

PRI 回答(参考和訳)

内閣官房による「アセットオーナー・プリンシプル」(案)に関する意見募集について

2024年7月25日

本回答書に含まれる情報は、情報提供のみを目的として提供されるものであり、いかなる事項についても法的助言として解釈されるべきではありません。明示的に別段の定めがある場合を除き、本回答書で表明された意見、提言、所見、解釈および結論は、PRI Association のものであり、必ずしも本回答書の寄稿者または Principles for Responsible Investment の署名機関(個別機関または全体)の見解を示すものではありません。

本回答書の執筆にあたり我々は、PRI Japan Regional Policy Reference Group (Japan RPRG)と草案内容を共有し、諮問を行いました。なお、あくまでも本諮問はコメントを求めたものであり、本回答書の公表に伴い RPRG がその内容に賛同や承認を示している事を意味しません。

また、本参考和訳記事は、あくまでも便宜的なものとして英語の原文を翻訳したものです。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。

はじめに

責任投資原則(PRI)は、署名機関の国際的なネットワークと協力し、6つの責任投資原則の実施に向けて取り組んでいます。PRIの目標は、環境・社会・ガバナンス(ESG)課題の投資への影響に関する理解を深め、署名機関がこれらの課題を投資意思決定に取り入れることを支援することです。PRIは、署名機関、署名機関が活動する金融市場および経済、そして最終的には環境と社会全体の長期的な利益のために活動しています。

6つの責任投資原則は、ESG課題を投資活動に取り入れるための様々な可能性を提供する、自主的かつ意欲的な投資原則です。本原則は、投資家による、投資家のためのものです。署名機関は、これらの原則を実施することにより、より持続可能なグローバル金融システムの構築に貢献しています。

PRIは、署名機関の見解及びエビデンス・ベースの調査に基づいて、政策分析及び提言を作成しています。この度は、金融庁の「アセットオーナー・プリンシプル」(案)への意見募集に回答する機会を歓迎します。

本意見募集について

2023年6月、「[経済財政運営と改革の基本方針 2023](#)」、「[新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版](#)」が閣議決定されました。これまでの「[資産所得倍増プラン](#)」や「[コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム](#)」に基づく政策を踏まえつつ、新しい資本主義政策が目指す「成長と分配の好循環」を実現するためには、インベストメントチェーンを構成する各主体に総合的に対応する政策が必要であるとの認識の下、資産運用立国の実現に向けた取組を行うことを示しました。

2023年10月に金融庁は、資産運用に関するタスクフォースを設置し、同タスクフォース及び金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」での[検討結果](#)を2023年12月に公表しました。これらの検討結果等を踏まえ、同月に内閣官房より[資産運用立国実現プラン](#)が公表され、同プランにおいて2024年夏の発表を目処に「アセットオーナー・プリンシプル」の策定を進めることが示されました。

2024年3月から6月にかけて、内閣官房「新資本主義実現会議」の下に設置された[作業部会](#)が4回会議を開催し、「アセットオーナー・プリンシプル(案)」の内容が議論されました。2024年6月24日、[アセットオーナー・プリンシプル\(案\)](#)が公表され、2024年7月25日まで意見募集が行われます。

詳しくは、以下担当者まで

大崎一磨
APAC ポリシーヘッド(代理)
kazuma.osaki@unpri.org

浦野・メネケン 藍業
ポリシースペシャリスト(日本)
aina.menneken@unpri.org

PRI ポジションと主な提言

日本政府によるアセットオーナー・プリンシプル(以下、プリンシプル)の策定は、日本のアセットオーナーにより積極的な受益者等の利益の追求の取り組みを推進する上で重要な一歩です。まず PRI は、本プリンシプルにおいて採用されている「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを歓迎します。これは、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を追求する観点から、運用の目的および方針をどのように検討し、取り組み、追求しているかについて、より良い説明責任と透明性を可能にするものです。また、「受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてステュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき」とする原則 5 が盛り込まれたことを歓迎します。加えて、補充原則 5-2 中で、投資先企業の成長を促し、経済全体の持続的な成長・発展を実現するサステナビリティ投資は、長期的な運用収益の拡大を図っていくうえで有効であることが認識されていることも歓迎します。

PRI の主な提言は以下の通りです：

- 補充原則 1-1:
 - 受益者等を特定し、運用目的を定めるプロセスにおいて、受益者等とのエンゲージメントを通じて、受益者等のサステナビリティに関する選好を考慮すべきであることを明確にすることを検討。
- 補充原則 1-2:
 - 特定のサステナビリティ目標を実現することが、経済的なリターンに係る目標の実現において重要な「手段」となるかどうかを考慮すべきであることを明確にすることを検討。
 - システムレベル・リスクに関連するものを含め、サステナビリティ要素が、受益者等の最善の利益と整合する運用目的ないし目標の達成において重要であると考えられる場合には、サステナビリティ目標を設定できることを明確にすることを検討。¹ このような補充原則は、補充原則 5-2 と整合するものと考えられる。

さらに、PRI は本プリンシプルに関連して検討が望まれる政策について、以下を提言します：

- アセットオーナーがユニバーサル・オーナーとして特定のサステナビリティ課題にどのように取り組むべきかについて、課題別(気候変動など)の追加ガイダンスを提供することを検討。
- ステュワードシップ・コードの改訂を検討し、サステナビリティの観点も含めたシステムレベルのリスクの組み入れと、サステナビリティも含めた幅広い選好に関する受益者等とのエンゲージメントを奨励することを検討。このような取り組みは、内閣官房の責任範囲には含まれないものの、上記原則 1 への提言と、補充原則 5-1 に既に含まれているステュワードシップ・コードの受け入れの整合性を確保することを可能にすると考えられる。

¹ 報告書「[インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み](#)」では、「[A Legal Framework for Impact](#)」(参考和訳)の法的分析および PRI の政策分析に基づき、投資家の義務を明確化するための提言を行っています。特に、サステナビリティに関連するシステム・レベルのリスクへの対応など、投資家の法的な運用目的ないし目標の達成に資すると合理的に期待できる場合には、社会的・環境的インパクト目標の追求を検討すべきであることを明確にする必要があることを示しています。

詳細な回答

PRIは、責任投資の主流化においてアセットオーナーが果たす重要な役割を認識しています。PRIを含む広範な責任投資コミュニティが今後10年間でどのように進歩すべきかというビジョンを示す2017年版 [PRIブループリント\(責任投資のビジョン\)](#) において「アセットオーナーの影響力の強化」は、中心的な優先事項として掲げられました。私たちはまた、投資家の義務が責任投資の文脈でどのように理解されるかにおいて、政策レベルの介入が重要であることを認識しています。また、投資家はその義務の範囲内で責任投資を追求することを可能にする市場環境の形成に向けて政策レベルの介入が重要であると認識しています。この分野における私たちのソート・リーダーシップは、直近では「[インパクトをもたらす投資のための法的枠組み](#)」プロジェクトによるものであり、私たちは [日本独自の報告書](#) も発表しています。この報告書では、アセットオーナーがその義務の文脈で責任投資慣行をどのように解釈すべきかを明確にするための提言を行い、また、責任投資が許容または要求される場合には、実践的なガイダンスとサポートを提供するうえで望まれる政策の提言を行っています。アセットオーナーの期待に関するこのような包括的で一貫性のある政策枠組みの必要性は、今年発表した「[Progress and priorities: reviewing sustainability in key pension systems](#)」でも明らかになりました。

PRIは、アセットオーナーが、「ステークホルダーの考えや自らの運用目的に照らして必要な場合には、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うこと」を求める補充原則5-2が盛り込まれたことを歓迎します。一方で、この補充原則は、アセットオーナーがサステナビリティ目標を追求することが認められる状況や、それが必要とされる状況について、十分な明確性を提供していません。またこの補充原則は、サステナビリティが投資の意思決定に組み込まれるものではなく、代替的な運用の選択肢に限定されるという誤解を招きかねない印象を与えます。

こうした補充原則5-2の課題に対応する上では、原則1における修正が望ましいと考えられます。原則1は、運用の目的、目標、方針をどのように考慮すべきかについての考え方を提供するものであり、最終的に他のすべての原則の実施方法を規定するものです。そのため原則1の改訂を通じて、明確性を提供することが効率的であると考えられます。具体的には、原則1の段階で、アセットオーナーが受益者等のサステナビリティに関する選好、並びに、サステナビリティに関する要因が運用目的の追求にもたらすリスクや機会を考慮していれば、サステナビリティに係る目的の考慮は、残る全ての原則に適用されると考えられます。例えば、原則1の段階で受益者等の最善の利益においてサステナビリティに係る目的が特定された場合、アセットオーナーにおいては、適切なサステナビリティ能力の開発が求められ(原則2)、運用委託先の指名及びモニタリングのプロセスにおいて適切なサステナビリティに係る基準の組み込みが求められ(原則3)、サステナビリティ目標の管理及び進捗に関して透明性と説明責任が求められると考えられます(原則4)。

加えて日本政府は、本プリンシプル以外の一般的なガイダンスの提供を通じ、アセットオーナーが自らの義務を理解するにおいて検討もしくは理解すべきサステナビリティに係る考慮事項を示し、意思決定を支援することを検討することが望まれます。また、ステewardシップ・コードを改訂し、受益者等とのエンゲージメントやシステムレベル・リスクの考慮に関する原則を含めることを検討することが望まれます。

原則 1: サステナビリティに関連するシステムレベル・リスクに基づく目的設定を、アセットオーナーの基本的な検討事項として統合することを検討

原則 1 は、受益者等の最善の利益に沿った運用目的を明確にし、一貫性のある運用目標と運用方針を策定する必要性をアセットオーナーが認識することを重要視しています。しかし、「受益者等の最善の利益を勘案」する必要性を明示しているものの、これをどのように遂行すべきかについては言及されていません。この点において、責任投資の観点からは、**受益者とエンゲージメントを行なった上でサステナビリティ選考を考慮すべきである点を本原則に盛り込むことが望まれます。**

A Legal Framework for Impact で紹介されている調査によると、消費者がサステナブル投資に託す資産は、諸調査の結果が示唆する水準よりも実態は少ないことが示されています。² この問題は、日本では金融リテラシーが相対的に低いために、さらに深刻化しています。内閣官房がまとめた調査³によると、日本の消費者は、米国や英国などの他の国の消費者と比べて、金融商品への投資意欲が低いことが分かっています。これを受けて政府はすでに資産所得倍増プラン等を通じて金融リテラシーの向上に取り組んでいるものの、アセットオーナーによる主体的な取り組みを促す施策も必要であると考えられます。

また補充原則 1-2 では、「運用資金の性格、自らの能力・規模、長期的な経済・金融環境等を踏まえ、具体的に目指すリターンや許容できるリスク等といった運用目標を定めるべきである」とされています。しかし、サステナビリティに関連するリスク、特にシステムレベル・リスクが長期的なリターンに重要であるという認識が高まっている一方、本プリンシプルではサステナビリティを主要な検討事項として明確に言及していません。この点において、責任投資の観点からは、**システムレベル・リスクに関連するものを含め、サステナビリティ要素が、受益者等の最善の利益と整合する運用目的ないし目標の達成において重要であると考えられる場合には、サステナビリティ目標を設定できることを明確にすることが望まれます。**

年金基金などのアセットオーナーは、長期的な投資家であり、長期的なリターンを生み出す能力は、投資先の市場と経済のパフォーマンスの上に成り立っています。気候変動や生物多様性の損失といったサステナビリティ課題は、アセットオーナーが経済的リターンを得るために依存している市場や経済のパフォーマンスを脅かすものです。そのためアセットオーナーは、システムレベル・リスクとみなされるものを含め、サステナビリティに関連するリスクが、長期的な価値を守り、加入者や受益者に適切な価値を提供する能力を阻害しないかどうかを検討する責任があります。⁴

PRI の [政策分析](#) は、法制度や規制の枠組みは、アセットオーナーに対しこのようなリスクを考慮することを明示的に義務付けるべきであることを示しました。具体的には、アセットオーナーにおいてサステナビリティに関連するシステムレベル・リスクの検討を求め、重要性が高いものが特定された場合には、関連するサステナビリティ目標（パリ協定の目標や国連の持続可能性開発目標などのグローバルな目標の達成を参照することを含む）を設定し、投資決定、スチュワードシップ、および該当する場合には政策エンゲージメントの組み合わせを通じて、サステナビリティ目標を追求する必要があることを示す政策が望まれます。このような経済的リタ

² Freshfields Bruckhaus Deringer, PRI, United Nations Environment Programme Finance Initiative, Generation Foundation (2021), [A Legal Framework for Impact: Sustainability impact in investor decision-making](#) (参考和訳) (p. 60)

³ 内閣官房(2022)、[資産所得倍増に関する基礎資料集](#)

⁴ Freshfields Bruckhaus Deringer, PRI, United Nations Environment Programme Finance Initiative, Generation Foundation (2021), [A Legal Framework for Impact: Sustainability impact in investor decision-making](#) (参考和訳)

ーン目標を中心とした、受益者等の最善の利益と整合するサステナビリティ目標の設定を行うことがアセットオーナーにおいても可能であることを明確にすることが望まれます。

海外でもこうした年金基金におけるサステナビリティ要素の考慮を年金の義務に係る政策文書で示す事例が出てきています。オーストラリアでは、オーストラリア健全性規制庁 (APRA: Australian Prudential Regulation Authority) が [SPG530 Investment Governance](#) を公表しました。同ガイダンスでは、年金基金が受益者に与えようとするアウトカム (成果) と整合していることが示せる場合には、環境または社会的影響に関連する追加的な目的を組み入れることができることを明確化しています。EU では、欧州保険・企業年金監督機構 (EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority) が、EU 職域年金基金指令の改正 (IORP II: Institution for Occupational Retirement Provision II) に向けた [テクニカルレポート](#) を公表し諮問をおこないました。同報告書では、IORP は、加入者と受益者の希望に沿い、長期的な最善の利益になるのであれば、投資とエンゲージメント活動においてポジティブなサステナビリティ目標を追求するよう求められるべきであるとしています。

アセットオーナー・プリンシプルの範囲を超えた検討事項: サステナビリティ課題に特化したアセットオーナー向けガイダンスの追加

アセットオーナーを含む投資家が個別のサステナビリティ課題をどのように考慮すべきかに関するガイダンスは、世界中の法域で導入されています。例えば、気候変動というテーマでは、APRA が 2021 年に [CPG 229 Climate Change Financial Risks](#) を公表しました。社会課題のテーマでは、英国の Department for Work and Pension's Taskforce on Social Factors が [Guide on Social Factors: Considering social factors in pension scheme investments](#) を公表しました。政府主導のガイダンスではないものの、英国では Financial Markets Law Committee が [Pension Fund Trustees and Fiduciary Duties: Decision-making in the context of Sustainability and the subject of Climate Change](#) を公表しています。

日本では、金融庁が 2022 年に [金融機関における気候変動への対応についての基本的な考え方](#) を公表しました。なお、このガイダンスの年金基金への適用は明確には示されていません。内閣官房と厚生労働省を含む関係省庁は、金融庁と協力し、日本の年金基金の実務的な支援を行うテーマ別ガイダンスの策定を行うことが望まれます。このようなガイダンスを提供することにより、ESG 課題やサステナビリティ・インパクトの組み入れを検討している年金基金の能力や人材の不足を一定程度サポートすることが期待できます。

アセットオーナー・プリンシプルの範囲を超えた検討事項: スチュワードシップ・コードの改訂

日本では、日本版スチュワードシップ・コードとして知られる「[責任ある機関投資家の諸原則](#)」が、市場におけるスチュワードシップ活動の正当性の明確化と促進に役立ってきました。スチュワードシップ・コードに言及することにより、本プリンシプルは、アセットオーナーのスチュワードシップ分野へのさらなる関与を促す重要な一歩となることが期待されます。

上記の機関投資家の取り組みを支援するサステナビリティをテーマとしたガイダンスと同様に、英国⁵をはじめとする各国法域では、スチュワードシップ・コードを通じて、投資家が気候変動を含むサステナビリティに関連するものを含むシステムレベルのリスクを検討することへの期待を明確化しています。また、顧客や受益者とのエンゲージメントを検討することについても、期待を明示しています。日本のスチュワードシップ・コードにこういった原則を盛り込むことで、アセットオーナーに対し、サステナビリティ課題に関する受益者等の選好を理解することの重要性を示すことが可能になります。また、市場全体、ないしポートフォリオ全体に影響を与えるシステムレベル・リスクに関連する特定のサステナビリティ課題に関して、アセットオーナーに期待される考え方と対応も明確化することができます。

PRI は、サステナブル・ファイナンス及び責任投資に関する公共政策について様々な地域に渡る専門的な経験を有しています。日本の金融市場の特性や状況を把握し、投資商品に関するサステナビリティ情報の開示や取り組みの規制に関して PRI は、金融庁を支援することができます。

質問や感想は、次の宛先にお寄せください: policy@unpri.org.

また詳しくはこちらまで: www.unpri.org

⁵財務報告審議会 2019年12月 [英国スチュワードシップ・コード 2020](#) (p.11, 13-14)