

# 上智大学の資産運用

## ～ PRI・ESG 投資に基づく新たな資産運用ガバナンス～

上智大学 特任教授・学校法人上智学院 理事 **引間 雅史**

### 1. はじめに ▼

上智大学などを運営する学校法人上智学院では2015年11月に国連責任投資原則（PRI）に署名し、資産運用におけるESG投資の導入を本格的に進めてきた。本稿ではまず本学の建学の理念や教育精神と密接に関係する国連グローバル・コンパクトと国連責任投資原則について触れ、大学や学校法人がESG投資を実践する意義について考えていきたい。最後に本学のESG投資の取組み事例を紹介するとともに資産運用ガバナンスのポイントを述べることとする。

### 2. 国連グローバル・コンパクトと 国連責任投資原則（PRI） ▼

#### (1) 国連グローバル・コンパクト

国連グローバル・コンパクト（UNGC）は1999年の世界経済フォーラム（ダボス会議）の席上で当時のコフィー・アナン国連事務総長が提唱したイニシアチブで、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取組みである。UNGCに加盟する企業・団体は「人権の保護」「不当な労働の排除」「環

career

**Masafumi HIKIMA ●**



1979年上智大卒、旧三菱銀行を経て、1985年に日興アセットマネジメントに入社。1997年より約5年間、国際連合年金基金のアジア太平洋地域代表投資アドバイザーを務めた。2002年、日興アセットマネジメント代表取締役社長。2005年、アライアンス・パーンスタイン代表取締役社長。2008年より上智大学特任教授として教鞭を執ると同時に、2009年より財務顧問、2013年より財務担当理事補佐、2017年より経営企画担当理事。

境への対応」「腐敗の防止」に関わる10の原則を支持し、自らの主体的取組みのもとにこの原則を実行に移すことが求められる。世界全体では13,000を超える企業・団体、日本でも学校法人を含む304企業・団体が加盟し活動を展開している<sup>1)</sup>。

上智大学では2015年の5月にUNGCに加盟し、上記のUNGC10原則に関わるテーマについての教育プログラムの開発提供・研究の推進・産官学連携の推進・情報発信等に取組んでいる。特に本学で春と秋の年二回開催している国連ウィークでは、グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン（GCNJ）との連携で持続可能な開発目標（SDGs）に関わる様々なテーマで講演会・シンポジウム等を催し、学内の学生・教職員のみならず広く学外の方々も数

多く参加いただいている。UNGCが提唱する持続可能な世界の実現と地球規模の課題に対する取組みは、カトリック大学である上智大学の教育精神である「他者のために、他者と共に生きる人の育成 (Men and Women for Others, with Others)」と密接に関わるものであり、本学の教育・研究活動の重点項目の一つとなっている。そしてUNGCの原則を資産運用面でも実践するための次のステップが国連責任投資原則への署名であり、ここから本格的にESG投資の戦略策定がスタートすることとなった。

## (2) 国連責任投資原則 (PRI)

国連責任投資原則 (PRI) とは、投資の意思決定プロセスに環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) 要因の分析・評価を組み込むことにより、社会の持続可能性と長期的な投資パフォーマンスの向上を目指す国際的なネットワークである。PRIは国連環境計画・金融イニシアチブ (UNEP-FI) や前述の国連グローバル・コンパクトとのパートナーシップのもとに2006年に設立されたが、この原則に賛同・署名する機関は世界で2,000を超え、署名運用機関の運用資産を合計すると68兆ドル以上になるという (2018年6月時点)<sup>2</sup>。実際にESG投資が実行されている資産は年々拡大基調を辿っており、現在では世界全体で約23兆ドル、この規模は世界中の全運用資産の約四分の一を占めるまでになっている<sup>3</sup>。

PRIは、投資のリスク・リターンとESG要因との関係性に焦点を当て、投資の将来リスクに密接に関連するESG要因を資産運用の意思決定プロセスに適切に統合することこそが21世紀の受託者責任であることを明確に打ち出した点

で世界の資産運用業に多大なるインパクトを与えた<sup>4</sup>。

## (3) 日本の状況

我が国のPRI署名機関数は2018年6月時点では62件となっており、2,000件を超える世界全体の中での件数シェアは3%程度に留まっている。署名機関の業態別内訳を見るとアセット・マネジャー (資産運用会社等) が36件、アセット・オーナー (年金基金、保険会社等) が16件、サービス・プロバイダー (研究所・コンサルタント・指数提供会社等) が10件となっている<sup>5</sup>。上智学院はアセット・オーナーのカテゴリーに入っているが、我が国の大学・学校法人の署名機関としては今のところ本学のみとなっている。

運用資産全体に占めるESG投資の比率で見ても日本では3.4%となっているので、同比率が26%である世界と比べて出遅れ状況にあるのは否定できない。ただし世界最大の公的年金である日本のGPIF (年金資金管理運用独立行政法人) が2015年にPRI署名機関となったことから我が国のESG投資に関する関心と取組みは飛躍的に拡大しつつある。

## (4) PRIの原則とレポート・評価

PRIは図表1に示す通り、「インテグレーション (ESG要因の投資分析への統合)」「エンゲージメント (ESG事項に関わる投資先企業との建設的対話)」「ディスクロージャー (投資先に対するESG事項の情報開示の要請)」「協働 (関連機関との働きかけや協働)」「レポート (原則の実行状況に関わる報告)」を内容とする6つの原則で構成されている。

署名機関は毎年、上記原則に関わる実行状

況等を報告することが求められているが、それに対して資産クラス別・項目別評価結果が通知される。一定レベル未満の評価が継続し改善が見られない場合は除名処分となるので、表向きだけで実行の伴わない署名機関はPRIにとどまることはできない。一方、特に優れたgood practiceに対する顕彰制度の導入も予定されて

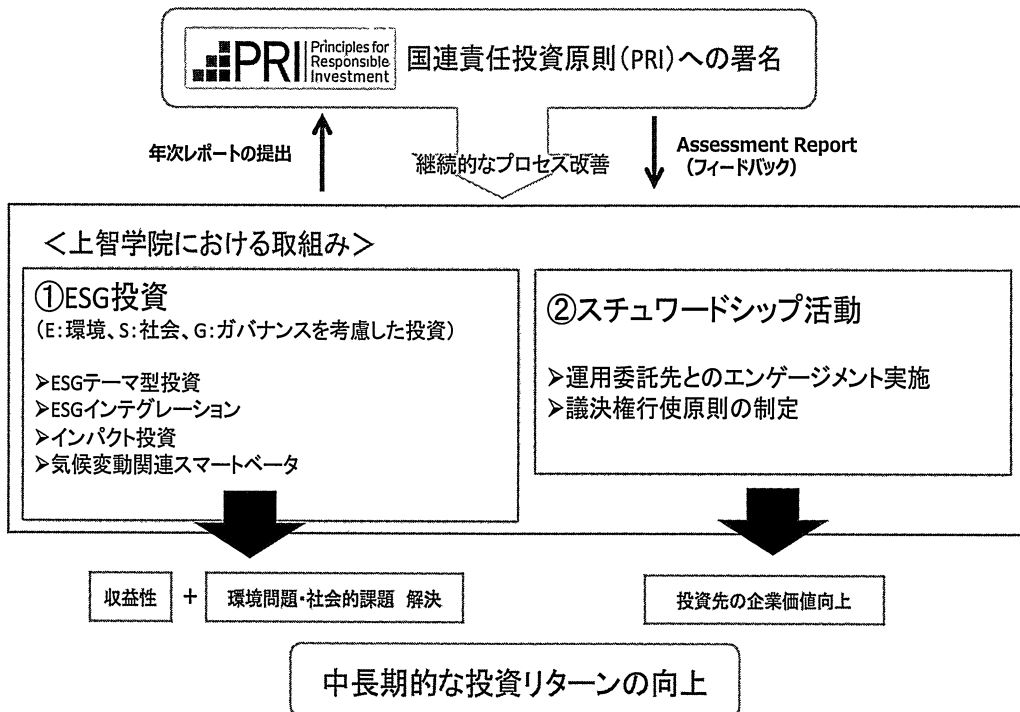
いる。また評価結果が出た後でロンドンのPRI本部から担当者が来日し、署名機関とのフィードバック・ミーティングが開催される。このミーティングは単なる評価結果のフィードバックに留まらず、署名機関が抱えている様々な課題や困難に対してのすり合わせを行い、PRIから側面的なアドバイスが提供されている。つまり

- ESG投資を具現化した高品質の運用商品を精査・採用する  
⇒PRI原則1. 投資分析と意思決定プロセスにESGの課題を組み込む (インテグレーション)
- 議決権行使方針の策定・委託先運用機関とのエンゲージメント  
⇒ PRI原則2. 積極的な所有者になり、所有方針にESGを組み込む (エンゲージメント)
- 外部委託先に対してESG要因をどのように投資の意思決定に取り入れているかヒアリングおよびモニタリングを行う  
⇒ PRI原則3. 適切な開示を求める  
PRI原則4. 資産運用業界への働きかけ (協働)
- PRI日本ネットワークを介して他の国内外署名機関との連携を行う  
⇒ PRI原則5. 効果を高めるために協働
- 上記の活動状況、進捗状況をPRI事務局に開示・報告する  
⇒ PRI原則6. 活動状況・進捗状況の報告 (レポートイング)
- ESGをテーマとする講座を開設し、次世代を担う学生に金融・投資が社会にもたらすインパクトや責任を学修する機会を提供する (教育の実践)

ESG投資の方針策定・実行・評価・改善へのアクションといったPDCAサイクルを回す仕組みが用意されている。(図表2)

上智学院は2018年の総合評価(組織とガバナンス)において「A+」の評価を取得したが、これは6段階(A+, A, B, C, D, E)のうちの

図表1 PRIの原則と上智学院の実践方法(出典:PRIの原則をもとに筆者作成)



図表2 上智学院の責任投資の取組み(出典:上智学院作成)

グローバルベースでの最高評価となっている<sup>6</sup>。

### 3. 大学にとってのESG投資の考え方▼

#### (1) ESG投資の目的・考え方

一般的に投資家がESG投資を志向する際の目的意識や考え方には大きく分けて3通りあるであろう。一つ目は社会的リターンへの期待である。欧米で教会を中心に1920年代に生まれた社会的責任投資（Socially Responsible Investment,略してSRI）は武器、酒、たばこ、ギャンブルといった社会にとって好ましくない商品やサービスを提供する企業を投資対象から除外することから始まった。あらかじめ定めた特定セクターや特定事業を排除するこのアプローチは規範スクリーニングとかネガティブ・スクリーニングと呼ばれるが、投資パフォーマンスへの影響はあまり考慮せず、あくまで倫理面を重視したアプローチと言える。現在でも世界のESG投資資産を投資手法別に見ると、ネガティブ・スクリーニングが最大の資産残高を示しており<sup>7</sup>、直近の脱炭素社会に向けた石炭・化石燃料セクターからのダイベストメント（投資撤退）の世界的な潮流にもつながっている。

二つ目はESGを適切に考慮することによってポートフォリオのリスク・リターン特性が改善することへの期待がある。ESG要因は財務諸表に現れる財務要因と対比して「非財務要因」と言われることが多いが、同時に中長期的企業価値に影響を与える「将来財務要因」として捉えることが適切である。例えばパリ協定の目標達成に向けて国際社会で今後導入が強化されることが見込まれているカーボン・プライシングや炭素税などの新たな規制や税制は、企業の気候

変動問題への取組みの巧拙（E）によって当該企業の将来の企業価値に大きな影響を与える。また、企業のガバナンス体制（G）やサプライチェーンの人権・労働問題への対応（S）なども不祥事リスクや評判リスクといった形で中長期的企業価値に影響してくると考えられる。投資対象のリスク・リターン特性に影響するならば、ESG要因を考慮しないことはむしろ機関投資家の受託者責任に反するということになる。

三つ目はいわゆる「ユニバーサル・オーナーシップ」<sup>8</sup>の考え方である。世界中に幅広く分散投資を行っている大規模機関投資家は、市場全体を輪切りにしたスライスを保有していると考えられるので、限られた数の個別企業の業績や株価が向上するよりも社会・経済全体の底上げこそが投資成果に決定的に重要になる。社会課題が改善・解決に向かわない限り、証券市場全体の中長期の良好な投資パフォーマンスは期待できない、との理念のもとに、長期目線で社会的リターンと投資パフォーマンスの両立を目指したアプローチである。

#### (2) 大学にとってのユニバーサル・オーナーシップの考え方

高等教育機関への学生一人あたり公的支出と単位時間あたり労働生産性の関係をOECD諸国で調査した分析結果によると、両者には高い相関が観察されている<sup>9</sup>。我が国の労働生産性はOECD諸国の中で低位にあるが、そのことは日本の高等教育機関への公財政支出の少なさはもとより、我が国の大学の財務基盤の脆弱さが教育パフォーマンスの向上を妨げ、生産性の高い人材の輩出力に翳りをもたらしている可能性がある。であるならば更なる教育・研究パフォー

マンス向上に十分に資源投入できる原資を何とか自助努力で捻出したい、というのが大学の資産運用のスタートラインであろう。

上智学院の運用資産の規模は公的年金基金ほど大きなものではないが、それでも委託先運用機関を通してグローバル株式・債券市場に広範に分散投資を行っている。まさに市場全体の投資価値が向上していかないと本学の投資パフォーマンスも向上していかない、という関係性になっているのである。

さらに様々な社会課題は長期的に大学の財務基盤と関わってくる。例えば気候変動問題が関係していると言われるハリケーン、洪水、干ばつ、山火事等の自然災害は毎年世界的に甚大な人的・物理的被害をもたらしているが、大学にとっても土砂崩れ対策工事のためのコストといった直接的な財政負担だけではなく、社会インフラへの被害や人々の社会不安が経済活力低下を通して投資パフォーマンス低下に繋がりがかねない。また日本でも相対的貧困率の高さが端的に示している経済格差の拡大は、学費徴収力の低下や奨学金ニーズの増大を通して大学の財務基盤の脆弱化促進要因となっている。

上智大学では環境・人権・貧困といった様々な地球課題の解決に貢献できるようなグローバル人材の育成に力を入れているが、このような教育上のテーマと資産運用におけるユニバーサル・オーナーシップの考え方はベクトルが完全に合致している。我々は教育・研究を通じても投資を通じても社会課題の解決に貢献したいと考えているが、それは決して投資リターンを犠牲にした上での社会貢献ではなく、あくまでも「長期的時間軸での社会的リターンと投資リターンの両立」が前提であり、それが可能な投

資戦略を構築することが本学の資産運用の最重要テーマとなっている。

### (3) アセット・オーナーとしての大学

資産運用を行う大学は、年金基金や保険会社等と同様にアセット・オーナーとしての立場で資本市場に参画していることになる。アセット・オーナーは自らが直接自家運用を行うケースもあるが、本学を含め多くのケースでは資産運用の専門企業であるアセット・マネジャーに外部委託を行っている。アセット・オーナーが自らの投資方針やESG投資の考え方を資産運用に的確に反映させるためには、アセット・マネジャーとの間での運用戦略のすり合わせが極めて重要になる。そもそもアセット・マネジャーにとっての顧客であるアセット・オーナーの間でESG投資に対するニーズが高まらなければ、アセット・マネジャー側のESG運用の高度化や適切な商品開発に向けたインセンティブは高まりようがなく、資本市場全体に与える影響も不十分なものとならざるを得ない。このことからPRIでもアセット・オーナーの役割を重要視しており、「アセット・オーナーが市場の方向性を決め、アセット・マネジャーに与えるマンドート<sup>10</sup>によって資金の投入対象が決まるので、自らの投資が実体経済と受益者の暮らす社会に与える影響を適切に認識しなければならない」と述べている。

## 4. 上智学院のESG投資の取組み ▼

### (1) 資産運用ガバナンス

本学の資産運用では、財務上の要請に基づく目標リターンと学院の許容できるリスク水準を

もとに毎年「基本ポートフォリオ（指標とする資産配分）」を定めているが、この部分はESG投資の導入に直接関わりなく実行されるプロセスの第一歩である。リターンとリスクの推計は各資産クラスの市場ベンチマーク指数をもとに行っているため、採用するESG投資戦略のリスク・リターン特性があまり市場ベンチマークとかけ離れてしまうようであれば戦略設定の前提条件が崩れてしまう。本学資産運用の目的である「実質購買力の維持」「奨学金原資の獲得」「教育研究のための収入源の多様化」を達成するための投資戦略が前提であるため、このような財務的要請との両立が可能なESG投資戦略を時間をかけて調査分析することが必要になる。

「財務上の資産運用の目的・目標」と「学校法人としてのあらゆる活動の拠り所となっている建学の理念や教育精神」、この二つの平仄を完全に合致させて資産運用業務を行っていく体制を構築することこそが本学にとっての資産運用ガバナンスに他ならない。中でも前述のような資産運用に当たる基本的な考え方を理事会と学院執行部が十分理解し共有することができていれば、短期的な運用成果の変動で一喜一憂することのない強固な「資産運用の軸」が形成されることになる。

## (2) ESG投資戦略

本学のESG投資で特に重視しているテーマは「環境・気候変動」「SDGs」「社会的インパクト」の3つである。World Economic Forumが刊行しているThe Global Risks Report2019によると、生起確率が最も高く、かつ起きた場合の社会に与える影響が最も大きいトップグローバルリスク5つのうち3つまでもが「異常気象」「自然災

害」「気候変動に対する対応の失敗」といった気候変動関連となっている。また気候変動がもたらす物理的リスクと移行リスク<sup>11</sup>は投資対象の中長期的企業価値に関わってくる点で資産運用にとっても極めて重要なファクターである。本学ではグローバル株式ポートフォリオで炭素排出量や炭素強度に基づき構成銘柄のウエイトを決める低炭素型指数運用を採用している。この戦略では投資企業の分散度合いも高く、市場ベンチマークからの乖離リスクも低いので、株式ポートフォリオのコアとして有効である一方、ポートフォリオの炭素強度は市場指数と比較して三分の一以下に削減できている。

また外債ポートフォリオではグローバルベースに分散投資を行うグリーンボンドファンドを採用している。グリーンボンド市場は近年、急速に拡大をしており、発行体やセクターの多様化も進んできたので、機関投資家のポートフォリオ運用の対象としてますます有望になってきている。

## (3) 社会的インパクトとSDGs

SDGsに関わるテーマはまさに国連がお墨付きを与えた地球規模の課題であり、だからこそ極めて有望な投資機会を提供してくれている。SDGsの達成に必要な資金として年間約2.5兆ドル不足していると試算されているが<sup>12</sup>、当該分野で競争力を有している社会課題解決型企業に投資することにより、社会的リターンと投資リターンの両立が図れると考えている。実際に採用しているグローバル株式ファンドは市場平均リターンが年率12.6%に対して年率17.9%の高い運用実績を示している（2019年2月末に至る3年間、米ドルベース）。

グリーンボンドやSDGs関連投資も社会的インパクト重視という点では共通しているが、インパクト投資の分野ではその他にもソーシャル・ボンドやマイクロ・ファイナンスへの投資を行っている。マイクロ・ファイナンスは貧困・食料・環境・衛生・労働・インフラ・ジェンダーといった多くのSDGs目標に関連しているが、実際に達成できた社会的インパクト（生活改善人口比率など）の計測と開示が適切になされているので、投資リターンの大きさのみならず社会的リターンの大きさを確認することができる。マイクロ・ファイナンスへの投資は一般的にリスクが高いと考えられているが、開発金融機関とのブレンデッド・ファイナンスの仕組みを活用した債券のシニア部分に投資をしているので、リスクは大幅に軽減されている<sup>13</sup>。

## 5. まとめ ▼

教育機関としての大学で行われる資産運用は基本的にミッション・ドリブンでなければならない。資産運用の果実で経済的に恵まれない国内外の学生の奨学金支援をすることは「質の高い教育をみんなに」というSDGs目標4の取り組みに繋がるし、ESG投資を教育プログラムの中に取り入れることによって次世代を担う学生に金融や投資の持つ本質的な役割や社会に対する影響力についての深い理解を醸成させることができる。個人金融資産における預貯金偏重が著しいわが国において「投資とは専ら自己の利益追求のために行うギャンブルのようなもの」と

いう偏った認識から脱却して「持続可能な社会を構築していくための不可欠の要素」であることの気付きを提供することこそが真の投資教育であろう。本学におけるESG投資の実践は、今まで述べてきたように大学の本分である教育・研究と密接に関わっていることを改めて強調しておきたい。

### 【注】

1. グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン ホームページ参照。
2. 国連PRI資料参照。
3. Global Sustainable Investment Review 2016) GSIA 2017) 参照。
4. UNGC, NNEP-FI, PRI (2015) "Fiduciary duty in the 21st century"
5. 国連PRI資料参照。
6. 学校法人上智学院ホームページ参照。
7. Global Sustainable Investment Review 2016参照。ESG投資手法としては他にインテグレーション、ポジティブ・スクリーニング、エンゲージメント、テーマ投資、インパクト投資などがある。
8. 年金積立金管理運用独立行政法人「平成29年度ESG活動報告」参照
9. 村田治 (2016)「高等教育機関への政府支出と労働生産性」参照
10. アセット・オーナーが運用委託するアセット・マネジャーに提示する投資方針、投資対象、投資戦略等の委託条件のこと。
11. 「物理的リスク」とは気候変動が引き起こす実際の異常気象災害など。「移行リスク」は脱炭素社会への移行に必要な政策・法規制・技術・市場等の変化に伴うリスク。
12. OECD DAC report 2016などを参照
13. 政府系機関や開発金融機関が投資対象案件のリスクの高い部分に資金拠出をすることによって、リスク許容度の低い民間資金を導入しやすくする仕組み。