

## 「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

チーム名：駒村康平研究会年金班

名前：福田善太・宇佐美幸太郎・高柳正輝・一柳直誠・前田真三成・吉沢広椰

### 0 問題意識

近年日本の長寿化や高齢化が加速し年金の持続安定性が深刻な問題となっており、『2019 年度財政検証』によると年金財政において年金積立金の役割が大きくなり、それと同時に資本市場における GPIF、年金積立金の役割も大きくなる。その一方で環境問題やジェンダー問題など SDGs の課題への日本の取り組みが世界と比べて遅いことも問題となっており、SDGs は資本市場でも重要になってくるであろう。また、SDGs の達成は未来世代に大きな影響を与える。現在政府は人生 100 年時代構想会議などを設置し長寿化に対応しようとしているが、100 年後までに年金制度が維持されているのか、そもそも地球は存続しているのかが危ぶまれる。以上の問題意識から、我々は年金の持続安定性と SDGs 社会の達成の両方を成し遂げるために、年金加入者、受給者、社会経済の厚生を改善する「三方よし」だけではなく、そこに未来世代も加えて「四方よし」を実現するために、GPIF の ESG 投資改革とその為のガバナンス改革に関しての問題提起及びそれへの解決策を提案する。

### 1 GPIF と SDGs 社会

#### 1-1 財政検証に見る年金積立金

令和元年度の財政検証においてケースⅢでは、2023 年頃から一時的に保険料が増加することから年金積立金の取り崩しは停止するが、2040 年頃から再度取り崩しが始まったら徐々に年金財政における年金積立金からの補填分の割合が増え、今現在では 10%程の負担割合だったものが 20%近くになっていく。

#### 1-2 現在の GPIF の運用状況

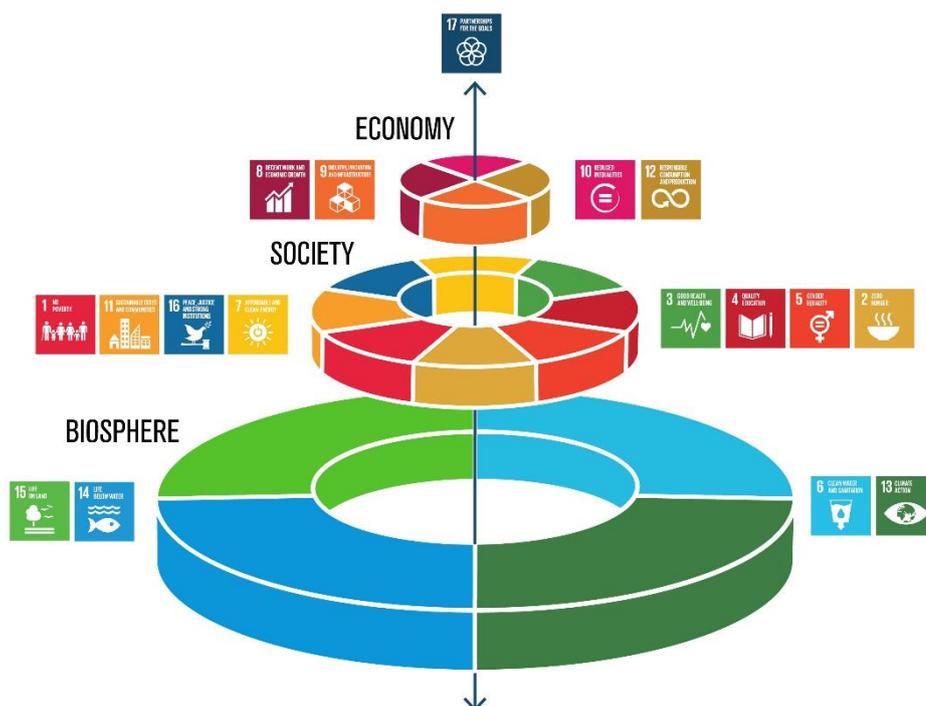
GPIF の運用パフォーマンスを確認する。GPIF は長期的な運用目標を賃金上昇率 + 1.7%と設定しており、年金財政の安定を図っている。2019 年度の運用実績は -5.8%であり大きく目標を下回っているが、18 年間の実質的な運用利回りは 2.87%と目標を上回っている。

#### 1-3 GPIF と SDGs 社会

気候変動が将来最も確率とダメージの大きなリスクとして評価されている。国連防災機関（UNDRR）が 2018 年度に発表したレポートによると、1997 年～2017 年の間で

気候変動を伴う自然災害による経済損失は 252 兆円になっていた。このように環境問題が経済に与えるダメージは年々深刻になっており、「環境」と「経済」は同じ階層の問題ではなく、環境システムが正常に作用してこそその上に正常な社会や経済が生まれるといった「SDGs ウェディングケーキ」といった考えも出てきている。

図 1 SDGs のウェディングケーキ



(出典：Azote Images for Stockholm Resilience Centre, Stockholm University)

このように環境含めてこれからは SDGs を社会全体で達成しなければならない世の中になっており、積立金運用の収益性を考える面でも今後 GPIF による ESG 投資活動が重要になってくる。

## 2 年金基金と ESG 投資

### 2-1 ESG 投資とは

ESG 投資とは従来の財務情報だけでなく、環境・社会・ガバナンスの 3 要素を考慮した投資の事を言う。現在欧米を中心に広く浸透しており世界全体では約 2200 兆円以上の額が ESG 投資として用いられている。日本では 2015 年に GPIF が PRI に署名した事によって広まっていった。

## 2-2 GPIF が行う ESG 投資

GPIF は多くの ESG 指数を採用してポジティブスクリーニングを行い、幅広い企業に投資をしている。その他、全ての年金積立金を ESG に配慮して投資している。エンゲージメントは受託機関を通じて間接的に行っている。

## 2-3 各国年金基金の ESG 投資に関する取り組み

ここでは、各国の年金基金が ESG 投資に対してどのような取り組みを行っているかを見ていく。ESG 投資への進んだ取り組みを行っていると思われる CPPIB、CalPERS、AP 基金を取り上げる。

### 2-3-1 CPPIB の ESG 投資に関する取り組み

CPPIB は、ケベック州を除くカナダの公的年金の積立金を運用する独立政府機関である。ESG 投資へのアプローチでは、CPPIB は ESG インテグレーションとエンゲージメントに注力している。CPPIB では、ESG ファクターだけで投資ユニバースから除外することは行っておらず、エンゲージメントにより変化を促すことに焦点を充てている。また、2018 年から子会社である CPPIB キャピタルを通じて、年金基金としては初のグリーンボンドの発行も行った。

### 2-3-2 CalPERS の ESG 投資に関する取り組み

CalPERS はアメリカ合衆国カリフォルニア州の公務員の公的年金基金である。CalPERS は、エンゲージメントに特に力を入れている。CalPERS のエンゲージメントに関する特徴的な取り組みの一つとして、「Climate Action 100+」の立ち上げに携わったことがあげられる。「Climate Action 100+」とは、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のことである。

### 2-3-3 AP 基金の ESG 投資に関する取り組み

AP 基金はスウェーデンの公的年金の積立金を運用している年金基金で、6 つのファンド（AP1~4、AP6、AP7）から構成されている。主に ESG 投資を行っているのが、AP1~4 の基金である。AP 基金は、エンゲージメントによって企業行動を変革させることを第一としており、それでも解決しない場合の最終手段として、ダイベストメントを取り入れている。エンゲージメントの一部については、AP1~4 が共同で運営している Ethical Council という組織が行うといった特徴的な手法を取っている。また、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している。

## 2-4 エンゲージメントと自家運用

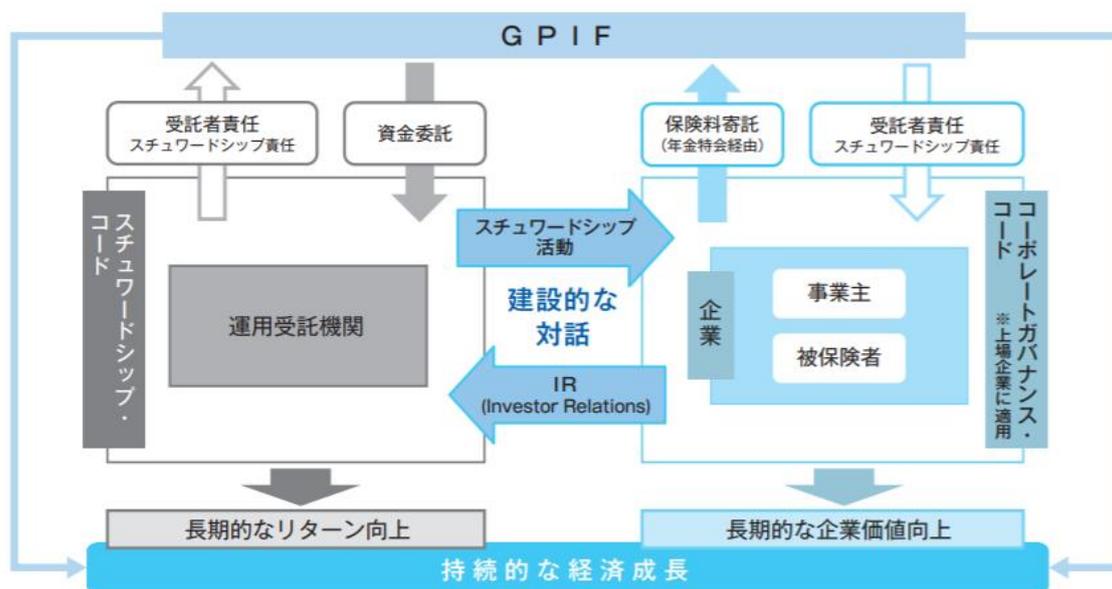
### 2-4-1 年金基金のエンゲージメントについて

先ほど取り上げた3つの年金基金どれもエンゲージメントに注力しており、対話により企業行動を変革させようとしている。上記の年金基金と GPIF のエンゲージメントの手法には大きな違いが存在する。上記の年金基金は高い比率で自家運用を行っており、それに付随する権利として、年金基金（またはそれらが運営する機関）が直接エンゲージメントを行っている。それに対し、GPIF は株式の自家運用を一切行っておらず、エンゲージメントも受託機関を通じて間接的に行われているのである。

### 2-4-2 GPIF の間接的エンゲージメント

GPIF は 2017 年に「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している。GPIF 自体は受託機関にエンゲージメントを促すことしかできず、間に受託機関が入ることで効率的なエンゲージメントが出来ていないと考えられる。GPIF も間接的なエンゲージメントではなく、株式の自家運用を解禁して直接的なエンゲージメントを行うことで、より効果的な ESG 投資が行えるのではないだろうか。

図 2 GPIF を取り巻くインベストメントチェーン



(出典：GPIF 「2019 年度業務概況書」)

### 2-4-3 GPIFにおける自家運用とガバナンス

直接的なエンゲージメントを行う上では自家運用が必須になるが、現在 GPIF の株式の自家運用は GPIF 法第 21 条により禁止されている。これは、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である。しかし、ガバナンスを強化し、国からの独立性を高めれば、株式の自家運用を行っても問題ないのではないだろうか。

## 3 GPIF のガバナンス

### 3-1 ガバナンスと政府からの独立

公的年金基金のガバナンスに政府からの独立が求められる理由は主に 2 つある。1 つ目は受託者責任の追求である。年金基金は受託者責任を果たすため、長期的なリターンの獲得を目指さなければならず、その達成のためにガバナンスが存在する。ガバナンスに政府からの干渉がある場合、ポートフォリオが歪められたり、政策の実現のための投資が行われたりする可能性があり、受託者責任の追求が難しくなる。2 つ目は政府による企業支配の防止である。近年、スチュワードシップ・コードの受け入れにより、機関投資家は積極的な議決権行使やエンゲージメントが求められている。一方で、政府機関が企業経営に関わることは望ましくないため、公的年金基金は政府からの独立が求められるのである。

### 3-2 GPIF のガバナンス体制

GPIF は、経営委員会、監査委員会、執行部、厚生労働大臣によって統治されている。経営委員会では、基本ポートフォリオ・中期計画等の重要方針の意思決定を行うと同時に、執行部がその決定に沿って業務を行っているか監督する機能を持つ。監査委員会は、経営委員のうち 3 人が監査委員を兼務し、執行部が行う管理運用業務を監査する他、執行部主催の委員会への随時陪席や組織運営上の課題に関する意見提出を行う。執行部は理事長と理事 2 名(総務・企画等担当、管理運用業務担当兼 CIO)、職員 145 名で構成され、経営委員会が策定した中期計画を基に運用を行う。厚生労働大臣は運用の最終責任を負い、経営委員会、監査委員会、理事長の任命権を持つ。また、運用利回り等の中期目標を GPIF に指示し、それに基づいて作成された中期計画、業務計画書の承認を行う。

### 3-3 各国年金基金のガバナンス

各国の年金基金のガバナンスを見ていき、GPIF と比較してそれぞれが健全な運用のためにどのような工夫をしているか述べていく。第 2 章と同様、CPPIB、CalPERS、AP 基金を取り上げる。表 1 から分かるように、取り上げた 3 つの基金は理事の構成や任命

方法において健全なガバナンスを維持するための工夫がなされている。CalPERS と AP 基金の特徴としては、理事の約半数を加入者や労使の代表が占めていることが挙げられる。理事会で受益者の意見が伝わりやすい構成となっている。また CPPIB の特徴としては、理事の任命のための指名委員会を設けていることが挙げられる。これにより政府からの直接的な干渉を防ぐことができている。

表 1 各国の年金基金の比較

	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)は厚生労働大臣による任命、他は理事が任命	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
API~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

(出典：各国年金基金の HP 及び厚生労働省の資料より作成)

### 3-4 GPIF のガバナンス評価

#### 3-4-1 GPIF 法改正によるガバナンス改革

GPIF が現在の体制となったのは 2017 年の GPIF 法改正以降のことである。従来、GPIF は意思決定機能が理事長に集約されており、運用委員会があったものの理事長の諮問機関に留まっていた。また、委員の任命基準は定まっておらず、責任については一般的な注意義務や守秘義務が課されたのみであった。これを踏まえると、合議制の導入や意思決定と執行の分離などが果たされるなど、GPIF のガバナンス機能は強化されたことは間違いない。

#### 3-4-2 GPIF ガバナンスの懸念点

政府からの独立は十分と言えるだろうか。GPIF は、独立行政法人であるため、厚生労働大臣が定める中期目標のもと、基本ポートフォリオ・中期計画を作成し、認可を得なければならない。また、経営委員、監査委員、理事長は厚生労働大臣が任命しており、

分離させた意思決定組織と執行組織の両方を政府が定めている。更に、GPIF 法 27 条に、「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)」とあり、厚生労働大臣は GPIF に要求を強制させる権限も持っている。また、GPIF はステークホルダー参加型の理事会であるが、海外年金基金と比較して、労使代表者の少なさが目立つ。意思決定の際には、受益者との合意形成が十分に なされていると言えるだろうか。

#### 4 GPIF への提言

ここまで我々が考える GPIF の問題点を指摘してきた。そしてここでは、これまでの問題を解決し SDGs 社会の達成を成し遂げうる案を提案していきたい。

##### 4-1 集团的エンゲージメント

SDGs 社会の達成のために、GPIF を主導とした集团的エンゲージメントを提案する。集团的エンゲージメントとは、複数の機関投資家が連携して投資先の企業との対話を行うことである。KPMG の 2018 年のレポートによると、イギリスにおいて集团的エンゲージメント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ことが出来るとして評価されており、日本においても「日本版スチュアードシップコード」において「有益な場合もあり得る」と明記されている。現在 GPIF は自家運用を禁じられているため行えないが、下記のガバナンス改革を行うことで、政府による民間株式保有の懸念が薄まり集团的エンゲージメントを行使できるようになるのではないだろうか。

##### 4-2 「四方よし」を目指す GPIF の新しいガバナンス体制

海外年金基金のガバナンスも踏まえ、以下のガバナンス改革を提案する。

###### ①指名委員会を設置

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する。任命の際、指名委員会が候補者を選出し、厚生労働大臣はその中から任命しなければならない。

###### ②経営委員会による理事長の任命

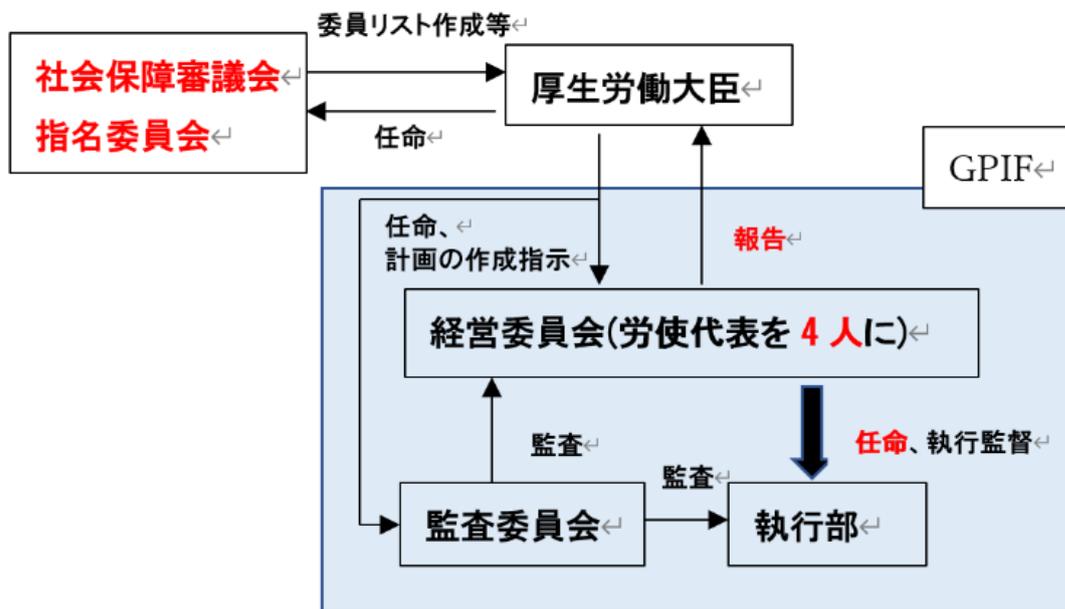
厚生労働大臣が保有する理事長任命権を経営委員会に譲渡する。

###### ③重要方針について、最終決定権を経営委員会に。

厚生労働大臣による中期計画の認可を報告義務に留める

###### ④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

図 3 新しいガバナンス体制



(出典：筆者作成)

## 5 おわりに

以上、我々が考える GPIF の問題点とそれに対する提案を行ってきた。勿論、社会保障審議会での議論においてもガバナンスなどに対する見解が大きく分かれ議論が活発に起こった事は承知しており、今回提案したガバナンス改革案は評価が大きく分かれる可能性もある。しかし 2030 年までには地球の気温が 2 度上昇するなど環境問題は日に日に迫っており、また新型コロナウイルスの影響で従来の働き方が見直されているなど、世界は SDGs 社会へ徐々に変化している。このような社会の中で年金の持続性を考慮するならば、必然的に ESG 投資というものの重要度は上がり、GPIF の投資方針もそれに合わせて変化していくべきなのではないだろうか。ステークホルダーである我々 Z 世代が老後において社会面と年金面両方で安心して暮らせるように、そして年金加入者、受給者、社会経済、未来世代の「4 方よし」を達成するために、GPIF には機関投資家としての役割を果たしていただきたい。

## 参考文献

### 【書籍】

ウィアラム・シュロモーダ、ディアーク・シューメイカー（2020）「サステイナブルファイナンス原論」、金融財政事情研究会  
クレア・ブラウン（2020）「仏教経済学」勁草書房、第1版  
ステファン・デイビス、ジョン・ルコムニク、デイビット・ピットワトソン（2020）「金融システム批判・序説」、金融財政事情研究会

### 【Web ページ】

AP4 公式ホームページ

<https://www.ap4.se/en/>（最終閲覧日：2020年11月16日）

CalPERS（2017）「Investment Office Roadmap and Target Operating Model」

<https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/201705/invest/item07b-01.pdf>

（最終閲覧日：2020年11月16日）

CPPIB（2019）「2019 REPORT ON SUSTAINABLE INVESTING」

<https://cdn1.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2020/09/CPPIB-Investments-2019-sustainable-investing-report-v5-en-1.pdf>（最終閲覧日：2020年11月16日）

CPPIB（2020）「Report on Sustainable Investing」

<https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2020/09/CPPIB-Investments-2020-SI-Report-Presentation-EN.pdf>（最終閲覧日：2020年11月16日）

Ethical Council 公式ホームページ

<https://etikradet.se/en/startsidea-english/>（最終閲覧日：2020年11月17日）

GPIF 「2019年度ESG活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF\\_ESGReport\\_FY2019\\_J.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf)

（最終閲覧日：2020年11月16日）

GPIF（2019）「2019年度業務概況書」

[https://www.gpif.go.jp/operation/annual\\_report\\_2019\\_q4\\_jp.pdf](https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp.pdf)

（最終閲覧日：2020年11月16日）

GPIF（2020）「2019/20年ステewardシップ活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/investment/StewardshipReport\\_2019.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/StewardshipReport_2019.pdf)

（最終閲覧日：2020年11月16日）

KPMG（2018）「機関投資家による集团的エンゲージメント」

<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2018/03/institutional-investor-engagement-20180315.html>（最終確認日:2020年11月16日）

OECD(2002)「GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」

<https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2767694.pdf>(最終閲覧日:2020年11月16日)

Stockholm Resilience Centre (2017) 「Contributions to Agenda 2030」

<https://www.stockholmresilience.org/research/research-news/2017-02-28-contributions-to-agenda-2030.html> (最終閲覧日:2020年11月16日)

UNDRR(当時は UNISDR) (2018)「Economic Losses, Poverty and Disasters 1998-2017」

[https://www.researchgate.net/publication/331642958\\_Economic\\_Losses\\_Poverty\\_and\\_Disasters\\_1998-2017](https://www.researchgate.net/publication/331642958_Economic_Losses_Poverty_and_Disasters_1998-2017) (最終閲覧日:2020年11月17日)

会計検査院(2019)「会計検査院法第30条の2の規定に基づく報告書『年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理運用する年金積立金の状況等について』」

[https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/310424\\_zenbun\\_01.pdf](https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/310424_zenbun_01.pdf)

(最終閲覧日:2020年11月17日)

厚生労働省(2019)「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し」

<https://www.mhlw.go.jp/content/000540200.pdf> (最終閲覧日:2020年11月16日)

厚生労働省年金局(2014)「カルパス、CPPIBの意思決定・監督機関について」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000066897.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000066897.pdf)

(最終閲覧日:2020年11月17日)

厚生労働省年金局(2014)「諸外国の年金基金(運用組織)のガバナンスについて」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000064551.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000064551.pdf)

(最終閲覧日:2020年11月16日)

ニッセイ基礎研究所(2013)「海外年金基金レポート第7回望ましい組織体制とは(運用組織編)」

[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/41242\\_ext\\_18\\_0.pdf](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/41242_ext_18_0.pdf)

(最終閲覧日:2020年11月16日)

野村亜紀子(2008)「公的年金積立金運用のガバナンスをめぐる議論」

[https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p\\_200810\\_02.pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_200810_02.pdf)

(最終閲覧日:2020年11月16日)