

# 未来のあるべき 経済システム像の実現に向けて、 責任をもって活動していく



運用機関のパーパスや責任投資の歴史、ステークホルダー資本主義における経済モデル、インパクト投資への取り組み等をテーマに、責任投資の第一人者である高崎経済大学教授の水口剛氏と当社執行役員責任投資部長の松原稔が対談しました。

## 〇 運用機関のパーパス

**水口：**御社にとっての「スチュワードシップ」とは、一言でいうとどんなことですか。

**松原：**運用機関のパーパスとして、資本市場や資本市場を取り巻く社会・環境問題に向き合う姿勢をお示しするものです。

**水口：**資本市場から社会や環境はよい影響も悪い影響も受けます。その中で、御社は自分の力をポジティブな方向に使っていく意思があるということですね。

**松原：**まず、私たち自身の資金ではなく、お客さまの資金をお預かりしているということをお知らせすべきだと思っています。その資金を運用して、最終的にはお客さまの資産形成に貢献する使命があります。

その観点から、まずはお客さまのサステナビリティが大切です。次に資金を供給している先である企業のサステナビリティが大切です。さらに、企業を取り巻く環境を支える仕組みである社会のサステナビリティも大切です。つまり、お客さまのサステナビリティを支えるためには、企業および社会・環境のサステナビリティを同時に実現しなければいけないと考えています。

金融機関あるいは運用機関が果たす役割とは何かをお示しすることが、社会の皆様や企業の皆様、あるいは私たちが資金をお預かりしているお客さまに対する負託であり、スチュワードシップ責任であると思います。

## 〇 ステークホルダー資本主義における 経済モデル

**水口：**社会や環境をきちんと守ることで経済活動の基盤を守り、結果として運用成績も上がるという長期的な目線だと思うのです

が、現実には社会や環境が必ずしも守られてきませんでした。なぜなのでしょう。そして今後はどうしたらよいと思われますか。

**松原：**私たちの仮説として、20世紀型の経済モデルと21世紀型の経済モデルは違うと考えています。その背景として、人口が爆発していること、大量生産してきたつげが回ってきていること、そしてそれらを包含している地球の持続性に危険信号が灯っていることがあります。こうした背景が、21世紀型の経済モデルを指向しなければいけない大きな力として働くのだと思います。

その力を資本主義という枠組みで捉えた場合には、株主第一主義からステークホルダー資本主義への移行は、もはや必然であったと言えます。ステークホルダー資本主義における経済モデルは、「インクルーシブな社会経済」、「サステナブルな環境」、「企業のパーパス」の3つが大きな柱になると思います。これらの3つが社会のサステナビリティと企業のサステナビリティをつないでいく鍵になると考えています。

## 〇 他の運用機関と協働していく意図

**水口：**御社は21世紀型の経済モデルで行動しようということですね。それでは市場の他のプレイヤーとの違い、つまり、りそなの独自性は何かですか。

**松原：**私たちに、他の運用機関と協力していきたいという意図があることが、違いだと思います。私たちが競争に勝たなければいけないという要素はありますが、資本市場をどう守って発展させていくかという観点では、協働していく姿勢がとても大切になります。

**水口：**運用機関同士の協働ということですか。

**松原：**そうです。5年以上前から協働という旗印で活動してきました。いわゆる接着剤役を担っていきたいという意図が非常に



松原 稔

Minoru Matsubara

リソナアセット  
マネジメント株式会社  
執行役員  
責任投資部長

水口 剛

Takeshi Mizuguchi

責任投資会議  
社外有識者メンバー  
高崎経済大学  
経済学部教授

強くあり、その役割を果たしていくことが、差別化につながると思っています。

## 国内のイニシアティブをリード

**水口**：たしかに運用機関同士の協力を推進する分野ではリーダーシップを果たしてこられました。例えば、「21世紀金融行動原則」、「機関投資家協働対話フォーラム」など、様々な国内のイニシアティブをリードされてきました。

**松原**：21世紀金融行動原則は、約5年前から関わりを始めました。最初に協働に関わり始めたのはPRIジャパンで、ネットワークを最初に立ち上げたメンバーの1社であると思います。PRIジャパンネットワークにおけるアドバイザーコミッティーや企業とのネットワークであるコーポレートワーキンググループ(以下WG)の座長を務めてまいりました。当初から継続的に取り組んできましたが、今の協働という意味を実効的に捉えた数少ない運用会社であったと思います。

**水口**：そのような取り組みのきっかけは、何だったのですか。

**松原**：2006年にPRIのネットワーク(国際)が生まれ、私たちは2008年に署名しました。その2008年にリーマンショックがあり、金融の存在意義が問われる時代が続きましたが、金融の役割とは、社会・環境・ガバナンスを御旗にして、社会に役立つ金融機関であるという自覚と、それに対する負託について、署名を通じて実感しました。そして、21世紀金融行動原則では運用WGの座長をさせていただき、運営委員としての役割を果たす中で、様々なプラットフォームに参画する等、リーダーシップを発揮できたと思います。

**水口**：ネットワークや皆さんの協力関係は育ってきていますか。

**松原**：やはり最初は、ネットワークの価値に懐疑的な運用機関

もいらっやっと思ったと思いますが、運用機関が集まれば大きなムーブメントができるという成功体験を皆さんが体感し、協力関係ができるようになりました。

その後設立された機関投資家協働対話フォーラムでも、大手の運用機関が集まり、企業のコーポレートガバナンスをはじめとする課題に対して一緒に向き合う動きが出てきました。資本市場や社会の発展のための果実を大きくし、みんなでシェアする枠組みが構築され、協働しながら発展する好循環が生まれたものと捉えています。

## 海外ネットワークによりユニークなポジションを確立

**水口**：海外のネットワークにもずいぶん参加されていますね。どんなものに関わっていますか。

**松原**：FAIRR、KnowTheChain、CA100+、AIGCC、ICGNなどに参加し、海外とのネットワークを広げていく努力をしています。

**水口**：海外のネットワークに積極的に参加するのは、日本の金融機関としては先進的なことですね。

**松原**：PRIジャパンのネットワークに参画を始めたのは2010年であり、比較的初期から入っていると思います。当時、WGの活動テーマとして、インテグレーション、エンゲージメント、レポートという3つの柱を掲げていました。

中でもエンゲージメントについては、海外との協力を積極的に働きかけ、率先して範を示すことが求められたため、PRIを中心とした海外とのネットワークを構築しやすかったと思います。

**水口**：海外の活動と関わる中で学んだことや「なるほど」と思ったことはありますか。

**松原**：5年ほど前の当時、日本ではコーポレートガバナンスが中



## 松原 稔 *Minoru Matsubara*

1991年4月にりそな銀行入行、年金信託運用部配属。以降、投資開発室および公的資金運用部、年金信託運用部、信託財産運用部等で運用管理、企画、責任投資を担当。2020年4月より現職。公職として、環境省・経済産業省・農林水産省・内閣府等の各種委員を歴任。ESGや責任投資に関する講演多数。

心的なテーマ設定だったのですが、海外では気候変動や人権といった外部性に注目していました。Gフォーカスの日本とESフォーカスの海外との違いを目の当たりにしたのは、非常に大きなインパクトでした。

**水口：**海外の金融機関や機関投資家のエンゲージメントには、わりと激しい印象があります。日本のような付度をせずに言うべきことはきちんと言うというスタンスについては、どのようにお考えですか。

**松原：**例えば、CA100+で活動していても、世界に比べて日本の活動は非常に穏やかであるという話は聞きます。スタンスとしては、企業と向き合うか、それとも企業と寄り添うかといった違いがあると考えます。

ただし、ゴールを共有せずに向き合っても破綻するという答えしか出てこないため、最終的にはゴールにきちんとたどり着くことが、投資家と企業の双方に大切なことです。日本の文化の特色としては、サポートする向き合い方のため、最初は戸惑うことがたくさんありました。

**水口：**海外の投資家も企業を攻撃したいわけではなく、やり方が厳しいだけで、同じゴールを共有しているということですね。

**松原：**海外に学ぶやり方もあるし、日本のやり方もあります。このバランスがとても重要で、「それは日本の問題なので日本でやらせてくださいよ」と言うだけでなく、世界が向いている方向とスピードはどうなっているのか、日本が遅れていた場合に何が必要なかは常に振り返る必要があると思います。

**水口：**世界の視野を忘れない、世界で何が起きているかをきちんと見ているということですね。同時に日本に合ったやり方で、そのクッションになるという意味で重要な役割を果たされて

います。ESG投資という世界の中で、御社は非常にユニークなポジションを得ていると思います。

## 21世紀型の資本主義モデルにおける「よい企業」

**松原：**安定して財産を殖やすためには、よい企業に投資していくことが求められます。よい企業には、「まだ伸びしろのある企業」や「今成長している企業」など、様々な「投資哲学」があります。その中で、私たちのインテグレーションの考え方は、21世紀型のよい企業にはESG要素が組み込まれているというものです。

**水口：**20世紀型と21世紀型の資本主義モデルにおける「よい企業」は違う。その投資哲学がしっかりあるということですね。

**松原：**そこが他の運用会社と違うところだと思います。インテグレーションを伝えているのは、機関投資家として目指したい社会、あるべき経済システム像があるからです。それを実現することが長期的に受託者責任、つまり忠実義務と注意義務を果たすことになると考えています。社会のサステナビリティが企業のサステナビリティへ、そして皆さんのサステナビリティにつながると信じています。これが受託者責任と結びつけていく大きなメッセージです。21世紀型の「よい企業」では、伸びている企業でも伸びしろのある企業でも、社会のサステナビリティにどう向き合うのかという共通したテーマがあり、ESGのインテグレーションにつながると考えています。

**水口：**スチュワードシップレポートの冒頭に、御社が目指す「資本市場の新しい形」が示されています。それが御社の考える大きな意味でのインテグレーションであり、目指したい社会ということですね。

## 責任投資ミーティングを定期開催

**水口：**目指すべき姿がいわば投資の哲学に下りてきて、個々の運用者は自分の哲学に基づいて運用する。その哲学を具体化するためには、個々の企業がインテグレーションに合うか合わないかを見分ける知識や方法が必要ですね。

**松原：**ESGの考え方を共有することが、大きな柱になります。ESGを含めた責任投資の枠組みは、運用者が共有するプラットフォームです。定期的に知識共有の場を設けて、常に意識づけています。週に一度、一番頭がやわらかい月曜日の朝9時から責任投資ミーティングを開き、気づきを得るきっかけを提供しています。金曜日の夕方ではなく、月曜日の朝一番にやっていることに意味があると考えています。

**水口：**そこには誰が参加するのですか。

**松原：**社長、運用部門の担当執行役員に加えて、各運用部の部長が参加し、極めてステータスの高い会議として運営しています。運用の現場にいるメンバーも参加し、Zoomなどのオンラインを通じて聞くケースが最近増えています。

**水口**：毎週月曜の朝に情報共有の時間を取って、全員でESG情報をシェアしているということですね。社長もESGに詳しくなり、運用現場の方もESGを理解しています。これからはESGのリテラシーの高さが勝負になると思いますから、社内に理解を広げる仕組みがあることは大事だと思います。

## 責任投資を支える人材、 ステークホルダーダイアログ

**水口**：ステewardシップレポートでも紹介されているパーム油のことでは、たいへん精力的にエンゲージメントをされています。実際にエンゲージメントを担当している方は、私も時々お会いしますが、とても熱心で、この問題に詳しいですよ。昔からそうだったのですか。

**松原**：食品担当のアナリストから責任投資部へ移ってきました。エンゲージメントで大切なことは、①業界に精通していること、②財務分析ができること、③企業とのやりとりができることです。企業と向き合い続けた人がエンゲージメントをするべきだと考え、アナリストに来てもらいました。

**水口**：パーム油のエンゲージメントには食品分野のプロが必要となる。そこで食品分野のアナリストに責任投資部へ来てもらったという形ですね。

**松原**：業界の知見やアナリストの機能を発揮してもらい、また十分に情報共有できました。アナリスト出身者に活躍してもらっている反面、組織的な課題もあります。もっと多様性を組織の中に引き込まなければいけない。多様性を取り込んでいかないと、本当の意味で社会や環境課題を生む外部性に対する感度は上がらないと思います。

**水口**：先程の食品担当アナリストの方は、食品業界には詳しいとしても、森林問題やパーム油といった社会・環境課題に最初から詳しくはなかったわけではないと思います。ずいぶん変わられましたよね。

**松原**：水口先生に紹介いただいたCSRレビューフォーラムとの定期会合の役割が大きかったと思います。彼は毎回参加し、「社会の問題は何なのか」、「パーム油の問題はどこにあるのか」を教えてくださいました。そして、「どうやって解決すべきなのか」までディスカッションをできたことは、私たちにとてもすぐ貴重でした。様々な価値観を持つ人たちとの交わりが、結果として個人を強くしたと思います。

**水口**：確かにCSRレビューフォーラムでいろいろな人に会っていますね。NGOとの接点があるということも御社のユニークな立ち位置ですね。

**松原**：様々な政策当局や労働組合、先生をはじめとする有識者、そして海外のネットワークなど、価値観が違ってても目的を共有できる人たちとディスカッションをしています。その中で、「足りないところはどこなのか」、「より深く広くエンゲージメントできるのはどんなことなのか」、いつもヒントをいただいています。



**水口 剛** Takeshi Mizuguchi

高崎経済大学教授。博士(経営学：明治大学)。商社、監査法人等の勤務を経て、1997年高崎経済大学講師。2008年より現職。専門は責任投資、非財務情報開示。主な著書に「ESG投資—新しい資本主義のかたち」(日本経済新聞出版社)、「責任ある投資—資金の流れで未来を変える」(岩波書店)など。

## インパクト投資におけるインテンション

**水口**：御社はインパクト投資にも力を入れるということですが、インパクト投資の取り組みについてお聞かせください。

**松原**：インパクト投資を行うに当たっての重要な要素は、①インテンション、②財務的リターン、③広範なアセットクラス、④インパクト評価の4つです。

中でもインテンションの要素がすごく大事だと考えています。私たちがやりたい姿、やりたい社会、21世紀型の資本主義というものを示したのは、インテンションをしっかりと出していくうえでの前提となるものだったからです。結果、今回はGHG排出、森林再生、雇用創出の3つのインテンションを設定しました。

インパクトを評価するうえでは、インテンションとその効果測定がどう連携するかといったPDCAの枠組みをつくるのが極めて重要です。具体的には、PDCAに代表されるロジックモデルをつくらなければいけない。ロジックモデルとは、インテンションがきちんと時間的な経路に基づいて、発現していく仮説を立てることです。これがインパクトパスです。

今回の私たちの取り組みとして、どのように時間軸と考え方を整理し、どうやって評価したのかをお伝えしたいと思います。

## 責任投資の発展形としてのインパクト投資

**水口**：御社は今までも責任投資を実践していましたが、インパクト投資とはどのような関係になりますか。

**松原**：私たちの考えている責任投資は、基本的にインテグレー

ションとエンゲージメントとポーティング(議決権行使)です。今回は、それにインテンションを加えました。

**水口:**今までも、21世紀型の資本主義モデルを構築するというインテンションがあったのではありませんか。

**松原:**インテンションを動かす仕組みがありませんでした。今回のインパクトマネジメントの狙いは、インテンションを使ってどのように資本市場を動かし、金融そのものを変えていかに軸足を寄せることです。

これは私たちだけでできるかどうか分かりませんが、私たちはそれを実践していくのだという意思を皆さんにお伝えすることが大切だと思っています。

**水口:**インテンションをより明確にし、インパクトを明示的に測定して管理していくと。つまり、今までの責任投資の発展形として、インパクトまできちんと把握して管理する。方法論としては、インテグレーションやエンゲージメントでも、インパクト投資になるということですね。インパクト投資の中で一番大事なのはエンゲージメントだという議論がありますが、お金を出すだけではないということでしょうか。

**松原:**資金を供給するだけでなく、供給に対する責任を果たすために、エンゲージメントをしていきます。企業が考えているインパクトと私たちが考えているインパクトとのギャップを対話で埋めていき、アラインを共有する。そうした一連の流れとして実現させていきます。

## インパクトパスを活用したエンゲージメント

**水口:**インパクト投資の具体的な形が分かりにくいのですが、グリーンボンドへの投資が第一歩と考えていいですか。

**松原:**枠組みをつくるだけであれば絵に描いた餅で、グリーンボンドを通じてインパクトマネジメントを構築したということです。

**水口:**単にグリーンボンドに資金を提供するだけでなく、御社自身でそのグリーンボンドのインパクト評価を行うということですか。

**松原:**グリーンボンドの運用パフォーマンス評価ではなく、インパクト評価の金銭価値化をしました。そこが大きな特徴だと思っています。ポートフォリオ全体として管理しようとするれば、何らかの統一的な尺度が必要になります。例えば、労働時間とGHG排出量を比べることはできません。基準が必要になるため、金銭価値化してポートフォリオ上におけるインパクトを測定できる仕掛けを構築したのです。

**水口:**投資が本当にインパクトを与えているかどうか、そのインパクトの大きさをきちんと評価したいということですね。

**松原:**何を重要視しているかというと、インパクトパスを重視しています。今回の試みは、インパクトが発現するまでの波及経路であるインパクトパスを特定し、それに伴うポートフォリオのインパクトを測定したことです。どの地域に大きくパスが出てきてい

るのかを確認して、私たちが見立てた評価と、発行体の評価を突き合わせてエンゲージメントに活かすという仕組みです。

**水口:**実際にいくつかのグリーンボンドの評価をし、発行体が行う評価と比較して、御社の評価に基づいたエンゲージメントをしていくということですね。どんなエンゲージメントになりそうですか。

**松原:**最初のエンゲージメントは、インパクトパスからインパクトがどのように発現していくか、私たちと発行体が考えているストーリーの整合性がテーマになります。つまり、数字が正しいというより、数字の根拠となっているプロセスと時間軸についてのディスカッション、エンゲージメントになると思っています。

## 株式のインパクト投資へのチャレンジ

**水口:**今回のグリーンボンドへの取り組みをどのように広げていけますか。

**松原:**やはり株式になります。株式の難しさは、グリーンボンドと違って様々な事業を運営している企業が対象になることです。企業の中でも、ポジティブなインパクトとネガティブなインパクトの両方がある可能性があります。金銭価値化することが極めて難しい。今回の枠組みで対応できるのか、非常にチャレンジングだと思っています。

**水口:**グリーンボンドは資金用途を特定して発行しますが、株式の場合、資金の用途は企業の裁量になります。いろいろなことにお金は使われるわけですが、その評価をしてみようということですね。

**松原:**インパクトの金銭価値化の少し手前で、企業がどのようにインパクトパスを捉えているのかについて、ディスカッションをしていくことになると思います。

**水口:**よりインパクトを明確に意識してエンゲージメントをされるわけですね。

## インパクトファンドを設立し、りそなアセットマネジメントの色を示す

**松原:**私たちはこれから上場株式のインパクトファンドをつくりたいと思っています。その目的は、あくまでもインテンションです。株式投資を通じて、いかにインテンションへ近づけることができるかという観点で取り組みます。上場株式のファンドとして、国内株式とグローバル株式の2つを設定したいと考えています。

**水口:**投資を通じて社会がよりよくなっていくことが、もっと目に見えるようになってきますね。このファンドが御社のスタンスを象徴するものになるとよいですね。

**松原:**単にファンドをつくることを目的とするのではなく、我々が掲げているインテンションに対して自分たちがどう近づいているかを毎年、スチュワードシップレポートを通じて社会に開示していきます。

これまでお客さまが見ている運用機関の姿というのは、無色透明だったと思います。社名はあっても、運用機関がどんな会社かについてはイメージがなかったのではないかと。それに色をつけるのがインテンションだと思っています。その色がお客さまにとって好ましいかどうかを判断してほしい。つまり、ファンドではなく、運用機関としてお客さまに選ばれる、そうした役割の変化も期待したいところです。

**水口：**運用機関に色をつけるというのはよい表現ですね。その色がお客さまに選ばれるかどうかでこれからは競争していくという宣言と受け止めました。インパクトファンドは個人投資家向けですか、年金向けですか。

**松原：**両方を出す予定です。個人のお客さまにもインパクトファンドという形で、一つの色を示していきたいのです。

## ○ 次の世代に対しても豊かさ、 幸せを提供できる運用機関でありたい

**水口：**それではそなアセットマネジメントの色はどんな色になるのでしょうか。御社からのメッセージをいただけますか。

**松原：**今の社会を変えたい、次の世代のために私たちの仕事があるのだと。長期投資の意味は、今の世代をどう豊かにするだけでなく、次の世代をどうやって豊かにできるかという観点を持つことにあり、私たちに与えられている責任だと思っています。

次の世代に対しても豊かさ、幸せを提供できる運用機関でありたい。それを実現するためには、今の自然環境、あるいは社会

環境を維持して発展させること。そしてそれらが企業や皆さんにとって持続的であること。未来のあるべき経済システム像の実現に向けて、責任をもって活動していくのが私たちの色だと思っています。

## ○ 求められるスピード感と発信力

**松原：**最後に当社の課題と期待していることを教えていただければうれしいです。

**水口：**取り組みは年々進歩していると思います。フューチャーメーカーでありたいという松原さんの思いと、ここまでの実践に敬意を表しますし、21世紀型の資本主義を実現されることに期待しています。そのうえであえて課題をあげるとすれば、スピード感と発信力でしょうか。

環境や社会の課題はいま本当に限界に来ていて、このままでは望まない社会になりかねない。そういう危機感が特に海外の機関投資家にはあると思います。御社も頑張っていると思いますが、対外的な発信をもっと強化してもよい気がします。

例えば、今回のコロナ危機に対して、欧米の機関投資家はすぐに連携してメッセージを発信しました。ですが、日本の投資家からの声は目立ちません。御社は国内投資家の協働を推進するなど、これまでも重要な役割を果たしてきましたが、緊急性のある環境や社会の課題に対して、もっと積極的かつ迅速に国内外に発信する役割を期待しています。

