

## 1. インパクト投資と受託者責任を巡る議論に新展開

### 【ポイント】

- 2021年7月、PRIとUNEP-FIらによって、インパクト投資に関する新たな調査報告が公表。「ESG要素の考慮が許容される」と指摘し2006年のPRI制定を後押しした第一弾、「ESG要素を考慮しないことは受託者責任に反する」と指摘した第二弾に続き、今回はインパクト投資について法的見地から調査が行われた
- 報告書は、特定のインパクト目標の達成が運用リターン目標の達成に繋がる場合（因果関係がある場合）に着目。機関投資家は、こうした状況下において、インパクトを追求することが求められる可能性が高いと指摘
- 機関投資家は運用リターンのために、企業分析や投資判断の際にESG要素を考慮することに留まらず、エンゲージメント等を通じてインパクト創出に向けた行動をすべきだという認識が、今後広がっていく可能性が高まっている

インパクト目標の追求は受託者責任に反しないか？

インパクト投資を巡る課題の場において、必ずと言ってよいほど挙げられる論点の一つですが、今後の議論の行方に大きく影響することが予想される報告書が、2021年7月に公表されました。責任投資原則（PRI）、国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP-FI）らがとりまとめた報告書「A Legal Framework for Impact: Sustainability Impact in Investor Decision-Making」です。

今回のESGレターでは、本報告書の主な内容を考察してみたいと思います。

### そもそも本報告書の位置づけ

この報告書はPRIやUNEP-FIらによって作成された受託者責任に関する報告書の第三弾に位置づけられます。

第一弾の公表は2005年にまで遡ります。当時論争の的となっていたESG要素の考慮と受託者責任の関係について、運用リターンのためにESG要素を考慮することは「明らかに許容される。むしろ要請されるべき」と結論づけました<sup>[1]</sup>。この報告書は、翌2006年のPRI制定を後押ししたとされ、ESG投資の歴史に大きな影響を及ぼすこととなりました。

その後、2015年にもESG要因の考慮と受託者責任の関係について、第二弾調査が行われ、「投資実務において、企業価値に影響するESG要素を考慮しないことは受託者責任に反する」と、より踏み込んだ指摘がなされました<sup>[2]</sup>。

### 第三弾の目的と要旨

今回の第三弾はインパクト投資に焦点をあてています。報告書ではインパクト投資という言葉ではなく、「サステナビリティ課題に対処するため、評価可能な方法で投資先企業や第三者の行動に意図をもって影響を与えようとする投資アプローチ」（IFSI：Investing for Sustainability Impact）という言葉が用いられていますが、その定義から概ね同じ概念だと考えられます。

ただし、報告書は、インパクト追求のために機関投資家が取りうる方策として、企業と投資家による一対一の対話だけでなく、協働エンゲージメントや政策への働きかけなども含めて広く捉えている点が特徴です。

報告書では、次の2種類のIFSIを区別しています。

- Instrumental IFSI**：サステナビリティ・インパクト目標の達成が運用リターン目標を実現するための手段になる場合
- Ultimate ends IFSI**：運用リターン目標にかかわらず、サステナビリティ・インパクトを生み出すこと自体が一つの独立した目的である場合

一つ目のInstrumental IFSIは、特定のインパクト目標達成が運用リターン目標達成に繋がるという因果関係に着目し、運用リターンという最終的な目的のためにインパクトを追求するというタイプのインパクト投資といえます。一方、Ultimate ends IFSIは、インパクトを生み出すこと自体が最終的な目的ですので、インパクト目標達成と運用リターン目標達成の間に因果関係がある場合に限定されるものでなく、インパクト追求の傍らどの程度の運用リターンを目指すかについてもケース・バイ・ケースといえます。

報告書は、Instrumental IFSIについては、国・地域や機関投資家の属性による違いはあるものの、機関投資家はインパクトを追求することが求められる可能性が高いと指摘しています。第二弾では、運用リターンに有効なら「ESG要素を考慮すべき」とされましたが、今回の第三弾によって、運用リターンに有効なら「ESG要素の考慮に加えて、エンゲージメント等を通じたインパクトも追求すべき」という、より拡大したメッセージが発出されたといえます。なお、Ultimate ends IFSIについても、現行法令の下で実施されている事例の大半は運用リターンを優先させるという条件の下で行われていることが指摘されています。インパクト投資において運用リターンは欠かすことのできない要素といえます。

### 今後の展望

PRIは今回の報告書を受けて、世界の3,500を超える署名機関投資家に対し、運用リターンに繋がる形でのインパクト追求をこれまで以上に促していくことが予想されます。「インパクト投資」と銘打つかはさておき、実質的にはインパクト投資と見なされるような投資活動が、今後拡大していく可能性が高まっています。

[1] Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”

[2] PRI, UNEP-FI, UNEP Inquiry & UN Global Compact (2015) “Fiduciary Duty in the 21st Century”

## 2. 世界のESG投資残高に関する調査結果が公表：ESGインテグレーションが更に拡大

2021年7月、隔年で公表されている**世界のESG投資残高に関する最新の調査結果**が公表されました。

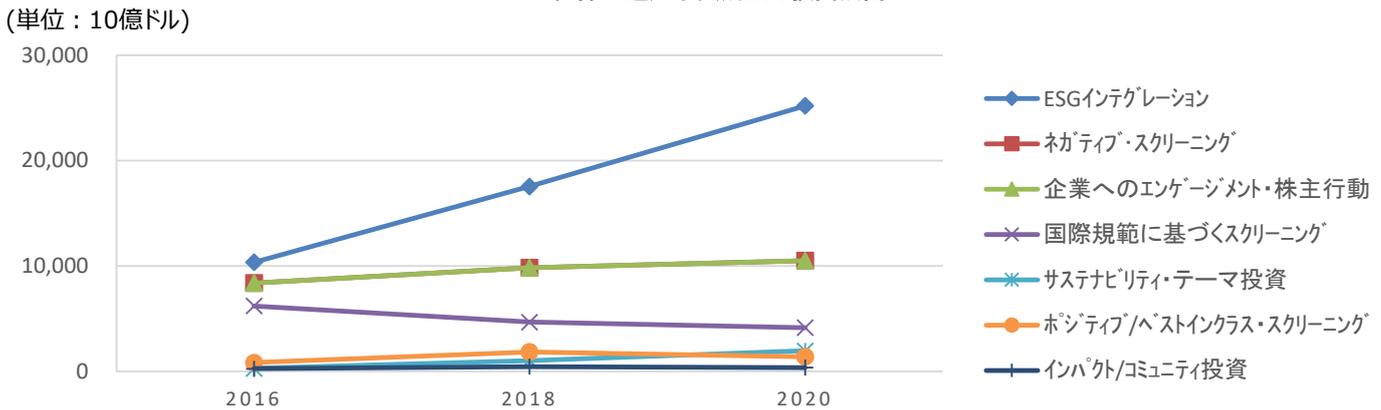
調査方法や調査対象の違いなどのため、必ずしも経年比較に適さない面はありますが、**世界のESG投資残高は2018年から20年にかけて拡大し、約35兆ドル（世界の運用資産の約36%を占める）**に達しています。

運用手法別では、**ESG要因を財務分析や投資判断に組み入れる手法である「ESGインテグレーション」**が大きく躍進しま

した（下図）。ESGインテグレーションは国内外を問わずいま最もポピュラーな手法と言えますが、実際の取組み内容は機関投資家によって多岐にわたっているのが実態です。

同時に、ESGインテグレーションが市場で一定の存在感を持つようになった今、通常の投資と比べて、「具体的に何ほどの程度異なるのか」を巡る議論も高まってきました。ESG投資の存在意義（リスク・リターンの改善効果や環境・社会へのインパクト効果など）が、今まさに試されようとしています。

図：世界の運用手法別ESG投資残高



注：複数の運用手法に当てはまる場合は、それぞれの運用手法に重複して計上されている

出所：GSIA(2021) “Global Sustainable Investment Review 2020”を基にニッセイアセットが作成

## 3. 「スチュワードシップレポート2021」を発行しました

2021年8月、**当社のスチュワードシップ活動に関する取り組みを紹介した「スチュワードシップレポート2021」**を発行しました。

本レポートは2部構成になっており、

- 第1部では、ESG・スチュワードシップ活動の取り組み状況や、今後の方向性などを記載しています。
- 第2部では、「日本版スチュワードシップ・コード」への当社の取り組み方針に対する原則ごとの実施状況について、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を記載しています。

今年度のレポートでは、**社債運用におけるESGインテグレーション**

に関する活動報告や、**気候変動問題に対する資産運用会社としての取り組み等について、記載の充実化を図りました。是非ご一読ください。**



※「スチュワードシップレポート2021」は下記URLからご覧いただけます  
<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/report.html>

- ✓ 当資料は内外の債券、株式、為替市場等に関する情報提供を行うためのものです。予め特定の方角や対応を推奨する目的のものではありません。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、投資対象国・地域等の経済状況や金融資本市場の動向、また有価証券等の発行者の経済活動等の変化を背景に、投資対象資産の価格が変動し、その下落により損失を被るおそれがあるほか、投資元本を割り込むリスクがあります。詳しくは各商品の商品説明資料をご確認ください。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、お客様に手数料等をご負担いただきますが、手数料等の種類ごとの金額及びその合計額については具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等の商品説明資料に記載されたシミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ✓ 市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ✓ 当資料に記載された市場を投資対象とする運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のもとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ✓ 当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ✓ 当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ✓ 当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。