

欧州を参考にした年金資金による サステイナブル投資の促進方策に関する研究

福山圭一

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構専務理事

小野暁史

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構審議役

長野誠治

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構主任研究員

【 記 事 情 報 】

掲載誌：年金研究 No.1 pp.32-69 ISSN 2189-969X

オンライン掲載日：2015 年 12 月 18 日

掲載ホームページ：<http://www.nensoken.or.jp/nenkinkenkyu/>

論文受理日：2015 年 11 月 13 日

論文採択日：2015 年 12 月 3 日

要旨

日本のサステイナブル投資の市場規模は大幅な過少計上、欧州のそれは大幅な過大計上の可能性がある。欧州におけるサステイナブル投資拡大の主役は、年金基金などアセット・オーナーではなく、運用会社などアセット・マネジャーの側のようなものである。フランスでは労働組合の影響が強い。スウェーデンでは、株主に企業行動を正す責任があるという社会通念が発達している。イギリスでは度重なる企業不祥事に対する防止の役割が機関投資家にも期待された。また、EU や各国政府の積極的な取組みも背景にある。ただし、欧州全体として一律にサステイナブル投資が活発なわけではない。

サステイナブル投資といっても、各国間で内容や重点の置き方は違っている。日本は日本の直面する課題に取り組むことで、真の意味でサステイナブル投資を定着、発展させることができる。日本では世界に類を見ない少子高齢化の進行という課題がある。このため、若者の雇用対策の促進、女性や高齢者の活用を図っていく必要がある。投資先の各企業に労働参加の受け入れ条件整備を促進することを年金資金運用の投資政策において明確にし、その観点から各運用会社を評価することを提案する。このような取り組みを行っていくことについては、訪問先の各機関からも総じて肯定的な反応を得た。

1 はじめに

20 世紀を通じて、社会的責任投資（Socially Responsible Investment、頭文字をとって SRI）と呼ばれる、人権や消費者保護など社会問題と投資を結びつける考え方が米国を中心に発展してきた。これは主として投資家側の倫理的な観点から問題のある企業を投資先から除外するというものであったが、21 世紀に入り、質的にも量的にも大きく変化してい

る。2006年に国連環境計画の金融イニシアチブ（UNEP・FI）と国連グローバル・コンパクトが責任投資原則（Principles for Responsible Investment、頭文字をとってPRI）を提唱した。PRIは投資の意思決定に環境、社会、ガバナンス（これらの英語の頭文字をとってESGと略称される）の課題を組み込むことなどを宣言している。このことから、ESG投資という投資概念が生じた。また、市場規模も著しい拡大を示している。

一方でSRIがSustainable and Responsible Investmentの略称として用いられるようになってきている。また、単に責任投資（Responsible Investment）という呼び方もあるが、最近では、ESGに着目しつつ持続的発展に資する投資という意味でのサステナブル投資という呼び方が広がっている。それぞれには独特のニュアンスがあるが、定義として確立されているとはいえないことから、本稿では、特に必要のない限り、これらをサステナブル投資と総称する。

サステナブル投資は、欧米では盛んだが、日本では低調であると言われてきた。これは、2012年に初めて公表された世界のサステナブル投資の市場規模に関するレポート（GSIA（2012））で改めて明らかになった。日本の100億米ドルに対し、欧州は8兆7,580億米ドル、米国は3兆7,400億ドルに上っていた。

しかし、日本でも最近その状況に変化をもたらすかもしれないいくつかの事象が生じている。具体的には次の3点を指摘することができる。

第1に、日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に策定され、多くの公的年金運用機関がこの受け入れを表明した。本コードにおけるスチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先企業などとの「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持続的成長を促すことにより、リターンの拡大を図る責任である。この目的を果たすためには、投資先企業の売上高や利益率といった過去の実績である財務情報だけを見るだけではなく、将来の持続的成長に係る非財務的要素に目を向ける必要がある。非財務要素には広範なものが含まれるが、ESG関連の事項が代表的なものである。非財務要素を考慮した投資がサステナブル投資に他ならないことから、機関投資家がスチュワードシップ責任を履行することが、サステナブル投資の推進につながると考えられる。

第2に、新たなコーポレート・ガバナンス・コードが2015年3月に策定され、6月から適用が開始されている。コーポレート・ガバナンスはESGを構成する項目であり、投資家が投資先企業の選定に当たってこのコードへの対応ぶりを考慮することは、まさにガバナンスを考慮した投資を行うことである。スチュワードシップ・コードは機関投資家についてのコードであるのに対し、コーポレート・ガバナンス・コードは投資先企業についてのコードである。両者が車の両輪となって、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上のための取組みが期待されている。また、このコードでは、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題や、女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保について、原則が明定されている。

第3に、2015年4月、厚生労働大臣が年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に対して提示する第3期中期運用目標において、ESG投資を検討するよう指示し、これを受けたGPIFの第3期中期計画において「株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のためESG（環境、社会、ガバナンス）を含めた非財務的要素を考慮することについて

も、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき、検討する」旨が明記された。また、GPIF は 2015 年 9 月に PRI に署名した。署名機関は投資のプロセスに ESG の要素を組み込むことが求められる。GPIF は世界最大の年金運用機関であるが、わが国では厚生年金基金の資金運用の参照対象であり、GPIF が実際にこのような投資を手掛けることになると、単にその資金規模ゆえのインパクトだけでなく、他の企業年金への波及も考えられ、影響は大きいであろう。これが弾みとなって日本でもサステイナブル投資が一気に拡大する可能性がある。

サステイナブル投資はその性格上長期投資を前提とした投資概念であり、年金の資金運用に関連するところが多い。そこで、サステイナブル投資が最近特に発展してきた欧州の実情を調査し、その理由を探查するとともに、そのことから導き出される日本への示唆を明らかにし、その促進方策を検討することを目的とする研究を実施することとした。本研究の最終目的は、日本における年金資金によるサステイナブル投資のあり方を具体化することにより、少子高齢化、人口減少下にある年金制度その他の社会保障制度の持続性確保と経済社会の発展に貢献することである。

2 サステイナブル投資の市場規模

GSIA（2012）によるサステイナブル投資の市場規模は先に述べた通りだが、このデータは 2 年後に更新され、GSIA（2014）では、2014 年初段階において、世界全体で 21 兆 3,580 億米ドル、うち欧州は 13 兆 6,080 米ドル、米国が 6 兆 5,720 億米ドル、カナダが 9,450 億米ドルなどとなっている。また、日本を特掲したデータは掲載されなくなったが、アジア全体が 530 億米ドルとなっている¹。

表 サステイナブル投資の市場規模（単位：10 億米ドル）とその伸び

	2012	2014	伸び
ヨーロッパ	\$8,758	\$13,608	55%
アメリカ合衆国	\$3,740	\$6,572	76%
カナダ	\$589	\$945	60%
オーストラリア/NZ	\$134	\$180	34%
アジア	\$40	\$53	32%
合 計	\$13,261	\$21,358	61%

（出所：GSIA（2014））

GSIA に掲載されたデータは、各国の社会的責任投資を促進することを目的とする非政府団体（SIF 団体）から提供されたものが基になっている。一応の基準はあるが、各国 SIF 団体からの申出ベースのため、高めの数値になる傾向がありうると考えられる。

日本に関しては、社会的責任投資フォーラム（JSIF）がデータを提供している。JSIF は四半期ごとに SRI の市場残高を公表しており、2015 年 9 月末現在で、8,094 億円、うち SRI 投信が 2,159 億円、社会貢献型債券が 5,935 億円（特定投資家向け 258 億円を含む）となっている²。日本はかつて SRI 投信だけで 1 兆円を超えた時期があったが、その後社会貢献型債券が 2008 年度から出現し、今日では後者の方が大きくなっている。これらは、

一部機関投資家向けを含むが、基本的に個人向けの金融商品である。機関投資家のサステイナブル投資に関する統計データがないためやむを得ないとはいえ、このことによって日本のデータは大幅な過少計上になっているということが指摘できる。

3 サステイナブル投資に関する欧州の状況

GSIA のデータによると、市場規模が最も大きいのは欧州であり、米国の倍以上になっている。しかし、欧州が以前からこのような状況であったわけではない。USSIF（2003）によると 2001 年の欧州における SRI の市場規模は 2,600 億米ドルとされており、当時の米国の市場規模 2 兆 3,230 億米ドルと比べて 1 ケタ少なかったのである。これに基づくと、欧州はこの 13 年間に米ドルベースで実に 52 倍になったことになる。

このような数値はどこまで実態を正確に反映しているだろうか。また、仮にこれを前提とした場合、このような急成長の背景には、それを可能とした社会経済的な要因があるはずである。また、EU や各国政府の取組みも考えられる。

そこで、これらを解明すべく、2015 年 6 月下旬～7 月上旬に、フランス、ベルギー、スウェーデン、イギリスに現地調査に赴いた。それに先立って幾人かの日本人有識者とも面談し、ご意見などをうかがった。その氏名と面談日は【巻末資料-1】の通りである。海外現地調査の訪問先、訪問日時及び面会者は【巻末資料-2】の通りである。ヒヤリングに当たって質問事項を含む説明資料を用意したが、その代表例として年金基金向けのものを【巻末資料-3】に掲げる。

ヒヤリングの相手方はサステイナブル投資に何らかの形で積極的にかかわっている人たちが大半であり、そのこともあって、サステイナブル投資そのものを真っ向から否定するようなコメントはなかった。ただし、これを何の疑いもなく推進するということではなく、冷静な思慮や判断の上に立ったと考えられる様々な興味深いコメントが得られたことは有意義であった。

以下では各訪問先団体の名を冠してコメントを紹介するが、言うまでもなく、これらは各団体を代表するものではなく、訪問先でのヒヤリング相手方の、有識者としてのコメントである。また、相手方の見解を、筆者たちの認識と区分できるよう、便宜上「」で括って記述するが、発言を正確に逐語訳したものではない。引用ではなくあくまで筆者たちが受け止めた相手方発言の趣旨と理解すべきものである。

事前調査及び現地でのヒヤリングの結果を総合すると、次のような状況であるということが出来る。

3.1 欧州におけるサステイナブル投資の市場規模

欧州における各国 SIF 団体の連合組織である Eurosif は、各団体からの報告を基に欧州全体のサステイナブル投資の状況を 2 年ごとに取りまとめ、“European SRI Study”として公表している。これによると、2011 年は 6 兆 7,633 億ユーロ（Eurosif（2012））、2013 年は 9 兆 8,850 億ユーロ（Eurosif（2014））である。市場規模は巨大であり、かつ、急速に成長している。

しかし、一方で、欧州のサステイナブル投資の状況について、懐疑的なコメントが面談した幾人かの有識者から示された。「欧州では SRI ファンドと自称しつつも SRI とは言い

がたいいわばコスメティック SRI も多く含まれている」という Keuleneer 氏の発言は特に印象的であった。また、フランス環境省では「成長は事実だが、出回っている数字は見かけ上のもので、実情は世界の資産運用市場に占める割合は 5%、フランス市場でも 7%程度と言われており、GSIA に掲載されているのはグロテスクな数字である」、AFG では「フランスでは、本当の SRI は運用資産全体の 5%、額にして 3 兆ユーロに過ぎない」といった発言もあった。

「急成長」の背景にはサステイナブル投資の定義が定まっていないという問題がある。フランス環境省の説明では「フランスでは、ESG の各要素を同時に満たし、更に SRI ファンドによる企業の慣行を変える効果も示す必要がある」とのことである。一方欧州全体としては、ESG のうち一つでも考慮していればよく、様々な定義がある上、要件が緩いものを採用すれば SRI ファンドを自称するのは容易である。例えば、クラスター爆弾か対人地雷関連企業を除外しているだけ、あるいは、タバコ関連企業を除外しているだけというようなケースも多いと考えられる。

このように、欧州で急成長しているといっても、その成長の相当部分は、内実の乏しい、いわば名ばかりサステイナブル投資の増加によるものであるのではないだろうか。日本の数値は大幅な過少計上であることは先に述べたが、欧州は逆に大幅な過大計上になっている可能性がある。

ただし、このことを差し引いても、現時点では日欧間で市場規模において雲泥の差があることは厳然たる事実といわなければならない。このことは、今回訪問した年金基金をはじめ欧州の主要な年金基金がサステイナブル投資に前向きな姿勢を明らかにしているのに対し、日本では最近の調査で実施基金がごく限られていた³ことから、明らかである。

3.2 欧州におけるサステイナブル投資拡大の社会経済的背景

「20 世紀中、SRI は欧州ではそれほど活発ではなく、米国で活発であったが、21 世紀に入ると SRI あるいは ESG 投資が欧州でも活発になった」(AP1)。経済のグローバル化の加速がその背景にあることは間違いない。途上国で児童労働など劣悪な労働条件で製品を製造する企業に対する反感が生まれ、それがその企業への投資を抑制しようといった動きにつながった。また、1989 年の気候変動の国際パネルもきっかけになった。これは 2000 年の国連グローバル・コンパクト、2006 年の PRI へと続く。これらは企業に対して社会的責任 (CSR) を求めるもので、CSR の積極化という強い流れができた。

サステイナブル投資は投資先企業の CSR を考慮した投資である。日本でも CSR 活動に対して国民は積極的である。欧州との違いは、これが投資の促進にまで結び付いたか否かである。この点に関してヒヤリングから浮かび上がってきたのは、主導的な、巨大年金基金の役割である。Eurosif からは「ノルウェー基金、USS、オランダ基金、AP 基金など、これらのリーダーたちが SRI/ESG を採用すると、その規模ゆえの牽引力がある。日本でも GPIF が SRI を始めれば間違いなく市場を引っ張ることができるだろう」という指摘があった。

ただし、欧州の巨大年金基金が自らのイニシアティブでサステイナブル投資を拡大してきたのでは必ずしもない。いずれの巨大年金基金もその所在国の国民意識から独立した存在ではありえない。サステイナブル投資に取り組まざるを得ない社会通念のようなものが

あり、その中で受け身的に取り組んできたということが、先行研究で分かっている⁴。

このことと重ね合わせると、欧州の市場規模拡大の主役は、年金基金などアセット・オーナーではなく、運用会社などアセット・マネジャーの側のようなものである。Eurosifによると「欧州の SRI 運用商品はアセット・マネジャーによって創出されたプッシュマーケットで、もともと需要はなかったのだ」。また、NAPF によると「英国では、SRI の市場規模は小さいが、ESG 投資の市場規模は巨大である。SRI はスクリーニングだと一般的に理解されている。倫理的理由から特定の資産を運用対象から除外するものである。ESG 投資は投資に財務的なインパクトのある環境、社会、ガバナンスを考慮するものであり、株主投票権などの権利を使いながら投資を検討する際に、これらの非財務的で定量化が難しい課題をインテグレイトするものである。」インテグレイションは投資判断に ESG 要素を組み込むもので、アセット・マネジャーによる ESG 情報の収集・分析が必要な投資手法である。

フランスでは労働組合の影響が強いことも改めて確認された。FRR 及び ERAFP もそのことを肯定している。第三者の AFG から見て「FRR や ERAFP のボードは多種の異なった構成メンバーからなっており、その一部に労働組合のメンバーも入っているが、彼らは ESG という投資基準に好感を持っており、投資行動においても ESG 投資関連に非常に積極的である。」

スウェーデンでは、株主に企業行動を正す責任があるという社会通念が発達している。AP4 によると「企業に何か不満がある人間は企業へ出向いて要求するのではなく、株主のところへ行って当該企業の株主としてどのように行動するつもりかと問い正されることを株主は十分承知している。このような方法がスウェーデンで発展してきた。そのため企業の行動に問題があると不満を感じている NGO や一般の人々は株主に向けて要求をする。株主は、企業行動に支障が出ないように務め、長期的に企業にとってより改善されるように、そして始終不満を人々から聞かされないようにするため、企業を助け良い方向に導くように積極的に関与しなければならないと理解している。」

イギリスでは度重なる企業不祥事に対する防止の役割が機関投資家にも期待された。NAPF によると「1990 年代以降の英国では大きな変化があり、大陸ヨーロッパと違ってコーポレート・ガバナンスの動きである。ヘッドラインに載るような不祥事があるたびにガバナンスのレビューがあり、統合コードができ、これは今、スチュワードシップ・コードが分離している。機関投資家のエンゲージメントに次の不祥事を防ぐ役割が期待されたが、それでも不祥事が発生すると、さらにその役割を促進するといったことが続いた。」

3.3 サステイナブル投資促進に向けた EU 及び各国政府の取組み

日本との違いについて、EU や各国政府の積極的な取組みがあったことが考えられる。事前調査やインタビューでもそのことが確認された。

まずは、EU による法制面の取組みである。欧州には銀行ユニオンがすでにあるが、さらに EU は資本市場ユニオンを創出しようとしている。サステイナブルな資本市場に向け、多くの政策が講じられようとしている。

2014 年 10 月に非財務情報開示指令が採択された。これは、従業員 500 人以上の大企業に対し、環境、社会及び従業員に関する事項、人権尊重、反腐敗及び贈賄に関する事項並びに年齢、性、学歴や職歴などについての多様性に関する事項について毎年開示を求める

もので、各国政府は 2016 年 12 月までに施行し、2017 会計年度から適用するよう義務付けられている。これによって、投資先企業の CSR 活動に関する透明性を高めることが期待される。EC の DG FISMA 担当官にインタビューする機会を得たが、非財務情報開示が企業の持続的な成長に資するという強い信念をもっているように見受けられた。

これに加え、株主権利指令の改正の検討が進んでいる。投資家も企業も短期志向になっているのに対し、視点を長期化するために指令を改正し、エンゲージメントや投資家と株式発行者との対話を促進しようとしている。

受託者責任との関係についても検討が進められている⁵。さらに、Eurosif によると「年金指令の改正も検討されており、気候変動リスクの開示の義務付けなどがその対象になっている。」

フランスでは、FRR に対し、法令によってサステナブル投資を義務付けている。従って、AFG によると「FRR の場合、FRR に ESG 投資をやるかやらないかの選択権はなく、いわば義務になる。」

また、本年パリで気候変動国際会議（COP21）が開催されることになっており、地球環境問題に対する機運が高まっている。そのような中、年金基金などアセット・オーナーに ESG の考慮とその効果、気候変動リスクなどを開示するよう義務付ける法律が成立した。

「現行制度では資産運用会社などアセット・マネジャーだけに開示義務があるが、今後はアセット・オーナーにも開示が義務付けられるようになる」（Eurosif）。

フランス独自の取組みとして、公的な SRI ラベルを創設しようとする動きがある。販売促進や風評リスク回避などのファンドの都合による自称 SRI ファンドに終わらせるのではなく、投資先企業が実際にどう変化したかの測定まで求める公的ラベルの動きは、サステナブル投資を内実のあるものとするための試みとして注目に値する。

スウェーデンでも、折に触れて政府が主導している。AP1 によると「準備作業段階で当局がわれわれに ESG 要因を考慮した投資を望んだことははっきりしている。スウェーデンにおいて、準備作業は大変影響力の強いもので、法律ではないが、ほとんど法律に近いものである。AP 基金がサステナブル投資を検討し始めた 2001 年以前には、自らの指針などはまったく有していなかった。そのため、当時のスウェーデンの状況において、基金が何をすべきかについての法律や準備作業の規定は、スウェーデンのマーケットのその後の発展に非常に重要な意味を持ったと考えられる。」また、「前金融市場担当大臣のピーター・ノーマンは諸案件のなかでも AP ファンドに対して重要な責任意識を持っていたので、彼は ESG に関してははっきりとした声明を出して、大変熱心に推進したし、関係者に注意喚起するように助力もした。」

英国では、1995 年年金法第 35 条の規定に基づき職域年金の受任者が策定すべき投資原則宣言（SIP）に記載すべき内容が、2005 年職域年金（投資）規則（以下「投資規則」という。）の 2(3)に列記されており、そのうちの 하나가「投資の選択、保持、実現にあたり、社会的、環境的、又は倫理的考慮をするのであれば、その程度」（投資規則 2(3)(b)(vi)）である。この規定は、もともと従前の投資規則の一部改正として 1999 年に制定され、2000 年に施行された。これが現行の 2005 年規則に引き継がれている。2000 年におけるこのような規定の導入は世界初であり、これが英国はもとより近隣の欧州諸国のサステナブル投資拡大にも大きく寄与したと言われている。

そこで、これについて、雇用年金省（DWP）の当局者に確認したところ、否定的であった。曰く、「投資規則の目的は、①受任者の投資方法に関する自由、②適正な加入者保護、のバランスを取ることであり、その一般的アプローチとしては、投資方法については受任者に大きな裁量を残すものであり、社会的責任的にと、長期的にとは求めず、ただ投資方法の開示を求めるものである」。また、同投資規則が結果的にサステイナブル投資を促進した、との解釈があることについては、「開示要求とサステイナブル投資の成長に関連があったとは想像したくないし、いずれにせよ我々の関心は、受任者の裁量の範囲を明確にすることであり、何を考慮せよとか特定の投資方法を取れとか言うことではない」とのことであった。

また、年金規制当局（TPR）の担当官に同趣旨の質問、開示要求がサステイナブル投資を推進したのではないかと問うたところ、「開示要求は静かで弱く（quiet & weak）、規範でもない（non prescriptive）ので、影響はあったと思うが、これだけではないし、主たる推進力でもない」とのこと、やはりどちらかといえば否定的であった。

ただし、年金基金側（USS）の受け止めは、「当基金は 1974 年に創設されたが、今から約 15 年前にそれまでやっていなかった責任投資活動に多くのメンバーが関心を抱いたのが始まりであり、15 年前の法的な要求であった」というもので、投資規則の影響を認めている。

NAPF のコメントは「2000 年の投資規則の制定はむしろ多くの社会的 NGO のキャンペーンによるものであり、規制内容もソフトなもので、制定以降、地方公務員年金など公的部門には影響を与え、大企業の年金もその方向に動く基礎として使ったと思うが、期待されたほどのインパクトがあったとは思っていない」というものであった。

英国では、SIP に財務要素と非財務要素の区分をより明確に反映するとともに、受任者にスチュワードシップ・コードへの適合を求めるよう投資規則を改正することについて、意見表明を募集するパブリック・コンサルテーションが本年 2 月~4 月に DWP によって行われた。英国スチュワードシップ・コードは財務報告評議会（FRC）が所管しており、そのもとになった Kay レビュー（英国の資金運用におけるショートターミズムを厳しく批判した）はビジネス・イノベーション・職業技能省（BIS）が主導した。日本では、金融庁がスチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードを所管し、伊藤レポートは経済産業省の主導で取りまとめられ、年金制度を所管する厚生労働省はそれらを後追的にフォローしているように見えるが、英国も状況は似ているようである。ただし、英国ではコンサルテーションの結果、財務要素と非財務要素の区分の仕方などについて回答内容にコンセンサスがなかったこと、スチュワードシップ・コードへの適合を求めることへの懸念（concerns）が示されたことなどから、投資規則は当面改正されないことになった。

今回 OECD も訪問した。金融・企業局所管にかかる資料中に、投資にあたっての ESG 考慮に係る記述があったので、OECD としてサステイナブル投資に対し何らかの立場があるのではないかと考え、当局者に質したところ、「サステイナブル投資については公式な立場は無い」とのことであった。また、スチュワードシップ・コードも知らないとのことであった。

ただし、OECD に事務局がある IOPS（International Organization of Pension

Supervisors: 年金監督者国際機構)における WPPP(Working Party on Private Pensions)の会議(2015.6.23)におけるテーマの一つとして、SRI に対する監督者のスタンスが取り上げられている。

3.4 欧州の中の違い

ヒヤリングで改めて確認できたのは、欧州全体として一律にサステイナブル投資が活発なわけではなく、盛んなのは英国、フランス、北欧諸国、オランダといった国々であるということである。逆に、ドイツ語圏諸国は年金資金運用の対象が債券中心のため総じて盛んではない。ただし、ファースト・ステートの説明では「スイスは活発であり、ドイツも急速に変わりつつある。東欧諸国やイタリア、スペイン、ポルトガルといった国々では活発ではない。」

また、投資手法にも各国・地域で違いがある。Eurosif によると「欧州各国にはそれぞれの文化、歴史、敏感さがある。英国やオランダでは、エンゲージメント、アクティブ・オーナーシップ。フランスではベスト・イン・クラス。北欧は、エクスクルージョン、規範に基づくスクリーニング、エンゲージメントのミックスである。」

重点を置く分野も違いがあると認識されている。FRR の見方は「米国はガバナンス重視で、環境は二の次という位置づけである。欧州大陸は S を重視し E にも重点を置いている。労働組合が強く、福祉国家であるという背景がある」というものである。

アプローチ方法も、英国ではプリンシプル・ベースが好まれており、わが国のスチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードもこれによっているが、大陸ではルール・ベースが基本である。フランスでは今回、アセット・オーナーにも開示が義務付けられることになるが、Eurosif の説明は「これは規範的(prescriptive)なアプローチであり、アングロ・サクソンのアプローチとは随分と違う」とのことであった。

このように各国で取り組み方が異なるのは、サステイナブル投資が投資のパフォーマンスを向上させるという確証がまだないからであると考えられる。ヒヤリング先はサステイナブル投資に積極的な姿勢を取るところが多かったが、結局は「信念」に基づいて投資をしている状況が確認できた。

サステイナブル投資は投資対象を制約するので、そうでない場合に比べてリターンが劣後しやすい。また、サステイナブル投資は投資先企業の CSR を考慮した投資である。各企業が CSR に取り組むためには、そのためのコストがかかるが、それで直ちに売り上げや利益が向上することには必ずしもならない。すなわち、CSR に熱心に取り組む企業はそうでない企業に比べ、コスト増になる分だけ企業業績が後退し、これがともすれば投資先としてはマイナスに働く。また、投資家にとっても ESG 情報の収集などに追加的なコストがかかる。これらから、少なくとも短期的にはパフォーマンスが低下する可能性がある。

それでもサステイナブル投資に取り組むのは、長期的にはパフォーマンスが向上又は安定するという「信念」に基づいている。ただし、先ほど述べた通り、この「信念」が年金基金のイニシアティブによるものでは必ずしもない。欧州でサステイナブル投資に積極的に取り組むのは公的な性格を有する年金基金が中心である。その立場上、投資の基本方針は広く説明できるものでなければならない。従って、「信念」の内容も説明でき、一般の人々から受け入れられるものでなければならないだろう。

国民からの要請が強く、取り組まざるを得ない場合は熱心に取り組むことになる。説明しやすい場合は取り組むが、そうでない場合は活発化しない。また、取り組み方でも、国民受けしやすい分野や取り組み方針が採用される。結果的にはそのようなことになっているのではないか。

従って、当然ながら国情が反映される。環境、社会、企業のガバナンスのどれをとっても極めて広範な内容を含んでいる。それらの中で国民の関心が高い分野や手法に重点が置かれることになるだろう。また、投資はビジネスの側面もある。ビジネスにしやすい場合は、政府のバックアップも得られやすいであろう。

3.5 倫理との決別

サステイナブル投資はもともと投資家側の倫理的観点から投資先を選別する社会的責任投資がオリジンである。Eurosifによると「社会的責任投資はフランスから来たもので、英国では倫理的投資と呼ばれていた。フランスでは ESG の社会的側面が強調され、労働組合が巨大で、社会へのつながりがあった。2 世紀前にはクウェーカーたちの倫理投資があり、19～20 世紀のアメリカで、これが少し変わった。社会政治的運動があり、エクソン・バルデスやボパールの事故があった。」そして、それに続いて「Eurosif は倫理という言葉を禁止している」という驚くべき言葉が飛び出した。「それ（倫理）は存在するが SRI ではない。古いバージョンだ。倫理は SRI の 1 つのコンポーネントだが、倫理的であることによって必ずしも持続的な発展のゴールに至るわけではない。Eurosif としては、資本市場を通じた持続性を支持しており、持続性は倫理以上のものである。持続性は、環境であり社会であり、将来世代がよく生き繁栄する世界を作り上げることである。」Eurosif は 2008 年から、「SRI」を Sustainable and Responsible Investment の頭文字に変更している。「古いバージョン」とは旧来の社会的責任投資の意味であろう。

スウェーデンでは、AP 基金が共同で海外の投資先企業についてエンゲージメントを行い、除外企業を特定する倫理協議会がある。これについて、AP1 によると「倫理の部分は消え去っていて、新しい提案のなかにも今は存在していない。サステイナブル投資や責任投資についてのこの分野では、AP 基金が唯一の任務主体であるべきだ。倫理は消えたので個人的にはハッピーだ。というのも倫理はとても注意を要するやりにくいものだからだ。サステイナブルのほうの方がたやすいというわけではないが、倫理の部分は消え去っていて、新しい提案のなかにも今は存在していない。それゆえ法律のなかにも盛り込まれないだろう。倫理というのは古めかしい言葉で、スウェーデンでは倫理は責任投資家や責任投資に置き換わっていると考えている。」

英国では、本年 2 月～4 月のパブリック・コンサルテーションにおいて、投資規則における SIP への記載事項について、「社会的、環境的、又は倫理的考慮」という現行規定を財務情報と非財務情報に区分して規定する方向で検討することの是非が問いかけられた。本コンサルテーションに先立って、法律委員会（Law Commission）で年金資金運用についての受託者責任に関する幅広い検討とパブリック・コンサルテーションが行われた。法律委員会の報告書では、当該規定のあり方に関して、法律委員会のコンサルテーションに「多くの回答者が、倫理ファクターが主要な混乱の原因であると説明している」と総括し、ESG から倫理を切り離す提案をしている。NAPF では「倫理ということがあるため、受任

者は、それは私の受託者責任ではない、それについては何もできないと言う」とのコメントがあった。**3.3** で記述したように、結果的に投資規則の改正は見送られたが、規則よりも適時に対応可能なガイダンスが適切と判断されている。引き続きその内容が注目される。

以上のように倫理との決別と受け止められるコメント等が得られたことは大変興味深かった。市場規模が拡大し、投資のメインストリームとなるのに伴って、かつて投資促進の主な動機であった投資家側の倫理的観点が、むしろ邪魔になってきて排除される方向にある。これはサステイナブル投資がかつての SRI から進化していることを示す 1 つの証拠と言ってよいであろう。

4 日本におけるサステイナブル投資促進についての今後のあり方

今回の欧州における現地調査を踏まえて確認されることは、欧州内部における多様性である。各国がそれぞれの実情に応じた取り組みを進めており、欧州というくくりで見ると、その多様性が見えなくなる。従って、欧州においてサステイナブル投資を促進する方策についてスタンダード化されたものはない。日本でもサステイナブル投資ありきではなく、日本の状況を踏まえて必要と考えられる投資に取り組むことが、結果的にその促進に結び付くということが本来の姿である。すなわち、日本は日本の直面する課題に取り組むことで、真の意味でサステイナブル投資を定着、発展させることができると考えられる。

4.1 これからの日本のサステイナブル投資が目指すべき方向

日本が直面する最大の社会的な課題は、世界に類を見ない少子高齢化の進行である。社会保障財源の確保には経済の持続的な成長が必要である。公的年金資金の運用として、このような日本の実情に即した投資のあり方が考えられないであろうか。

今後における日本の長期的な経済を展望したものとして、平成 26 年度財政検証における経済前提がある。これは、公的年金財政の長期的見通しを立てるための前提条件として検討されたものであり、遠い将来までの社会・経済状況については不確実なものであることから、8 通りのケースが設定されている。しかし、これらは、労働市場への参加が進むケースと労働市場への参加が進まないケースの 2 つのケースに大別されている。そして、「(参考)」として示されている長期的な実質経済成長率を見ると、労働市場への参加が進むケースでは 1.4%~0.4%の成長が見通せるのに対し、労働市場への参加が進まないケースでは 0.1%~▲0.4%とほとんど成長しないかマイナス成長になる。

財政検証の結果を見ると、人口の前提がメインシナリオである中位推計の場合、労働参加が進むケースでは、年金財政の持続性（財政検証のメルクマールである所得代替率 50%以上）は長期にわたって確保されるが、進まなければ確保が難しいことが示されている。このことから、労働参加を高めることは経済の観点のみならず、年金財政の観点からも必要であることが分かる。労働参加が進むためには、具体的には、女性や高齢者の活用を進めること、非正規労働者の正規化など若者の雇用対策を進めることなどが必要となる⁶。

これらは、受け皿になる企業がそれらを受け入れることが条件になる。企業にとっては、これらは短期的にはコスト増となる可能性がある。

しかし、企業の長期的・持続的成長のためには、企業にそれを担う人的資本が必要である。非正規雇用者には企業も人材育成投資を抑制しがちとなり、結果的に企業でも組織知

や現場の暗黙知を体化した人的資本が蓄積されない。男女共学で育った女性は基本的には男性と同等の職務遂行能力を有している。日本企業は大半が 60 歳定年制をとっているが、長命化し若返っている 60 歳代の人々は十分に現役として通用する。生産年齢人口が減少し続ける中であって、これらを活用しないままでは、単に人材の無駄使いであるだけでなく、人的資本の不足によるマイナス成長に陥ってしまうであろう。このように考えると、労働参加が進まなければ、各企業においても成長・発展は望めないであろう。

また、経済の持続的な成長を図っていくためには、人口の減少に歯止めをかける必要がある。人口は国内需要の大本だからである。このためにも、少子化対策の推進は必要である。少子化の原因としては、若者層において非正規雇用者の増加など雇用環境が悪化したことが大きい⁷。従って、若者の雇用対策を進めることが少子化対策の上で極めて重要である。

ここで留意すべきは、年金の充実が少子化を促進する可能性があるということである。年金のおかげで老後を子に頼る必要が弱まると、無理をして子を産もうとするインセンティブは減少するだろう⁸。年金制度が少子化のいわば「原因者」の 1 つであるとするならば、年金の側でそれを押しとどめる役割を果たすべきであるという議論が成り立つだろう。また、少子化が抑制されると、将来の支え手がそれだけ増えるという意味において、賦課方式の年金が少子化対策の「受益者」となることも自明である。

非正規雇用の正規化など若者の雇用対策の促進、女性や高齢者の活用は、年金の最も重要なステークホルダーである加入者や受給者にとって、労働条件や生活条件の向上につながる。また、これらは、財政資金を必要としない長期的な成長戦略として位置付けることが可能だろう。さらに、わが国の持続的な経済社会の建設にも寄与すると考えられる。

4.2 具体的な内容

公的年金は基本ポートフォリオ上全資産の 25%を国内株式に投資している。国内最大の株主と言ってもよいだろう。その立場から、エンゲージメントの一環として、投資先の各企業に労働参加の受け入れ条件整備を促進することを投資政策において明確にすることが考えられる。

GPIF や共済組合は、株式運用を運用会社に委託しているので、各運用会社のエンゲージメント活動を評価する立場にある。従って、具体的な行動としては、各運用会社のエンゲージメント活動について、労働参加が進む効果があると考えられるものは高く評価することを明確にすることである。

この評価は短期ではなく一定程度の期間における活動に基づいて行われる必要がある。評価に当たっては、高い評価をした運用会社に対しては委託金額を増額し、低い評価をした運用会社には、委託金額を削減するか、運用委託契約を打ち切るといった行為が伴わなければならない。

ところで、投資先企業に労働参加を促進するよう、株主としての立場から働きかけるといふこのような主張は、一昔前までなら、とんでもない暴論と受け止められたであろう。しかし、スチュワードシップ・コードが策定され、公的年金運用機関はこれを受け入れ、持続的成長のために企業と建設的な対話をしていく責任があることを表明した。このことにより、年金資金の運用を通じて労働参加を促進していくことも正当化されうると考えら

れる⁹。

公的機関による企業支配ではないかというアレルギー反応のような議論もあるかもしれない。スウェーデンでも海外企業にエンゲージメントを行う倫理協議会に関して類似の議論があった模様である。AP1によると「倫理協議会は海外企業のみを対象にしている。というのも、前回（2001年）の年金改革の時に、1つのファンドが巨額の公的資金を持って企業をコントロールして社会主義化してしまう懸念を抱く政党があったことから、スウェーデン企業に対してあまり強い力を有しないよう4つの基金が作られた。我々が倫理協議会を作った時に、財務省や政党がそのようなことをすべきではないと懸念を示した。スウェーデン企業に対し、同じように、4基金が一緒に行動すべきではないという認識が背後にあるからだ。」ただし、各AP基金はスウェーデン企業に対して個別にエンゲージメントを行っており、このこと自体は何ら問題とされていない。日本の公的年金の株式運用は委託運用なので、GPIFや共済組合が直接投資先企業に要請活動することまでは想定されない。あくまで運用会社を介してであり、対話は民間企業同士で行われるのである。

4.3 日本のサステイナブル投資推進に当たって留意すべき事項

留意すべきは、サステイナブル投資はあくまで手段であるということである。運用の目的は長期的な投資パフォーマンスの安定的な確保である。目的と手段を取り違えると、投資の意義や効果についてきちんとした認識を持てないままに、コンサルタントやレーティング会社などインターミディアリーに高い手数料を支払うだけということになりかねない。しかし、日本ではともすれば真面目になりすぎて、ESG投資というと投資先各社のCSR情報などをしっかりと収集・分析し、EもSもGも漏れなくカバーしてシステムティックに取り組むものでなければならないと考えがちである。このような態度はかえってサステイナブル投資を自己目的化しやすい。まして、日本でとかくありがちな、海外の進んだ事例を導入するという姿勢では意味がない。

また、同じことを別の言い方をすると、サステイナブル投資によって環境や社会、コーポレート・ガバナンスに好ましい結果が生じることが考えられるが、それはあくまで副次的、反射的效果であって、そのこと自体を目的とすると本末転倒になるということである。ESGの改善そのものを狙いとして年金基金にサステイナブル投資の実施を迫るような議論が提起されることがあるが、あくまで投資パフォーマンス上好ましいかどうかという観点から判断すべきものである。欧州における倫理との決別の動きもこの観点が強調されつつあることの表れと見ることができる。

むしろ、年金運用主体として重視すべきは自身の投資政策である。投資目的を踏まえた投資手段としてサステイナブル投資を適切に位置づける必要がある。少なくとも短期的にはパフォーマンスが低下する可能性のある投資手法であれば、なおさらである。また、投資政策が明確でなければ、運用会社のエンゲージメントを適切に評価することは難しいであろう。

欧州の年金基金でもサステイナブル投資実施において依拠するのは、自らの「信念」である。投資政策として明確化できるかどうかは、言い換えれば、確信をもって一般に説明することができるストーリーを構築できるかどうかということであると考えられる。

本稿では、世界に類を見ない少子高齢化が進むわが国では、そのストーリーで説明する

ことが大方の国民の理解を得る最も効果的な方策であると考え、提案している。また、労働参加が進む社会が実現できれば、仮に投資パフォーマンスは結果的に凡庸であったとしても、わが国の公的年金財政の持続性が高まるというメリットがある。先ほど述べたこととの関係では、これは年金資金運用の観点からは副次的なメリットであるが、年金資金運用自体の目的が年金財政に貢献することであることからすると、これを主目的とするという議論も成り立つであろう。この観点からは、年金資金運用にとって、労働参加の促進というテーマは、ESGの中でも特別に積極的な意味合いがあるものと位置づけられる。

それ以外の ESG の各要素については、環境保全に優れた企業に投資する、あるいは、劣った企業を除外することが年金資金運用のパフォーマンスに結び付くというストーリーを構築できるなら、それに基づいて環境に着目したサステナブル投資を推進することが可能になる。今回訪問した中では、AP4 が CO₂ 排出量に着目したアプローチを取っている。ただ、わが国では環境と年金の心理的距離は遠いのではないだろうか。すでに環境保全のための様々な行政的手段が講じられ、また、わが国企業全体の環境への取組みは他の海外企業と比べても遜色ない状況において、年金資金運用において環境保全への今以上の取組みを訴求する分かりやすいストーリーを構築することは、必ずしも容易ではないように思える。同様に、人権保護や腐敗防止もわが国の年金としては取り組みにくいであろう。

ガバナンスは、企業年金の運用の中で活発に取り組まれた時期があった。企業価値向上に結び付くとのストーリー構築ができれば、年金資金運用として取り組むことがなじみやすい分野であろう。ただし、公的年金資金については、公的機関による企業支配ではないかという議論が提起されやすい分野であり、そのような国民感情の行方には留意が必要だろう。

4.4 欧州年金基金等からの反応

海外現地調査においては、単に先方の状況を聴取するだけでなく、日本からの発信も必要であると考え、4.1 及び 4.2 で記述した考え方の要旨を本研究の暫定的な結論であるとして説明をした¹⁰。日本において著しい少子高齢化が進んでいることはよく知られており、それに対する有効な対策であるとして、総じて肯定的な反応が帰ってきた。各訪問先で得られた具体的なコメント等は以下のとおりである。

Eurosif

- ・公的年金はそれが可能だろう。企業年金はどうか。企業内の議論がまずあるが、企業に対し、これを進めなければ人口問題によって経済全体が崩壊すると説得することが必要になるだろう。社会的責任であるというメッセージを発言することである。
- ・企業の CSR ポリシーとの一貫性を確保することが肝要である。Eurosif は 2011 年に、企業年金と CSR について調査研究を行った。いくつかの国では企業の CSR ポリシーとその企業の年金基金が SRI を採用するかどうかリンクしていた。企業年金が企業の金融的な手足である以上、首尾一貫すべきだ。企業の CSR ポリシーにかこつけて、女性や高齢者の活用などを訴えることが考えられる。これがわが社の CSR であり、企業年金も同様のポリシーを持つ、といったようにだ。
- ・年金シニアプラン総合研究機構の国民意識調査¹¹における 1/3 のわからないをイエスに

できれば、マジョリティーを取れる。これは大きな文化的シフトであり、教育がキーだ。受益者すなわち被雇用者が果たせる役割がある。リテールの証券会社や受益者の教育は重要だが、それには何年もかかる。SIF はリテールの投資家に SRI を促進しているが、長いプロセスだ。人々はこのことに関心がある。SRI がリターンをもたらすなら、もちろん望まれるだろうし、そうでなければ、SRI は選ばれない。パフォーマンスを示すことができることがベストだ。

- ・労働組合の役割も重要だ。このことは欧州で明らかになっている。フランスでは年金基金のボードに労組の役員が座り、影響力を持っている。少し古いが、企業年金とサステイナブル投資というレポートを出している。SRI ポリシーと人々の認識にギャップがあることがある。SRI の導入のトップファクターは年金基金のボードだが、企業の CSR や労組の役割もある。
- ・GPIF がリーダーとなり、受益者がそれを望むとよい。年金基金も同調し、アセット・マネジャーが SRI プロダクトを提供すれば、マーケットができる。需要が創出できることはよいことだ。

AFG

- ・年金基金として企業に投資する場合に、より多くの女性を企業に雇用してもらったり、その他あらゆることを要請したりするためにはその企業とエンゲージメントをすることになる。逆に自分の会社に投資してもらいたいなら、公的年金や年金基金とともに女性の雇用等について取り組まなければならない。年金基金に投資して欲しいということであれば、企業は女性の雇用等について積極的に取り組まなければならないことについて法制化することであろう。
- ・日本でのサステイナブル投資の戦略についてもっと検討するのであれば、最も受け入れられやすいのは何だろうか。ベストインクラスかエクスクルージョン、あるいはエンゲージメントの各戦略が最も容易だと思われる。

RAFP

- ・フランスでは子供の託児インフラを充実させることで、出生率が上昇した。
- ・SRI には男女平等も含まれる。

OECD（労働社会局）

- ・これは年金資金運用におけるイノベーションだ。素晴らしい取り組みであり、是非実現するよう期待している。

AP1

- ・日本における少子化対策としてのサステイナブル投資に関して、AP1 が最初にエンゲージメントしたのは 2004 年に日本の企業で、確か野村証券であった。われわれは継続し、彼らも変わった。テーマは女性社員に対する処遇についてで、その後、他の日本企業にも同様なエンゲージメントを行った。野村証券をマネジャーとして使うようになったので彼らに対するエンゲージメントは止めた。対話を続けることを可能にする方法が

ある。それは、良いエンゲージメントや積極的なエンゲージメントで、そうすることで
行っている行動が良いことだという確信をもつことができる。非常に興味深いし、非常
に重要なことである。

AP4

- ・日本における少子高齢化対策としてのサステイナブル投資についての提言は、非常に興
味深い内容であり、大いに同意できる。

DWP

- ・大きな勧告（**Big Recommendation**）だ。女性の活用、高齢者雇用の促進、若者の雇用
対策の推進といったテーマは **G20** の雇用担当大臣会議でも議論されており、妥当な結論
（**Valid Conclusion**）だ。

TPR

- ・興味深い内容だ。社会的な便益が経済的便益にもつながるということがキー・ポイント
だ。スカンジナビア諸国では女性役員の登用を進めているが、これを巨大基金がサポー
トしている。英国でも、引退年齢が遅くなりより長く働くようになりつつある。**GPIF**
との対比では、英国では自動適用のデフォルト制度として **NEST** というものがあり、こ
れは政府が作って支援している。ここが投資政策やガバナンスのリーダーとなることが
考えられる。

NAPF

- ・経済成長と必要な社会改革を促進することは日本でも英国でもベスト・インタレストだ。
NAPF では同様の問題意識に立って職場問題を扱ったレポートを公表したばかりだ
（**NAPF (2015)**）。ヒューマンキャピタルについて、レポーティングや透明性が欠けて
おり、英国企業がどう企業価値を上げ、労働者にどう報い、動機づけしていくか、そし
て長期的に持続的な会社となるのか、といったことを扱っている。女性の活用や高齢者
雇用が進まない中では、企業がよくならず、投資家も最悪の企業の中から投資対象を選
別しなければならないことになる。日本の年金基金としても 5 年、10 年、15 年 20 年と
投資していくのだから、トレンドの変化を何らかの方法で実現する必要があるだろ
う。

USS

- ・人口高齢化問題は、われわれが **DB** からハイブリッド制度に移行した重要な理由の一つ
になっていて、加入者が長生きすると、年金基金が同じ制度を維持することは持続不可
能である。加入者の長寿化で過去 10 年から 20 年間、負債は非常に増大した。人口問題
は非常に重要である。国内の持続している年金基金は非常なリスクを負っていて、現在
イギリスで **DB** 制度が残っているのは非常に数が少ない。今残っているものも大方は新
規加入が中止されて制度だけが存続している状況だ。

5 おわりに

人口の高齢化は今回訪問した各国でも社会的な課題としては認識されていたが、サステイナブル投資として直接これをテーマとした取り組みはあまり見られなかった。日本の少子高齢化は世界に類を見ないことから、世界のどの国よりも真剣にこの問題に取り組む必要がある。日本で進む人口変動の急速さに照らすと、できるだけ早く取りかかる必要がある。

しかし、日本の実情を見ると、本稿の提案自体、現時点ではまだ目新しいものであり、実現までには様々なステップが必要になるだろう。公的年金資金の投資に当たって労働参加の促進を図る活動を日本で定着させるには、これを大方の日本人が支持するような国民意識の涵養が重要である¹²。また、年金資金運用として行う場合、年金運用主体の投資政策が基本だが、具体的なエンゲージメント活動は運用会社によって行われる。両者共同の検討体制がスタートすることも実現に向けた一歩だろう。本稿がそのための端緒になることを期待したい。

日本は明治以来あらゆる面で「欧米先進国」をモデルにして発展してきた。しかし、人口高齢化の度合いはそれらの諸国をはるかに凌駕してしまっている。未曾有の少子高齢化にいかに対処していくかについては、日本独自の創意と試行錯誤によって道を切り開いていくしかない。逆に、日本が他の国々から先行事例として見られるようになっている。習うべき好事例となれるか、避けるべき悪例となるか、今後の取組みにかかっている。

先ほど述べた通り、投資の観点から人口の少子高齢化に対処することについて、OECD（労社局）からはイノベーションであるとして、高い評価と期待が示された。本稿で述べた活動が実施に移されると、日本のみならず欧州諸国、さらには韓国や中国にも貢献できる方途になるだろう。そのことは翻って日本の金融証券市場の発展にもつながると考えられる。

【謝辞】

本研究に対しては公益財団法人ユニバーサル財団から研究助成を得た。また、巻末資料・1及び・2に掲げるヒヤリング先の方々からは、お忙しい中時間をお取りいただき、丁寧なご説明をいただいた。本レポートはそれらの方々のご協力の賜物である。また、海外現地調査におけるアポイント取付けなどについて、各現地駐在の日本大使館から便宜供与を受けたほか、EUについて在欧日系ビジネス協議会（JBCE）CSR委員会委員長の木下由香子氏、EurosifについてJSIF会長の荒井勝氏、NAPFについて野村総合研究所上級研究員の三井千絵氏及び一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事の木村祐基氏からご支援をいただいた。記して厚く感謝申し上げます。

注：

1. GSIA（2012）では、アジア（日本を除く）の市場規模が640億米ドル、日本は100億米ドルとされていたが、GSIA（2014）では、アジア全体として2012年初で400億米ドルと、大幅に下方修正された。

2. <http://japansif.com/1509sridata.pdf>

3. 2011年に実施した年金基金に対するアンケート調査では、回答のあった250基金中

ESG 投資を実施していると答えたのはわずか 8 基金であった（年金シニアプラン総合研究機構（2012-1））。

4. 年金シニアプラン総合研究機構（2010）P.19 参照。

5. 2014 年 4 月に EC の DG Environment から” Study on resource efficiency and fiduciary duties of investors” について調査研究の入札公告が出された。

6. 「高齢者雇用が進むことで、年齢上は年金を受け取ることもできる高齢者が保険料を支払う被保険者になる。女性の活用が進むことで、保険料を支払わない第 3 号被保険者が保険料を支払う第 1 号被保険者や第 2 号被保険者になる。若者の雇用対策が進むことで、定額の国民年金保険料しか支払わない非正規雇用者が報酬比例の保険料を支払う第 2 号被保険者になる。これらは公的年金財政の改善に貢献する。」（福山 2014）

7. 松田（2013）は「わが国の少子化の主要因は未婚化である」（P219）としたうえで、「未婚化の主要因は、若年層において非正規雇用者が増え、正規雇用者も以前よりも収入が低下したこと—雇用の劣化—である」（P220）と指摘している。

8. Cigno, A は一連の研究で公的年金制度の適用と出生率に負の関係があることを明らかにしている（Cigno et al（2007）P122）。また、小塩・安岡（2010）は「公的年金はいわば「親孝行の社会化」のための仕組みであり、その制度が充実すると老後の扶養を子供に期待する必要が弱まり、資本財としての子供に対する需要が減少する。それによって子供数が減少するとすれば、公的年金は自らの財政基盤を自分で弱めることになる」と指摘している。

9. 受託者責任や他事考慮との関係については、福山（2014）参照。

10. 主として巻末資料-3 のハンドアウト P5 に基づき説明。

11. 巻末資料-3 のハンドアウト P20。これは年金シニアプラン総合研究機構（2012）-2 に基づいている。

12. 福山（2014）では、そのための調査研究の必要性に言及している。

参考文献

小塩隆士・安岡匡也（2010）「公的年金と子育て支援—出生率内生モデルによる分析」『経済研究』Vol.61, No.2

厚生労働省（2014）「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成 26 年財政検証—」

社会的責任投資フォーラム（JSIF）（2014）『日本 SRI 年報 2013』

年金シニアプラン総合研究機構（2007）『「SRI 及び PRI に関する調査報告書」』

———（2010）『海外年金基金の ESG ファクターへの取組みに関する調査研究』

———ESG 研究チーム（2012）-1「年金基金に対する「ESG 投資に関するアンケート調査」」『年金と経済』30(4)

———ESG 調査研究グループ（2012）-2「一般国民に対する ESG 投資に関するアンケート結果について」『調査研究レポート・平成 24 年度』

———ESG 研究チーム（2014）『サステイナブル投資と年金—持続可能な経済社会とこれからの年金運用—』

——— (2014) 『年金 SRI 研究会』

——— (2015) 『少子化問題と少子化対策に関する調査研究』

福山圭一 (2014) 「労働参加が進む社会経済状況の実現に向けて—スチュワードシップ責任と年金資金運用—」『週刊社会保障』No.2805 [2014.12.15]

松田茂樹 (2013) 『少子化論—なぜまだ結婚、出産しやすい国にならないのか』勁草書房

Cigno, A. and Werding, M. (2007), *Children and Pensions*, CESinfo Book Series, The MIT Press

Department for Work and Pension (DWP) (2014), *Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission's report 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries'*

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/407937/Condoc_27_02_15_to_DWP.pdf

DWP (2015), *Better Workplace Pensions: Reducing regulatory burdens, minor regulation changes, and response to consultation on the investment regulations*

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/476447/reducing-regulatory-burdens-and-misc-regs-nov-2015-consultation.pdf

Eurosif (2012), *European SRI Study 2012*

Eurosif (2014), *European SRI Study 2014*

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2012), *2012 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW*

GSIA (2014), *2014 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW*

Fösta AP-fonden (2015), *OWNERSHIP REPORT 2014*

FRC (2015), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*

FRR (2015), *2014 ANNUAL REPORT*

Kay, J. (2012), *THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING*

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf

Law Commission (2014), *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/325508/1342_HC_368_LC350_accessible.pdf

NAPF (2014), *NAPF Engagement Survey: pension funds' engagement with investee companies*

NAPF (2015), *Where is the workforce in corporate reporting?*

OECD (2014), *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds –REPORT ON PENSION FUNDS' LONG-TERM INVESTMENTS–*

USSIF (2003), *2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*

巻末資料-1

欧州現地調査に先立ってご意見などをうかがった日本人有識者（敬称略）

- 荒井勝（社会的責任投資フォーラム（JSIF）会長）；2015年3月19日
- 金井司（三井住友信託銀行経営企画部理事・CSR担当部長）；3月20日
- 坂本純一（野村総合研究所金融ITイノベーション研究部主席研究員）；4月17日
- 佐久間京子（アヴィザ・パートナーズ、貿易と持続可能性ダイレクター）；4月17日
- 岸上有沙（FTSE、ESGアジア・パシフィック・ヘッド）；5月8日

巻末資料-2

欧州現地調査訪問先、訪問日時及び面会者（敬称略）

- AFG (Association Française de la Gestion Financière)；6月22日（月） 10：00～11：00
 - ・Laure Delahousse (Member du Directoire, Gestions spécialisées Développement des sociétés de gestion)
 - ・Arnaud Maghier (Directeur des Affaires Internationales et Européennes,)
 - ・Audrey Hyvernât (Responsable Capital Investissement et Investissement Socialement Responsable,)
- European Commission；23日（火）10：00～11：00
 - ・Nicolas Bernier-Abad (Accounting and Financial Reporting, Directorate-General for the International Market and Services)
 - ・Antoine Begasse (Policy and Case Officer, Accounting and Financial Reporting, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Market Union)
- Eurosif；同15：00～16：00
 - ・François Passant (Executive Director)
- Pension Europe Conference 2015；24日（水）9：00～16：30
 - ・Eric de Keuleneer (Président du Conseil d'Administration, Université Libre de Bruxelles)
- FRR (Fonds de reserve pour les retraites)；25日（木）9：30～10：30
 - ・Yves Chevalier (Membre du dirctoire)
- RAFP (Retraite additionnelle de la Fonction publique)；同11：30～12：30
 - ・Philippe Desfossés (Chief exective officer)
 - ・Olivier Bonnet (Head of SRI)
- OECD・Directorate for Financial and Enterprise Affairs；同15：30～16：30
 - ・Pablo Antolin-Nicolas (Principal Economist, Head of Private Pensions Unit)
 - ・Dariusz Stańko (Economist, Policy Analyst, IPOS Secretariat, Financial Affairs Division)
 - ・Joel M. Paula (Policy Analyst)

- ・他 2 名
- OECD・Directorate for Employment, Labour and Social Affairs ; 同 17 : 00～18 : 00
 - ・ Monika Queisser (Head of Social Policy Division,)
- French Ministry for Ecology, Sustainable Development and Energy ・ Office of the Commissioner General for Sustainable Development ; 26 日 (金) 10 : 00～11 : 00
 - ・ Robin Edme (Senior Advisor Responsible Finance)
 - ・ Jules Blanc (Project Officer Sustainable Finance)
 - ・ Laura Ramirez (Project Officer Sustainable Finance GOF47)
- Swedish Ministry of Health and Social Affairs ; 29 日 (月) 10 : 00～11 : 00
 - ・ Kristian Örneelius (Deputy Director, Social Insurance Unit)
- AP4(Fjärde AP-fonden) ; 同 13 : 00～14 : 00
 - ・ Arne Lööw (Head of Corporate Governance)
- AP1(Fösta AP-fonden) ; 30 日 (火) 10 : 00～11 : 30
 - ・ Nadine Viel Lamare (Head of Sustainable Value Creation)
- DWP (Department for Work and Pension, UK) ; 7 月 1 日 (水) 11 : 00～12 : 00
 - ・ Polly Fortune
 - ・ Satish Parmar (Policy advisor, Managing Migrants Access to Income-related Benefits Team, EU and International Affairs)
- NAPF (National Association of Pension Funds) ; 2 日 (木) 10 : 00～11 : 00
 - ・ Will Pomroy (Policy Lead: Stewardship and Corporate Governance)
- TPR (The Pension Regulator, UK) ; 同 13 : 00～14 : 00
 - ・ Richard Edes (Head of Strategic, Research and Analysis)
- First State Investments ; 同 16 : 00～17 : 00
 - ・ Will Oulton (Global Head, Responsible Investment)
 - ・ Mark Lazberger (CEO)
 - ・ Kanesh Lakhani (Managing Director, EMEA Distribution)
- USS Investment Management ; 3 日 (金) 10 : 00～11 : 00
 - ・ Daniel Summerfield (Co-Head of Responsible Investment)

Research on the measures to promote Sustainable Investment of pension funds taking European experience into account

June, 2015

KEIICHI FUKUYAMA (Executive Managing Director)

SATOSHI ONO (Senior Councilor)

SEIJI NAGANO (Senior Researcher)

No part of this document may be reproduced, transmitted or made public by any form or means without the prior permission of RIPPA.

Contents

1. Objective of the Research	2
2. Questionnaire	3
3. Provisional Themes of Discussion for Measures to Promote Sustainable Investment in Japanese Pensions	5
4. Market Size of Sustainable Investment	6
5. Recent Changes in the Conditions surrounding Sustainable Investment in Japan	9
6. Preceding RIPPA Researches on Sustainable Investment of Pension Funds	16
7. Other Reference Materials	22
8. About RIPPA	32

1. Objective of the Research

It appears that the market size of sustainable investment, which includes SRI and ESG investment, in Europe is huge and growing whereas that of Japan is small and stable.

The purpose of this research is as follows;

- 1) To investigate the real reason of the difference in the market size of sustainable investment between Europe and Japan,
- 2) To consider the effective measures to promote sustainable investment in Japanese pensions.

Obviously, the trip to Europe relates to the former. While there may be a lot of viewpoints to analyze the questions, we focus on two aspects;

- 1) social and economic background,
- 2) policy measures taken by the governments and EU.

2

2. Questionnaire (for Pension Funds)

The main objective of our research is to find the reasons of the huge difference between Europe and Japan in the market size and the development speed of sustainable investment (: the investment in which ESG factors are considered when making investment decisions, SI for short afterward). In this regards, we'd like to ask about following points.

Q1 What is your basic position toward SI ?

Q2 Why do you think SI has become so active in Europe (or in your country).

Q3 What made you decide to start SI?

- ☐ Social / economic / institutional background.
- ☐ Policy demands (Including legal regulations).
- ☐ Expected reactions in case SI is not implemented.
- ☐ The deliberation process leading to the start of SI.

3

(Sequel _ Questionnaire)

Q4 How do you manage SI (In-house investment / outsourcing investment)?

- ☐ The strategies.
- ☐ Screening (Negative screening / Best-in-class).
- ☐ Engagement activities and exercising voting rights.
- ☐ Portfolio construction.
- ☐ The structure (The number of staff, the use of external consulting companies / operating agencies, etc.)

Q5 How do you evaluate SI performance (In-house investment / outsourcing investment)?

- ☐ Quantitative evaluation.
- ☐ Qualitative evaluation.
- ☐ Evaluation process.

Q6 How do you see future prospects for SI or the policies thereof to be taken by the government/EU? What will be your future tasks?

4

3. Provisional Themes of Discussion for Measures to Promote Sustainable Investment in Japanese Pensions

As Japan is the most aged state in the world, measures to tackle the problems arising from population ageing are of priority. It may be desirable and necessary to promote investments taking following viewpoints into consideration.

- > Encouraging females and the aged to participate in workplaces
- > Securing employment of young generation and taking countermeasures to less fertility
- > Strengthening corporate governance to increase productivity and profit
- > Enhancing environment protection and energy efficiency
- > Promoting adequate engagement and shareholder voting for those actions

Prospected advantages would be, inter alia, 1) improvement of the working and living conditions of the members and beneficiaries, 2) growth strategy without national fiscal burden, and 3) construction of sustainable economy and society.

To cultivate these investments could contribute to not only Japan but also many European countries as well as China and Korea which will follow the resembling course of aging.

5

4. Market Size of Sustainable Investment

Global and Regional Sustainable Investment Assets (at the end of 2011)



Figure 1. Global SRI Assets by Region (US\$)

Source : Global Sustainable Investment Alliance "2012 Global Sustainable Investment Review"

6

Global and Regional Sustainable Investment Assets (at the start of 2014)

Global sustainable investment assets have expanded dramatically in recent years, rising from \$13.3 trillion at the outset of 2012 to reach a total of \$21.4 trillion at the start of 2014. This 61 percent growth outpaced the growth in total professionally managed assets.

Table 2: Growth of SRI Assets by Region 2012–2014

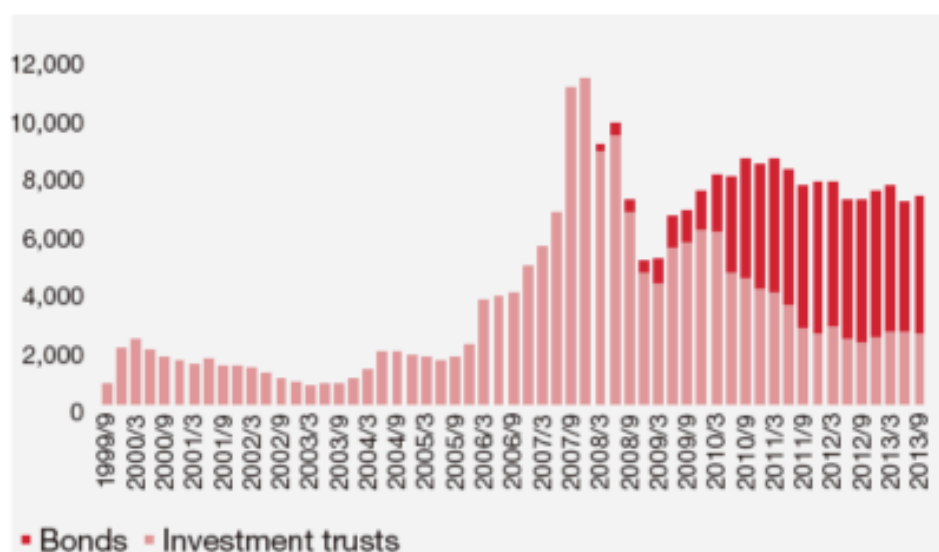
	2012	2014	Growth
Europe	\$8,758	\$13,608	55%
United States	\$3,740	\$6,572	76%
Canada	\$589	\$945	60%
Australia/NZ	\$134	\$180	34%
Asia	\$40	\$53	32%
Total	\$13,261	\$21,358	61%

Note: Asset values are expressed in billions.

Source : Global Sustainable Investment Alliance "2014 Global Sustainable Investment Review"

7

Trends in the SRI Market in Japan (JP¥100 million)



Source : Japan Sustainable Investment Forum "2013 Review of Socially Responsible Investment in Japan"

8

5. Recent Changes in the Conditions surrounding Sustainable Investment in Japan

- "Japan's Stewardship Code" was adopted by the Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code of the Financial Services Agency in February, 2014. 191 institutional investors from Japan and abroad have announced their acceptance of the Code as of May, 2015.
- "Japan's Corporate Governance Code" was adopted by the Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code of the Financial Services Agency in March, 2015. Rules and regulations of Tokyo Stock Exchange were revised to duly reflect the Code in May, which were brought into effect on 1st June, 2015.
- The Third "Medium Term Investment Objective", in which the consideration of ESG was referred to, was presented to GPIF from the Minister for Health, Labour and Welfare on 1st April, 2015. This Objective has been set based on FY2014 Actuarial Valuation of the Public Pensions published in June, 2014.

9

Japan's Stewardship Code

1. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.
2. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.
3. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.
4. Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies.
5. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.
6. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.
7. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgements in fulfilling their stewardship activities.

Source : Financial Services Agency

10

Japan's Corporate Governance Code (General Principles)

Securing the Rights and Equal Treatment of Shareholders

1. Companies should take appropriate measures to fully secure shareholder rights and develop an environment in which shareholders can exercise their rights appropriately and effectively.
In addition, companies should secure effective equal treatment of shareholders.
Given their particular sensitivities, adequate consideration should be given to the issues and concerns of minority shareholders and foreign shareholders for the effective exercise of shareholder rights and effective equal treatment of shareholders.

Appropriate Cooperation with Stakeholders Other Than Shareholders

2. Companies should fully recognize that their sustainable growth and the creation of mid- to long-term corporate value are brought as a result of the provision of resources and contributions made by a range of stakeholders, including employees, customers, business partners, creditors and local communities. As such, companies should endeavor to appropriately cooperate with these stakeholders.
The board and the management should exercise their leadership in establishing a corporate culture where the rights and positions of stakeholders are respected and sound business ethics are ensured.

Ensuring Appropriate Information Disclosure and Transparency

3. Companies should appropriately make information disclosure in compliance with the relevant laws and regulations, but should also strive to actively provide information beyond that required by law. This includes both financial information, such as financial standing and operating results, and non-financial information, such as business strategies and business issues, risk, and governance.
The board should recognize that disclosed information will serve as the basis for constructive dialogue with shareholders, and therefore ensure that such information, particularly non-financial information, is accurate, clear and useful.

11

(Sequel _ Japan's Corporate Governance Code)

Responsibilities of the Board

4. Given its fiduciary responsibility and accountability to shareholders, in order to promote sustainable corporate growth and the increase of corporate value over the mid- to long-term and enhance earnings power and capital efficiency, the board should appropriately fulfill its roles and responsibilities, including:
- (1) Setting the broad direction of corporate strategy;
 - (2) Establishing an environment where appropriate risk-taking by the senior management is supported; and
 - (3) Carrying out effective oversight of directors and the management (including shikkoyaku and so-called shikkoyakuin) from an independent and objective standpoint.

Such roles and responsibilities should be equally and appropriately fulfilled regardless of the form of corporate organization – i.e., Company with Kansayaku Board (where a part of these roles and responsibilities are performed by kansayaku and the kansayaku board), Company with Three Committees (Nomination, Audit and Remuneration), or Company with Supervisory Committee.

Dialogue with Shareholders

5. In order to contribute to sustainable growth and the increase of corporate value over the mid- to long-term, companies should engage in constructive dialogue with shareholders even outside the general shareholder meeting.
- During such dialogue, senior management and directors, including outside directors, should listen to the views of shareholders and pay due attention to their interests and concerns, clearly explain business policies to shareholders in an understandable manner so as to gain their support, and work for developing a balanced understanding of the positions of shareholders and other stakeholders and acting accordingly.

Source : Financial Services Agency

The Third “Medium Term Investment Objectives”

(Extract from FY2014 Actuarial Valuation, published in June, 2014)

For an increased sustainability of the pension system and an ensured benefits level it is important to put the regeneration of the Japanese economy on track and create an environment that permits women and the elderly to work comfortably in peace and promote participation in the labor force, thereby securing the labor force necessary for growth.

(Extract from The Third “Medium Term Investment Objective” presented to GPIF by the Minister for Health, Labour and Welfare on 1st April, 2015)

Chap3, 2(1) Objective of investments

The objective of investments of the pension reserve funds is, securing necessary liquidity for the pension payments, to attain 1.7% of practical rate of return (which is equivalent to the investment rate of return less nominal rate of wage increase), with minimum risk. GPIF should decide on the policy asset mix from the long term viewpoint, and manage the fund based on this.

Chap.3, 2(6) Consideration points in the equity investment

In the equity investment, GPIF should, in order to get the return, examine to consider, in addition to the financial factors, ESG(Environment, Social and Governance) which are non-financial factors.

Source : Ministry of Health, Labour and Welfare, “Medium Term Investment Objectives” is translated by RIPPA.

FY2014 Actuarial Valuation _ Economic Premises

Discussions and deliberations at the "Expert Committee on the Economic Premises and Investment/Management of Reserves in Pension Finances"

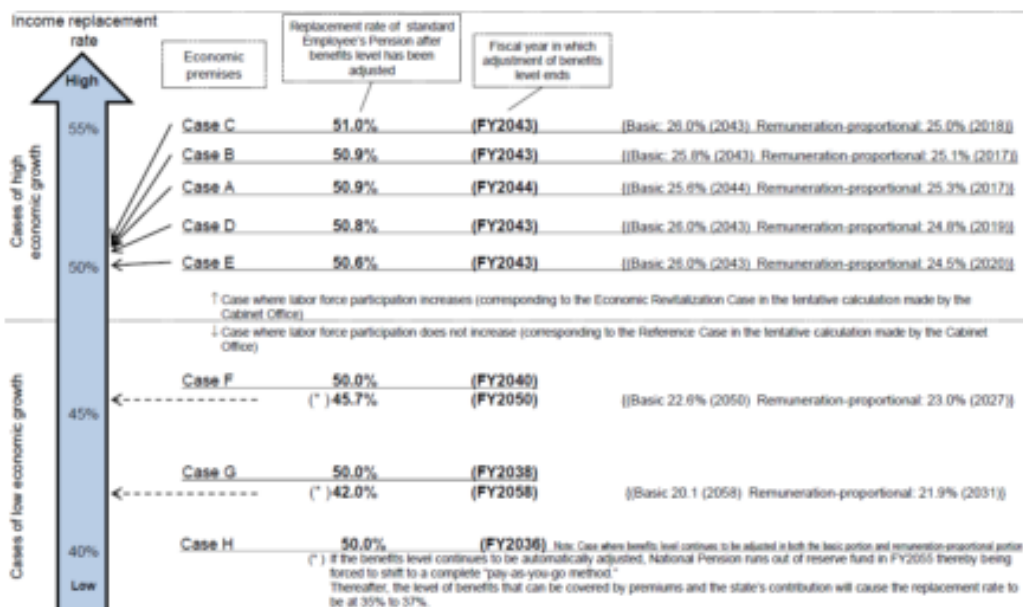
[Wide-ranging multiple cases] mainly dependent on the growth rate of Total Factor Productivity (TFP) — an important factor in a long-term forecast of the economic condition — along with references to "Economic and Fiscal Projections for Medium to Long Term Analysis" (Cabinet Office, January 20, 2014).

		Assumed future economic conditions		Economic premises			
		Labor force participation rate	Growth rate of TFP	Rate of inflation	Rate of real wage increase <except inflation>	Investment return Real investment return <except inflation>	Spread <except wage increase>
Case A	Cases that connect to "Economic Revitalization Case" as tentatively calculated by the Cabinet Office	Cases where labor force participation in the market makes progress	1.8%	2.0%	2.3%	3.4%	1.1%
Case B			1.6%	1.8%	2.1%	3.3%	1.2%
Case C			1.4%	1.6%	1.8%	3.2%	1.4%
Case D			1.2%	1.4%	1.6%	3.1%	1.5%
Case E			1.0%	1.2%	1.3%	3.0%	1.7%
Case F	Cases that connect to "Reference Case" as tentatively calculated by the Cabinet Office	Cases where labor force participation in the market does not make progress	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.5%
Case G			0.7%	0.9%	1.0%	2.2%	1.2%
Case H			0.5%	0.6%	0.7%	1.7%	1.0%

Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

14

FY2014 Actuarial Valuation _ Outlook for future replacement rate



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

15

6. Preceding RIPPA Researches on Sustainable Investment of Pension Funds

- Research on SRI and PRI (2007)
(English version Report available)
- Research on Approaches to ESG Factors by Foreign Pension Funds (2009)
- Research on ESG Investment of Japanese Pension Funds (2011-2013)
(Supported by JSPS KAKENHI Grant Number 23530532)

16

Survey of Japanese Pension Funds ※

While pension fund management is usually conducted by using outside managers and the in-house managements are rare in Japan, each pension fund is required to present its investment basic policy to the managers based on the Employees' Pension Act. In this sense, officers of pension funds who are responsible to establish such policies are considered to be the key persons to determine how the pension investments to be. It may be up to their intension whether sustainable investments are conducted in each of the funds.

In order to Grasp the current Situation and Views of Officers of Japanese Pension Funds on ESG Investment, RIPPA Sent Questionnaires to 1,430 Pension Funds and Companies having DB Pension Plan in Sept. 2011.

※ DC Plans were out of Target in this Survey

Survey Results;

Respondents were rather Few (250 Respondents, return rate 17.5%)

Doing ESG Investment were Very Few (8 Respondents, 3.2%)

※In the 2007 SRI Research, similar survey was conducted and 465 responded(32.5%), of which 32 were Doing(6.9%)

※ This survey was supported by JSPS KAKENHI 23530532

17

【Extract from pension funds survey】

Q9 Is your pension fund/scheme doing ESG investment ?

	Answers	%
Doing	8	3.2
Had been doing, but not now	5	2.0
Yet but under consideration	6	2.4
Yet but future consideration	90	36.0
Yet and having no interest	84	33.6
No idea	55	22.0
No answer or error	2	0.8
Total	250	100.0

Q14 How do you think the idea that the long term performance of ESG Investment is to be better than the investment only focused in financial element ?

	Answers	%
Affirmative	0	0.0
Affirmative, but not surely	52	20.8
Not necessarily affirmative	134	53.6
Negative	3	1.2
No idea	57	22.8
No answer or error	4	1.6
Total	250	100.0

18

Survey of National Consciousness on ESG Investments of Pension Funds ※

As Japan has universal pension coverage system in which every national citizen is insured by public pension scheme, trends of the public opinion is considered to be important for the pension policies including the way concerning investments. In order to grasp the general views of Japanese people on the ESG investment of pension funds, RIPPA asked 7,048※ people of age 20 – 59, who were insured by Japanese Pension Schemes, through Internet in March, 2012.

※As those covered by the defined contribution scheme were selected by 10 times more than those who were not in the statistical design of this survey, the total number of answers was adjusted to 4,678 reducing the respondents covered by DC to one tenth.

Results on the Pros and Cons to ESG Investment;

- Cons were Somewhat Majority for Public Pensions
- 3 Parties of Pros, Cons and No-idea were Comparable with 1/3 respectively for Overall Pension including Corporate Pension Funds

Generally Favorable to the CSR Activities

※ This survey was supported by JSPS KAKENHI 23530532

19

【Extract from National Consciousness Survey】

Q11 How do you think of ESG Investment by the public pension fund accumulated with pension premium which you or your family paid and prepared for the source of your future pension benefit ?

	Answers	%
I wish	195	4.2%
Rather I wish	1,256	26.8%
Rather I do not wish	1,049	22.4%
I do not wish	582	12.4%
Other	80	1.7%
No idea	1,516	32.4%
Total	4,678	100.0%

Q13 How do you think of ESG Investment by the corporate pension funds ?

	Answers	%
I wish	197	4.2%
Rather I wish	1,314	28.1%
Rather I do not wish	930	19.9%
I do not wish	543	11.6%
Other	48	1.0%
No idea	1,646	35.2%
Total	4,678	100.0%

20

Q7 How do you think of CSR efforts by private companies ?

- 1 Company should take initiative to carry out CSR as it is the basis of adequate business management.
- 2 Companies with positive CSR effort are preferable.
- 3 CSR effort by many companies will result in the overall economic development and growth.
- 4 CSR within the legal and regulatory framework is enough as the aim of the companies is to seek profit.
- 5 We have no need to appreciate CSR as it is only image-up activities of the companies.
- 6 Companies should decrease prices of products or services if they afford to carry out CSR.
- 7 Others.
- 8 No idea.

	Answers	%
1	1,706	36.5
2	2,178	46.6
3	1,549	33.1
4	302	6.5
5	262	5.5
6	208	4.4
7	29	0.6
8	1,437	30.7
Total	4,678	100.0

21

7. Other Reference Materials

300 World Largest Pension Funds

Assets under management (AUM) of the world's largest pension funds totaled US\$14.9 trillion in 2013.

Funds' AUM increased by 6.2% in 2013, compared to 9.8% in 2012.

The top 20 funds had a growth rate of 6.2% in 2013, a similar increase to the overall ranking.

North America remained the largest region in terms of AUM, accounting for 41.4% of the total worldwide assets.

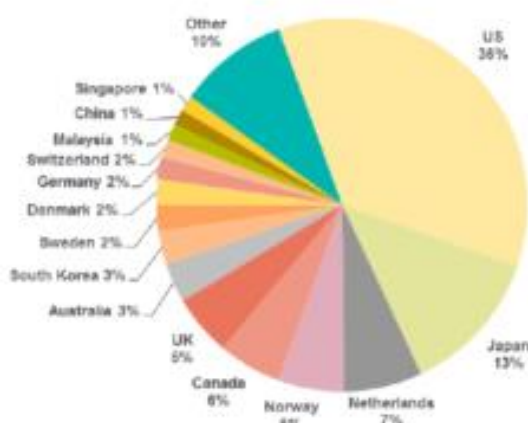
Europe was the second-largest region (29.5%), followed by Asia-Pacific (24.7%). Asia-Pacific funds experienced a negative performance in 2013 which led to a decrease in its share in the top 300.

Source : Towers Watson "Pensions & Investments / Towers Watson 300 analysis, Year end 2013"

22

Total value of fund assets Split by fund domicile

Country	No. funds
US	126
Japan	14
Netherlands	13
Norway	1
Canada	19
UK	26
Australia	16
South Korea	3
Sweden	7
Denmark	8
Germany	12
Switzerland	10
Malaysia	2
China	1
Singapore	1
Other	41
Total	300



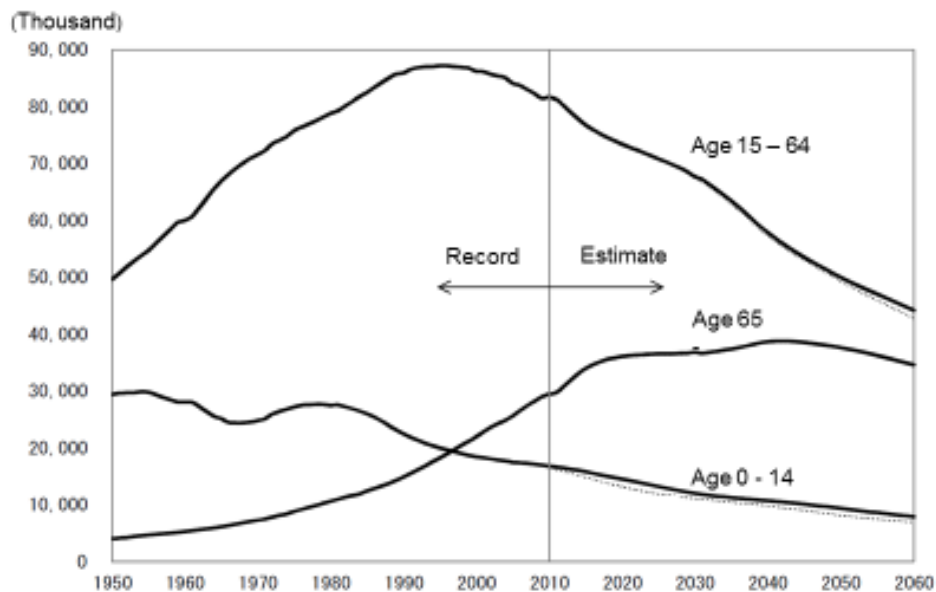
Note: 'Other' includes the following markets: Belgium, Brazil, Colombia, Chile, Finland, France, India, Ireland, Kuwait, Luxembourg, Mexico, New Zealand, Peru, Philippines, Poland, Portugal, Russia, South Africa, Spain Taiwan, Thailand and Vietnam.

* Percentages are rounded and therefore do not add to 100 percent.

Source : Ibid

23

Demographic Change in Japan



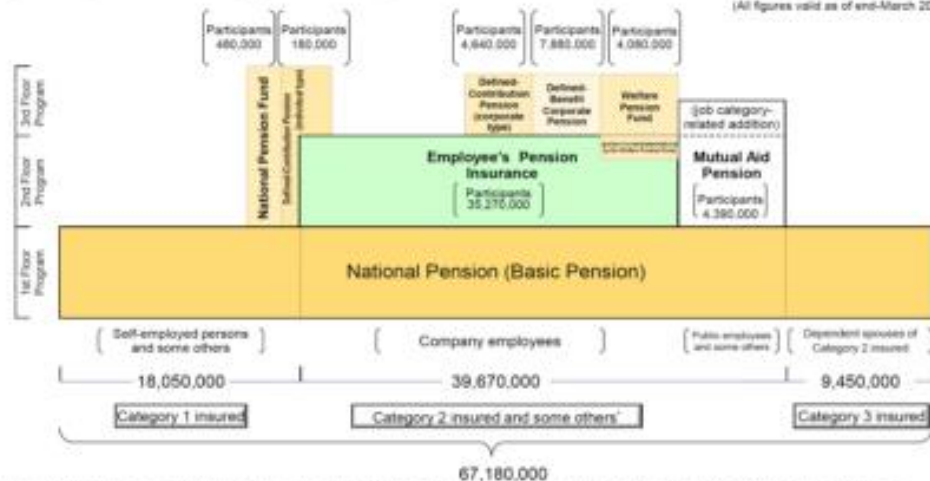
Source : National Institute of Population and Social Security research, "Population Projection for Japan: 2011-2060"

24

Japanese Pension System

- Each member of the working generation becomes insured under the National Pension. Upon reaching an old age, he/she receives Basic Pension benefits. (1st Floor Program)
- In addition to Basic Pension, a private-company or public employee participates in an **Employee's Pension Insurance** or **Mutual Aid Pension** and receives benefits proportional to his/her pensionable remuneration on top of Basic Pension benefits. (2nd Floor Program)

(All figures valid as of end-March 2014)

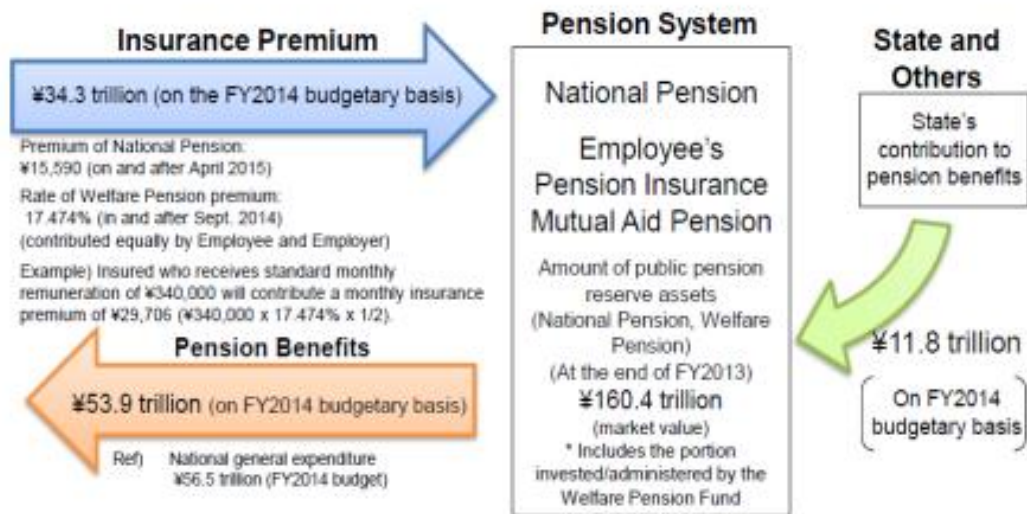


* "Category 2 insured and some others" mean those covered by Employee Pension Insurance (including Category 2 insured and those aged 65 and over or those entitled to pension benefits by reason of retirement).

Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

25

Annual Finance of Japanese Public Pensions

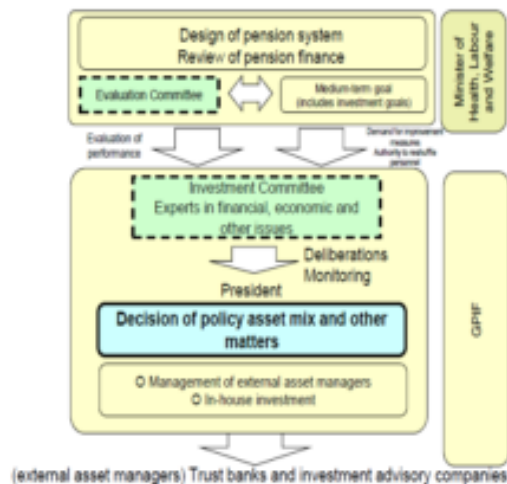


Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

26

Investment Scheme of Pension Reserve Funds

- The Minister of Health, Labour and Welfare, who is responsible for pension finance, entrusts the reserve fund to an independent administrative agency specialized in pension investment, the Government Pension Investment Fund (GPIF).
- The GPIF then entrusts most of the reserve fund to domestic or foreign high performance external asset managers that were selected via a process of public invitations (34 agencies that manage 73 funds).
- In addition to the selection of external asset managers, the GPIF is engaged in investment management relating to the pension reserve fund including risk management and due diligence.
- The GPIF has a staff of 78 people, about 40 percent of whom have experience in fund management in private financial institutions. (as of Oct. 1, 2014)



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

27

Adoption of New Policy Asset Mix of GPIF effective from October, 2014

(Old)		Domestic bonds	Domestic stocks	International bonds	International stocks	Short-term assets
	Target allocation	60%	12%	11%	12%	5%
	Permissible range of deviation	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(New)		Domestic bonds	Domestic stocks	International bonds	International stocks
	Target allocation	35%	25%	15%	25%
	Permissible range of deviation	±10%	±9%	±4%	±8%

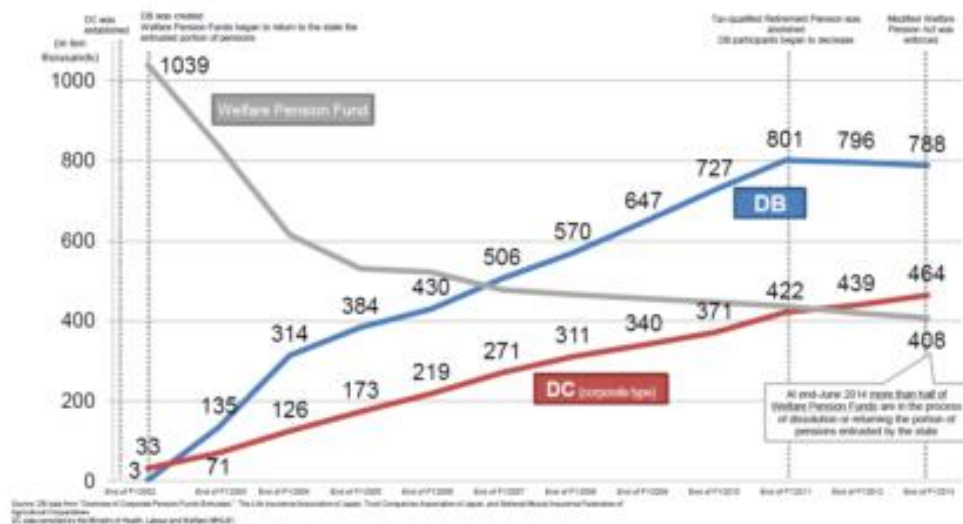
(Note 1) Alternative investment will be made within maximum 5% of total portfolio, in accordance with development of dedicated team. Infrastructure, private equities, real estates or other assets determined upon deliberation at the Investment Advisory Committee, are classified as domestic bonds, domestic stocks, international bonds or international stocks, depending on their risk and return profiles.

(Note 2) GPIF adopts tactical asset allocation within permissible ranges of deviation for each asset class, and this allocation is solely based upon thorough analysis on economic and market environment, and prudent judgment.

Source : GPIF

28

Recent Trends of Japanese Corporate Pensions



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare

29

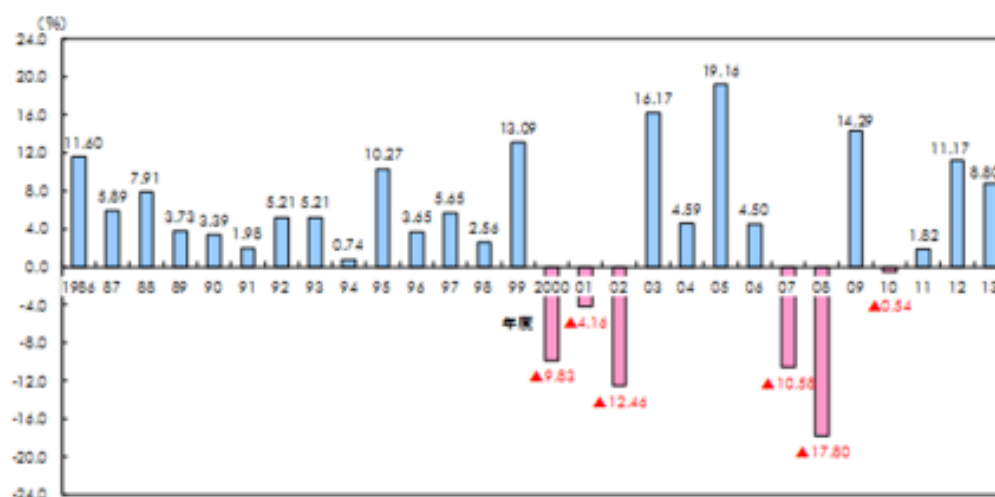
Major Types of Japanese Corporate Pensions

Welfare Pension Fund	DB	DC
A part of benefits of Welfare Pension Fund is provided as a Public Pension to participants on behalf of the State (so-called substitutional benefits provision). Fund collects insurance premiums from employer and participants. In addition, each Fund provides additional benefits to participants. If a Fund is dissolved, it must return to the State or the Pension Fund Association in a lump sum the reserves equivalent to insurance premiums collected on behalf of the State.	Defined-benefit Corporate Pension is a system whereby pension benefits payable in the future to participants are predetermined. Pension assets are invested by the company. DB is established by a company, on its discretion, to which Employee's Pension applies. Different from the Welfare Pension Fund, DB does not administer substitutional benefits provision on behalf of the State. It only provides pension benefits that are additional to Public Pensions.	Defined-contribution Pension is a system whereby the amount of pension contributions payable by employer is predetermined. Each pension asset is invested by each individual participant. DC is applicable to Category I insured under National Pension and Category II insured exclusive of public employees. Each contribution is clearly separated per participant. Amount of benefits is determined based on the sum of contributions and returns on their investment.

Source : RIPPA based on the material of Ministry of Health, Labour and Welfare

30

Historical Investment Performance of Average Japanese Corporate Pension Fund



Source : Pension Fund Association

31

8. About RIPPA

Objective

Our aim is to conduct research and studies of pension system and fund management, collect and disseminate information on them, conduct research and studies of pensioners' livelihoods, and perform activities to educate and enlighten the public to help and give support to the livelihood of pensioners, with a view to contributing to improving pension plans and fund management as well as pensioners' livelihoods.

Projects

- (1) Research on pension system and fund management as well as the livelihood of pensioners
- (2) Collection and dissemination of information on pension system and fund management
- (3) Education and enlightenment activities to help improve the livelihood of pensioners
- (4) Other projects needed to meet the objectives of the RIPPA

* These activities shall be performed both at home and abroad.

32

History

1978 In order to strengthen the function of research on the pension system, with the background of rapid population aging, "Pension System Research and Development Organization" was established with the cooperation of Ministry of Health and Welfare, Employees' Pension Fund Association and many of the employees' pension funds and the private-sector firms.

1990 The name of the foundation was changed to "Research Institute for Policies on Pension & Aging (RIPPA)".

2001 In addition to the pension system, the scope of activities expanded incorporating the pension fund management. The organization was rearranged to have the Board of Directors, the Board of Councilors and the Steering Committee, and the Secretariat was set up with two departments, i.e., the General Affairs and Planning Department and the Research Department.

2008 RIPPA merged with "Senior Plan Development Organization" and research and dissemination on the pensioners' livelihood as well as public education to help improve the livelihood were added to the activities.

2012 RIPPA was authorized by the Prime Minister of Japan to switch to a public interest incorporated foundation. The Planning Committee was established in place of the Steering Committee.

33