



2019年5月

PRI Principles for Responsible Investment

責任投資： 視界をクリアに¹

はじめに

過去数年の間に、責任投資(Responsible Investment)²が機関投資家をはじめ、投資運用業界で幅広く注目を集めてきました。アセットオーナーは、運用成果を実現する受託者責任と保有資産および広範なグローバルコミュニティに及ぼす金融以外の影響力の両方を次第に気にしてきているため、このトピックを投資判断の中心に据えるようになってきました。

こうした優先順位付けに後押しされて、環境、社会、ガバナンス(ESG)投資が伝統的な投資戦略の中で頻りに焦点を当てられる分野となり、それ自体と其中で新規の商品カテゴリーが急拡大しています。

今のところ、ESGの採用度合いは地域によって千差万別ですが、グリニッチ・アソシエイツの調査によれば、まだESGを採用していないグローバル投資家の実に4分の3近くが、投資ポートフォリオに組み込むことを検討しているとのことです。³

責任投資の及ぶ範囲は広大です。しかし、その考え方の意味をめぐる混乱も広範囲に及んでいます。ESGファクターの検討には数々の動機とアプローチがあり、正確に何を含めるのかについての意見もさまざまであることから、それも不思議ではありません。

そのため本稿では、「視界をクリアに」することを目的として、責任投資に関するさまざまなアプローチを分類するフレームワークと、意義ある議論によって投資方針を策定するために必要となる共通言語を提供します。

Jeff Dunn
Principal, AQR
Capital Management

Marisol Hernandez
Head of Asset
Owners, UN PRI

Christopher Palazzolo, CFA
Principal, AQR
Capital Management⁴

- 1 当フレームワークは随時更新される「生きた文書」になるよう考えられているため、時間が経つにつれて進化していきます。その最新版は、www.aqr.com/ESG から入手できます。
- 2 本稿における責任投資には、その別名である、例えばサステナブル投資(SI)、社会責任投資(SRI)、あるいは環境、社会、ガバナンス(ESG)投資などすべてが含まれます。
- 3 グリニッチ・アソシエイツ、2018年：ESG投資：グローバルな現象(要約、方法論、レポートは、<https://www.greenwich.com/institutional-investing/esg-investing-global-phenomenon> からダウンロードできます。)
- 4 本稿のレビューをしてくれた UN PRI ならびに AQR キャピタル・マネジメントの皆様、とりわけニコル・カーター氏の貢献に感謝いたします。

我々は、本ガイドが、網羅的とは言えないまでも、アセットオーナーとマネージャーがともに優先事項を明確化し、この分野に内在する機会と課題を建設的に議論するのに必要な構造を提供することを望んでいます。

我々のフレームワークは、国連責任投資原則から出発します。2006年に世界最大級の機関投資家のグループによって開発された本原則は、今や総計で80兆米ドル以上の運用資産額を有する2,000を超える機関投資家⁵が遵守を誓約するまでになっています。

この中で最も重要であるのが原則1と2です。原則1では分析と投資対象の選択にESG課題を組み込むことを要求していますが、原則2

では投資を行った後での資産のオーナーシップ慣行について述べています。

これは重要な特徴であり、資産を保有する限り所有者責任が継続するため、署名者が投資判断について継続的に検討するよう要求しているのです。

本原則は意図的に非規範的にされており、ESGを組み込むための多様なソリューションを認めています。しかし、そのようなソリューションを構築するための広く合意されたフレームワークがなければ、そうした柔軟性は、責任投資の適用をめぐる混乱を引き起こす可能性もあります。以下に、我々は適用原則を遵守しながらも、さまざまなアプローチの適用を認めるよう考えられたフレームワークを提案します。

国連責任投資原則

原則1

私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。

原則2

私たちはアクティブ・オーナーになり、所有方針と所有慣行にESG課題を組み入れます。

原則3

私たちは投資対象に対してESG課題について適切な開示を求めます。

原則4

私たちは資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。

原則5

私たちは本原則を実行する際の効果を高めるために協働します。

原則6

私たちは本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

⁵ 出所: UN PRI, 2018年12月。

責任投資のフレームワーク



注記: 当フレームワークは、多数のアプローチの適用を認めるように考えられています。

責任ある資産選択

責任投資は、資産の長期的な価格に影響を与える可能性のある ESG 課題とともに、発行体のビジネスモデルの長期的持続可能性⁶を考慮することを要求しています。これが、大きく次の2つのカテゴリーに分かれる「責任ある資産選択」です。



スクリーニング

資産選択における ESG 組み込みの最も一般的な形態はスクリーニング、すなわち資産の一部が事前に定めた一定の基準を満たさないことを理由に排除する選択です。こうした基準は、規範に基づく(一般的に静的な)場合もあれば、より動的な ESG へのアプローチに基づく場合もあります。

スクリーニングは、一般的に特定企業か業種全体か、

あるいはその他の資産に対して**規範に基づいて**投資対象からの除外を行うものです。これは、表面的には倫理的価値観から責任投資方針への単純な転換ですが、単純なスクリーニングのアプローチが価格を無視している点には注意が必要です。例えば選別された企業の収益源が組織のミッションに直接矛盾していて、投資家がオーナーシップの関係を一切持ちたくない場合などには(恐らくは空売りの場合も含めて)⁷このアプローチを適用する必要があります。

静的な制限を避け、代わりに ESG スコアに基づいて資産を投資対象から除外する**動的な ESG**のアプローチもあります。⁸この相対的なアプローチは、時間の経過とともにさまざまな企業を、その ESG 方針と手続きの変化に応じて除外していきます。動的な ESG スクリーニングは、比較的柔軟である点において純粋な規範に基づく排除とは異なります。もちろん、動的な程度も、それに伴う利益獲得機会の優先順位付けもさまざまです。

6 持続可能性とは、公共、投資家もしくは規制の圧力により将来に価格に織り込まれるリスクがあるかもしれない財務/非財務の外部性も含めた上での、資産の長期的有効性をいいます。

7 理論的には、価格の観点からもパフォーマンスが劣ると予想される低 ESG 銘柄の空売りは健全な行動であり、実際に単純なスクリーニングや非保有よりも経営陣に対して強い影響力を持つかもしれません。しかし、ESG ランクが低い銘柄から利益を得ている、さらには、価格の下落を望んでいるのか、企業の消滅を望んでいるのかのいずれにせよ、制限されるセクターまたは業種の銘柄から利益を得ていることについては組織的に微妙な点があるかもしれません。

8 ESG スコアは、レーティング提供機関が定義する企業自体および同業他社に対する ESG ファクターへのエクスポージャーについて(株式、債券、またはその他の資産の)証券発行体を評価するものです。通常、市場では ESG レーティングまたは持続可能性レーティングと呼ばれていますが、信用格付とは異なり、ESG スコアは定量的な指標であり、方法論はさまざまあります。この分野における透明性と一貫性に向けた圧力の一例として、UN PRI 信用リスクと格付けの取り組みにおける ESG をご参照ください。

ひとつの例は、ポジティブなスクリーニングを適用した「クラス最良のアプローチ」です。クラス最良では、主要な同業他社と比べて極めて高い ESG スコアを持つ企業や業種を選択します。これは、投資可能ユニバースの大幅な削減になる場合があります。いかなる時点においても、クラス最良戦略は最も ESG フレンドリーな企業にのみ投資します。業種内または業種をまたいで適用されることがありますが、ESG の方針と手続きを改善している過程にある企業はフォローできません。⁹ 言うならば、ESG のモメンタムは考慮しません。

スクリーニングは**テーマ的**にすることもでき、特定目的に焦点を当て、ネガティブかポジティブなスクリーニングによって行うこともあります。広く行われている例として**グリーン投資**があります。これは天然資源の保護、代替エネルギー源の生産と発見、空気と水の浄化の実行プロジェクト、あるいはその他の環境を意識したビジネス慣行にコミットした企業やプロジェクトに焦点を当てる投資活動です。別の例には、平等性や環境保護といった問題に重点を置いた社会にとって建設的なソリューションの提供者から収益を発生させる**インパクト投資**があります。これらも、ポジティブ・スクリーニングの形態であり、流動性のある資産クラスにも非流動性資産クラスにも適用可能です。

ESG の統合

スクリーニングとは対照的に、ESG の統合は、ESG ファクターに関連するあらゆる利用可能な財務と非財務のデータを用いた投資候補の総合的な評価と言えます。ESG 統合が事前にいかなる投資も排除していないことは、スクリーニングとの大きな違いです。統合アプローチでは、ある企業の ESG のランクが低くても、劣っている ESG 特性をその他の属性が補っ

ていれば、マネージャーは当該企業を保有する場合があります。換言すれば、起こりうる ESG リスクに対して十分なだけ公正価値よりもディスカウントで売買されていれば、証券が魅力的になる場合があるということです。¹⁰

我々は ESG の統合に対する 2 つのアプローチを見出しています。

バリュエーション

リスク

本稿では、ESG が果たして、またどれだけ、ある投資のリスクとリターンの特性に影響を与えるのかという議論には踏み込みません。しかし、これらは ESG 統合を観る 2 つの主な視点なのです。受託者責任を果たすにあたっての主要指標であるリスク調整後リターンを使えば、資産評価とリスク評価を同時に行うことができます。これらの指標は一般的に発行体の健全性を反映しており、ESG に限らない既存の指標と容易に組み合わせることができます。ESG 指標の範囲は確かに細部では異なるもので、またマネージャーは (E、S、G) のうちのひとつに重点を置くこともあります。

ESG 以外の分野の戦略と同様に、ここでの統合は、純粋に定性的なものから純粋にスコアベース、つまり定量的なものに至るまでどんな手法でも可能です。どう適用するにせよ、ESG の統合アプローチではさまざまな財務と非財務の指標に基づいて投資候補を動的に評価します。標準的な動的 ESG スクリーニングと同様に、資産価格、リスク、そして ESG フレンドリー度合いの変動に応じて投資ユニバースを調整する機会を継続的に評価します。ある戦略が ESG 特性に基づいて企業を選好するか敬遠するかの度合いは、トラッキングエラー制約などの要件によって変わる場合があります。

⁹ 業種とは無関係にクラス最良を適用した場合、事実上ポートフォリオを一部の業種に傾斜させ、その他の業種から離れさせる結果となることがあります。また、一部の業種の完全な排除につながることもあります。業種内でのクラス最良のアプローチは、あらゆる業種に投資することにつながります。

¹⁰ もちろん、あるマネージャーが、企業の ESG と財務情報とともに評価する統合アプローチに基づいて資産をオーバーウェイトしたりアンダーウェイトしたりするかもしれませんが、常に保有するか保有しないかの二択になるとは限りません。

本稿が述べる ESG 組み込み方法のほとんどが、アセットオーナーの主要目的に合わせて市場並みかさらに優れたリターンをあげる意図を持つことを指摘しておきます。これが達成できるかどうかは、投資、ESG の分析、そして執行の質に依存します。一部のアセットオーナーは、現実世界に前向きの影響を生み出すという価値観や目的が、若干低い投資リターンを受け入れることにつながると感じている可能性があり、業種全体の静的なスクリーニングなどはその例となっている可能性があります。しかし、それは責任投資にとって自明の理ということではなく、アセットオーナーに委ねられた判断なのです。

責任あるオーナーシップ

責任投資は、資産選択の判断にとどまるものではありません。むしろ、投資するか否かの判断にとどまらず、企業のビジネスに影響を与えるために企業と対話する手段を意識することが求められます。配慮に満ちたオーナーシップは徐々に成文化されてきており、いくつかの国では、投資家が保有する上場企業株式の責任あるアクティブなオーナーになるための(ソフトな法律としての)期待とガイダンスを与える、いわゆる「スチュワードシップ・コード」を導入しています。グローバルな投資家を含む多国籍企業に対する経済協力開発機構(OECD)のガイドラインでは、投資家が投資を通じて結びつけられた事業活動に起こりうる負の影響を軽減する必要も示しています。責任あるオーナーシップは次の4つの共通形式を取ります。

議決権行使	エンゲージメント
アクティビズム	直接経営

議決権行使は、オーナーシップによって得られる特権です。¹¹ よって、議決権行使書類を精査し、

ある問題に議決権行使するかどうかを決める適切なポリシーと手続きを確保することが、投資家の重要な責任になっています。それでも、議決権行使への「責任ある」アプローチはさまざまです。ESG は、議決権行使の主要な焦点であったり(「ESG に焦点を当てた」)、あるいは広範な検討事項のひとつのファクターであったり(「ESG を意識した」)する場合があります。議決権行使ポリシーは、良好なガバナンスを推進し ESG の強化を行うという共通方針を出発点として、クライアントの意向やファンドの方針を反映してアカウントごとにも変わることもあります。ここでの ESG は、議案別に定義するのがベストであり、実際に議決権行使の方向性を決めるプロセスそのものが、ESG 組み込みの有益な指標になっています。

議決権行使は、例えば、株主が強い意見を持つ議案についての議決権行使が失敗するような場合には、**エンゲージメント**をとまうか、それにつながることがあります。エンゲージメントは対話に始まり、単独の働きかけになることも集団による働きかけ(同様な意向を持つアセットオーナーたちが連携すること)になることもあります。一般にエンゲージメントは、変化を求めた運動や ESG 関連事項についての開示の強化を狙ってポートフォリオ企業に関与します。エンゲージメント活動のひとつの例として、国連の持続可能な開発目標(SDGs)の進展を推進することがあり、これは社会の広範な社会責任目標を定義しようとするものです。¹² これは、企業の IR(インベスター・リレーションズ)部門を通じて、事業経営に当たる幹部または取締役会に対して直接行われます。

投資家は、エンゲージメントという言葉を使われる活動を目指すためにも使う場合があります。すなわち、ESG の側面を含め、事業について理解を深めるために、ある企業と対話する活動です。厳密に言えばそれはオーナーシップ活動ではなく、オーナーシップに先立つものであり、当該企業に影響を及ぼそうと意図するものではありません。そのため、極めて政党な活動ではありますが、それ自体は責任あるオーナーシップとは見なされません。

11 債券保有者も、場合によっては議決権を持つことがあります。

12 国連持続可能な開発目標(SDGs)について詳しくは、<https://www.unpri.org/SDGS>をご参照ください。

エンゲージメントの別の形態には、政府またはその他の規制団体との対話があり、責任ある持続可能な事業と投資にインセンティブを与えるような金融システムの推進というより大きな狙いを持ち、しばしば「ユニバーサルな投資家」のパラダイムと関連します。¹³ このハイレベルな対話は、結果として企業が方針を変えることにつながる可能性があるため、これも責任あるオーナーシップの一例です。透明性の向上の要求が好例です。最後の例としては、政策責任者への直接的エンゲージメントをソブリン債投資家が企てることもあります。

アクティビズムのアプローチは、取締役の座を獲得するか、一定数の株式を取得することによって、企業内に変化を起こそうとします。アクティビズムそれ自体のみでは、責任あるオーナーシップになりません。それには、ESG の特徴に沿った持続可能な成果を推進することへのコミットメントが必要です。責任ある形で適用された場合、議決権行使やエンゲージメントとは異なり、アクティビズムは資産選択段階における事実上の ESG 統合を伴うこととなります。¹⁴ 興味深い微妙な事実として、ESG アクティビズムを追求する投資家は、前向きな持続可能なインパクトから恩恵を受ける可能性が高いか、そうしたインパクトの潜在的な度合いが高いと考えれば、ESG 特性の劣る企業に意図的に投資することが多いことがあります。ところで、責任あるオーナーシップのカテゴリー中でこれまでに述べたアプローチはすべて、対象となる組織または資産に対するコントロール権の欠如を想定しています。

しかし、プライベートエクイティ、あるいは上場株式の場合であっても、ある組織または集団が支配持分を持っている場合には、この限りではありません。よって、支配対象に変化を起こすために直接行動する**直接経営**が、このカテゴリーの第4のアプローチになります。もちろん上場株式の場合には、議決権行使やエンゲージメントなど責任の別の側面が含まれます。直接経営の影響力や支配力を発揮する十分なポジションを持つことによって、持続可能性をマネージし、ESG の特徴に沿って効率的に改善する機会が持てるようになり、そうすることによってこうした資産の責任ある投資家の役割が浮き彫りになります。

まとめ

責任投資は、グローバルに投資家にとって次第に重要になってきており、ESG をまだ投資プロセスに組み込んでいない大多数の機関投資家がそうすることを検討しているため、そのトレンドは加速していきそうです。¹⁵ しかし、現時点に至るまで、責任投資が何を意味している、何を伴うのかについての共通フレームワークがありませんでした。実際、投資家が国連責任投資原則を遵守しながら、自らのニーズを最も良く満たすアプローチをカスタマイズするためのさまざまな方法があります。要するに、ESG は投資に対する既成のアプローチではないのです。当フレームワークは、アセットオーナーとマネージャーが、これらの方法論をどのように適用すべきかの規範的ガイドではなく、責任投資について意義深い対話を行うためのコミュニケーションツールとしての役割を果たすことを意図しています。

13 大手機関投資家は、全体としてグローバルな投資ユニバースの大きな部分を所有しているため、「ユニバーサル投資家」と見なすことができます。

14 ここでの ESG 指向のアクティビズムは、株価の最大化だけに焦点を当てるアクティビストのアプローチとは区別されます。

15 グリニッチ・アソシエイツ、2018年：ESG 投資：グローバルな現象。

実際、責任投資原則をこのフレームワークの中で適用する方法には数多くの変化形があり、何でもそうですが、実施の詳細とスキルが問題となります。

我々のフレームワークが視界をクリアにし、この共通言語が明瞭なコミュニケーションと投資家にとって良好な結果につながるよう希望します。ご意見があれば歓迎いたします。

Disclosures

The views and opinions expressed herein are those of the author and do not necessarily reflect the views of AQR Capital Management, LLC ("AQR"), its affiliates or its employees. This document has been provided to you solely for information purposes and does not constitute an offer or solicitation of an offer or any advice or recommendation to purchase any securities or other financial instruments and may not be construed as such. The factual information set forth herein has been obtained or derived from sources believed by the author and AQR to be reliable but it is not necessarily all-inclusive and is not guaranteed as to its accuracy and is not to be regarded as a representation or warranty, express or implied, as to the information's accuracy or completeness, nor should the attached information serve as the basis of any investment decision.

Past performance is not a guarantee of future performance.

This material is not research and should not be treated as research, and does not represent valuation judgments with respect to any financial instrument, issuer, security or sector that may be described or referenced herein and does not represent a formal or official view of AQR. The views expressed reflect the current views as of the date hereof and neither the author nor AQR undertakes to advise you of any changes in the views expressed herein. It should not be assumed that the author or AQR will make investment recommendations in the future that are consistent with the views expressed herein, or use any or all of the techniques or methods of analysis described herein in managing client accounts. AQR and its affiliates may have positions (long or short) or engage in securities transactions that are not consistent with the information and views expressed in this document.

The information contained herein is only as current as of the date indicated and may be superseded by subsequent market events or for other reasons. Charts and graphs provided herein are for illustrative purposes only. Nothing contained herein constitutes investment, legal, tax or other advice nor is it to be relied on in making an investment or other decision.

There can be no assurance that an investment strategy will be successful. Historic market trends are not reliable indicators of actual future market behavior or future performance of any particular investment which may differ materially and should not be relied upon as such. This material should not be viewed as a current or past recommendation or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy.

The information in this document may contain projections or other forward-looking statements regarding future events, targets, forecasts or expectations regarding the strategies described herein and is only current as of the date indicated. There is no assurance that such events or targets will be achieved, and they may be significantly different from that shown here. The information in this document, including statements concerning financial market trends, is based on current market conditions, which will fluctuate and may be superseded by subsequent market events or for other reasons. Performance of all cited indices is calculated on a total return basis with dividends reinvested.

Information contained on third party websites that AQR may link to are not reviewed in their entirety for accuracy and AQR assumes no liability for the information contained on these websites.

No part of this material may be reproduced in any form, or referred to in any other publication, without express written permission from AQR.



www.aqr.com



www.unpri.org