

PROGRESSION PATHWAYS

プログレッション・パスウェイ

ADVANCING RESPONSIBLE
INVESTMENT PRACTICES
AMONG PRI SIGNATORIES

PRI 署名機関への責任投資プラクティスの推進

OCTOBER 2023

本レポートは英語の原文「Progression Pathways Advancing Responsible Investment Practices Among PRI Signatories」の参考訳です。英文と和文で相違が生じている場合には、英語の原文が優先されます。利用に際しては、英語の原文も併せてご参照下さい。

6つの原則

序文

機関投資家である私たちには、受益者の最善の長期的利益のために行動する責任があります。この受託者という役割において、環境、社会、ガバナンス (ESG) 課題が投資ポートフォリオに影響を与える可能性があると考えています (企業、セクター、地域、資産クラス、期間により、その程度は異なります)。また、本原則を適用することにより、投資家をより広範な社会の目標に沿わせることができると認識しています。したがって、私たちの受託者責任と矛盾しない限り、コミットメントとして、以下を約束します。

- 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
- 2 私たちは、活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣に ESG 課題を組み入れます
- 3 私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます
- 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
- 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
- 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



PRI のミッション

私たちは経済的に効率の良い、持続可能な国際金融システムが長期的な価値の創出に必要であると考えています。こうしたシステムは、長期的な責任投資に報い、環境や社会全体に利益をもたらします。

PRI は、本原則の採用およびその実施の協働を奨励すること、優良なガバナンス、誠実性、説明責任を促進すること、市場の慣行、構造および規制の中に存在する持続可能な金融システムにとっての障害に対応することにより、この持続可能な国際金融システムの達成に尽力します。

PRI 免責事項

本書に記載される情報は、情報提供のみを目的としており、投資・法律・税金などに関する助言や、投資などの意思決定を行う際の参考情報とすることを意図したものではありません。本書の内容はすべて、著者および発行者が法律・経済・投資などの専門的な問題やサービスに関して助言するものではないことをご理解いただいた上で提供されます。Web サイトや情報リソースを参照している場合でも、PRI Association は参照先の内容について責任を負わないものとします。こうしたサイトの利用または当該情報リソースの提供は、PRI Association がそこに含まれる情報を承認するものではありません。PRI Association は、いかなる誤りや脱落、本書の情報に基づいて行われた意思決定や行動、あるいはかかる意思決定や行動から生じる損失や損害に対しても責任を負わないものとします。すべての情報は「現状のまま」提供され、完全性、正確性、適時性またはこの情報の使用から得られる結果についての保証はなく、明示的か黙示的かを問わず、いかなる種類の保証もありません。

PRI Association による著作権内容

PRI Association による著作権内容については、特に明示がない限り、記載される意見、推奨事項、調査結果、解釈、結論は PRI Association 単独のものであり、必ずしも寄稿者や責任投資原則の署名機関の (個人または全体としての) 見解を表すものではありません。他の組織について言及している場合でも、提示した結論をその組織が支持または同意していることを意味するものではありません。企業の事例が含まれている場合でも、PRI Association または責任投資原則の署名機関が当該組織を支持していることを意味するものではありません。本書の作成にあたっては、信頼性の高い最新の情報源から情報を得よう努めています。統計・法律・規則・規制上の性質の変化により、情報の遅れや不備、または誤りが生じる可能性があります。

第三者による著作権内容

外部寄稿者から提供された内容の正確性については、当該外部寄稿者が責任を負います。外部寄稿者から提供された内容に示されている見解は、当該外部寄稿者のみのものであり、PRI Association や責任投資原則の署名機関 (著者として明記された外部寄稿者以外) が承認したのではなく、また必ずしも見解が一致するわけではありません。

目次

概要	4
現在の責任投資についての評価.....	5
プログレッション・パスウェイの紹介	7
PRIが提案するプログレッション・パスウェイ	11
コンセプト1 – 投資家の目的別.....	11
コンセプト2 – 特定課題別.....	15
コンセプト間の関係.....	18
次のステップ.....	19
パート1: 署名機関との対話.....	19
パート2: 共同設計調査	20
パート3: テスト	20
参加方法.....	20
付録: A Legal Framework for Impact – 概要.....	21

概要

本書は、「責任投資に対する署名機関の進展についての的を絞ったサポートを行い、奨励することが必要」という、[PRI in a Changing World コンサルテーション](#)の主な結果に対応するものです。本書には、責任投資家のプログレッション・パスウェイに関する最初の提案が含まれており、またこれにより PRI 署名機関との共同設計プロセスが開始されます。

プログレッション・パスウェイとは、署名機関の責任投資プラクティスに対する取り組みをステップ形式で示したものです。

2022年9月から2023年1月にかけて行われた PRI in a Changing World コンサルテーションでは、回答者の95%が「責任投資活動を進める予定である」と回答すると同時に、83%が「今よりもっと自組織に関係の深い言葉で進展について実証したい」と回答しました。また、PRI 署名機関の基盤が拡大するにつれて、進展レベルの異なるさまざまな署名機関の活動を区別してサポートすることが必要となり、その際の課題も増えています。

責任投資を推進するためのフレームワークは、こうしたニーズに応えるべく、「責任投資家としての PRI 署名機関の意向と行動が、自組織の投資や持続可能な世界にとって実際にどのような意味を持つか」を顧客、受益者、ステークホルダーに対して明確にするものです。また、プログレッション・パスウェイを示すことで、ガイダンス、ツール、報告、説明責任に関する期待事項を的確に調整し、より関連性の高い実践コミュニティを構築することができます。

本書には、プログレッション・パスウェイに関する2つの初期コンセプトが含まれています。どちらについても、署名機関が参加するかどうかは任意です。これらのコンセプトは、[PRI Changing World コンサルテーション](#)で得られたフィードバックを反映したものです。

コンセプトの1つは、投資家の目的に基づくものです。具体的には、投資家の主要な責任投資アプローチが、(i) 環境・社会・ガバナンス上のリスクと機会を組み入れることを重視したものであるか、(ii) 経済的に重要なサステナビリティ・リスクの要因に対処するものであるか、あるいは (iii) 経済的な重要性を超えたサステナビリティにおけるアウトカムを積極的に追求するものであるかに基づきます。

もう1つのコンセプトは、気候変動、人権、生物多様性といった特定の課題に対する投資家のアプローチと、それらが投資プラクティスにどう反映されるかに基づくものです。

署名機関との共同設計プロセスは、本書の発表をもって開始となります。署名機関には、2023年の残り期間と2024年にかけて、プログレッション・パスウェイに関する選好について PRI と協議するための案内が送られます。

プログレッション・パスウェイが実践的かつ有用で、PRI 署名機関のニーズに沿ったものとなるよう、共同設計プロセスは反復的に継続されます。

現在の責任投資についての評価

責任投資原則（PRI）は 2006 年の創設以来、責任投資コミュニティの核心として、世界市場全体での責任投資ポリシーおよびプラクティスの大規模な普及をサポートおよび奨励しています。PRI の 6 つの原則に従うことを表明している署名機関は 5,000 を超え、運用資産（AUM）は全世界で計 120 兆米ドルに達します。投資に関する意思決定の一環として環境・社会・ガバナンス（ESG）要素を考慮することは、今や主流となっています。

こうした進展があるにもかかわらず、責任投資コミュニティは、持続可能な金融システムという PRI のミッション達成にはまだ遠い状況にあります。¹ 持続可能な投資に関する主張を検証することは依然としてチャレンジングであり（これがグリーンウォッシングの問題につながっている）、責任投資業界と受益者の選好の間に乖離があると同時に、持続可能な経済への移行に関するスチュワードシップのシグナルが混在しているため、必要な規模でアクションを起こすことが難しくなっています。² 責任投資と実体経済の関係という観点から見ると、この 8 年で 6 つのプラネタリー・バウンダリーが破られました。³ 持続可能な社会発展が進まなければ、すべての投資家やその顧客および受益者にとって経済移行とレジリエンス上のリスクが生じることとなります。

PRI 署名機関の基盤が拡大したことで、責任投資の取り組み段階が異なる幅広いタイプの投資家が、相互学習コミュニティに参加できるようになりました。このコミュニティの規模が拡大し、洗練されるにつれて、進展レベルの異なるさまざまな署名機関の活動を区別してサポートすることが必要となり、その際の課題も増えています。評価、サポート、説明責任に対するアプローチが画一的（A one-size-fits-all approach）なために、署名機関が最初のコミットメントやアクションに基づき、プラクティスを継続的に積み上げていくことができないケースも珍しくありません。

この課題の根底には、PRI 署名機関や責任投資家となることがどのような意味を持つかについての見解の相違があります。たとえば、環境・社会・ガバナンス要素を考慮してすべての責任投資家の基準線であるリスク調整後利益を向上させることのみを意味するのか、あるいは、自らの活動に関連した実社会におけるサステナビリティ・アウトカムに基づいて積極的な行動を取ることも意味するのかといった範囲の違いがあります。こうした混乱が原因となって、グリーンウォッシングと投資家の行き過ぎに対する非難が同時に起きています。

投資家が自らの責務の一環として実社会におけるアウトカムを考慮し、それに基づいて行動すべきであるという期待は広く高まっており、顧客、受益者、規制当局などのステークホルダーからの要求も厳しくなっています。最近実施された PRI in a Changing World コンサルテーションでは、回答者の 41% が「自組織の責任投資には、実社会におけるサステナビリティ・アウトカムに対してアクションを起こすことが含まれる」と回答しました。この数字は今後も高まることが予想され、回答者の 63%（アセット・オーナーの 72%、投資運用会社の 59%）が「将来的には、サステナビリティ・アウトカムに対してアクションを起こすことを投資アプローチに含めるべき」と回答しました。

1 PRI の [ミッション・ステートメント](#) では、持続可能な金融システムを追求するよう提唱している。

2 PRI (2019), [Stewardship is failing us, yet remains our best hope](#)

3 [Stockholm Institute, Planetary Boundaries](#)

こうした期待の高まりは、「顧客や受益者に対する責務に沿った責任投資を進めることが必要」という幅広い総意に支えられています。実際に、回答者の大多数である 95% が「PRI 署名機関として、責任ある活動を継続的に進めていく予定である」と回答しています。したがって、PRI には、署名機関の責任投資家としての目的や状況に応じた方法で進展をサポートおよび奨励する義務があります。

一方、改善すべき点もあります。PRI では、すべての署名機関を対象とした最低要件 (Minimum Requirement) を設けていますが、こうした要件は、責任投資に対する基本的なコミットメントを確立することにのみ重点が置かれています。プラクティスを策定中の署名機関には、進展に関する中間マイルストーンや、そこに到達するためのインセンティブが存在しないことがよくあります。先進的な責任投資家であっても、リーダーシップを実証する機会 (PRI アワードや協働イニシアチブへの参加など) は多いものの、パフォーマンスを総合的に把握するのではなく、個別のプラクティスに主眼が置かれる傾向にあります。

現在の責任投資の進展段階に適切に対応するには、より細やかで的を絞った署名機関向けのプログレッション・フレームワークが必要です。

PRI in a Changing World コンサルテーション

95% の回答者が「PRI 署名機関として、責任ある活動を継続的に進めていく予定である」と回答

プログレッション・パスウェイの紹介

PRI では、より関連性の高いサポートを署名機関に提供し、持続可能な金融システムにおける責任投資家のさまざまな役割をより明確にすべく、プログレッション・パスウェイの導入を提案しています。

PRI in a Changing World コンサルテーション

80% 以上の署名機関が

「もっと自組織に関係の深い言葉で進展について実証できるようにすべき」と回答

責任投資家の数が増え、洗練されてきたことにより、責任投資のアプローチ、顧客と受益者の期待、規制環境の多様化が進み、その結果、署名機関の投資状況はこれまで以上に多様化しています。

持続可能な金融システムという PRI のミッションを最善の方法で達成するには、インベストメント・チェーンと金融システムにおいて、さまざまな投資家が異なる役割を担って互いに補強し合う必要があります。たとえば、サステナビリティ・アウトカムを投資目的の一部として設定する投資家もいれば、サステナビリティに関する顧客の選好に応じて、経済移行を推進する政策、規制、トレンドに対応する投資家もいます。全体的な責任投資パフォーマンスの大幅な改善が必要なことに変わりはありませんが、その改善の性質は投資家の具体的な役割と状況に応じて異なります。

プログレッション・パスウェイを定めると、署名機関の慎重な期待や顧客に対する責務と一致する、より細やかで的を絞った方法で、PRI 署名機関の基盤の多様性を認識することができます。プログレッション・パスウェイは、さまざまな投資家の役割を認識しながら、あらゆる責任投資活動の全体的なメリットを検討するためのモデルを示し、PRI のミッションを効率良く実現できるようにします。

プログレッション・パスウェイによる署名機関のサポートと PRI のミッションの推進

責任投資コミュニティにおける明確な位置付け

責任投資のパスウェイを複数に分けると、投資家の活動に関するベンチマーキングの関連性が高まります。単一パスウェイのプログレッション・モデルでは、投資家が共有していない目標に照らし合わせて比較される傾向があるため、投資家やその顧客がパフォーマンスを評価する際にこうしたモデルを用いることはあまりありません。

一方、プログレッション・パスウェイが複数あると、投資家は自組織のアプローチと一致した関連性の高い方法で進展状況を把握し、サポートを受け、進展について実証することができます。

責任投資家は、より関連性の高い期待事項に照らし合わせた説明責任を負うこともできます。

PRI では、PRI（およびその他の機関）がこれまで責任投資プラクティスの推進と評価に用いてきた単一のプログレッション・モデルを見直し、複数のプログレッション・パスウェイを区別することを提案します。

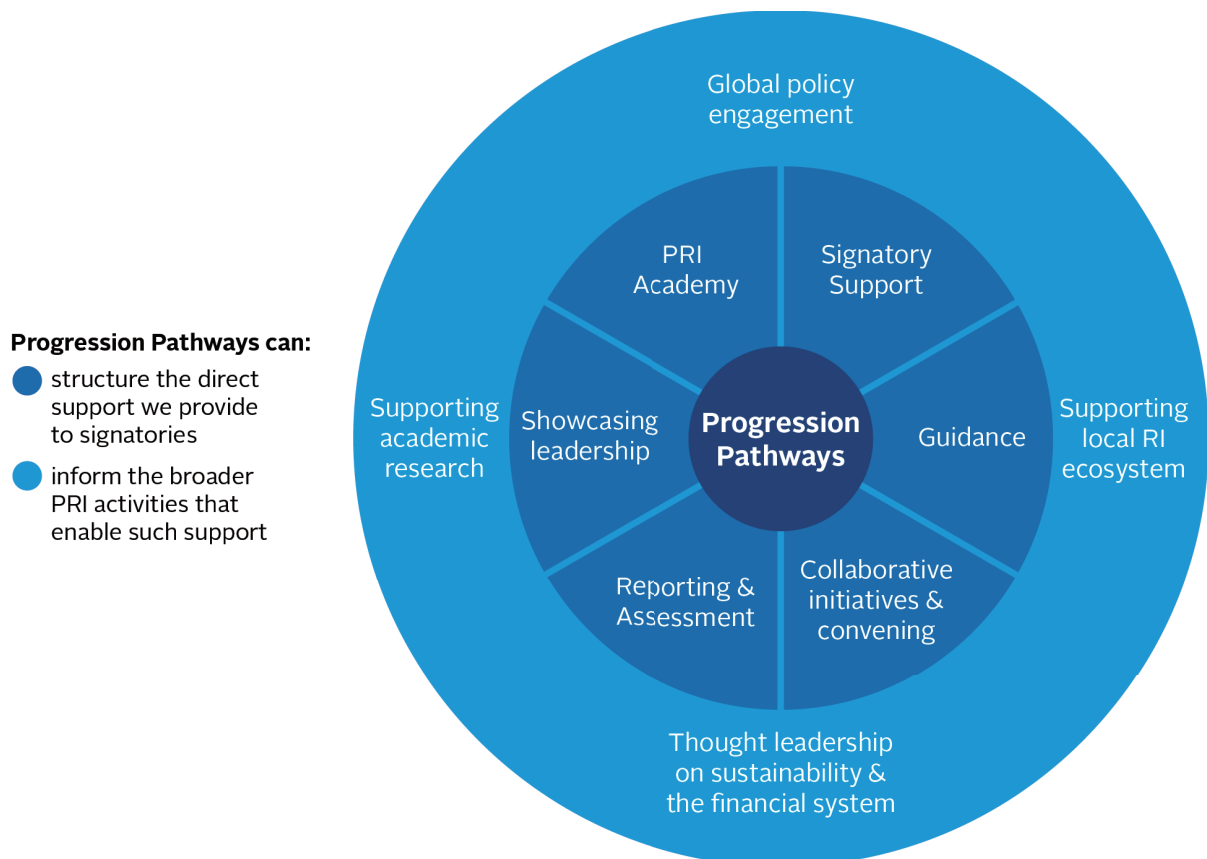
パスウェイを複数にすることで、署名機関は責任投資家としての目的や、自組織のポートフォリオやマンドートに最も関連性が高いと思われるサステナビリティの課題に対するパフォーマンスに基づいて、自組織の活動を差別化できるようになります。

よりのを絞った PRI 署名機関のサポート

PRI はプログレッション・パスウェイを用いることで、当該パスウェイを採用した署名機関の優先順位や特徴をより明確に把握できるようになります。これにより、的を絞った署名機関のサポートが可能になり、責任投資プラクティスの周知と推進が可能になります。

また、進展を阻む主な要因を特定し、他の PRI 活動（ソート・リーダーシップ、グローバル・ポリシーへのエンゲージメント、ローカルの責任投資エコシステムや学術研究のサポートなど）を通じて阻害要因に対処することにも役立ちます。

図 1: プログレッション・パスウェイによる署名機関のサポートの効率化



プログレッション・パスウェイにより、PRI は以下のことが可能になります。

- 署名機関の状況や責任投資目標に合わせて、教育、ガイダンス、ツールを的確に調整する
- より関連性の高い協働イニシアチブや実践コミュニティを招集し、投資家が同じゴールや重点領域を持つ他の投資家を効率良く特定できるようにする
- 署名機関が自組織の目的や活動を顧客、受益者、ステークホルダーに的確に周知できるよう支援する
- 規制や投資家のイニシアチブによる既存の要件を重複させることなく、投資家の目標と進展状況に的を絞った報告・評価（R&A）フレームワークを提供する

よりターゲットを絞った報告・評価の機会

将来的に、PRI 署名機関の説明責任に含まれる報告義務は、現在の報告・評価フレームワークと比較して大幅に縮小される予定です。将来的な PRI への報告義務は、署名機関に関連する規制基準や自主的なイニシアチブによる報告義務を確認することで補完される可能性があります（「複雑（Crowded）な責任投資環境への対応」を参照）。これについては、署名機関と協力して確立する予定です。

プログレッション・パスウェイの主な目的は学習と発展であるため、進展に関する報告と評価は任意であり、署名機関の裁量に委ねられます。PRI は、プログレッション・パスウェイに関するターゲットを絞った有用な報告メカニズムを提供することで、署名機関の学習をサポートし、署名機関の進展や前進に関する主張に透明性を与え、主張を検証可能にするよう努めます。また、責任投資コミュニティ全体でのベンチマーキング活動も可能にし、さらに、現時点では利用できないインサイトや分析も提供する予定です。

複雑（Crowded）な責任投資環境への対応

規制は、透明性が高く持続可能な金融システムにとって不可欠なものです。しかしながら、規制の発展と並行して、自主的な責任投資基準、イニシアチブ、フレームワークの数も急増しました。その結果、投資家がこれらの報告に費やさなければならない時間とリソースも増加しました。

このような状況は、投資家の責任投資アプローチの全体像を断片化させる恐れがあります。現在の平均的な責任投資家は、従うべき必須要件があることに加えて、自主的なイニシアチブにいくつも参加しています。⁴ こうした投資家の全体的なアプローチを把握および比較するには、スチュワードシップ・コード報告書、参加しているネットゼロ・イニシアチブと TCFD の報告書、複数の SFDR ファンドに関する開示情報、PRI 報告などを精査しなければならない可能性があります。

この断片化が生じると、投資家は自組織（または外部の運用会社）を他の投資家と比較して評価またはベンチマーキングすることが難しくなる可能性があります。また、顧客や受益者などのステークホルダーが、投資運用会社やアセット・オーナーの意図や全体的なパフォーマンスを把握することも難しくなります。さらには、労力が分散し、投資家が責任投資コミュニティにおいて最も重要な発展を続けていくことも困難になり、結果的に持続可能な金融システムの実現が遅れる可能性があります。

4 Capital Monitor (2022), [ESG initiatives: Asset owners must sharpen their teeth](#), Responsible Investor (2023), [Asset owners back consolidation among ESG initiatives](#)

プログレッション・パスウェイの重要なゴールは、投資家とそのステークホルダーが、既存のコミットメントの適合性を的確に理解し、責任投資プラクティスの全体的な進展状況を把握できるようにすることです。

PRIはこのゴールに向けて、署名機関がすでに対応しようとしている主要な規制基準と自主基準を把握して対応付け、それらをプログレッション・パスウェイ（および全署名機関を対象とした報告フレームワーク）に反映させることに重点を置いた、同等性評価アプローチを策定中です。目標は、プログレッション・パスウェイを、署名機関が既存の要請に対応しつつ、効率的に進めるアクションを起こすのに役立つツールにすることです。

PRI が提案するプログレッション・パスウェイ

PRI では、共同設計プロセスの過程で署名機関と検討すべく、プログレッション・パスウェイの暫定的なコンセプトを2つ考案しました。1つは、投資家のさまざまな目的に基づくコンセプトであり、もう1つは、サステナビリティに関するさまざまな課題に基づくコンセプトです。

ここでは、両方のモデルの長所と制約について説明します。PRI では、どちらのコンセプトが投資家の責任投資のパフォーマンス向上により役立つか、または好ましい代替コンセプトがあるかどうかについて、署名機関の意見を求めています。最終的なモデルは、両方のコンセプトの要素を組み合わせたものになる可能性もあります。

各モデルには、さまざまなプラクティス・レベルがあります。すでに中級レベルや上級レベルの期待事項に対応している投資家は、それ以前のレベルを割愛して、該当するレベルから始めて構いません。また、後からパスウェイを変更することや（コンセプト1）、追加のパスウェイを選択することもできます（コンセプト2）。

PRI in a Changing World コンサルテーション

署名機関が「責任投資家として進展状況を説明したい」と回答した割合が多い項目は、投資活動（77%）、投資目的（75%）、サステナビリティの課題に対するアプローチ（67%）でした。以下に提案するコンセプトは、投資活動と、活動内容が投資家の目的とどの程度整合しているか（コンセプト1）、または投資家が優先するサステナビリティな課題への対応にどの程度貢献しているか（コンセプト2）に重点を置いています。

コンセプト1 – 投資家の目的別

責任投資業界が近年直面している課題の1つは、「ESGの組み入れ」や「責任投資」などの用語が意味する内容が人によって異なる点です。こうした用語は、リスク調整後利益の向上を目指す組織から、実社会におけるプラスのアウトカムに最大限貢献することを重視している組織まで、幅広い組織や戦略に用いられる傾向があります。

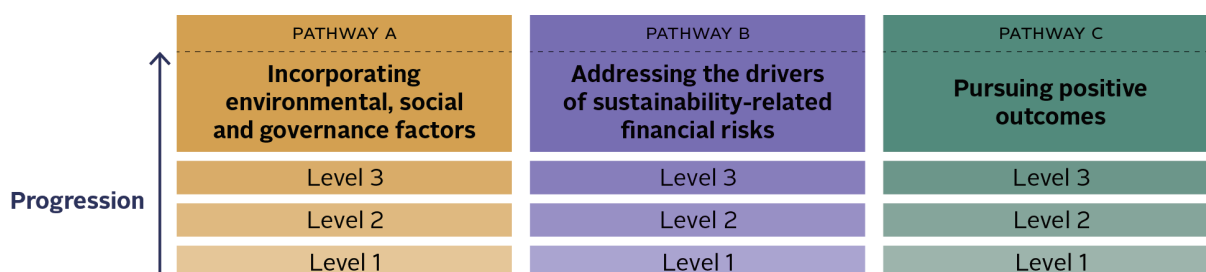
これは、グリーンウォッシングに関する問題を引き起こしています。具体的には、環境・社会・ガバナンスへの配慮を製品や組織活動に組み込んでいると主張することで、そのような製品や活動に実効性があるとは限らないにもかかわらず、サステナビリティに対するプラスのアウトカムを追求していると解釈されるという問題です。

最近では、同じ問題が別の側面からも生じています。具体的には、投資家の戦略に環境・社会・ガバナンス要素を組み入れることで、その戦略が実際には単にリスク・マネジメント戦略として用いられるケースが多いにもかかわらず、特定のインパクトやゴールを追求していると解釈される（そして批判される）という問題です。

この曖昧さは、投資家がどのようなアプローチを取るかに関係なく、投資家にとって阻害要因となっていました。自組織の投資に関連したサステナビリティ・アウトカムを実現しようと努力している投資家や、システム・リスクを積極的に減らそうと努力している投資家にとって、他の投資家との差別化を図ることは困難でした。また、アセット・オーナーにとって、どの投資運用会社が自らのゴールに合致しているのかを理解することも困難でした。純粋にリスク調整後利益の向上を追求している投資家にとっては、期待のずれや「付託された権限を超えている」という見当違いの非難につながることもありました。

したがって、投資家の目的に基づいてプログレッション・パスウェイを確立することは、組織の実際の目標が何であるかをすべてのステークホルダーに明確にするのに役立ちます。また、その目標に照らし合わせた評価や他の投資家と比較した評価を的確に行えるようになります。

図 2: コンセプト 1 – 投資家の目的に基づくプログレッション・モデル



投資家の目的に基づくパスウェイのコンセプトは、主に PRI の [Legal Framework for Impact](#)⁵ プロジェクトで示された以下の 3 タイプの目的を想定しています。

- **環境・社会・ガバナンス要素の組み入れ（パスウェイ A）**：このタイプの投資家は、リスク調整後利益を最大化することに重点を置いています。これには、重要な環境・社会・ガバナンス要素を投資の意思決定やスチュワードシップ活動に組み入れることが含まれます。より高いレベルでは、気候変動などのシステム・レベルのサステナビリティ・リスクを組み入れ、サステナビリティに対するポジティブなアウトカムとネガティブなアウトカムを特定することが含まれます。投資家は、そうしたアウトカムに対処することを関連性があるものと考えべきですが⁶、このタイプの投資家は、投資に関連するサステナビリティ・アウトカムを改善すべく意図的なアクションを起こすことは約束していません。
- **サステナビリティ関連の経済リスク要因への対処（パスウェイ B）**：このタイプの投資家は、パスウェイ A と同様に、リスク調整後利益を最大化することに重点を置いています。これに加えて、経済的に重大なサステナビリティ関連リスクへのエクスポージャーを管理すべく、サステナビリティに対するポジティブなアウトカムを追求することで（気候変動によるリスクを軽減すべく、パリ協定に沿った温室効果ガス排出量の削減を推進するなど）、こうしたリスク要因に対処しています。これは特に、気候変動、生物多様性の損失、社会的不安定に由来するリスクなど、システム・レベルの分散不能リスクに関係します。

⁵ このプロジェクトの詳細については、[付録: A Legal Framework for Impact – 概要](#)を参照してください。
⁶ [Legal Framework for Impactプロジェクト](#)の見解の概要については、付録を参照してください。

このタイプの投資家は結果的に、サステナビリティ・アウトカムに関して意図的なアクションを起こすことを約束しています。また、サステナビリティ・アウトカム目標を設定し、それを達成するためにスチュワードシップや資本配分などの活動も行っています。進展状況は、ESGの組み入れに対する投資家のアプローチや、投資に関連するサステナビリティ目標への貢献度と照らし合わせて評価されます。

- **ポジティブなアウトカムの追求 (パスウェイC)** : このタイプの投資家は、社会課題や環境課題の解決策を提供する資産に投資するなど、サステナビリティに対するポジティブなアウトカムを追求することに重点を置いています。目的の一環としてインパクトや経済的利益を追求する投資家もいれば、経済的利益よりもインパクトを優先する投資家もいます。

どのパスウェイの投資家も、どのサステナビリティ課題に重点的に取り組むかを判断することになります。たとえば、パスウェイAとパスウェイBの場合は、経済的な重要性に基づいて判断します。ただし、「気候変動、自然、人権は投資家とその顧客および受益者にとって一般に重要な課題である」という幅広い総意を反映して、特定のパスウェイまたはレベルには気候変動、自然、人権に関する具体的な期待事項も含まれています。

3つのパスウェイの間には要素の重複がある可能性があり、1つの戦略にもそれぞれの目的の側面が含まれる可能性があります。投資家にとって最適なパスウェイは、自組織の目的と最も一致するパスウェイ、または自組織が目指す長期的な進展に最も近いパスウェイです。

アセット・オーナーの場合、投資家の目的はファンド・レベルではなく組織で生じるものと想定されます。投資運用会社の場合、投資家の目的は契約義務に応じてある程度異なります。投資運用会社は複数のパスウェイを選択する場合があります、その場合は複数の戦略全体の最小しきい値となる運用資産が当該目的に沿って運用されます。

図 3: コンセプト 1 – 投資家の目的: 主なメリットと制約

メリット	
1.	市場において投資家が果たそうとする役割と責任投資活動の意図する結果についてステークホルダーに周知できるようになることで、曖昧さが減る。
2.	同様の目的を持ち、同様の責務や期待を担う他の投資家と比較することができる。
3.	柔軟性が兼ね備わり、気候変動、生物多様性、人権などの重要な課題に対する共通の期待事項とともに、最も関連性の高いサステナビリティ課題に重点を置くことができる。
制約	
1.	署名機関とそのステークホルダーが、3タイプの投資家の目的をすぐには理解できない可能性がある。
2.	複数の課題やプラクティスにわたる投資家のアプローチを1つのレベルにまとめてシンプルにするため、ニュアンスや細かさが犠牲になる可能性がある。そのため、たとえば同じレベルにある投資家どうしで、重視および対処すべきサステナビリティ・アウトカムに関する解釈が異なっても、それらの投資家の比が難しくなる可能性がある。

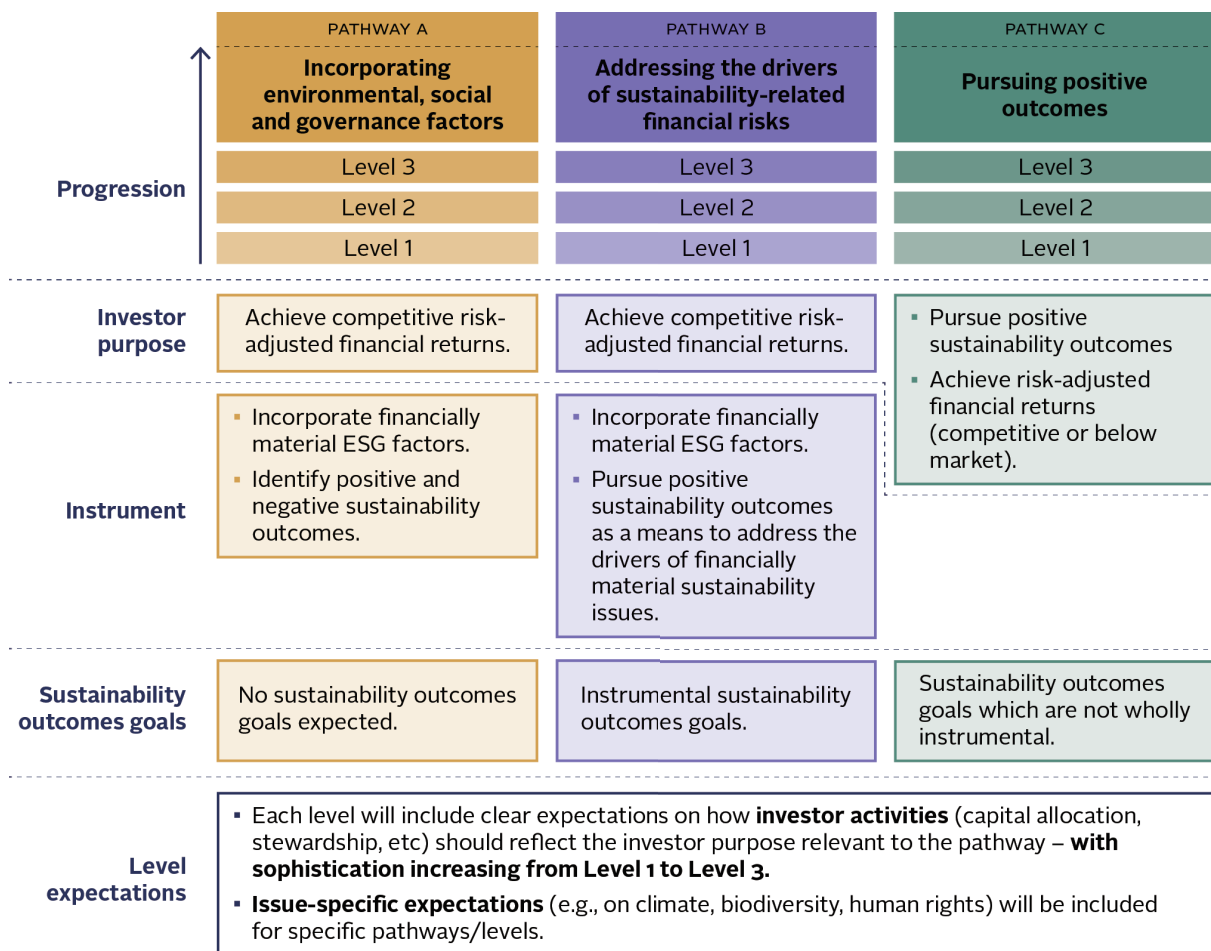
PRI in a Changing World コンサルテーション

63%の署名機関（72%のアセット・オーナーと59%の投資運用会社）が「将来的には、実社会におけるサステナビリティ・アウトカムに対してアクションを起こすことを責任投資アプローチに含めるべき」と回答（現在これを実施している署名機関は41%）

また、投資家の現在の責任投資報告要件（TCFD や国連指導原則など）を最大限に活用すべく、国際的に認められたフレームワークと照らし合わせたパスウェイのマッピングも行われます。これは総合的なアプローチを促進するのに役立ちます。

以下に、コンセプト 1 がどう機能するかについて詳しく説明します。

図 4: コンセプト 1 – 投資家の目的に基づくプログレッション・モデルの詳細



適用事例

ある政府系投資ファンドは、自らをシステミック・リスクを負うユニバーサル・アセット・オーナーと見なしており、投資によってそうしたリスクが悪化する可能性もあれば軽減される可能性もあると考えています。同組織は、直面している重大なシステミック・リスクの軽減に向けて他の投資家と協力すべく、パスウェイ B を選択しています。また、新たなマニフェストに対応すべく外部の資産運用会社の最終候補を絞る際の重要な基準として、このパスウェイにおける資産運用会社の位置付けを用いています。

ある**マルチアセット投資運用会社**では、資金をプールしマンドートを分離しています。同社は投資提案について顧客と協議する際に、さまざまなパスウェイの枠組みを用いて、その提案が顧客の嗜好や長期的な利益に沿っているかどうかを確認しています。

同社の顧客の大半は、競争力のあるリターンを求めています。同社はパスウェイ B が長期的な利益に最も合うと考え、このパスウェイに沿って運用資産を管理しています。ただし、より狭義に定義されているマンドートもあり、これらについては自社の活動をパスウェイ A の上級レベルに合わせようと考えています。

また、同社の機関投資家顧客には大規模な財団や基金も含まれます。こうした顧客は、経済的利益が多少低下する可能性があっても、自らのミッションに沿った前向きなアウトカムに貢献することを優先するため、パスウェイ C に従って資産を運用しています。

コンセプト 2 – 特定課題別

2 つ目のコンセプトは、特定のサステナビリティ課題に適用される責任投資プラクティスを通じた進展に重点を置いています。投資家は、プラクティスの中で最も取り組みたいサステナビリティの課題を決定し、現行のプラクティスに応じたさまざまなレベルで対象のパスウェイに参加することができます。

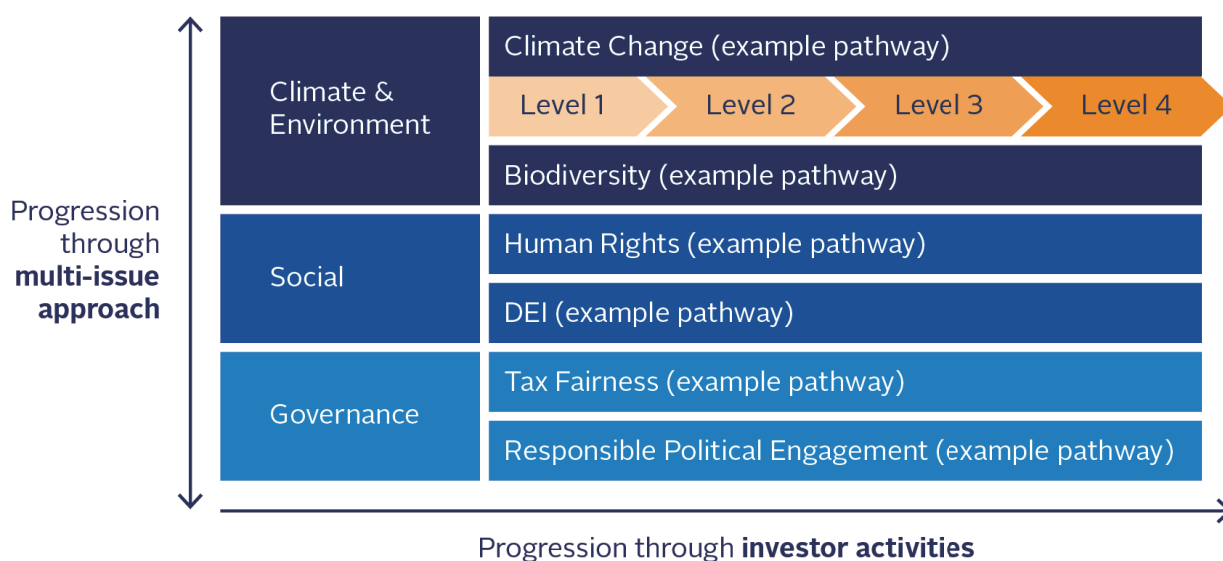
このコンセプトは、サステナビリティの課題やスチュワードシップなどに関するステートメントの範囲が広いと、投資家が投資活動を通じて個々のサステナビリティ課題に取り組んでいる / 影響を与えているかどうか、またそれをどのように行っているかについての大きな違いが不明瞭になるという、責任投資におけるもう 1 つの課題に対応したものです。

多くの投資家にとって、気候変動は多くのリソース、注目、外部の監視を引きつける優先課題です。その結果、比較的公表されていないサステナビリティ課題に関するプラクティスはあまり進まず、次第に進展が遅くなる可能性があります。

さらに、一部のサステナビリティ課題にはシステミックな性質があるため、顧客やステークホルダーはそうした課題に対しては、投資運用会社の全体的なサステナビリティ・アプローチに関わらず、マンドート全体にわたり最小レベルのパフォーマンスで良いとする可能性もあります。コンセプト 2 は、投資運用会社やアセット・オーナーがこれを確立するのに役立つ場合があります。

したがって、特にプラクティスのレベルが高い投資家の間では、将来的な責任投資はおそらく、投資の意思決定やスチュワードシップに対する全体的なアプローチについて述べたポリシーおよびプロセス・ステートメントに即したものになり、課題固有の活動とアウトカムをより細かく追跡・評価するようになると思われます。

図 5: コンセプト 2 – 特定課題別 : このモデルにおける進展図

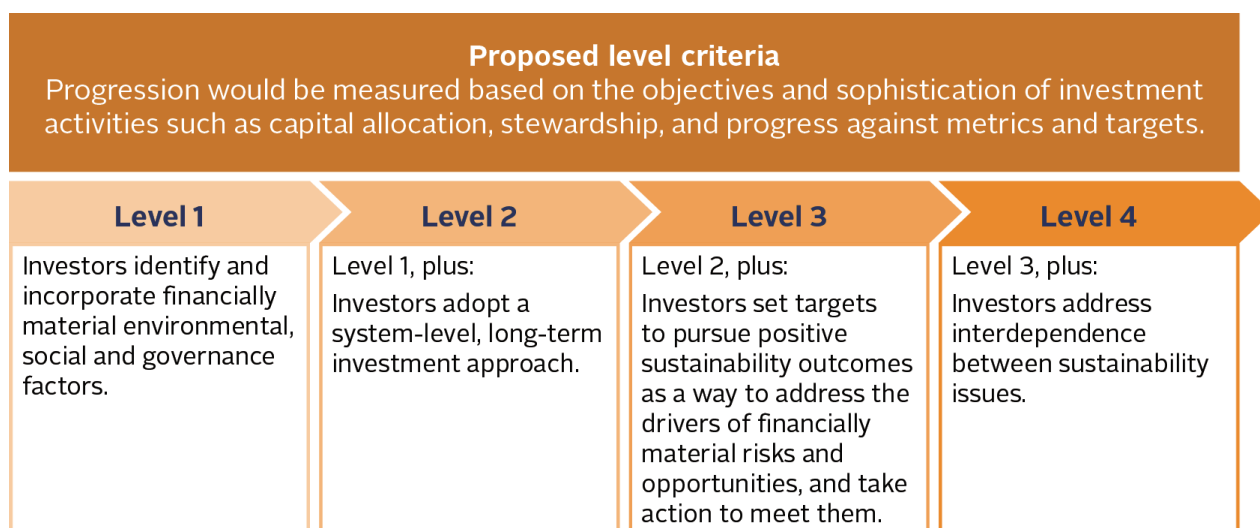


進展の実証は、さまざまな投資アプローチに従って行われます。

実社会に対するポジティブなインパクトを追求する投資家は、責任投資活動の洗練度を高めたり範囲を拡大したりすることで、優先課題を横方向に進展させようとする傾向があります。一方、純粋にリスク調整後利益の向上を追求する投資家は、横方向への進展をあまり求めない代わりに、より多くの課題で前向きなステップを示すことで洗練度を実証しようとする傾向があります。

以下に、このパスウェイの投資家がたどるレベル基準の例を示します。

図 6: コンセプト 2 – 個別課題別 : このモデルにおけるレベルの定義案



個別課題別固有のパスウェイを複数選択する際は、それにより投資家に対して報告の期待事項が複数発生するのではなく、ステークホルダーとのコミュニケーションが容易になるようにすることが重要です。また、投資家の現行の報告要件を最大限に活かすべく、国際的に認められた複数の課題別フレームワークと照らし合わせたパスウェイの対応付けも行います。これは、互いに関連する課題への包括的アプローチを促進するのに役立ちます。

ICAPによる気候変動に関する段階的期待事項や Committee on Workers' Capital による労働者の基本的権利に関する期待事項など、すでに投資家グループによって策定されている個別課題別のパスウェイもいくつか存在します。このモデルは、個別課題別の専門知識を持つ投資家やその他のグループが、署名機関の進展をサポートするツールを開発するのに役立ちます。また、期待事項の整合性を取る際にも役立つ可能性があります。

図7: コンセプト2 – 個別課題別: 主なメリットと制約

メリット	
1.	投資家が取り組むペースや目指す目標は、サステナビリティの課題に応じてそれぞれ異なることを認識し、より詳細な情報やニュアンスを伝えることができる。
2.	より強固な協力体制をサポートし、投資家が同じ課題に同様の進展状況で取り組んでいる他の投資家を見つけて、専門の実践コミュニティに参加できるようにする。
3.	課題固有の指標（さまざまなSDGs目標に向けた資金の流れなど）と照らし合わせて責任投資コミュニティ全体のパフォーマンス追跡を強化できる場合がある。
制約	
1.	署名機関がたどる可能性のあるパスウェイの数を追跡および伝達するのが難しい場合がある。
2.	それぞれの課題を切り離して考えがちになり、課題間の本質的な相互関連性とそれに対して必要な対応が軽視される可能性がある。
3.	特定のパスウェイを進展させるためには、取り組む課題の数を絞って優先順位を付ける必要があるため、認知度の低い課題の進展について実証する機会が減る。

適用事例

ある年金基金機構では、受益者との対話を経た上で、労働関連の問題を最重点課題と定めています。同組織では、他の同様の組織と比較した自組織のディーセント・ワーク（働きがいのある人間らしい仕事）に対する現在のパフォーマンスと、サポート・ガイダンスやコラボレーション・スペースを通じて自組織のプラクティスをどう進めたらよいかを把握すべく、この課題に重点を置いたパスウェイを選択しました。同組織は、ディーセント・ワークに関するより高度なプラクティスと照らし合わせて資産運用会社をモニタリングする方法についてガイダンスを受け、必要に応じて投資運用契約の修正案も受けています。さらに、この分野における自組織のプラクティスの進展状況を定期的に受益者に発信しています。

あるプライベート・エクイティでは、自社のポートフォリオ全体でより適切に気候関連リスクを統合したいと考えています。同社は気候関連のパスウェイを選択し、今後2年でレベル1水準に引き上げることを目指しています。また、インパクト指向のファンドの1つでリーダーシップを発揮すべく、当該ファンドについては、レベル3の達成も目指しています。

コンセプト間の関係

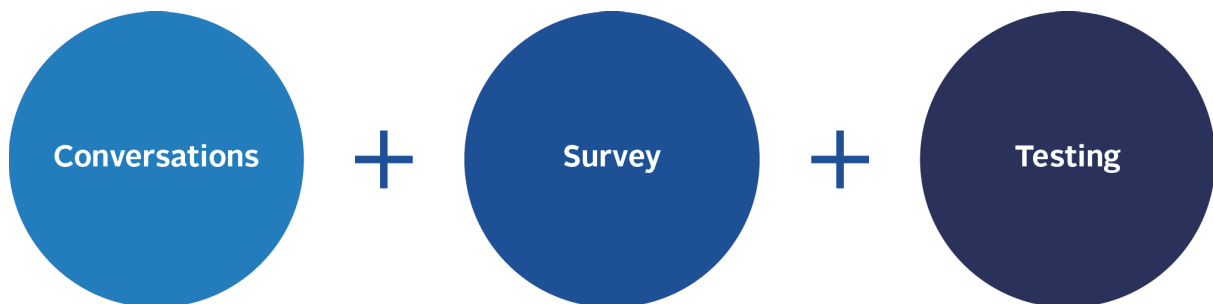
責任投資の目的または特定のサステナビリティ課題に基づいた各モデルのメリットに加えて、2つのコンセプトの要素を組み合わせることでメリットが得られる場合もあります。たとえば、目的に基づいたパスウェイを選択している責任投資家でも、個々のサステナビリティの課題に取り組み、その進展状況を明確に説明したい場合があります。逆に、サステナビリティの課題に取り組んでいる責任投資家も、自らの目的や意図をより適切に明確化したい場合があります。

次のステップ

PRI では、署名機関のフィードバックをまとめるための共同設計プロセスを提案しています。共同設計プロセスでは、署名機関がさまざまなコミュニケーション・チャンネルを通じてアイデアや懸念、設計に関する選好を共有することができます。

共同設計プロセスでは、署名機関が複数の方法でフィードバックを提供することができます。

図 8: 設計プロセスにおける署名機関のフィードバック形式



PRI では、共同設計段階での透明性を保つため、署名機関との対話で得たフィードバックの概要を公開し、コンサルティング調査の回答結果を取りまとめ、調査結果がプログレッション・パスウェイの設計にどう盛り込まれているかを説明する正式回答を発表する予定です。

PRI in a Changing World コンサルテーション

回答者の 2/3 (1,000 人近い署名機関) が「組織として設計プロセスに参加したい」と回答

パート 1: 署名機関との対話

PRI はさまざまな方法で署名機関との対話や情報交換を始めており、2023 年中はこれを継続する予定です。

- [PRI in Person](#) (10月3～5日)
- 対面形式およびオンライン形式のワークショップ (後述を参照)

PRI in Person 2023 では、プログレッション・パスウェイの開発に特化したセッションが行われたほか、エンゲージメントの機会も設けられました。

PRI は複数の地域で一連の対面式ワークショップを開催するとともに、幅広いオンライン・ワークショップもいくつか開催し、共同設計のテーマについて署名機関と協議する機会を設けています。

パート 2: 共同設計調査

パート 1 の対話は、すべての署名機関を対象としたオンライン形式の共同設計調査に向けたものです。共同設計調査は、署名機関からさらにフィードバックを得ることを目的としており、日程はパート 1 の後に設定されます。

パート 3: テスト

PRI では、プログレッション・パスウェイを反復的なものにすることが必要と考えているため、適合性の高い動的なパスウェイ設計となるよう署名機関と緊密な連携を続けていきます。

そのため、2024 年中頃には、各パスウェイの最初の反復プロセスに関するフィードバックを署名機関から得る機会も設ける予定です。

この段階に関する詳細情報は、署名機関の調査結果をパスウェイ設計に盛り込んだ後に提供する予定です。またそのタイミングで、署名機関がテストに参加する方法についても通知する予定です。

参加方法

共同設計プロセスに参加するには、いくつかの方法があります。PRI は以下の方法を署名機関に推奨しています。

- 責任投資エコシステム (RI エコシステム) の担当者を通じて **PRI に連絡**の上、コンサルティングのパート 1 で行われる対話に参加する。PRI は、対象となるすべての署名機関と直接コミュニケーションを取ることはできませんが、幅広い署名機関の市場、タイプ、規模をカバーした対話となるよう努めます。
- 2024 年に予定されている**調査に回答**し、その他のエンゲージメント機会に参加する。

付録 : A Legal Framework for Impact – 概要

[A Legal Framework for Impact](#) は、PRI、UNEP FI、Generation Foundation の委託を受けて Freshfields Bruckhaus Deringer が執筆した画期的な法的研究です。この報告書では、サステナビリティ・インパクトを目的とした投資のコンセプトを紹介するとともに、投資家がサステナビリティ・インパクト目標を設定および追求することで、全世界で喫緊のサステナビリティ課題に取り組むことが、世界の 11 の法域の法律で許容され、場合によってはそれが義務付けられていることを明らかにしています。

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資 (IFSI) は

ESG の組み入れでは、環境・社会・ガバナンス上のリスクと機会が投資家のポートフォリオに与える影響を、投資家がどう管理するかに重点を置いています。サステナビリティ・インパクトをもたらす投資 (IFSI) ではこれを超えて、実社会におけるサステナビリティ・アウトカムに意図的に絞っています。

[A Legal Framework for Impact](#) では、投資先企業、政策立案者、またはその他の第三者の間で、サステナビリティに対するポジティブなアウトカムと整合する評価可能な行動変化をもたらすことを目的として、投資家による（政策立案者とのエンゲージメントを含む、投資の意思決定やスチュワードシップを通じた）意図的な試みを含むあらゆる活動について説明しており、その際に IFSI のコンセプトが用いられています。

[A Legal Framework for Impact](#) では、投資家の目的に基づいて、サステナビリティ・インパクトを目的とした投資を以下の 2 タイプに分けています。

- 手段的 IFSI – 関連するサステナビリティ・インパクト目標を実現することが、投資家の財務的なりターンに係る目標の実現において重要な「手段」となる場合
- 目的的 IFSI – 関連するサステナビリティ・インパクト目標の実現を通じて特定のサステナビリティ・アウトカムをもたらすこと自体が「目的」となる場合。この場合サステナビリティ・インパクト目標は、経済的リターンに係る目標よりも重要、もしくはそれと並行する形で追求されることが可能ですが、逆に経済的リターンに係る目標が優先されることはありません。

サステナビリティ・インパクトを目的とした投資が重要な理由

経済的利益は、特に長期的に見た社会・環境体系の安定性に依存します。そのため投資家の間では、サステナビリティに対するアウトカムを向上させ、世界および国内のサステナビリティ目標に貢献すべく何ができるかにますます注目が集まっています。

現在行われている投資活動は、国際条約で達成目標として定めたパリ協定や持続可能な開発目標 (SDGs) など、世界的なサステナビリティ目標と十分に整合しているとは言えません。結果的に、投資ポートフォリオは依然として、システム・レベルのリスクを含むサステナビリティのリスクに晒されています。投資家は、サステナビリティ・インパクト目標を追求し、経済的に重大なリスクを軽減し、機会を掴むべく措置を講じて、こうした事態に対処する必要があります。

A Legal Framework for Impact の主な見解

A Legal Framework for Impact 報告書では、法域や投資家グループの間で違いはあるものの、サステナビリティ・インパクトを目的とした投資アプローチが投資家の財務目標達成に有効な可能性があれば、投資家はそのアプローチを用いることを検討し、それに従って行動することが義務付けられる可能性が高いとしています。

一般的に、経済的利益は投資家の主たる目的や目標と見なされますが、サステナビリティ・インパクト目標を追求することが投資目標の達成に寄与するのであれば、投資家はインパクト目標の追求を検討する法的義務を負う可能性があります。

状況によっては、投資家は経済的利益の目標達成以外の理由で、つまり経済的利益の目標達成と並行して、サステナビリティの目標を追求する場合があります。投資家が、金融商品の目的の中でサステナビリティ・インパクトを追求することを表明している場合は、その追求が法的に義務付けられます。

サステナビリティ・インパクト目標を追求することは、投資家の経済的な目的や目標の優先順位を下げることを意味するわけではありません。それどころか、投資家は経済的利益を保護または拡大するために、サステナビリティ・インパクトに取り組まなければならない場合があります。

スチュワードシップ、資産配分、ポリシー・エンゲージメントは、サステナビリティ・インパクト向上を目指す投資家にとって重要なツールとなります。また、投資家間で協力することで、スチュワードシップ活動を通じたサステナビリティ・インパクト目標の追求の効率性と成功率も高まります。

責任投資原則 (PRI)

PRIは、6つの責任投資原則を実行に移すため、自らの国際的な署名機関ネットワークと連携しています。PRIの目的は、環境、社会、ガバナンス (ESG) 課題が投資に与える影響を理解し、署名機関がこれらの課題を投資やオーナーシップの意思決定に統合する支援をすることです。PRIは、署名機関およびこれらの署名機関が活動する金融市場・経済、そして、最終的には、環境および社会全体の長期的な利益につながる行動をとっています。

6つの責任投資原則は、自主的かつ意欲的な一連の投資原則であり、ESG課題を投資慣行に組み込むための潜在的な行動のメニューを提供しています。本原則は、投資家のために投資家により策定されました。本原則を実施していく中で、署名機関は、より持続可能なグローバル金融システムの開発に貢献しています。

詳細についての参照先：www.unpri.org



PRI は、**国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEPFI)** と **国連グローバル・コンパクト** と連携した投資家イニシアティブです。

国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)

UNEP FIは、国連環境計画 (UNEP) とグローバル金融部門のユニークなパートナーシップです。UNEP FIは、持続可能性と金融パフォーマンスを連結し、発展させるため、持続可能な開発に関するUNEP FIの声明に署名している200以上の金融機関やさまざまなパートナー組織と協力しています。同業者ネットワーク、調査および研修を通して、UNEP FIは、金融機関業務のあらゆるレベルにおいて、環境・持続可能性のための最善の慣行の適用を特定、促進、実現するという使命を果たしています。

詳細についての参照先：www.unepfi.org



国連グローバル・コンパクト

国際連合グローバル・コンパクトは、世界各国の企業に対して、それぞれの業務および戦略を、人権、労働、環境および腐敗防止の分野で一般に受け入れられている10の原則に従うよう、また、国連の目標および持続可能な発展の目標を支持する行動を取るよう、呼びかけています。国連グローバル・コンパクトは、責任ある企業活動の開発、実施および開示のためのリーダーシップ・プラットフォームです。

2000年に始まったこの取り組みは、企業の持続可能性イニシアティブでは世界最大であり、160か国、8,800を超える企業、4,000以上の企業以外の団体、80以上のローカル・ネットワークが参加しています。

詳細についての参照先：www.unglobalcompact.org



