

「四方よし」を目指したGPIFのESG投資及びガバナンスに関する改革提案

駒村康平研究会年金班

宇佐美幸太郎

高柳正輝

一柳直誠

福田善太

前田真三成

吉沢広椰



序章



問題提起

- 超高齢社会日本、2060年には高齢化率が38%に到達
→「人生100年時代」、年金制度はZ世代まで残っているのか
- 地球規模での気候変動問題の深刻化
→100年後まで地球は残っているのか？
- SDGsが重要となり、GPIFの役割も大きくなる

「四方よし」

- 従来のGPIF

→ 「年金受給者」「年金加入者」「社会、経済」の「三方よし」

- 今後のGPIF

→ 「三方」 + 「未来世代」 = 「四方よし」

→ GPIFのESG投資改革とそれに付随するガバナンス改革

改革案

今回我々が提案するGPIFの改革案は二つ

- ① インハウス運用開始に伴う、集团的エンゲージメントの強化
- ② 指名委員会の設置など、政府との関係を切り離れたガバナンス

目次

序章

第1章：GP IFとSDGs社会

第2章：年金基金とESG投資

第3章：独立性が弱いガバナンス

第4章：GP IFへの提言

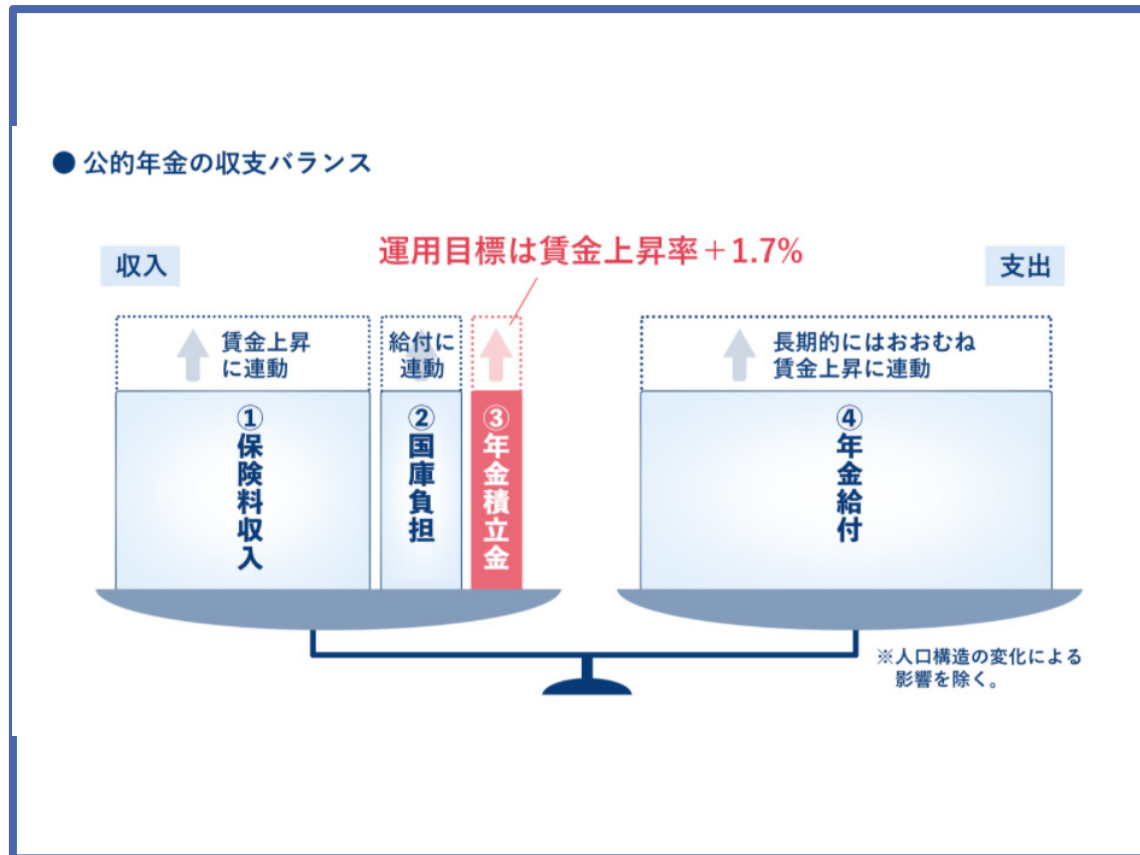
終章：未来に向けて



第1章 GPIFとSDGS社会



年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）



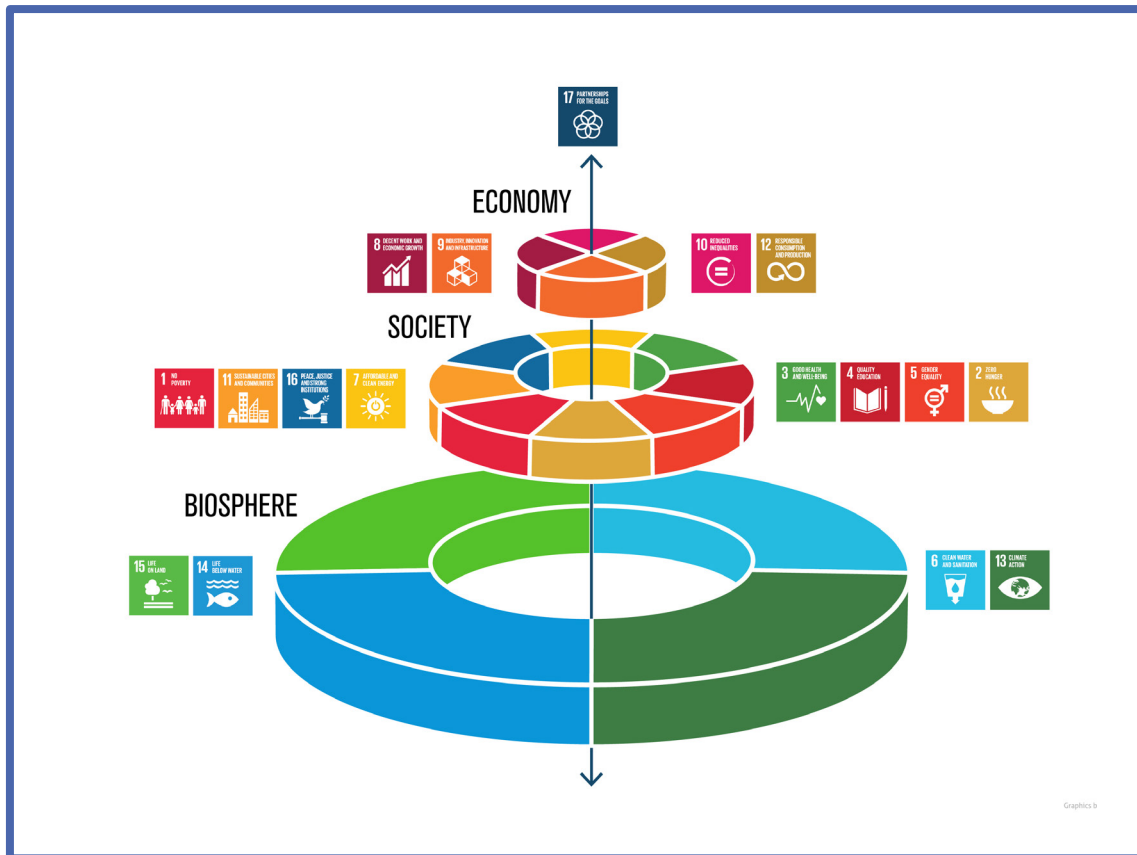
- 基本ポートフォリオに基づいて、賃金上昇率1.7%を目標に国内外の債券・株式を運用
- 19年間の運用実績は、年率2.38%

環境問題による経済損失



- 昨年の台風19号による経済損失=1兆6千億円
- 気候変動に伴う自然災害による経済損失は10年間で約252兆円（UNDRR、2018）

SDGSウェディングケーキ



経済



社会



環境

出典) Azote Images for Stockholm Resilience Centre, Stockholm University

GPIFとSDGS

- 今後、環境を含めたSDGsに配慮した企業でなければ企業価値の向上は図れない
- ←経団連もサステナブルファイナンスにシフト
- GPIFのESG投資における役割が重要になってくる。



第2章 年金基金とESG投資

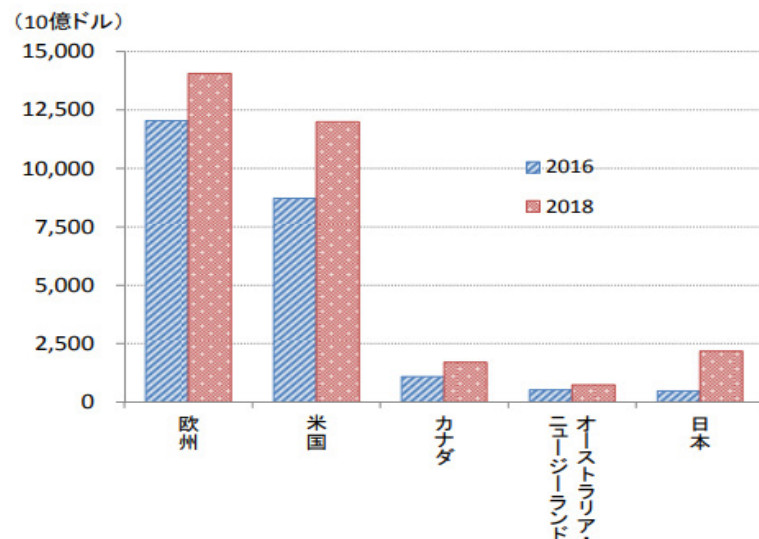


ESG投資とは

- 従来の財務情報だけでなく、環境 (environment) ・ 社会 (social) ・ ガバナンス (governance) の3要素を考慮した投資

→現在世界では約2200兆円以上の額が行われている

図表1 地域別の ESG 投資残高



- ・ 欧米やカナダを中心に広がりを見せる
- ・ 日本は未だ他国と比較し広がりを見せていないが、
2014年 日本版スチュワードシップコードの策定
2015年 GPIFのPRI署名
によって大きな成長率を見せる

(出典) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE “ 2018
GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW

GPIFが行うESG投資

	2019年4月~2020年3月					2017年4月~2020年3月 (年率換算後)				
	指数収益率			超過収益率		指数収益率			超過収益率	
	(a)	(b)	(c)	(a-b)	(a-c)	(x)	(y)	(z)	(x-y)	(x-z)
	当該指数	親指数	TOPIX	親指数	TOPIX	当該指数	親指数	TOPIX	親指数	TOPIX
① MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	-3.39%	-9.28%	-9.50%	5.89%	6.11%	2.24%	0.09%	-0.14%	2.15%	2.38%
② MSCI 日本株女性活躍指数	-4.78%	-9.09%	-9.50%	4.32%	4.73%	1.99%	0.17%	-0.14%	1.82%	2.13%
③ FTSE Blossom Japan Index	-6.96%	-9.18%	-9.50%	2.22%	2.55%	0.15%	0.08%	-0.14%	0.07%	0.29%
④ S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	-9.20%	-9.50%	-9.50%	0.30%	0.30%	0.10%	-0.14%	-0.14%	0.24%	0.24%
	当該指数	親指数	MSCI ACWI 除く日本	親指数	MSCI ACWI 除く日本	当該指数	親指数	MSCI ACWI 除く日本	対親指数	MSCI ACWI 除く日本
⑤ S&Pグローバル・カーボン・エフィシエント大中小型株指数 (除く日本)	-12.81%	-13.11%	-13.40%	0.30%	0.59%	1.28%	1.13%	0.92%	0.15%	0.36%

(参照) GPIF 「2019年度ESG活動報告」

■ ESG指数の元での運用

GPIFでは運用の一部をESG指数を用いてポジティブ・スクリーニングを行っている

⇒結果的に多くが上昇傾向にある

■ エンゲージメントは受託機関に委託した間接的な取り組み

では他国は？

各国年金基金のESG投資に関する取り組み（CPPIB）

- **エンゲージメントとインテグレーションに注力**
 - ・ ESGファクターだけで投資ユニバースから除外はせず、エンゲージメントにより変化を促す
 - ・ 2020年にはすでに26件の気候変動に関連する議決権を行使
- **グリーンボンドの発行**
 - ・ グリーンボンドとは環境改善効果のある事業に充当する資金を調達するための債券
 - ・ 2018年に年金基金として**初めて**発行

各国年金基金のESG投資に関する取り組み（CaIPERS）

- 「もの言う投資家の代表格」で、エンゲージメントに注力
 - Focus Listと呼ばれる改善を求めべき企業のリストを作り、対話を行っている
- 「Climate Action 100+」の立ち上げに携わる
 - パリ協定の目標達成に向けて、世界で温室効果ガス発生量の多いグローバル大企業を対象に、投資家達が**共同のエンゲージメント**活動を行うための世界的なイニシアチブ
 - CaIPERSは、2018年から2019年にかけてClimate Action 100+運営委員会の初代委員長を務める
 - 161の企業に①強固なガバナンス ②温室効果ガス削減 ③TCFDに沿う情報開示を求める

各国年金基金のESG投資に関する取り組み（AP基金）

- **エンゲージメントで企業行動を変えることを第一とする**
 - ・ エンゲージメントの一部について、AP1～4が共同で運営しているEthical Councilという組織が行う（**集团的エンゲージメント**）
 - ・ 2019年には、Ethical Councilは483社以上の上場企業との対話に参加
- **最終手段としてのダイベストメント**
 - ・ 4年間対話を続けても企業行動が変わらない場合、Ethical CouncilがAP基金に対して、その企業の売却を推奨
 - ・ それ以外にも、個々のAP基金が除外を決めている企業もある

各国年金基金の直接的エンゲージメント

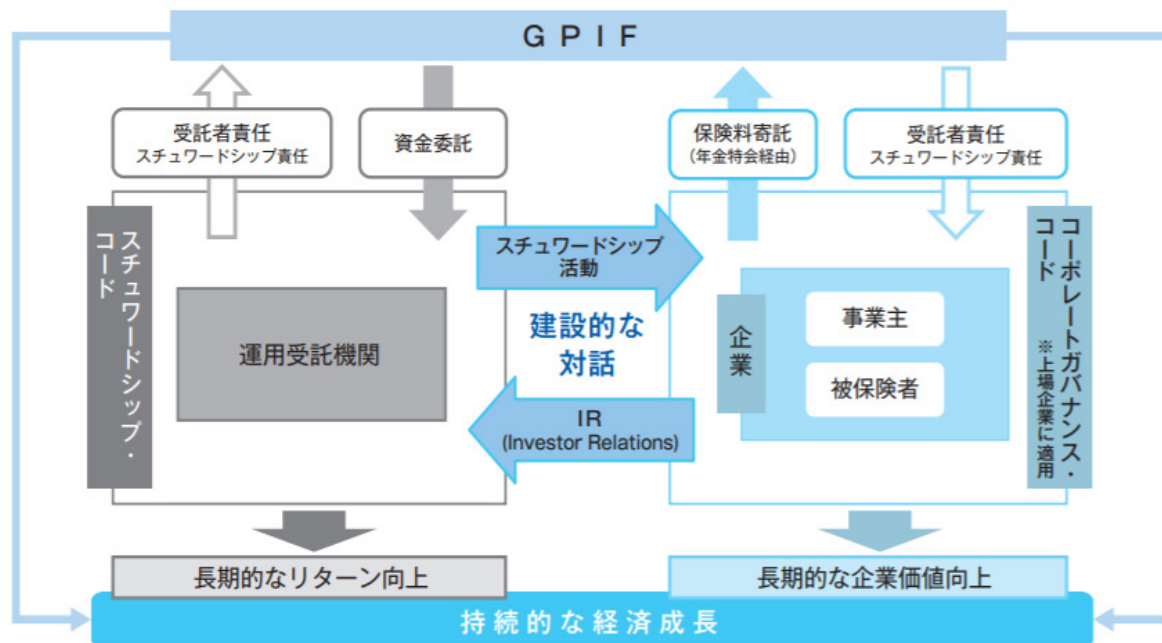
■ 取り上げた3つの基金は特にエンゲージメントに注力

- ・ 長期的に運用をする年金基金にとって、ESG関連のリスクを最小化する必要がある
- ・ 3つの基金は高い比率で**自家運用**を行っており（CaIPERSは85%、AP基金は68.6～85%、CPPIBは公開資料からは不明）、それに付随する権利として直接的にエンゲージメントを行っている

GPIFの間接的エンゲージメント

■ GPIFは間接的エンゲージメントを行っている

- ・ GPIFは株式の自家運用を一切行っておらず、受託機関に運用を委託
- ・ 「スチュワードシップ活動原則」と「議決権行使原則」を制定して、受託機関にこれらの遵守を要請し、エンゲージメントを促進



出典 GPIF「2019年業務概況書」

GPIFの自家運用

- GPIFの自家運用は現在禁止されている
 - ・ GPIF法21条に規定
 - ・ 公的機関が民間企業の経営に過度に影響を与えてはいけないからという理由
- 自家運用の解禁と直接的エンゲージメント
 - ・ **ガバナンスを強化**し、国からの独立性を高めれば、自家運用解禁への道を探れるのでは
 - ・ 自家運用を解禁して、直接的エンゲージメントを行い、より効果的に企業行動を変革させる

第3章 独立性が弱いガバナンス

ガバナンスと政府からの独立

なぜ政府からの独立が求められるのか

■ 受託者責任の追及

- ・ 年金基金は受託者責任の履行が第一使命
- ・ 政府が掲げる政策実現のための投資、ポートフォリオへの介入を防ぐ

■ 政府による企業支配の防止

- ・ 株式運用による議決権行使、エンゲージメントによる政府の企業経営の関与は望ましくない
- ・ インハウス運用においては、スチュワードシップ責任を直接負うことに

GPIFのガバナンス体制

■ 経営委員会

- ・ 合議制によって基本ポートフォリオ・中期計画等の重要方針の意思決定
- ・ 執行部の監督
- ・ 経済、金融、資産運用、経営管理等の専門家9名(労使代表者2名)と理事長によって構成
- ・ 厚生労働大臣が任命

■ 監査委員会

- ・ 経営委員会、執行部の監査
- ・ 経営委員のうち3人が監査委員を兼務
- ・ 厚生労働大臣が任命

GPIFのガバナンス体制

■ 執行部

- ・ 経営委員会が策定した中期計画を基に運用を行う
- ・ 理事長と理事2名(総務・企画等担当、管理運用業務担当兼CIO)、職員145名
- ・ 理事長は厚生労働大臣に任命
- ・ 理事長が経営委員会の承認を受け、理事を任命

■ 厚生労働大臣

- ・ 経営委員会、監査委員会、理事長の任命権を持つ
- ・ 運用利回り等の中期目標をGPIFに指示
- ・ 中期計画、業務計画書の承認を

各国の年金基金のガバナンス

- 海外の年金基金はガバナンスにおいて様々な工夫をしている
 - ・ CalPERSとAP基金の特徴は理事の構成にある
 - 約半数が加入者や労使の代表
 - ・ CPPIBの特徴は理事の任命方法にある
 - 指名委員会を設けている

	職員数	理事の構成	理事の任命方法	執行部の任命方法	自家運用の割合	政府への報告
GPIF	158人	執行部の長+専門家9人の10人 そのうち労使代表が各1人	厚生労働大臣による任命	執行部の長(理事長)	0%	中期計画に対する政府の認可が必要
CalPERS	約3000人	加入者代表6人+州政府高官4人+政府による任命3人の13人	加入者代表は選挙で選ばれる。他は左記の通り。	理事会による任命	85%	中期計画の報告のみ
CPPIB	約1000人	各州の代表者である専門家12人	指名委員会を作ったりリストから連邦財務大臣が任命	理事長がCEOを任命、その他の執行役員はCEOが任命	非公表	中期計画の報告のみ
AP1~4	計約250人	労使の推薦4人(各2人)を含む9人	政府による任命	理事会が執行部の責任者を任命	68.6% ~85%	中期計画の報告のみ

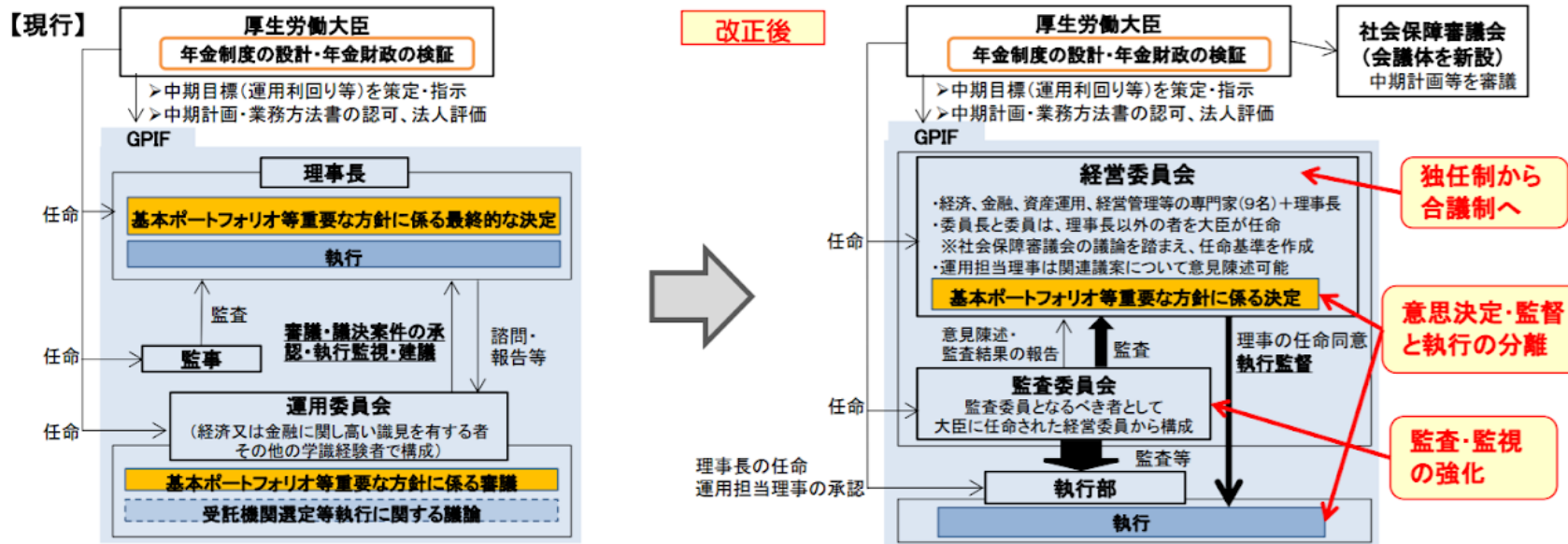
GPIFガバナンスの評価

■ ガバナンス体制は2017年のGPIF法改正により、改善

- ・ 合議制の導入(経営委員会の設置)、意思決定・執行の分離、任命基準の明確化、
- ・ 社会保障審議会の設置

ガバナンス改革

- ① 独任制から合議制への転換 ⇒ 基本ポートフォリオ等の重要方針は合議制の経営委員会が決定
- ② 「意思決定・監督」と「執行」の分離 ⇒ 執行部を経営委員会が監督し、執行部の責任と権限を明確化



出典：厚生労働省(2017)「年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の組織等の見直し」

GPIFのガバナンス評価

懸念点

■ 政府からの独立

- ・ 経営委員、監査委員、理事長は厚生労働大臣が任命
- ・ 厚生労働大臣による中期計画の認可
- ・ GPIF法27条

「厚生労働大臣は、年金積立金の安全かつ効率的な運用を行うため特に必要があると認めるときは、管理運用法人に対し、管理運用業務に関し必要な措置をとることを求めることができる。

2 管理運用法人は、厚生労働大臣から前項の規定による求めがあったときは、正当な理由がない限り、その求めに応じなければならない。（年金財政に与える影響の検証等）」



第4章 GPIFへの提言



効率的なエンゲージメント

- 現在のインベストメントチェーンでは、エンゲージメントの際にGP IFの意見が仲介され非効率、SDGsの達成が困難に
 - 直接的エンゲージメントによる企業との対話強化
 - **集团的エンゲージメント**

「複数の機関投資家が連携して、投資先企業との建設的な対話を行う」

集团的エンゲージメントのメリット

- 幅広い株主の意見を直接取締役会に伝達することで、効果的なコミュニケーションが可能となる
- 対象企業の多くは、幅広い投資家からの多様かつ客観的な視点に価値を認識するとともに、投資家とのコミュニケーションの向上に役立ったと感じるようになる
- より広範なステークホルダーの視点を組み込むことになり、幅広い論点によるエンゲージメントが可能に

具体的な取り組み案

- GPIF・国家公務員共済・地方公務員共済・私学共済などが連携して集团的エンゲージメントを導入し、Ethical Councilのような組織を設立。
→公的年金基金としてESG投資に関する指針やエンゲージメントを合わせる

日本における位置づけ

- 日本においても2017年の日本版ステュワードシップ・コードが改訂され、集团的エンゲージメントも有益な場合になりうると明確化

⇔GPIFはGPIF法で禁止されている為出来ず

→ガバナンス改革を行うことでGPIFの自家運用と集团的エンゲージメントが可能に

新たなガバナンス体制

■ 指名委員会の設置

- ・ 社会保障審議会内に、経営委員の任命のための指名委員会を設置
- ・ 経営委員の任命の際、指名委員会が候補者を選出
- ・ 厚生労働大臣は、その中から任命しなければならない

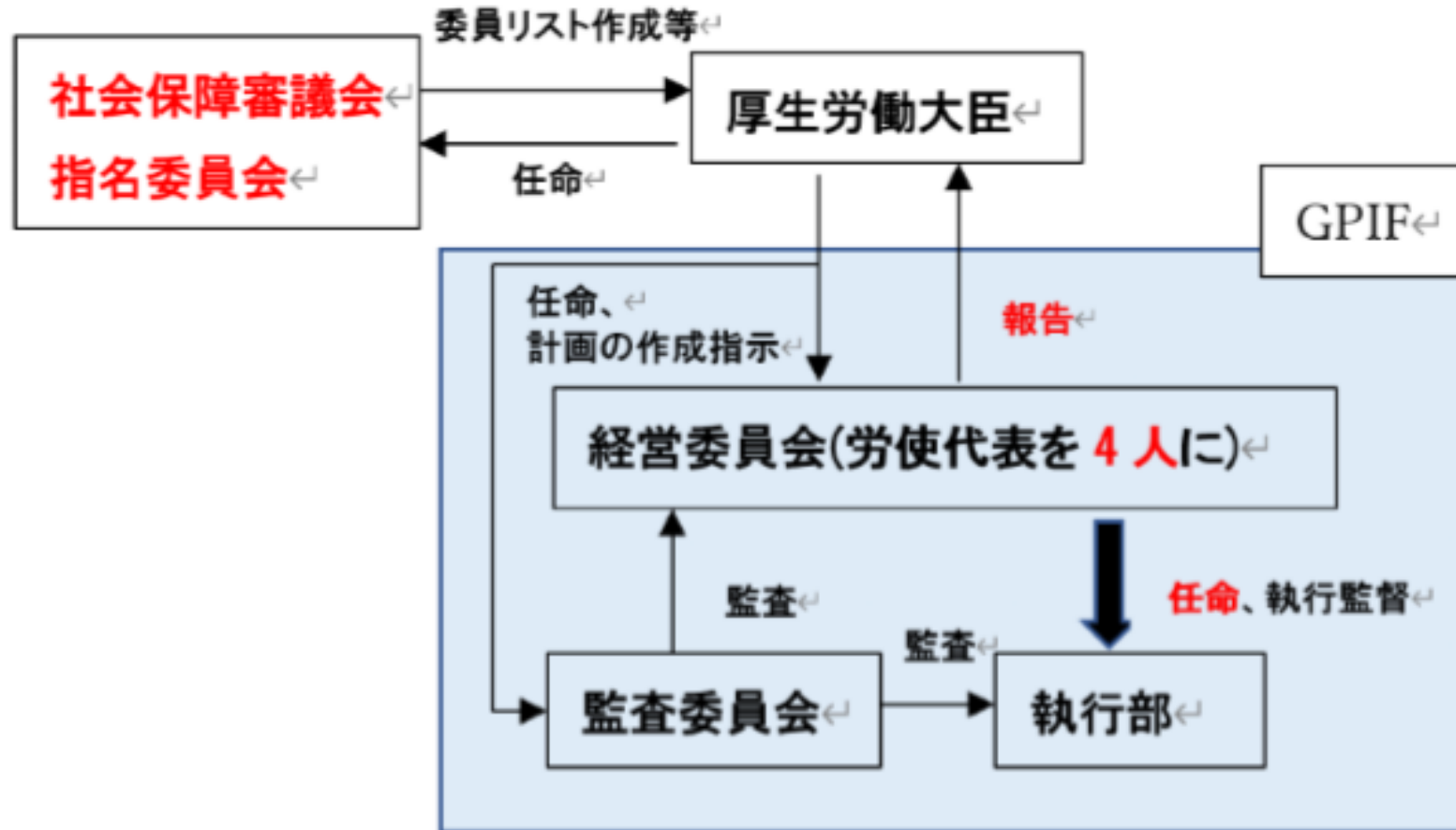
■ 経営委員会による理事長の任命

- ・ 厚生労働省が保有する理事長任命権を、経営委員会に譲渡

新たなガバナンス体制

- 厚生労働大臣による中期計画の承認を報告に
 - ・ 重要方針について、最終決定権を経営委員会に
 - ・ 厚生労働大臣への報告義務にとどめる
 - ・ 更なる説明責任の追求、社会保障審議会によるレビュー
- 労使代表者の増加
 - ・ 現在、各1名ずつである労使代表者の経営委員を各2名ずつに
 - ・ 労使代表者は、労使団体の推薦により任命
 - ・ 年齢を制限を設けることで、ミレニウム世代の意見を取り入れ

新たなガバナンス体制



出典：筆者作成



終章 未来に向けて



未来に向けて

ガバナンス改革による政府からの独立

+

集团的エンゲージメントなどによるESG活動の強化

↓

「四方よし」のGP IF、SDGs社会の達成