

## ESG 対談【第 2 回】：土岐社長（BNP パリバ・アセットマネジメント） × 水口教授

土岐：前は私が水口先生にいろいろお聞きしました。今度は私がお答えする番ですね。今回も投資にあまりなじみのない一般の方にもできるだけわかりやすいように、弊社グループの取り組みをご紹介しながら、運用会社が持続可能な社会の構築に果たせる役割などについて意見交換していければと思います。よろしくお願いします。

水口：はい、よろしくお願いします。まず、御社は、ESG 投資が盛んな欧州系の運用会社ということもあって、随分前から ESG 投資に熱心に取り組まれていると思います。そもそも母体となっている BNP パリバ・グループ自体がサステナビリティに熱心ですが、そこには何か歴史的な背景や経緯のようなものがあったのでしょうか？



土岐：グループの歴史は 1820 年代にまでさかのぼりますが、サステナビリティに取り組むきっかけになるような何か特別なエピソードがあるというよりは、もともと欧州を代表する金融グループとして、社会課題の解決や環境配慮への関心が高かったのだと思います。環境への規制動向、つまり国や地域の当局の動向にも常に敏感で、それを活かして積極的にビジネスに取り組んできたこともあって、サステナビリティという考え自体が企業文化に合っていたように思います。私どものブランド・プロミスは、「Investing means the world to us」といいますが、この world は「持続可能な世界」という意味を含んでいます。直訳ではなかなか日本語になりにくいですが、「私たちは投資を通じてより良い世界をつくることに貢献します」と訳しています。

水口：なるほど、その中で BNP パリバ・アセットマネジメントという会社はグローバルではいつ頃生まれたのですか？

土岐：グループの歴史は複雑なのですが、その資産運用ビジネスについて言えば、1968 年に当時の BNP 傘下のアセットマネジメント会社が、また 1980 年には当時のパリバ傘下のアセットマネジメント会社がありました。その後 2000 年になって、BNP とパリバが合併し、それを機にこれらの運用会



社も合併しているんです。日本法人ができたのは 1998 年ですから、日本での歴史も 20 年以上になります。

水口：日本企業も投資対象なのでしょうか？たとえば、御社では、日本企業もエンゲージメントの対象になるのでしょうか？

土岐：いえ、運用部隊は海外にいますので、当社が直接運用する主な対象は海外企業になります。日本株運用は当社の理念を共有して頂ける他の運用会社に委託しているんです。

水口：なるほど、御社の ESG 投資は、日本企業というより、海外の企業により影響を与えることになるのですね。ところで、御社は今年の 3 月に、会社全体としてのサステナブル投資方針をまとめたグローバル・サステナビリティ戦略（GSS）を出されましたね？これにはこういった背景があるのでしょうか？

土岐：私どもはずいぶん前から ESG 投資、当社ではサステナブル投資と呼ぶのですが、それに取り組んできました。ですから、ESG の観点を ESG スコアやネガティブ・スクリーニングなどを含めて運用プロセスに反映する、あるいは SRI ファンドや環境や水などに関するテーマ型ファンドを運用するといったようなことはもともとやっていたわけです。今回あらためて GSS という明確な形でサステナブル投資の方針をうち出した背景としては、やはり欧州を代表する金融グループに属する運用会社としての決意の表明という部分がかかなりあると思います。



水口：あえてこの時期にそれをした、何かきっかけのようなものがあるのですか？

土岐：実はここ数年、ESG 投資をさらにしっかりしたものとするために、会社のなかで ESG 投資の中心となる組織、社内ではサステナビリティ・センターと呼んでいますが、ここでの ESG 人材の強化を図ってきました。たとえばコンサルティング大手のマーサーでグローバル責任投資ビジネスを率いてきたジェイン・アムバクシアを、2018 年にサステナビリティ・センターのグローバル・ヘッドとして迎えました。彼女は、責任投資原則（PRI）ができた時の起草メンバーの 1 人ですよ。またサステナビリティ・リサーチのグローバル・ヘッドには、直前までカーボン・トラッカーでマネージン



グ・ディレクター兼調査責任者をし、その前はパークレイズでマネージング・ディレクター兼リサーチ責任者をしてきたマーク・ルイスが、2019年1月に就任しました。この2人はTCFDの現メンバーでもあります。

さらに、サステナビリティ・センターの副ヘッドのヘレナ・バインズ・フィエスタスは、かつて有力NGOのOxfamで貧困削減やアクセス・トゥー・メディシンのプロジェクトを率いていた経歴がありますし、現在は、欧州委員会のTEG（Technical Expert Group）のメンバーとしてEUタクソノミーの策定にも関わっています。こういうメンバーが集まったことから、あらためてサステナビリティ戦略を明確にしようとしたのでしょう。

水口：なるほど、豪華なメンバーですね。ところで、このGSSですが、これを発表したことで、例えばESG投資のプロセス自体も大きく変わったのでしょうか？

土岐：ESG投資のプロセスを大きく変更したというよりは、それをより明確にしたという部分が大きいと思います。

水口：GSSでは、「サステナブル投資の構成要素」と題して（1）すべての投資にわたるESGインテグレーション（統合）、（2）ステューワードシップ活動、（3）責任ある企業行動の要請と除外、（4）3つの「E」、の4つがあげられていますね。

土岐：その通りです。ヘッドのジェインは、かつてマーサーに長くいましたので、運用プロセスをどういうふうにも明確にすればより機能するのかを熟知しています。今彼女が関わっている作業は、2020年中に全運用資産の運用プロセスにESGを統合して、サステナビリティ・センターがその完了を検証し確認するというものです。そうした時に、ただESG統合に取り組みましたと宣言するだけでは意味がなくて、具体的にどうやって運用プロセスに継続的に取り込むのかという目に見えるものがないと浸透しないのです。

運用プロセス自体は、投資哲学から始まって、アイデア創出、ポートフォリオ構築、リスク管理、エンゲージメント、というように時系列で流れていくのですが、これと各ステップでの実際の担当者の仕事や役割が紐付けされ、各プロセスでESGの観点から何をどうやるのかということに彼女が中心になって具体的に明確にしていっていったわけです。例えば、上場株に対する投資ではどうするか、未上場株に対してはどうするか、ESGスコアがなければどうするかなどいろいろなケースがあります。そうした手続きを形にして2020年中に全ての運用資産のESG統合の検証を終える予定です。

水口：構成要素の2つ目のステューワードシップ活動では、エンゲージメントが中心になりますね。

土岐：はい、そうです。投資先の企業に問題があるとわかれば、まずは投資対象企業と問題の改善に向けて話し合います。私どもは決してアクティビストではなく、対話を重視します。それによって改



善の姿勢が見られるとか、何らかの理由があれば投資を継続しますが、そうでない場合は投資を止めることとなります。

エンゲージメントの代表的な例は、私どものサステナビリティ・レポートで公表しています。たとえば当社は国際的な共同エンゲージメントのイニシアティブである Climate Action 100+に参加して他の機関投資家と積極的に連携していますが、それを通して、スペインの石油・ガス大手である REPSOL や、フランスの自動車企業のプジョー、国際石油メジャーの一角であるトタルなどと具体的にダイアログをしています。また、自然資本も重要なテーマと位置付けています。そこで、企業に対して自然資本への影響と依存度について開示することを求めている、2018 年には BASF をはじめとする化学品企業との対話も始めました。森林破壊につながる畜産や大豆生産も重要なテーマで、フランスの大手小売りチェーンとの対話を行っています。

水口：御社のサステナビリティ・レポートでは、だいぶページを割いて、エンゲージメントの説明をしていますよね。欧米の運用機関は、こういう企業とこんなエンゲージメントを行って、こんな成果が出たという例を詳しく示していることが多いですが、これは今後のフロンティアだと思います。「その運用会社はスチュワードとしての責任を果たしているか」、「実施したエンゲージメントは適切だったのか」といったことは、結局、どのような企業を対象にどのようなエンゲージメントをしたのかをしっかりと開示して、社会に「なるほど」と納得してもらう以外にないからです。そうやって自らの正当性を示していくことが大事になってくると思うのです。

ところで「サステナブル投資の構成要素」の 4 つ目にあげられている「3 つの「E」」というのは、こういったインテグレーションやエンゲージメントを行う際の、御社の重点課題という意味ですよ。

土岐：はい、この「3 つの「E」」というのは、Energy (エネルギー)、Environment (環境)、Equality (平等) の頭文字を取ったものです。当社では、この 3 つが、持続可能で包摂的 (inclusive) な経済を作るための鍵だと考えていまして、今後のエンゲージメントの焦点となります。また、この 3 つの「E」に関して具体的な KPI (主要業績指標) も設定していまして、GSS の第 2 章で詳しく説明しているんです。

水口：それに関連して、GSS の冒頭、序文のところで、第 2 章についてこう書いてありますね。「現在の経済、社会、環境システムは破綻しており、持続可能なリターンを生むように転換しなければならないと考えます」。そしてこう続けています。「単に、関連するリスクと機会がポートフォリオにどう影響するかだけでなく、私たちが投資家として未来を作ることにどう役立ち、長期的にこれらのリスクを最小化できるのかについても理解することを約束します」と。これはつまり、目先の投資収益のことだけでなく、世界が直面している課題にも対応するんだという宣言ですよ。私は、これが GSS の一番いいところだと思っています。

土岐：ありがとうございます。これは、別の言葉で言うと、「フューチャー・メーカーになる」という



ことです。GSS の第 2 章では、単に将来の動向を予測して受け身的に対応するフューチャー・テーカーではなく、フューチャー・メーカーになることをコミットしています。投資行動やエンゲージメントが持つ私たちの影響力を、よりよい未来を作るために使うということです。

私たちは投資哲学として、長期的に持続可能なリスク調整後リターンをお届けすることを目指していますが、そのことと、その基盤となる持続可能な社会づくりに貢献することは決して矛盾しない、むしろ表裏一体だというのが信念なのです。

水口：その具体的なテーマが 3 つの「E」ということですね。KPI も定めたということですが、どんな内容なのか、教えてください。

土岐：1 つ目の「E」は、Energy の E で、エネルギー転換を意味するものです。CO<sub>2</sub> をできるだけ出さないような社会に変えていきたいと思います。その中で、当社では、(1) 2025 年までに私たち自身のポートフォリオをパリ協定のゴールに整合させること、(2) 投資先の企業と国に対しても彼らの戦略をパリ協定のゴールと整合させるように働きかけること、(3) 政策決定者がパリ協定のゴールと整合する政策を採用するよう働きかけること、の 3 つを目標 (Target) として設定したんです。

水口：具体的な KPI もあるのですか？

土岐：私たちが投資しているポートフォリオ当たりの CO<sub>2</sub> の排出量と、その中でグリーン投資が占める比率またはグリーン投資額を KPI に設定しています。このように KPI として定量的に計測できるものがあること、今後その進捗を皆さまにご報告できるということが大事だと考えています。

水口：グリーン投資と言いますと？

土岐：今 EU で議論されている EU タクソノミーが使えるようになれば、そこで定義される「持続可能な経済活動」を判断基準に使うことになります。

水口：この KPI で目標とする比率や排出削減量も決まっているのですか？

土岐：いえ、適切な目標を設定するということが大事ですから、いきなり目標値を決めるのではなく、まずは正しく測定することから始めるという、段階的なアプローチをとっています。

水口：ポートフォリオの CO<sub>2</sub> 排出量ですが、投資する株式だけではなくて、例えば国債を含めた債券も計測の対象になるのでしょうか？ 債券も合わせてポートフォリオ全体で CO<sub>2</sub> 排出量を削減する





というのは大事なコンセプトだと思いますが、これは意外に計算が難しいです。また、株式の場合でも、実際に CO2 排出量を計算しようとする、投資先企業の CO2 排出量をどこまで計算するのかという、いわゆる Scope (範囲) の問題がでてきます。実際に自分の会社で使っている重油などから出る CO2 だけなら Scope1、電気を使うことで間接的に出る CO2 まで含めれば Scope2、自社製品が、例えば自動車会社の場合であれば、売った車が走った時の CO2 排出量まで計算に入れるのであれば Scope3 になります。それをすべて計算してポートフォリオの CO2 排出量を計算するというのであれば、実務的にはなかなか大変です。

土岐：現在は個別の株式と社債を計算の範囲に含めて実施しています。国債については、今のところ個別銘柄ベースでは計算せず、外部情報ベンダーから提供されるモデルなどを使って、国全体での CO2 排出量や削減目標をモニタリングしています。個別の株式と社債については、外部情報ベンダーから提供される企業別の CO2 排出量を使って、それにポートフォリオでの投資額と当該企業のエンタープライズ・バリューの比率をかけて計算しています。CO2 排出量の計算の範囲ですが、これは現状では Scope1、2 の範囲で計算しています。本社のデータアナリストが流通過程まで含める Scope3 での利用可能なデータについて研究していますが、これらすべてを含めた Scope1、2、3 に移行するには、特に Scope3 のデータの信頼性の確認が必要と思います。

水口：目標値の設定はこれからというお話ですが、ポートフォリオの CO2 排出量は測定するだけでなく、今後は削減を目指すことになるのですよね？

土岐：もちろんです。まずは化石燃料関連の投資比率を削減することで、2°Cを十分に下回るという IEA (国際エネルギー機関) の「持続可能な開発シナリオ (SDS)」と整合するようしていきます。その一環で、石炭に関しては基準を強化した新方針を導入したのです。

水口：どのような方針なのでしょう？

土岐：詳しくは GSS をご覧頂ければと思いますが、たとえば、一般炭採掘事業からの収益が全体の 10%以上か、全世界の生産量の 1%以上を産出している企業は投資対象から除外します。

水口：除外だけではないのですよね？

土岐：先生が重要視されるのは、やはりスチュワードシップです。フューチャー・メーカーになるということは、エンゲージメントを通じて相手にも変わってもらわなければいけないわけで、そうした場合に、各運用でその KPI として CO2 排出量がいくらであるということだけではなく、そのポートフォリオで CO2 排出量を削減していくという決意があり、あわせて将来どのくらいまで削減するかという目標も出てくるわけです。CO2 排出量が少ないものを組み入れるだけでは、ポートフォリ



オの CO2 排出量は下がっても、社会全体の CO2 排出量は減らないわけですね。また、CO2 排出量が少ない企業だからといって、将来に利益の出ない企業に投資したら意味がないわけです。そうすると、将来性のある企業に対して CO2 の排出量を減らすことを促す、つまり、この企業に投資することが株式投資としてよいリターンになるということに加えて、CO2 排出量も下げていく企業だから投資するという整理につながるのが、まさにエンゲージメントだと思います。今回の石炭方針で除外対象となる企業とはエンゲージメントをして、パリ協定と整合する水準まで石炭関連事業を削減することにコミットした企業は、石炭方針の適用を免除することにしています。

水口：2つ目の「E」についてはいかがでしょうか？

土岐：2つ目は Environment の E で、水ストレスのある地域での水資源の利用効率の向上や、森林減少を 2020 年までに半減し、2030 年までに終わらせるために、投資先企業の NDPE (No Deforestation, No Peat, No Exploitation：森林破壊ゼロ、泥炭地開発ゼロ、搾取ゼロ) 方針を推進することを目標にしています。具体的な KPI としては、NDPE 方針を策定した企業の数や、私たちが投資しているポートフォリオにおけるウォーターフットプリント（水使用量）などを設定しました。

水口：そして3つ目の「E」が社会課題に関わることですね。

土岐：はい、3つ目は Equality の E で、これは不平等をなくしましょうということです。よく Inclusive（包摂的）と言っていますが、全ての人に持続的な成長の恩恵が行き渡るような社会を作っていきたいと考えています。

水口：3つの「E」の中に Equality が入っていることは、とても重要だと思います。経済的な不平等というのは、今後、大きな社会的課題になってくると思うのです。問題は、実際にどうしたら平等で Inclusive な社会が実現できるのか、ということですが、この点、どのようにお考えですか？

土岐：そうですね。Equality に関する分野では、例えば女性登用の課題がありますが、KPI で見ているものとして、投資先企業の女性取締役の比率があります。女性取締役の比率が低い企業に対してはエンゲージメントを行って改善を促し、場合によっては議決権を行使して、経営陣の人選に反対することになります。

水口：ダイバーシティの推進の一環ですね。性別による差別は経済的不平等を生む原因の1つでもあるので、重要だと思います。さらに GSS では Equality に関連して、「CEO への過剰な報酬の是正」という項目が目標にあげられています。実際、アメリカの S&P500 に含まれる企業の CEO の報酬は従業員平均の 361 倍だそうですから、高すぎですね。ところがこの話を日本ですると、すぐに「いや、日本の経営者報酬は低すぎるんだ」という話になってしまうんですね。



土岐：何をもちて適正なレベルですかという質問は、すごく難しいところがありますよね。

水口：何が適正なのかわからないし、また CEO と従業員の報酬が同じなはずがないですよね。でも、361 倍というのはやはり行きすぎだと思います。この問題の難しいところは、投資先企業に要求するだけでなく、機関投資家自身の姿勢も問われるということだと思いますが、御社ではどうなのですか？

土岐：ヨーロッパの金融機関は、特に金融危機以降は CEO の報酬が極端に高くなりすぎないように配慮しているところが多いように思います。アメリカの CEO の高報酬の論理は、株主が経営者に経営を依頼するなかで、株主からすれば報酬のインセンティブを上げることによって株主のリターンが高くなるだろうということでしょうが、同時にそれによってインセンティブを上げすぎて会社が暴走するという問題も出ます。それがヨーロッパでは、そこまでのインセンティブにならないような配慮があって、それが安定した社会のためのキャップになっていると思います。これは時代的背景も影響していると思います。行き過ぎた短期主義がグローバル金融危機につながったという反省があって、金融危機みたいなことを起こしてしまうとサステナブルではないですよねという考えも入っているのでしょうか。

水口：なるほど、よく考えられているんですね。今回はヨーロッパの運用機関が ESG 投資にどう取り組んでいるのかを聞かせて頂くことができました。日本の企業や投資家の方にとっても、きっと参考になることと思います。

土岐：ありがとうございました。次回は、さらに踏み込んで、実際のエンゲージメントの課題やそのあるべき姿などについて議論したいと思いますので、当社 APAC (Asia Pacific) のエンゲージメント責任者との対談を予定しています。よろしくお願いいたします。





(2019年10月)

**土岐 大介** (写真左)

BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社  
CEO・代表取締役社長

2019年1月、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社に入社し、CEO・代表取締役社長に就任。それ以前は、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社の代表取締役社長、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社の代表取締役社長、ゴールドマン・サックス証券会社エクイティ部門共同責任者等を歴任するなど、金融業界で30年以上の経験を保有。一橋大学大学院および筑波大学大学院の客員教授（現職）。

筑波大学第三学群・社会工学類（経営工学専攻）卒業  
ケース・ウエスタン・リザーブ大学大学院 オペレーションズ・リサーチ 修士

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 博士後期課程単位取得退学

**水口 剛** (写真右)

高崎経済大学 経済学部教授

ニチメン（株）、英和監査法人等を経て、1997年に高崎経済大学経済学部講師、2000年4月より同大学経済学部准教授、2008年4月より同大学経済学部教授。専門は責任投資（ESG投資）および非財務情報開示。現在の研究課題は、市場メカニズムを通して持続可能な社会を実現するために、環境・社会・コーポレートガバナンス（ESG）の要素を投資意思決定に統合する責任投資を日本で定着させるとともに、責任投資を支える会計と情報開示の新しい形を研究し、提言すること。環境経済・政策学会理事（2017年～2018年）、環境省・ESG金融懇談会委員（2018年）、環境省・グリーンボンド検討会座長（2016～2017年）等を歴任。

筑波大学第三学群・社会工学類 卒業  
博士（経営学、明治大学）



**【ご留意事項】**

- 本資料はBNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が ESG 投資に関する情報提供用資料として作成したものであり、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 本資料における統計等は、当社が信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。