

年金 SRI 研究会

平成 25 年度 報告書

平成 26 (2014) 年 4 月

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL: 03-5793-9411

FAX: 03-5793-9413

URL: <http://www.nensoken.or.jp>

目次

研究会における議論のポイント	1
研究概要	2
1 研究の趣旨	2
2 研究体制	2
3 研究会の開催経過	3
4 本報告書の内容	4
第1章 主要論点とそのまとめ	5
1 主要な論点	5
2 論点ごとの議論のまとめ	5
2.1 投資の概念	5
2.2 投資の意義	6
2.3 現状と課題	6
第2章 投資の概念	9
1 はじめに	9
2 年金 SRI の様々な概念	9
2.1 名称の変化	9
2.2 受託者責任とスチュワードシップ・コード	10
3 広範性と多様性	13
3.1 広範な ESG 要素	13
3.2 年金基金の立場	14
3.3 運用会社の立場	15
3.4 ESG のマーケットを作りにいく勢力の存在	16
4 非財務情報	17
4.1 ESG と長期的視点	17
4.2 効率的市場仮説とその3つの定義	18
4.3 TOPIX の問題点と新たなインデックスとしての JPX 日経 400	19
4.4 非財務情報を活用する主体としてのアナリストの役割	20
5 投資手法としての特色	21
5.1 具体的な手法	21
5.2 上場株式と非上場株式	21
5.3 エンゲージメントについて	22
5.4 かつてのメイン・バンクの役割とエンゲージメント	24
第3章 投資の意義	27
1 はじめに	27
2 リターン、リスク、長期運用の観点	27
2.1 年金基金にとって必要なリターン	27
2.2 運用上のリスク	30

2.3 長期運用	31
3 社会的意義について	32
3.1 社会的リターンの向上、外部不経済への対処	32
3.2 国際規範への対応	34
3.3 情報開示の促進	34
4 持続的発展への寄与、ステークホルダーへの貢献	35
4.1 成長企業への投資	35
4.2 ステークホルダーとの関係	36
第4章 現状と課題	37
1 はじめに	37
2 日本における現状	37
2.1 海外との比較でみた日本	37
2.2 年金基金の現場	39
2.3 運用会社の対応	40
2.4 株式投資の自覚	40
3 普及のあり方	42
3.1 年金 SRI を巡る 2 つの方向	42
3.2 株主総会や IR の場を生かした取組み	43
3.3 PRI への対処の実例	43
4 鍵を握る経営者層の意識と労働組合への期待	44
4.1 経営者層の意識とその現場への浸透	44
4.2 IR のあり方	45
4.3 労働組合への期待	46
5 各方面に期待される役割	48
5.1 政府の役割	48
5.2 年金基金の役割	48
5.3 運用会社の役割	48
5.4 公益団体の役割	49
追加意見 (宮井博)	51
1 エンゲージメントについて	51
2 成長企業への投資	53
3 年金基金のガバナンス	56
4 連合の「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」への注目	59
結びに代えて 新しい概念・投資手法への模索 一年金 SRI 研究会の討議を終えて― (植村博明)	61
1 新しい研究会の発足	61
2 長期投資への回帰	61
3 投資先企業への責任	62
4 事実上の『分業体制』	63
5 有識者会議の方向性	64

研究会における議論のポイント

- 長期運用で、良い企業に投資するというのが、年金本来の投資姿勢である。経済・社会全体の持続可能性に着目し、経済全体の長期的な資源配分の効率化につながるような投資行動・運用判断を、企業の非財務情報を織り込みながら下していくことが、長期投資家に求められる。
- 欧米で根強い倫理とか環境への配慮は、年金との関連性は高くない。むしろ、日本では、企業統治とりわけ企業とのエンゲージメントのあり方を見直すことや、雇用や働き方を重視することが大事である。
- 非財務情報と、長期投資という観点に着目することは望ましい。非財務情報を考慮することは長期投資にとって重要である。
- 労働組合や年金基金の母体である企業経営者の問題意識向上が必要である。企業経営者にもっと成長志向を持たせることが日本の大きな課題である。
- 成長企業を厳選する投資や投資先企業の成長に資するエンゲージメントなどが注目される。年金基金の人材には高い知識・技能が求められ、運用会社のアナリストには長期的視点が必要である。
- 年金基金は運用会社に「おまかせ」になりがちであるのに対し、運用会社は年金基金からの明確なマンデートが必要と考える傾向がある。年金基金と運用会社の認識のずれを少なくし、連携を強化すべきである。

研究概要

1 研究の趣旨

本研究を開始した時点で明らかになっていた平成 23 年度までの日本の年金資金の運用状況ははかばかしいものではなかった。そして、その様な中で起こった AIJ 事件の影響などもあり、厚生年金基金制度の廃止に向けた検討が進んでいる。このままでは年金基金の持続性も懸念される状況である。

また、より根本的には、少子高齢化のため今後日本経済は自然体では年率 1~1.5%のマイナス成長が継続するという構造的問題を抱えているということがある。これは、生産年齢人口が毎年この率だけ減少していくためである。これに対し、労働者数の確保や労働生産性の向上に寄与するような投資を行い、投資リターンの確保に結び付けていくことが考えられる。

本研究においては、このような投資を含め、年金資金による、持続的発展に寄与しステークホルダーに貢献する投資を、持続的責任投資としての年金 SRI (年金資金による Sustainable and Responsible Investment) と位置づけることとした。従来の倫理面に片寄ったイメージのある社会的責任投資(Socially Responsible Investment)とは異なるものである。

本研究プロジェクトは、年金資金運用の観点から日本の成長戦略などについて検討し、長期安定的な年金運用収益の確保に寄与することを企図するものである。

2 研究体制

この検討を行うため、研究者、年金基金及び運用会社などの関係者が一堂に集う年金 SRI 研究会を設けた。研究会の体制は次のとおりである。

座長	植村 博明	年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員
委員	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント 株式運用部担当部長コーポレート・ガバナンス・オフィサー
〃	和泉 純	朝日新聞社企業年金基金 常務理事
〃	大越 覚 (※1)	東京海上アセットマネジメント投信 運用本部アナリスト
〃	桂 照男	企業年金連合会 コンプライアンスオフィサー
〃	金井 司	三井住友信託銀行 経営企画部 CSR 担当部長

〃	近藤 英男	DIC 企業年金基金 運用執行理事
〃	首藤 恵	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授
〃	玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部 教授
〃	花井 圭子 (※2)	日本労働組合総連合会 (連合) 総合政策局長
〃	丸山 高行	住友生命 年金事業部担当部長
〃	宮井 博	日興フィナンシャル・インテリジェンス 専務取締役 年金シニアプラン総合研究機構 理事
〃	徳田 展子 (※3)	東京海上アセットマネジメント投信 運用戦略部ファンド マネジャー
事務局	福山 圭一	年金シニアプラン総合研究機構 専務理事
〃	早川 敦	年金シニアプラン総合研究機構 審議役
〃	樺山 和也	年金シニアプラン総合研究機構 主任研究員
〃	長野 誠治	年金シニアプラン総合研究機構 主任研究員
〃	菊池 俊博	年金シニアプラン総合研究機構 主任研究員

※1：平成 25 年 10 月まで

※2：随行又は代理として、照沼光二（連合総合政策局生活福祉部部長）が出席した。

※3：平成 25 年 11 月から

3 研究会の開催経過

研究会は 6 回開催され、委員及び外部専門家による講演と質疑を行った。また、これを踏まえ、委員間で討議を行い、その取りまとめを行った。それぞれの開催日時と主な審議事項は次のとおりである。なお、開催場所はすべて年金シニアプラン総合研究機構会議室である。

- ・第 1 回（平成 25 年 6 月 7 日）；研究会趣旨説明（事務局）、講演と質疑（「企業の社会的責任への取り組みとサステイナブル投資」・首藤恵委員）
- ・第 2 回（同 7 月 5 日）；講演と質疑（「社会的責任投資の国際的動向について」・森浩太郎厚労省官房参事官）
- ・第 3 回（同 9 月 11 日）；講演と質疑（「成長戦略の評価と日本経済の中長期予測」・近藤智也大和総研シニアエコノミスト、溝端幹雄同主任研究員）
- ・第 4 回（同 10 月 10 日）；講演と質疑（「運用における非財務情報の活かし方～ニッセイアセットの取り組み～」・井口譲二委員）、同（運用の現場から見た ESG 導入の現実的課題）・大越覚史委員）、同（「非財務情報開示の進展と ESG を取り巻く新しい潮流」・金井司委員）

- ・第5回（同11月29日）；講演と質疑（「持続的な経済発展・企業成長に寄与する責任投資のあり方」・桂照男委員）、同（「金融仲介者たる年金基金の”social responsibility”とは」・玉木伸介委員）
- ・第6回（平成26年1月30日）；全体討議

4 本報告書の内容

本報告書は、これまでの研究会における議論の内容、就中、第6回研究会における討議内容をもとに、各委員がそれぞれ加筆等を行い、事務局で取りまとめたものである。当然ながら委員間で認識や意見の相違はあり、そのような場合は両論があったことを記載し、最大公約数的なものとなるものは、そのようにまとめた。

本報告書の第2章から第4章までの内容は、基本的に口頭でのやり取りがベースになっている。研究会のメンバーは年金基金や運用会社など実務の立場の方々が多い。それらの方々の「現場感覚」に基づく所感や「生の声」はそれ自体価値が高いと考えられることから、編集に当たっては、できるだけそれらを生かすよう留意した。

「追加意見」は、宮井委員から提出されたものである。他の委員からは概ね発言の範囲での意見をいただいたが、宮井委員からは既発表資料を基にしたかなりまとまった分量の意見をいただいたことから、同委員の氏名を記して掲載することとした。

また、「結びに代えて」は、本研究会座長の執筆によるものである。

第1章 主要論点とそのまとめ

1 主要な論点

本研究会における大括りの論点として、①投資の概念（年金 SRI をどのようなものと捉えるか）、②投資の意義、③現状と課題、の3点を設定し、議論した。

研究会における議論は必ずしもこれに沿って行われたわけではないが、本報告書では、大括りの論点項目に基づき整理する。

2 論点ごとの議論のまとめ

2.1 投資の概念

- ・名称の変化について、細かな差異を議論する実益は乏しい。大括りに、財務情報だけでなく非財務情報も考慮する投資と捉えることが適切である。
- ・SRI や ESG 投資は受託者責任に反するので年金の運用としては適切ではないという考え方があり、これについては肯定・否定の両論がある。
- ・企業成長を促す観点から機関投資家と投資先企業との対話を求めるスチュワードシップ・コードは、年金 SRI の今後の展開にも影響がある可能性があるため、その動向を注目していく必要がある。
- ・ESG はそれぞれ極めて広範な内容を含む。それらを（一部でも）考慮することの意味を良く考えることが肝要である。
- ・E、S、G といった形式にとらわれるのではなく、日本の実情に即した実質的に意味のある事項が何かというアプローチが必要である。
- ・年金基金と運用会社の関心事項の違いが、ESG 投資の進展の1つの障害になっている可能性がある。
- ・海外においては、ESG のマーケットを作りに行く勢力の存在に留意が必要である。
- ・非財務情報は、長期的な視点に立った場合に重要な考慮項目である。従って、非財務情報と長期投資をセットで考えることが望ましい。
- ・財務情報だけでなく、非財務情報を分析することは、市場の効率性を高めることに貢献することになる。
- ・運用会社のアナリストの仕事の進め方が非常に短期志向になってしまっている。年金運用にふさわしい長期運用を実現するためにも、アナリストが非財務情報をもっと活用してい

くことが必要である。

- ・上場株式と非上場株式を分けて考えると整理がつきやすい。非上場株式は多様であり、様々なニーズに対応可能だが、その分運用管理に手腕が必要である。
- ・エンゲージメントはかつてメイン・バンクがやっていたことなので、それと同じことを運用会社がやればよい。しかし、運用会社側としては、単独では難しい、あるいは、やるとすると情報開示の働き掛けである。

2.2 投資の意義

- ・年金基金にとってリターンは必要である。しかし、定量分析を行うと、少なくとも短期的には、企業の CSR 活動がコストになってしまい、リターンが低下する。
- ・年金基金は将来にわたって確実に年金給付を行っていくことが使命なので、リスクのレベルはそれに見合った適度なものでなければならない。リスクを考える場合、発生確率は低くても顕在化すると損失が巨大になるような事象も考慮する必要がある。
- ・年金 SRI は長期運用にこそその意義を発揮する。年金運用に必要な長期運用を確保する手段として位置づけることができると考えられる。
- ・投資による社会的な意義に関しては、投資による社会的なリターンの向上を図る、また、外部不経済に対処するというアプローチがある。これらに関しては、積極、消極の両論がある。
- ・国際規範を投資判断の基準にすることは、一定の合理性があると考えられる。
- ・投資先企業に対し、情報開示を促進させるという意義も考えられる。
- ・成長企業を厳選するという投資手法にも最近注目が集まりつつあり、その際重要なのが、非財務情報である。
- ・年金資金の運用に当たっては、その資金の運用の目的に反しないよう、ステークホルダーとの関係に留意する必要がある。

2.3 現状と課題

- ・海外との比較で見て、日本のサステイナブル投資は低調である。
- ・日本の企業経営者には、一般的傾向として、成長志向が見られないことが問題である。
- ・年金基金内部や人材に問題があるという指摘があり、基金関係者の資質・能力の向上が必要である。
- ・運用会社も、基金から見て、必ずしも期待には応えきれていない。
- ・信託合同口を通じた運用では、株主としての自覚は生まれにくいであろう。
- ・非財務情報に着目した長期的投資という観点から、一定の評価が可能ということであるならば、年金基金という立場を離れたより広い視野に立って検討する意味はある。
- ・母体企業に企業年金基金の重要性の認識を促進する 1 つの方法として、株主総会や IR の場が考えられる。
- ・経営者層には CSR の重要性はかなり認識されているが、どの企業の経営者も CSR を重視

しているわけではない。また、経営者層の意識が社員層や年金基金にまで届くことも課題である。

- IR がもっと長期指向で各企業の経営の根本に迫るものになることが必要である。経営者にもっと緊張感を持たせる必要がある。
- 連合の「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」は、いずれ大きな流れになる可能性がある動きとして、注目される。
- 政府は、基本的なルールを定め、それを客観性や透明性をもって執行するという役割が重要である。
- 年金基金は、年金資金の管理運用の主体として、高い知識・技能をもって、その業務に当たる必要がある。
- 運用会社は、年金基金に適切に情報をフィードバックすることが重要な役割である。
- 公益団体は、年金運用の健全な発展のために、各種調査研究を進めるとともに、関係者が集う場として、積極的な役割を果たしていくべきである。

第2章 投資の概念

1 はじめに

本研究会で年金 SRI（年金資金による Sustainable and Responsible Investment）として検討の対象とする投資は、もともとは、社会的責任投資(Socially Responsible Investment)と呼ばれていた。しかし、最近では本研究テーマにあるような持続的な責任投資という意味での使い方がされるようになってきている。また、ESG 投資、責任投資、サステイナブル投資など様々な呼び方がある。これらの差異は何か、差異をどの程度認識する必要があるかということがまず問題となる。

また、広範性と多面性という問題も考えられる。E・S・G はそれぞれ広範な内容を含むものであり、各人重点の置き方や受けとめ方が様々ではないだろうか。また、分散投資を求められる中でアセットアロケーションを考える年金基金と、実際の投資行動を委託され銘柄選択に注力する運用会社で、抱いているイメージが違うのではないかと考えられる。

本投資は、非財務情報を考慮した投資と定義されることが一般的である。その場合の、投資において考慮される非財務情報としてどのようなものが考えられるか、新たなインデックスの可能性は考えられるかといった問題もある。

本投資の投資手法としての独自性も問題になろう。他のアクティブ運用とどう違うのか、議決権行使などエンゲージメントをどのように位置づけるかといったことが論点となるだろう。

2 年金 SRI の様々な概念

2.1 名称の変化

本研究会で検討の対象とする投資については、最近様々な名称で呼ばれるようになってきている。この背景には、もともとの呼称である社会的責任投資が、リターンよりも倫理的・社会的意義を優先するかのようなイメージが形成されていたという事情がある。これに対し、別の呼称を提案する理由の1つに、リターンを犠牲にしてまで投資を求めるものではないことを明確にして、多くの機関投資家の参加を得る狙いがあると考えられる。さまざまな呼称の間の細かな差異を議論する実益は乏しく、大括りに、財務情報だけでなく非財務情報も考慮する投資と捉えることが適切である。

研究会委員からは、次のような趣旨の発言があった。

SRI-社会的責任投資という言葉は、社会的、英語のソーシャリーという言葉が入ると倫理的投資と混同されてしまうのでソーシャルを外し責任投資という言葉に変わってきたという経緯がある。

ESG 投資とも呼ばれるが、もともと E と S、つまり環境、社会という市民運動が後押ししていた分野に G-ガバナンスが結び付いて E・S・G になった経緯があり、これも新しく 2006 年に出た金融用語である。それからサステイナブル・インベストメントとも呼ばれる。要するに言い方がはっきりしていないのである。使う人によって、いろいろな呼び名がある。

こうした呼び名の多様化は比較的最近の現象である。ちなみに SRI も以前のソーシャリー・レスポンシブル・インベストメントから略称はそのままにサステイナブル&レスポンシブル・インベストメントに変わってきている。こうした名称の変化が実は一つポイントである。

2.2 受託者責任とステュワードシップ・コード

投資をどのように捉えるかという観点からは、受託者責任との関係が問題になる。これについては、次のとおり、委員からは両論が出ている。SRI や ESG 投資は受託者責任に反するので年金の運用としては適切ではないという考え方があり、それが研究会の議論にも反映されたものと言うことができる。

受託者責任は、委託者の代わりにやるわけであるので、どちらかという分散投資とか、あるいは自分のためにお金を使わないといった、善管注意義務と忠実義務からなる。だから、中長期に投資してエンゲージメントで投資先企業の価値を高めるといった責任投資という話は、そこに入っていないのではないかと思われる。

年金資金の責任というと、一義的にはまず、加入者や受給者への責任が思い浮かぶ。それを一気に社会への責任だと間口を広げると、加入者や受給者の意思確認や、それなりの理論武装が必要になるであろう。

受託者責任は、委託された方の責任なので、経済的な利益を追求することが中心になっているが、そのときに何をやっても良いのかというと、当然そうはならない。反社会的な活動を行って利益を出しているような企業には投資しない、あるいは、投資先企業のパフォーマンスが良くないからといってすぐに売却するのではなく、中長期的な投資によって企業の価値を上げるような方法で投資をするというのは、適切に受託者責任を果たすということになると考えられる。

この研究会の報告書を英語で出すことがあるなら、海外の関係者に日本の年金は受託者責任違反をやっているのか、と思われてしまうかもしれないので、気をつけたほうが良い。Responsible Investment（責任投資）か、ESG-focused Investmentあたりが無難だろう。

また、最近の動きとして、2014年2月に、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～が策定された。その内容は以下の通りである。

- ① 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- ② 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- ③ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- ④ 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- ⑤ 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- ⑥ 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- ⑦ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

スチュワードシップ・コードは、受託者責任とほぼ完全にオーバーラップするものか、それとは違うものなのかということが問題となる。金融庁の検討会では、外部専門家から、受託者責任の限界を補うものであるといった説明が行われている¹。

本コードは、企業成長を促す観点から機関投資家と投資先企業との対話を求めている。建設的な対話ができるには、機関投資家側がそれにふさわしい知見を有するための努力が求められるだろう。年金SRIの今後の展開にも影響がある可能性があるため、その動向を注目していく必要がある。

なお、2014年2月24日の第32回金融審議会総会におけるやりとりの中では、金融庁よ

¹ 「受託者責任は契約上や法律上あるいは実態に基づいた明確な信頼関係を基礎に構築されるが、投資連鎖あるいはその周辺においては、この概念では、網羅できない関係も出現」、「スチュワードシップというある意味関係性が曖昧な概念を採用することによって、投資連鎖におけるより広範で複雑な関係をとらえ、上場会社の価値向上を通じてアセット・オーナーや最終受益者の利益に資するという最終目的の達成を目指す」（上田亮子「英国スチュワードシップ・コードについて」、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第2回検討会資料）

り「ESG については英国版スチュワードシップ・コードと同じスタンスと考えており、『例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）』と例示も行っている。また、有識者で検討する際に RPI についても勉強し議論した。一つひとつは機関投資家の判断だが、先ほど触れた例示にあるように、現代の投資家にとって当然のように念頭に置くべき概念であると考え」といった答弁があったようである。

委員からは、次のような発言があった。

スチュワードシップ・コードの内容を見ると、機関投資家の定義は、運用会社だけではなくて、資産保有者（アセットオーナー）も対象と考えられている。つまり、投資家としてどういう先に投資するか、要するにもうければいいというものではなく、投資先を選ぶときに、投資先企業のガバナンス、企業戦略、EとかSに関するリスクをちゃんと把握した上で受託者責任をもって選びなさいという趣旨のものである。そういう観点で言えば、責任投資というのも、投資する側の責任である。だから、アセット・オーナーとしてもうければいいというものではなく、投資先企業の状況を十分把握した上で、「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やサステイナブルな成長を促すような、中長期の投資を行うためのものだと思う。

何をやってもいいのかというところについては、ネガティブチェックとポジティブチェックで、最近のみずほの例もあったが、反社会的なことについて強烈なネガティブチェックがかかる。あれより、もうちょっと悪くはないということもあると思われるが、やってはいけないことをやっているというのは、ネガティブチェックの対象になる。

他方で、会社の取締役というのも、必ずしも信頼に足りるとは限らないという前提に立つと、会社の取締役というエージェントを、プリンシパルとして、監督しなければいけないことになる。これがスチュワードシップという概念だと思うが、それは実は長期的にもの考えるというように、取締役に牽制（けんせい）を加えるということで、かなり実行されるのであろう。会社の経営は長期的な視野で合理的になるようにすることを求めていく、そのために株主の権力を用いていく。それが受託者に対する責任だというのは、一般的に合意される話であると考えられる。

それから、責任という言葉からいくと、いろいろな責任があるが、最大の責任は、自分たちがプリンシパルであって、取締役というエージェントに対してあるという、プリンシパル・エージェント関係、エージェンシー関係があるときに、そこでエージェンシー問題を起こさない、しっかりエージェントを監督することであるというのが、まず最も大事な責任ではないか。そこで色気を出して環境や何だと言い出すと、説明は困難になるし、信任という点でもマイナスになるとすれば、少なくとも今やることはないのではないか。

3 広範性と多様性

3.1 広範な ESG 要素

ESG はそれぞれ極めて広範な内容を含む。それぞれが大きな課題であり、かつ、様々な具体的課題を含む。このような事項を一体的に把握することは實際上困難であるが、日本人はまじめなので、それらを網羅的に検討しなければ ESG 投資にならない、という思い込みがあるのではないかと。むしろ、それらを（一部でも）考慮することの意味を良く考えることが肝要であると考えられる。

欧米で発展してきたという歴史が背景にあり、倫理、人権、腐敗防止といった考え方には根強いものがある。また、PRI によって ESG が提唱され、その先頭の E、すなわち環境が強調されることになった。しかし、これらの事項と年金業務との直接的なつながりは薄い。欧米でも各国で関心事項は異なっている。日本でも、E、S、G といった形式にとらわれるのではなく、日本の実情に即した実質的に意味のある事項が何かというアプローチが必要である。

委員からは、次のような発言があった。

E とかになると、機関投資家において民主主義が維持できるかという問題がある。E が大事な人もいれば、S が大事な人もいる。テレビ番組などで発展途上国のチャイルド・レーバーのことが取り上げられるが、教育者からすると、チャイルド・レーバーが一番大事かもしれない。しかし、環境保護論者にとっては、環境が一番大事かもしれない。あるいはフェアトレードが一番大事かもしれない。このように、非常にさまざまなので、民意を測る民主的なプロセスがないのだったら、E や S というのは掲げるだけ無理ではないか。

クラスター爆弾などは、確かに悪いかもかもしれないが、ノルウェーだってロッキードは駄目と言いながらも、ノルウェー空軍はロッキードの飛行機を使っている。だから、そのようにあちこちで「頭隠せど尻隠さず」になって、結局トータルでは何をやっているのかということになるのではないかと。

財務情報は財務諸表などに出てくる業績予想や資産価値を直接測るデータであるが、それ以外のもの、例えば環境とか社会に関連する情報は、それを見ても恐らく財務情報につながらないので非財務情報と位置付けられている。財務情報以外の情報を非財務情報と呼ぶなら、ESG は非財務情報の代表格というわけである。

受託者責任の問題でいくと、リターンを度外視した E・S・G はありえない。リターンを無視して ESG 投資とか責任投資を行うなどとは誰も言っていない。SRI という言葉が使われなくなったのは、リターンを度外視している思われがちだからである。ソーシャリーにこだわったらリターンは出ないだろうということである。

そう考えると、非財務情報と財務情報というのは、本当にくっつくのかということ

に結局帰結し、そうした運用はインテグレーションと呼ばれ、責任投資で最も拡大している分野の一つである。

ESG の概念はこれまでも非財務情報に織り込まれているという議論もあるが、やはり G のガバナンスのところは、これからの注目点になるであろう。従来は ESG の特に環境の部分があまりにクローズアップされた面があるのではないかと。環境も例えば CO₂ の排出量が幾らあるとか、そういう具体的なことが悪いと言っているのではないのだが、そういう問題とかあるいは爆弾を作っている会社はけしからんから、投資は困るといった問題が、年金投資に直接結びつけられてしまうと、概念が狭くなってしまって、ついていけないなという向きもあるのではないかとと思われる。

今度、本研究会の言う SRI という言葉になるとサステイナブルとなるわけであるから、環境問題だけでなく長期投資という概念が出てくる。短期ではなく、長期だということで、年金投資との親和性がいいというか、いろいろな方に受け入れられやすい考え方になるとと思われる。

3.2 年金基金の立場

年金基金は年金資金を管理運用する主体であり、運用の基本方針を策定し、委託する運用会社に指示すべき立場にある。投資政策では、アセットアロケーションが大切であるといわれており、一般に銘柄選択にまでは関心を持たない。また、給付債務を抱えており、これに見合ったリターンが得られるかどうかは運用上の関心事である。また、最近では、会計基準の変更に伴い、母体企業の会計経理との関連性が高まっており、この面での関心も高い。そのような立場からは、必ずしも ESG に関心が向くということにはならないのが実情である。

委員からは次のような発言があった。

SRI と E・S・G というよりも、長期非財務情報重視運用というのが立てやすい。また、運用の当事者にとっては、説明責任が求められるが、これに当たっては、説明のコストを安くするだけではなくて、説明の有効性を高めるということが非常に重要である。E・S・G といって、なぜ二酸化炭素なのかということについて、非常に説明コスト、あるいは納得を得るコストが高くなる。

年金の立場から言えば、最終的には投資の果実として、金銭が欲しい。金銭に帰結しなければ、単に「社会がよくなったよ」と言われても、なかなか説明はできないであろう。加入者が、それでいいのだ、きれいな空気ができたね、それで十分なのだと言ってくれば良いが、そのようなことは現実的ではない。しかしながら、もし、最終的には金銭的な意味でのリターンという形で戻せなくてもいいのだとなると、その辺をどう考えるかが課題ではないか。

採算のところ、多分これからさらに議論が進むであろう。なぜならば企業の決算、バランスシートを見ている監査法人がいて、年金がどんなアセットを持っているかという開示の試みが今年から始まるからである。

企業年金基金では、本社の経理と監査法人と年金とミーティングを持って、まず投資方針でどんな投資をして出すか、どんなことをやってるかという話から、それから具体的にどういう投資か、それをどうやって実行するかと進んでいく。その二つのところは、今までお互いに知らないところが多かったが、もっと企業年金においてはぐっと近づいてくることになるのではないかと。今、いい方向にいつているといえることができるだろう。

それはすごくいい方向である。それもある種、非財務情報になる。従来から考える財務情報とは違った情報である。

3.3 運用会社の立場

運用会社は、年金基金からの委託を受け、資金運用の実際の行動を行っている。銘柄選択や売買の判断と指図、議決権の行使などは運用会社によって行われる。運用会社は同業他社と競争的環境にあるため、個々の投資先企業の企業価値の評価は極めて重要である。また、資産別に運用を受託することが多いことから、年金基金の全体像は運用会社には見えづらく、むしろ、ベンチマークが目標になる。

こういったことは(2)の年金基金の立場とは大きく異なっており、年金基金と運用会社の関心事項の違いが、ESG投資の進展の1つの障害になっている可能性がある。

また、運用会社は年金基金から資金運用を受託しているという立場上、SRI投資といった日本では必ずしも一般的になっていない投資を行うには、年金基金からの明確なマンドートが必要と考えることが普通である。年金基金側は必ずしもESGに関心が向くというわけではない中で、運用会社は年金基金からの指示待ちというのが、今日の日本の状況であるといえることができる。

委員からは次のような発言があった。

特に欧州においては、公的年金を中心とした大手機関投資家がESGに配慮した運用を行うのは、当たり前になってきている。運用会社もPRIの署名は勿論のこと、実態上もESGを運用に取り込んでいないと委託がもらえない。言い換えれば、ビジネス上の死活問題になってきたので、最近、抵抗勢力から推進勢力に転向するところが増えてきた。運用会社であればESG運用チームを増強しており、ゴールドマン・サックスやUBSなどのブローカーもセルサイドのESGリサーチチームを持つようになった。ゴールドマンのGSサステインは評価が高い。運用業界においてパラダイム変化が起きている。

また、運用会社に属する研究会委員からは、エンゲージメントに関してであるが、次のような発言があった。

現実問題としては、運用会社が単独でエンゲージメントを行うのは、やり難いところがある。アセット・オーナーがどこまでやるかということを決めてもらったほうがやりやすい。エンゲージメントは運用会社がやるにしても、やはり錦の御旗がないと難しい。

3.4 ESG のマーケットを作りに行く勢力の存在

海外では日本に比べ ESG 投資は盛んであるといわれる。それは必ずしも自然発生的なものではなく、そのようなマーケットを作りに行く勢力の存在があるという次のような指摘が、研究会で行われた。興味深い内容であり、資産運用ビジネスに直結しているという認識が必要である。

日本でも、いろいろな人がどう結び付けるのかということを考えている。しかし、考えているくらいなので、これといった結論は出ていないように思える。言葉を変えると、ESG 投資や責任投資はある意味で完成しておらず、ESG の概念自体を変えていこう、作っていこうという勢力がいて、その中心が PRI である。そしてその勢力と伝統的な資産運用業界とのせめぎ合いみたいところが常にある。伝統的な立場からすれば、固まっていない ESG なる概念は駄目というに決まっている。でも、ESG を進める立場からは、概念を作って投資家の力を社会の変革に使っていこうとしており、その攻防戦である。

従って、責任投資を論じる時、その前提を踏まえないと両者の議論は永久にかみ合わない。私自身、今は CSR を実践する方に回っているが、10 年前に会社で責任投資を立ち上げて以来、国内外の変遷を見てきた。欧米では最近 5 年ぐらい、それもここ 2~3 年で潮目が変わったように思える。ESG で世の中を変えたいと思う人が相当増えてきていて、主流化の一手手前のようなところに来ているように感じられる。

例えば、最近聞いた例を二つ申し上げると、一つはある日本の超大手企業が海外のユーザーから求められる CSR に関する要求水準が相当厳しくなってきたといっていることを言っていた。具体的には ISO26000 といういわゆる CSR の国際規範の順守が見られるそうである。CSR をやらないと、入札に負けてしまうかもしれないのでやらざるを得ない。従って、ESG 投資がその点を評価するというのは、もはや財務情報の評価に関連することなのである。

それからもう一つは、GPIF に次いで規模の大きい SWF であるノルウェー政府年金基金がマレーシアで熱帯雨林を違法伐採している疑いのある企業の株式を次々に売却しているという話を聞いた。この基金はグローバル・ウイトネスという英国の NGO の調査分析を踏まえ株主行動を行い、満足な結果が得られなかったので売却したわけであるが、この NGO を始めとする NGO16 団体が、数年前に連名で日本木材輸入協会な

どに公開要望書を提出し Web サイトでも見ることができる。日本の商社などはこれらの企業のメインバイヤーである。つまり、買い手にプレッシャーをかけてきたわけで、9 月には「野放し産業」という日本語のレポートを出して、商社に攻撃をかけている。これによって日本企業はレピュテーション・リスクに晒されているのであるが、日本株に 4 兆円を投資しているノルウェー政府年金基金が動き出すことのほうがもっと怖いかもしれない。しかもノルウェーが動き出すと、ヨーロッパの北欧系やオランダ系も同時に動き出す傾向がある。ちなみにレポートで挙げられたサムリン・グローバル社は欧米の年金が排除している企業の代表格である。こうなると、本件は財務上の問題への影響を飛び越えて株主対策に関わってくる。

ESG を進めようと意図的に動いている勢力は、マーケットを作りに行っており、その方向に動いていることを認識することが間違いなく必要である。それがいいかどうかは別として、現実にはそういうことになっており、非常に不遜な言い方に聞こえたら大変申し訳ないが、欧米、とりわけ欧州では年金で SRI をやるべきか云々という話はもう終わってしまっていると思われる。勿論、公的年金が先行して企業年金の動きは遅れているとか、メインストリームの運用会社はまだまだ動きが鈍いとか、そういうことはあるが、このベクトルを否定する材料にはならない。

また、ESG 問題を前向きに取り組む意義はそれなりにある。資源枯渇の問題や人口爆発とか気候変動の問題は日本企業にも大きなインパクトがある。例えば資源問題では、企業が原材料を輸入できないということになってしまう。ESG をリスク的な側面から捉えて投資家が企業に働きかけるのは、企業の持続的な成長を側面から支援することにもなる。

それやこれや考えると、責任投資については、日本においてもつくりに行くという観点が必要だと思われる。そうしたマインドセットを行わないと、やはり議論が堂々巡りになってしまう。

4 非財務情報

4.1 ESG と長期的視点

本研究で対象とする投資を、財務情報だけでなく非財務情報も考慮する投資と捉えることとするが、その場合の非財務情報は、長期的な視点に立った場合に重要な考慮項目である。従って、非財務情報と長期投資をセットで考えることが望ましい。

委員の発言もこの方向を支持している。

非財務情報と一般的に言うのであるが、まず財務情報は株価に織り込まれるという立場に立つと、非財務情報の中でも、既に株価に織り込まれている、あるいは織り込まれ

る可能性がある情報と、そうではない情報を区別するのかどうかということがある。その辺が投資の意義の理解にも影響するであろう。

例えば従来の E・S・G は、非財務情報の中で結構、株価に影響がある。株価に織り込まれている情報、あるいは短期的に株価に織り込まれる情報があつて、そうではなくて、今までみんながあまり注目していなかった株価には織り込まれていない情報や、長い時間をかけて株価に織り込まれる情報が、E・S・G よりもう少し広い概念の年金 SRI、投資なのだという整理も一つあり得る。そういう考え方が良いのかどうかという問題がある。

非財務情報は今まで E・S・G も入っていたけれど、それは短期的な意味の E・S・G の色彩が強く、年金 SRI というともう少し、長期的な視点が入ると思われる。その辺の整理がどうなるのかということである。多分答えは一つではないのであろう。そういう整理が特にもう定説ができていくということでもなく、それぞれいろいろな立場の識者の方がいろいろ主張しているということではないか。

本来長期投資であるはずの年金基金等が単年度収益にこだわると、受託運用機関も長期の視点で投資を考えなくなり、その結果、セル・サイド・アナリストも短期的な情報を提供する傾向にあるのではないか。そこで委託者である年金基金が、長期投資の観点から非財務情報が必要だということをもろここで出すことによって、長期的な投資を促すことになるのではないか。いわゆるサステイナブルな投資を考えるべきではないかということをも明確にすることによって、非財務情報の重要性が位置付けられるのではないかと思われる。

4.2 効率的市場仮説とその 3 つの定義

研究会の過程で、効率的市場仮説について議論があつた。そして、委員から、①ウィーク型、②セミストロング型、③ストロング型の 3 つが紹介された。

一般には①のウィーク型の効率性を疑う人は少ないが、②のセミストロング型の効率性を疑う人は多い。③の効率性を信じる人はほとんどいない。財務情報だけではなく、非財務情報を分析することは、市場の効率性を高めることに貢献することになる。

効率的市場仮説では、実証分析の観点から、一般に以下の 3 段階の効率性が定義される。

- ①ウィーク型:過去の価格、取引量あるいは信用取引等の市場情報は現在の株価に反映されているとする考え方。従って、過去の価格データをいくら分析してもアブノーマルな利益は得られないことになる。
- ②セミストロング型:企業の将来に関わる全ての公表データは株価に反映されているとする考え方。公表データの中には、価格データに加えて、企業の付加価値生産に関

する財務情報の他、経営者情報などの非財務情報も含まれる。従って、企業の財務、非財務情報からはアブノーマルな利益は得られないことになる。

③ストロング型：株価は、企業に関連するありとあらゆる情報は、企業の内部者しか利用できない情報も含めてすべて反映されているとする考え方。

「いまさら非財務情報は必要ないではないか、これらは株価に反映されているはずだ」という意見がある。それに対して、ここでどう整理するかということが問題になる。一般には、セミストロング型の効率性、つまり企業の将来に関わる全ての公表情報は株価に反映されているという考え方は受け入れられていない。つまり、企業に関する財務情報や非財務情報を分析することによって、アブノーマルな利益が得られると信じている投資家が多く、非効率な要素が多い非財務情報を分析することの価値がある。それによって、市場の効率化にも寄与することになるからである。

ファイナンス的に言うと、効率的市場仮説と関連があり、株価にはどのような情報が織り込まれているかということ、完全市場では、財務情報はもちろん、あらゆる情報が織り込まれているということなのである。

4.3 TOPIXの問題点と新たなインデックスとしてのJPX日経400

インデックスについては、年金SRIのインデックスについての議論ほとんど出なかったが、TOPIXの問題や新たな指標としてのJPX日経400に関する発言があった。

TOPIXに30年間投資しても、リスクに見合ったリターンが得られていない。多分これは日本の社会全体が少子高齢化になっていて、この前も高齢者の人口が15%になったというような報道があったが、日本の社会は非常な勢いで成熟化して、新しいものが生まれにくくなって、経済成長もマイナス成長の可能性もあるわけである。にもかかわらず、多くの年金基金は分散投資という安易な考えで市場全体を買っている。要するに、成長しない市場に平均的に投資しているわけで、そういう手法が大きな問題である。TOPIXの銘柄の中には、成長している企業もあるが、そこを選んで投資をすればいいのではないかということもあって、JPX日経400というインデックスの開発につながったということができる。

平均的な株価だと投資リターンが上がらない。成長志向があってしっかり頑張っている企業に投資をする。しっかり成長できる、そして、ガバナンスもしっかりして持続性もある、このような企業をサポートしようというのが根本の考え方である。そうすると、そこに入らなかったところから、次は頑張りましょうとなる。TOPIXは、要するに頑張る企業と頑張らない企業、その平均に投資しても成果は上がらない。本当に頑張る企

業を応援していく。これが本当の株式投資であり、そもそもは、株式投資の原点にある話である。

4.4 非財務情報を活用する主体としてのアナリストの役割

実際に投資情報を分析して個々の投資判断に結びつけていく業務に携わるのは、運用会社のアナリストたちである。しかし、その仕事の進め方が非常に短期志向になってしまっている。年金運用にふさわしい長期運用を実現するためにも、アナリストが非財務情報をもっと活用していくことが必要である。

アナリスト、あるいは投資家は、企業の業績を把握して投資しようかと判断する材料として、まず財務情報を使う。その場合、投資する際の企業価値を分析する材料として使うわけである。しかし、株価には企業価値以外に、投資家の行動ファイナンス的な要素も織り込まれているので、これを買うかどうかは割安・割高の話になる。そこは置いておいて、まずは企業の価値を判断するとき通常、財務情報を使う。昔はアナリストも非財務情報を十分使っていた。しかしながら、最近はそのがおろそかになって、いわゆる短期的思考になっている。今、企業の業績の四半期開示が始まっているので、その四半期開示によって多くの投資家が予想していたものとの違いを見つけ出し、サプライズによって株価がどう動くかといった非常に短期的なものに目が行ってしまっていて、長期の思考がされていないと感じられる。

ポートフォリオマネジャーは、毎月とか四半期に一遍、企業にリターンを説明しに行かないといけない。ポートフォリオマネジャーが本当にE・S・Gを意識してやるのは、現場としては非常に難しい。他方では、アナリストがいて、アナリストは比較的そういうところから意識はしている。アナリストは隔離されたところにいるので、そこでうまくプロセスに入れていく、一つの仕組みにするというのが必要ではないか。自然にそういうのが生かされているという仕組みづくりをしていかないと、今の日本の現状でなかなかESG投資が進むことは難しい。

老獪な老アナリストがしみじみと言うのである。最近の若いアナリストは、この会社の株は買いだとか売りだとか、そういうのをレポートに書く仕事になってしまっている。われわれの若いころは、30年後のソニーやホンダを探すのが仕事なのだとか言って、回顧するわけである。最近の若いアナリストは、いわゆる決算の数字を見て「これは次、買いだとか売り」というのを、レポートに書いて、それで売り買いの業績が上がる。それも評価の一つだからしょうがないのだけれど。

5 投資手法としての特色

5.1 具体的な手法

年金 SRI の具体的な投資手法は、もともとネガティブ・スクリーニングが中心であったが、非財務情報を考慮すると良い投資先企業を選定できるという考え方から、ポジティブ・スクリーニングの考え方も出てきた。また、財務情報に加えて、非財務情報も併せて考慮するという観点から、これらを総合するインテグレーションといった手法も多くなっている。また、議決権行使や企業との対話を通じたエンゲージメントも重要である。これらに関する発言は以下のようなものがあつた。

責任投資の手法は、インテグレーション、つまりアクティブ運用の一環として取り組むパターンが一つである。もう一つはエンゲージメントである。議決権行使の際に ESG の考えを取り込むのも、このパターンの一つである。あとは、何か特定のセクター、例えばたばこはダメとか、そういうものは外すというネガティブ・スクリーニングがある。大きく分けると三つなのだと思う。

アクティブ運用としての責任投資は、リターンが生まれないと最初から採用されないもので、運用会社も必死になって頑張る。それで駄目だったら、最初から淘汰されるだけなのである。

エンゲージメントは、どんな運用でもパッシブでもアクティブでも無関係にできるという観点からすると、理屈の上では一番やりやすい。

ネガティブ・スクリーニングは、タバコはダメ、アルコールはダメというのはエンゲージメント以上に日本では難しいのではないかと。ただ武器については、クラスター爆弾と対人地雷という日本が条約に署名をしたものについては例外である。クラスター爆弾や先ほどの熱帯雨林の違法伐採は国際的なビジネス規範上も認められなくなってきており、こうした銘柄を排除するのはタバコやアルコールなどとはちょっと意味合いが違っており、日本の責任投資においてもネガティブ・スクリーニングの対象となりうると思われる。

5.2 上場株式と非上場株式

研究会の中で、上場株式と非上場株式を分けて考えると整理が付きやすいという発言があつた。非上場株式は多様であり、様々なニーズに対応可能だが、その分運用管理に手腕が必要である。先進的な年金基金の運用の1つの方向を指し示すものと言えるだろう。

年金は、自分たちの受託者責任をきちんと果たすためには、「長期的に考えた投資をしなければいけない」というのが原点にあると思われる。ただし、長期の視点というの

を、具体的にどのようにしてやっていくのか、なかなか難しい。

SRI というと上場株を対象とした議論となるが、この議論を、上場株と非上場株みたいに2つに分けると、結構、整理が付きやすいのではないかと。非上場株でも、リターンを上げるためにどのようなファンドを雇うかというプロセスは一緒である。

ただ、上場株と違ってものすごく多様である。取捨選択のオプションがものすごく多い。例えば環境をテーマにして、自分たちが環境という面で貢献でき、かつそこでリターンも上げることができると思えば風力発電や太陽光発電に投資できる。そのような投資を実行するための専門のファンドを選べばいいのである。

それから、将来的な世界経済の課題、例えばエネルギーや水、といった分野への投資を考え、そこでリターンも上がると思うのであれば、その分野で専門のファンドを選べばいいのである。そうすると、目的も結構クリアになって、E・S・GのEやSも包含できることになる。非上場の世界だと、目的がはっきりしているので、自分たちがどこに投資をし、どのくらいのリターンを目指すか、説明もしやすくなる。

社会的なインフラの開発を例にとれば、なぜ投資するのか、投資が長期に及ぶことになるが、でも、学校をつくる、あるいは、病院をつくる、という話になり、まさに、これはEやSも包含した投資となる。プライベートの世界だと、はっきりと自分たちがどこにコミットしていくのか、どういう投資対象で、リターンとリスクはどうか、というのが明確になっていくことが期待できる。

最近、ROEに着目したJPXインデックスが登場したりという形で、上場株式の世界でも少しずつ変わってきている。結局のところ、責任投資というよりもサステナビリティを追求することではないか。

上場株式のアクティブ運用の中には、少数の株式に厳選して投資する運用手法がある。非財務情報など活用して厳選投資を行う、日本でも海外でも長期的な成長ができる会社・企業に厳選して投資していく。そのような選択も、年金運用の現場にはある。ただ、年金は、ファンドを通して投資をしていく立場にあるので、ファンドの運用者たちがどういう視点を持って運用しているのか、そこをしっかりと見ていく、あるいは、プッシュしていくことになる。

5.3 エンゲージメントについて

エンゲージメントは重要であるが、実際にどのようなことが行われているのか、必ずしも一般の年金基金には明らかではない。

運用会社の具体的な取組み方について、次のような発言があった。

エンゲージメントと書いたら、日本の会社の場合は、「何だ？」という話になる。そういう意味では、長期投資というのは、別に長期で持っているということもあると思うが、長期で費用を分析して、そこから会社の利益が出てくる。そうすると、やはり企業

を長期で見えていくには、その経営者と会わざるを得ない。大手運用会社では 500 社、延べ 500 人ぐらいの経営者の方と年間会う。

その機会に会話をする中で、例えば ROE の話で、もうちょっとこうしてくださいという、きつい言い方はしていないが、そういうところまで言うようなエンゲージメントを、今からしていくということである。

だから、どういうことをしたいかで、そのやり方が決まってくる。短期では多分そんなことは全くやる必要はなくて、長期で企業さんと対応させていただこうとすると、やはりそういうことが必要になる。

エンゲージメントは、レベルがいろいろあり、いわゆるソフトエンゲージメントで話しながら、企業様に「われわれはこういうことでやっているの」と暗に言うところから、かなり提案というか「こういうふうにしてください」というところもある。日本の場合、一部の会社の資料であるが、なかなか株式をこれだけ持っているからといって、企業さんが関わってくれるというケースの方が、現実には少ない。

われわれはエンゲージメントで、年金さんにも報告するときに、報告項目でどういうエンゲージメントをしたか、そういうふうにやれるのは、逆に非常に困っている会社さんが多い。たくさん株を持っているからではなくて、たくさん持っていないでもいいのである。企業様が困っていて、では資本市場でどうやったらうまくいくのでしょうかと、ご相談に来られるので、そのときに、エンゲージメントということをやっていくというパターンが日本では多い。

ガバナンスの構造上、アメリカでは取締役会に期待される役割として企業を高く売るといったことがある。日本のガバナンスというのはそうではなくて、労働者の方ともうまくやってとか、そもそも企業のつくりかたが違うと思う。だから、エンゲージメントはどうやっていくかというのは、やはりいろいろな技術による。

運用会社の 1 つの事例として、エンゲージメントのための部署があり、エンゲージメント運用のプロダクトがある。このプロダクトは、日本版スチュワードシップの先駆的な運用手法で、企業との相互理解に基づく意見交換を通して中長期集中投資を行っている。運用開始にあたって、海外機関投資家とのコンソーシアムを編成し、時間をかけてエンゲージメントの効果を検証してきた。国内外の年金基金を中心に資金を預かる以上、中長期的に受益者利益の確保を図るためには、これまでの TOPIX プラス α のリターンを見直す必要があるのではないか、という問題意識があった。

海外ではアクティビストの存在が有名だが、この社の部署では日本の企業風土を前提とした Win-Win 型のエンゲージメントを行い、投資先企業の持続的成長を通じた中長期的なリターンの最大化を目指している。

これは聞いた話なのだが、日本企業は投資家との面談で、過去の業績に時間をかけ過ぎるのだそうである。でも、海外の投資家は、過去のことは適当で良いのでこれからの

話しをして欲しい、どういう投資をして、どうもうけて、どう企業価値を上げるのか、それが聞きたいと言うそうである。日本のアナリストは、重箱の隅をつつくような質問が多いとも聞く。そんな状況でエンゲージメントができるのかなと思うことがある。

5.4 かつてのメイン・バンクの役割とエンゲージメント

エンゲージメントはかつてメイン・バンクがやっていたことなので、それと同じことを運用会社がやればよいのではないかという発言があった。これに対して運用会社側の委員からは、単独では難しい(3(3)参照)、あるいは、やるとすると情報開示の働き掛けではないかという発言があった。ここにも、年金基金側と運用会社側の認識のずれがうかがえる。

大変立派だと思うが、なぜこんなに大きな日本経済がエンゲージメントを考えられなかったかと言うと、実はそれは少なくともバブル崩壊までは、メイン・バンクがやっていたからである。だから、別に株式投資家は要らなかった。よくコーポレート・ガバナンスが足りないと言っても、かつてはメイン・バンクが「おまえ、社長をやめろ」と言っていたわけがある。あるいは「もっとやらなければだめだ」と、メイン・バンクがやっていた。

長期信用銀行や都銀の上位行などは、長いお金を持っていた。しかも都市銀行のメイン・バンクが出している運転資金は、実質的に半ばエクイティだった。だから、結局メイン・バンクが株式投資をしている機能を代替していた。その間は、株式の世界の中では、そんなことを考える余地も全然なかったし、必要もなかった。

それがメイン・バンクの、企業に対するグリップが、マネーフローが変わって行って、どんどんコーポレートの側に資金が余るようになってきた。今は余っている。それでどんどん株主と取締役会のエージェンシー問題が激しくなっていくわけである。それに対する反応が今求められているので、そうするとメイン・バンクが本来昔はやっていたことを、株式投資家がやればいいのである。そうすると、長期的なエンゲージメントが出てくるのではないかと思われる。

日本の経営者も、かつてメイン・バンクに全部開示するとか、メイン・バンクとしょっちゅう話をするとか、喜んでやっていたのである。メインでもそうだし、日本興業銀行は重厚長大産業に半ばコンサルタントでついていたのである。同じような知恵の出し方が、あのようなクオリティーのエンゲージメントできれば、それでOKだと思われる。だから、あとはそういうエンゲージメントをするだけの能力を、運用業界の方は持っていなければいけない。

銀行業界で15年、20年前と同じである。かつての銀行員は半沢直樹のような世界である。あそこで出てきたホテルというのは、非上場のホテルで、あそこに変な経営者がいて、その人が革新を起こした。その革新を起こす触媒になったのは、銀行だったわけである。

銀行がなぜ乗ってきたかという、融資をするということで資本供給していて、かつ、CPを持っていて、売ればいいのに、ホテルと有機的につなげてしまって、ホテルが繁栄する以外帰ってこないお金になっている。そういう状態に銀行がなるのである。そうなったところで、日本人はやっている。

そういうものがどうしているかという、機関投資家の側が、自分が雇うマネジャーに対して、そういうふうに来てくれと言えいいのである。例えば3月ごとに成果を聞いてはいけない。1年ごとにマネジャーを入れ替えるとか、そういうことをやらないということが、非常に大事なことになる。そうすると、問題は、1年間見て、3つ落としましょうなんていうことを止めるということが非常に大事だし、あるいは厚生年金基金のような非常に小さな機関投資家だったら、代議員会の方の中に誰か1人でもいいから勉強するとか、そういうことが結局は大事である。

実際メイン・バンクがやっているのは、毎月、報告書だけ確認する。銀行にちゃんと報告して、銀行が納得するかどうか。銀行が合理的に長期的に考えていけば、銀行が納得すれば、結果的には長期的に健全になるだろうし、企業の側もそうやって長期の運用がどんなものか、どこの数字がどうなるということが決まっている。どの数字がどうなれば長期的にいいかということは、各企業で全部違うので、個別企業と常時向かい合っているメイン・バンクがそれをやっていた。

今度は、株主がするのがある程度は可能というのは、ある程度、期間を長いこと持つのだというコミットをしている投資ではないと、長い目で見て、その対象を見る上でここを見ればいいということ、自分で考えなければダメである。それはやはり運用証券業界もそうかもしれないし、年金なら年金もそうだし、必要だったら銀行がやればいいのか。

運用会社がエンゲージメントするというのは、銀行みたいに間接金融としてずっとやっている、そういうコンサルタントみたいな知識があるが、運用会社はそういうのはないから、多分、情報開示のエンゲージメントをすることになると思われる。例えば今こういう事業ポートフォリオで業務をやっているけれど、これがどういうふうに企業の価値につながっているのかという情報を開示してくださいということになると思われる。

別の事業ポートフォリオに変えろとか、事業ポートフォリオの中味を変えろとか、あるいは活性化しろと言うのではなくて、今ある事業がいかんして価値が上がるのかというところの情報開示をしてくださいということである。もし、分からないのだったら、どういうふうに計算すれば投資家として使える情報になるのかというのを議論しましょうということではないか。

第3章 投資の意義

以下は、[報告書（印刷版）](#)をご覧くださいか、[会員専用ページ](#)をご覧ください。

年金 SRI 研究会 平成 25 年度報告書 (H25-5)

平成 26 年 4 月

(編集・発行) 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階

電話 : 03-5793-9411

FAX : 03-5793-9413

URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会下さい。