

年金運用における ESG 投資のうちの S（社会）要素

（その 2）英国タスクフォースからの手引書

2024 年 12 月 3 日

福山圭一*

【要旨】

英国で 2024 年 3 月に社会要素に関するタスクフォースの手引書が公表された。手引書は、社会要素と年金制度との関わりについて総論的な記述、3 段階の実践レベル、国、セクター、企業レベルの分析に絞り込む評価のフレームワーク、そして、社会要素を管理するためのデータの留意点等について記載されている。また、運用会社等と実際に相対する際の実践的な内容の手引きや初心者用のクイックスタート・ガイドなど幾つかの文書も同時に公表された。

主な特色としては、運用管理の基本は社会要素も他の ESG 要素と変わるところはないこと、社会的インパクト投資を積極的に位置づけていること、システミック・リスクを大きく取り上げユニバーサル・オーナーシップの考え方が有効であるとしていること、マテリアリティに加えて顕著性という概念が示されていること、データについて年金側も運用会社と適切に対峙できるだけの基礎的な知識と理解が必要であること、実践的なガイドはベスト・プラクティスの 1 つの例として参考になることが挙げられる。

1 はじめに

英国においては、年金運用における社会要素について、2021 年 3 月に雇用年金省（Department for Work and Pensions、以下「DWP」）から「職域年金制度による社会的リスク及び機会の考慮」と題する公開の意見募集が開始され、そして、これに対して寄せられた意見に対し、2022 年 7 月に DWP から政府回答が公表された¹。政府回答の中では、タスクフォースを設置して更に検討する旨が記載されていた。

その後実際に設置された社会要素に関するタスクフォースは民間有識者によ

*年金シニアプラン総合研究機構上席研究員

¹本稿の「(その 1)」参照。

り構成されるものだが、関係官庁もメンバーとして参加するものであった。DWP が任命したメンバーは表 1 のとおりであり、座長は L. Nikulina 女史が務めた。関係官庁のメンバーは表 2 のとおりである。

表 1

Hilkka Komulainen	Aegon
Ben Howarth	Association of British Insurers
Stephen Barrie	Church of England Pensions Board
Luba Nikulina	IFM Investors
Maria Nazarova-Doyle	IFM Investors
Joe Dharampal-Homby	UKSIF
James Alexander	UKSIF
Doug McMurdo	Local Authority Pension Fund Forum
Sarah Wilson	Minerva Analytics
Joe Dabrowski	PLSA
Daniel Jarman	PPF
Caroline Escott	RailPen
Paul Lee	Redington
Rachel Haworth	ShareAction
Valeria Piani	The Phoenix Group

表 2

Department for Business and Trade (DBT)
Department for Culture, Media and Sport (DCMS)
Department for Work and Pensions (DWP)
Financial Conduct Authority (FCA)
Foreign, Commonwealth and Development Office (FCDO)
Financial Reporting Council (FRC)
Treasury (HMT)
The Pensions Regulator (TPR)

メンバー以外にも多くの有識者が議論に加わった。タスクフォースでの検討を経て、2024年3月に「年金制度の投資において社会要素を考慮する：社会要素に関するタスクフォースからのガイド」と題する手引書²が公表された。

また、手引書に併せて、次の文書も公表された。これらは手引書本体の付属文書と位置づけることができる。

- 効果的なスチュワードシップ、投資及び助言サービスのガイド³
- 年金の受任者⁴向けクイックスタート・ガイド⁵
- 年金関係者、業界、政府、規制当局への推奨事項⁶
- データソースのディレクトリ⁷
- 実際の例のケーススタディ⁸

年金運用にとって投資先となる企業の開示に関しては、近時社会面にも注目が集まっている。しかし、年金運用に関しては、政府が社会要素を取り上げて検討したのは、筆者が承知する限り、英国が世界で初めてである。手引書はその検討の最終報告である。

そこで、本稿ではタスクフォースの手引書を取り上げ、関係する事項を記載する。以下、2でタスクフォースの手引書の内容について要点を記載し、3で付属文書についてそれぞれ簡単に紹介し、4でまとめの記述を行う。そして、付属文書のうちの効果的なスチュワードシップ、投資及び助言サービスのガイドは、興味深いが実務的な性格のものであるので、その内容を巻末資料に掲げる。以下の記述において、◆以下は各文書にある記載の要約である。

なお、本稿中意見や評価にわたる部分は私見であり、所属機関の見解ではない。

² Taskforce on Social Factors (2024) "[Considering Social Factors in Pension Scheme Investments: Guide from the Taskforce on Social Factors](#)"

³ — "[Guide on effective stewardship, investment and advice services](#)"

⁴ 英国の職域年金は信託が原則であり、信託財産の所有者となってその管理運営に当たる者が受任者(trustee)である。受任者は運用の受託者責任を負う。

⁵ — "[Quick Start Guide for Pension Trustees](#)"

⁶ — "[Recommendations to improve the integration of social factors](#)"

⁷ — "[Directory of data sources](#)"

⁸ — "[Case studies](#)"

2 タスクフォースからの手引書

この章では2024年3月に公表されたタスクフォースの手引書を取り上げる。これは次の4つのセクションで構成されている。

- (1) 社会要素と年金基金
- (2) 年金ポートフォリオにおける社会要素への取組み
- (3) マテリアリティ評価のフレームワーク
- (4) 社会要素データ

手引書の冒頭では次のように記載されている。

◆手引書の目的は、年金の受任者に社会的リスクと投資の機会を特定し監視するためのツールを提供することである。受任者は、制度の投資に対する社会問題の財務的マテリアリティを考慮し、利用可能なデータソースとフレームワークを活用して、制度のさまざまな資産クラスと投資戦略に対するアプローチを開発する必要がある。

以下で各セクションの要点を紹介する。

2.1 社会要素と年金基金

本セクションでは、社会要素と年金制度との関わりについて総論的な記述が行われている。社会要素とは何かという概念説明から始まり、投資先企業との関わり、受任者の影響力や役割などについて記載されている。また、政治との関係について記載があることも特徴である。

2.1.1 社会要素とは何か

◆社会要素とは、労働者やサプライヤーから顧客やコミュニティに至るまで、人々に関連する投資に関する考慮事項である。これは、投資に対する社会要素のインパクトと、投資の社会的アウトカム及びインパクトの両方を見ることを意味する。社会要素には、サプライヤーへの支払い条件、抗菌薬耐性、武力紛争との関連、ワクチンの公平性、消費者や地域社会への健康へのインパクト、不平等に至るまで幅広いテーマが含まれる。

◆社会要素は企業レベルで現れる可能性もあれば、システムック・リスクを表す場合もある。例えば、不平等や地政学的なストレスによる社会不安は市場全体に影響を与える可能性があり、抗菌薬耐性の影響は世界規模に及ぶ可能性がある。これらのシステムック・リスクは、投資ポートフォリ

オの分散化によっては軽減できず、個々の企業に影響を与えることによっても容易ではない。

- ◆ビジネスは社会的影響を引き起こすと同時に、社会的影響を受けることもある。例えば、労働条件、報酬慣行、贈収賄、健康と安全、現代の奴隷制などである。社会要素は、業界や地理的な拠点に関係なく、すべての組織に影響を与える。

2.1.2 社会要素と企業との関係

- ◆企業（及びその投資家）は、社会的な悪影響を引き起こしたり、社会に与える悪影響を無視したりしながら、短期的な利益を得る可能性がある。しかし、長期的なコストがかかる可能性が高く、企業は社会関連の失敗に関与した場合、社会で操業するライセンスを失うリスクがある。年金基金も「社会的ライセンス」の懸念に対して脆弱である可能性があり、風評被害を引き起こす可能性がある。社会的な影響は、また、他のビジネスやセクターにも波及し、それによってシステミック・リスクが生じる。例えば、悪化した労使関係はストライキを引き起こす可能性があり、これによりさまざまな企業に広範な影響が及ぶ可能性がある。最後に、社会に害を及ぼす企業や社会の進歩に貢献しない企業に投資することにより、年金制度に風評被害が生じる可能性がある。

- ◆社会要素分析の範囲は、企業が直接又は直接的に管理する事項にあまりにも狭く限定されるべきではなく、バリューチェーンに沿って拡張されるべきである。社会要素に関する企業業績の分析は、企業内のリスク管理やステークホルダー管理の失敗を示す、不適切な管理の代理指標としても使用できる。

2.1.3 社会要素と年金の受任者

- ◆年金の受任者は通常、特定の企業に関係するのではなく、ポートフォリオ又は権限レベルで意思決定を行う（ただし、一部の企業は企業固有の制限リストやある程度のインハウス投資能力を持っている）。受任者の多くは、裁量的委託、プールされた資金又は第三者が管理するファンド・オブ・ファンズを通じて投資を行っている。従って、社会的リスクと機会を管理するために利用できる手段となるのは、受任者の管理アプローチと、

任命されたアドバイザーや資産運用会社の監督である。

- ◆受任者にとっては、資産運用会社や投資コンサルタントに影響を与える鍵となる機会もある。これらには、契約前及びレビュー中が含まれる。これにより、受任者は、社会要素を管理、投資、助言のアプローチに統合する運用会社とコンサルタントのアプローチに自信を持ち、必要と思われる場合には、変更をするためにこれらのレビューポイントを使用することができる。
- ◆年金制度の受任者は、受託者責任により、投資権限を適切な目的に使用する義務に沿って、社会要素を含む財務上のマテリアルな要素を投資の意思決定に組み込むことが求められている。彼らには投資の際に注意義務もある。社会要素が財務的にマテリアルな場合、受任者はそれらを考慮する必要がある。意思決定は、ESG 分析の改善によって支援され、それは財務パフォーマンスにますます重点が置かれている。
- ◆英国では、受任者に対し、加入者と受給者の最善の利益を考慮して制度資産を投資し、ポートフォリオ全体の安全性、品質、流動性、収益性を確保するために計算された方法で投資権限を行使することも法律で義務付けられている。受任者は、財務的にマテリアルな ESG 要素を意思決定に統合して投資期間中に可能な限り最高のリスク調整後のリターンを追求するための広範な投資権限を有している。

2.1.4 社会へのインパクト

- ◆投資家はさまざまな方法で社会へのマイナスの影響と結びつけられている可能性があるため、このつながりを理解することで、影響を緩和又は修復するために取るべき行動の種類とレベルを明確にすることもできる。すべての投資は、その他の社会的影響とともに、労働者、顧客、先住民、地域社会にプラス又はマイナスの現実世界の影響を及ぼす、すなわち、投資の意思決定だけでなく、現場の資産やプロジェクトの管理にもトレードオフが関係する。
- ◆財務的にマテリアルな社会要素を投資の意思決定と実行に組み込むことはすべての投資家に期待されているが、年金の受任者を含む一部の資産所有者も、この制度の投資を通じてポジティブな社会的成果を生み出すことを目指しており、これは社会的インパクト投資として知られている。社会

的インパクト投資は、金銭的利益とともにプラスの測定可能な社会的影響を生み出すことを目的として行われる。投資はあらゆる資産クラス又はセクターに行うことができ、投資家はさまざまな社会的成果をターゲットにし、定量化可能な指標で投資の直接的な影響を測定する。

2.1.5 システミック・リスクとユニバーサル・オーナーシップ

- ◆気候変動やネットゼロへの移行、不平等の拡大、健康と自然の破壊などのシステミック・リスクは、社会、経済、市場に重大な影響を及ぼし、投資価値に影響を与える。システミック・リスクの性質上、投資ポートフォリオを分散させてシステミック・リスクを回避したり軽減したりすることはできない。これらは、投資家がどこにどのように投資を選択しても、経済全体に影響を及ぼす。従って、資産所有者はこれらのシステミックなリスクに直接的に対処する必要がある、市場参加者がシステミックな問題に影響を与える可能性があるという認識がますます高まっている。
- ◆年金の受任者のような資産所有者は、受益者/顧客/政府に代わって数年/数十年の期間にわたって投資を行うが、これは、彼らが責任を負う年金債務が、移行によってもたらされる長期的なリスクにさらされることがより大きくなることを意味しており、従って、自分自身を守り、機会から利益を得るために適切に行動する必要がある。
- ◆世界の多くの年金基金はその規模と重要性が増大し、自らをユニバーサル・オーナーのように考え、行動し始めている。ユニバーサル・オーナーは、事実上世界経済の一部を代表する大規模で多様な投資ポートフォリオを持っている。ユニバーサル・オーナーは経済の一部を所有しているため、システミックな問題を適切に管理しないとすべてポートフォリオに現実化するため、その問題から「隠れる場所」はない。
- ◆世界の時価総額が約 100 兆ドルであるのに対し、年金制度の資産保有額が世界中で 60 兆ドルを超えているということは、年金制度が集合的に経済全体のシステミック・リスクに影響を与え、ポートフォリオに適用されるシステミック・リスクにも影響を与えるだけでなく、このことがポートフォリオ管理における彼らの役割の重要な一部になることを意味している。このように十分に分散されたポートフォリオの管理は、市場ベータの管理と密接に関連するようになる、即ち、「上げ潮がすべてのポートを持ち上

げる」と考えることができる。市場全体がうまくいけば、ユニバーサル・オーナーもうまくいく。パッシブ投資戦略の進歩により、小規模な年金基金もユニバーサル・オーナーに似ており、影響を受けるのは最大の制度だけでなく、すべての制度であると主張することができる。従って、年金基金はシステミックな課題に影響を与えるという直接的な経済的利益を有している。

2.1.6 政治との関係

- ◆ESG 要素(及びその他の投資考慮事項)は、政治環境と政治的決定によってある程度形作られる。これは、投資家が ESG 考慮に取り組む方法が、政治的インプリケーションを有する可能性があることを意味し、とりわけトレードオフが求められる目立った活動に関連する場合が該当する。これは、例えば、企業が雇用と成長を創出するため政治的支援がある新しいプロジェクトを実現しようとしている一方で、環境的又は社会的コストがかかり、投資リスクが伴うような場合に発生する。ネットゼロへの移行は別の例であり、新たな雇用の創出と並行して、他のコミュニティの労働者の雇用喪失につながる可能性もある。
- ◆ESG 問題に対処しないことによる投資への固有の影響を考慮すると、投資家は政治化のリスクを慎重に操縦する必要がある。社会問題への取り組みの一環として、投資家は、可能であれば、年金制度加入者を含む幅広いステークホルダーとエンゲージして、問題及びリスクに関するさまざまな視点を理解すべきである。そうすることで、投資家は社会要素に対して自分の立場に自信を持ち、投資先企業とともに社会要素に対処しようとすることができる。
- ◆投資家と投資先の企業は、より広範なサプライチェーンにおいて、実際の及び潜在的なマイナスの人権結果を管理する責任がある。企業は主に、マイナスの結果を（直接的又は間接的に）引き起こしたり、マイナスの結果に貢献したりする主体であり、是正を行う責任を負う。それでもなお、機関投資家は、投資先の企業がこれらのリスクを適切に管理し、損害が確実に防止されるようにするために、（エンゲージメントや広範なスチュワードシップ活動を通じて）その影響力を単独で、又は、他の利害関係者と共同で活用する必要がある。

2.1.7 社会要素のマテリアリティと顕著性 (salience)

- ◆社会要素を効果的に分析するには、受任者は顕著性とマテリアリティの両方を理解し、考慮する必要がある。マテリアルなリスクとは、投資先企業に具体的なマイナスの影響を与える可能性が高いリスクである。顕著なリスクは人々に対するリスクを出発点とする。マテリアルな影響と顕著な影響の違いは、財務上と非財務上の ESG 考慮事項の違いと同じではない。
- ◆顕著でマテリアルなリスクは相互に関連している可能性がある。例えば、顕著な人権問題の是正は企業の貸借対照表上の四捨五入の誤差にすらならないかもしれないが、そのような人権問題は企業の評判や従業員の定着に重要なインパクトを及ぼしたり、訴訟や規制のリスクを高めたりする可能性がある。他には、リスクは顕著に現れる可能性があるが、それをマテリアルなものにするためのメカニズムが（まだ）整備されていないため、必ずしもマテリアルであるとは限らない。例えば、電気通信会社はプライバシーの権利を顕著なリスクとして認識しているかもしれないが、現在のところ、ビジネス・モデルに影響を与えるプライバシー規制が制定されていないため、リスクはマテリアルではない。テクノロジー業界における人工知能についても同様である。受任者は、マテリアリティと顕著性の両方に注意を払うことを検討すべきであり、顕著性との相互依存性や相互作用、及び進化する規制を考慮すると、現在のマテリアリティだけに焦点を当てるべきではない。
- ◆投資家が最も顕著な社会問題を特定し優先順位を付ける方法は、問題の深刻さを考慮することである。深刻度は、次のパラメータを使用して評価できる。
 - 範囲 – 影響を受ける個人の数。
 - 規模 – 影響を受けるステークホルダーにとって悪影響がどの程度深刻であるか。
 - 救済可能性 – 影響を受けた人々を少なくとも以前の状況と同等の状況に回復する能力に対する制限。
 - この評価の中で、投資家はリスクが発生するかどうかの可能性も考慮できる。

2.2 年金ポートフォリオにおける社会要素への取組み

このセクションでは、年金制度における社会要素に取り組むためのフレームワークを提供するとして、①ベースライン・プラクティス、②グッド・プラクティス、③リーディング・プラクティスの3段階の実践レベルが記載されている。これらの関係については次のように記載されている。

◆制度は、提案されているすべての優れたグッド又はリーディング・プラクティスの基準を満たす必要はない。受任者は、その制度が上位カテゴリーの少なくとも2つの基準を満たしていれば、グッド又はリーディング・プラクティスを達成しているとみなすことができる。進歩と改善には何年もかかる場合がある。

2.2.1 ベースライン・プラクティス

◆受任者は、社会要素をカバーする高レベルの投資及びスチュワードシップ方針を作成すべきであり、これによって、システミック・リスクや人権尊重への取組みなど、制度にとって鍵となる特定のテーマを引き出す。

◆受任者は、投資コンサルタントに対し、資産配分やファンドの調査と選択に関する助言に社会要素がどのように組み込まれているか尋ねるべきである。

◆受任者は、運用会社の選定、任命、及びレビュー・ミーティングを含むモニタリングに社会要素関連の質問/要件を含めるべきである。

◆受任者は、ティーチインやトレーニングセッションなどを通じて、社会要素についての知識と理解を高めるべきである。

2.2.2 グッド・プラクティス

◆受任者はすべてのベースライン・プラクティスを満たす。

◆グッド・プラクティスを示す受任者は、資産クラス及び地域別の投資の種類を十分に考慮して（例えば、この報告書に示されているマテリアリティ評価フレームワークを使用して）、社会要素に対する制度の主要なリスクと機会のマテリアリティ評価を実行する。

◆マテリアリティ分析に続いて、受任者は最も関連性の高い社会要素に優先順位を付け、これらをスチュワードシップ方針の優先事項として強調し、議決権行使ガイドラインに組み込んで、希望表明(Expression of Wish)として運用会社と共有する（又は、独自の株主投票を実行する）。

- ◆受任者は、運用会社の任命と継続的な監督に社会的配慮を組み込み、即ち、投資戦略（リスクと機会を含む）と運用会社のスチュワードシップ・アプローチなどを検討して、継続的なモニタリングと制度のマテリアリティ分析及びリスク評価の結果について運用会社とエンゲージする。投資コンサルタント及び資産運用会社から受任者への社会要素の統合に関する継続的な報告には、以下が含まれる。
 - 投資ファンドの定量的指標
 - 社会的テーマへのエンゲージメントについての報告
 - 制度が優先事項として特定した主要な社会問題に関する投票レポート
- ◆受任者は、例えば職域年金スチュワードシップ協議会⁹の会員やアセットオーナーの多様性憲章¹⁰への署名などを通じて、理解を深め、業界の社会要素の管理を強化するために他の制度にもエンゲージする。
- ◆受任者は、社会要素に対処する際の優先事項を理解するよう制度の加入者とエンゲージし、必要に応じてそれらを考慮する。
- ◆このカテゴリーの受任者は、UNPRI Advance などの社会的取り組みに関する集团的エンゲージメント活動に参加することを検討する。
- ◆受任者は、自身の業務内の社会要素、つまり性別や民族の多様性、金融包摂、サプライチェーンへの重点などをカバーする方針を持つ。

2.2.3 リーディング・プラクティス

- ◆受任者はすべてのベースライン及びグッド・プラクティスを満たす。
- ◆受任者は社会要素に関する明確な議決方針を持っており、これは一般に公開され、取締役に責任を負わせる。この分野における市場をリードする慣行には、株主総会前又は投票結果に関して企業と直接コミュニケーションをとることも含まれる。
- ◆受任者は、多くの場合、公営住宅、教育などへの直接投資の形で、非譲歩的な（すなわち投資リターンを犠牲にしない）社会的インパクト投資戦略に割り当てることを検討する。
- ◆受任者（又はその執行代表者）は、設立投資家として社会問題関連の取

⁹ Occupational Pensions Stewardship Council (OPSC)。なお、[英国政府のウェブサイト](#)によると、OPSC は Asset Owners' Roundtable と統合される予定である。

¹⁰ [Asset Owner Diversity Charter](#)

り組みを主導したり、関連するワーキンググループに参加したりする場合がある。

- ◆受任者は、資産所有者の声が投資先企業に確実に届くよう、直接又は共同イニシアティブを通じて、トップポートフォリオ企業と社会要素に関するエンゲージメントを実施する。
- ◆受任者はまた、資産所有者のニーズを明確に説明することで、データプロバイダー、格付け会社、資産運用会社、投資コンサルタントを含む他の市場参加者に調整と改善を促すこともできる。
- ◆制度は FRC の英国スチュワードシップ・コードに署名し、投資とスチュワードシップにおける社会要素の進捗状況について定期的に外部報告を提供する。
- ◆受任者は、実証的な政策提唱に取り組み、規制当局や政府と協力して社会要素に関する慣行を改善する。

2.3 マテリアリティ評価のフレームワーク

本セクションは「年金制度のポートフォリオに対する社会要素リスクのエクスポージャーを評価するためのトップダウンなレビューを使ったアプローチの例を提供する」として、概ね次ページのように図示されている。

評価は国レベルのリスクから始まり、セクターを考慮し、さらにリスクを企業レベルの分析に絞り込む。「このフレームワークは、ポートフォリオ内で追加の注意が必要な領域や、受任者が資産運用会社のモニタリングや資産運用会社とのミーティングに集中できる領域を特定するのに役立つ」とされている。

企業評価では、労働力、サプライチェーンの労働者、影響を受けるコミュニティ、消費者又はエンドユーザーという 4 つの主要な領域を使用して社会要素を評価するとされている。

評価のフレームワーク

STEP 1: 国別評価			
国レベルのデータソース: ILO による現代奴隷制の世界的推計; 米国労働省 ILAB 世界中 米国労働省 (dol.gov); など			
STEP 2: セクター評価			
セクターレベルのデータソース: クラスター爆弾の生産者 - 爆発物への投資を止めよ; サステナビリティ会計基準審議会 (SASB) のマテリアリティ・マップ; など			
STEP 3: 企業評価			
カテゴリー 1: 労働力	カテゴリー 2: サプライチェーン労働者	カテゴリー 3: 影響を受けるコミュニティ	カテゴリー 4: 消費者とエンドユーザー
<ul style="list-style-type: none"> • 公正な賃金/生活賃金/賃金格差 • 従業員構成と多様性、公平性、包括性 • 団体交渉協定 • 死亡率/傷害データ • 従業員の関与 • 現代の奴隷制 	<ul style="list-style-type: none"> • 現代の奴隷制度 • 健康と安全 • 社会的保護 • 公正な賃金/生活賃金/賃金格差 • サプライチェーンマッピング 	<ul style="list-style-type: none"> • 贈収賄と汚職 • コラボレーションとコミュニティへの参加 • ポリシー • 水/土地関連の問題 • 生計への損害 • 人権活動家に対する暴力 	<ul style="list-style-type: none"> • データのプライバシー • 製品の品質と安全性 • 倫理的なマーケティング • 製品のアクセシビリティ • サイバーセキュリティ/IA ポリシー
情報源			
<ul style="list-style-type: none"> • WBA • タイムズ紙の女性雇用主トップ 50、など 	<ul style="list-style-type: none"> • WBA • 国際労働組合の報告書、など 	<ul style="list-style-type: none"> • WBA • NGO からの報告書、など 	<ul style="list-style-type: none"> • WBA • 医療ベンチマークへのアクセス、など
ESG データプロバイダー (国、セクター、企業の幅広い情報を提供)			
MSCI、ISS、サステナリティクス、S&P、RepRisk			
企業自身の報告、例えば 年次報告書と決算書、など			

2.4 社会要素データ

本セクションでは、受託者が投資において社会要素を管理するために使用できるデータについて記載されている。これについては次のように記載されている。

- ◆受任者が社会データを深く理解する必要はあまりないが、受託者が重要な社会リスクをどのように考慮するのが最善かについて資産運用会社、投資及び保険数理コンサルタントと適切に関わり、責任を負うことを確実にするためには、基礎的な理解が必須である。

2.4.1 モデリング、データ及び指標

- ◆多くのシステミックな社会的リスクは経済全体に及ぶ性質を持っているため、これらを定量化するのが難しく、投資家の分析モデルに自然に当てはめるのが困難を伴う可能性がある。現在、年金制度の投資戦略で最も普及しているアプローチは、資産と負債のモデリングに基づいており、そのプロセスは財務上のマテリアリティと意思決定によって期待される結果を決定するための、より「伝統的な」要因に焦点を当てている。システミックな問題、特に多くの社会要素は、ボラティリティや期待リターンなどの単純なモデル化には適していない。例えば、金利やインフレの変化によるポートフォリオへの影響を示すモデルはあるが、投資先企業の従業員への影響を示すものではない。
- ◆生活賃金などの社会要素の影響はやはり現実的である：社会における不平等の拡大とさらなる階層化に加え、従業員の幸福と満足度の低下は、消費者の購買意欲の低下により企業の収益性の低下を引き起こす可能性があり、その結果、経済成長が鈍化する可能性がある。しかし、これまでのところ、モデル化することは不可能である。しかし、これらの現実のリスクを数値化し始めることができないという事実は、単にその現実を無視すべきであるということの意味しない。年金制度の管理者は、資本の所有者であり、多くが英国企業の低賃金従業員である加入者や受給者に対し責任を負うが、財務的成果と貯蓄者の収益に最も重大な影響を与えると考えられる社会問題を考慮すべきである。
- ◆これらのモデル化された数値が存在しないことに代えて、シナリオ分析やストレステストなどのアプローチを適用したり、成長している研究分野

である社会的転換点¹¹に関する研究に取り組むこともできる。あるいは、システミック・リスクの定性的評価が、モデル化された期待リターンの差と同様に行動を正当化する強力な根拠となることを単純に受け入れる必要があるかもしれない。

- ◆しかし、投資の観点から社会要素の理解と評価をサポートできるデータソース、フレームワーク、ベンチマーク、ポータル、プラットフォーム及びイニシアティブが多数存在する。ほとんどの場合、データを有効に活用するには、通常は運用会社による分析が必要である。重要性と顕著性のマッピング演習を通じてどの問題が投資家にとって重要であるかを理解することは、個々のトピック分析の出発点となる。これは、経済的利益に対する社会要素の関連性とそれが人々に及ぼす影響を理解するためのフレームワークを提供することができる。

2.4.2 社会要素の指標

- ◆測定(measurement)は、問題や機会を特定し、変化を追跡する上で非常に重要だが、社会要素に特有の課題をもたらす。社会的インパクトの多くの領域には共通性がなく、定量化や比較が難しいため、さまざまな投資にわたる一貫した測定は困難である（例えば、炭素排出と気候への影響を理解するために使用される二酸化炭素当量（CO2E）のような単一の尺度がない）。現在のところ、17のSDGsは最も一般的に使用されているインパクトのパフォーマンス測定ツールであり、投資家は包括的な経済成長や男女平等の促進など、1つ以上の目標への影響に注目している。
- ◆社会問題に関連する一部の指標は、一貫して定期的の開示されていれば標準化され、投資ポートフォリオ全体で比較できる可能性がある。これらには次のものが含まれる。
 - フルタイム相当の従業員の役割の数 [合計]；生活賃金を支払われている人の割合[%]；従業員の離職率[平均値と中央値]；「0」時間契約を結んでいる労働者の割合[%]
 - 男女間賃金格差データ [平均値と中央値]
 - 民族間の賃金格差データ [平均値と中央値]
 - 事故発生率[平均値と中央値]

¹¹ Social tipping points

- 死亡率[平均値と中央値]
- サプライヤーの最大支払期間 [平均値と中央値]
- これらの条件を超える頻度 [平均値と中央値]

2.4.3 レーティングやスコア

◆多くのデータプロバイダーが存在する。ソースが公開されている無料データを提供するものもある一方、有料のものもある。各データ提供者が適用するレンズを理解することが重要である。無料であることが必ずしも優れているわけではなく、商用データセットが必ずしも包括的であるとは限らない。一部のプロバイダーは、ESG 問題の幅広い範囲又は単一の問題に関する企業のパフォーマンスのレーティングやスコアを提供することができる。これらのレーティングは、次のようなさまざまな要因によって異なるであろう。

- モデル内の特定のデータポイントに与えられる基礎となる重み付け
- さまざまなことを評価することを目的とするレーティングのフレームワーク（例：インパクトなのか、リスク/機会の管理なのか）
- 異なる属性セットを使用するプロバイダー
- 同じ属性を評価するのに異なるデータポイントを使用するプロバイダー

◆社会要素は環境及びガバナンス要因と組み合わされて単一の ESG スコアになることがしばしばあり、このスコアはファンドのレベルで集計されることがある。これらの集約レイヤーは、次の理由から課題を引き起こす可能性がある。

- a) ある分野での悪い業績は、別の分野での良い業績によって相殺される可能性がある（例、給与慣行に関する良いスコアが低い人権スコアを打ち消す可能性がある）、
- b) 重大な懸念が、ファンドのある分野のごく一部を構成する 1 つの企業にのみ適用される場合、全体的な評価は肯定的かもしれないが、その企業からの人々への影響や投資リスクは軽減又は緩和されない。

2.4.4 データ使用に当たっての留意事項

◆社会要素データは、他の投資意思決定データと同様、投資家にとって役立つためには高品質である必要がある。受任者は次のことを検討するか、

又は、資産運用会社に次のことを検討するよう投資コンサルタントに依頼する必要がある。

- データはどの程度正確か？
- データは独立して客観的に検証できるか？
- どのくらいの頻度で更新されるか？
- 何が欠けているのか、あるいは資産タイプ間でどのように異なるのか？
- どのようにレビューされるかー専門家によるのか、又は、若手スタッフによるのか？

3 付属文書

この章では、付属文書について、それぞれ簡単に紹介する。

3.1 効果的なステュワードシップ、投資及び助言サービスのガイド

このガイドは、受任者が資産運用会社やコンサルタントと実際に相対する際の実践的な手引きである。実際にどのような質問をすればよいか、また、どのような回答や報告が返ってくれば良好なものといえるか、といった点について具体的に示されている。

このように実務的な内容のものであり、日本の年金基金の役職員などの年金関係者にとっても参考になると思われるので、本稿の巻末資料として、全訳に近い形で紹介する¹²。

3.2 クイックスタート・ガイド

クイックスタート・ガイドは、受任者が手っ取り早く社会要素の考慮を始めるためのガイドである。社会要素を考慮することに関する総論的な説明に加え、2.2.1 節にあったベースライン・プラクティスの要点や、そのレベルでの助言会社や資産運用会社への質問事項の例などが記載されている。資産運用会社への質問事項には次のようなものが例示されている。

- 資産運用会社にとって、エンゲージすべき社会問題はどれが重要な優先事項か？ これらの問題は、受任者自身の財務的マテリアリティに関する優先

¹² 本ガイドの後半では現代の奴隷制について細かな実践例が記載されているが、これは省略する。

順位や評価とどう一致しているか？

- 投資を評価する際にどのような社会指標をモニターし、それらはどのように測定されるか？
- 企業の財務評価を促進する上で、社会問題はどのような役割を果たしているか？
- 資産運用会社は公共政策やベスト・プラクティスに関する議論や社会要素に関する議論にどの程度エンゲージしているか？

3.3 年金関係者等への推奨事項

年金制度の投資において社会要素のインテグレーションを改善するためとして、受任者、規制当局、政府、資産運用会社、データ提供者及び議決権行使会社、投資コンサルタント、法律顧問、市民社会及び NGO 並びにビジネス界及び事業主に対し、それぞれ数項目ずつの推奨事項が提言されている。そのうち受任者に対しては次のような事項が推奨されている。

- 助言を受ける投資コンサルタントが社会要素（及びより広範な ESG 要素）へアプローチする仕方についてよく理解し、受任者はコンサルタントに対しそれらの要素に関する目標を設定すること。
- 資産運用会社の選任に際しては、運用会社が社会要素を考慮し、投資方針及びスチュワードシップにそれらが組み込まれることを確かなものとする。
- 委託する資産運用会社が強力なエンゲージメントのトラック・レコードと適切な除外方針を持ち、ビジネスとして責任ある行動を示すようにすること。また、資産運用会社の投票方針が受任者自身の方針と投資信念に合致するようにすること。受任者は社会要素に関し、運用会社に対する期待を、望ましいアウトカムに焦点を当てつつ、明確にすべきである。
- 自身の社会的配慮についても実践し、公正な賃金の支払い、包摂及び多様性、ステークホルダーとの協議、（現代の奴隷制との関連を含む）購買やサプライチェーンの調査などを考慮すること。
- 財務的アウトカムが望ましい社会的アウトカムに合致する場合には、社会的インパクト投資を検討すること。
- 人権や現代の奴隷制など社会要素の鍵となる分野の理解を深めること。

3.4 データソースのディレクトリ

関連情報源(contextual sources)、枠組み及び基準、発行者情報、現代奴隷制の情報源の4つの区分で、具体的な情報源を個別に列挙してその簡単な説明が行われている。枠組み及び基準としては、次のものが挙げられている。

- 国連責任投資原則(PRI)
- 世界報告イニシアティブ(GRI)
- 国連グローバル・コンパクト(UNGC)
- 国連持続的開発目標(SDRs)
- 国際労働機関(ILO)
- 国連指導原則
- OECD ガイドライン
- 不平等関連開示タスクフォース(TIFD)
- ISSB
- 社会要素の報告に関する英国及びEUの法制

3.5 ケーススタディ

2023年投票シーズンにおける社会課題へのエンゲージング、社会的基礎に基づくたばこの排除など10のケースについて、目的、行動、アウトカムの3タイトルで要点が示されている。

4 まとめ

以上、英国の年金運用における社会要素に関する手引書の内容について見てきた。規則など強制力を伴うものではないので、英国の職域年金において実際にどこまでこの内容に沿った取組みが行われることになるのかは分からない。3段階の実践レベル(2.2)が示されているように、各年金の間でも取組みのレベルは相当に異なるであろう。

ただ、手引書に示された考え方は、ESGに関して先進的な英国の有識者や政府関係者の議論の結果取りまとめられたものである。日本ではESG投資やスチュワードシップ・コードなど結果的に英国の後追いとなった例が散見されるところであり、これも、何年か先の日本の状況を予見させるものかもしれない。その観点から、改めて手引書の主な特色を記載して、まとめとしたい。

4.1 年金運用における ESG と社会要素

社会要素について、「労働者やサプライヤーから顧客やコミュニティに至るまで、人々に関連する投資に関する考慮事項である」とした上で、「サプライヤーへの支払い条件、抗菌薬耐性、武力紛争との関連、ワクチンの公平性、消費者や地域社会への健康へのインパクト、不平等に至るまで幅広いテーマが含まれる」(2.1.1) と具体例が列挙されている。ワクチンの公平性など健康関連の事項が目立つのは、ちょうどコロナ禍の最中に検討が進んだことを反映しているのかもしれない。いずれにせよ、これを見ても社会要素は環境やガバナンスとは異なる独自の問題領域を有するものであることは明らかである。

ただし、英国の年金運用における受任者の義務として「受任者は、投資権限を適切な目的に使用する義務に沿って、社会要素を含む財務上のマテリアルな要素を投資の意思決定に組み込むことが求められている。彼らには投資の際に注意義務もある。社会要素が財務的にマテリアルな場合、受任者はそれらを考慮する必要がある」と説明されている (2.1.3)。

「社会要素を含む財務上のマテリアルな要素」とあることから、この年金運用における受任者の義務は社会要素に限らない ESG 一般に共通するものであると考えられる。本手引書は社会要素に関するものであるが、運用管理の基本は社会要素も他の ESG 要素と変わるところはないといえよう。

4.2 ダブル・マテリアリティと社会的インパクト投資

社会要素について、「投資に対する社会要素のインパクトと、投資の社会的アウトカム及びインパクトの両方を見ることを意味する」(2.1.1) とあることから、本手引書はダブル・マテリアリティの考え方に立っていることが見て取れる。ダブル・マテリアリティは、企業活動が環境や社会から受ける影響だけでなく、企業活動が環境や社会に及ぼす影響も考慮するという考え方であり、EU の開示に関する規制において採られている。英国は EU を離脱したとはいえ、この考え方に関しては EU とほぼ軌を一にしている。ただし、開示ではなく年金運用に関してこの考え方を取り入れたことが特色である。

年金運用において投資の社会的アウトカム及びインパクトを見るということは、社会的インパクト投資を検討することに他ならない。「年金の受任者を含む一部の資産所有者も、投資を通じてポジティブな社会的成果を生み出すことを目指しており、これは社会的インパクト投資として知られている」と、年金運用でもインパクト投資が行われることを記載している (2.1.4)。

3 段階の実戦レベルの最上位であるリーディング・プラクティスの基準の 1 つとして「受任者は、多くの場合、公営住宅、教育などへの直接投資の形で、非譲歩的な（すなわち投資リターンを犠牲にしない）社会的インパクト投資戦略に割り当てることを検討する」を挙げ（2.2.3）、社会的インパクト投資が先進的な取組みの 1 つであることを示している。また、年金の受任者に対する推奨事項としても「財務的アウトカムが望ましい社会的アウトカムに合致する場合には、社会的インパクト投資を検討すること」を挙げている（3.3）。

以上のように、本手引書では社会的インパクト投資を年金の運用として積極的に位置づけている。

4.3 システミック・リスク

「社会的な影響は、また、他のビジネスやセクターにも波及し、それによってシステミック・リスクが生じる」（2.1.2）と指摘している。これについて、「気候変動やネットゼロへの移行、不平等の拡大、健康と自然の破壊などのシステミック・リスクは、社会、経済、市場に重大な影響を及ぼし、投資価値に影響を与える」（2.1.5）と、社会要素だけに関わるものではないことが示されているが、いずれにせよ、このシステミック・リスクを大きく取り上げていることが本手引書の特色の 1 つである。

そして、これに対処する考え方として示されているのがユニバーサル・オーナーシップである。「年金制度が集合的に経済全体のシステミック・リスクに影響を与え、ポートフォリオに適用されるシステミック・リスクにも影響を与えるだけでなく、このことがポートフォリオ管理における彼らの役割の重要な一部になることを意味している」（2.1.5）。この記述は、年金はその巨大な資金量によって（企業単体ではなく）企業行動全体に影響を与えることで、システミック・リスクに対処することができる潜在力を有することを示唆するものである。

なお、「パッシブ投資戦略の進歩により、小規模な年金基金もユニバーサル・オーナーに似ており、影響を受けるのは最大の制度だけでなく、すべての制度であると主張することができる」（2.1.5）とも指摘している。

4.4 マテリアリティと顕著性の区分

「社会要素を効果的に分析するには、受任者は顕著性とマテリアリティの両方を理解し、考慮する必要がある」（2.1.7）と、マテリアリティに加えて顕著

性という概念が示されていることも、本手引書の特色といえよう。

「顕著でマテリアルなリスクは相互に関連している可能性がある」(2.1.7)として人権問題が例に挙げられている。他方で、顕著だがマテリアルでない例としては、電気通信会社のプライバシーの権利が挙げられており、プライバシー規制がまだ制定されていないことが、リスクがマテリアルでない理由として説明されている。他に AI も例示されている。

技術進歩や社会経済状況の変化等に伴って、社会通念が変化し、それに伴って新たな規制も導入される。従来マテリアルと考えられなかった事象がマテリアルなものとなることは十分にあり得ることである。「現在のマテリアリティだけに焦点を当てるべきではない」(2.1.7)という指摘は重要と思われる。

4.5 データ

データに関しては、「受任者が社会データを深く理解する必要はあまりないが、受託者が重要な社会リスクをどのように考慮するのが最善かについて資産運用会社、投資及び保険数理コンサルタントと適切に関わり、責任を負うことを確実にするためには、基礎的な理解が必須である」(2.4)という指摘は、データに関し、年金側の基本的な立ち位置を示すものといえよう。

本報告書ではデータやそのモデリングについて様々な角度からその限界や問題点を指摘している。ただし、「現実のリスクを数値化し始めることができないという事実は、単にその現実を無視すべきであるということの意味しない。年金制度の管理者は、資本の所有者であり、多くが英国企業の低賃金従業員である加入者や受給者に対し責任を負うが、財務的成果と貯蓄者の収益に最も重大な影響を与えると考えられる社会問題を考慮すべきである」と、制約がある中でも、積極的に対応すべきことを記載している。

「投資の観点から社会要素の理解と評価をサポートできるデータソース、フレームワーク、ベンチマーク、ポータル、プラットフォーム及びイニシアティブが多数存在する」と、社会要素の分析のための素材や情報源は多くあることを示唆している。そして、「ほとんどの場合、データを有効に活用するには、通常は運用会社による分析が必要である」と記載し、運用会社と適切に対峙できるだけの基礎的な知識と理解が必要であることを示唆している(以上 2.4.1)。

また、「社会要素データは、他の投資意思決定データと同様、投資家にとって役立つためには高品質である必要がある」(2.4.4)として、データ使用に当たっての留意事項を示している。

4.6 スチュワードシップ等の実践的なガイド

次ページ以下の巻末資料にあるとおり、このガイドには、運用管理の実際上の場面を想定した具体的な質問例が事細かく列挙されている。また、質問例だけでなく、先ず、受任者が運用会社等と対峙する際の全般的な留意事項が示されるとともに、テーマごとに、受任者として運用会社等に対し期待すべき事項などが説明されている。

個々の質問例に関するコメントはしないが、社会要素だけに限らず、英国では受任者に対し、資産運用会社やコンサルタントに対してどのようなレベルでの対処が求められるかについて端的に記載されているといえよう。

英国の職域年金は日本の年金基金とは制度の建付けが異なるとはいえ、「受任者」を「基金の役職員」と読み替えれば、記載されている内容はほぼ日本の年金の実務にもあてはまるものと思われる。日本の年金基金の運用管理にとっても、ベスト・プラクティスの1つの例として参考になるであろう。

このように興味深いものであるので、本稿の本文はここで終了するが、引き続き巻末資料にも目を通していただければ幸いである。

【巻末資料】

効果的なスチュワードシップ、投資及び助言サービスのガイド

1 資産運用会社及びサービス提供者のデータ使用についての受任者による監視

◆受任者は、社会要素についてのデータをどのように使用し、理解しているかを資産運用会社やコンサルタントに対し質問することで、それらの社の財務的にマテリアルな社会課題を管理するアプローチを深く探ることができる。特に、次を理解する助けになる：

- 運用会社が財務的にマテリアルな社会課題に対してどのように前向きで、どのレベルまで資源を振り向けているか、即ち、単に利用可能な情報ソースを受動的に受け止めているだけなのか、それとも、他の情報源の発見にベストを尽くすか情報開示をより幅広いものとするよう現状を改善しようとしているのか。
- 資産運用会社が優先的にデータ収集に焦点を当てる個別課題や国、即ち、会社の優先順位は、何を優先すべきで最もマテリアルかについての受任者自身の分析に合致しているか？結局のところそれらは受任者自身の投資目的に沿っているか？

◆投資コンサルタントが資産運用会社の社会課題へのアプローチ（及びデータの使用）をその評価や勧奨においてどう考慮しているかについての質問を通じて、受任者が、コンサルタントがどの程度本当に（単に ESG のうちの S だけでなく）責任投資とスチュワードシップをより幅広く理解しているかを理解する助けになる。これは翻って、コンサルタント会社がどの程度、重要な規制及び投資の進展に本当について行っているかどうか、そして、スキルを向上させているかどうかのインジケータになり得る。

◆受任者は、特定の課題に関するデータに関して運用会社からの回答が不満足であった場合、あるいは、コンサルタント会社から十分詳細な回答が得られなかった場合には、それらにチャレンジすることを恐れてはならない。必要な場合、フォローアップの質問をすることで、受任者は運用会社やコンサルタントについて、そのプロセスが制度の要件に確かに合致するようより深い洞察を得ることができる。

◆質問に対する良い回答とは次のようなものである。

- 詳細事項の完全な把握—特にフォローアップ質問への回答。ミーティ

ングで答えられなかった場合、質問された際になぜ情報を知らなかったのか、この知識ギャップを修正するためにどのような対応をしたのかの弁明を含むミーティング後の迅速なレスポンス。

- 受任者の社会課題についての優先順位に関する明確な理解。
- サービス提供者が社会課題に前向きであるというエビデンス—これは資産運用会社とコンサルタントが同時に行うものであり、特定の社会課題に関するデータの質が改善を要する場合に政策議論に加わるか、あるいは、他のデータ源からの確証を求めるなど。
- データ又は自身の理解にギャップがある場合などにおける正直さ。問題の調査とこれまでの利用可能なデータセットからどのような教訓を学んだか、そして状況を改善するためにどのくらいの期間を期待しているか。

2 受任者によるスチュワードシップの監視：良い報告はどのようなものか

◆運用会社は、エンゲージメントと投票の両方において、スチュワードシップの質を顧客に示そうとする。以下のコメントは、受任者が運用会社から受け取る情報開示の質と十分性を考慮するのに役立つであろう。

- タイムリー

スチュワードシップ報告は適度に頻繁で、合理的な期間内に提供され、受任者が設定した締切りに確かに間に合うべきである。

- テーラーメイド

受任者は、スチュワードシップ報告が、そのポートフォリオ及び重要であると指定したテーマ向けに仕立てられた特定のものであるよう期待すべきである。この意味は、ケーススタディが、制度の社会的優先順位に適合し、少なくとも保有銘柄トップ 10 のうち 1 又は 2 についてのものであるべきことである。同様に、運用会社によって重要であるとされた投票行動は制度のスチュワードシップ・テーマに適合し、意味があり管理できる数であるべきである。どのような重要な投票決定についての合理性の説明付けも、標準的でなく特定のものであり、エンゲージメント及び投票行動と明確なリンクを示すべきである。

- 強固で首尾一貫したプロセス

受任者は、スチュワードシップ報告が強固で首尾一貫した適用プロセスを示すことを期待すべきである。これは次を含意する：企業か問題のどちらを優先するか；テラーメイドのエンゲージメントのアプローチ（全ての適切なスチュワードシップ・ツールを使って）；それまでのアウトカム；学んだ教訓及び次のステップ（特に、適切かつ継続的に、投票制裁を含むエスカレーションを検討する）。重要な投票決定はより幅広いエンゲージメント文脈で設定されるべきであり、重要な場合には、他の投票関連行為（総会での質問、事前宣言又は決議案上程など）が積極的に考慮されるべきである。運用会社は、重要な投票において取り上げた課題のエスカレーションを考慮したことを証拠立てるべきである。適切な場合には、運用会社は、エンゲージメントのアウトカムを投資の意思決定と結びつけるプロセスを示すべきである。

- 十分な人材配置

受任者は、運用会社がそのスチュワードシップ報告を通じて、スチュワードシップ活動が効果的に行われるよう十分かつ適切な人材配置を展開することを示すよう期待すべきである。受任者は、スチュワードシップの専門人材が投資チームとどのように配され働くか、そして、投資資産との相互作用やスチュワードシップの意思決定において誰がリーダーシップを取るのかの情報を、明確に受取るよう期待すべきである。運用会社は、当該人材がどのように分けられるのか（課題、課題のカテゴリー、地域、セクター又はその他によるか）ははっきりと説明し、その選択したアプローチについて正当化できる理由を提供できるべきである。人材配置は、スチュワードシップ活動の質と進行をトラックし、モニターでき、スチュワードシップ報告を顧客のポートフォリオとテーマに応じて仕立てられたものとするように自動化する IT システムにまで及ぶ可能性がある。

- 正直かつ公正

受任者は、スチュワードシップ報告が、正直で、公正で、バランスが取れ、そして、理解できるものであるよう期待すべきである。とりわけ、運用会社は、アウトカムを提供することについて過剰に信

用させるべきではなく、他の投資家のあるべき努力を認識すべきである。単に集团的ピークルや共同エンゲージメントのメンバーであるというだけでは、運用会社はアウトカムについて信用させることができることを意味せず、運用会社は、共同活動のレベルについて継続して明確であるべきであり、そして、もし共同エンゲージメントのアウトカムを開示するなら、積極的かつ主導的な参加者であることを示すべきである。

- フィードバックに対する対応

受任者は、運用会社が、そのスチュワードシップ報告の形式又は質に関する顧客のフィードバックを歓迎し、対応するよう期待すべきである。

3 提案要請（RFP¹³）段階での運用会社に対する質問例

以下の質問例は、運用会社を委託先として採用するかどうか検討するために、候補となる運用会社に投げかけることを想定したものである。

3.1 総論

◆受任者が求めるのは、社会要素についての運用会社のアプローチと受任者自身の考え方との整合である。運用会社は、社会要素についての明確な考え、社会要素に関する受任者の信念が何かについての理解、及び、受任者自身の立場を反映した社会要素についての見方（あるいは、少なくとも、異なる顧客の見方に対応する柔軟性）を示すことができるべきである。

1. 貴社にとって、エンゲージメントのためにどの社会課題が鍵となる優先事項か？このような課題が、受任者自身の優先事項と財務的にマテリアルなものは何かという評価にどのように適合していると貴社は評価するか？
2. 貴社はどの程度社会要素に関する公共政策及びベスト・プラクティスの議論に関わっているか？貴社は、社会課題に対し積極的などのような産業グループのメンバーか？これらグループにおける貴社の参加のレベルを述べられたい。

¹³ Request For Proposal

3.2 指標及びシステム

◆受任者が以下の質問で求めているのは、運用会社が社会要素についてどんなシステムとプロセスを備え、そのシステムとプロセスがどのように強固で一貫して適用されているかについての理解である。先進的な運用会社は、広範な社会要素にわたり、とりわけ、受任者が鍵となるテーマであると特定した事項について、投資をモニターするシステムとプロセスを備えている。そのような会社は、投資の意思決定への社会要素の統合を助け、スチュワードシップ活動を追跡するシステムを有する。また、その社会要素についての理解を、投資チームとアナリストのチーム及び資産クラスを横断して、整合的に適用するよう適宜作業していることを示すことができる。

1. 投資を評価するに際し、どのような社会指標を、貴社はモニターし、又は、ポートフォリオ・マネジャーは恒常的に考慮しているか、また、それらはどのように計測されるか？
2. 貴社はどのようなデータセットを使用し、その理由は何か？貴社が意思決定に際して使用する社会課題データの質をどのように確信しているか？データの正確性をどのようにテストしているか？
3. データセットからどのような情報が欠けることが多いか、そして、その情報をどのように補うか？
4. どのような点でデータに不満足か？それを改善するためにどのような手段を踏んでいるか？
5. 貴社ではどのようなシステムでもって社会要素のデータを捉え、投資の意思決定に有効に統合されるようポートフォリオ・マネジャーに利用可能にしているか？貴社はどのようにデータを使ってポートフォリオにおけるアウト・ライヤーを特定し、投資の意思決定の質をテストしているか？貴社ではどのように社会データにおける重要な変化がポートフォリオ・マネジャーに確実に合図され、投資の意思決定に反映されるか？
6. 貴社ではどのようなシステムでもって社会課題についてのスチュワードシップ活動を捉えてトラックしているか？貴社ではどのようにプロGRESSが確実に考慮され、評価され、そして、必要な場合、エスカレーションが取られるようにしているか？このシステムでもって、成功及び不成功のエンゲージメントの特質について、何が明らかになったか？

7. 貴社ではアナリストのチーム間で社会要素の分析の質の一貫性を確保するためにどのようにしているか？ 貴社における、企業又はセクターの社会要素のリスクと機会について、異なる資産クラスの投資チームの間で共有された理解はどのようなものか？複数の投資チームが同一の企業又は資産への投資エクスポージャーを有する場合、スチュワードシップ活動の一貫性を確保するために貴社はどのようにアプローチしているか？

3.3 効果的なインテグレーション

◆受任者が以下の質問で求めているのは、社会要素が適切かつ効果的に投資の意思決定に統合され、どのように実行されるかについての理解である。先進的な運用会社は、質問にある意思決定に至る理由について、例示と高レベルの説明（もし受任者が望むなら、更に詳細な記述）を提供することができる。

1. 企業の財務評価に当たって社会課題はどのような役割を果たしているか？
2. 過去 12 か月において貴社の社会要素の分析によって重要な影響を受けた売買事例を示されたい。
3. 貴社の社会要素への理解によってポートフォリオの特定の投資が維持され良かったと考える事例を示されたい。
4. 社会要素に関するスチュワードシップ活動について過去2年におけるポートフォリオ上及びアウトカムに関連する事例を示されたい。貴社はエンゲージメント目標のプログレスを示すことができるか？どのように現在のプログレスを評価しているか？
5. ポートフォリオにおける社会的なリスク要素への最大のエクスポージャーを特定されたい。そのようなリスクにもかかわらず、投資を維持することを確信する理由を説明されたい。

3.4 人権デューデリジェンス

◆受任者が以下の質問で求めているのは、運用会社がどのように、人権デューデリジェンスのベスト・プラクティスを自社のビジネスとプロセスに適用しているかについての理解である。先進的な運用会社は、どのように

自身が潜在的な人権リスクにさらされているか強く考慮し、当該リスクを軽減するためにグッド・プラクティスを展開していることを示すことができる。

1. 貴社における人権デューデリジェンスのプロセスについて、次を含め、記載されたい。
 - a) プロセスの責任はどこに所在するか；
 - b) ポートフォリオに関連する人々に対するインパクトの情報を取得するプロセス（他のステークホルダーとのエンゲージメントを含む）；
 - c) プロセスが貴社の投資先企業、顧客及び自身の営業に対してどのように適用されるかの事例。
2. 貴社が深刻な人権違反（国連ビジネスと人権原則による）に遭遇し得る「直接的リンケージ」を理解するデューデリジェンスのプロセスを記載し、そのような「直接的リンケージ」の程度を確認されたい。
3. 顧客の人権記録を評価するために実行しているデューデリジェンスのプロセスを記載されたい、なお、これには顧客が制裁その他の投資制約を受けるリスクを含む。
4. 法の支配の懸念から投資を控えている国がもしあれば、それはどこか？ないなら、それはなぜか？法の支配について確信がないのに貴社が投資に十分な保護があると信じるのはなぜか？
5. 法の支配への考慮を投資の意思決定にどのように組み入れているか？貴社は、法の支配の観点から、操業する（又はサプライチェーンの一部となる）企業又は市場のどのような性格に対し最も大きな懸念を抱くか？

4 運用会社のモニタリングにおける質問例

以下の質問例は、実際に委託している運用会社に対し、定期ミーティングなどの場で投げかけることを想定したものである。

4.1 指標及びシステム

◆受任者は、ポートフォリオに特定した事項について運用会社に問い合わせることによって、鍵となる社会指標に適用されるアプローチ及びプロセスの詳細について、スチュワードシップ及び投資への組入れの両面にわたり、運用会社から説明を受けることができる。良好な運用会社は、そのプロセ

ス及び思考について、確信的で一貫した説明をし、純粹で考え抜かれた組入れが行われていることを確かに示すことができる。

1. 資産 AA に関し、投資が直面する社会リスクの分析を提供し、鍵となる社会要素が時間とともにどのように変化したか示されたい。
2. チーム内の誰がエンゲージメント目標を設定するのか？この目標が強固でマテリアルであり、かつ、組織を通じて一貫していることを確保する監視プロセスは何か？
3. 目標に対しプロGRESSはどのように評価されるか？マテリアルな変化が本当にもたらされたかどのように確信するのか？
4. 資産 BB は重要な保有であり、鍵となるリスクに直面している。投資におけるエンゲージメントのための目標を示すことができるか、それらの目標を達成するためにどのような行動が取られ、進歩はあったか？

4.2 効果的なインテグレーション

◆受任者は、ポートフォリオに特定した事項について運用会社に問い合わせることによって、社会要素がどのように投資の意思決定に組み入れるかの詳細について、運用会社から説明を受けることができる。良好な運用会社は、ポートフォリオ及び時間横断的に一貫したプロセス、並びに、投資リスクへのエクスポージャーの理解の深まりと投資としての魅力の間の明確な結びつきを示すことができる。

1. 資産 CC 及び DD の保有はスチュワードシップ及び長期投資とどのように整合的か？これらのビジネスに関連する明確なリスクはあるか？投資チームはどのようにそれらのリスクを意思決定に要素づけているか？
2. EE とは長期間対話及びエンゲージメントを行っている。投資の意思決定及びポートフォリオにおける相対的なウェイトに対しどのようなインパクトがあったか？
3. 貴社は FF 国に対するエクスポージャーを増やしてきた。貴社はどのようなデューデリジェンス行い、投資から貴社が希望するリターンを確かに得られるだけの法の支配が当該国にあると確信するのか？
4. 貴社は資産 GG を売却してきた。過去 2 年間におけるエンゲージメント経験の概略を示されたい。資産を保有し続けるためにはどのような変化が必要だったのか？

5. 操業及びサプライチェーンにおいて高い社会標準を維持しようとする企業に公正な場を提供し、より良心的でない競合企業に取って代わられないようにするため、どのような支援をしているか？どのようにそのようなより良心的でない競合企業への投資を防止しているか？

4.3 エンゲージメントの焦点及びエスカレーション

- ◆受任者は、ポートフォリオに特定した事項について運用会社に問い合わせることによって、社会要素がどのようにステュワードシップ活動に組み入れられているかの詳細について、運用会社から説明を受けることができる。良好な運用会社は、資産間及び時間的に一貫し、エンゲージメントの目標と統合的なプロセスを示すことができる。これは、エンゲージメントのエスカレーション、そして、エンゲージメント後の投資引揚げの決定を含む。
1. 前期においてどのような形のエンゲージメントに最大の焦点を当て、貴社のエンゲージメント資源の多くを要したか？理由は何か？この資源の使用の効果をどのように計測しているか？
 2. 貴社は資産 HH を保有している。〔社会的リスク要素に関する〕緊急の疑いに照らし、貴社のステュワードシップ・アプローチはどのように変化してきたか？貴社は意思決定のどのようなレベルで HH と積極的な対話を行ったか？教訓は何か？HH は意見や投資家の懸念を受け入れようとしたか？結果的に変化すると信じるか、それは何時までにか？
 3. 資産 II に関し、とりわけ社会リスク要素 ZZ について、過去〔3〕年間でエンゲージメントがどのように発展したか？スタート時のゴールはどう設定され、これまでのエンゲージメントの経過の中でそのプログレスをどのように計測し、II に変化をもたらすための次のステップは何か？エンゲージメントが成功すると貴社は予測するか、将来の時間経過をどう見込むか？
 4. 貴社は、資産 JJ へのエンゲージメントをエスカレートする行動を何時取るか？次のエスカレーションは何か？何があれば貴社は投資からエグジットすると決定し、その決定は何時になるか？
 5. 貴社は、エンゲージメントが効果的でなければ、どのようにそれをエスカレートすると決定するのか？意思決定プロセスは何で、チームは異なる形のエスカレーション（例えば、集团的エンゲージメントか懸念の公表

か) の中でどのように決定するのか？

6. 報告期間において、社会課題への結びつきのために貴社が重要と見なす投票の例を示されたい。決議に対する意思決定、投票のアウトカム及び何らかのインプリケーションがあれば、そして、貴社の見解ではなぜこれが重要な投票なのか、説明されたい。
7. 前期において公開ステートメントを行った場合、どのように具体的な行動に転化されたか？結果的にどのように個別の投資についての対話に変化したか？

5 投資コンサルタントへの質問例

英国では、受任者は投資についてアドバイスを受けることを義務付けられており¹⁴、コンサルタントの利用は通常業務である。以下の質問例はそのようなコンサルタントに投げかけることを想定したものである。

◆投資コンサルタントは、社会要素に関する思考の明確性、社会要素に関する受任者の信念は何かについての理解、そして、受任者自身の立場を反映した見方（あるいは、少なくとも、異なった顧客の見方に対応できる柔軟性）を示すことができるべきである。更に、コンサルタントは、運用会社が投資に組み込むアプローチに関する評価において、どのように社会要素が考慮されているかを明確に述べるべきである。また、顧客に対し、社会要素に関するスチュワードシップの実行を評価できるツールを提供し、それが満足できるものでない場合は、そのより良い実行のためにどのように顧客を支援できるか示すことができるべきである。

1. 貴社は、我々及び加入者にとってどの社会課題が最もマテリアルか決定するのに当たり、どのように我々を支援できるか？
2. 我々が重要であると決定した社会課題 X に関し、我々は更にどのようにできるか？
3. 社会課題 X について、我々に推奨する前に、運用会社のデューデリジェンスにどのようにこれを取り込むか？
4. 貴社はどのように、運用会社の社会課題に関するデータの使用がよく考え抜かれ、焦点を当てたアプローチであると評価するか？

¹⁴ 1995 年年金法第 36 条 (3)

5. 貴社は、運用会社の社会課題へのアプローチを評価するに当たり、どのような情報を用いるか？
6. 貴社は、運用会社の人権アセスメントをデューデリジェンスのプロセスにおいてどのように考慮するか？特に、我々と同様に投資する他の顧客の人権アセスメントを積み重ねる運用会社の仕方をどう評価するか？
7. 貴社は、運用会社が社会課題 X について投資への組入れ及びスチュワードシップをサポートするシステム及びプロセスを我々が評価するに当たり、どのように支援できるか？
8. 貴社は、運用会社が社会課題 X に関して投資への組入れ及びスチュワードシップを行う質を我々が評価するに当たり、どのように支援できるか？貴社の評価では、社会課題に関する運用会社の投票/エンゲージメント/スチュワードシップのグッド・プラクティスは何か？
9. 貴社は、運用会社が社会課題 X に関して投資による開示の質を含む政策及び規制についてエンゲージするアプローチの有効性を我々が評価するに当たり、どのように支援できるか？
10. 貴社は、運用会社に対し社会課題 X に関し投資への組入れ及びスチュワードシップを促進するよう我々がエンゲージするに当たり、どのように支援できるか？
11. 運用会社が社会課題にアプローチする際の重要な危険信号は何か？
12. 社会課題に関する公共政策及び議論に貴社はどの程度エンゲージしているか？

6 マンデート・サイドレターの記載事項の例

マンデートとは年金がその委託する運用会社に対して指し示す文書であり、契約上運用会社はそれに従う必要がある。サイドレターはマンデートを補完するもので、いわば覚え書きである。

◆以下の規定は、投資のマンデートやそれより法的位置づけが低いサイドレターにすら含めることを合意できないかもしれない。しかし、受任者は、それらを含めるよう運用会社に要求することで、その回答や交渉を通じ、運用会社のマインドセットやアプローチなどの内実に迫ることができるであろう。

1. 運用会社は、投資とともに、ビジネス自体とポートフォリオ・レベルで集約できる形式の両方で、投資家の社会要素の理解に関連するデータの収集と開示を促進する。
2. 運用会社は、投資に伴って開示されるマテリアルな社会要素に関するデータの共有を促進し、適切な場合には、高リスク又は議論のある投資のサプライチェーンのリスクを考慮する。公的な市場開示の対象外の企業も、公表又は運用会社を通じて開示を行う。
3. 運用会社は、社会要素に関する利用可能なデータ及び報告による洞察を、その投資決定において、考慮することを示す。
4. 運用会社は、社会要素に関する利用可能なデータ及び報告による洞察を、そのスチュワードシップのアプローチ及びスチュワードシップ活動の一環として、考慮することを示す。
5. 運用会社は、投資への組入れ及びスチュワードシップを記録するシステムへのアクセスを容易にし、顧客がデータ・フロー及び記録管理の強固性と有効性をテストでき、報告の首尾一貫性と正確性を完全に確信できるようにする。
6. 運用会社は、顧客が直面するリスクは市場ベンチマークからの乖離だけではないことを認識する。運用会社は、顧客の長期的な投資地平及び受託者責任に関連する長期的なシステミック・リスクを考慮する必要性を認識する。運用会社は、適切な場合は他の投資家と協力して、そのようなシステミック・リスクに対処するのを支援し、そのような活動を顧客に報告する。
7. 運用会社は、自己の営業において社会要素を管理する。とりわけ、現代の奴隷制を含むがそれに限らないサプライチェーン（契約先を含む）における労働者の誤った取扱いのリスクを軽減するよう積極的に活動する。基準違反を知ったときは、遅滞なく顧客に報告する。

(以上)