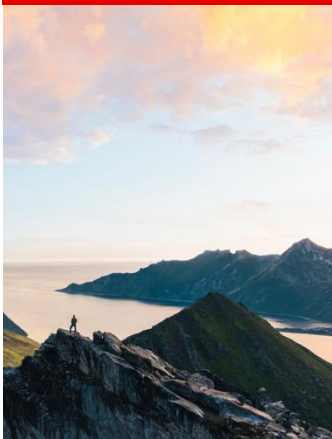




サステナブル投資トレンド Vol.8

サステナブル投資シンポジウム報告

サステナブル投資とインベストメントチェーンの現状を共有

MUFG AM サステナブルインベストメント

岡本 卓万

今回は、10月4日に開催された「MUFG サステナブル投資シンポジウム」について報告します。Japan Weeks のサイドイベントとして開催された本シンポジウムでは、金融政策当局、アカデミア、アセットオーナー、金融機関、事業会社など、インベストメントチェーンの多様な参加者が集まり、インベストメントチェーンの活性化を通じた日本経済の持続的な成長に向けての役割や期待について議論しました。

シンポジウムの目的

「サステナブル投資とインベストメントチェーン活性化への期待」を議論

10月4日、国内外から350名以上の来場者を集め、「MUFG サステナブル投資シンポジウム」が開催されました。このシンポジウムは、金融庁が主導して行う Japan Weeks のサイドイベントであり、「サステナブル投資とインベストメントチェーン活性化への期待」をテーマとし、本テーマに深い知見を持つ登壇者の方々から、現状の評価や将来に向けた期待など、様々な意見が披露されました。本稿では、シンポジウムの場で行われた議論の概要をお伝えしたいと思います。



産官学民の有識者が集結

シンポジウムでは、金融政策当局、アカデミア、アセットオーナー、金融機関、事業会社など、インベストメントチェーンの多様な立場からその第一線で活躍する方々にお集まりいただき、インベストメントチェーンの活性化を通じた日本経済の持続的な成長に向けての役割や期待について議論しました。シンポジウムの概要と登壇者につきましては図表1の通りです。

図表 1: Japan Weeks「MUFG サステナブル投資シンポジウム」概要

テーマ：「サステナブル投資とインベストメントチェーンの活性化への期待

～日本の持続的な成長に向けた投資家・企業等の役割を考える～

日時：2024年10月4日 10:00～14:00
場所：パレスホテル東京

登壇者

【基調講演】

有泉 秀 氏 金融庁金融国際審議官

【パネル1】資産運用立国とインベストメントチェーン

本田 桂子 氏 米国コロンビア大学 客員教授

柴山 和久 氏 ウェルスナビ株式会社 CEO

Navindu Katugampola 氏 Morgan Stanley Investment Management Managing Director

渡部 泰子 三菱UFJ信託銀行 サステナブルインベストメント部長（モデレーター）

【パネル2】エンゲージメントによるインベストメントチェーン活性化への期待

手代木 功 氏 塩野義製薬株式会社 代表取締役会長兼社長 CEO

三瓶 裕喜 氏 アストナリング・アドバイザー 代表

林 礼子 氏 BofA証券株式会社 取締役副社長

北川 哲雄 氏 青山学院大学名誉教授 東京都立大学特任教授（モデレーター）

【パネル3】アセットオーナーとサステナブル投資

小西 昭博 氏 国家公務員共済組合連合会 資金運用部長

Asif Cheema 氏 アジア開発銀行 FI Division Director

Mark Steinberg 氏 First Sentier Investors CEO

岸上 有沙 氏 日本サステナブル投資フォーラム理事（モデレーター）

【特別講演】アジアのサステナブル投資を支える日本の国際金融センターの役割

中曽 宏 氏 東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）会長

基調講演

まず三菱 UFJ 信託銀行アセットマネジメント事業長の川上 豊より開会のあいさつがあり、これに続いて金融庁 金融国際審議官 有泉 秀氏より基調講演がありました。

資産運用立国実現プランのコンセプトと施策

基調講演要旨

■資産運用立国実現プランのコンセプト

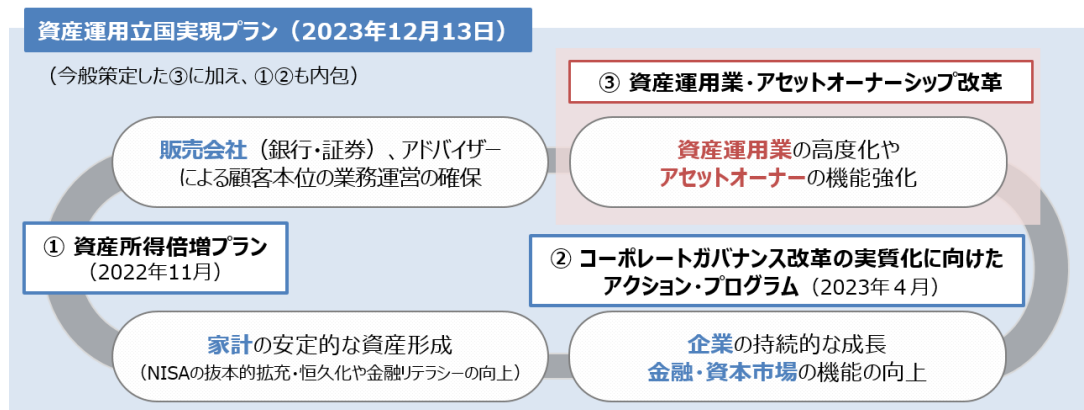
- ◇ 石破新政権のもとでも、資産運用立国の構想は継承・発展させていく方針であり、これからも進化、加速していく。
- ◇ 今年の金融行政方針において、その冒頭に資産運用立国を位置付けていることは、金融庁として本構想の重要性を認識していることの表れである。
- ◇ 資産運用立国実現プランは、30 年続いたデフレに順応したマインドセット・行動様式を転換するため、金融面における取組として重要である。今回はデフレから脱却する千載一遇のチャンスだと考えている。



有泉 秀氏

■資産運用立国実現プランのポイント

- ◇ このプラン実現のポイントとなるのは、1000 兆円を超える家計の貯蓄と 600 兆円超の企業の内部留保をどのようにして動かしていくかである。
- ◇ 家計の面からは「家計の安定的な資産形成」が中核となる。新 NISA については、今のところ、前年比4倍の伸びとなっている。他方で、その推進に当たっては、投資に慣れていない個人に対する金融教育とともに、金融機関が「顧客本位の業務運営」を行うことが重要である。企業の面では「コーポレートガバナンス」の推進により、資本コストを意識した経営を通じ内部留保の活用を促していく。
- ◇ 家計の貯蓄と企業の内部留保が投資に向かう際に重要となるのは、「資産運用業・アセットオーナーシップの改革」である。この改革において、アセットオーナーが資産運用業の運用の高度化を促していく役割を果たすことが重要といえる。



(続き)基調講演要旨

■資産運用立国実現プランの具体的取り組み

- ✧ 資産運用立国における実際の取り組みについて説明する。ここでは3つの柱に分類している。1つ目は家計、2つ目は企業、3つ目が資産運用業とアセットオーナーを対象にした施策である。
- ✧ 各柱はいくつかの施策項目に分かれているが、次の表の冒頭にチェックマークがついているものが実施されている項目、矢印になっているものが残された課題である。
- ✧ 残された課題は、家計としてはiDeCoの大胆な改革。厚労省と連名で税制改正要望を行っている。コーポレートガバナンス改革では、形式から実質へという考えで、「アクションプログラム2024」の実行を掲げている。資産運用業とアセットオーナーシップの改革では、企業年金の改革について検討が進行中である。

家計の安定的な資産形成の支援

- ✓ NISAの抜本的拡充・恒久化（2024年1月に開始）
- iDeCoの大胆な改革（検討中、2024年末に結論）
- ✓ 金融経済教育推進機構の設立・本格稼働（2024年4月設立、8月に本格稼働）
- ✓ 顧客等の最善の利益を勘案して業務遂行する義務の法制化（2023年11月）

コーポレートガバナンス改革

- ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請（2023年3月）
- ✓ 企業開示の効率化の観点から、金融商品取引法令上の四半期報告書を廃止（2024年4月）
- ✓ 重要な会社情報の英文開示の義務化（2025年4月～）
- ✓ 「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」の策定（2024年6月）
（スチュワードシップ・コードの見直し、コードの遵守状況の検証、取締役会実効性向上に係る好事例等の共有など）
- アクション・プログラム2024の実行

資産運用業とアセットオーナーシップの改革

- ✓ 運用力向上等を図るための大手金融グループによるプランの策定・公表（2024年1月～）
- ✓ 金融・資産運用特区の推進（2024年6月にパッケージ公表）
- ✓ 新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の実施（2024年1月～6月）
- ✓ アセットオーナー・プリンシプルの策定（2024年8月）
- 企業年金の改革（検討中、2024年末に結論）（企業年金の運用状況等の情報の他社と比較できる「見える化」など）

- ✧ こうした一連の取組みによって成果も出ている。日経平均株価、運用受託額の増大、NISA口座数の増加、コーポレートガバナンス(PBR 向上計画策定、政策保有株減少、女性役員比率など)、社会課題解決も進展している。
- ✧ 日本版EMP(新興運用業者促進プログラム)については、デフレもありこれまで新興運用業者の参入は限定的であったが、参入促進が進むよう、新たなプログラムを作り、取り組んでいる。
- ✧ AOP(アセットオーナープリンシプル)については、規模も運用スタイルも多様なアセットオーナーに対して、共通して取り組んでいただけるものを示している。是非賛同・採択いただきたい。

(続き)基調講演要旨

■サステナブルファイナンス

- ◇ 日本のサステナブル投資は大きく増加している。サステナブルファイナンスは引き続き重要な課題。インパクト投資について基本的な指針を策定し、インパクトコンソーシアムも設立した。グリーンボンドの発行件数、発行額も増加傾向。PRI 署名数も増加。
- ◇ グローバルな動きを見ると、米国では大統領選があり、欧州では野心的な目標を維持しつつ現実を見据えた進め方になるのではないかと考えている。ESG や気候変動については他の政策目的も見すえながらしっかり進めていく方針。政府全体での取り組みも重要。

■最後に

- ◇ 資産運用立国実現プランの取組みについて海外から評価されている点を紹介
 - リーダーのコミットメント:岸田前総理、石破総理の強いコミットメントは好意的に受け止められている。
 - 果敢な(尖った)決断:今回、政府は調整型の政策を超えた思い切った政策を打っているとみられている。
 - 広い視点で取組む:デフレ脱却のため、金融面のみならず、それ以外の政策についても政府全体として取り組んでいると評価されている。

パネル1:資産運用立国とインベストメントチェーン

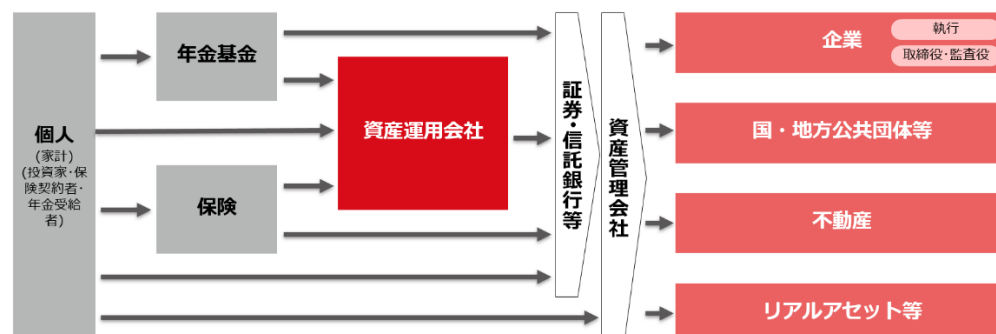
基調講演に続くパネル1では、資産運用立国実現の重要なピースであるインベストメントチェーンのあり方について、米国コロンビア大学教授、有力なスタートアップ企業経営者、海外の資産運用会社などの有識者にご議論いただきました。

パネル1 資産運用立国とインベストメントチェーン (要旨)

本田 桂子氏 米国コロンビア大学 客員教授		柴山 和久氏 ウェルスナビ株式会社 CEO	
渡部 泰子(モデレーター) 三菱 UFJ 信託銀行 サステナブルインベストメント部長		Navindu Katugampola 氏 MSIM (モルガンスタンレー・インベストメントマネジメント) Managing Director	
渡部	◇ ディスカッションに入る前に、インベストメントチェーンとは何かを見ていきたい。 ◇ インベストメントチェーンは、最終投資家である個人から企業までの資金の流れを意味し、これが持続的な企業価値の拡大をもたらし、その利益が最終的に家計に		

まで還元されるという価値創造の連鎖である。

インベストメントチェーン



- ✧ インベストメントチェーンの参加者は、最終投資家である個人、それから年金基金や保険会社などのアセットオーナー、資産運用会社、金融仲介者である金融機関や資産管理会社、そして投資先となる企業がある。投資先には、国や地方自治体、不動産等も含まれる。
- ✧ まず本田氏に伺う。資産運用立国、ガバナンス改革など一連の改革を通じて、インベストメントチェーンにおける各参加者にどのような変化が生じたと考えるか。

本田

- ✧ インベストメントチェーンにおいては、資産運用会社と企業の役割が大きく変化した。資産運用会社は、企業とのエンゲージメントや議決権行使を通じて、政策保有株の売却や期待する ROE のレベルなどを企業により明確に要求するようになった。企業の経営陣には、“資本コストを意識し、これを上回るリターンを上げることが資本市場から求められている”との理解が進んだ。
- ✧ これが、遊休資産の売却、政策株圧縮につながっている。不動産についても含み益が増える中で、保有の見直しが進んでいる。
- ✧ これらの結果、日本企業の ROE は若干の上昇基調になっているとみている。

渡部

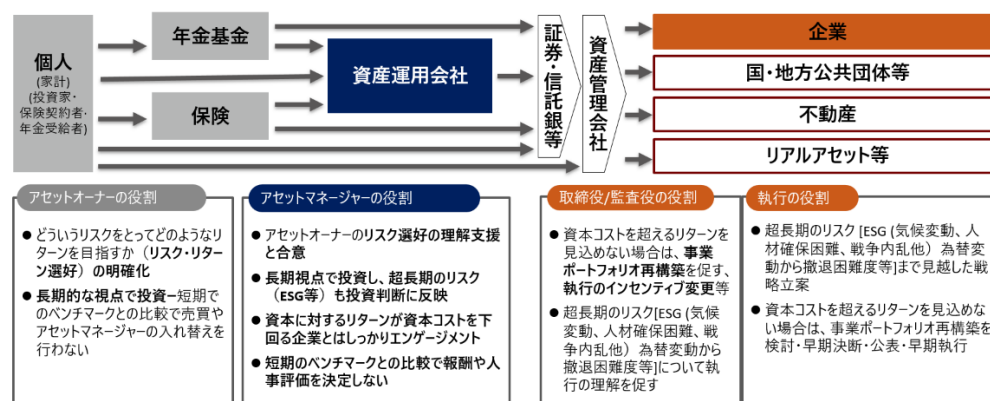
- ✧ 最近サステナビリティについての期待も高まっている。企業ではサステナビリティを経営軸に置くようになり、投資家側もサステナビリティの考慮が不可欠になっている。そのような状況も踏まえて、インベストメントチェーンにおける企業や資産運用会社の役割について、どのような期待を持っているか。

本田

- ✧ サステナビリティを定義する必要がある。私は、企業においては、サステナビリティは単に気候変動等社会によいことを行うのではなく、社会課題が中長期的に企業価値に与える影響を把握し、加えて社会課題の解決も含めて長期的に企業価値を高める戦略を立案し、そしてそれを投資家に循環していくことだと考える。また、インベストメントチェーンの中での各プレーヤーの役割を再定義する時期にあるのではないかと考える。
- ✧ アセットオーナーについては、アセットオーナープリンシプルに加えて、リスク選好の明確化 — どういうリスクを取りどの位のリターンを目指すのか、を明らかにすることが肝要である。

- ✧ アセットマネジャーには、アセットオーナーのリスク選好定義を支援いただきたいし、企業に対しては、長期的にリターンが資本コストを下回りそうな場合には、しっかりとエンゲージメントをしていただきたい。
- ✧ 企業の取締役・監査役は、中長期的にみても資本コストを超えるリターンが見込めない場合には、事業ポートフォリオの再構築を促すべきと考える。また、それにそうように執行のインセンティブ変更を提言すべきであろう。

サステナブル投資にむけての期待



渡部

- ✧ Navindu 氏は、一連のインベストメントチェーン改革の中で、日本のアセットマネジャーにどのような変化が生じたと思われるか。また、今後期待するところについてお話し頂きたい。

Navindu

- 一連の改革の成果
- ✧ 日本の資産運用会社のスチュワードシップ活動、企業とのエンゲージメントは進化している。運用会社とアセットオーナーがスチュワードシップに参加することは義務というだけでなく、明らかにメリットがある。また、エンゲージメントにおいてサステナビリティの位置づけがますます高まっている
- スチュワードシップ実施時における 3 つの要点
- ✧ 成果に重点を置く:エンゲージメントを通じたリスク・機会の理解によって、投資行動の変更やあるいは企業側が行動を変えることが成果である
- ✧ ポートフォリオとの関連性:スチュワードシップ活動の推進においてはポートフォリオに影響の大きい課題を取り上げること
- ✧ 重要性:企業財務としてマテリアリティのある CF や VaR (バリュアットリスク) に焦点を当てる
- これら、成果、関連性、重要性が有効なスチュワードシップのための要点である
- インベストメントチェーンへの期待
- ✧ アセットオーナーと資産運用会社がスチュワードシップ活動を続けるにあたって三つの有望な分野があると考えます。
- ✧ ①広くグローバルイニシアチブに参加し、彼らとの対話の中で自分達の見解を述べるとともに、ベストプラクティスを吸収すること

	②深くスチュワードシップ活動を行うことで、投資家は、リスクと機会を投資プロセスに組み込むことが出来るようになるということ。企業と協働することで投資家は企業価値を解放することができる。 ③優先課題の違い。北欧では気候変動課題が最優先であり、米国では役員報酬と多様性、日本は高齢化、包摂性などの多くの社会課題、気候レジリエンスと適応といった環境課題、エネルギー安全保障を確保するための円滑なエネルギー転換等、多くの社会・経済的優先事項がある。
渡部	柴山氏は、個人向けの資産運用サービスを提供されているが、インベストメントチェーンの在り方について期待することは何か。
柴山	■資産運用会社としてのインベストメントチェーンへの貢献 - 当社は、個人顧客へのアドバイス&執行する運用会社の顔、リスクマネーを調達するスタートアップ企業の顔、資産運用の新興企業としての顔を持っている。 - 運用会社としては個人のリスク選好を明確化することが当社のサービスの本質である。貯蓄から投資への流れを支えるという意味でサービスを提供し、サービス開始から約8年で1.3兆円を超える規模まで成長し、インベストメントチェーンに流れる資金の増加に貢献してきた。 ■インベストメントチェーンにおけるスタートアップ企業 - スタートアップとしては、上場前はベンチャーキャピタル、上場後は海外の機関投資家を中心にリスクマネーを調達。スタートアップ経営では常に資本コストを意識せざるを得ない。 - なぜ当社に投資してもらえるのかを考えると、スタートアップが社会的な意義・課題を解決し、その結果として事業成長が見込まれるという仮説がある。 - ベンチャーキャピタルや海外機関投資家は長期的な目線でエンゲージメントしてくれている。単に数値的 KPI ではなく、事業理解をした上で、どういう領域に進出すべきか等、場合によっては専門家を派遣したりしてくれており、対話しながら進めている。 - そうした意味では、スタートアップ企業の立場からもエンゲージメントは大事だとお伝えしたい。 - 新しい価値を追求するようなプレーヤーがもっと生まれてくることが重要。多様性が生まれることによってサステナブル投資が発展していく、そのようなインベストメントチェーンのエコシステムが作られることが重要と考える。
渡部	本田様からは企業や資産運用会社は何をしなければならないのか、Navindu 氏からは、日本の課題にあったサステナビリティ活動の重要性をお話いただいた。柴山氏からは資産運用会社と企業の視点からお話いただいた。本日のパネルが皆様の役割を考える一助になればと思う。

パネル 2:エンゲージメントによるインベストメントチェーン活性化への期待

パネル 2 では、投資家や企業経営者など、インベストメントチェーンの主要な参加者として第一線で活躍される方々をお招きし、エンゲージメント活動を通じたインベストメントチェーン活性化に向けた取組みや期待についてご議論いただきました。

パネル 2_エンゲージメントによるインベストメントチェーン活性化への期待（要旨）			
手代木 功氏 塩野義製薬株式会社 代表取締役会長兼社長 CEO			林 玲子氏 BofA 証券 取締役副社長
北川 哲雄氏(モデレーター) 青山学院大学名誉教授 東京都立大学特任教授			三瓶 裕喜氏 アストナリング・アドバイザー 代表
北川	◇ 9 月上旬に欧州に調査に行ってきたが、数年前までは教えてあげるというスタンスだったのが、逆に質問されるようになった。ここ 2 年位で日本は変わったと認識されている。今日は日本の現状の解説にふさわしい 3 人の方に登壇いただいた。 ◇ まず手代木氏に、サステナビリティ情報開示等の体制・動き等について伺いたい。ESG 投資家とのコミュニケーションも盛んだと理解している。		
手代木	■これまでのサステナビリティ開示の取組み ◇ 製薬会社は欧米含めて比較的開示が進んでいるセクター。当社も対話については自信を持っている分野で、2017 年に日本 IR 協議会から IR 優良企業大賞、2018 年に東証から企業価値向上大賞を受賞した。 ◇ ところがそのころから、サステナビリティ開示について、非常に厳しい評価をいただくようになった。取締役会等でも議論がされておらず経営陣の認識も甘いと。 ◇ この理由を探るため、いろいろ調査したところ、弊社だけでなく日本企業に共通の気づきとして、当たり前に行っていることをきちんと計測・開示していない点が浮かび上がった。目に見えないものは改善出来ないし、具体的に説明出来ない。これを 5 年位かけて社内 PJ として実施した。取締役会にも定期的に報告しチェックしてもらっている。 ◇ 統合報告書にも赤裸々に開示を行い、前年からの改善点、今後の計画等について対話することで理解が進んだと思っている。経営の進化の過程をわかりやすいストーリーで説明しないと、投資家の企業に対する興味も薄れてしまう。 ■投資家への要望 ◇ 投資家とは企業のファンダメンタルズに関する対話を望んでいる。一つのイベントではなく、中長期の対話と言う点で、B/S や P/L、CF を含むファンダメンタルズ		

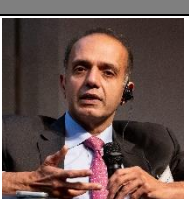
	を、長い目で評価してもらえるような投資家が増えてほしい。1回の面談で投資家に株を買ってもらおうとは思わない。何度も対話して理解してもらったうえで、少しずつ投資を増やして頂けるような、そんな投資家が増えてくれると良い。
北川	✧ (開示の話が出たが)企業の開示データに関して、日本の投資家はあまり深いデータを欲しがらないという。逆に海外の企業は財務データ、特に生データを細かく開示している。一見ネガティブな情報でも進んで出す。それで信頼を確保し深く理解してもらおうとしている。 ✧ 次に三瓶氏に、投資家のエンゲージメントレベルや人材育成の状況を伺いたい。
三瓶	■エンゲージメントの実態と課題 ✧ 平均的なレベルは徐々に上がっているが、PBRの1倍割れ企業がまだ多く解決していない。この理由をパッシブとアクティブで分けて考えたい。 ✧ パッシブの投資家は投資判断しない。ビジネスモデル上効率的にやっていく必要があることから、テーマエンゲージメント、つまり世の中にとって大事なことを広く企業に対して求めるエンゲージメントを実施することになる。 ✧ テーマエンゲージメントのゴールをどう設定するかが問題で、えてして開示の要求、取締役会の独立性、ジェンダーダイバーシティなどが一定基準に到達することがゴールになりがちである。しかし、これがただちに市場評価の向上に直結するわけではない。エンゲージメントは市場評価の向上につながるまでをゴールと考えて欲しい。 ✧ 一方でアクティブの投資家は、エンゲージメントの成果で投資リターンがあがると腹の底から信じていない人が多い。 ✧ きちんと経営している企業に対して、「ちゃんとやってますね、さすがですね、続けてください」というのをエンゲージメントだとカウントしているが、これは経営者が自らやっているだけで投資家の変化を与えたわけではない。また、エンゲージメントによって変化するには時間がかかるので、そこまで待てるのかという投資のタイムホライズンとの不一致の問題もある。 ✧ エンゲージメントとサステナビリティが同時に促進される中、エンゲージメント=ESGのような誤解もあり、そのため従来のファンドマネジャーは、これをやるとコストだけがが増えてリターンにつながらないと考えているか、別担当者または別組織の役割と思い込んでいので、うまく進んでいないという実態がある。 ■エンゲージメント成果向上に向けたあるべき体制 ✧ 運用会社の中でサステナビリティについて専門家が必要。グローバルな団体・NPO、シンクタンクでの調査など ESG の素養のある人がいるが、これら人材は投資を知らない。一方で従来のファンドマネジャーはESGに詳しくなく、自信を持って言うことが出来ない。これらの人たちはカルチャーバックグラウンドが違うので融合しきれていない。 ✧ 双方が持っていない力をつけることが理想である。特に運用の責任者はサステナビリティの知見を付ける必要がある。

	✧ 人間力も重要。エンゲージメントは変化を促すものである。アウトカムを引き出すには「そうだったのか」と腹落ちさせる必要がある。 ✧ 投資スキルに加えて、エンゲージメントのスキルとサステナビリティの知見の両方を身につけることが必要。米国 CFA では ESG 投資の新しい資格が出来たし、グローバルでスチュワードシップ・プロフェッショナルという資格も出来ようとしている。また ICGN ではスチュワードシップの研修プログラムを作っている。海外でも足りていないことを認識しながら、もっとレベルを上げようとしている。
北川	✧ 自分たちのエンゲージメントレベルをさらに高度化、深化させようと海外の AM も努力している。数値等で簡単に回答できるものはメールで事前に済まし、現地でのコミュニケーションでは定性的な深い議論を行う。一種の真剣試合であり理解のレベルが違う。 ✧ 林氏に伺う。インベストメントチェーンを見渡すと NGO などまで含め様々な参加者がいる。社会全体としてもサステナビリティ人材育成の問題がある。また DEI (多様性、公平性、包摂性)の課題もある。これらについて見解をお聞きたい。
林	■全ての参加者によるフラットな双方向での議論 ✧ 今日のテーマであるサステナブル投資、資産運用立国、インベストメントチェーン活性化のすべてを実現するには、ありとあらゆる参加者が一緒に進めることが重要。 ✧ サステナビリティとは何か、そもそもES、グリーンなど、ルールが出来ていない中、一方でグリーンウォッシュと言われる。こうした状況を改善するためには、事業会社、アセットオーナー、AM、政府機関、NGO、評価機関など様々な参加者がフラットな立場で意見を交わしていくことで、本来あるべきものが見えてくるのではないかと。双方向のコミュニケーションが重要で、その中では透明性や説明責任などの要素が求められる。 ■人材育成(金融教育)の重要性 ✧ 金融の話とサステナビリティの話の両方できる人が少ない。そもそもサステナビリティ教育の前に、金融経済教育から始めないといけない。 ✧ 時々中学校・高校に行くが、生徒はSDGsはほぼ全員知っているが、それと金融が結び付いていることが教えられていない。若年時から、金融経済教育とサステナビリティ教育の両方が必要。時間はかかるが欧米も一朝一夕でできたわけではない。 ■DEI(多様性・公平性・包摂性)への取り組み姿勢 ✧ 少子高齢化が進む日本で、社会課題は山積している。その中でイノベーションや新しい考えを生み出せないと発展はない。これを可能にするのはやはり多様性の尊重。表面的な取り組みでなく腹の底からやっている企業でないと、成長しない。 ✧ 取り組んでいる企業数は増えているが本質的な中身、多様性の考え方、そしてそれを評価することを同時にやっていくことが必要である。
北川	✧ 3 人のお話を聞いていて、ガバナンス行動など、「実質」の時代に入ったといえる。今日は本当に啓発された、貴重な話を有難うございました。

パネル3:アセットオーナーとサステナブル投資

パネル3では、アセットオーナーや資産運用会社、開発金融の方に登壇いただき、スチュワードシップやサステナビリティの取組み、サステナブル投資を促進する開発金融の役割について議論いただきました。

パネル3 エンゲージメントによるインベストメントチェーン活性化への期待（要旨）

小西 昭博氏 国家公務員共済組合連合会 資金運用部長		Asif Cheema 氏 ADB(アジア開発銀行) Financial Institution Division Director	
岸上 有沙 氏(モデレーター) 日本サステナブル投資フォーラム 理事		Mark Steinberg 氏 First Sentier Investors CEO	
岸上	■サステナブル投資の定義・意義 ✧ スチュワードシップコード制定から10年、アセットオーナーを含めた多くの機関が受入れを表明した一方で、アセットオーナーのサステナブル投資への取組み実態があまり見えてこなかった。そのような中、昨年の共済のPRI署名や8月のアセットオーナープリンシプルのリリースなど急速にアセットオーナーへの期待が加速している。 ✧ 本パネルではサステナブル投資についての実態と課題について議論を行いたい。 ✧ まず3人のパネリストのそれぞれに、サステナブル投資が、自身の所属する組織にとって、また個人にとって何を意味するのかお話を聞きたい。		
小西	■サステナブル投資の位置づけと取組み ✧ 昨年から急に動き出した感がある。我々も昨年PRIに署名し、この8月にはアセットオーナープリンシプルも受け入れを表明した。 ✧ サステナブル投資については、以前からPRI署名機関に対して運用を委託するなど、その重要性については理解をしており取り組んでも来たところである。 ✧ サステナブル投資とは何か、という定義が難しい。広い意味でとらえれば投資活動全てだと言えるし、狭くとらえればPRI署名機関への委託ということになるかと思う。ただスペシフィックにこのテーマであると言い切れないのが正直なところである。 ✧ PRI署名を機に、この4月にサステナブルファイナンスの3人のチームを作った。今後はしっかり取組み、報告も行っていきたい。		
Mark	■サステナブル投資の位置づけ		

	✧ First Sentier Investors は広く株式・債券・プライベート市場に投資している。責任ある投資は非常に重要なテーマと考えており、我々の基本的な責任としてフィデュシャリーデューティーやスチュワードシップ責任を負っていると考えている。 ✧ アセットオーナーは経済全体に存在するリスクにさらされている。主要なリスク管理手法である分散投資で対応できるリスクもあるが、マクロリスクやシステムックリスクの一部はESGや責任ある投資に関係しており、分散投資だけでは対応できないものである。 ✧ 資産運用会社がファンドに資金をまとめて投資していることによって、アセットオーナーは企業活動に大きな影響力を持つことができる。その意味で運用会社は重要な役割を果たしている。 ✧ 責任投資を推進する投資家のネットワークが世界中に存在する。FSIはこれらコミュニティに活発に参加するとともに、リサーチやガイダンスの公表を行っている。これら活動は我々がサステナビリティ課題に取り組む一助となっている。
Asif	■サステナブル投資の位置づけ ✧ アジア開発銀行は多国間金融機関である。開発銀行として、サステナブル投資は我々のビジョンとなっている。 ✧ 我々の目標は環境・社会の課題を克服しつつ経済成長を果たすことである。すべてのプロジェクトにおいて、2030 年までにメンバー国の貧困を撲滅し包摂的で強靱かつサステナブルな成長を果たすという戦略に整合する必要がある。 ✧ いくつか例を挙げる。環境面では、2019 年から 2030 年までに 1 億ドル以上のサステナブルファイナンスを増やす目標を掲げている。再生可能エネルギープロジェクトの支援や、ブルーボンド、グリーンボンドの発行支援である。 ✧ 社会面に目を移すと、脆弱なコミュニティをサポートするためのマイクロファイナンスプログラムを実施している。借り手のほとんどは女性である。また、金融機関のパートナーは責任ある貸付を進めながら彼女たちの事業、透明性、開示を支援している。
岸上	✧ 次に小西氏にアセットオーナーの役割について伺いたい。日本のアセットオーナーは多くが外部委託で、その中でスチュワードシップを果たしている。外部委託する立場では、アセットオーナーから運用会社へのエンゲージメントも鍵になると思う。スチュワードシップを発揮するうえでこういった働きかけを行っているのか。課題等もご紹介頂きたい。
小西	■アセットオーナーとしてのスチュワードシップの発揮 ✧ 我々は厚生年金と公務員の私的年金(退職等年金)の2つを運用している。厚生年金はほぼ全てが委託運用している。 ✧ 専ら被保険者の利益のために長期的な観点から効率的かつ安定的に投資する必要があり、サステナブル投資についてはそれに該当する限りにおいては積極的に取り組んでいくという考え方である。その趣旨を委託先の運用会社にも理解していただきたいということ。

	◇ 我々はスチュワードシップに特化したミーティングを運用会社と行っている。この1年の取り組みをアピールしていただく場で、女性活躍とか、(スチュワードシップ活動における)取り組みを話して頂く。しかしそれに加えて運用会社自身の役職員の女性比率などの取り組みについてお聞かせいただいている。 ◇ 社会的課題、人権問題など、不祥事があった会社に対する運用会社の考え方やエンゲージメントの取り組みを月次でモニタリングする試みを行った。我々も関心を持っているということを運用会社に伝えている
岸上	◇ 運用会社のサステナビリティへの取組が説得性を持つには、運用会社自身、一組織として自ら襟を正す必要があると認識した。 ◇ 次にアセットオーナーをクライアントとする Mark 氏に伺いたい。豪州のアセットマネジャーはどのような対話をアセットオーナーとしているのか、アセットオーナーに対してどのようなメッセージを送っているのか等をお話しいただきたい。
Mark	■アセットマネジャーとアセットオーナーの対話 ◇ まず、運用会社自身の対応について話したい。FSI では投資先企業と同じ基準に照らしてみるべきとして、気候やエネルギー、取締役会、経営、投資チームのダイバーシティなどについて目標なども設定している。 ◇ (アセットオーナーとの)対話において我々は協働的なアプローチをとっている。まず、責任投資機能の中核として法的に必要なものも含め多くのレポートを発行している。もう一つは投資チームレベルでサステナブル投資を投資活動に融合しようとしている。 ◇ レポートでいうと、スチュワードシップレポート、責任投資レポート、それから現代奴隷レポートなど様々なレポートを発行している。 ◇ また、投資チームレベルでは責任投資原則をエンゲージメント、議決権行使に明確に組み入れている。これらも投資家(アセットオーナー)に情報を提供している。 ◇ ここ数年は、アセットオーナーに対しカーボンフットプリントなど包括的な情報を開示するようになった。そして双方向のコミュニケーションにしたいと思っている。究極的に我々はアセットオーナーを代表する立場なので、このようなアプローチは非常に有効に機能すると考えている。また、持続的・長期的に見て良い結果となるように、フィデュシャリーデューティーについても同様の考え方で取り組んでいる
岸上	◇ Mark 氏のお話には3点特徴があった。1つは組織として行っているサステナビリティへの取組み、2つ目は、各投資チームの個性を生かす形でのサステナブル投資への取組みやスチュワードシップの実行、そして3つ目はアセットオーナーとアセットマネジャー間における双方向で対等な対話の重視、ということだろう。 ◇ 次の質問に移りたい。先ほど Asif 氏が言及した脆弱なコミュニティへの資金提供は、一見アセットオーナーとは関係がないと思われるだろう。しかし、ユニバーサルオーナーとしての活動を進める中で、気候変動やグローバルサプライチェーンの強靱性といったものを実現するには、1つの機関や1つの国の取組みだけでは解決が難しいことであろう。投資リスクが高い領域でもあり民間資金だけでは難しいというのが実情だ。ブレンデッドファイナスにアセットオーナーとして投資しているのか、小西氏に伺いたい。

小西	✧ 長期的安定的に運用するというのが本質的な姿勢なので、リスクがリターンと見合っていれば投資可能。ブレンデッドファイナンスについては政策金融が下支えとなったうえで、民間が投資できるようになるならば可能か。いずれにせよ委託運用でやっているの、そのようなファンドが出来て初めて投資をしていくのかどうかということになる。 ✧ ブレンデッドファイナンスは一種のオルタナティブ投資であるが、それが基金の利益になるのであれば取り組むこともあるが、現時点では伝統4資産への投資が中心でオルタナティブ投資はわずか。これからの課題になるかと思う
岸上	✧ 今のアセットオーナーからの立場を見た際に、ADB のブレンデッドファイナンスの好事例やアセットオーナーが携わってもらえるようなヒントがあるか。
Asif	✧ ブレンデッドファイナンスに関して ADB は市場の失敗を補完する役割を担っている。必要に応じて触媒となる資本保証、助成金、無償資金、キャパシティビルディングの資金を提供して、プロジェクトを実現可能なものとする役割がある。 ✧ ブレンデッドファイナンスの原則として開発金融としてコミットしているものがある。重要な点は投資家の資金も必要という点であり、我々は市場の失敗を補完する役割は担うが、最低限の補完であり、民間資金にとって代わるわけではない。もう一つは ESG の基準としてベストプラクティスを持ち込むこと。 ✧ 例としてはグリーン投資のプログラムとして、ETM(エネルギーtransitionメカニズム)を ADB が公表している。また、フィジーにおける石炭火力の早期フェーズアウトにブレンデッドファイナンスのスキームを活用した例や、モンゴルでのグリーンボンドにブレンデッドファイナンスのストラクチャーを活用した例などがある
岸上	✧ 具体事例交えての紹介に感謝する。小西氏から先ほどいただいた、一定の保証があるブレンデッドファイナンスの仕組みを活用し、最終受益者に利益を届けるゴールにマッチする形での運用提案のご要望は、運用会社の方に是非宿題として持ち帰っていただきたい。 ✧ 本パネルはここで終了したい。パネルを通じてそれぞれ何かしらヒントになるものがあつたのではないかと思います。パネリストの皆様、ありがとうございました。

特別講演: アジアのサステナブル投資を支える日本の国際金融センターの役割

シンポジウムの締めくくりとなる特別講演では、東京国際金融機構の会長である中曽 宏氏より、金融政策の今後の見通しとサステナブル投資の活性化に向けた東京国際金融機構の役割についてお話しいただきました。

特別講演要旨

■東京国際金融機構について

- ◇ 東京都の国際金融都市東京構想により、2019年4月に官民連携の金融プロモーションセンターとして発足。
- ◇ 国際都市として東京を打ち出すのは、バブル期のような日本の金融機関の巨大基地を求めているわけではない。目指しているのは、サステナブルファイナンスの先進都市である。つまり、インベストメントチェーンの活性化により、日本を含むアジアの持続的成長に、サステナブルファイナンスで寄与することを目指している。



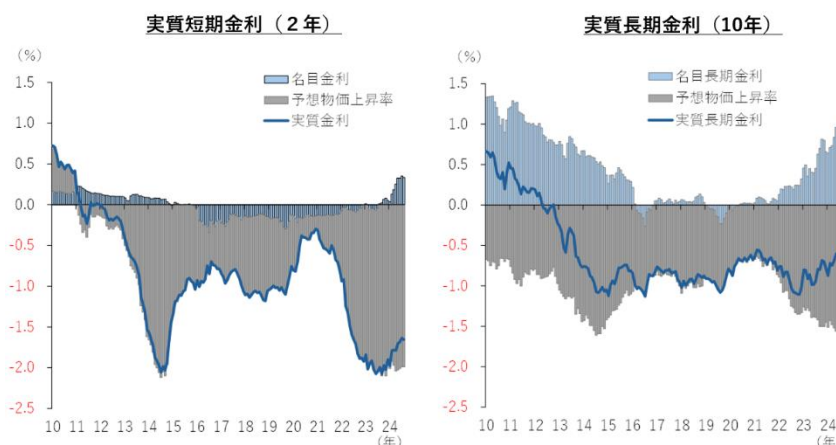
中曽 宏氏

■政策金利のゆくえ

- ◇ 日本経済は長い試練を経て、大きな転換点を迎えている。サステナブル投資とインベストメントチェーンの活性化は、今後金利のある世界と並行的に進められる。金融政策の正常化には2つの柱がある。政策金利の引き上げと日銀 B/S の縮小の2つである。
- ◇ まず、この7月に0.25%に引き上げられた政策金利について。今後は景気・物価情勢がカギを握る。今年は成長率がやや鈍化するが、所得と消費の好循環により来年は改善するとみている。消費者物価の基調的な上昇率は2025-26年にかけて、2%の物価安定目標に概ね達し、デフレからの脱却が達成されることになる。こうした見通しが実現することに応じて政策金利の引き上げが行われるとみている。

- ◇ 実質金利は短期でも長期でも依然、深いマイナスにある。金融は引き続き緩和的で、先般の利上げは、市場変動を引き起こすような利上げではない。日銀は毎回の政策決定会合で金利・物価動向を点検し、淡々と金利を引き上げていけばよいと考える。

実質金利 = 名目金利 - 予想物価上昇率



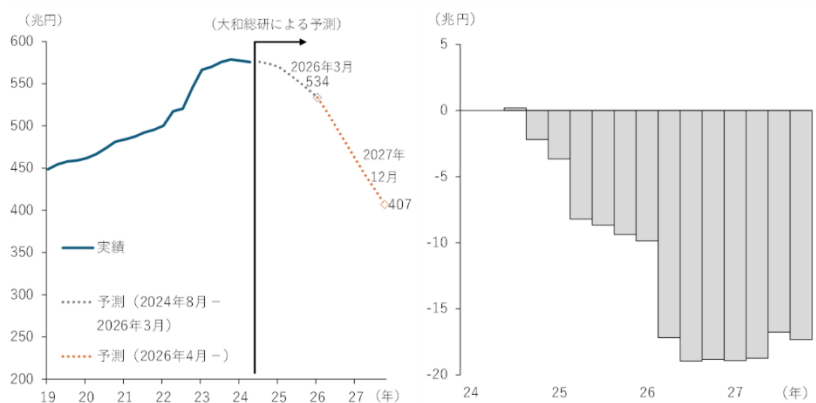
(続き)特別講演要旨

■バランスシートの正常化

- ✧ 続いて正常化のもう一つの柱である B/S の縮小を取り上げる。債務残高は、日銀保有国債の満期償還によって徐々に縮小する。
- ✧ 国債保有残高の縮小の推移についてシミュレーションを行った。償還が増える来年度から残高縮小ペースが速まり 2026 年 1-3 月期は 10 兆円に加速する。それでも 2026 年 3 月末の債務は 530 兆円規模にとどまるだけでまだペースは緩い。仮に新規買い入れを停止したとしても、2027 年末で 400 兆円が残り、依然として巨額。B/S 縮小には大変長い時間がかかる。
- ✧ 日銀の国債保有額の縮小により、長期金利には上昇圧力が高まる。日銀に変わる国債の買い手については、国内金融機関はバーゼル規制の関係で引き受け余力が限られるため、海外投資家に依存せざるを得なくなる。海外投資家の JGB 保有比率は現在は 6% 程度だが今後上昇する可能性がある。
- ✧ 海外投資家は日本のクレジットについて評価している。海外格付機関の格付は低く、信用度が低い国債と言うことになり、リスクプレミアムを要求するので金利は上がりやすい。また国債発行が増加することも金利上昇圧力になりやすい。

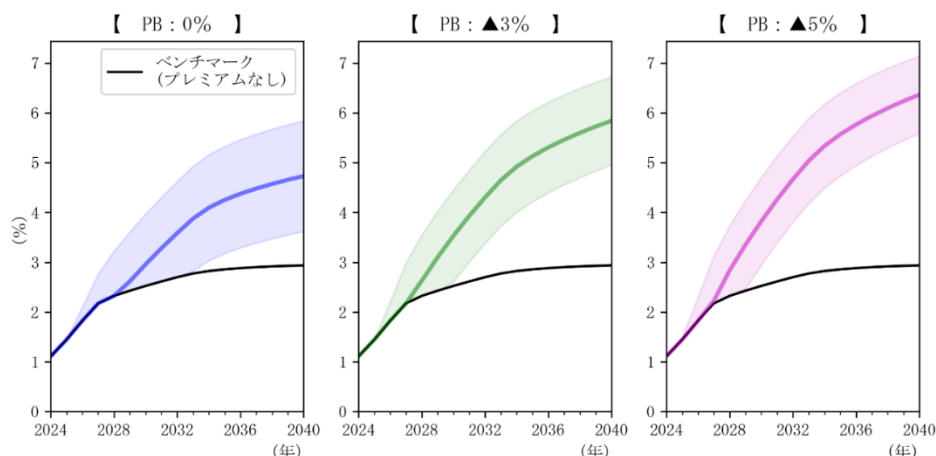
日銀が保有する国債残高予測

四半期ごとの残高縮小額の推移



(注) 2026年3月までは2024年7月金融政策決定会合での決定に基づき、以降は新規買入を行わないと想定している。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

- ✧ 長期金利の上昇幅についてシミュレーションを実施した。プライマリーバランスが▲5%まで悪化し海外投資家依存が高まる場合は、2040 年に金利が 7%まで上がる試算となった。



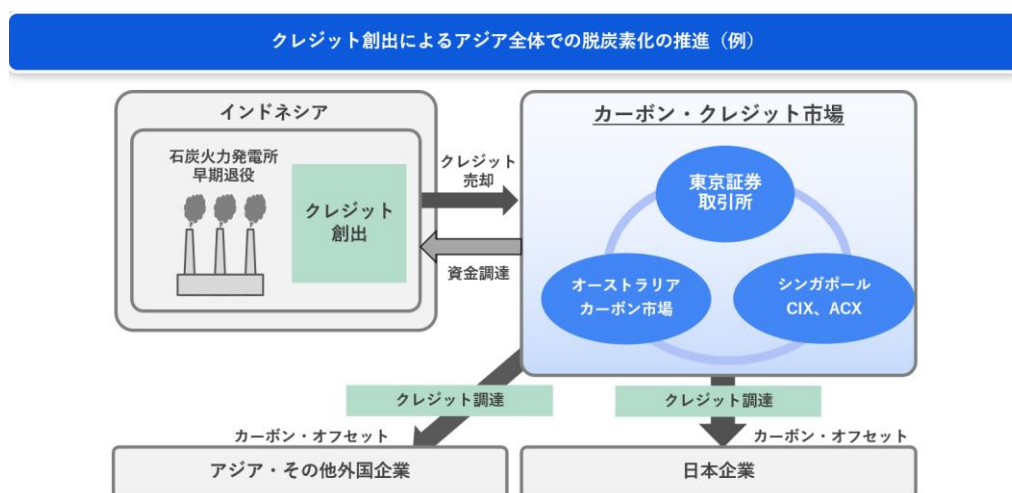
(注1) バンドの上限は銀行等の潜在需要が20%発現する「国内消化余地：小」シナリオ、下限は同100%発現する「国内消化余地：大」シナリオ、中央の実線は同60%発現する「国内消化余地：中」シナリオにおける値。
(注2) 被説明変数に10年物国債利回り、説明変数には海外保有比率や短期金利、新コアCPI上昇率、米10年物国債利回り、名目GDP、潜在GDPを用いて長期金利関数を複数推計し、各推計におけるパラメーターの中央値 (0.07) を海外保有比率のパラメーターとして採用した。
(出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、U.S. Department of the Treasury、Haver Analyticsより大和総研作成

(続き)特別講演要旨

- ◇ ここまで上がってしまうとサステナブル投資には逆風。ゆるやかな金利上昇の間に、財政を改善し国債増発を抑制することが極めて重要な課題だと考える。持続可能な財政再建はサステナブル投資の必要条件として新政権にとって重要な課題となる。

■インベストメントチェーンとサステナブル投資活性化に向けた東京国際金融機構の取組み

- ◇ インベストメントチェーンとサステナブル投資活性化のために、東京国際金融機構が推進する東京の国際金融センター構想の取組みを 2 つ紹介したい。
- ◇ まずはインベストメントチェーン活性化に向けた資産運用特区について。資産運用立国の構想の下、今年の 6 月、東京都は資産運用特区に指定されている。資産運用業者への支援パッケージは、英語だけで対応が完遂する仕組みや創業資金の支援などが含まれている。このほか国が推進する規制緩和も特区構想に取り込むことが有効、例えば今年 5 月の金商法改正により、自社で雇う必要のあったコンプライアンスオフィサーなどが外部委託出来るようになった。新興の AM にとって参入障壁が下がった。
- ◇ 次に、サステナブル投資活性化のための取り組みだが、アジアにおける相互運用可能なカーボンクレジット市場の創設について話したい。インドネシアの石炭火力発電所を早期退役させた場合の事例である。投資資金を回収し、新たに低排出発電方式に移行するには多額のマネーが必要だが、早期退役によって生じる排出量削減分を日本含めた他のアジアでも売ることが出来れば、コストを回収しさらなるサステナブル投資に振り向けられるというスキームである。購入した方もオフセットしてネットゼロを進めることができる。アジア全体の脱炭素化を加速させる効果があると期待している。



(続き)特別講演要旨

- ◇ カーボנקレジット市場には、削減義務を伴うコンプライアンス型のものとボランタリーなものがあるが、国際取引加速の観点から、ボランタリー市場(VCM)の国際ネットワーク構築を目指すのが効果的と考える。世界全体のカーボנקレジットの多くをアジア新興国が供給している。一方で米国ほか先進国が需要サイドであり、需給マッチさせることで脱炭素化を加速する効果があると考ええる。
- ◇ アジアにまたがるサプライチェーンに支えられているという意味で、アジアあってこそその日本経済という意味で、我々が推進する国際金融センター構想に底流する思想とは、アジア全体の持続的な成長や脱炭素化など共通の課題を達成することを、金融面から支援することである。

シンポジウムを振り返って

スチュワードシップコード制定から10年、インベストメントチェーンを軸として経済・社会の持続可能な成長を目指すというコンセプトが一步步進展しつつあります。例えば、エンゲージメントの実務における対話の内容が深化しつつありますし、資本コストを意識した経営の考え方も広がっています。この間に日経平均株価は倍以上になり、30年以上抜けなかった最高値を更新しています。

一方で課題も残っていることは確かです。今回のシンポジウムでは、日本におけるインベストメントチェーン活性化に向けた課題のいくつかを具体的に確認することができました。アセットマネジャーと企業との対話は、さらなる進化の余地があることが指摘されました。またアセットオーナーとアセットマネジャーとの対話も今後重要になりそうです。アセットオーナープリンスプルの策定はその後押しになるかもしれません。踊り場に差し掛かったサステナブル投資についてはさまざまな課題があります。アジアにおいてはトランジションの加速のためにもサステナブル投資の活性化が重要となりますが、具体的な成功事例が共有されたことは成果でした。

産官学民それぞれの立場の登壇者から、インベストメントチェーンとサステナブル投資の現状と今後の課題について多くの示唆を得たことが、本シンポジウムの大きな収穫だったと筆者は感じました。

なお、今回のシンポジウムに合わせて、三菱 UFJ 信託銀行では、サステナブル投資に関連する 5 つのレポートを発行しました。レポートは会場でも配布され参加者からも好評でした。これらレポートは以下 URL からダウンロードすることができますので、ご覧いただければ幸いです。

- 「サステナブル投資とスチュワードシップ入門」
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_01.pdf
- 「インベストメントチェーンの進化」
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_02.pdf
- 「気候変動 投資家の視点から考える」
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_03.pdf
- 「人権とサステナブル投資」
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_04.pdf
- 「人的資本経営の本質とその最大化とは」
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20241003_05.pdf

※ 本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません

本資料について

- ・ 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ・ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- ・ 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- ・ 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- ・ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

筆者紹介



岡本 卓万
サステナブルインベストメントスペシャリスト
MUFG AM サステナブルインベストメント

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

