

平成 28 年度 第 5 回 拡大版コーポレートガバナンス研究会

アセットオーナーとして果たすべき役割りとアセットマネージャーへの期待

セコム企業年金基金 顧問 八木博一氏

2016 年 12 月 7 日 (水)

(池尾座長)

年末のお忙しい時期にお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。ただいまから平成 28 年度第 5 回の拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催いたします。それでは、まず恒例で岩間会長から開会の辞をいただきたいと思います。

(岩間会長)

本日はお忙しいところをお越しいただきまして、ありがとうございます。今年は「アセットオーナーとして果たすべき役割とアセットオーナーから見たアセットマネージャーへの期待」を通年のテーマで取り上げてまいりまして、本日は企業年金の代表としてセコム企業年金基金の八木博一様にお越しいただきました。長年、企業年金の運用に携わってこられたお立場から貴重なお話を伺えると期待させていただいております。

基金のお立場から我々に対するご要望、ご意見を忌憚なく承れればと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それでは早速ですが、ただいまもご紹介がありましたように、本日はゲストスピーカーとしてお迎えしたセコム企業年金基金の顧問、八木博一様に「アセットオーナーとして果たすべき役割とアセットマネージャーへの期待」と題しましてお話をいただき、そのあといつものように自由討論をしたいと考えております。それでは八木様、よろしくお願いいたします。

(八木氏)

よろしくお願いいたします。資産運用ご専門の方々を前にこういう話をするのは気が引けるのですが、まずはセコムの年金のご紹介から簡単にお話し申し上げます。

1 ページ目です。もともと 1970 年 4 月に日本警備保障の厚生年金基金でスタートして、平成 15 年に代行返上して今に至るといことです。

加入者が 1 万 7,000 人ほどおりまして、受給者、待機者含めて 2000 人ぐらい、このような状況でございます。

年金制度はキャッシュバランス制度で、10 年国債にトラックしていくという形で制度運営をしています。

今年 3 月末時点で運用資産額 870 億円です。年金の負債に対して 178%の資産を保有するということで、確定給付企業年金法では、150%を超えると会社は掛金を拠出してはいけないルールになっております。今年度、来年度も会社からは掛金が全く入ってこないという年金制度に移行しています。

資産配分ですが、特徴的には国内株式のウェートがかなり高く、内外株を合わせて 50%弱です。この株式運用の 95%以上が ESG 投資で、その ESG 投資も十数銘柄から、一番多いファンドで 50 銘柄ぐらい。中心値はだいたい 20 銘柄ぐらいの集中投資型の運用となっています。

日本の年金制度としては珍しく転換社債、これはグローバル CB を 3%ほど保有しています。

このポートフォリオは、この 10 月末現在です。足下はもうちょっと株のウェートが上がってきたと思います。

2 ページですが、セコムグループの事業です。セコムの基本理念は社会に有益な事業を行うのだということの中核に据えて、この理念の中でセキュリティ事業をはじめとして、いろいろな事業を会社は展開しています。

この基本理念に沿って、さらに会社の中では運営憲法ということで、3 ページですが、10 項目ほど定めております。この 1 番と 2 番、社業を通じて社会に貢献する。あるいは 2 番目の社会に貢献する事業を発掘、実現し続ける責任と使命を有するというをセコムの運営憲法に据えております。社会システム産業と大層な言い方をしておりますが、セコムグループの全ての組織がこの憲法の下にいろいろな行動を行っていくということです。したがって年金制度もこういう考え方、理念の下に制度運営をやっています。

4 ページです。私たちはステークホルダーとして、年金は会社の側面も持っております。先ごろスチュワードシップ・コード、それからコーポレートガバナンス・コードが誕生したとありますが、その両方の影響を受けながら制度運営をしていく立ち位置にあると思っております。

インベストメント・チェーンですが、年金から運用機関さんにいろいろオーダーをしていく中にセコムの年金としてどういうことを考えているかをきちんとお伝えをしていかなければいけないと考えております。

この経営理念ですが、ここでは二つほど調べてきましたが、A 社の基本理念を 1 番目に出しております。1 行目の後段ですが、「公正かつ透明な企業行動に徹する」「環境と

の調和、積極的な社会貢献活動を通じ、良識ある市民として真に豊かな社会の実現に尽力する」。

2 番目、B 社ですが、「法令や社会規範を遵守し」「すべての人々の人権と尊厳を尊び」ということで「持続可能な社会実現に向けて事業活動を通じた社会的責任を果たしていきます」という経営理念、方針を守っていらっしゃる。セコムが掲げている理念、憲法もこれに近いものであろうと私は考えています。

6 ページ、運用の基本方針です。企業年金の場合、タイトルは「基本方針」と書いてありますが、明確に方針と書いたものはほとんど存在していないと聞いています。運用の基本方針ですが、かつて基本資産配分が方針であると説明されていた時期もありました。したがって運用の基本方針の中に基本資産配分が書いてあれば、それが方針であるという受け止め方をされてきたわけです。しかし現実的なことを考えていきますと、基本資産配分とは別にほとんどの企業年金は年度の基本資産配分戦略という言い方で、全く違うものを方針として基本資産配分をもって運用されているという実態もあります。また、年度の資産配分の中にはトラックレコードがほとんどないようなオルタナティブ運用も相当程度入っているという実情を考えますと、はたしてこれは健全な意味での基本方針といえるのかという問題があるのではないかと私は思っております。

確かに方針は道筋であると説明されている部分もありますので、道筋を示すという意味では基本資産配分を示せば形式的には足りるかもしれません。しかしそれぞれの理念は一体全体どうなっているのか、非常に疑問に思えてきます。そこでセコムの場合は、年金資産の運用に関する基本方針、前々から方針は断片的に各運用機関さんにお示ししてきましたが、それを昨年一つにまとめて、改めて運用機関さんにお示ししたものがこれです。

1 番目に、長期的に年金財政を健全に維持するということを掲げています。

2 番目に、年金や一時金の給付に充てるために安定したインカム収益の獲得に努めます。ここの分はまた後程ご説明いたします。

3 番目に、国連の責任投資原則を遵守して、アセットオーナーとしての社会的な責任を果たしていきますということを掲げております。

4 番目に、収益の源泉を分散することに留意して、分散投資に努めます。

5 番目は、企業年金基金の受託者の責任を適切に守って行動していくということを掲げています。

最初に長期的に年金財政を健全に維持するということについて、セコムの年金はどう考

えているかということです。

9 ページです。「年金制度の健全性維持の努力」と書いています。厚生年金基金の時代ですと国の年金は、国勢調査を 5 年ごとに実施して、その結果をもとにして死亡率や年金制度運営にとって必要な基礎率を導き出して、これを国の年金制度の中核に据えて運用されています。このようなプロセスを企業年金もそっくり真似をして、財政再計算ということで掛金率を決定するプロセス、これをほとんどの年金さんは 5 年ごとにやっています。また、これに合わせて ALM 分析をやって、基本資産配分を求めるというプロセスでやっています。私たちはこういうやり方についてはどうなのだろうかという疑問を前から持っていました。

今、40 年前のオフコンのレベルがパソコンで簡単に実現できる時代の中にあって、掛け金の計算を 5 年ごとにやる必然性は全くないのではないかとということもあります。また継続性診断というアプローチを使うことによって、毎年細かく軌道修正をかけていくことができるのではないかと考えて、セコムでは毎年、財政再計算と継続性診断をやって、持っているポートフォリオのリスク特性をきちんと情報を収集してこうという努力をしています。

10 ページは継続性診断報告書のコピーです。11 ページの 1 番目に書いてあることは、これは一般的な ALM 分析のアプローチではなくて、今あるポートフォリオからリスク特性を計算しながら、それが制度運営にとっていいか悪いかきちんと認識しましょうということを最初にやっています。

2 番目の点です。これは基金の債務特性を考慮した上で将来的なリスクをきちんと分析して、積立金を保有するようなアプローチをやりましょうということです。

3 番目が将来的な備え。4 番目が資産の流動性の点について、あえてここに入れていません。つまり全ての資産を高い流動性の下に管理する必然性は全くないわけです。流動性と低流動性資産をどうバランスを持って保有すべきであるかを、こういうプロセスを通じて分析しています。

その次はインカム収益とキャピタル収益にまず分解して、インカム収益は年金の給付に充てましょう。キャピタル収益のほうは一時金の給付を主に考えましょうという形で考えています。

キャピタル収益の変動を抑制するための資産として、低流動性資産への投資はもっときちんと活用していくことをこの報告書の方針として分析をお願いしています。

12 ページは、インカム収益、キャピタル収益の行き先を示したページです。

13 ページは、基金の財務情報をもとにして、それぞれ実際に現預金のボリュームからヘッジコストあるいは年金給付に充てるためのお金をどれぐらい保有するのが合理的なのかを分析していこう。あるいは、年金給付額以上のインカム収益がどの程度実現しているのか、いないのかという分析。キャピタル収益のほうは再評価率。再評価率とは先ほどキャッシュバランス制度ということをお話ししました。そのキャッシュバランス制度で各仮想個人勘定残高が1年たつと利息で膨らんでいきます。その膨らんでいく率のことを再評価率と言っていますが、この率に対して運用実績が上回った収益を上げているのかということを検証していくというプロセスです。

14 ページです。こういった分析をいろいろやりまして、毎年スコアをつけています。このスコアが上がったのか下がったのかということで、どの要素が弱いのかをきちんと認識して、その弱い部分について翌年度ポートフォリオの見直しをかけながら対応していこうというアプローチをしています。したがって、ほかの年金さんではALM分析をやって、先にポートフォリオ、資産配分ありきでやっていくのに対して、私たちはそれを逆のプロセスからやっていくアプローチです。ですから、今持っているポートフォリオが常に正しい、その正しいポートフォリオに対して何を変えるべきか。何を変えると制度としての持続性が維持されるか。こういう考え方で分析をやっていただいています。こういったものが長期的に年金財政を健全に維持していくために必要不可欠である。こういう結論に達して、このような活動を毎年行っています。

次に運用の基本方針の2番と4番をまとめてご説明したいと思います。16 ページです。インカム収益に着目したポートフォリオということです。1年間の総年金給付額、それから一時金での給付額を最初に認識しておいて、それを保有資産に置き換えるとどれぐらいのインカム収益が必要なかを導き出していきます。私どものポートフォリオですと、年金給付については0.3%相当額稼いでくれれば年金給付は維持できるという結論です。また一時金給付ですが、2.7%相当額をインカムで賄ってくれば制度として資産を処分せずに動かしていくことができる。このような結論です。この3%相当額、全ての額をインカム収益で賄うことに成功しています。

先ほど会社からは掛金は入ってきませんという話をいたしました。セコムの年金制度においては掛金が入ってこなくても年金給付あるいは一時金給付に困ることはない。ということかということ、このようなインカム収益のバジェットをあらかじめ組んで、その

とおりになんとか回していこうという努力を毎年続けていくことによって、このような安定した制度運営が担保されています。

その下の債券、株式、クレジット、グローバル CB、不動産 REIT 等、このような資産からちょっとずつインカム収益を集めてくる、このような努力をしています。

また企業会計を全く忘れているわけではなく、企業会計のほうは決算時点で年金資産額が大きく減ってしまうと株主様に大きな影響を与えてしまうので、リスク資産のボラティリティを下げようという努力をしています。私たちはボラティリティを下げようのために ESG 投資をやっているとんでも過言ではないかもしれません。

また株式運用で主に ESG 投資をやっていますが、ここの部分ではインカム収益も狙っています。

その下の低流動性資産の活用です。これはまさに保険商品、アセットファイナンス、森林投資、プライベート・エクイティ等々いろいろなものを組み入れながら、低流動性資産を上手に使って、流動性資産のボラティリティを緩和しようという効果を狙っています。

3 番目にドローダウンしてしまうような大きな変動がままあります。そういう中で資産の目減りを防止するという意味で、金投資を組み込んでいます。このようにいろいろ考えたポートフォリオを使って資産全体のボラティリティを下げることに、今のところ成功しています。投資理論を使った配分ではなくて、資産ごとにインカムのバジェットを割り当てて配分していくという努力。あるいは収益の源泉、ですから資産そのものを分散するのではなくて、収益の大元がどう分散されているのかを考えながらポートフォリオをつくっていく。このような、ほかの年金制度さんとはかなり異質な考え方で資産配分をやっています。

17 ページです。国連の責任投資原則の遵守と、アセットオーナーとしての社会的な責任を果たすということです。18 ページ、PRI の責任投資原則が六つあります。これはいろいろなところに出ている話ですので詳しくはご説明しませんが、一つ申し上げたいのは、PRI、ESG 投資、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、あるいは SDGs、パリ協定などが日本のメディアでは今バラバラに報道されていますが、セコムの中ではこれは大きな流れの中に組み込まれた一つのパーツであるというような理解の仕方をしています。したがって責任投資原則という大きな流れのもとになるものがあって、その上に ESG 投資が乗り、そしてスチュワードシップ・コード、ガバナンス・コード、SDGs、パリ協定等が動きだしているという理解の仕方をしています。

19 ページです。運用機関さんの方からも、ESG 投資をやると本当に儲かるのですかという質問がたまにあります。ESG 投資の定義ですが、アクティブ運用にも ESG 投資が入ってまいりますし、パッシブ運用にも入ってくるということです。考えてみますと、これは ESG 情報を活用した資産運用の総称が ESG 投資なのだろうと今考えています。ですから、儲かるかどうかは、ひとえに ESG 情報を使って運用する運用機関さんの腕次第です。違った言い方をすると、ESG 投資のどういう属性を抽出した運用をしてほしいかというオーダーをアセットオーナーが出すか出さないかが問題なのであって、ESG 投資が儲かるか儲からないかという議論とは全く異質な次元なのではないかと考えています。

2 番目、ESG 投資のアクティブ運用の話です。財務情報から得られる企業の成長性や企業価値のほかに、企業が公表している CSR レポートなどを将来の企業経営に影響を及ぼし得る将来財務情報であると位置づけて、企業価値を測定して投資を行います。ESG 投資をやっているということは、要は足下の収益ではなくて、超長期にわたる収益のぶれが小さくなるであろうという仮説に基づいて投資をしているものであると考えて間違いないのではないかと考えています。

企業年金基金では、3 番目の話ですが、時価変動の抑制ということで、伝統的な債券と株の組み合わせでポートフォリオをつくっていくことがあります。マイナス金利が入ってきたりすると、本当にこれでいいのかという疑問も最近ずいぶん言われています。

また、4 番目の高齢化社会が進んでまいりまして、日本の企業年金の直感的には半分以上が給付超過に陥っていると私は感じています。そういった中で給付超過の制度自体の持続性を維持するためには、インカム収益をどううまく使っていくか。旧来の資産運用の考え方とは違うアプローチが必要なのではないかと感じています。このようなものに対してほかの企業年金さんもけっこう関心を持って、たまに、どういうふうにやっているのか聞かれているというのが実態です。

20 ページ、6 番目です。インカム収益を提供する ESG タイプのアクティブ運用がけっこう注目されています。私どもが運用をお願いしているいろいろな運用機関さんからも、地方に行くと、セコムで使っているあれがほしいという話をたまに聞きますということも伺っています。おそらくこういう活用が広がっていくことは間違いなくあるのだろうと思っています。

この ESG 投資ですが、8 番目、アセットオーナーが運用機関さんに ESG 運用を委託して、運用機関さんが長期的な株式保有者として企業に投資する。その中でエンゲージメ



ント活動をやっていただく。企業はそのエンゲージメント活動をうまく取り込んで業績を安定させる、あるいは向上させる。そこから安定した配当が生まれてくるという循環がなんとかできてくれれば、アセットオーナー、運用機関さんも企業もお互いに助け合うサステイナブルな関係として成立するのではないかと考えています。

次のページは **SDGs** の話です。SDGs、パリ協定も、ここで要求されているのはステークホルダー全ての人の参加を得てという、**SDGs アジェンダ 2030** の中にもともと組み込まれていることです。パリ協定はその中の気候変動等に関する部分を抽出したものであるという理解の仕方を私はしています。

22 ページですが、アセットオーナーとしての社会的責任について考えてみますと、先ほどの話の繰り返しではありますが、当然企業、年金制度につきましてもそういった応分の社会的責任があるのだらうと考えています。先ほど **A 社** あるいは **B 社** 等々の理念をご紹介したわけですが、そういったことから考えると企業さんは少なくともそういうことに対して取り組むという考え方がもともとあると言っているのではないかと。ただ年金制度の場合にそこまで意識されているかという、ほとんどはまだ意識されていないのではないかと感じております。運用機関さんを通じて、エンゲージメント活動の中でそういう企業さんに対して気づいていただくという活動がこれから待っているのではないかと感じています。

したがいまして企業が年金制度、年金基金にガバナンスをしているわけです。そのガバナンス対象の一つとして年金制度を忘れずにやってください、企業の理念に沿って年金制度が組み立てられていかないといけないのではないのでしょうかという話をしていかなければいけない時代に入ったのではないかと感じています。

こういった社会的責任というと非常に重たいと思いますが、**PRI** にしても、**SDGs** で話をしていらっしゃる方々の話を伺いまして、これは責任であると同時にビジネスである。ですから、これはものすごく大きなオポチュニティが提供されている。そのオポチュニティに対して企業は活動ができるかできないか。あるいは運用機関さんがそこに注目するかしないかは今後を占う大きなポイントになっていくのだらうと言われていました。

23 ページです。**PRI** と **ESG** 投資の効果と期待です。1 番目に書いてありますが、運用機関さんに期待しているのはエンゲージメントです。企業は成長や配当だらうと思います。年金は、長期的な資金の提供あるいはインパクト投資という分野が期待されていると思っています。

2 番目、スチュワードシップ・コード、PRI への参加ですが、PRI がこの 4 月に発表したレポートを読みますと、62 兆 US ドルの ESG 投資の運用資産残高がすでに世界で動いていると発表されています。62 兆 US ドルレベルの運用資産がどういう方向に向かっていくのかを考えてまいりますと、資産運用の面におきましても大きな課題があるのではないかと感じました。この動きをきちんと理解して投資を考えていく。あるいは実際に投資を進めていくというふうにしていかないと、サステイナブルな年金制度運営が実現しないのではないかと感じています。

4 番目ですが、運用方針にセコムのように ESG 投資を明示する必要があるのではないかと。もう一つ、道筋だけではなくて、理念がこれから問われる時代に入ってきたのではないかと感じております。海外の年金制度の発表をたまに伺う機会があります。そういった中ではどういう考え方、理念で資産運用を考えていくのかということがけっこう出てきます。そうなるまいりますと儲かるか儲からないか、リターンがどれぐらい上がるか上がらないか、あるいはリスクが高いか低い、あるいは運用報酬がどうのこうのというレベルのほかに、もう一つの軸が入ってきたということなのではないかと感じています。

私たちはこういった世界の流れを、PRI に署名したことによっていろいろな情報を受け取っています。そういう情報の中からこれからのたとえば株式投資でいえば、エンゲージメント活動を通じて、超長期にわたって企業活動に対してインパクトがある投資になっていくような資産運用に育ってほしいと願っています。

24 ページです。ESG 投資の実際ということです。これは 2011 年 3 月 13 日から始まったファンドですが、震災直後のトラックレコードを除外して、4 月からのトラックレコードのチャートを出しています。一番上の赤の太い線が ESG ファンドの累積の収益率です。TOPIX の配当込みは赤の細い線です。このチャートをご覧いただいた時点ですすでにお分かりのとおり、ESG ファンドの運用成果はめざましいものがあると考えていいのではないかと感じています。ちなみにこのファンドの配当利回りは足下 1.2%でした。

25 ページです。各年度のリスクリターンを見てまいりますと、このファンドの場合、これは当然そういうオーダーをしているわけですが、このオーダーに沿って、これは実は三菱 UFJ 信託銀行さんをお願いしてつくっていただいたファンドですが、どの年度で見ても十分な  $\alpha$  が出ている。それから右端がリスクですが、どの年度を見ましてもおおむね低いリスクでコントロールされています。このファンドは、ほぼ 20 銘柄前後で運営されています。

26 ページ、若干トラックレコードがまだ短いのですが、2012 年 3 月から始まったファンドです。こちらは配当利回りを上げようということをつくったもので、配当利回りは 3.3%です。

こちらはリスクをずっと低く維持してほしいと考えていまして、そこそこうまくいっている状況です。ただ、リターンの方は一定程度のボラティリティはやむなしということで運営しています。このようなファンドを今 10 本以上運用しております。

28 ページですが、今年 3 月末で見ると運用利回りのばらつきがけっこう大きいです。このばらつきは各運用機関さんに伺っても、ほかの運用は知らないということになります。何が違うために、これだけのばらつきが発生しているのかがよく分からないということですね。それならばアセットオーナーの側で分析するしかないでしょうということで、このファクター分析を Quick さんに依頼いたしました。

一方、ESG のエンゲージメント活動につきましても、もうちょっとしっかりとしたエンゲージメント活動を展開してほしいというリクエストもしてございます。29 ページですが、明治安田アセットマネジメントさんが、たしか今年の春に PRI に署名をしていた会社ですが、早速セコムのリクエストに応じていただきまして、ESG エンゲージメントを展開していただきました。これはその実例ということでご紹介しています。

30 ページですが、まだ始まったばかりということで、足下 19 社、ESG エンゲージメントをやりました。そのうちの 10 社は、右側の箱ですが、経営層とミーティングができましたというレポートをいただいております。残念ながら 1 社は、まだ体制が不十分なので駄目でしたという回答が返ってきています。

このようなエンゲージメント活動をこれからも粘り強くやっていただき、もっとハイレベルな状態まで進めていただきたいと明治安田アセットマネジメントさんにはお願いしています。

31 ページは彼らのエンゲージメント活動の流れです。相当ボリュームのある質問を事前にお送りして、それに経営トップの方々からお話をいただくという展開をしております。

これは IR の責任者からというところもあると思いますが、そうではなくて経営トップの方が自ら、わが社はこのようにやっているということをお話しいただくことによって、より深く理解をしていただきたいという狙いもあり、このようなことをお願いしています。

32 ページにそのヒアリングというか、エンゲージメント活動をした結果が出ています。その次も同じです。

その次も分析した結果こうでしたということがレポートとして残っています。これが外の会社についてエンゲージメント活動をやるごとに作成されていくという展開です。

35 ページは T&D アセットマネジメントさんです。この会社もずいぶん前に PRI に署名していただいています。この会社の場合は SDGs の 17 の目標と 169 のターゲットを投資先企業さんに適用した場合、運用機関さんとしてはこのように考えているということをも整理していただいたというものです。

この狙いは何なのかというと、こういうことを運用機関側で特定する。A 社については、17 の目標の中のたとえば 10 番が該当するでしょう。何番が運用機関さんとしては KPI として持つべき項目であると特定していく。この内容をもってエンゲージメントに臨んでいただくということです。その話が進んでいくことによって、初めて企業さんとのエンゲージメント活動がより具体的に回っていくのだろうと考えています。

36 ページは MSCI さんが考えているインパクト投資に対するアプローチです。SDGs の対応について MSCI はこのように考えていますという資料があったので使わせていただきました。ピュアなインパクト投資、それからサステイナブルなインパクト投資を分けたとすると、このようになるということで整理しています。

37 ページについては、実行可能な五つのテーマということです。SDGs はいろいろなところに影響が出てきます。それを彼らは基本的なニーズ、エンパワーメント、気候変動、自然資本、ガバナンスとくくり直して、この整理の下に実行可能なテーマを特定していく、このようなアプローチをやるということで作業を進めています。

38 ページは MSCI のサステイナブルインパクト・マトリックスということで社会的なインパクトあるいは基本的なニーズ、エンパワーメント、環境インパクト等々の整理の仕方はこうだと示しています。

41 ページ以降、Quick をお願いしているファクター分析です。分析の途中ですので、まだ結論は出ておりません。今日これをあえてご紹介いたしましたのは、Quick さんの場合、30 年以上の実績を持つ Vigeo Eiris という会社のデータベースを使っております。このデータベースを利用して、先ほどご紹介いたしました 62 兆米ドル運用している、主にユーロ圏内の運用機関さんが多いと思いますが、Vigeo Eiris 等々のスコアを使って投資を実際にやっつけらっしゃる。したがって海外の運用機関さんは何を見ているかをきちんと理解する必要があるのではないかとということをつくっていただいた資料です。

41 ページ、一番左端、TOPIX を 1 としたときに、World では TOPIX より少しスコア

が高くなります。UK はもっと高く、ドイツはもっと高い。このような分布になります。

42 ページは気候変動、環境スコアです。Vigeo Eiris の気候変動の視点から気候変動と生物多様性、水がかなりスコアとしては重要視されているということです。TOPIX を 1 とすると、World は若干低い位置にあります。日本の企業の評価は高いのだということがこれで理解できます。

43 ページの社会スコアですが、Vigeo Eiris の考え方は人権、サプライチェーン、労働問題という切り口で見えております。これを見ますと、TOPIX よりも World のほうがずっと高いということで、日本の情報開示あるいは実質はとっていいのかもしれませんが、そんなにレベルは高くないということをご理解いただけるのではないかと思います。

44 ページがガバナンスです。日本の場合、ガバナンスというと社外取締役等々の人数の問題、あるいは女性の役員であったり、いろいろなところに目が行ってしまいますが、Vigeo Eiris のデータベースですと、彼らが注目しているのが贈収賄です。中国、ベトナムとかそういった贈収賄リスクが高い地域に展開している企業の場合はどうなのかを見ています。そういうエリアに事業展開しているのにレポートに書いていないと、スコアはマイナスになってしまいます。日本はかなり遅れている状況にあります。

そのような各国とのバランス感覚をまずご理解いただいた上で、45 ページですが、セコムで採用している ESG ファンドの状況です。赤い丸が TOPIX です。この TOPIX よりもスコアが高いファンドが黄色くなっていて、低いのは紫という分布になっています。

リスクとリターンの関係で整理し直すと、私どもが仕事をお願いしている運用のファンドは二つのグループに分かれるとっております。つまり TOPIX に対して左上にシフトしていく、そういうことをきちんと果たしているファンド。それから TOPIX よりもリターンの水準は若干高いけれども同じようなリスク特性でうろうろしている、このようなファンドと二つのグループに分かれるのかなと思っております。

それをさらに分けてまいりますと、環境スコアで見ますと、環境スコアだけで判断すると TOPIX よりもいいスコアを出しているのは 1 本だけで、あとは TOPIX よりも低かった、このような分布状況でした。

47 ページ、社会のスコアは TOPIX と同じあるいはそれよりもいいというファンドがかなり多いことをご理解いただけるのではないかと考えております。

48 ページはガバナンススコアです。こちらはかなりひどい状態です。TOPIX よりもか

なりスコアが悪いファンドがかなりたくさんあることが見てとれます。これは **Quick** さんからいろいろお話を伺うと、運用機関さんが見ている部分はこういった外部のスコアのベンダーの状況もちろん見っていますが、アナリストの方々が実際に企業訪問して、この企業のどういう要素を評価するかということをやちゃんと分析して、外部のスコアのベンダーさんの内容に対して手を加えて投資しているということの表れであると見ております。

したがいまして左上に 0.41 という、かなりひどいファンドがあったり、その隣に 0.49 というファンドがあったりするわけです。こういうファンドは、要はエンゲージメントの中で情報開示をきちんとやっていただければ、もっとたくさんの長期的な資金がこの会社の投資に回ることを示唆しているのではないかと感じています。

このような分布状況を考えると、すでに十分なリターンの特性を手に入れ、またインカム収益も手に入れていますが、さらに長期的には  $\alpha$  につながっていく期待を相当持っているのではないかと感じています。

50 ページです。企業年金は非常に不思議な世界です。これは以前からいろいろな方々がポツポツと発言されていらっしゃるわけですが、大きな問題があります。どういう問題かということ、年金選択率です。企業年金は、年金選択率をちょっといじるだけで負債のボリュームが大きく変わってしまいます。

どういうことかと申しますと、終身型の年金制度の場合を例にとりますと、セコム以外と断言していいと思いますが、セコム以外の企業年金の場合は年金選択率 100%です。ですから、現役の社員はその会社を辞めると全員が年金を選ぶという前提で計算しています。しかし年金選択率が 100%という企業年金は、おそらく存在しないと思います。実態は 1 桁台、あるいは多くても 3 割台。ということは、このいいかげんな年金選択率で計算された、年金制度の中だけの負債額は過大評価されています。過大評価されていることをそれぞれの企業年金の中で母体企業に対して、あるいは加入者に対してちゃんと説明をしているのであれば問題ないと思いますが、そういう形跡を見た記憶が私はありません。たまにいろいろな企業年金制度の決算レポートを見る機会もありますが、そんなことを書いてあるレポートを私は見た記憶がないです。

このようないいかげんな状態がなぜこれまでずっと温存されてきたのかを考えると、もともと日本の企業年金の場合は厚生年金基金でした。厚生年金基金ですと国の年金を持っていますから、そういう意味では 100%年金選択するのは当然です。しかし、このルールは代行返上した時点で見直されるべきものであったはずですが、しかし誰もこういうことに

対して疑問を呈していなかったということで、こういう問題が温存されてきてしまっている。こういうあり方は、企業年金自身が衿を正さなければいけないのではないかと考えています。

51 ページです。冒頭いろいろお話しいたしましたけれども、基本資産配分を持っているわけです。その基本資産配分の有効性あるいは有用性はどうかというのをもう一度考える時期に来ているのではないかと思います。こういった二重構造の基本資産配分と年度ごとの資産配分戦略を使い分けるあり方は、こういう状態を是認する運用の世界はあまり健全な状態とはいえないのではないかと考えています。

また 2 番目です。年金制度は長期的な投資だという方はたくさんいらっしゃいます。しかし、本当に長期的な投資になっているかという、なっていないです。現実的に低流動性資産をどれくらい持つべきか、しっかり分析してやっているかという、そのような ALM 分析になっていない。低流動性資産と流動性資産のバランスを見ていく、分析していくというアプローチは、セコムでやっている継続性診断しか見た記憶がありません。

3 番目、財政再計算です。これも先ほど申し上げたので割愛いたします。

このようなことで理念、方針が曖昧な状態の中で制度運用がずっと続いていっているのはあまりいい状態ではないのではないかと思います。このへんにつきましては年金基金自身もそうですし、また運用機関の方々もそれぞれの年金制度に対して、本当にこれでいいのですか、これはおかしくないですかということを問題提起する時代に入ったのではないかと私は感じています。

最後のページです。口幅ったい話ですが、アセットマネージャーさんへの期待ということで、すでに 62 兆米ドルの運用資産が ESG 投資で動いています。こういう中で PRI 署名機関として、ESG 投資を推進あるいは新しい世界を切り開いていただきたいと思っています。

2 番目ですが、SDGs も ESG 投資もさほど大きな違いはないと私は思っています。こういう問題に取り組んで、自らの変革とアセットオーナー、これは企業年金だけではないと思いますが、あるいは企業とのエンゲージメントを通じて社会課題を解決していく方向に努力していただきたいと思っています。この社会課題の解消に努力することがインパクト投資なのではないかと、私は考えています。

また、アセットオーナーとの共通した理念の下に健全な緊張関係が必要であると思います。したがって、儲かればよいという運用を提供するための運用機関ではなくて、理

念を共有していく中で緊張関係を持って、この運用で本当にいいのかを常に問い直していく、そのような緊張関係をこれからも維持して発展していただきたいと願っています。

ざっくりですが、以上です。

(池尾座長)

ありがとうございました。それでは、ただいまお話しいただいた内容を踏まえて自由討議に移りたいと思います。

(岩間会長)

ありがとうございました。非常にいいお話を伺ったと思います。質問は、セコムさんがこういう取り組みを始められたことの経緯と伺いますか、年金の幹事の会社があって、当然ながら年金の構造をご覧になって、どういうことなのかをやられているのですが、そのへんからインプリケーションが出てきたのか。あるいはこの戦略をどういう具合に組み立ててこられたのか。非常に本質に迫るお話だと私は思ったのですが。

(八木氏)

鋭いご質問をありがとうございます。主幹事は三菱 UFJ 信託銀行さんですが、信託銀行さんからは、どうあるべきという話は全くありませんでした。彼らはどちらかという自分たちのビジネスを守りたいという思考が強いですから、余計なことはしてほしくない。どちらかという、財政再計算も 5 年に 1 回でいいのではないですかというタイプです。また ALM 分析等々のアプローチについても、やってほしいと。あれは昔 1 回やって懲りたのですが、数百万かかります。数百万かけてこの程度のものしか出てこないのかとがっかりいたしまして、それ以降、今やっていることを土台にして、やっていることに対して何を具体的にどう変えるべきなのかを分析できなければ、基本的なポートフォリオを持つ意味がないではないか。ですから ALM 分析の欠点は、基本的なポートフォリオは示してくれますが、そのポートフォリオに何が欠けていたのかは誰も教えてくれません。こういうアプローチではうまくいかない。毎年そういうアプローチをやったからといって、結果がよくなるということはたぶんないのだろうと考えます。

この分析は JP アクチュアリーさんをお願いしたのですが、独立系のコンサル会社さんに独自の考え方で分析できないかということでオーダーしてやっていただいたということ



です。

(岩間会長)

私も保険会社におりまして、人事部におりましたし、財務部門にいて、両部門の観点から企業年金の運用を、傍観ではないですが見ていました。基本的にどこの会社も人事が主導権を握ることが多いと思います。そういうところではほとんど運用に関する知見はなくて、言ってみれば幹事会社に丸投げとか、そのとおりにやればいいという感覚で、実際に年金のプロファイルに合った有効な運用プログラムのマネジメントの仕方に取り組むことは、必要だということは薄々認識しているけれども、そのままほったらかしになっていた。そう言うところ非常に怒られると思いますが、その辺が、なぜセコムさんの場合はそうではなくて、こういった格好で組み立てられたのかということはいかがでしょうか。

(八木氏)

その部分は比較的自由度があったという、企業カルチャーがよかったのかなと思います。ですから、冒頭ご説明したセコムの運営憲法の中に、社会のためにという切り口がもともとありましたので、ですから、いいことをするのにトップの決裁を得る必要はないか、それはあとからの報告でいい、もともとそういう企業カルチャーです。成功確率が半々ぐらいだったら決裁をとらなければいけないわけですが、社会のためになるとか、みんなのためになることをやるのであれば、あえてそれについて諮問する必要はないということですね。

それから、セコムの年金制度は掛金だけで全て給付を賄えるという環境でもあります。ただ、この部分について前々から会社の経営トップから言われておりましたのは、掛金を年金給付あるいは一時金の給付に使うという発想はおかしいのではないか。あれは現役世代の人たちのお金なのであって、それを年金とか一時金の給付にスルーして使ってしまうという考え方は健全ではないというお話が以前からありました。そういう指摘に対してきちんと真面目に考えていこうとすると、持っている資産を売るか、あるいはインカム収益でやるかということしか出てこないわけです。

セコムの年金は終身タイプの年金制度で、終身タイプの年金制度の特性として保証期間があります。60歳から年金をもらい始めますと、保証期間はセコムの場合は80歳ですが、80歳の時点でもらい始めたときの年金制度上の本人の年金資産残高は0になってしまい

ます。そうすると 80 歳を超えて生存される方に対する年金の支払いはどこから払うのですかという話になります。数理計算上は毎月の掛け金の中に薄く入っているという理屈ですが、それは本当にきちんと合っているのかというと、合っていないです。計算上はそうなっていますというだけであって、リアルな計算にはなっていません。ということは、この部分をきちんと考えていこうとすると、年金制度としては、インカム収益を使って終身部分の年金を賄える状態を実現しなければいけないという考え方になったわけです。そういう考え方になったのは、そもそも厚生年金基金時代です。

その後、代行返上を経て、それができるのだったら年金給付全てをインカム収益で賄えるという状態をつくるべきではないか。ということで、徐々にそこが膨らんでいって、インカム収益についてレポーティングしてくださいというリクエストを上げたのはようやく 4 年ぐらい前です。運用機関さんにそういうお願いをしても、なかなか応えていただけない。そもそも収益をインカム収益とキャピタル収益に分解してなんていう、レポートの実績がなかった。

(岩間会長)

もう一つだけ。厚生年金基金時代に代行部分は、当然ながら年金選択率 100%です。その上の部分ですが、それについてはまさに今と同じようなことですが、そのころから年金選択率をどうするかという問題意識をお持ちだったわけですか。

(八木氏)

全く持っていなかったです。全く持っていなくて、代行返上したあとに厚生年金基金から代行返上した年金さんが、代行返上後に終身型の年金制度を有期年金に変えました。有期年金に変えた瞬間に負債が 3 割以上減りましたという話があちらこちらから出てきたわけです。それは一体なんだろうかと。

制度の運営自体は、ただ単に終身型が有期型に変わっただけです。変わったとしても、すでに終身でもらっている方たちがいらっしゃるわけです。いるにもかかわらず、負債の額がダイナミックに変化してしまう数理計算のあり方というのはいい加減というか、ずさんというか。ということで、きちんと母体企業も理解できる状態の中でコントロールするべきできないかと考えて、先ほどお話ししたような形になりました。

(池尾座長)

十分に理解できなかつたところがあるのですが、先ほどおっしゃったことは賦課方式的な運営はしてはいないということですか。

(八木氏)

企業年金の場合は、全て事前積立方式です。

(池尾座長)

キャッシュフロー的に今入ってきたものを右に回すみたいな形の運用はしてはいけないという一方で、インカム収入に着目するということももうひとつ分からないのですが。

(八木氏)

インカム収益の大部分は再現性が高いわけです。毎年、運用資産残高に大きな変化がなく、運用資産構成に変化がなければ、インカム収益のボリュームはだいたい同じです。トータルリターンの世界では、収益がものすごく大きくなり下がったりするわけですが、インカム収益という視線で見ますと、かなり平準化された世界になってきます。ということは、大きな運用環境の悪化があったとしても、インカム収益で制度が全て回るということを何とかして説明したかった。これを説明できると、経営者も社員も足下どんなにマイナスになっても文句を言わない。

(岩間会長)

毎年のキャッシュアウト分を確保するということですね。

(八木氏)

はい。ですから決算時点でたまたまマーケットの環境がよくなって、トータルリターンの世界で見るとマイナスになっていても、制度自体はきちんと回っていくということを使いやすく説明するためにインカム収益を使った。

(池尾座長)

だから資金繰りは常につくということですけど、でもキャピタルロスをすごく抱えてい

た状態になっていたりするわけですね。

(岩間会長)

それはそうですね。だから積立不足は当然出てくる可能性がありますね、ファンディングのベースでいうと。

しかしそれ以外にアウトフローするキャッシュは確保できていて、マーケットがドーンといったとして、むしろ買い場だということが出てくるわけで、ニューマネーが入ってくるわけです。そうすると非流動性資産のダイバーシフィケーションも当然冷静に考えられる。そういうことですか。

(八木氏)

そうです。昔のアプローチですと、マーケットの環境がよくなないと、リバランスで減った分だけ補うぐらいが関の山だったわけです。それがそうではなくて、インカム収益に注目しておりますので、マーケットが大きく下落すると、インカムのボリュームを割安で手に入れることができます。ですから、より多く投資ができる、こういうロジックになります。これをずっと続けてまいりますと、170、80%ぐらいのファンディングレベルにわりと簡単に駆け上がっていくことが可能になります。

(松尾氏)

今のお話、私は専門でないので理解できているかどうか分からないのですが、今加入者が1万7000人で受給者が約2000人で、比較的若い加入者。今後受給者が日本の高齢化に伴ってどんどん増えていく。加入者数が見合って増えないと、インカム収益で賄うのはサステイナブルでなくなったりはしないのですか。

(八木氏)

そういう懸念も確かにあります。ですから、法令上は1.5倍という負債に対する資産の積立て上限基準はあるわけですが、それを超えたからといって会社にお金を返しなさいということはありません。つまり、早い段階で積立て水準が上昇すれば、そこを賄うことは十分可能だろうと考えています。

(松尾氏)

セコムさんのような会社だったらできるけれども、伝統的な大企業で、高齢層が多い企業だとなかなか難しいですね。

(池尾座長)

本当に積立方式だったら関係ないはず。個人勘定ごとにきちっと掛けた額と給付の額が見合うような形に本当になっていれば、人口構成がどんなに変わったって関係ないはずですが。

(岩間会長)

毎年、財政再計算をやっていらっしゃるわけですね。そうすると負債がどうなっているかということは常にアップデートされている。そういう意味では極めて透明性の高いものにはなっているわけですね。

(八木氏)

そうですね。財政構造も高い透明性を持っています。また、資産運用の中でもリスクの高い株式投資ですが、ESG投資、ガバナンスにフォーカスしたタイプのESG投資で、長期的に見て、そういう投資先の企業さんが突然倒産するリスクはかなり低いだろうと考えています。投資先の事業価値そのものがある日突然なくなるということはあまり心配していません。この点も、企業年金のステークホルダーにとっての安心感につながっていると思います。

(松尾氏)

本当の積立方式ですと、将来的に給付額も下がることもあり得るということですか。

(池尾座長)

これはDCではなくてDBです。DBだから、そのリスクを受給者は負わないですね。

(松尾氏)

DBだから掛け金は企業が出すということですね。

(大場氏)

決定要因というのは三つぐらいあって、受給者と加入者の割合。だから八木さんの企業年金は日本ではすごく健全というか、一般化されていない姿ではないかと思います。松尾先生ご指摘のように伝統的大企業というのはそのようなバランスになっていないので、受給者のほうが圧倒的に多いとか、加入者がものすごく少ないという状況です。

もう一つの決定要因は金利があると思います。割引率。これが 1%変わるだけで必要負債額はとんでもなく変わっていきます。相当長期にわたる金利低下の影響を受けて積立不足がずっと企業を圧迫していた。そういう圧力を受けていたということは言えると思います。三つ目は、平均寿命。これもずっと長くなっていますでしょう。だからこれも圧迫を受けていたと思います。

この三つの決定要因により、企業年金の積立不足による企業への圧力が強く加わってきたのが、この 10 年間ぐらいではなかったかという感じはします。

(池尾座長)

ちょっとくどいですが、受給者と加入者の比率で影響を受ける積立年金とは一体何なんなんだということですよ。

(八木氏)

大場会長のお話の金利要因ですが、キャッシュバランス制度ですと指標利率などが金利に連動するので金利要因はかなり中和されます。

(大場氏)

キャッシュバランスなんですね。いわゆる一般の DB ではないからね。そこが違う。

(八木氏)

もともと金利要因はかなり中和された世界で制度運用ができるということもあります。それから受給者の割合がどんどん大きくなっていったときに、ではどういう世界が待っているかと考えますと、それはまさに安定的な資産を取り崩して、そのまま払っていくということになります。ですから資産そのものは徐々にシュリンクしていくと思いますが、時

価の変動性をどれぐらい引き下げること成功するかしないか、おそらくそこにかかっていると思っています。

(岩間会長)

キャッシュバランスでもファンディングレシオが 170%とか、そういうところはあまりないのではないですか。

(大場氏)

ないでしょうね。せめて 100 ですけど。

(岩間会長)

キャッシュバランスをどのぐらいの利率にするのかはもちろんあると思うけれども、今のようなやり方をやった結果、ファンディングレシオが上がってきたということは間違いないですね。

(大場氏)

それと、たぶん日本の企業年金というのは私の理解では世界遺産みたいなもので、こんなに DB が多くの人に守られているというのは、日本ぐらいではないかと思います。

なぜそういうことができたか。ここまで頑張れたか。八木さん指摘されたように、私は企業年金が終身制度を相当有期化したと思う。その結果 PBO をすごく減らすことが出来たのだと思います。

(岩間会長)

そんなに有期になっていますか。どのぐらいの割合？

(大場氏)

どのぐらいの割合かは分からないけれども、たとえば 100% 普通は終身。その全部が有期になったとは思わないけれども、たとえば 3 分の 1 は終身ですが 3 分の 1 は有期とか、そういう改革はけっこうやっていると思います。

(岩間会長)

勤続年数によって下げるとか、そういうのは確かにあります。

(大場氏)

それで企業年金は守られている。

(八木氏)

一部有期に変えたという制度はかなりあります。

(大場氏)

アメリカでは ERISA が認めていませんからできません。だからアメリカは DC への移行が進んだのだと思います。

(鹿毛氏)

要するに日本では実質的な引き下げをやりながら確定給付年金を維持している一方、英米では実質的な引き下げは法的に全く不可能だから、制度そのものをやめてしまう例が増えるわけです。だから海外では企業年金はほとんど DC になってしまった。

(大場氏)

それが岩間さんがおっしゃるように受給者にとって幸せかという、それはそうでもないという議論がアメリカでも起きています。DB をどのように柔軟に運営をしていくか。難しい問題です。

(岩間会長)

だから DC でもフィデューシャリーだとかいう話。

(大場氏)

DB を日本のようにもう少し柔軟に運営する必要があるのではないかという議論が起きているわけです。



(渡邊氏)

理解が足りないかもしれませんが、先ほど、いいことをやっているわけだから事後報告でいいということをおっしゃった。26 ページの推移を見ても、ESG によって超過リターンが出ているのか出ていないのかということと、金利環境によって高配当ポートフォリオだから勝っている、負けているという、いろいろな要因が考えられると思いますし、結果論としてそんなに大きくマイナスになっているという状況になっていないのであれば、中長期でそれが正しい判断だとか、間違った判断だという要因にはならないと思うのですが。

そもそも昔からそういう戦略が導入されなかった理由としては、論理的根拠があまりとか、ESG という観点を貫くことを否定する人はいないと思いますが、本来年金のファンドとして必要なリターンを抽出するために、その戦略が大幅に想定しているものに劣るかもしれないものを通常の企業ではその根拠を説明しないと、こうやっておきましたというのではすまないのではないかという感じもするのですが。印象ですが。

(岩間会長)

ESG の導入についてですか。

(渡邊氏)

今はそういうことはないと思いますが。

(池尾座長)

企業理念というものはすごく重要なんだなという気がします。

(渡邊氏)

ですからセコムさんの場合、そういうことについてはもっと詳細な、おそらく普通に説明するとよく分からないとか、そうすると、どうなんだという話に初期段階ではなかったのではなかろうかなと。そういう議論はなくて御社の場合はスーッと出ているという。

(岩間会長)

要するに SDGs ではないかと思う、キーワードみたいなものは。もちろん PRI というのは ESG の問題もあるけれども、やはりサステイナブル・ディベロプメントというか、

それに着目されている。この資料を見ていても、それが強いのではないか。

(池尾座長)

企業理念が社会のためになることをしましょうということで、そうすると企業年金の領域においても社会のためにやることをしましょう。そうすると運用においても単に運用するというだけではなくて、社会のためになる運用をしましょうということで、ESG 投資だという、企業理念からはそのように自然につながっていったという印象を受けました。

(八木氏)

おっしゃるとおりです。

(渡邊氏)

ですから、これは誰が発案されたのですかとお質問をされていましたが、運用会社がそういうことはなかなか言いにくいのではないかという感じがします。

(池尾座長)

だから運用会社から提案する場合は、ESG 投資をすると、むしろ  $\alpha$  が稼げるみたいなことを。

(渡邊氏)

それを何らかの形で証明できないと提案しづらいです。

(岩間会長)

それはなかなか難しかったわけです。

(鹿毛氏)

しかも先ほど超長期とおっしゃいましたからね。

(八木氏)

実は 2010 年のときに ESG 投資という分野があるという話が出てきました。そのころ

からずっと検討はしていました。その中である方をお願いして、E と S と G のファクターをバラバラにして日本株でシミュレーションしていただいたところ、一番パフォーマンスに対して優越性が高いという結論が出たのはガバナンスでした。

それはあるコンサル会社の方の分析なので、運用会社で本気になってやればもっといいものが出るのではないかということで、運用をお願いしている会社さんに、皆さん何かできませんかという話をお願いして、最初にモデルをつくってトライしようとなったのが実は三菱 UFJ 信託さんなのです。

(松尾氏)

ESG 投資という場合、具体的にどういう ESG 銘柄に投資するかは、各委託先の運用会社が決めるのですか。何か基準があるのですか。

(八木氏)

申し上げるのが難しいというか、運用会社さんごとに若干違うオーダーをしているので、そういう意味で難しい。こういうリスク特性を持ったものにつくってほしいということは細かく指示してつくっていただいています。ですから全部のファンドが同じつくり方をしてしまうと、みんな同じように動くわけです。それは困るので、ちょっとずつ違うオーダーの仕方をして、それは今になってみれば、結果的にはそこそこの分散効果があるなという印象です。

(松尾氏)

もう一つは、日本の企業の ESG 報告書はいいことしか書いていない。会社によっては、中には言っていることとやっていることが違う会社があるかもしれない。建前は立派だけど、内情はそうでもないという会社も中にあるかもしれない。そのへんは仕方がないかもしれませんが、事件が起きたり、あんな立派な会社だったのにということがあられるわけです。

(八木氏)

そういう矛盾というか問題をクリアするために、投資をやるときには、必ず企業訪問した内容をベースにして考えてほしい。ですから、外部のスコアだけでやるとかいうのはあまり使っていないです。

(大場氏)

企業理念は立派だけど、現場はどうなっているのか。それを確認してということですよ  
ね。

(八木氏)

そういうことですね。

(大場氏)

そういう会社がよくあります。みんなお客様第一主義でしょう。現場では何が起きている  
か。こういう話ですね。

(八木氏)

そういう結果が一番よく表れているなと思っていますのは、Quick さんの分析の社会スコア  
のところ、TOPIX よりやけに高いスコアを出してしまうというのが多い。これは私の勝手な想像  
ですが、企業訪問されたとき、従業員とかいろいろな方々との接点の中でモチベーションが  
やたら高い企業さんがあると思います。そういう企業さんは、おそらく高い評価になって  
いる可能性があるのではないか。それを照合してみるとこういう結果として出てきている  
可能性はありそうだなと感じています。

(池尾座長)

最後の、ガバナンススコアが非常に低いけれども明らかに運用実績はいい。リスクが低  
くてリターンは高い。

(松尾氏)

たとえば社外取締役の数に今こだわられていますが、たとえば経営者が社外取締役の言  
うことをちゃんと真面目に聞いているかどうかとか。実際はあるけれども、そこはスコア  
リングできないですね。

(池尾座長)

だから、2人入れるとか3分の1にしるとか数字の議論の段階はそろそろ過ぎ去って、

どうやって選んでいるのかといった質を問う段階に来ている。社長が適当に連れてきているのだったらあまり意味がないのではないとか、おっしゃったように取締役会で社外取締役の意見がどれぐらいとかが問題になる。それは取締役会の自己評価をまずしてくださいみたいな話で、それで何か数字が出てくる可能性がありますけどね。

(岩間会長)

私も大した経験はないですが、元いた会社での取締役会に社外取締役が入ってきて、特にホールディングで、本当の意味で独立性があるかどうか、外から見ると疑わしいという立場の方もおられるし、完璧に独立だということが最初から分かっている人もいます。どっちが本当にドキッとするようなことを言うか。意外に、外から独立性が疑問だとされる人が非常に高い見識と広いカバレッジを持っていて、経営のツボをドンとさすということが起こるわけです。完璧に独立性で、独立性が高く評価されるような人は意外にわけの分からないことを言うこともあるわけです。だからといって悪いと言うわけではないですよ。

要するに指名委員会方式の会社でなくても、社外取締役の存在というのはマイノリティであったとしても実際に緊張感是非常にいい方向に働くのは間違いないと僕は思います。要するに徐々ではあるけれども、いい方向に行っているということは間違いないと思います。そう私は確信しています。

質問させていただいていいですか。最後のアセットマネージャーへの期待というところですが、2 に書かれているところですが、具体的にはどんな取り組みをアイデアとしてお持ちなのか。

(八木氏)

これはまさに SDGs の 169 のターゲット、いろいろな事業にかかわってくるのだらうと思っています。セコムという会社もそうですが、会社の中にいると非常に閉じられた狭い世界しか見えないわけです。おそらく運用機関さんですといろいろな企業さんを訪問されて意見交換していく中で、ある固有の項目について見ていったときに、A 社はこんなことをやっている、B 社はこんなことをやっている。そうすると、合理性のあるアプローチとはこれだよねというのが比較的早く認識できるのではないかという期待を持っています。そんなようなことがだんだん醸成されていって、エンゲージメントの中であなたの会社は

こういうことをもっとやったほうがいいのではないですかとか、ここはもっと変えるべきだという提言はたくさんあるのではないかと考えています。それができるのはおそらく運用機関の方々です。アナリストの方々がたくさんのお客を回って、いろいろな企業さんの具体的な KPI を眺めながら、ここはちょっと違うのではないかとということが分かっているくらいまで、もっと深いところに入っていけるという期待を今はしています。

(岩間会長)

そのへんがうまく回っていくと、コードができたということはそういうことを意識してできていると思います。逆にいうと八木さんの立場からご覧になっていて、こういうことをもっとやれとか、こういうことはいいことだとか、そういうのがあったら。

(八木氏)

やれというか、お願いする立場ですから。

(松尾氏)

運用機関さんの見直しというのは定期的にやられているんですか。だいたいどれぐらいのスパンで、3年ごととかでしょうか。

(八木氏)

そこは基本的には不定期です。一度契約させていただいた運用機関さんは、よほどのことがなければそのまま続けていただくという考え方に立っています。というのは、環境が変わると運用機関さんの運用の中身はけっこう変わります。一度契約を解消してしまうと、変わったということが分からないわけです。ですから私どものやり方は、セコムの考え方のとおりに動いていただくまでは委託残高は少し減らすけれども、そのようになっていただけたらどんどん増やしていきます。このようなアプローチの仕方をやっています。コンサル会社さんというか、運用コンサルさんとは契約していないものですから。

(岩間会長)

コンサルを採用されないというのは、考え方でそうされているということですか。

(八木氏)

関係者の方がいらっしゃると言いにくいのですが、どちらかというクライアントに迎合的になっている、そういうレポートを書くのがコンサルの仕事だと信じて疑わない方がたくさんいらっしゃる。そういう方とお付き合いすると。

(松尾氏)

関係者はいないのではないのでしょうか。

(池尾座長)

お金を払うのだから問題点、改善点を指摘してもらわないと意味がないということですね。よくやっていますと言われたって。

(松尾氏)

運用会社からすると、長いお付き合いをいただけるわけですね。

(岩間会長)

鹿毛さんが企業年金連合会におられたころ、セコムさんの基金はかなりユニークでいらしたわけですか。

(鹿毛氏)

そうですね。先ほど大場さんがおっしゃられたように、加入者 1 万 7,000 人に対して受給者 2,000 人という構造がユニークと思います。歴史もある大企業の年金の場合、5 割以上の受給者を抱えて運営するケースがむしろ多い。企業年金が設立されたときからそういう形になっている。セコムさんのケースは、今おっしゃられたような企業年金のあるべき姿に合わせて適切な施策をとられた結果、積立比率 178%という、世界中を見渡してもほとんどないぐらいのレベルに達しています。ある意味では恵まれたというか、雇用環境、従業員との契約環境が背景にあると思います。22 歳で入社して終身雇用でという方は 1 万 7,000 人のうち何%ぐらいですか。

(八木氏)

ざっくり見て、今3割ぐらいですか。

(鹿毛氏)

でしょうね。業態から見てもたぶんそういうことなので、したがってたとえばキャッシュバランスのような、なすべきことも全部なさっている。実はそういう企業年金はあまりなくて、なかなかそこまではいろいろな理由でできない。要するに年金財政の中身がよければ誰も文句は言わないので、事務局が考える「良いこと」を自由に推進できる。一方で一般の企業年金は、むしろ財務の子会社としての色彩が強いと思われま。

マーケットの暴落で、赤字が出て、企業から何十億、何百億か補てんをしなければいけないという状態になると、どうしても財務が完全にコントロールしなければいけないとか、いろいろな条件が絡んでいるので、基金事務局に任せることは企業としてもなかなか難しい。お話をお伺いしながら、ほかの年金はなかなか真似できにくいとは思いますが。ただ何点かは重要なご指摘があって、これはいろいろな意味で皆さん参考にされていくといいかなと思われました。ありがとうございました。

(岩間会長)

スチュワードシップ・コードについてですが、エンゲージメントすると。我々がやらなければいけないわけです。アセットオーナーがスポンサーの意を介して動くというのが原則だと思います。さらに言うともうちょっとディテールに入ると、議決権行使ということがあります。セコムさんもいろいろな大企業、公開上場会社と当然ながらビジネス上のお付き合いは非常に強い。よく言われますのは、ビジネスを支えるための関係が大事なので、エンゲージメントするやり方もそういうところから影響を受けるということが言われます。利益相反をどうするかという話です。その辺はセコムさんの場合はいかがですか。

(八木氏)

まず議決権行使ですが、基本、各運用機関さんが持っているルールに従ってやってくださいというスタンスにしています。セコムの考え方を前面に出してとやってしまいますと、おそらくコストに合わないというか、その部分だけ抽出して別にやらなければいけない。それはあまりにも負荷が重すぎるのではないかとということで、そこはやって



いません。

エンゲージメントですけれども、そこはこれまで何をやってくるかよく分からない世界で、言葉だけ一人歩きして、エンゲージメントをやってきましたということが多かったわけです。そういった中で SDGs も出てきて、具体的にこの業態であればこれをやらなければ成長性を担保できないみたいな話もできるような形が出てきました。

あとパリ協定を含めて、具体的に 2℃を達成するための事業ポートフォリオで、どこをどう変えていくのか。そのあたりは非常に難しい課題だと思います。その難しい課題というのは、今いろいろなところがルールをつくり始めています。そのルールに従ってエンゲージメントが展開できれば、何が問題なのかがわりと分かりやすく出てくるということがございます。Science Based Target というアプローチですが、そういったものについてもこれから PRI の中では徐々に勉強会を展開して、そういったものをエンゲージメントの中に生かしていくという形ができてくれば、もっと高品質な展開が期待できるのではないかと考えています。

(松尾氏)

運用会社さんとしてはエンゲージメントを一生懸命やるのはいいと思いますが、それなりの費用がかかると思います。聞きにくいのですが、GPIF は皆さん手数料安いとおっしゃるけれど、運用会社さんに委託手数料を払われているという感じですか。私はその世界を知らないので質問をしてしまうのですが。

(八木氏)

この ESG 投資で何社かは、付加的なコストは負担しています。ですから当然コストがかかる運用なので、お支払いしますということでやっていただいています。ですから運用会社さんは、いやいややっている会社も中にはあるかもしれませんが、本当に必要なものであればきちんとお支払いをして、お互いに気持ちよく仕事ができたらほうが成果にもつながりやすいだろうと思っています。実際今そういう結果が出ておりますので、私はこれで良いと思います。

(岩間会長)

それはすばらしい。ありがとうございます。

(鹿毛氏)

今の八木さんのお話に関連して渡邊さんにお伺いしたいのですが。フェアディスクロージャー・ルールというものが、今日一応固まりまして公表されると思います。あれは当面エンゲージメントに制約条件として働いてくるのか、あれは基本的にはエンゲージメントにあまり関係ないと考えていいのでしょうか。

(渡邊氏)

どちらかというフェアディスクロージャー・ルールというのはいわゆるセルサイドの方に関連したお話なのではないですか。

(鹿毛氏)

当事者としては投資顧問会社もちろん入っているわけです。ですから、セルサイドにしても投資顧問会社にしても企業に直接エンゲージメントという形で、いわば経営の根幹に関わる質問をしていったときには、なるほどその資本効率をこのように上げるように考えましょうみたいな答えが出たときには、当然そういう情報は公表しなければいけない、こういうやり方になってくると思います。

(渡邊氏)

それはたぶん少し慣れるのにといいますか、コンプライアンス的に言うと社内にそういう話は当然回っておりますし、今まではそういうことをしていたということでも、より注意を払うようにという、そういうプロセスになると思いますので、全く影響がないかという、ありませんと断言はいたしません。

(鹿毛氏)

逆に、企業サイドから懸念も一部あると言われていたものですから。企業がそこを心配すると、あまり話が進みにくいかもしれない。

(渡邊氏)

要は表面の会話にしかない。

(鹿毛氏)

当面しばらくの手探りの間は企業側も少し遠慮するようになると思われませんか？

(渡邊氏)

それは当然そうなるのではないのでしょうか、多少は。

(鹿毛氏)

その懸念は当面はあるだろうと。

(池尾座長)

ただ、フェアディスクロージャーの対象になるのは、今でもインサイダーの問題に関わっている情報プラス決算関係ぐらいの情報なので、エンゲージメントはもっと前向きの話をするはずなので、だから言われているほど懸念が本当にあるのか。

(岩間会長)

発行体のほうが懸念を示しているわけです。

(渡邊氏)

どちらかというと、そうだと思います。

(岩間会長)

だから遠慮なく言ってください、すぐオープンにしてくださいと。そういうことなのだと僕は思っているんです。

(松尾氏)

セルサイドの方々はアナリスト規制があって、あのままフェアディスクロージャーが入らないと、バイサイドだけ情報が入ってきて不平等だという考え方で、ですからむしろフェアディスクロージャーについては声を大にして言わなくても本音は賛成でしょう。

なぜかという金融庁で昔 2002 年に、アメリカ SEC がフェアディスクロージャー・ルールを入れた直後ぐらいで、IOSCO（証券監督者国際機構）で会議があって、日本は

入っていないのかと問われました。そのときは、日本は取引所の適時開示があるからいいと主張していました。そういう声もあって、あとはアメリカのアセマネ会社の人と会うことがあります。日本は今度フェアディスクロージャー・ルールの導入を検討しているのだという、それはいいことだという見方を示されます。

ですから批判的なのは発行会社です。発行会社にも 2 種類あって、真面目に心配している会社と、これを機に情報開示を消極化させようとしている会社があるように思われます。これを言い訳にして。そういうのをあぶり出さないといけない。だから、これを機会に情報開示をやめるといふ企業が報道されています。私はあれを見るたびにエーッと思えます。情報開示に消極的な企業と見られてしまうと思います。外国人投資家とかに。

(鹿毛氏)

IR は海外に情報発信しているわけで、そういうところはもう慣れているはずですね。

(大場氏)

だからそういう懸念を持たれないように運営することが大事なのでしょう。

(岩間会長)

ウォールストリートでも、それが言われていたわけです。

(松尾氏)

そうなんです。だから消極派のためにする議論もありますよね。

(岩間会長)

なんとなく、そういう感じはただよいますね。

(鹿毛氏)

海外で完全に確立しているルールですからね。外人投資家にはそれでなければ通らないわけです。

(池尾座長)

ほかに何かありますか。

そうしましたら、ちょっと早いですが、そろそろ以上ということではよろしいでしょうか。

今日は興味深いお話をいただきまして、どうもありがとうございました。それで、いつものことですが、この場でのご議論については、議事録はつくらないけれども協会広報誌やホームページ等に概要等を掲載する予定です。掲載する内容につきましては、事前に皆様にお目通しをいただいて、適当にフィルターをかけていただいてということでやりますので、広報誌、ホームページに出すことはご了解くださいということです。

それでは最後に、岩間会長からお話をいただきます。

(岩間会長)

非常に興味深いお話をいただきまして、本当にありがとうございました。いただいたご意見を我々も受け止めてしっかりやっていきたいと思っておりますので、今後ともよろしく願いいたします。ありがとうございます。

(池尾座長)

ありがとうございました。次回の日程につきましては、協会事務局より改めてご連絡があつて、それで調整をするということで、だいたい何月ぐらいですか。

(岩間会長)

まだ具体的には。候補は考えていますがアプローチしていませんので、年内にアプローチをとら思っています。

(池尾座長)

それでは、どうもありがとうございました。