特集 サステナブル社会における資産運用業のあり方
―第12回SAAJ国際セミナーより―

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員長　光　定　洋　介 CMA

サステナブルという言葉が普及してきて、いかにしてサステナブルな社会を作るかということが大きな問題となっている。人類が経験したこともない気候変動、格差の拡大など課題は認識されつつあるものの、どのように解決するか正解を模索している段階である。こうした正解が分からない問題に直面しているのは資産運用業についても同じである。資産運用を含む金融は、資金の配分を通じて産業界にレバレッジをかけ、大きなうねりを作ることができるだけにその方向性は極めて重要である。2020年に再改訂されたスチュワードシップ・コード、2021年に再改訂されたコーポレートガバナンス・コードの両コードでも、新たにサステナビリティへの配慮が明示的に求められている。

日本証券アナリスト協会では、毎年、SAAJ国際セミナー（以下、本セミナー）を開催し、今年で12回目を迎える。今年のテーマは「サステナブル社会における資産運用業のあり方」で、開催方式はコロナ禍からオンライン方式での配信で海外の運用会社からはビデオメッセージをいただいた。金融・企業を取り巻く環境は年々変化している。金融の基本的な機能は、中長期的に価値を創造しないと思われる部門から価値を創造すると期待される分野へと効率的に資金を移動することだ。現在、サステナブルな社会を実現するための市場を通じた資金移動を起こそうというメガトレンドが起こり始めているように見える。急速に注目を集めるサステナブル社会、それを支えるサステナブルファイナンスとはどういうものか？　また、その動きに資産運用会社はいかに対処する必要があるのか？　これらの正解のない課題に対して、様々な視座を提供するのが本セミナーである。資産運用会社やそこで働く一人一人がこの正解のない答えと向き合い、自らが正しいと自信を持てる方向に歩んでいかなければならないのが現状であろう。

本セミナーは、インタビュー、ビデオメッセージ、対談、パネルディスカッションの４部構成となっている。

まず第１部のインタビューでは、金融庁のチーフ・サステナブルファイナンス・オフィサーの**池田賢志氏**にご登壇いただき、インタビュアーとしてはBofA証券株式会社のマネージング・ディレクター、主席エコノミストの**デバリエいづみ氏**にお願いした。池田氏はサステナブルファイナンスの二つの要素を定義している。一つ目は投機的な金融資本主義を排して金融が持続的に経済社会システムに貢献すること。二つ目は社会経済システ

ムを持続可能なものにするために、金融が資金面の投融資機能等を通じて、環境上の価値や社会上の価値をどのように生み出していくかということである。コロナショックは、環境や社会に関連した事象が企業の価値創造プロセスにどのような影響を与えているか、ひいては資産運用にどのような影響を与えるか考えなければならないきっかけになった。その上で、サステナブルファイナンス促進に向けた動きとして、①企業の情報開示、②運用サイドに求められる変化、③国際的なルール作りに言及している。①企業の情報開示では、環境社会に関する事象に対して将来キャッシュフローを稼ぐ能力が十分に強靭なのかを説明する重要性を説いている。②運用サイドに求められる変化として一つを例示すると、本当に価値を生み出す資産運用プロダクトを顧客に提供できているか、ということを改めて見直す必要性を説いている。すなわち、顧客が望んでいるのは、今の旬な販売会社が売りやすいテーマに飛び乗るような商品ではなく、長期的に自分の資産を成長させられる商品だということである。最後に、③国際的なルール作りについて、国際交渉における日本の影響力の源泉は、日本企業の環境社会に関するビジョンや社会での実践だということである。環境社会問題に高い意識を持って取り組んでいる企業があれば、それをグローバルな舞台でいかにチャンスにつなげていくのか、資産運用会社の役割として、対話などを通じて企業に働きかけることも重要だ、という指摘があった。

続く第２部のビデオメッセージでは、海外の運用会社３社からメッセージをいただいた。１社目は世界第３位のインデックス運用者であるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ社長兼最高経営責任者（CEO）の**サイラス・タラポレヴァラ氏**である。メッセージの概要は次のようなものだ。サステナブルな社会の基礎は、雇用を創出し、国家の富と繁栄に貢献するような強力な企業で構成されている経済である。資産運用会社は顧客資金の投資を通して、資本の配分においてこのような経済を作る重要な役割を担っている。資産運用会社は、優れたリスク調整後リターンを提供する必要があり、リスク要因にはESGと呼ばれるリスクも含むとしている。その上で比較可能で整合的なESGに関する情報開示の重要性を指摘する。２社目は1674年にフランクフルトで創業したプライベートバンクであるB.メッツラー・ゼール・ゾーン&Co. AGの代表取締役の**ゲアハルト・ヴィースホイ氏**のメッセージである。ドイツで初めてESGやサステナビリティについて国家戦略が発表されたのは2002年であり、それ以来サステナビリティ活動に力を入れている。企業は、最初からESGに対して完璧な認識を持っているわけではないので、ESGに関して進もうとしている方向性が正しいかどうか確認するため、資産運用会社と企業の対話が必要だと述べている。さらに、ESGがコストである一方で、オポチュニティにつながることを事例も含め述べている。３社目はシュローダー グループ・チーフ・エグゼクティブの**ピーター・ハリソン氏**である。資産運用会社は従来のリスクとリターンという概念に加えて、企業が社会に与えるインパクトも評価する必要がある。インパクトとは、企業が利益を得るにあたり外部に与えるプラス・マイナスの効果であり、今後は、企業が社会に与えるインパクトを勘案したインパクト調整済み利益が活用される可能性にも言及している。そして、今のサステナブル投資がメガトレンドで資産運用業界を動かす可能性を示唆している。

第３部の対談では、「FD・サステナビリティ原則」（以下、「原則」）を2020年８月に公表した三井住友DSアセットマネジメント代表取締役社長兼CEOの**猿田隆氏**と、日本証券アナリスト協会専務理事（対談時）の**前原康宏氏**が、コロナ感染拡大で生じた変化と、「原則」について対談を行ったが、ここでは、後者の「原則」のテーマを取り上げる。猿田氏は同社独自のESGスコアを運用プロダクトに組み込んでいるが、それぞれの運用プロダクトがどのくらいESGスコアをインテグレート（統合）するかが課題だと認識している。また、ESGについて独自に分析し、結果として顧客にもたらすリターンの質の高さが、これから先の運用会社に求められることではないかと示唆している。さらに、エンゲージメントにおける課題として、投資先企業に何をどのように求めるかが重要になってきている。すなわち、業績の向上と社会貢献のインセンティブが働くように、投資先企業とガバナンスについて対話していくことが大切になっている。最後に、この「原則」はサステナビリティを否定する投資家はほとんどいない前提で作成されているが、中には短期的リターンのみを追求する投資家が全くいないとは言い切れない。これに対してそのような投資家向けのプロダクトは当社では提供できないこともあると思う、と述べていることから、猿田氏のサステナビリティへの高いコミットを解題者は感じとった。

第４部のパネルディスカッションでは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ代表取締役社長の**高村孝氏**、りそなアセットマネジメント代表取締役社長の**西岡明彦氏**、ピクテ投信投資顧問代表取締役社長の**萩野琢英氏**の３名をパネリストとしてお迎えし、野村総合研究所常務執行役員資産運用ソリューション事業本部長の**横手実氏**に問題提起役を、アライアンス・バーンスタイン代表取締役社長の**阪口和子氏**にモデレーターをお願いして進行された。まず、横手氏より、コロナ禍により、出社を前提とした業務構築や対面コミュニケーションが困難になる中で、資産運用会社がどのような取り組みをしていくのか、といった問題提起がなされた。その後、①資産運用体制・プロセス、②運用商品の組成、③顧客との付き合い方、④コロナ禍での経営者としての課題、⑤SDGsへの対応、と多岐にわたる範囲で議論がなされた。まず、①資産運用体制・プロセスについては、どの運用会社もリモートワークに対応し、運用方針に変更はない。会話の裏に隠れているニュアンスを汲み取ることがなかなか難しいという髙村氏の指摘はその通りであろう。一方で、ポジティブな面として会議に出席しやすくなったことから部門横断のコミュニケーションは非常に良くなったともいう。萩野氏が指摘する会社訪問の効率化も大きな変化の一つであろう。②運用商品の組成については、機関投資家向けプロダクトで、萩野氏からは年金基金関係でESG投資に対するニーズが高まったという。西岡氏は新型コロナウイルスの流行によってESG投資のマテリアリティ（重要課題）のウエイトが若干変化したという。投信については髙村氏が株価急落に備えた商品ニーズの高まりを指摘し、萩野氏は一般的にはグロース系（FANG等）新規ファンドが新設される中で、同社ではあえてこの時期にグロース系を新規設定していないという。同社では長期投資の観点で運用会社がファンドを新規設定し投資家にリターンを享受してもらうには最低３年程度の募集期間が必要だと考えている、という戦略が興味深かった。③顧客との付き合い方については、３社とも様々な工夫を重ねてオンライン化を進めていることが聞き取れる。④コロナ禍での経営者として

の課題は、多くの運用会社も直面している重要な課題だと思う。まず、髙村氏の会社では、あうんの呼吸による意思決定ができないので、会社の誰がどのようにして意思決定をするかという意思決定プロセスがより明確になった。また、人事評価という視点で、収益目標の達成だけでなく、社会への貢献などにも一定の評価をしなければならないという。以前は目指すべきゴールがどこかにあったが、社会や社員の価値観が変わる中で、会社のゴール設定が1番の経営課題、という言葉は心に残った。西岡氏の指摘する、人が最も重要な財産の資産運用業界で、会社の目的、価値観、カルチャーにどれだけの人が賛同してくれるかが重要だという点もその通りと感じる。また、新人社員も多い同社では若手との1対1のミーティングを頻繁に行うことが重要だと考えているというのは、他の運用会社にも当てはまるだろう。ビジョンや方向性の問題に加えて、萩野氏の指摘するITエキスパートの活用も重要なテーマだろう。ITエキスパートの行動特性はこれまでの資産運用業界で働く人間とは異なるので、多様な人材を集めるために、ダイバシティー&インクルージョンの考えが必要になる。⑤SDGsへの対応では、西岡氏は、ユニバーサルオーナーシップの考えのもと、経済の表舞台に立つというよりも下から支える形で、責任投資活動を行っている。萩野氏の欧州ではキリスト教文化の中にSDGsやESGの発想がビルトインされている一方で、サムライ文化、すなわち恥に対してアクションを起こすという恥の文化の日本で、SDGsやESGの本来の考えを一般の方々に理解してもらうことは重要かつ簡単ではない問題であり、まさに同社がチャレンジしているところだという。髙村氏は、パッシブ運用ならではの特徴である、売れないから直してください、ということを、Voice（対話）とVote（議決権行使）を通じて行っている。対話については、現在は、人種の公平性・民族多様性と気候変動の二つをテーマにしている。また、ESGスコアが下位10％の会社に、何も手当していなければ反対するというような活動を行っている。

最後に横手氏より、運用会社としての信念を変えないことと同時に、社会環境の変化に合わせて自分たちのやり方を変えていくことが重要であり、この二つが資産運用会社の経営に求められる。さらに、資産運用会社には、自らの変化に加えて、社会の変化を後押しする役割が求められる、というまとめがあり、資産運用業界に求められる期待の大きさを感じさせるパネルディスカッションであった。

本セミナーはオンラインの特性を生かして、なかなか一堂には会せない金融庁、3社の海外運用会社のトップ、4社の国内運用会社のトップからのメッセージや対談で構成されており、まだ正解の分からない、「サステナブル社会における資産運用業のあり方」を考える複数の視座が提供されたものとなっており、多くの読者が考えを深めるきっかけとなるものと確信している。

©日本証券アナリスト協会　2021