

我が国が先行して直面する ESG の課題とは何か  
～「労働参加率向上による年金財政の持続性確保とGPIFの役割」～

年金シニアプラン総合研究機構  
特任研究員 三木隆二郎(CFA)

目次

- (1) CFA 協会が捉える ESG(環境、社会、ガバナンス)の課題
- (2) 海外で今、注目されている S 課題・サプライチェーンの CSR リスク
- (3) わが国で緊急性を要する S 課題とは何か……公的年金財政の持続性確保
- (4) 年金資産運用で推進する労働参加率向上
- (5) 年金資産運用で労働参加率向上を図る上での課題
- (6) 年金資産運用で労働参加率向上を促進するためのロードマップ

\* 本稿で意見に亘る部分は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

(1) CFA 協会が捉える ESG の課題

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が 2015 年 9 月に、国連責任投資原則(PRI)に署名したことを受け、その原則に掲げられた ESG(環境、社会、ガバナンス)に対する資産運用業界における注目は一気に高まった。

投資運用のプロの世界では ESG についてどのような考えが取られてきているのだろうか。本稿では最初に投資運用に関する国際的なオピニオンリーダーである CFA 協会(米国に本部がある国際的な投資プロフェッショナルの資格。全世界の約 60 の国と地域に 11 万人以上のメンバーが所属)がどのような点に注目しているかを見てみよう。

2008 年に CFA 協会が公にした『上場企業の ESG 要因;投資家マニュアル』(注 1)は上場企業のファンダメンタルズ分析に ESG のリスクと投資機会の諸要因を如何にして統合するかということが目的であった。

7 年経った 2015 年 10 月には、その年の春に行った 1300 人強の CFA メンバーからの電子メール・アンケート結果をまとめた『ESG に関するガイド』(注 2)が発行されている。ESG ガイドでは「ESG を考慮すると運用成績が劣後するという誤解が依然とし

であるがそうではなくて、ESG を体系的に考慮することによって、より完全な投資分析ができ投資意思決定をより良い情報に基づいて行うことができる」としている。

ESG に着目した運用成績がどうなるのかについてはこれまで数多くの研究がなされているがこの CFA のガイドによると「さまざまな実証分析の結果、ESG を考慮すると運用成績が劣後するということは必ずしも言えない。」とした上で、「財務以外の非財務情報を網羅した、より完璧な分析をするわけであるから運用成績が劣るはずはないというのは直感的にも納得できるだろう」と述べている。即ち、すべての長期投資家にとって関連があるのが ESG であり、投資対象も上場株式のみならず債券、非上場株式、不動産、インフラに拡大し、突発的な事故だけに限られる訳でもないし、企業規模で大企業だけに関係するものでもないとしている。

CFA がリストアップする ESG の諸論点は表1の通りだが、中でもS課題、即ち社会要因を時系列で比較すると 2008 年には「労働者の権利、安全性、労使関係、児童労働、地域社会とのかかわりなど」であったが、2015 年のガイドによると以下のようになっており、労働問題中心だったものから若干の広がりが見られる。

CFA協会の挙げるESG論点の事例

表1

環境	社会	ガバナンス
気候変化と炭素排出	顧客満足	取締役会構成
空気と水の汚染	情報保護とプライバシー	監査委員会校正
生物多様性	性差とダイバーシティ	汚職腐敗防止
森林伐採	従業員満足	役員報酬
エネルギー効率	地域社会との関わり	ロビーイング
廃棄物管理	人権	政治的貢献
水不足	労働基準	内部通報制度

【出典】CFA Institute (2015) “Environmental, Social, and Governance Issues in Investing—A Guide for Investment Professionals” p4(著者の訳による)

E や S に配慮することが本来、投資家のすべきことなのか、という疑問に対しては「従え、さもなくば説明せよ」(comply or explain)を課した英国スチュワードシップ・コードの「スチュワードシップ」に根拠を求めている。規模の小さい個々の投資家にとり個別の投資のもたらず E や S への影響は「外部性」(経済活動が当事者以外に波及的な利益・費用をもたらす性質)があるとしても、ユニバーサル・オーナーという市場全体を保有する株主にとってはそのような意味での「外部性」がなくなっており、投資の影響は自らに跳ね返ってくることから、自らが被投資先と政策立案者の間に立って

ESG 課題に取り組むべしとしているし、CFA メンバーへのアンケート結果を見てもほぼ 2/3 が ESG 課題を投資判断で考慮するという回答結果が得られていることが紹介されている。

ESG に関連する投資戦略についても 6 つの手法が紹介されている。第一は倫理の観点から軍需関連やたばこ企業を除外する手法、第二は特定の ESG 要因でセクターごとのトップ企業を選定するベスト・イン・クラス投資手法、第三は ESG の観点から議決権を行使するアクティブ手法、第四はクリーンテクノロジー等についての ESG テーマ投資手法、第五は投資利益追求と ESG の観点からの投資行動が両立するというインパクト投資手法、第六が ESG によるリスクとリターンの分析を従来の投資分析に統合する手法である。アンケート結果によると 57% が第六の統合手法を使っている。

但し受託者責任の観点から ESG 課題を考慮に入れないことの方が問題になるという意見が多くなってはいるものの ESG 投資手法を単なる除外する手法と考え投資対象を狭くするので運用成績が落ちると考える誤解が多いこと、投資先企業による ESG 関連データの開示の遅れ、欧州では広まってきている ESG も北米ではまだまだという地域的な落差が大きいこと、統合手法を実際にどのように実践するかで試行錯誤が続くこと、最後に ESG を発展させる人材育成に CFA 協会が如何にそのカリキュラムに ESG 教育を強化してきたかが紹介されている。

PRI に署名している運用機関がおよそ 60 兆ドルと世界の預かり資産残高の過半を有するようになってきた以上、CFA が紹介するこの「統合（インテグレーション）手法」が投資運用業界で一般化するのには自然な流れだろうと予測している。

この傾向は我が国でも既に見られており、年金情報（2016.1.18）特別レポートによると「主流派『インテグレーション』運用戦略での採用拡大」という記事で ESG 活用の年金運用の世界で、従来の運用戦略と ESG 要因を合わせて考える手法が主流となってきたことが紹介されている。ただ ESG の中で G（ガバナンス）については一定の効果のあることが研究されてはいるものの、E や S についてはまだ十分な研究結果が出ていない上、日本では ESG を考慮する運用戦略の多様性がまだそれほどない、とされている。

## **(2) 海外で今、注目されている S 課題…サプライチェーンの CSR リスク**

CFA 協会が掲げた ESG の S 課題は一見すると、日本の上場企業に対する投資分析をする上ではそれほど直接的な関連性を持っていないように見える。しかし人権、労働基準等の問題は現在、特に欧州では「サプライチェーンの CSR リスク」として大き

な注目を集めている。特に 2010 年の ISO26000(社会的責任のガイドライン)発行以来、人権や労働などが CSR のグローバルスタンダードとして重視されるようになっていく。

その背景にあるのは経済のグローバル化の進展である。わが国のような先進国における自国内の労働環境や失業問題を ESG のS課題として取り上げるというよりも、サプライチェーンの上流にあたる途上国の下請け工場や零細農民の人権を守り労働実態を改善することで途上国の貧困や人権問題を改善することが強調されるようになっていく。その契機は2000年の国連ミレニアム宣言であるが、そのような社会的課題解決にはレピュテーションを味方にするのが効率的だという海外 NGO が国際的な影響力を増している現在、世界のどこの企業であれ無視することは出来ないのである。

特に英国で「現代奴隷法」の適用が、2016年3月31日に決算期を迎える企業から始まったことにより、サプライチェーン等における透明性が、英国で事業を行う一定程度の大企業に対して法的に求められることになり、わが国でも対象となる企業が多数出てきたことで従来、サプライチェーンの CSR リスクに備えの遅かった日本企業が CSR 監査と称して海外進出先や海外調達先に対して人権侵害に加担していないか「人権デューディリジェンス」を行っているという。

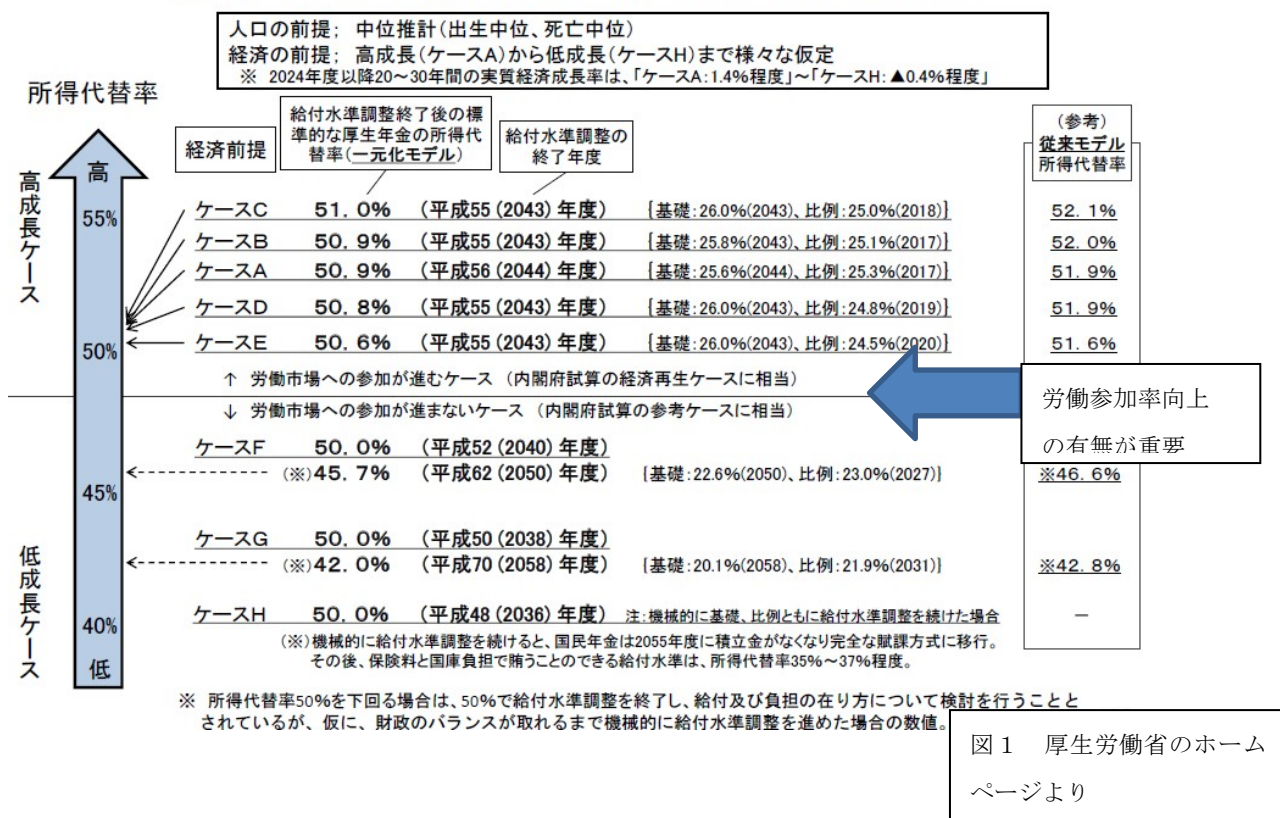
### **(3)わが国で緊急性を要する S 課題…公的年金財政の持続性確保**

移民に対する国民的な感情から外国人労働者の大量受け入れが困難な中で、今後の ESG 課題を考える上で日本が直面する最大の社会的な課題が何かという観点で見れば、世界に類を見ない少子高齢化という構造的な問題が企業に及ぼす「労働力不足」とその結果もたらされる公的年金財政の持続性維持が最も深刻な社会的な課題の一つであることに異論はないであろう。従って我が国のような高齢化社会の ESG の社会要因としての S 課題への対応を考える上では、公的年金財政の持続性を高めるような労働参加促進企業を評価する視点も重要ではないだろうか。

統計局のホームページによると既に生産年齢人口はピーク時 1995 年の 8726 万人から 2014 年には 7785 万人とわずか 20 年足らずで 941 万人も減少している。総人口で見ても人口減少がこのまま進むと 50 年後には人口 8000 万人、100 年後にはなんと 4000 万人になるという推計もあり、これにより経済規模の縮小、生活水準の低下から経済の持続的成長が危うくなりかねないということが安倍政権の最大の課題になっている。

他方、大多数の国民から老後の生活の支えとして最も重視されているのは公的年金制度である。第一生命経済研究所のライフデザイン白書(注3)によれば60代の男女の約9割が「公的年金」を生活の支えとして重視していると回答しており、医療保険をすら上回っている。

## 所得代替率の将来見通し(平成26年財政検証)



その公的年金財政は賦課方式を基本としてきており、社会保障財源としては経済の持続的成長が必要であり、特に労働参加率が上昇するか下落するかは生産性上昇が今後大きく伸びることが見込めない我が国の場合には、年金財政の持続性を握る鍵であると厚生労働省が平成26年度財政検証で述べている。(図1)つまり労働参加率が進むケースでは所得代替率が50%を確保できるのに対して、進まないケースでは50%を割り込んでしまうのである。

そのように公的年金財政の持続性を長期にわたって確保させる上で鍵を握るのは「労働参加率」だが、それを促進する企業かどうかを判別する為には「高齢者雇用」、「女性就労支援」、「若者の非正規雇用者対策」の三点に関する個別各社のデータが最も関連性の高い項目である。(本稿の考察では外国人労働者の問題は除外し、労働力不足問題を「量的」な観点のみで捉え、「高齢者雇用」、「女性就労支援」、「若者

の非正規雇用者対策」に絞って ESG の S 課題としての労働力不足の問題を議論することとする。)

高齢者雇用が進めば、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側になる。女性が結婚退社して第 3 号被保険者になってしまうところを保育園などの環境整備を図ることで第 1 号や第 2 号被保険者になればやはり保険料を支払う側に留まることになる。更には企業内で非正規雇用者になっているために定額の国民年金保険料しか支払わない若者が報酬比例の保険料を支払う第 2 号被保険者になれば、将来高齢者として国民年金しかもらえず生活困窮に陥るところが厚生年金ももらえることで「下流老人」(注4)を未然に防ぐことにつながるのである。

少子高齢化が進む中でもこのような企業が増えていけば、保険料を支払う労働者が労働市場により多く留まることになり、図1の矢印で示されるように「労働参加率が進む」ことによって公的年金財政の持続性が高まるのである。したがってこのような「高齢者雇用」、「女性就労支援」、「若者の非正規雇用者対策」の三点を政策的に進めることが我が国の喫緊の課題である。公的年金を中心とした年金資産運用の中でも、このように労働参加率向上に積極的に対応している企業を見分けることはその意味で重要な意味を持つと考えられる。

この「少子高齢化の引き起こす年金問題」は、多少形は異なるにせよ、先進国に共通の課題(注5)ともいえ、我が国において ESG 課題のS課題として重要な問題の一つとしてとらえることが一般化すれば、他の先進国にとっても高齢化は近い将来には自国の問題となるのは自明であり、もっとも急速に長寿化の進む先進国としての日本が世界の社会問題解決に一つのソリューションを提供することにもつながろう。

世界的な人材を輩出する米国のウォートン・ビジネス・スクールを率いるギャレット氏は最近のインタビューの中で日本が抱える 3 つの課題の一つが「日本社会が労働力を活用しきれていないことだ」と指摘した上で「これからの労働人口の減少に備えて、安倍政権が掲げている女性の社会参画は必要不可欠だ。また、60~65 歳でリタイアしながらも、まだ十分に働ける人材の活用も進んでいない。」(注6)と述べているが、この見方は海外の有識者の意見として注目される。

その意味で安倍政権が 2015 年 9 月に打ち出した「新三本の矢」の看板政策は子供を持つ女性や高齢者も働きやすい「一億総活躍社会」であり、誠に時宜を得た問題意識であると言えよう。

また安倍首相が2016年5月にまとめた「ニッポン一億総活躍プラン」では同一労働同一賃金が目玉施策と言われており、「同じ仕事なら正規・非正規にかかわらず同一の賃金を支払う」「同一労働同一賃金の導入に本腰を入れて取り組む」と事ある毎に首相は発言をしている。(注7)その点では労働市場に参入する人的資源としての対象である「女性・高齢者・非正規雇用者」それぞれに対して持っている問題意識は公的年金財政の持続性維持の為に極めて関連性が高い。

ただ厚生労働省からのインプットが足りなかったからか官邸の意向なのかは不明だが、「『ニッポン一億総活躍プラン』が実現すれば労働参加率が向上し、そのことは即ち公的年金財政の持続性の一層の向上に資する」というトーンが打ち出されなかったのは、現状ではあまりはかばかしくない公的年金に対する世論のイメージを好転させるチャンスだっただけに残念な点ではある。

一億総活躍推進室の掲げる2016年度予算の概要(注8)の中で、3つの矢の分類に沿って、「女性・高齢者・非正規」の労働参加率に関わると思われる施策を洗い上げてみよう:

<第一の矢:名目GDP600兆円>

- ・女性・障害者等の活躍支援
- ・年金生活者等支援臨時福祉給付金

<第二の矢:希望出生率1.8>

- ・キャリアアップ助成金の拡充
- ・ニート・フリーター等の就労・雇用安定化支援
- ・企業主導型保育事業
- ・ひとり親家庭・多子世帯への支援

<第三の矢:介護離職ゼロ>

- ・高齢者の就労・企業支援の強化

この中で「年金生活者等支援臨時福祉給付金」では所得の少ない65歳以上の高齢者等を対象に一律3万円が給付される。この施策は巷間、投票率の高い高齢者を対象とした参議院選挙対策のバラマキなどと批判されることもあるが、むしろ問題なのは、この給付金が労働意欲のある高齢者に対してその意欲を減退させる方向性を持っており、第三の矢の施策で高めようとしている「高齢者の就労」意欲をむしろ減退させるベクトルを持つということである。

今、政府が取り組まなければいけないのは「一億総活躍プラン」作り、即ち、高齢だからと言って安易に国からの給付金を受け取って生活の足しにするような国民を増や

すのではなく、高齢になっても就労意欲を持つ国民を増やす政策なのではないだろうか。

厚生労働省が推進しようとしている「年齢にかかわらず働くことができる企業の普及に向けた支援を充実する」という趣旨は、先に述べた公的年金財政の持続的維持の為にはもっともな施策である。しかしそこで問題になるのは「方法論」である。つまり、これらすべての対策が「給付金」「助成金」「運営費・整備費支援」といった旧来の手法に依存しているのである。

#### (4) 年金資産運用で推進する労働参加率向上

連合のワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインでも「ディーセント・ワークの実現に資する分野に着目することは重要」と述べており、ESG を投資判断において考慮することをその理念とする、としているが、実際に ESG のどの要素に着目するかは今後の課題としている。

そこで注目したいのが厚生労働省が行うような給付金等のお金で企業行動を政策目標に誘導する手法ではなく、「年金資金運用により労働参加の促進を図る」という主張でありこれは従来から当財団の福山圭一氏が提唱しているところである。(注9)

今のところ GPIF をはじめとする公的年金運用においては株式運用はすべて外部への委託運用である。地共連(地方公務員共済組合連合会)や公立学校共済組合のように既に ESG 投資を開始しているという動きも見られる。そのような委託運用に際して、ポジティブスクリーニングの一環として労働参加率向上に積極的に取り組む企業への ESG 評価のS課題の評価軸をかませることにより、労働参加促進を実現していくという方法論が福山氏の主張である。

一元化の図られた被用者年金制度の積立金の運用について厚生労働省を事務局とする積立金基本指針に関する検討会が2014年3月に定めた「積立金基本指針に関する検討会報告書」の中でもESGに言及している：

③ 積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項  
○ 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、非財務的要素である「ESG(環境、社会、ガバナンス)」を考慮することについて、各管理運用主体において個別に検討すること。(傍点筆者)

しかしそこで言う ESG とは具体的に何を指しているのかが不明である。そこで筆者としては、まずこの部分で「労働参加率向上こそが公的年金の持続性を確実なもの



する上で重要である」という厚生労働省の平成 26 年度財政検証に言及し、その上で「公的年金の資産運用に際しては労働参加の状況が進む社会を実現していくことに留意することもESGの検討課題に含める」ということで具体的には「各管理主体において個別に検討すること」としてはどうかと考えている。

その上であれば、GPIFが2015年11月に作った「年金積立金管理運用独立行政法人中期目標」も以下のように現状では積立金基本指針と全く同一の文言に留まっているが、そこから一歩踏み出すことが出来たのではないだろうか。

#### 中期目標

##### (6) 株式運用における考慮事項

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、非財務的要素である ESG(環境、社会、ガバナンス)を協慮することについて、検討すること。(傍点筆

方法論としては信託銀行や生命保険会社、投資顧問会社など委託先の運用機関から投資先企業に対するエンゲージメント(建設的な対話)の過程で、高齢者雇用の活用や女性の働きやすい環境作り、さらには非正規労働者の正規化の状況をモニタリングすることは可能であろう。

更にその実効性をより高める方策は「労働参加率向上企業」に運用委託先の資金を呼び込む為のベンチマークとしてのESG指数の開発であろう。GPIF 年金資産の国内株式運用ベンチマークの指数は TOPIX のような時価加重で市場を代替するような指数とするのが一般的である。しかし、TOPIX が有効フロンティアに乗っていない、ということは既に20年以上前から投資理論的には明らかにされてきたことであり(注10)だからこそ、GPIF はスマートβ手法の採用に踏み切ったと理解される。

従って ESG の諸課題を考慮するために新たな指数として第三者機関が開発したものを GPIF が採用することは可能なはずであり、同様な事例は既に JPX 日経インデックス 400 で実践済みである。

その中でたとえばESGのS課題の一つとして「女性・高齢者・非正規」の労働参加率向上に貢献が大きい企業に対しては高いレーティングを付し、上場企業ユニバースから、セクターの偏りやファンダメンタルズのファクター(サイズやモメンタム等)といったリスクを市場より低目に調整したものを作ってそこにESG要素を統合的に組み込んだベンチマークとして運用機関に与えることも実務的に可能であろう。

このような ESG 要素を統合的に組み込んだベンチマークというと2016年5月19日に東証に上場した所謂「賃上げ ETF」を想起するかもしれない。この ETF で対象にされた企業も設備や人材に積極的な投資を行っている企業であり、アベノミクスを実践するベストインクラスの銘柄群としてもはやされている。しかしこれは特定のテーマに特化した投資の器を用意し、日銀が購入するということを事前にアナウンスすることで個人投資家の投資の呼び水とするというものであり、本稿で扱う投資の規範としての ESG 投資とは全く別ものと解釈されよう。

低リスクのスマートβ型 ESG 指数については既に S&P ダウジョーンズが”Smart Beta ESG Index“として開発している(注11)が、本稿の意図は、GPIF が ESG 投資に踏み込む第一歩として「女性・高齢者・非正規」の労働参加率向上に貢献する企業かどうかをも勘案した日本株 ESG 指数をベンチマークとして作ってはどうか、という案である。そうすることで市場の力を使って、労働参加率向上を含む ESG 高レーティング企業を核とした投資ベンチマークとして将来的には TOPIX に代替するベンチマークとしてはどうだろうか。

更に付言すれば、そもそも内外で分けている株式資産クラスを統合し、海外の ESG 評価機関にも「労働参加の状況が進む社会実現」を S 課題として取り上げさせた上で作成した長期投資家の為の内外株を包含した ESG 指数を作るべきであろう。このように同じ考え方で横串の通った投資ベンチマークとしての ESG 世界株指数が出来れば、世界の長期投資家に最終的に普及していくものであろう。

#### **(5) 年金資産運用で労働参加率向上を図る上での課題**

ただここで考えておかなければいけない想定されうる反論は「公的年金財政が破たんしかねないからといって、個々の民間企業にとって経済合理性がなくとも高齢者、女性、非正規労働者などをもっと働かせろというのか」というものである。

筆者としても高齢者、女性、非正規労働者などが他社より数多く働いている為に儲かっていない企業に投資せよ、と言うつもりは全くない。受託者責任を果たす上で、この S 課題を含む ESG を意識した運用で効率性が劣ることは許されないと考えている。しかし、すでに紹介したように ESG 課題に配慮した運用で投資利益が害されるものでないことが繰り返し証明されてきた以上、このように日本が先行する S 課題も考慮することと効率的な投資を追求することは両立可能であろう。(注12)

GPIF の 2016 年度計画には「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、運用受託機関の総合評価の視点に加えることを検討する。また、外国株式運用におけるマネジャー・エントリー制の活用に際して、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提として、ESGの考慮を投資方針に含む運用受託機関の採用を検討する。」とある。(傍点筆者)

この文章を素直に読めば、「収益確保のため、ESGを考慮する」となり、ESGを考慮する目的が収益確保と捉えているように解釈できる。ということは、儲からないESGであれば考慮せず、他に儲かる選択肢を優先的に考慮するとなってしまう。となるとESGは投資行動の前提ではなく他の方法と競合する単なる投資手法の一つと矮小化されてしまう。もし短期的にESGが儲からないなら後回しになり考慮しなくても良いことにすらなってしまう。

140兆円もの巨大年金としてのGPIFはスマートβのように、時価加重のTOPIXが有効フロンティア上に乗っていないことを踏まえて、より効率的な運用を志向するように、リスクを勘案したリターン、つまりシャープレシオで見てより効率的かどうかで運用委託先を選別すべきであってリスクを考慮せず単純に超過収益が期待できるかどうかで運用手法を選択すべきでないのは明らかである。

GPIFはユニバーサル・オーナー即ち市場全体を持っている株式保有機関であり、その投資成果は市場全体の動向に左右される。つまりGPIF単体として収益確保の為にESGを考慮するというよりも、経済全体の動向から投資成果が影響を受ける以上、ESGに配慮しない投資をした結果もたらされる社会利益の毀損を未然に防ぐ為にESGを考慮する、と考えるべきではないだろうか。

ユニバーサル・オーナーである以上、単に収益確保が出来るかどうかを考慮するのではなく社会的な利益に対する配慮をすべきなのである。それはあたかもハーバード大学のマイケル・ポーターが企業のCSRについて語った「共有価値の創造(Creating Shared Value)」にも通じるが、GPIFは年金受給者の経済価値を創造しながら社会的ニーズに対応することで社会的な価値を創造する、とも言うべき運用が求められていると考えられる。

従来、受託者責任の観点から公的年金資金運用は将来の年金給付の財源確保の為にされるものであり、運用パフォーマンスが犠牲になることは許されない、という考えが一般的であったが厚生労働省大臣が 2015 年 4 月に GPIF に提示した第 3 期中期運用目標においても、ESG 投資を検討するよう指示されている。また米国でも 2015 年 10 月に ERISA 法の解釈基準が改訂され「ESG を勘案することは競合する投資の選択肢の経済的、財務的価値を分析する上で適切な要素であり、年金基金の持つ受託者責任に反しない」(注13)ことが明確化された。

GPIFはPRI(責任投資原則)に署名している以上、その原則1.にある「私たちはESG問題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む」という文言を遵守すべきなのである。つまり財務情報のみならず非財務情報としてのESG問題を考慮する「統合」的な運用が署名機関に要請されている以上、「収益確保のため、ESGを考慮する」という2016年度計画はPRI署名機関としての説明責任を果たしていないと言わざるを得ない。

その上で労働参加率向上により公的年金の持続性を高めることもESGの社会課題の一つに位置づけられるのであれば、労働参加を促進する運用は、財政検証の経済前提における二つのケースのうち、持続性を確保することに大きな貢献を果たすことが明確になっている以上、GPIFが運用委託先に対して、「労働参加率向上」も包含した新たに構築されるESG指数をベンチマークとして運用を指示することはそもそも自らの存在基盤である公的年金の持続性を確実なものにするためであり、受託者責任に反するものではないと考えられよう。

さらに言えば GPIF としてそのような運用を開始するに当たり、年金資産運用で労働参加率向上を始めとした ESG に配慮することが国民のためになるのだ、ということ論理的に筋の通った広報戦略に基づいて積極的に国民に PR し、国民意識に働きかける努力を惜しむべきではない。労働参加率向上は年金に関わりの深い加入者や受給者にとり「我が事」であるわけで、一億総活躍社会実現に資するという意味でも国民の理解を得られやすい方策だということのアピールしていくべきであろう。

ただもう一つの障害となりうるのは企業を評価する上で拠り所となる、ディスクロージャー情報の不足である。労働参加率を向上させる上で重要な情報とは、労働力全般に関するものである。企業によっては労働者数や離職数、労働者のスキルを判別する指数や ES 調査など従業員満足度を外部に開示している企業も中にはあるが全体としては多くない。

英国にある NAPF(全国年金基金協会、尚同団体は 2015.10 に PLSA (Pensions and Lifetime Savings Association)に改称された)では「長期投資家として投資先を評価する非財務情報のうち、ESG の S によって引き起こされうる潜在的なリスクは大きいにも拘らず被投資先も投資家もいずれも S が盲点になっている。」(注14)と述べている。経営層の報酬がいくらかについては議論されていても当該企業に所属する労働者の報酬に関する情報はジグソーパズルの一部だけで全体像が見えない。また企業によって開示されていたりされていなかったり不ぞろいで比較出来ないし、同一企業でもデータが一貫していないので過去からの傾向を分析することができない、という。

同団体によれば労働力は最も価値ある「資産」であるにも拘らず「費用」と見做されているのが普通である。人的資本をうまく活用できるかどうかは企業経営の長期的な成功の鍵を握っており、いかにして企業戦略を推進しどのように企業の成長に貢献し、長期的な株主価値の創出に役立っているかがわかるような情報開示を推進することは年金基金にとってだけでなく、ステュワードシップを発揮する為にも必要であり、それがひいては英国経済の発展にも資することだという。その上で人的資本の情報開示を以下の四つのカテゴリーに分類してまとめることを提言している：

【カテゴリー1】労働力の構成(中核的な数値:総労働者数)

追加的な数値:フルタイム、パートタイム及び臨時労働者の比率;年齢及び性別の多様性;フルタイムに支給されパートや一時雇用者にならぬといった給付の差異

【カテゴリー2】労働力の安定性(中核的な数値:離職数)

追加的な数値:(企業にとって)残念な離職数;報酬政策と報酬率;ポスト当たり応募数;オファー/受諾の統計;スキル不足のレベル;労使関係問題;育児休業後の残留率;従業員受給権

【カテゴリー3】労働力のスキルと能力(中核的な数値:訓練及び能力開発投資総額)

追加的な数値:従業員 1 人及び従業員カテゴリーごと平均訓練時間;受講コース数;リーダーシップ/キャリア開発プラン;内部採用率;職業的有資格従業員の占率

【カテゴリー4】従業員満足(中核的な数値:従業員エンゲージメントスコア)

追加的な数値:欠勤率;労災事故及び死亡者数;障害で喪失した日数;職業病率

このような主張の背景としては、グローバル金融危機後に急落した生産性を回復させるために、労働者の生産性をよりよく理解することが企業の長期的な成功を確信する上で欠かせない情報である、という信念がある。つまり投資家として被投資先の英国企業が長期的に成功するためには従来のディスクロージャーでは人的資本に関する情報がまったく不足している、というのが同団体の主張であり、これは我が国で統合報告書作りが今後、本格化する中で参考にされるべき課題の一つである。

## (6)年金資産運用で労働参加率を促進するためのロードマップ

これまで述べてきたことを最後に整理して今後のロードマップとしたい。第一に投資には外部性があるというのは前述のとおりであるが GPIF のような巨大公的年金による投資で、未来の世代にも持続可能な公的年金を作る一環として、労働参加率向上のために年金資産を活用することは外部性を超えた社会的利益をユニバーサル・オーナーとして目指すものでそれは GPIF 等公的年金の存在意義そのものである。従って「労働参加率を向上させて公的年金財政の持続性を高めることを含めた ESG 課題を解決させる為に年金資産運用を活用することが国民にとり良いことだ」ということを積極的にアピールするいわば「いいね、ESGキャンペーン」のようなものを GPIF 自らが展開し、国民的合意形成を図ることが重要である。

第二に公的年金の持続性確保は一億総活躍社会実現に資する重要な政策課題の一つであるという認識を厚生労働省など所管する4省が持たなければいけない。先に言及した厚生労働省作成の所得代替率の見通し(平成 26 年財政検証)からすれば、高齢者雇用、女性活躍推進、若者の雇用対策が労働参加率向上に結びつきそれが公的年金財政の持続性確保に貢献するのは明らかであり、「公的年金の資産運用に際しては労働参加の状況が進む社会を実現していくことに留意することも ESG の検討課題に含める」と公的年金を所管する 4 省合意で明文化することが重要であろう。またどのような情報が ESG の S 課題としての労働参加率向上に資するかは機関投資家など幅広い意見を吸い上げるために厚生労働省が有識者会議を作って議論することも必要であろう。

第三には GPIF としても厚生労働省の意向を受け、「収益確保のために ESG 投資を行う」のではなく、「ユニバーサル・オーナーとして社会的利益を毀損しないために ESG 投資を投資規範として運用過程に統合する。」ということを経営信念として明記すべきである。その上で年金資産運用により労働参加率を向上させることが公的年金財政の持続性確保を通じて国民のためになるということとその投資の「中期目標」の中で明らかにし、PRI 署名機関としての年次報告等で対外的にコミットすることが肝要であろう。そして年次の PRI の会議等で対外的にその成果を明らかにし、労働力不足に次第になっていく他の諸国に日本ならではのソリューションを共有する努力を惜しむべきではない。

第四には年金資産運用で労働参加率を促進するために必要な、企業による情報開示の促進である。その為には市場の力が大きく作用するので、GPIF が採用するベンチマークとしての労働参加率向上を包含する「日本株 ESG 指数」を第三者機関により

組成し、そこに選ばれたい企業が自主的に情報開示に努めるように仕向けるのがよいであろう。そして国民理解の向上を前提としてESG指数の価値が浸透してきた暁にはこのESG指数をGPIFはじめ公的年金におけるベンチマークとして採用し、広く民間の企業年金にも普及させることが望ましい。

第五として、このような情報開示が必要だという合意形成が出来てくれば、企業への情報開示の実効性を高める為にはロイター、MSCI、Robeco SAM、VigeoEIRISなど海外のESG評価機関に対してGPIFの側から積極的に発信し、たとえば、S課題として労働参加率向上に貢献するかどうかを判別する為にはこのような情報が企業の作成する統合報告書には必要であるということを外部から企業に迫ることも重要になろう。その上で内外株に横串を指した形で「世界株 ESG 指数」を策定すべきである。

第六としては企業に労働参加率向上を迫る上で我が国において未だ間接金融が主流なので銀行業界の理解も求め、企業向け融資の判断基準にも労働参加率向上を始めとしたESG課題解決への貢献度合いが反映されるべきである。またそのようなESG課題が重要だという認識を社会に広く共有されるためには人材作りとして日本証券アナリスト協会やCFA協会等による金融プロフェッショナルの資格取得カリキュラムにESGに関する履修を入れた教育や、会員のみならず会員外にも開放したセミナー等による教育宣伝活動も必要であろう。

これまではともすると欧州中心に定められたESGの諸課題に受身で対応することが多かった我が国だが、今後は世界のESGに関わる関係者に対して日本が先行するS課題に取り組む姿勢をアピールすることが重要である。その試金石として、世界に共通する長寿化に伴う公的年金の財政上の課題解決に貢献するよう「労働参加率向上で公的年金の持続性を高めることの重要性」に対する合意形成を世界のESG関係諸機関の間で作っていくために積極的に発信していくことが必要になってこよう。

以上

注

1. CFA Institute(2008) "Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies"「上場企業のESG(環境・社会・ガバナンス)要因」CFA協会刊
2. CFA Institute(2015) "Environmental, Social, and Governance Issues in Investing—A Guide for Investment Professionals"
3. 『ライフデザイン白書 2015年』p100、第一生命経済研究所編
4. 「下流老人」は藤田孝典氏の造語で「生活保護基準相当で暮らす高齢者およびその恐れがある高齢者」と定義されている。

日本年金機構のホームページによると国民年金のみだと 40 年間支払っても月額約 6.5 万円である。

>20 歳から 60 歳になるまでの 40 年間の全期間保険料を納めた方は、65 歳から満額の老齢基礎年金が支給されます。平成 28 年 4 月分からの年金額 780,100 円(満額)。

<https://www.nenkin.go.jp/service/jukyu/roureinenkin/jukyu-yoken/20150401-01.html>

しかし 40 年間支払えない人も多いので国民年金の平均受給月額は約 5.5 万円である一方、厚生年金の平均月額は約 14 万 5 千円である(厚生労働省「平成 25 年度 厚生年金保険・国民年金事業の概況」) :

5. 社会保障審議会年金部会(第3回)(平成14年4月19日)資料3より

<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2002/04/s0419-3c3.html>

6. 「日本企業よ、目を覚ませ！再起をかけるには『グローバル人材』と『イノベーション』だ」2016.4.23 講談社刊 クーリエジャポン【新連載第1回】ウォートンに聞け！

7. 安部首相の国民対話(2016.1)に関する 2016/02/28 朝日新聞報道より

「『ニッポン一億総活躍プラン』については特に次の3点を骨格としたいと考えます。

第一に、働き方改革です。具体的には、同一労働同一賃金の実現など非正規雇用労働者の待遇改善、定年延長企業の奨励等の高齢者雇用促進、総労働時間抑制等の長時間労働是正を取り上げます。

第二に、子育て・介護の環境整備です。緊急対策では、保育所、介護施設等の整備促進を決定しましたが、総活躍プランでは、保育・介護人材の確保のための介護職及び保育士の待遇改善を取り上げます。

第三に、成長と分配の好循環のメカニズムを示すとともに、その効果をできる限り定量的に示したいと考えます。この点は、経済財政諮問会議にも御協力をいただきたいと思っております。」

8. 内閣官房一億総活躍推進室 平成 28 年度予算の概要(平成 28 年 3 月 29 日)

9. 福山圭一・小野暁史・長野誠治「欧州を参考にしたサステイナブル投資の促進方策に関する研究」(2015.12.18)年金シニアプラン総合研究機構 HP より

10. 三木 隆二郎／小守林 克哉『TOPIX は有効フロンティア上にのっているか—様々なヴァリュエーション手法による株式モデルの検討』(証券アナリストジャーナル1992. 8)

11. CFA Institute(2015) "Environmental, Social, and Governance Issues in Investing—A Guide for Investment Professionals"(p34)、

12. 水口剛『責任ある投資』岩波書店刊(p119)

13. "New guidance on economically targeted investments in retirement plans from US Labor Department"

<https://www.dol.gov/opa/media/press/ebsa/EBSA20152045.htm>



14. NAPF(National Association of Pension Funds) "Where is the workforce in corporate reporting?" (June 2015)p4