



## 【AB IQ】

## 責任投資：世界各地の経験から学ぶ多様な課題



2018年10月30日

投資計画において責任投資がもたらす機会と課題について、世界の4つの機関投資家に聞いた。  
多岐にわたるトピックに関し、彼らの経験に基づく知見を紹介したい。

機関投資家は責任投資(RI)への取り組みを強化している。しかし、RIの定義は投資家によって異なる可能性がある。環境・社会・企業統治(ESG)に関するファクターを投資プロセスに組み入れ、オーナー的な立場から積極的に企業の取り組みに関与したいと考える投資家もいれば、サステナビリティに関する分野に投資し、より良い未来を創り上げるために資金を活用したいと考える投資家もいる。そこで、本稿では米国、英国、オランダ及びオーストラリアの投資家に聞いた責任投資の機会や課題に関する見解を、皆様と共有したい。

**あなたの組織が責任投資を重視している理由は？**

MN(オランダ)のシニア・ファンド・マネジャー、Markus Schaen氏(以下、MS):「私たちは自らの投資が現実の世界に影響を与えていると考えており、その影響に対して責任を持ちたいと思っています。同時に、現実の世界は私たちの投資に影響を与えており、その影響は投資におけるリスク/リターン判断に取り入れる必要があります。現実の世界に与える影響と、現実の世界からもたらされる影響の双方に責任を持つことは、年金基金やその受益者の利益最大化を目指すという私たちの受託者責任の一部です。」



当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。  
<https://www.alliancebernstein.com/library/responsible-investing-roundtable-experiences-from-around-the-world>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年9月24日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalSTRS) (米国) のポートフォリオ・マネジャー (コーポレート・ガバナンス担当)、Aeisha Mastagni氏 (以下、AM) : 「優れたコーポ



レート・ガバナンスの仕組みを構築し、実践している企業は、長期的に良好なパフォーマンスを上げる可能性が高いと考えています。つまり、優れたコーポレート・ガバナンスは実際に企業の価値を高めている

ということ。また、エンゲージメント活動はリスクを緩和する手段にもなります。私たちは、企業の長期的な存続能力に影響を与え得る問題があれば、その企業に対して問題提起を行っています。」

TPTリタイアメント・ソリューションズ (英国) のインベストメント・マネジャー、Jennifer Anderson氏 (以下、JA) : 「私たちのESG戦略は、リスクを緩和し、投資機会を発掘し、エンゲージメントを推進することを目指しています。投資

の意思決定プロセスにESG分析を取り入れることで、様々なダウンサイド・リスクを和らげることができます。しかも、資産運用業界がサステナブル投資により多くの資金を振り向ければ、そうした投資先の資産価格が上昇し、投資リターンが従来の投資をアウトパフォームする可能性が高まります。ボラティリティも低くなるかもしれません。それに加え、政策や規制環境がサステナブル投資や責任投資に対する投資家のアプローチに及ぼす影響力が強まるのに伴って、投資家にとっては企業や政策当局者とのエンゲージメントを深める必要性が高まっています。」



コロニアル・ファースト・ステート (オーストラリア) のシニア・マネジャー (企業責任担当)、Jodie Tapscott氏 (以下、JT) : 「(親会社である) コモンウェルス・バンク・オブ・オーストラリア (CBA) による責任投資や責任融資に関する株主からのエンゲージメント、気候変動問題に関するパリ協定へのCBAのコミットメントなど、私たちが責任



投資を重視する姿勢を強めている理由は数多くあります。様々なESG問題や投資エクスポージャーに関するNGOのロビー活動、顧客からの要求やフィードバックの増大、ESGリスクに関する私たち自身

の認知度の向上なども、要因となっています。競争環境もそれを後押ししており、同業他社が責任投資を重視する姿勢を強めているほか、ミレニアル世代をターゲットとしてESGに焦点を当てた新興フィンテック企業の台頭も競争に拍車をかけています。」

### あなたの組織はRI についてどのような哲学を持っていますか？

MN (オランダ) のアドバイザー (責任投資&ガバナンス)、Mart Keuning氏 (以下、MK) : 「私たちは、戦略的な投資

フレームワークやあらゆる資産クラスにおける投資戦略の策定から、運用委託先の選択及び監視、投資に関する現場レベルの意思決定に至るまで、バリューチェーン全体の中にRIを組み入れています。」



JA: 「TPTでは、責任投資について、投資を検証するための追加的なレンズのひとつと捉えています。事実上すべての資産クラスや戦略を網羅する包括的なトップダウン型のポリシーとなっています。私たちのRIの適用法は、一定のダウンサイド・リスク管理に貢献し、時にはリターン向上につながる魅力的な投資機会の発掘にも寄与するという意味で、当局の定める受託者義務の原則に全面的に沿ったものだと考えています。」

JT: 「私たちの哲学の基本にあるのは、ESG要因は顧客や株主の利益に影響を与えるという考え方です。そのため、私たちはそれを意思決定に取り入れなければなりません。資産運用を担う者には、持続可能な手法で長期的に資産価値を保全あるいは増やすという目標を追求する中で、顧客の資産を生産的な目標に沿った投資先に配分する責任があると考えています。したがって、顧客や株主の信頼を獲得し、それを維持するためにも、私たちはESG問題の理解や実践に関し、積極的な役割を果たす必要があると考えています。」

AM: 「ESGで最も肝心なのはリスク管理です。リスクは、環境に関するものであれ、社会、あるいは企業統治に関わるものであれ、企業の評価に影響を及ぼし、ひいては業績に影響を与える可能性があります。CalSTRSは5年から15年先の潜在的なリスクを視野に入れていません。CalSTRSの取締役会はこの問題に非常に強い関心をもっているし、CalSTRSの受益者、つまりカリフォルニア州の教職員もです。」

## **ポートフォリオ全体でRIのフレームワークを構築・適用する上で、どのような課題に直面しましたか？**

AM:「最大の課題の一つは、リソースが限られている一方で、受益者グループが非常に強い関心を持っている問題は数多くあるということです。それを一つでもリストから外したいと考えている人はおらず、むしろ皆さらに追加したいと思っています。これが我々にとって最大の課題で、つまり、受託者責任を履行すると同時にステークホルダーの要求に応えなくてはならないということです。」

JT:「最大かつずっと続いている課題は、チームの先入観に対処することや、運用パフォーマンス及びリスクに与える影響に関する誤った情報を是正すること、そして狭義の受託者責任や利益最大化義務を履行することです。」

MS:「大きな課題の一つは、パッシブ運用にESGを組み入れることです。私たちは主に年金基金の資金を運用するマネジャーであるため、厳格なリスク管理や資産と負債のマッチングが重要で、結果的に数多くのポートフォリオがパッシブな性格を帯びています。ESGを組み入れる必要があるのは、パッシブ運用もアクティブ運用と同じです。しかし、ポートフォリオを構築する上では強力で信頼できるESGのデータを必要としており、それが引き続き課題となっています。」

JA:「RIと倫理的投資がしばしば混同されています。多くの人が、RIとはリターンを犠牲にするかもしれないものだとして認識しています。また、新たな資産クラスや戦略も課題を生み出しています。DBの年金スキームはリスクを削減しようとしており、様々なオルタナティブ資産やLDIファンドへの投資を増やしています。TPTでは、これらの異なる資産クラスに関し、ESGや責任投資の観点からの留意点は何か、こうした運用戦略のマネジャーにとってRIのアプローチはどのように付加価値を高めることができるのかといった問題を理解するため、常に取り組みを進化させています。ESGや気候変動問題に関するリポーティングやディスクロージャーの改善もまた継続的な課題です。」

## **この分野で協力している、あるいは協力する予定の資産運用マネジャーに何を求めていますか？**

MK:「MNでは、資産運用マネジャーのRIポリシーやその執行状態についてスコアを付けるため、詳細な評価フレームワークを定めています。まず、マネジャーにはESGに真剣に取り組んでいることを期待しています。口先で立派なことを言うだけでなく、実際の行動を求めています。例えば、単に見栄えの良いESGポリシーの草案を策定したり、ESGに関する一般的なことを語るだけでは十分ではなく、何が投資家としての私たちに意

義のあることで、何がそうでないかを区別してもらわなければなりません。私たちはまた、マネジャーに対し、投資を委託している資産クラスに特化したESGポリシーの策定を期待しています。さらに、どのESGファクターが関連性が高く、重要であるかについての綿密なリサーチや、それらのファクターを投資の意思決定に取り入れる明確な戦略を求めています。最後に、私たちは、確認されたポートフォリオのESG特性について報告を求めています。もちろん、これはそのポートフォリオがアクティブ運用であるかどうかにもかかっていますが。」

AM:「私たちが採用するマネジャーはすべて、ESGのリスク・ファクターに関するポリシーの遵守に同意しなくてはならず、それには21のファクターがリストアップされています。このリストは、私たちのあらゆる投資ポリシーに含まれており、追加的なファクターが入ることもあります。私たちはマネジャーに対し、これらのESGファクターがポートフォリオや投資先企業にとってのリスク要因であることを認識し、そうしたリスクを取る場合には相応のリターンが期待できるようにすることを求めています。ESGリスク・ポリシーは、投資解消ポリシーにも取り入れられています。投資先企業が継続的にリスク・ファクターに抵触し、そのリスクに適切な対応を取る方法がないと考えられる場合には、投資解消ポリシーが発動される可能性があります。」

JT:「私たちは、資産運用マネジャーが投資先企業のESGに関するリスクや機会を認識した上で、それをモデルや運用プロセス(クオンツ型であれファンダメンタル型であれ)に組み入れていることを期待しています。また、マネジャーがそうしたリスクや機会へのエクスポージャーを継続的にモニタリングし、投資先企業がそれについて適切に管理あるいは対処するように積極的にエンゲージメント活動を行うことを期待しています。マネジャーが投資先企業の行動に好ましい影響を与えることができない場合は、そうしたリスクへのエクスポージャーを縮小することを求めます。マネジャーには、すべての株主投票に積極的に参加し、議決権行使助言会社の推奨に従うだけでなく、独自の立場で投票することも期待しています。特に運用プロセスの中で投票に影響し得る独自の見解を持っている場合には。」

## **ESGをポートフォリオに組み入れる上で最も重視していることは？**

MS:「ESGリスクには、誰もが認識しているものの、それを実際に運用プロセスに組み入れることは容易ではないものもあります。私たちはそうしたリスクにも対処することを目指しています。気候変動リスクはその好例です。私たちは投資に影響を及ぼすリスクが存在することを認識しています。気候変動問題がポートフォリオに影響を与えるとは知らなかったなどと言うことはできません。そ



のため、私たちはそのリスクがどのようなものであるかを明確にし、対応策を準備しておく必要があります。」

**JA:**「私たちは、これまででもっぱら確定給付型プラン(DB)にRIの焦点を当ててきましたが、2018年には確定拠出型プラン(DC)に焦点をシフトしました。TPTでは今やDCファンドが運用資産全体のかなりの比率を占めているのです。そこで、DC戦略見直しの一環として、デフォルト・オプションとなっているターゲット・デット・ファンド(TDF)の投資戦略に責任投資ポリシーを取り入れられるか検討してみました。さらに、ポートフォリオ全体にわたって気候変動問題の影響を明らかにすることを重視しており、金融安定理事会の気候関連財務情報開示タスクフォース(FSB TCFD)がまとめた提言に沿って、二酸化炭素排出リスクのディスクロージャーを進めることに強くコミットしています。これらの問題について、運用委託先向けの指針を最近策定しました。」

**JT:**「私たちは以下の事柄を最も重視しています。」

1. ポートフォリオに影響を与えるとみられる現実的なリスクや過渡的リスクを理解する
2. エクスポージャーを持っているESGリスクを測定、監視し、長期的には縮小する
3. さらなるESG関連投資戦略を開発・調達し、プラン参加者に提供する
4. ESGに対する私たちのアプローチ、あるいはRIがなぜ重要でどのような投資の選択肢があるのかといったことについて、顧客に情報を提供するためにディスクロージャーや顧客とのコミュニケーションを改善する。」

### **企業責任目標におけるESGの位置付けは？**

**JA:**「責任投資のアプローチは、『生活賃金』キャンペーンへの関与など、私たち自身のポリシーを再考する上で役立っています。私たちは2014年に、FTSE100指数構成企業に対し生活可能な賃金水準へのコミットメントを求める協調的なエンゲージメント活動を支援することを決めました。その一環として、適正賃金に関する私たち自身のアプローチを点検し、『生活賃金雇用主』になることを決めました。」

**JT:**「私たちは、企業責任目標に基づきRIに関する検討項目を定めています。そして、それは好ましいビジネス慣行として、『責任ある融資』や『責任ある調達』とともに、CBAグループ全体の『オポチュニティ・イニシアティブ』の重要な柱となっています。(詳細は[こちら](#))」

### **ESGやRIは将来どこに向かうと見ていますか？**

**MK:**「第一に、ESGへの取り組みは、全体的にやや遅れていると思います。ほとんどすべてのマネジャーがESGやサステナビリティについて語りますが、実際にはポートフォリオにEやS、そしてGを取り入れられていないマネジャーも多くいます。行動するために必要な信頼性の高いデータが手に入りにくいことも、その一因となっているでしょう。しかし、データは次第に入手しやすくなり、その信頼性も高まっていくでしょう。投資方法に関する考え方はもっと本格的に変わる必要があるし、変わっていくと信じています。このことは、ESGの組み入れがアクティブ運用のみならず、パッシブ運用においても進むであろうことも意味しています。企業は投資対象となるために一定のESG基準を満たさなくてはならなくなり、それはESGに関する企業の見解を変えることにつながる可能性があります。」

「第二に、今後は組織的な観点からも、今以上にESGの組み入れが進むと考えています。MNでは、RIチームはフィデューシャリー助言ビジネスユニットに統合されています。つまり、我々RI担当者も戦略的な投資フレームワークや投資戦略の策定に加わっているわけです。それはRIをより統合された視点で見ることにつながります。そうした動きはいずれ業界全体に広がっていくだろうと思います。」

**AM:**「私がガバナンス分野に携わってきた15年間だけでも、ガバナンスは進化を遂げてきました。わずか10-12年前には一般的だった慣行が、今では普通ではなくなっています。これらの問題に関心を持つ機関投資家や投資家は、今後ますます増えていくと思われます。MBAプログラムについて考えてみれば明らかです。以前はコーポレート・ガバナンスに関するコースなど全くありませんでしたが、今では設置されています。また、私どもでは毎年、夏にインターンの学生を受け入れています。多くの学生が、コーポレート・ガバナンス部門が今やっていることに大きな関心を抱いています。」

「ESGのうちGの一部は、SやEよりも定量化しやすいと思われる。そうしたファクターが一定の注目を集めているのはこのことが一因ではないでしょうか。EとSはそれよりも測定が難しいため、私たちは将来的に起こり得る、あるいは起こらないかもしれない一定のEやSのリスクを企業がしっかりと管理するように監視していきたいと考えています。それは定量化するのが少し難しい部分です。」

**JT:**「ESGはいずれ資産運用の中に完全に統合されるようになると確信しています。主要ESG要因やその影響を測定するための標準化された指標が策定され、すべ

ての投資プロフェッショナルが各資産クラスに適したESGに関する生きた知識を持つようになるでしょう。ESGは投資プロセスに完全に統合され、資産運用マネジャーは積極的にオーナーシップの慣行を取り入れていくようになるでしょう。そうすれば、株主投票への参加や関与は正常なメカニズムとなります。」

「再生可能エネルギーやグリーンボンド、ソーシャルハウジングといった特殊な資産クラスやセクターを支えるRI 関連のニッチ商品の需要は常にあるのではないのでしょうか。また、専門的なリサーチや、積極関与型オーナーシップの専門能力などを提供するために、ESGやRI、スチュワードシップなどに特化した機能も、運用マネジャーやその運用プロセスの構造やスタイルによっては、引き続き必要とされる可能性があると思います。」

JA:「気候変動問題を始めとする、一国の政府で対処できる範囲を超えたグローバルな問題への取り組みを投

資家に求める圧力が一段と高まると確信しています。それには、投資家、規制当局、政策当局者の間でさらなる協力やエンゲージメントを進める必要が生じるでしょう。私が特に興味を持っているのは、環境リスクを金融指標に反映させ、そのリスクを中核的な分析に取り入れていくことを可能にするフレームワークです。それを構築するために、資産運用業界が政府、中央銀行、金融規制当局などのステークホルダーとどのように協力していくことができるか、注目しています。」

「現在、低炭素経済への移行や国連が定めた「持続可能な開発目標」の達成に関し、投資家がどのように支援できるかということに関心が高まっています。そうした広範な社会的目標の達成に寄与する分野に多くの資本を呼び寄せるような投資商品が開発・構築されるような形で、イノベーションが進むと考えています。」

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。