

アセット・オーナー 戦略ガイド：

投資戦略の策定方法

THE SIX PRINCIPLES

PREAMBLE TO THE PRINCIPLES

As institutional investors, we have a duty to act in the best long-term interests of our beneficiaries. In this fiduciary role, we believe that environmental, social, and governance (ESG) issues can affect the performance of investment portfolios (to varying degrees across companies, sectors, regions, asset classes and through time). We also recognise that applying these Principles may better align investors with broader objectives of society. Therefore, where consistent with our fiduciary responsibilities, we commit to the following:

- 1 We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
- 2 We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
- 3 We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
- 4 We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
- 5 We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
- 6 We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.



PRI's MISSION

We believe that an economically efficient, sustainable global financial system is a necessity for long-term value creation. Such a system will reward long-term, responsible investment and benefit the environment and society as a whole.

The PRI will work to achieve this sustainable global financial system by encouraging adoption of the Principles and collaboration on their implementation; by fostering good governance, integrity and accountability; and by addressing obstacles to a sustainable financial system that lie within market practices, structures and regulation.

PRI DISCLAIMER

The information contained in this report is meant for the purposes of information only and is not intended to be investment, legal, tax or other advice, nor is it intended to be relied upon in making an investment or other decision. This report is provided with the understanding that the authors and publishers are not providing advice on legal, economic, investment or other professional issues and services. PRI Association is not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. The access provided to these sites or the provision of such information resources does not constitute an endorsement by PRI Association of the information contained therein. Unless expressly stated otherwise, the opinions, recommendations, findings, interpretations and conclusions expressed in this report are those of the various contributors to the report and do not necessarily represent the views of PRI Association or the signatories to the Principles for Responsible Investment. The inclusion of company examples does not in any way constitute an endorsement of these organisations by PRI Association or the signatories to the Principles for Responsible Investment. While we have endeavoured to ensure that the information contained in this report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in information contained in this report. PRI Association is not responsible for any errors or omissions, or for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any loss or damage arising from or caused by such decision or action. All information in this report is provided "as-is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied.

謝辞

本ガイドは、アセット・オーナー戦略に関する 2016 年の討議資料に基づいて作成されました。討議資料を作成するにあたってその専門知識を提供した多くの PRI 署名者からの支援を得て、PRI が作成しました。本ガイドの提言は、寄稿者および PRI のものであり、個々の PRI 署名者の見解を表すものと解釈することはできません。PRI は、プロジェクトに有益な情報を提供された、下記を含むすべての寄稿者に感謝いたします。

- Yvonne Bakkum 氏、マネージング・ディレクター、FMO インベストメント・マネジメント
- Wouter Bosschaart 氏、戦略コンサルタント持続可能性、デルタ・ロイド・アセット・マネジメント
- Jaap van Dam 氏、プリンシパル・ディレクター、投資戦略、PGGM
- Perrine Dutronc 氏、マネージング・ディレクター、インフレクション・ポイント・キャピタル・マネジメント
- Andrew Gray 氏、マネージャー、投資ガバナンス、オーストラリアン・スーパー
- Gunnela Hahn 氏、SRI 責任者、チャーチ・オブ・スウェーデン
- Emma Jane Joyce 氏、シニア・マネージャー、戦略&責任投資、アイルランド・ストラテジック・インベストメント・ファンド
- Kees Koedijk 博士、教授、ティラスニンバス・ビジネス・スクール、ティルブルフ・ユニバーシティ
- Linda-Eling Lee 氏、マネージング・ディレクター、ESG リサーチ・グローバル責任者、MSCI
- Katharine Preston 氏、ディレクター、責任投資、OPSEU ペンション・トラスト
- Alfred Slager 博士、教授、TIAS ビジネス&ソサエティ・スクール
- Mark Walker 氏、グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー、ユニベスト・カンパニー

また、本ガイドを作成するにあたっていただいた助言について、[PRI のアセット・オーナーアドバイザリー・コミッティのメンバー](#)に感謝いたします。



目次

序文	5
エグゼクティブ・サマリー	7
初めに：投資戦略プロセス	10
ステップ1：状況の把握	14
ステップ2：ビジョンおよびミッション	16
ステップ3：投資原則	18
ステップ4：戦略の策定および選択	21
ステップ5：実行（戦略を実行可能なものにする）	25

序文

長期責任投資戦略の時代

PRI がアセット・オーナー投資戦略に関する討議資料「投資戦略の策定」を発表したとき、多くのアセット・オーナーは責任投資にコミットしているものの、持続可能性を組織の投資戦略に組み込む作業はまだ不十分であることを明らかにしました。

アセット・オーナーは、その投資戦略に関して「全力」を尽くす必要があります。世界のマクロ状況や政治経済の兆候は依然としてまちまちですが、アセット・オーナーは、長期投資のパフォーマンスを最大化しリスクを管理（受益者が期待することが多い）するために、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を考慮した健全かつ慎重な投資戦略を採用することがかつてなく重要になっています。

上記の討議資料が公開されて以降、ESG 問題の検討を支援する新たな業界の取り組みがあります。例えば、現在、アセット・オーナーには、金融安定理事会（FSB）気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に基づく指針があります。TCFD の提言は、企業や投資家が気候関連のリスクを把握・管理することを支援するよう設計されています。

例えば、業界の有力プレーヤーである世界最大のアセット・オーナー、日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が最近、その投資原則に ESG を組み込んだことを発表しました。同発表は、価値の創造者かつ保護者としての ESG の構造的重要性に関して強力なメッセージを送るものです。

そのような動きだけではありません。より長期の責任投資アプローチを模索する市場の勢いは止まりそうにありません。過去 10 年以上 ESG/SRI 市場をフォローしてきましたが、この 1 年半は責任投資がついに金融関係ニュースのトップを飾るようになり、「主流」となった転換点だったと考えられます。

その方向性を考えると、長期的な持続可能性の問題を評価し、グローバルなメガトレンドがどのように将来の投資環境を形成するかを理解することが、健全な投資戦略です。それは単にチェックボックスにレ点を入れる作業ではなく、リスク管理を向上させ、現在および将来世代の受益者リターンを最大化する投資意思決定のまっしぐらな出発点です。



Xander den Uyl 氏
理事、ABP（オランダの公務員年金基金）

取締役・執行チームの進化する投資戦略検討

過去数年間、投資戦略、投資判断、アクティブ・オーナーシップにおいて重大な ESG 要因を考慮することは、投資家の受託者責任に反するものではなくその不可分の一部であることが明らかになりました。受託者責任は、最終的な受益者の利益のために行動することを投資家に義務付けています。そのため、責任投資や ESG 要因の組み込みは『あると助かる』程度のことではなく、アセット・オーナーの投資戦略にしっかりと組み込まれる必要があります。

投資チェーンの最上位に位置するアセット・オーナーは、資産運用会社や他のステークホルダーに対して、気候変動などのシステムリスクに対処する上で ESG がどれだけ重要かを伝えることに全力を尽くします。気候変動は投資ポートフォリオにとって非常に重大なリスクです。また、パリ協定を受けて、投資家はその投資先企業と関わりを持ち、彼らがどのように低炭素社会への移行を計画しているかを知ることが不可欠です。

昨年 6 月に発表された金融安定理事会 (FSB) 気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の提言は、企業がどのように気候変動に対処するかについての透明性を確保するための枠組みを定めています。我々は、すべての投資家に同提言を採用することを推奨します。

アセット・オーナーの投資期間は長期であり、その受益者にとっての価値を生み出すために ESG 要因を利用する上で有利な立場にあります。その実現のためには、アセット・オーナーが明確な ESG 投資目標を策定し、それらの目標が組織全体で支持されることが不可欠です。ESG に注力する投資は我々が願うほど急速に普及していませんが、市場の動きは、物事が適切な方向に向かっていることを示しています。

同時に新たな問題が生じています。受益者や一般社会は投資家に対して、当初 PRI 序文に記載された『社会のより広範な目的』への貢献をますます期待するようになってきました。2015 年に設定された国連の持続可能な開発目標 (SDG) は、社会のより広範な目的のためのグローバルな枠組みを定めています。投資戦略は ESG のリスクおよびリターンへの組み込みだけでなく、3 番目の『R』、SDG に沿った「社会への影響 (Real-world impact)」についてのアセット・オーナーの期待も含んでいます。



Kris Douma 氏

ディレクター、投資プラクティス & エンゲージメント、PRI

アセット・オーナー戦略は、ESG リスクの管理に集中し、高い財務リターンを生み出しつつグローバル社会の重要な問題の解決に貢献する持続可能な投資機会を追求することが求められており、我々はこうしたエキサイティングな時代に生きています。本戦略ガイドが、アセット・オーナーのそのような目標実現の一助になれば幸いです。

エグゼクティブ・サマリー

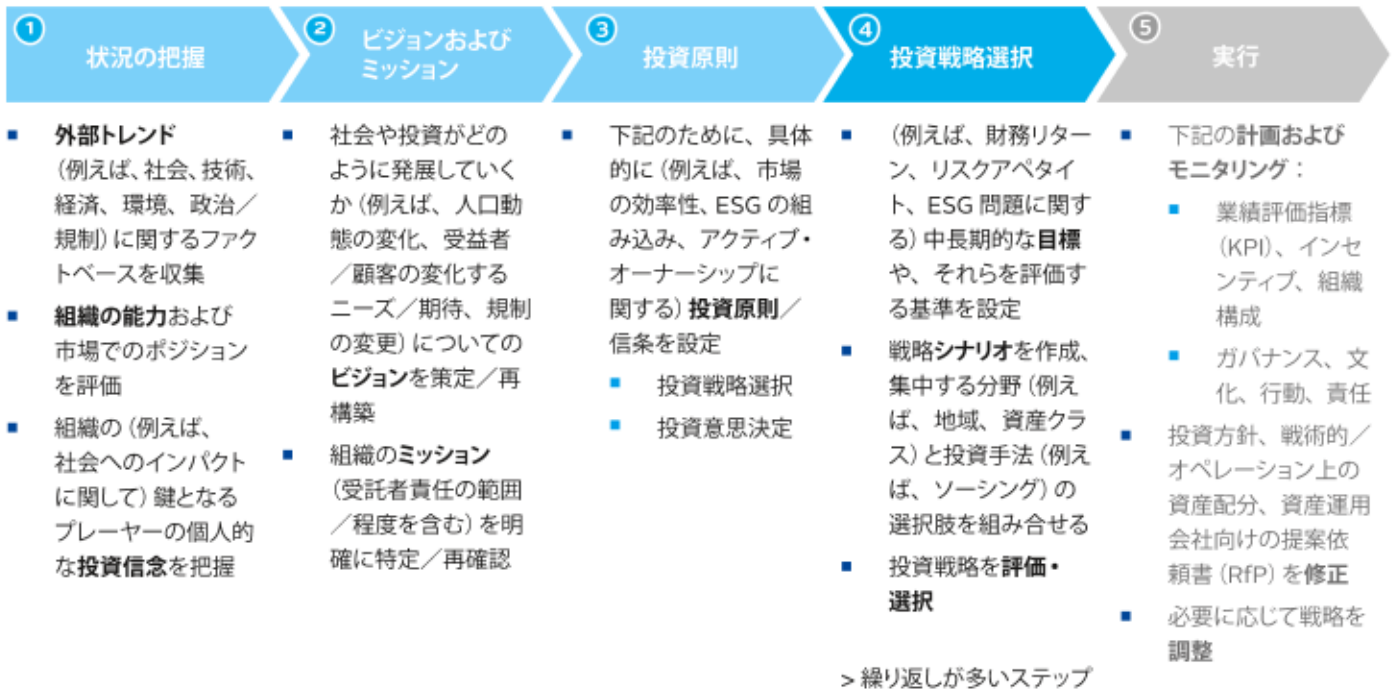
投資戦略を策定することは、アセット・オーナーの投資プロセス全体における最初のステップです。アセット・オーナーは、そのポートフォリオに影響を及ぼすすべての長期トレンドや、ファンドがアセット・オーナーの受託者責任をどのように果たすか、ファンドが受益者や他のステークホルダーのためにどれだけ効率的に活動することができるかなどについて、総合的に検討する明確かつ明示的な投資戦略を策定する必要があります。

体系的なアプローチが重要です。よくある落とし穴としては、ステップのスキップ、コンセンサス／取締役会の同意の欠如、詳細／柔軟性の欠如、実際にどのように実行されるかについての十分な検討のない戦略策定などが挙げられます。

戦略のプロセスは、一般にそれが開発される外部・内部環境についての広範な調査（ステップ1）から始まります。調査の結果は、組織の将来のビジョンとミッションを定め（ステップ2）、一連の具体的な投資原則を定める（ステップ3）ために用いられます。その後、プロセスはより具体的なものとなり、実行可能な戦略を選択し、戦略的に資本を配分します（ステップ4）。以上が完了した後、投資戦略は実行のための取り組みに移ります。¹

責任投資を組織の活動にうまく組み込むためには、その検討をコア投資戦略プロセスの一部にしなければなりません。

投資戦略の策定



コミュニケーション

責任投資についての検討は、別途並行した取り組みではなく、コア投資戦略プロセスの一部でなければなりません。

¹ 実行フェーズの詳細については、[追加のPRIリソース](#)を参照してください。

進化する業界：投資戦略を将来も有効なものに

投資業界には進化する多くの道筋があり、今後もおそらく進化していくでしょう。組織がそれらの変化についてどれだけ準備できているかは、下記のようないくつかの重要な質問に対する答えによって測定することができます。

- 受託者責任はステークホルダーの単なる財務的な利益を超えて適用されるか？
- 社会へのプラスのインパクトは投資の主な目的の明示的な一部か？
- ESG 要因を重要（リスクおよび／または機会）と考えるか？
- ESG 要因を投資分析に組み込むか？
- 投資先企業に対して積極的な関与を行うか？

上記の質問すべてについて「はい」と答えたアセット・オーナーは、その戦略が変化する投資環境に将来耐えることができる可能性が高いと考えることができます。一方、上記の質問すべてに「いいえ」と答えることは、戦略の有効な期間は短く、事業環境の進化に応じて再評価の必要があるという警告と考えることができます。

社会へのインパクト

「受託者責任はステークホルダーの単なる財務的な利益を超えて適用されるか？」および／または「社会へのプラスのインパクトは投資の主な目的の明示的な一部か？」に「はい」と答えたアセット・オーナーの考え方は、（**受託者責任**の現行の解釈に基づいて、**すべての重大な ESG 要因**をすでに含む必要がある）リスク対リターンに関する従来の二次元的な見方を、自然環境や社会に投資が及ぼしうる社会へのインパクトを示す三次元的な見方に拡大するという最近広まりつつある考えと一致しています。

このような移行は、20 世紀のリターンに対する追加的リスクと同様に、21 世紀において重要です。

図 1：単なる財務上の利益以上のものを検討する投資家にとって、社会へのインパクトは隠れた優先順位を明らかにする

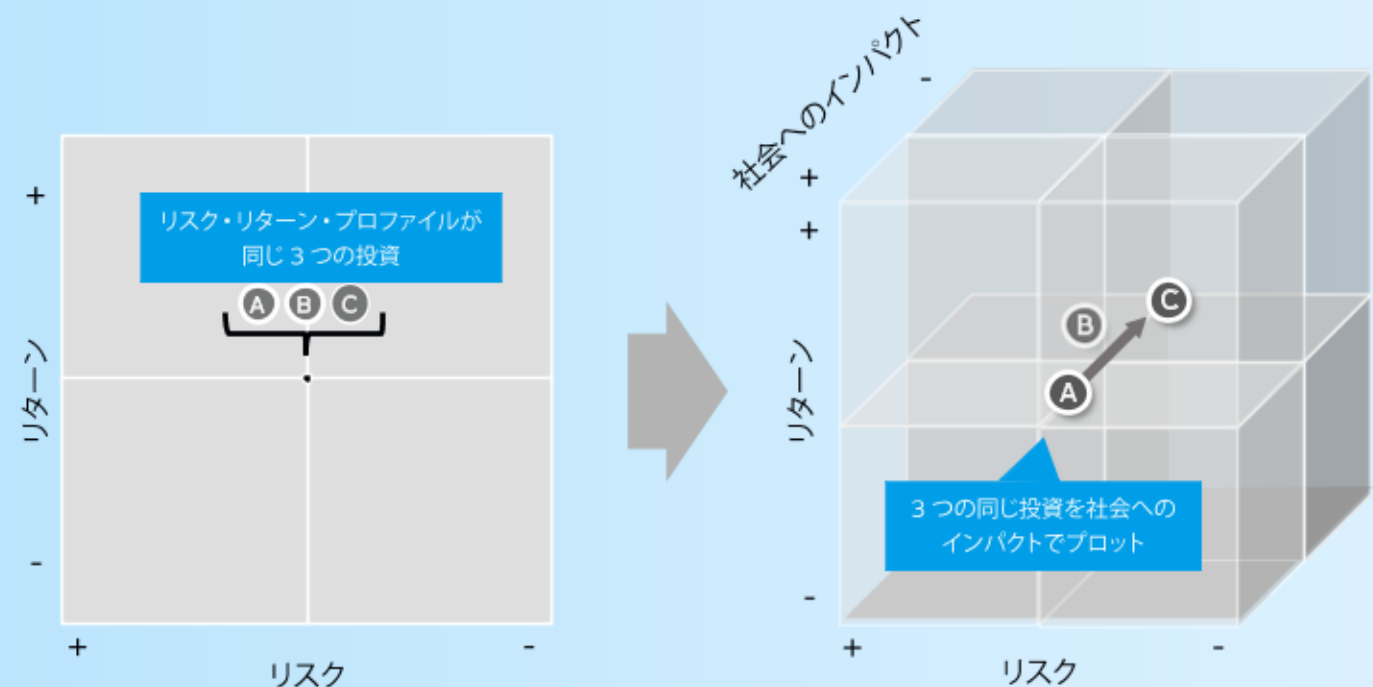
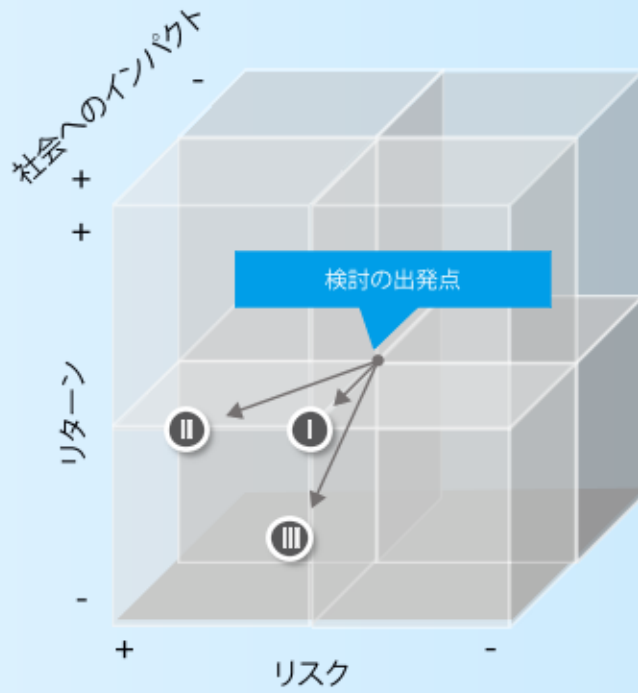


図 2：社会へのインパクトを第一の目的と考える投資家は、リスクとリターンを犠牲にする可能性にもかかわらずそれを優先



各投資家は投資戦略や投資判断の選択において、社会へのインパクトにどれだけのウェイトを置くべきかを決めます。

国連の持続可能開発目標に沿って、社会へのインパクトに対する期待（長期的受益者の検討が主導）を設定する投資家が増えています。

持続可能開発目標に関する PRI の取り組みについては、www.unpri.org/sdgs をご覧ください。

初めに：投資戦略プロセス

投資戦略の策定が、アセット・オーナーの投資プロセス全体における最初のステップです。アセット・オーナーは、ポートフォリオに影響を及ぼすすべての長期トレンドや、ファンドがアセット・オーナーの受託者責任をどのように果たすか、ファンドが受益者や他のステークホルダーのためにどれだけ効率的に活動することができるかなどについて、総合的に検討する明確かつ明示的な投資戦略を策定する必要があります。

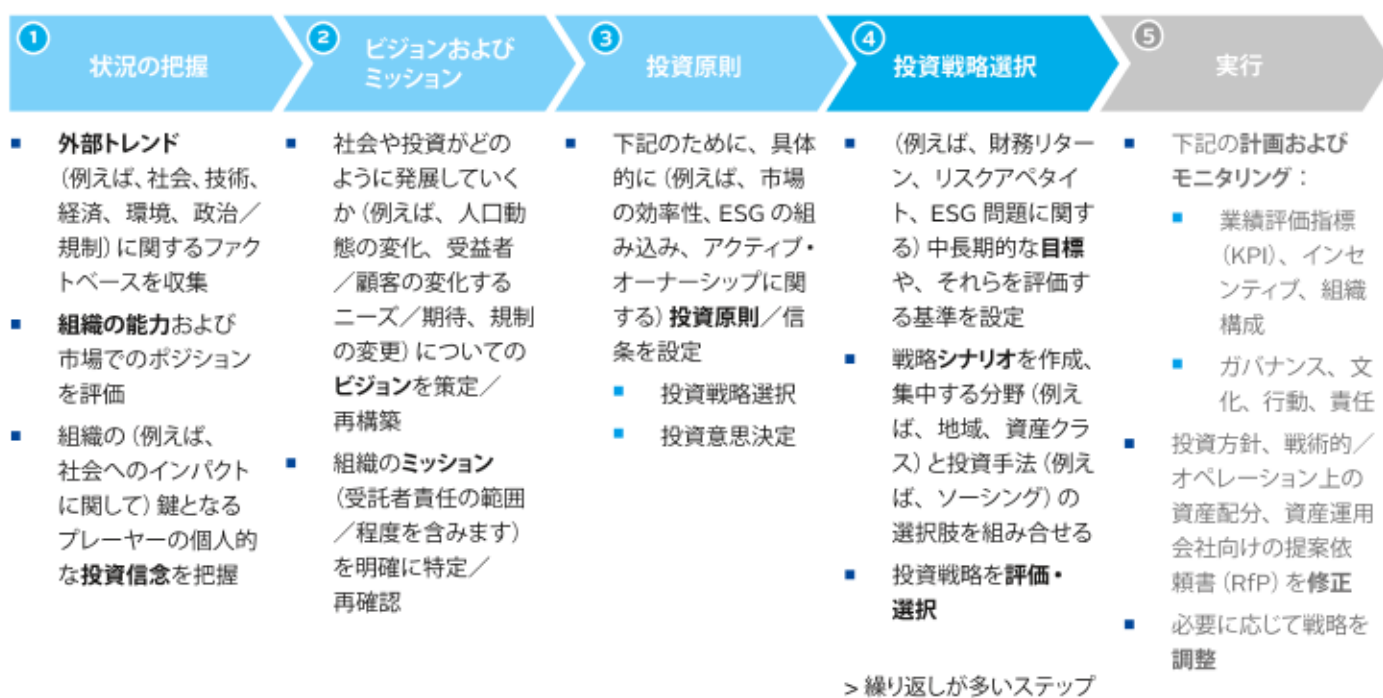
戦略のプロセスは、一般にそれが開発される外部・内部環境についての広範な調査（ステップ1）から始まります。調査の結果は、組織の将来のビジョンとミッションを定め（ステップ2）、一連の具体的な投資原則を定める（ステップ3）ために用いられます。その後、プロセスはより具体的なものとなり、実行可能な戦略を選択し、戦略的に資本を配分します（ステップ4）。以上が完了した後、投資戦略は、実行のための取り組みに移ります。²

変更プロセスの場合と同様、コミュニケーションは、プロジェクト全体にわたって適切な人々からフィードバックを集め、進捗を共有するために重要です。

同プロセスは科学と同様の技法であり、特定の組織のためにそれが機能するようにすることが重要です。各ステップは定められた順序で実行されますが、新たな所見が以前の結論の再評価を必要とすることがあるため、以前に実施されたステップがおそらくプロセスを通して繰り返されることになります。

責任投資を組織にうまく組み込むためには、その検討をコア投資戦略プロセスの一部にしなければなりません。

投資戦略の策定



コミュニケーション

責任投資についての検討は、別途並行した取り組みではなく、コア投資戦略プロセスの一部でなければなりません。

² 実行フェーズの詳細については、追加のPRIリソースを参照してください。

鍵となるプレイヤー

投資戦略を策定するにあたっては、そのプロセスの各ポイントで多くのプレイヤーが必要です。プロセスは、鍵となるプレイヤーの間で意見の不一致（取締役会内でのものを含みます）があった場合、より時間がかかります。役割および責任に関する詳細は、各関連ステージで記述されます。プロセスに関係する一般的な役割は、以下の通りです。

- **取締役会**：投資戦略が組織にとって適切で実行可能なものとするために、取締役会がすべてのステージでプロセスに関与することが重要です。取締役会は、外部の専門家と連絡を取り合うなど、プロセスにおいて非常に積極的な役割を演じます。
- **CEO/CIO/CFO および直接報告**：最高責任者レベルが関与することが必要で、最終的に実行を推進します。
- **プロジェクト・スポンサー／リード・マネージャー**：執行役クラス、一般的には投資部門のシニア・ディレクター／シニア・バイス・プレジデント、または戦略部門のディレクターがプロセスを担当します。チームは、プロジェクト・スポンサーに報告する担当者が主導して、投資戦略（修正）プロジェクトの実行を担当します。
- **投資委員会**：投資委員会は、プロジェクト全体にわたって、特にシナリオに関してフィードバックを行う必要があり、組織によっては大きく関与する可能性があります。
- **投資専門家**：戦略がどのように日々の投資活動に影響を及ぼすかについての見通しを提供し、引き受けプロセスに従事する必要があります（ただし、過度に実利的な面から生じる無気力が、プロセスを支配することは許されるべきではありません）。
- **サポート部門**：組織周辺の他の部門への相談を必要とする場合があります。
- **外部のステークホルダー**：投資が間接的に運用される場合、将来のマネージメントを実行する現在の資産運用会社の能力を把握することが役立ちます。

リソースが限られたアセット・オーナーのアプローチ

リソースが限られた組織は、特に指針として説明されたステップを採用することを奨励されます。組織は、内外のいずれのステークホルダーが関与すべきかなど、各ステップにおいて、その組織にとって最も重要な面に集中する必要があります。一部またはすべてのガバナンス活動が外注化される場合（例えば、外部委託された CIO、受託者の管理）、戦略策定プロセスのどの点について誰が責任を負うかを明確にする必要があります。

タイミング

プロセスは最低 3 回の取締役会会議で議題とするべきであり、したがって、通常、投資戦略や利用できるリソースの状況に応じて最低 9 カ月間かかります。戦略はモニタリングする必要があり、ベストプラクティスは全体のプロセスを 2 ～ 5 年ごとに再実行することです。

共通の問題

認識すべき、また当初から軽減することを検討すべき共通のプロセスまたは思考のトラップには、以下が挙げられます。

投資家	ハイライト
プロセス上の問題	
本来のステップ（環境の把握、ビジョンおよびミッション、投資原則）を経ずにいきなり戦略を選択すること。以前の投資戦略からの漸進的な変化に終わる可能性	すべてのステップを経ることを妨げるあり得る障害（例えば、組織の無気力、変化に対する抵抗）について検討、理解、排除する。
各ステップでの頑健性の欠如、または、必要な場合に以前のステップに戻ることを躊躇すること	すべてのステップについて適切な専門知識やリソース（特に時間）を提供する。
進行中の部分的エンゲージメントまたは未解決の意見の相違による取締役会の不一致。変化の必要性についてのコンセンサス不足。受益者／顧客からの聴取不足。投資専門家の見通しを考慮しないこと	適時のフィードバックループを実施する。
結果に関する問題	
プロセスのスピード／容易さを追求するため、戦略を十分に調整しないカットアンドペースト・アプローチに陥ること	組織固有のものを特定、各ステップの始めにそれを強調する。
結果として採用する戦略が高レベルのものであり、集中する分野や投資手法についての方向性を変更／提供しないこと	調査範囲決定フェーズで望ましいレベルを決定し、プロセスを通してモニタリングする。
結果として採用する戦略の状況の変化に対する柔軟性が十分ではなく、投資専門家が内部で活動するには規範的すぎる	選択肢（例えば、特定の（外部）シナリオに対する対応策）を用意し、投資専門家からのフィードバック（例えば、能力に関する懸念）を組み込む。
実行中、弱い補強証拠や理論的根拠のために引き受けが困難になること	財務およびリスク・モデルを完全なものにし、使用される情報に関して十分なコンセンサスを得る。（状況に応じて、また定量的な）適切なストレステストを実行する。補強証拠は従来からの金融関連ソース以外から得られる可能性があることに注意。
どのように実行されるかの見通しなしに戦略を策定すること	プロセスに十分な投資専門家を関与させ、戦略の各重要ポイントでどのような具体的取り組みが生じるかを尋ねる。

コミュニケーション

戦略のレビューまたは戦略変更プロジェクトにおける不十分なコミュニケーションは真のリスクです。（適切な担当者と進捗状況についてコミュニケーションをとり、フィードバックを集める）内外のコミュニケーションをカバーするためには、コミュニケーション・プランが必要です。経験上、コミュニケーションや情報収集はたいへん過小評価されます。

特に、外部のステークホルダー（受益者／顧客、株主、外部委託された資産運用会社など）とコミュニケーションをとることが非常に重要です。責任投資のテーマは、ステークホルダーに対してエンゲージメントを行うための強力なツールとなり得ます。

プランは柔軟で、変化する状況に対応する必要があります。当初のコミュニケーション・プランについてプロセスの初めに同意を得て、その後、進捗状況やフィードバック（例えば、投資専門家による問題提起、受益者／顧客の懸念）に合わせて調整するために1ステップにつき最低1回再検討する必要があります。

検討すべきテーマ

- 誰がプロセスに関するコミュニケーションの責任を負うか？
他に誰がコミュニケーションの計画・実行に関与するか？
- (内外の)ステークホルダーとコミュニケーションをとるための、現在のチャンネルおよびプロセスはどのようなものか？
- 内部関係者はどのようにセグメント化されるか(例えば、取締役会、執行チーム、従業員グループ、労使協議会)？
- 外部関係者はどのようにセグメント化されるか(例えば、受益者／顧客、外部資産運用会社、株主)？
- コミュニケーション・プランの各ステップにおける主な目的およびテーマは何か？
- 各関係者セグメントについて：
- 鍵となるメッセージは何か？適切な頻度および長さはどれくらいか？
- 誰がメッセージを発するか？
- どのコミュニケーション・チャンネルが、どのような目的のために使われるべきか？
- プロセスの初期においてどのようなタイプのコミュニケーションが行われるべきか？投資戦略が選択された後、どのようなタイプのコミュニケーションが行われるべきか？
- どのステークホルダーのなかで、何が懸念の原因となりそうか？
そうした懸念をどのように解消するか？
- コミュニケーションに関してどのように、またどのグループからフィードバックを集めるか？どのタイプのフィードバックを重視するか？
- その他

ステップ1：状況の把握

プロセスを開始するための強固かつ共通する出発点を提供し、すべての関係者（特に取締役会や執行チーム）間の議論が十分事実に応じて成果を上げるようにするためには、戦略が策定される内外の状況に関する詳細な評価が必要です。また、状況が短期的、中期的、そして長期的にどのように変化するかについて評価することも重要です。

状況は、アセット・オーナーのタイプ（確定給付型年金、確定拠出型年金、保険会社、財団、基金等）によって大きく異なる場合があります。アセット・オーナーによって、負債（例えば、長期か短期か）、規制環境、債務返済能力／カバレッジ・レシオ、資産負債管理等が異なります。

検討すべきテーマ

外部ファンダメンタルズの評価

これらのシステミックな動き（およびその他の動き）が短期的、中期的、そして長期的にポートフォリオにどのように影響するかについて検討し、ステークホルダー（例えば、受益者／顧客、従業員、競合企業、社会全体）がそれらの動きにどのように反応するかを予想し、影響が投資タイプ（例えば、資産クラス、地域、業界）によってどのように異なるかについて検討します。

社会的トレンド：

- 人口動態（例えば、高齢化、ミレニアル世代）
- 透明性の要求（例えば、労働、税、腐敗、トレーサビリティ）
- 消費者の選好（例えば、デジタル、フェアトレードなど持続可能な製品・サービス）
- 個人対共同体（例えば、個人化対標準化、シェアリング・エコノミー）
- 貧困／不平等
- 食糧安全保障
- 人権／労働者の権利
- 多様性
- その他

テクノロジー・トレンド：

- ビッグデータ
- ソーシャルメディア
- クラウド・コンピューティング
- つながる世界（例えば、モバイル、モノのインターネット）
- サイバー・セキュリティ
- ロボット工学（例えば、産業、自動運転車、ドローン）
- 再生可能エネルギー・テクノロジー
- バイオサイエンス
- 人工知能

- その他

経済的トレンド：

- GDP／生産性（国・産業別）
- 新興市場の台頭
- 資本フロー
- 為替レート
- インフレ／デフレ
- 市場のパフォーマンス／リターン
- 長期的な市場ボラティリティ
- 市場の効率性
- 市場リスクおよびテールリスク
- 資産クラスの利用可能性
- 環境への影響（例えば資源不足）による金融・経済への影響やその他の ESG 問題が市場で重要になる可能性がある。
- その他

環境的トレンド：

- 地球温暖化／気候変動
- 資源不足／供給の途絶（エネルギー、水、食料、土地）
- 森林伐採
- 汚染（空気、水、土壌）
- 生物多様性
- （循環経済に向けた）リサイクル／完全循環
- 環境リスクおよび市場機会の重要性
- その他

政治および規制上のトレンド：

- 地政学的な変化
- 社会的な問題（例えば、低炭素目標、遺伝子組み換え作物問題、健康／安全性、金融危機に対する対応）から生じる規制の強化やソフトロー
- 税制策および税透明性規制の変更
- ガバナンス規制の変更
- 中央銀行の戦略および関与
- 政治および貿易の度重なる分断化／再編（例えば、TPP、EU の拡大／離脱）
- その他

その他の事項：

- 経済で広く生じる可能性がある、トレンドの劇的／破壊的な変化（例えば、寿命の劇的な伸び、高度化する人工知能）は何か？ どのような影響が生じるか？
- 責任投資が最も明らかにするものは何か、どのように明らかにするか？

- グローバル／地域／国家間の不平等（例えば、収入、機会、司法）などのテーマの根本的なトレンドはどのようなものか？どのようなトレンドが投資コミュニティによってすでに影響を受けているか？
- 持続可能開発目標（SDG）を企業は考慮しているか？SDGは企業の行動にどの程度影響するか？
- その他

内部評価

市場における組織のポジションおよび内部の能力を理解することも重要です。

組織の評価：

- 明確な投資戦略がすでにあるか？
- 資産負債管理プロファイルなど、金融負債のポジションはどのようになっているか？どのような流動性規制を受けているか？短期的、中期的、そして長期的に負債を返済するのに利用可能な資産を最大化するために、組織には他にどのようなニーズがあるか？
- 市場での組織の一般的なポジション（例えば、他組織と比較した規模、資産配分）はどのようなものか？
- （外部のレディメイドの分析に依存するのに対して）組織内でデータを収集し、トレンドや投資を評価するためにどのような能力を持っているか？
- 市場や持続可能性を全般に深く理解した内部／契約可能な外部の投資・ポートフォリオ・マネージャーが十分いるか？
- 業務モデルや組織構造はどのようなものか？
- インセンティブ体系はどのようなものか？それを組織の長期的目標とどのように調整しているか？
- 投資バリューチェーンの潜在的に新たな関係および／または混乱について、どのようなものが予想されるか？
- 透明性プロセスはどのようなものか？
- 組織の文化はどのようなものか？どのくらい容易に進化するか？組織の変更を実行した実績はあるか？
- インパクト投資に対する明確な方針があるか？
- 組織は他組織から差別化する投資機会を発掘するために、どのような関連ネットワークへのアクセスやプレゼンスを有するか？
- その他

鍵となるプレーヤーの個人的投資信念：³

- プレーヤーが働いているアセット・オーナーの責任および目的は何と考えるか？意思決定に関して体系的／科学的アプローチをとるか、それとも直観的／帰納的アプローチをとるか？
- リソースがより豊富になる、あるいはより不足すると予想するか？

- 所属する業界は持続的・破壊的変化に直面している、あるいは将来は安定すると考えるか？
- 投資市場の個人を動かしている主なインセンティブは何と考えるか？それは自分にとって大事なものと一致するか？
- 単に／主として株主価値に寄与すること、または、より広く（例えば、他のステークホルダーに対して）価値に寄与することは企業の責任と考えるか？
- より広い価値創造について、自身の個人的責任をどのように考えるか？それは他の鍵となるプレーヤーの意見とは異なると考えるか？
- 今後10~15年間、組織はどのような成功を収めると考えるか？
- スチュワードシップについてどのように考えるか？
- その他

ステップ1：行動および役割

1. プロジェクト・リード・マネージャーは、以下の網羅的リストを確保します。
 - a) 検討すべきトレンドおよびチェックすべきソース
 - b) 有効な組織的評価のポイントおよび埋めるべきギャップ
 - c) 個人的投資信念に関してインタビューすべきステークホルダー
2. プロジェクト・チームは、マクロ・トレンドのポートフォリオへの影響を予想するためにそれらトレンドのレポートを収集し、問題に対処する組織の内部能力を評価します。
3. プロジェクト・スポンサーは、取締役会、執行チームとの最初の会議を開き、プロジェクト・リード・マネージャーは現在の戦略を評価し、全体的な動き（リスク・リターン・プロファイルに対する潜在的な影響など）について議論、他の／将来の事項について議論します。
4. プロジェクト・リード・マネージャーは、取締役／理事、執行チームに対して、その個人的な投資信念についてのインタビューを行います。
5. プロジェクト・リード・マネージャー／プロジェクト・チームは、投資の望ましい結果に影響する可能性がある（ESGを含む）外部要因に関する情報をさらに特定するために、より広いステークホルダー（例えば、受益者／顧客）に対して（例えば、調査またはフォーカスグループを通して）働きかけることがあります。
6. 取締役会は自らの個人的投資信念を確立するために、より広いステークホルダーと交流し、場合によってはその投資信念について尋ねることがあります。
7. プロジェクト・スポンサーは、取締役会／理事、執行チームとの追加のワークショップを開き、プロジェクト・リード・マネージャーは当初の所見を提示・共有、必要であれば（責任投資など）関連する問題について説明します。

³ See page xx.

ステップ 2：ビジョンおよびミッション

ステップ 1：状況の把握でカバーされなかったすべてのトレンドを考慮に入れることで、組織は、世界がどのように変化するかについてのビジョンを決定または再構築し、そのミッションを定義または再確認することができます。それによって、策定された投資戦略やそれに基づいた投資判断は、明確に定義された目的や予想される投資環境について共有される見通しに沿ったものとなります。

取締役会の関与

組織のミッションを定義することや、ビジョンについて合意するには、取締役会が完全に同意することが重大な意味を持つため、長い時間を要する場合があります。

将来のビジョン

将来のビジョンは、従来のマクロ経済要因が投資に長期的にどのように反映されるのか、そして下記についての組織の期待を含む必要があります。

- 社会：ステップ 1：状況の把握における幅広いトレンドの解釈（例えば、人口動態、ビッグデータ、新興市場の台頭、気候変動、税透明性）
- 受益者／顧客の進化：受益者／顧客のニーズや好みの変化（例えば、年金スキーム、特に確定拠出型年金の柔軟性に関する期待の変化、単に財務上のリターンを求めるときの動きの変化）
- アセット・オーナー業界：アセット・オーナーの役割がどのように変化するか（例えば、受託者責任についての考えの変化、長期的対短期的重点、規制変更の影響）
- 投資環境の変化：グローバル・トレンドが金融市場や投資についての期待をどのように形づくっているか

例

- 「ますます高齢化が進み、裕福になり、彼らの行動が長期的な社会・環境に及ぼす影響に、より注目が集まるようになる」と予想します。アセット・オーナー業界は、一握りのビッグ・プレイヤーとその他の断片的な小規模プレイヤーに分かれると考えています。また、規制が変化し、アセット・オーナー業界に対して、人や地球に財務やその他のプラスの影響を及ぼすことをもう一つの目的とするよう促すことになると予想します。中国の経済成長が減速し、気候変動が開発途上国の経済見通しに悪影響を及ぼすため、景気は長期的に停滞し、結果として長期的に財務リターンは低下すると予想します」

ミッション

ミッション・ステートメントは、組織が存在する理由を文書にしたものです。アセット・オーナーのミッションには、組織のステークホルダー（例えば、受益者／顧客、従業員、社会）に対する貢献方法や、競合企業との明示的な（または内在する）差別化要因などが含まれます。組織がミッション・ステートメントを作成すべきかは場合によります。例えば、一部の確定給付型ファンド（公的年金基金を含みます）は、厳格に制限／規制されることがある一方、広範囲の選択肢を有するファンドもあります。

例

- 「将来の財務を保証し、カリフォルニアの教育者の信頼を維持する」(CALSTRS)
- 「より良い世界を構築するために起業家に力を与える」(FMO)
- 「環境・社会・ガバナンス要因は、特にその長期的な性質からスキームにとって真のリスクおよび機会を生み出すと考えられており、我々は責任・持続可能投資を重視する」(EAPF)
- 「当法人の最も重要な目標は、長期的な見通しに基づいて、年金受給者の利益のためにのみ、公的年金制度で要求される投資リターンを最小のリスクで実現し、よって年金システムの安定に寄与することである。(中略) 当法人は、そのステewardシップ責任を果たすことによって、年金受給者のために中長期の株式投資リターンを最大化し続ける」(GPiF)
- 「今日年金を払い、明日の年金を維持する」(OPTrust)
- 「年金は非常に長期の投資であり、ERAFF は、2 つの点、世代間の公正さを維持すること、およびその運用の持続可能性を監督することをガバナンスの中心に据えている。したがって、ERAFF の理事会は、今日支払われている給付金が明日の受益者にとって不利益なものとならないことを確実にする」(ERAFF)

検討すべきテーマ

将来のビジョン（社会）：

- 社会はどのように進化しているか？組織のポートフォリオに対する高レベルの影響はどのようなものか？その予想される将来にたどり着くにあたってどのような変化が生じるか？それらの変化は、例えば異なる資産クラスに対してどのような影響をもたらすか？
- どの ESG 要因が、どの資産クラス、資産、ポートフォリオ・タイプにとって非常に重要／重要ではないと予想するか？それは今日や過去とどのように異なるか？

- 組織が内部で資産を運用するか、あるいは外部委託するかによつては、ポートフォリオ・レベルの影響や個々の資産クラスを、より重視することを望む場合がある。
- 組織は具体的にどのようなトレンドに影響／恩恵をうけるか？
- 実体経済において投資の役割はどのようなものになるか？
- その他

将来のビジョン（受益者／顧客）：

- 受益者／顧客（および従業員など他のステークホルダー）の考え／ニーズ／要求はどのように変化するか？
- 透明性に関して受益者／顧客は何を期待するか？
- ESG 要因の組み込みに関して受益者／顧客は何を期待するか？
- アセット・オーナーによるプラスの影響に関して受益者／顧客は何を期待するか？
- 財務上の目的を他の目的とバランスさせることに関する受益者／顧客の見解はどのようなものか？
- その他

将来のビジョン（アセット・オーナー業界）：

- アセット・オーナー業界でどのような変化が生じるか？
- アセット・オーナー全体の市場ダイナミクスはどのようなものか？
- 既存の投資は将来に関する現在のビジョンとどのように整合するか？
- 自動化システムはアセット・オーナーや資産運用会社、またはその既存業務の多くにとって代わるか？
- アセット・オーナーは ESG 要因に対する重視の度合いに応じて評価されるか？
- 受託者責任には、気候変動への対応、社会的不平等など、より広範な社会的利益に関する責任がどの程度含まれるか？ 組織の現在の見解は受託者責任の現行の理解／解釈と整合しているか？
- その他

将来のビジョン（投資環境の移行）：

- 世界的な移行に対処する組織的な準備（例えば、低炭素社会への移行に関する広い専門知識）はできているか？
- どのようなマクロ・トレンドが影響する可能性があるか？
- どのような規制上の動きがありそうか、考えられるか？政治家が投資運用業界に ESG 要因をより考慮するよう要求すると予想するか？
- 保険数理士は移行のリスクを考慮するか？
- ポートフォリオは、物理的な気候や天候関連のイベントおよび／またはそれらの混乱から生じる賠償責任リスクについて最適な状態か？

- ポートフォリオは、低炭素経済への適応（政策、テクノロジー、投資家心理の変化）のために生じ得る移行リスクを織り込んでいるか？
- その他

ミッション

- 組織にミッション・ステートメントがあるか？組織が世界でどのような役割を果たすことを望むか？組織が何について知られるようになることを望むか？
- 組織の既存の投資はその現在のミッションとどのように整合するか？
- 組織のマネートは、ミッション・ステートメントを作成するにあたってどの程度の裁量を認めているか？
- 組織のミッションは組織を競合者から差別化するか？
- 単に財務上の利益をステークホルダーに提供する以上の受益者義務の度合いについて検討したか？
- 組織の主な目的が人々や地球に及ぼす影響はプラスか？
- 組織が提供することを望む付加価値／社会的価値は何か？
- インパクト投資のどの分野で、またどのように主導的な役割を演ずることを望むか？
- 組織の各種ステークホルダーは組織のミッションについてどのように考えているか？
- その他

ステップ 2：活動および役割

1. プロジェクト・スポンサーは、プロジェクト・リード・マネージャーや取締役会／理事会とプランニング・セッションをもちます。
2. プロジェクト・リード・マネージャーは、取締役会／理事会、最高責任者クラス、ステークホルダー（例えば、受益者／顧客）、外部の専門家／ソートリーダーに対して、（インタビューやフォーカスグループを通して）既存のビジョンやミッションに関する考えを調査します。
3. プロジェクト・チームは、ビジョンやミッションに関するピア・レビューを行います。
4. プロジェクト・スポンサーは、鍵となるステークホルダーとのビジョンやミッションに関するワークショップを開催することがあります。プロジェクト・チームは、現在のビジョン、ミッション、収集した情報に関して報告します。
5. プロジェクト・スポンサーは、取締役会／理事会と承認のための会議を開き、取締役会は、承認前にビジョンやミッションに関する最終的な情報、質問、考えについて発言する機会を与えられます。

ステップ 3：投資原則

組織は、その将来のビジョンとミッションを定めた後、それらにより具体的な投資原則（投資信念とも呼ばれます）によって補強しなければなりません。投資原則は、組織の投資戦略を選択するのに役立つ、資産配分のための情報を提供し、すべての投資判断を整合したものにする、明確で影響力が強い一連の声明文です。それらの原則は、組織内で周知徹底され、受け入れられる必要があります。

投資原則の特殊性や多寡はアセット・オーナーによって異なります。組織は、3～4つの高レベルの原則、あるいはそれより多い具体的な原則をもつことがあります。なお、投資原則は、その後で投資方針を文書にするにあたっての情報を提供します。⁴

例

- 「長期投資家に特有の機会がある」
- 「市場は効率的で、市場に勝つことは困難。したがって、低コストの運用業務に集中する」
- 「分散はリスクを低下させる。最小限のリスクで最大限のリターンを獲得するために、分散を効果的に活用する」
- 「財務上のトレードオフを必要としない ESG のプラスの影響をもたらす、最も魅力的な投資機会を模索する」
- 「流動性を維持することによって、市場が最も非効率である市場混乱の時期を活用する」
- 「持続可能開発目標を遵守することは、中長期的にリターンを強化する」

検討すべきテーマ

- 組織の指針となる投資アプローチはどのようなものか？ 市場は効率的、または非効率的と考えるか？市場の非効率性に対する組織のアプローチはどのようなものか？例えば、非効率性を活用しようとするか、無視するか？
- 分散の価値に関してどのように考えるか？ 特定の投資を除外することの影響に関してどのように考えるか？
- 投資に成功するにはタイミングが重要か？
- 組織の投資戦略にどのタイプのリスク（例えば流動性、ボラティリティ、規制、気候、テクノロジー）を（またどの程度）組み込むか？
- アクティブ投資はコストを上回るリターンをもたらすか？
- アクティブ・オーナーシップはコストを上回るリターンをもたらすか？
- 組織の負債に対するリスクアペタイトやボラティリティはどの程度か？
- ESG 要因は（リスクまたは機会を通して）投資リターンにとって重要と考えるか？

- ESG 要因を組織の投資意思決定に組み込むか？組織にはその能力があるか？
- 財務的な魅力にかかわらず投資をふるいにかけるか（例えばタバコ、原子力）、またはそう命じられているか？
- 組織の受益者／顧客の特性による特定の投資の優先順位（例えば特定の地域、特定のスクリーニング要件）があるか？
- クラス最高の手法を使用するか？
- 長期的な投資見通しの利点についてどのように考えるか？
- ポートフォリオにどのような標準（例えば国連グローバル・コンパクト）を遵守することを望むか？
- 組織の原則は資産ベース全体に適用できるか？特定の資産グループについて追加で原則を設定するか？
- テーマ（例えば低炭素投資）に沿って投資するか？
- 人々／地球への影響について考慮するか？それが投資判断にどのように影響するか？
- どのような理由で原則を変更するか？
- その他

ステップ 3：活動および役割

1. 投資委員会、CIO、プロジェクト・リード・マネージャーは、（ワークショップや議論を通して）取締役会が承認したビジョンやミッションに基づいて投資原則を策定またはレビューします。
2. プロジェクト・スポンサーは、次回取締役会において議論および承認のために原則草案を提示します。

⁴ 「投資方針：プロセスおよびプラクティス—アセット・オーナー向けガイド」を参照

進化する業界：投資戦略を将来も有効なものに

最初の3つのステップで述べた通り、投資業界には進化する多くの道筋があり、今後もおそらく進化していくでしょう。「ステップ4:戦略の策定および創造」に進む前に、組織がそれらの変化についてどれだけ準備できているかを評価することが役立つ場合があります。

これは、いくつかの質問に対する答えで判断することができます。質問は、組織のビジョン、ミッション、投資原則から自然と答えることができるものです。そうでない場合、潜在的な投資戦略の評価を開始するにあたって、それ以前のステップを再検討する必要があります。

1. 受託者責任はステークホルダーの単なる財務的な利益を超えて適用されるか？
2. 社会へのプラスのインパクトは投資の主な明示的目的の一部か？
3. ESG 要因を重要 (リスクおよび/または機会) と考えるか？
4. ESG 要因を投資分析に組み込むか？

現在、アセット・オーナーが ESG 要因を組み込むのは、基本的な運用実績や基準ベースのスクリーニングから、これまでの投資意思決定基準の範囲内でのオーナーシップ活動や ESG 要因の組み込みまでです。

5. 投資先企業に対して積極的にエンゲージメントを行うか？
これは投資が実行された後の企業へのエンゲージメント (例えば年次総会での議決権行使、会社戦略に影響を及ぼす経営陣との会議) に関係します。

各質問について一連の答え (例えば、組織が ESG 要因をその投資分析に組み込む程度) が考えられますが、「はい」か「いいえ」の形式で答えることで、それらの問題に関する組織の全体的プロファイルが明確になります。上記の質問すべてに「はい」と答えたアセット・オーナーは、その戦略は変化する投資環境に将来耐えることができる可能性が高いと考えることができます。一方、上記の質問すべてに「いいえ」と答えた場合、戦略が有効な期間は短く、事業環境の変化に応じて再評価される必要があるという警告と捉えることができます。

組織は、判明したプロファイルが、組織の合意したビジョンやミッション、投資原則と整合するかなど、その組織に適合するか否かについて評価する必要があります。組織のプロファイルがそのビジョンやミッション、投資原則と整合するものの、組織が異なるプロファイルを望む場合、それ以前のステップに戻って検討することが有益な場合があります。

21 世紀の受託者責任

受託者責任に関する投資家の理解は、進化を続けています。同問題に関する詳細な議論や、現在のプロジェクトについては、PRI の「21 世紀の受託者責任」ウェブサイトをご覧ください。

社会へのインパクト

このような移行は、20 世紀のリターンへの追加的リスクと同じ程度 21 世紀において重要

「受託者責任はステークホルダーの単なる財務的な利益を超えて適用されるか?」および/または「社会へのプラスのインパクトは投資の主な目的の明示的な一部か?」に「はい」と答えたアセット・オーナーの考え方は、(受託者責任の現行の解釈に基づいて、すべての重大な ESG 要因をすでに含む必要がある) リスク対リターンに関する従来の二次元的な見方を、自然環境や社会に投資が及ぼしうる社会へのインパクトを示す三次元的な見方に拡大する最近広まりつつある考えと一致しています。

このような移行は、20 世紀のリターンへの追加的リスクと同じ程度 21 世紀において重要です。そのため、投資戦略は次のレベルに進み、長期リターンや持続可能な金融システムを支えるマクロ経済環境を明確に形づくりします。

PRI の持続可能な金融システムに向けた取り組みについては、www.unpri.org/sfs をご覧ください。

図1：単なる財務上の利益以上のものを検討する投資家にとって、社会へのインパクトは隠れた優先順位を明らかにする

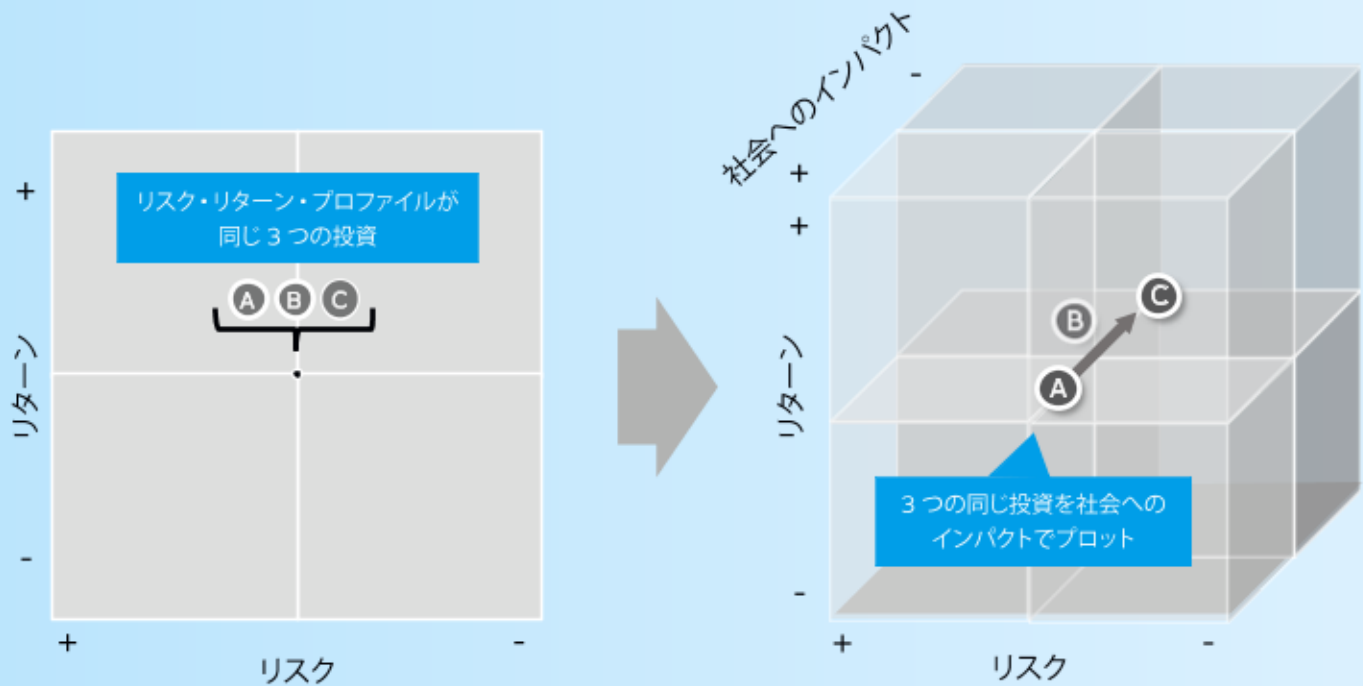
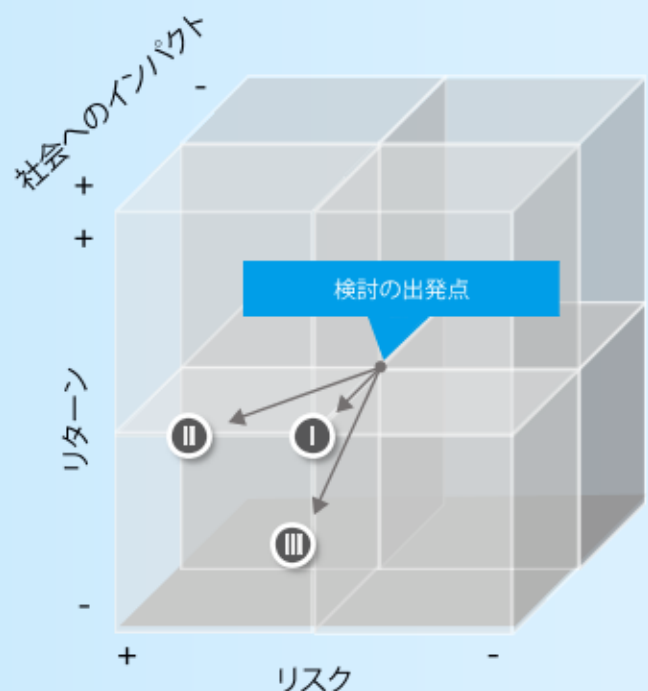


図1ですが、2D図(左)では、3つの投資はリスクまたはリターンが同じで、同じ位置にあるように見えます。しかし、3D図(右)では「社会へのインパクト」軸で異なります。受託者責任はステークホルダーの単なる財務上の利益を超えるものとする投資家にとっては、2D図で評価したときに明らかでなかった投資間の優先順位が見えてきます。

図2ですが、投資Iは予想される社会へのインパクトが同じ予想リスクおよびリターンでの当初の投資から改善したことを示し、一方で投資IIとIIIは、社会へのインパクトは改善したものの、それぞれ予想リスクが上昇、リターンが低下したことを示しています。図1と同様、社会へのインパクトを考慮する投資家はいずれも当初の投資よりも投資Iを選ぶでしょうが、当初の投資時点で投資IIまたはIIIを選ぶのは、社会へのプラスのインパクトを第一の目的とする投資家(例えば、厳格に規定された倫理レッドフラッグ・ルールを遵守する投資マニフェストや、(利益の追求と社会貢献を両立させる)ダブル・ボトム・ライン企業をターゲットにするテーマ別投資戦略だけでしょう。

各投資家は、投資戦略や投資判断において社会へのインパクトをどれだけ重視するかを決めます。

図2：社会へのインパクトを第一の目的と考える投資家は、リスクとリターンを犠牲にする可能性にもかかわらずそれを優先



ステップ 4：戦略の策定および選択

「ステップ 4：戦略の策定および選択」は、ステップ 3 で策定された投資原則に特殊性と実体を付加します。それは繰り返されることが多い 3 つのサブステップから成ります。

1 目標および基準設定

具体的な目標を設定し、それらが達成されたか否かを評価するための基準を定めます。

2 シナリオ作成

集中する分野（例えば、資産クラス、業界、地域）と投資手法（例えばソーシングの方法、アクティブ運用かパッシブ運用か）の選択肢を組み合わせることによって、潜在的な戦略を記述したシナリオを作成します。

3 選択

目標の基準に照らし合わせて戦略シナリオを評価、ランク付け、そして満足した場合、投資戦略を選択します。多くの場合、当初のシナリオがすべての基準を満たすことはありません。そのため、推奨される投資戦略が決まるまで、それ以前のステップを繰り返し、再検討します。

目標および基準を設定

目標は、原則に由来するものであり、原則（したがって、ミッション）を支えます。目標は、潜在的戦略シナリオを評価・ランク付けすることができる基準を設定するために必要な特殊性の水準を定めます。

目標は、財務上の条件（一定の資金調達比率または成長目標を達成することなど）や、場合によっては、当面の財務上の問題を超越する条件（例えば、広範な受益者に長期的な社会的・財務上の目標を満たす安心を提供することや、受益者の持続可能性を確保するために投資ポートフォリオを将来の低炭素社会に適応させるなど）を含みます。

基準は測定可能なもの（ESG 事項に関係するものを含みます）であることが好ましく、シナリオの違いを把握するために入手可能な十分な情報に基づく必要があります。基準が財務上のベンチマークを参照する場合、パフォーマンスを管理し、後のステージでステークホルダーに報告するために適切なベンチマークが必要です。

目標およびその基準は、投資の直接的な結果だけでなく、業務上の指標や組織の能力（例えば、優秀な専門家にとっての戦略の魅力）などの要素を含む場合があります。

検討すべきテーマ

- どのようなリスクおよびリターンを目標にするか？特定のベンチマークに対して絶対的か、相対的か？
- 競合企業をアウトパフォームすることを望むか？また、アウトパフォームの額は？
- 望ましい投資期間はどのようなものか？
- 実行するために必要なコストはどのようなものか（例えば、アクティブ運用は極端に高コストか）？
- 実行するための能力はどのようなものか（例えば、組織のスキル／能力と一致するか）？
- 一次的または二次的な目的として人々や地球へのプラスの影響があるか？
- どの主要分野で、また、どの ESG またはインパクト投資の分野で優秀でありたいか？
- 受益者／顧客のために財務リターン以外でどのような定量化可能な利益（例えば、地域開発、二酸化炭素の排出減少）を生み出すか？
- 投資を受益者／顧客の特定の见解に沿ったもの（例えば、タバコ投資を除外する医療年金）にすることを旨とするか？
- 特定のインパクト・テーマについてどの程度の水準の投資を実行することを望むか？
- インパクトが実現するまでの時間枠はどのようなものか？
- 重要なアクティブ・オーナーになることを望むか？
- ステークホルダーのどのようなニーズ（例えば、優秀な専門家にとって魅力的な組織であること）に対処することを旨とするか？
- シナリオは組織のミッション・ステートメントとどれだけ整合しているか？
- シナリオは将来のコンプライアンス事項とどれだけ整合しているか？
- その他

例	目標	基準
	目標資金調達比率	X
	ベンチマーク指数のアウトパフォーマンス	指数 Y を X% 上回る
	成長目標の達成	年間 X%
	自国／地域の経済発展を高める	X%
	若年層の支援	Y 歳以下の上位 X
	炭素・フットプリントの削減	X%

戦略シナリオを作成

評価対象となる投資戦略シナリオを作成するために、集中する分野と投資手法を組み合わせ、さらに関係する指標を選択します。

シナリオ作成の程度と複雑さは、集中する分野の選択肢が、資産クラス、セクター、地域、ファンド・タイプ、ファンド戦略、投資期間、投資の規模、他と比較したリスクの度合いなど、あらゆる種類の投資配分に及ぶことから理解できます。投資戦略についての組織によるこれまでの検討は、検討可能なシナリオの数を考えるにあたっての指針となります。

多くのシナリオは組織の投資原則のために直ちに不適当とされ、組織の目標に照らし合わせてさらにテストすることで他のシナリオも拒絶されます（例えば、炭素集約型投資を回避するという目標は、石油・ガス・セクターに多くの資産を配分する選択肢を不適格とするでしょう。また、大きなボラティリティを回避するという目標があると、多額のベンチャーキャピタル投資を行う選択肢は不適格となります）。

その後、残りのシナリオがランク付けされます。理想は、可能性がある各シナリオが、財務モデル、リスク・モデル、そしておそらく社会へのインパクト・モデルを含む評価を受けることです。それらのモデルの詳細さと複雑さは、別途重要な選択となります。

結果、承認することができる最終的な投資戦略ができあがります。

検討すべきテーマ

集中する分野

以下、検討すべき選択肢の範囲を記載しました。なお、基準のために、検討される選択肢が制限され、一部の選択肢が即座に不適当となることがあります。

- 検討すべき投資機会の範囲は？望ましい選択肢は？
 - 資産クラス（例えば、債券、株式、ETF、通貨、不動産などのオルタナティブ投資、インフラ、コモディティ、プライベート債券／融資）
 - セクター（例えば、消費財、金融サービス、ヘルスケア、エネルギー、公益事業、素材、資本財・サービス、テクノロジー、電気通信）、およびサブセクター。どれをオーバーウェイトにし、どれをブラックリストに記載するか？
 - 地域（地域、国）
 - プライベート・エクイティおよびベンチャーキャピタル・ファンド（例えば、グロース、アーリーステージ、不動産、メザニン、LBO、ディストレスト）
 - ヘッジファンドおよびファンド戦略（例えば、クオンツ、アービトラージ、イベント・ドリブン、グローバル・マクロ、ディレクショナル）

- 投資のタイプ（例えば、ファンド・オブ・ファンズ、マルチ・アセット・ファンド、ターゲット・ファンド、個別株式、個別債券募集、共同投資、戦略的、直接オーナーシップ）
- 投資期間（5年未満、5~10年、10~20年、20年超）
- 個々の投資の規模（100万ドル単位、ポートフォリオの％）
- 所有権持分（1%未満、1~5%、5~20%、20~50%、50~100%）
- どの選択肢がターゲットの達成に最も貢献するか？
- 各投資機会について適切な属性／特徴（リターン、リスクのタイプなど）はどのようなものか？
- 検討される各種投資機会のポートフォリオの中で、好ましい選択肢はどれか？それは何故か？
- どの選択肢が目標の達成に最も貢献するか？ポートフォリオの特徴（例えば、リスク分散）はどのように評価されるか？
- 経済的観点およびインパクトの観点から、何が最も多額の資金を必要とするか？
- 選択肢の範囲を拡大するために検討される新たなピークル（ESG関連の例：グリーンボンド、インパクト・テーマの成功に連動する株式）はあるか？
- その他

各シナリオは、複数の資産配分の組み合わせを含みます。求められる精度の水準は異なりますが、シナリオを評価し比較するのに十分な水準が必要です。

投資手法

適切な運用業務モデルが極めて重要であり、「ステップ1：状況の把握」でレビューした）組織の内部能力がここでの判断の指針となります。

- 資産運用をどの程度外部委託するか、内部で行うか？現在および将来は？
- （投資を選択するにあたって）アクティブ運用か、パッシブ運用か？
- アクティブ・オーナーシップか、パッシブ・オーナーシップか（すなわち、投資先企業に対するエンゲージメントを行うか）？どの程度のエンゲージメントか？
- リターンを最大化するためにどのようなパートナーシップが生み出される可能性があるか？
- 規模およびコストに対する組織のアプローチはどのようなものか？
- 透明性や報告の目的は何か？
- どれだけインベションに対して資金提供することを望むか？組織の資本はどれくらい忍耐強くいられるか？

- 投資のプラスのインパクトを最大化するために、どのようなパートナーシップ（例えば、アセット・オーナー／投資家、公開／非公開グループ）が生み出される可能性があるか？
- どのようなタイプのエンゲージメントが組織に最も適しているか？財務上のリターンを改善、またはプラスのインパクトを改善するために、どのような状況でエンゲージメントが行われるか？
- 将来のアセット・オーナー専門家は財務分析と ESG 分析を統合するか？それともそれらは別個のスキルか？
- その他

投資手法の例：運用選択肢の比較：内部対外部委託およびアクティブ対パッシブ運用

	内部	外部委託
アクティブ運用	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期的には、アクティブ運用はパッシブ運用のリターンをアウトパフォームする。 ■ 同等のリターンを獲得するのに、サードパーティよりも少ないコストで、必要な投資を運用する取引量、専門知識、能力を有する。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期的には、アクティブ運用はパッシブ運用のリターンをアウトパフォームする。 ■ 経験豊富なサードパーティは、より少ないコストで適切なパフォーマンスを提供する。
パッシブ運用	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期的には、パッシブ運用はアクティブ運用のリターンをアウトパフォームする。 ■ 同等のリターンを獲得するのに、サードパーティよりも少ないコストで、必要な投資を運用する取引量、専門知識、能力を有する。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期的には、パッシブ運用はアクティブ運用のリターンをアウトパフォームする。 ■ 経験豊富なサードパーティは、より少ないコストで適切なパフォーマンスを提供する。

投資戦略を選択

最後に、プロセスにおいて組織自身について学んだことすべてに照らし合わせてシナリオを評価します。これは、仮説が設定され、複数の分析が行われる集中的期間で、仮説について結果をテストするモデルによって分析されます。

提案されたシナリオが一つまたは複数の基準を満たしていないことがしばしば起こるため、それより前のステップに戻って評価する新たなシナリオを作成する、あるいは組織の目標または基準を調整することが必要になる場合があります。作成された各シナリオは、財務モデル、リスク・モデル、そしておそらく ESG インパクト・モデルで分析されます。組織は目標および基準に基づいて、モデルの適切な機能、詳細さ、複雑さを決める必要があります。

取締役会の関与

このプロセスは現在、導入モードや実行モードに移行しており、執行チームがその果たす役割を増やし、取締役会の積極的な参加は監督やガバナンスに限られるようになるでしょう。取締役会は、例えば特定の小委員会を介して重要な役割を維持することができます。

シナリオはランク付けされ、上位のシナリオは、市場の期待からの乖離、一般経済、内部要因（例えば、内部アクティブ・オーナーシップの能力）、ESG トレンド（例えば、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が提言する気候シナリオ分析）などをカバーするストレステストなど、より高度なテストを使用してさらに評価されます。

その結果が受け入れ不可能な場合、目標や基準に沿ったビジョン、ミッション、投資原則に適合する投資戦略が確立されるまで、さらにステップが繰り返されることがあります。

ステップ 4：活動および役割

1. プロジェクト・スポンサーは、投資委員会、CIO と 1 回または複数のワークショップを開催し、プロジェクト・リード・マネージャーは承認された投資原則に基づいて目標および基準を設定します。
2. プロジェクト・リード・マネージャーは、推奨する目標および基準を承認のために取締役会に提示します。
3. 承認後、ワーキンググループが、シナリオを作成・評価します。
4. プロジェクト・スポンサーおよびプロジェクト・リード・マネージャーは、推奨するシナリオを取締役会の議論のために提示します。
5. 次の取締役会で、取締役会は承認します（または、さらなる分析のためにワーキンググループに戻します）。

ステップ 5：実行（戦略を実行可能なものにする）

実行は戦略の構築の一部ではありませんが、戦略の失敗のほとんどは実行中に生じます。したがって、投資戦略プロセスにおいて、特に組織のキャパシティや能力について議論するにあたって実行面について考慮することが必要不可欠です。

通常、業績評価指標 (KPI)、インセンティブ、組織構成などの要素はきちんと管理されますが、現在のガバナンス、文化、関係者を納得させること、経営陣によるロール・モデリング、個人の行動の変革、取り組みの実行についての明確な責任、従業員の能力開発などの要素についてはほとんど注意が払われません。

投資戦略は完成後に、実行のための取り組み（例えば、投資方針、戦術的・運営上の資産配分、場合によっては新たな資産運用会社候補向けの修正された提案依頼書 (RfP) の作成や既存運用会社のマンドレートについての再交渉）に移ります。また、モニタリング計画も作成する必要があります。

実行フェーズの投資方針は、PRI ガイド「[投資方針：プロセスおよびプラクティス](#)」

実行フェーズに関する PRI のリソースについては、www.unpri.org/asset-owners をご覧ください。

クレジット

執筆者：

- Tomi Nummela、コンサルタント、マーサー
(元アソシエイト・ディレクター、投資プラクティス、PRI)
- Kris Douma、ディレクター、投資プラクティス&エンゲージメント、PRI
- Don Gerritsen、ベネルクス責任者、PRI
(元シニア・マネージャー、アセット・オーナー、PRI)

本ガイドに寄稿して下さったベイン・アンド・カンパニーの Michael Jongeneel 氏ならびに Zach Hogan 氏に心から感謝します。

編集：

Mark Kolmar

デザイン：

Alessandro Boaretto

The Principles for Responsible Investment (PRI)

The PRI works with its international network of signatories to put the six Principles for Responsible Investment into practice. Its goals are to understand the investment implications of environmental, social and governance (ESG) issues and to support signatories in integrating these issues into investment and ownership decisions. The PRI acts in the long-term interests of its signatories, of the financial markets and economies in which they operate and ultimately of the environment and society as a whole.

The six Principles for Responsible Investment are a voluntary and aspirational set of investment principles that offer a menu of possible actions for incorporating ESG issues into investment practice. The Principles were developed by investors, for investors. In implementing them, signatories contribute to developing a more sustainable global financial system.

More information: www.unpri.org



The PRI is an investor initiative in partnership with [UNEP Finance Initiative](#) and the [UN Global Compact](#).

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)

UNEP FI is a unique partnership between the United Nations Environment Programme (UNEP) and the global financial sector. UNEP FI works closely with over 200 financial institutions that are signatories to the UNEP FI Statement on Sustainable Development, and a range of partner organisations, to develop and promote linkages between sustainability and financial performance. Through peer-to-peer networks, research and training, UNEP FI carries out its mission to identify, promote, and realise the adoption of best environmental and sustainability practice at all levels of financial institution operations.

More information: www.unepfi.org



United Nations Global Compact

The United Nations Global Compact is a call to companies everywhere to align their operations and strategies with ten universally accepted principles in the areas of human rights, labour, environment and anti-corruption, and to take action in support of UN goals and issues embodied in the Sustainable Development Goals. The UN Global Compact is a leadership platform for the development, implementation and disclosure of responsible corporate practices. Launched in 2000, it is the largest corporate sustainability initiative in the world, with more than 8,800 companies and 4,000 non-business signatories based in over 160 countries, and more than 80 Local Networks.

More information: www.unglobalcompact.org

