄付者の意図に従った上で、団体は、団体ファンドの運営管理及び投資に当たっては、団体の公益目的及び団体ファンドの目的を考慮するものとする
- (b) この[法律]以外の法律により課される忠実義務を順守することに加え、団体ファンドの運営管理及び投資を担当する者はそれぞれ、誠意を持って、且つ同等の地位にある通常の慎重な者が同様の状況下において払うであろう注意を払って、ファンドの運営管理及び投資を行うものとする。
- … (中略) …
- (e) 寄付証書に別段の記載がある場合を除き、下記規則が適用される。
- (1) 団体ファンドの運営管理及び投資に当たっては、関性がある場合には下記の要素が考慮されなければならない。
 - (A) 一般的な経済状況
 - (B) インフレまたはデフレにより見込まれる影響
 - (C) 投資判断または戦略により税効果が見込まれる場合には、その効果

- (D) ファンドの全体的な投資ポートフォリオにおいてそれぞれの投資又は行動過程が果たす役割
- (E) 収益によるトータルリターンの見込み、及び投資の評価増
- (F) 団体のその他の各種情報源
- (G) 団体及びファンドによる分配並びに元本保全についての必要性
- (H) 資産が団体の公益目的に対して特別な関係又は特別な価値を有している場合には、その関係又は価値⁹³

UPMIFAは直接的にはESG考慮に言及していないものの、その条項のいくつかは受託者責任に関連するものであり、特に団体の公益目的及び団体ファンドの目的を考慮すること、投資によって見込まれるトータルリターンや「資産が団体の公益目的に対して特別な関係又は特別な価値を有している場合には、その関係又は価値」を考慮するよう求めているものがある。

UPMIFAは、ほぼUPIAを踏襲したものであるが、それは公益団体に適用される基準が、公益団体ではない団体、つまり、信託として組成された私的、公的年金基金や投資信託などに適用される基準と大部分において同等であるということの意味する。

労働省ガイドライン (2008)

ERISAは、受益者や加入者の最大の利益となるように受託者に求められる注意義務基準を策定した。ESG問題とは何か、との疑問について、労働省は1990年半ばに多数のガイドラインを公布しており、その中で全ての条件が同じであれば、投資家は経済以外の要因を意思決定において考慮することができ、他の同様の投資と同程度の財務上の特質がある限り労働組合基金は社会的な便益を生み出す投資を行うことができ、また、投資家は慎重に思慮深く議決権を行使すべきであるとしている。

2008年に労働省は新たに二つの通達を出した。一つは経済目的投資で、もう一つは株主の権利に関してである。この二つの目的は、先のガイダンスをより明確にし、加えて、投資家が議決権行使を決定する際に従うべき手順を提示することであった。

“いずれの通達も既に積極的に持続可能かつ責任投資を実践している投資家には影響はないものの、これから責任投資を始めようとする投資家についてはそれを思い止まらせるものになるのではないかと我々は懸念している。”

Meg Voorhes (Director of Research, USSIF)

例えば、米国社会的責任投資フォーラム(USSIF)およびそのメンバーなども含め、これらの通達に対して批判的な投資家もいた。彼らの指摘は、(a) こうした通達が「単一目的ルール」を変更し、「年金プランの経済的利益」を保護する義務を伴いながら加入者や受益者の利益に公平に寄与する義務に取って代わるように思われること、(b) こうした通達が異なるカテゴリーの加入者に対する公平義務を認識していないこと、(c) こうした通達が、費用と効果に対する公平な評価以外の、短期的な費用を重視するアクティブ・オーナーシップや議決権行使といった長期のリスク管理手段を能動的に否定していること、(d) グリーン投資が財務面やリスク緩和の点から、幅広いポートフォリオのパフォーマンスにもたらす貢献度を適切に考慮せずに、グリーン投資について不公平な判断を助長するものであること、である

2014年労働省は、規制に関するガイダンスの観点から何が求められているのかについて理解を深め、また変更が必要か否かを判断するため、2008年の通達に関する投資家の意見の調査を開始した。

情報開示要件

米国ではすべての上場企業に対し、フォーム10-K(外国企業の場合はフォーム20-F)の「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」の章において、「重要」な情報を開示するよう義務付けている。2010年に、SECは「気候変動関連開示に関する委員会指針(Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change)」を発行し、その中

で、定期開示において、既存の規制がどのように気候変動関連のリスク開示に適用されるかを概説した。ドッド・フランク法施行を受けて2012年、SECは紛争鉱物に関する最終規則を採択し、内戦や武力抗争で被害を受けた国から調達した一定の鉱物について情報を公開するよう公開会社に義務付けた。

“持続可能性投資および責任投資に関して最近我々が米国で行った調査では、ESG問題を投資分析で考慮する理由について質問をした。91の資産保有者のうち、43%が受託者責任により行動を取るべき積極的な義務が生じたから、と回答した。”

Meg Voorhes (Director of Research, US SIF)

“2008年以降の大きな変化の一つに、ESG問題が財務上重要であるとの市場における認識の高まりがあった。ESG問題の財務上の影響を計測・分析するアナリストが増えている。”

Judith Mares (Deputy Assistant Secretary, Employee Benefits Security Administration, U.S. Department of Labor)

実務の現状

米国における持続可能性投資 (sustainable investment)、責任投資 (responsible investment)、インパクト・インベストメント (impact investment) のトレンドをまとめた2014年のUSSIFのレポートでは、専門家が運用する6ドルのうち1ドルは、1つ以上のESG投資戦略 (倫理的スクリーニング、運用リサーチおよび意思決定プロセスへのESG問題の組入れ、株主行動) を使って運用されているとしている。レポートは、これらのESG戦略を用いる資産保有者および資産運用者の数が非常に増えており、過去20年間でこのような手法で運用されている受託資産も増加していることを指摘している。

“コーポレートガバナンスの分野に関して我々が行うエンゲージメントや議決権行使の活動は、運用資産の価値を守るために行われなければならないものであり、また、受託者責任とも合致するものであることは明白だ。我々はガバナンス問題において行動 (エンゲージメントや議決権行使など) を起こそうとする際には、我々の提案と投資価値の向上に明らかな関連性があることを文献や実証結果で再確認している。”

Michael P. McCauley (Senior Officer, Investment Programs & Governance, Florida State Board of Administration (SBA))

エンゲージメントに関しては、投資家がアクティブ・オーナーシップをとるべきであるとする正式な法的義務はない。しかし、議決権は基金の資産と認識されているため、基金はどのように議決権を行使しているかを報告しなければならない。基金、財団、公的年金は企業年金に比べてエンゲージメントにより積極的な傾向にある。

行動のための原動力

インタビュー対象者は、運用リサーチや意思決定プロセスへのESG問題の組入れ、株主行動を中心としたESG投資戦略を用いる投資家の数が徐々に増えてきていることに楽観的である。対象者たちは、その理由として多数の異なるポイントをあげている。ESG問題と財務の関連性について市場の認識が高まっていること、倫理的スクリーニングとESGインテグレーションの違いを市場が認識していること、ESGパフォーマンスに関して企業の報告が改善されていること、気候変動や人権問題などに対する顧客の関心など社会的な関心が広がってきたこと、などである。

“裁判所は通常、間違った司法判断をあとからつべこべ言うのを好まない。むしろ、それらの判断が合理的な意思決定プロセスにもとづいていたのかが関心事である。したがって、例えば、石炭を排除するという判断（気候変動に対する政策により座礁資産と化すのではないかという懸念を理由とすることなど）は、信頼できる前提と確固たるプロセスにもとづいているのであれば許容されるであろう。もしも資産保有者がそのような判断をする場合、その理念を明確にし規範がなければならず、また、達成された結果を見直し、データや証拠が変化した場合には進んで変更する意欲を持つような仕組みを整えなければならない。”

Brian Golob (Global General Counsel and Global Chief Compliance Officer, Russell Investment Group)

一方、変化の速度は比較的遅めで段階的になるだろう、という認識もある。理由にあげられるものの一つに、発展を阻む障壁（下記参照）の存在がある。しかしインタビュー対象者はこれについて、たとえこうした障壁への対処が進んだとしても、旧来から変わらない受託者責任に対する解釈（特に、短期間で結果を求められるパフォーマンス、財務的な条件でのみ定義されている受益者利益の定義、投資決定において社会問題や環境問題を幅広く考慮すべきではないとする見解）が依然として発展への大きな障害であると指摘している。

変化を阻む要因

進展を阻む要因としてインタビュー対象者が指摘するのは以下の点である。

- 責任投資が受託者責任といかに協調するものであるかについて、規制に関するガイダンスや司法判断が欠如している。インタビュー対象者は、(a) タイムフレーム（あるいは「長期」の定義）、(b) 投資家の責任投資に対するアプローチを形成することになる具体的な活動、(c) 運用リサーチや投資決定プロセスで考慮されるべき問題、に関して明確に示すことが重要であると指摘している。
- 法律専門家や資産運用コンサルタントの助言。こうした専門家やコンサルタントは依然として、受託責任について非常に狭い範囲の解釈に基づいて意見を発し続けており、短期的かつ財務上のパフォーマンスを上げることが受託者に最も期待されていることであると強調し続けている。これは結果的に、長期投資を採用しようとする資産保有者の意思を挫くものとなる。

“米国の弁護士は受託者責任を極めて狭義で見ることが多い。彼らは「実際よりも線引きが明確である」、つまり、もっぱら財務的リターンを重視し、しかも、倫理的な問題についてはまったく分からないと、しばしば考えている。”

Brian Golob (Global General Counsel and Global Chief Compliance Officer, Russell Investment Group)

- 責任投資についての一般的な見解。インタビュー対象者により明らかにされた見解(または誤解)の中には、責任投資がERISAガイダンスのもとで禁止されている、運用実務においてESG問題を考慮することが慎重さや忠実さなど受託者責任の概念に反するものである、ESG問題を重視することにより運用パフォーマンスにマイナスの影響がある、責任投資がネガティブ・スクリーニングと同様なものである、といったものがある。これは、特に私的年金市場で顕著である。
- 資産運用コンサルタントや法律専門家のESG問題に関する知識の欠如。インタビュー対象者によると、こうしたコンサルタントや法律専門家の多くは責任投資について熟知していないため、責任投資がERISAの単一目的ルールに抵触する可能性があるという議論になりがちである(この議論を支持するために労働省の2008年通達が用いられることが多い)。
- 環境上・社会上の問題と運用パフォーマンスが関連するという確固とした証明の欠如。インタビュー対象者は、こうした問題と投資の関連性を学術的にリサーチし、ガバナンスに期待されるものを法的に明確にした(例えばエンロンの事例など)好例として、コーポレートガバナンスをあげている。
- 環境上・社会上の問題に関する企業報告の脆弱さと一貫性の欠如。これによって、投資家がこうした問題を投資プロセスで考慮することが困難になっている。
- 受益者間、または一般社会において、企業に期待するESG基準についてコンセンサスがとれていないこと。
- 米国経済のエネルギー依存。石炭、石油、鉱物が経済的に重要な州においては特に深刻で、責任投資は州の経済的利益の中核と相反する可能性があるという認識を生んでいる。

“労働省のより規範的な取り組みを阻害する要因の一つにESG問題に関する統一的な報告の欠如がある。このことが、ESG問題の財務的な意味合いについて包括的な結論を導くことを困難にしている。”

Judith Mares (Deputy Assistant Secretary, Employee Benefits Security Administration, U.S. Department of Labor)

提言

グローバルに奨励されている事項の他に、以下について推奨する。

労働省は、以下を行うべきである：

- 以下を明確にすべきである：
 - 受託者責任には、参加者および受益者が公平な方法で持続可能な退職手当を受けられるようにするために、年金資産の運用には長期的で、リスクを調整したアプローチが必要であること。
 - 資産保有者は、自らおよびその代理人の意思決定において、長期的な要因(ESG問題を含む)に注意を払うべきであること。
 - 資産保有者は、投資先企業およびその他の事業体と積極的に対話を持つこと(エンゲージメント)が期待されていること。
 - また、これらの行為が資産保有者の受託者責任に合致していることを明確にすべきである。
- 経済性的に絞った投資および株主の権利に関するその2008年度公報を再発行し、かつ：
 - 資産保有者の義務は、参加者および受益者の利益に公平に資することであることを明確にする。
 - アクティブ・オーナーシップといったリスク管理手段の費用および便益の評価は、かかる手段の長期的な便益を積極的に考慮すべきであることを明確にする。

- グリーン投資は、投資ポートフォリオにおいて財務面においてもリスク軽減においても重要な役割を果たすことを明確にする。
- 資産保有者に、その投資判断にESG問題をどのように組み込んでいるか説明することを求める。これらの要件の一部として、労働省は以下をコミットすべきである：
 - 年1回、進捗状況を見直す。
 - 資産保有者がどのようにESG問題を投資プロセスに組み込んでいるかを説明する。
 - これらのコミットメントが取られた行動および達成された成果（投資パフォーマンスおよび投資先事業体のESGパフォーマンスの両方に関わる）にどう影響しているかを分析する。

その規模および影響力を以って、ニューヨーク証券取引所（NYSE）およびナスダックは、その取引所の上場企業間の長期的、持続可能な投資およびESG開示の向上およびパフォーマンスの改善を促すための持続可能な証券取引所イニシアティブに対する公のコミットメントに従い、企業に対するそのESG開示要件を強化すべきである。

長期投資においてESG要因が果たす役割に関するUSメモランダム

PRIは2015年冬、米国の年金基金が投資活動においてESG要因に対応するために強化している活動内容を特集したレポートを発行する予定である。このレポートでは、ERISAに関する誤った見解を修正し、集团的エンゲージメントは共同行為ではないことを明確にしている。

付録

付録 1: インタビュー対象者

2015年3月から6月にかけて、本プロジェクト・チームは、調査の対象となっている8カ国において受託者責任が投資実務にどのように影響しているのかを理解するため、50名を越すステークホルダー（投資家、政策立案者、弁護士と監督当局）に対してインタビューを行った。各国の実務の現状、課題やトレンドについて正確な理解を得ることが目的であった。各国間の統一性をもたせるため、体系的インタビューの方法を取ることで毎回同じインタビュー内容となるよう努めた。

資産保有者に対してのインタビューでは、投資方法、とりわけ投資プロセス、アクティブ・オーナーシップ活動およびエンゲージメント活動におけるESG問題の考慮について質問を行った。また、受託者責任に関する公式な法定要件と一般的（非公式）な見方が投資方法に与えている影響や、広く

受け入れられている受託者責任の解釈からもたらされる投資市場の全般的なESGインテグレーションの取り組み状況やアクティブ・オーナーシップ活動への影響についても質問を行った。一方、資産運用者やサービス提供者にインタビューを行った際には、顧客の受託者責任や責任投資へのコミットメントがいかんして実務において実行されているかについて質問を行った。

インタビューを行った監督当局に対しては、当該国における受託者責任に関連する法律について、それをどう解釈し施行しているか、また、資産保有者により一層ESG問題の考慮を促すには法律をどのように改正することが可能かについて意見を求めた。同様の質問は、弁護士に対しても行われたが、そこでは顧客である資産保有者への助言内容や、また、助言にもとづいた資産保有者の対応についてが主となった。

Alison Schneider	Senior Manager, Responsible Investing	Alberta Management Investment Corporation (AIMCo)	Canada
Amane Fujimoto	Corporate Accounting & Disclosure Division, Planning and Coordination Bureau	Financial Services Agency	Japan
Andreas Hallermeier	Portfolio Manager	Bayerische Versorgungskammer	Germany
Anton Pillay	CEO	Coronation Fund Managers	South Africa
Bethan Livesey	Policy Officer	ShareAction	UK
Bozena Jankowska	Global Co-Head of ESG	Allianz Global Investors	Germany
Brian Golob	Global General Counsel & CCO	Russell Investments	US
Bruno Couri	Secretário	Rio Bravo Investimentos	Brazil
Carolyn Morris	Senior Manager Policy Development	Australian Prudential Regulation Authority	Australia
Chris Hodge	Executive Director, Strategy, Financial Reporting Council	Financial Reporting Council	UK
Chris Davies	CEO	Telstra Super	Australia

Craig Roodt	Head of Investment Risk	Australian Prudential Regulation Authority	Australia
Dan Chornous	CIO	RBC Global Asset Management	Canada
Daniel Ingram	Head of Responsible Investment	BT Pension Scheme	UK
Daniel Simard	CEO	Bâtirente	Canada
Danielle Press	CEO	Equip Super	Australia
David Styles	Head of Corporate Governance and Stewardship	Financial Reporting Council	UK
Ed Waitzer	Partner	Stikeman Elliott LLP	Canada
Fernando Duarte Folle	Especialista em Previdência Complementar CGPE/DISUP	Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC	Brazil
Fumito Kawanishi	Chairman	Secom Pension Fund	Japan
George Iguchi	Head of Corporate Governance, General Manager of Equity Investment Department	Nissay Asset Management Corporation	Japan
Hannine Drake	Senior Associate	Bowman Gilfillan	South Africa
Hiroichi Yagi	Managing Director	Secom Pension Fund	Japan
James Andrus	Portfolio Manager	CalPERS	US
Jonathan Grabel	CIO	Public Employees Retirement Association of New Mexico	US
José Carlos Doherty	CEO	ANBIMA	Brazil
Judith Mares	Deputy Assistant Secretary	US Department of Labor	US
Judy Cotte	V.P. & Head, Corporate Governance & Responsible Investment	RBC Global Asset Management	Canada
Juliane Hilf	Partner	Freshfields Bruckhaus Deringer	Germany
Karen Lockridge	Pension Actuary	Mercer	Canada
Katharine Preston	Manager, Responsible Investing, OPSEU Pension Trust, and Acting Chair of the PIAC Corporate Governance Committee	Pension Investment Association of Canada	Canada
Kazuhiro Okuma	Director, Environment and Economy Division	Ministry of Environment	Japan
Kirshni Totaram	Head of Institutional Business	Coronation Fund Managers	South Africa

Larry Beeferman	Director, Pensions and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program	Harvard Law School	US
Luciana Burr	Partner	Rayes & Fagundes Advogados Associados	Brazil
Lucy Tusa	Principal	Mercer	UK
Marcel Theroux	Partner	Mercer	Canada
Marcel Barros	Executive Director	PREVI	Brazil
Marcelo Seraphim	Pension Fund Specialist	Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC	Brazil
Marguerite Mills	Director, General Counsel	Genesis Investment Management	UK
Mário Fleck	CEO	Rio Bravo Investimentos	Brazil
Mark Chaloner	Assistant Director – Investments	West Midlands Pension Fund	UK
Meg Voorhes	Director of Research and Operations	US SIF	US
Mervyn E. King	Chair of the King Committee on Corporate Governance	Mervyn E King SC	South Africa
Michael McCauley	Senior Officer, Investment Programs & Governance	Florida State Board of Admin	US
Normand Brouillet	Board Member	Bâtirente	Canada
Paul Watchman	Honorary Professor	School of Law, University of Glasgow	UK
Peet Maritz	Principal Officer	Transnet Pension Fund	South Africa
Rosemary Hunter	Deputy Executive Officer, Retirement Funds	Financial Services Board	South Africa
Sarah Barker	Special Counsel	Minter Ellison Lawyers	Australia
Simon Taylor	Senior Manager, Legal, Policy and Legislation	Australian Prudential Regulation Authority	Australia
Steve Waygood	Chief Responsible Investment Officer	Aviva Investors	UK
Steve Berexa	Senior Portfolio Manager and Global Head of Research	Allianz Global Investors	US
Tetsuo Kitagawa	Professor of Finance and Corporate Governance, Graduate School of International Management,	Aoyama Gakuin University	Japan
Thomas Neumann	Head of Investment Supervision, Federal Financial Supervisory Authority	BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)	Germany

付録 2: グローバル・ピア・レビュー実施者

2015年7月9日、調査結果について一連の公開ウェビナーにおいて発表された。180以上のPRI署名機関およびUNEPFIメンバー、その他のステークホルダーがこれらのウェビナーに参加した。

2015年7月14日から29日にかけて、プロジェクト・チームはグローバル・ピア・レビューをとりまとめ、初期の原稿が、8カ国の実務家およびステークホルダーから成るグローバル・ピア・レビュー参加者に届けられた。以下、意見を寄せて頂いた方々(敬称略)の一覧である。

Justin Atkinson	Alliance Trust
José Carlos H. Doherty	ANBIMA
Claudia Kruse	APG
Hannine Drake	Bowman Gilfillan
James Andrus	CalPERS
Carlos Joly	Cambridge Institute for Sustainability Leadership
Natalie Smith	Client Earth
Bettina Kretschmer	European Commission DG ENV
Amane Fujimoto	Financial Services Agency (Japan)
Rosemary Hunter	Financial Services Board (South Africa)
Daniela Saltzman, Shalini Rao	Generation Foundation
Rob Lake	Rob Lake Advisors Ltd.
Bruce Duguid	Hermes Investment Management
Erik Breen, George Dallas	International Corporate Governance Network (ICGN)
Tom Powdrill	International Transport Workers' Federation
Rebecca O'Brien Radford	Loomis, Sayles & Company
Randy Bauslaugh	McCarthy Tétrault
Sarah Barker	Minter Ellison
Anne-Maree O' Connor	New Zealand Super Fund
Marcelo Seraphim	PREVIC
Anne Wittman	SHARE
Bethan Livesey	ShareAction
Pierre Habbard	Trade Union Advisory Committee to the OECD
Axel Hesse	SD-M GmbH
Meg Voorhes	US SIF
Aditi Maheshwari, Alison Harwood, Fiona Elisabeth Stewart	World Bank Group / IFC

付録3: 参考文献

Readers wishing to understand the exact legal situation regarding fiduciary duty in a specific country should review the legal texts and case law relevant to that country, and may need to speak to legal practitioners to get a complete and robust assessment. For readers interested in reading more about the broad themes and issues raised in this report, the following are useful references:

FairPensions (2011), Protecting our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation (FairPensions, London).
http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded_files/fidduty/FPProtectingOurBestInterests.pdf

Generation Foundation (2015), Allocating Capital for Long-Term Returns: The Strengthened Case for Sustainable Capitalism (Generation Foundation, London).
<https://www.genfound.org/media/pdf-genfound-wp2015-final.pdf>

Hawley, J., Hoepner, A., Johnson, K., Sandberg, J. and Waitzer, E. (eds.) (2014), Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty (Cambridge University Press, Cambridge).

Johnson, K. (2014), Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties (IISD, Winnipeg).
<http://www.reinhartlaw.com/Documents/art140402%20RIIS.pdf>

Kay, J. (2012), The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making. Final Report – July 2012 (Department for Business, Innovation and Skills, London).
<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>

Law Commission (2014), Fiduciary Duties of Investment Intermediaries (HMSO, London).
http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties.pdf

United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI] (2005), A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment (UNEP FI, Nairobi). [commonly referred to as the Freshfields Report]
http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI] (2009), Fiduciary Responsibility: Legal and Practical Aspects of Integrating Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment (UNEP FI, Nairobi).
<http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciaryII.pdf>

United Nations Environment Programme Inquiry: Design of a Sustainable Financial System (2015), Aligning the Financial System with Sustainable Development: Pathways to Scale (UNEP, Geneva).
http://apps.unep.org/publications/index.php?option=com_publication&task=download&file=011401_en

DISCLAIMERS

UN Global Compact

This publication is intended strictly for learning purposes. The inclusion of company names and/or examples does not constitute an endorsement of the individual companies by the United Nations Global Compact. The material in this publication may be quoted and used provided there is proper attribution.

UNEP Inquiry and UNEP FI

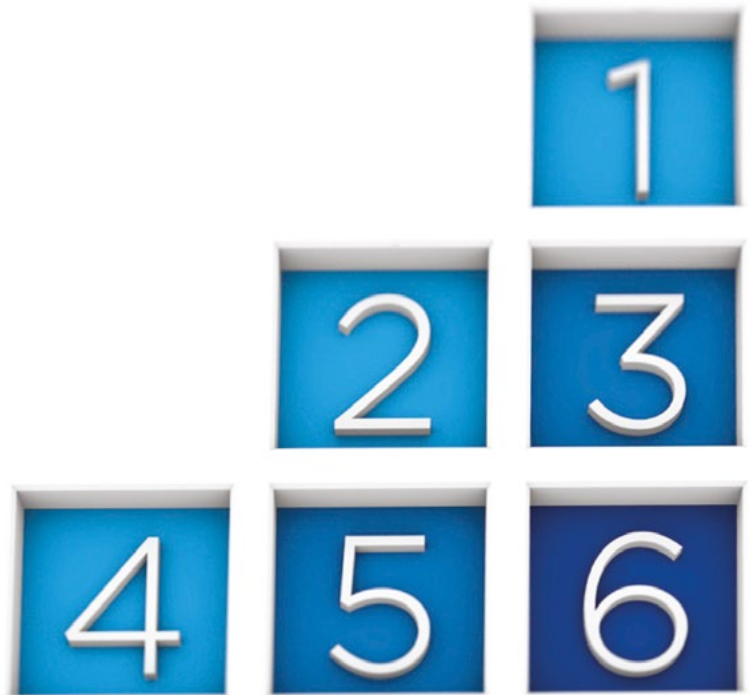
The designations employed and the presentation of the material in this publication do not imply the expression of any opinion whatsoever on the part of the United Nations Environment Programme concerning the legal status of any country, territory, city or area or of its authorities, or concerning delimitation of its frontiers or boundaries. Moreover, the views expressed do not necessarily represent the decision or the stated policy of the United Nations Environment Programme, nor does citing of trade names or commercial processes constitute endorsement.

PRI

The information contained in this report is meant for the purposes of information only and is not intended to be investment, legal, tax or other advice, nor is it intended to be relied upon in making an investment or other decision. This report is provided with the understanding that the authors and publishers are not providing advice on legal, economic, investment or other professional issues and services. PRI Association and the PRI are not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. The access provided to these sites or the provision of such information resources does not constitute an endorsement by PRI Association or the PRI of the information contained therein. Unless expressly stated otherwise, the opinions, recommendations, findings, interpretations and conclusions expressed in this report are those of the various contributors to the report and do not necessarily represent the views of PRI Association, the PRI or the signatories to the Principles for Responsible Investment. The inclusion of company examples does not in any way constitute an endorsement of these organisations by PRI Association, the PRI or the signatories to the Principles for Responsible Investment. While we have endeavoured to ensure that the information contained in this report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in information contained in this report. Neither PRI Association nor the PRI is responsible for any errors or omissions, or for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any loss or damage arising from or caused by such decision or action. All information in this report is provided “as-is”, with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied.

THE PRI'S SIX PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT

- 1** We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
- 2** We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
- 3** We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
- 4** We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
- 5** We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
- 6** We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.



About the United Nations Global Compact

The United Nations Global Compact is a call to companies everywhere to voluntarily align their operations and strategies with ten universally accepted principles in the areas of human rights, labour, environment and anti-corruption, and to take action in support of UN goals and issues. The UN Global Compact is a leadership platform for the development, implementation and disclosure of responsible corporate policies and practices. Launched in 2000, it is largest corporate sustainability initiative in the world, with over 8,000 companies and 4,000 non-business signatories based in 160 countries.

For more information, see www.unglobalcompact.org

About UNEP Finance Initiative

The United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) is a unique global partnership between the United Nations Environment Programme (UNEP) and the global financial sector founded in 1992. UNEP FI works closely with over 200 financial institutions who have signed the UNEP FI Statements as well as a range of partner organizations to develop and promote linkages between sustainability and financial performance. Through peer-to-peer networks, research and training, UNEP FI carries out its mission to identify, promote, and realize the adoption of best environmental and sustainability practice at all levels of financial institution operations.

For more information, see www.unepfi.org

About the Principles for Responsible Investment Initiative

The PRI works with its international network of signatories to put the six Principles for Responsible Investment into practice. Its goals are to understand the investment implications of environmental, social and governance issues and to support signatories in integrating these issues into investment and ownership decisions.

The six Principles were developed by investors and are supported by the UN. They have more than 1,400 signatories from over 50 countries representing US\$59 trillion of assets. They are voluntary and aspirational, offering a menu of possible actions for incorporating ESG issues into investment practices. In implementing the Principles, signatories contribute to developing a more sustainable global financial system.

For more information, see www.unpri.org

About UNEP Inquiry

The Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System has been initiated by the United Nations Environment Programme to advance policy options to deliver a step change in the financial system's effectiveness in mobilising capital towards a green and inclusive economy - in other words, sustainable development. Established in early 2014, it will publish its final report in the second half of 2015.

For more information, see www.unep.org/inquiry