

年金資金によるサステイナブル投資

—労働参加が進む社会経済状況の実現に向けて—

2016年2月12日

年金シニアプラン総合研究機構

福山圭一

(本資料の内容は私見に基づくものであり、所属先の見解ではない。)

目次

I 前置き

- 1 サステイナブル投資とは
- 2 わが国における最近の状況の変化

II 本題

- 3 公的年金についての平成26年財政検証
- 4 年金資金運用により労働参加の促進を図る論拠
- 5 年金資金運用による労働参加の促進における課題
- 6 年金資金運用による労働参加促進方策の内容
- 7 (試案) かくしゃく銘柄

III 参考文献

※本資料の多くの部分は、福山、小野、長野（2015）（この作成に当たっては公益財団法人ユニバーサル財団から助成を受けた）をもとにしている。

I 前置き

1 サステイナブル投資とは

- SRI : 社会的責任投資 Socially Responsible Investment
 - 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
 - 20世紀を通じ、米国を中心に発展
- 21世紀に入り、質的にも量的にも大きく変化
 - 《質》 : PRI : 責任投資原則 Principles for Responsible Investment
投資の意思決定に環境、社会、ガバナンス (ESG) の課題を組み込むことなどを宣言⇒ESG投資という投資概念
 - 《量》 : 市場規模の著しい拡大
- 様々な意匠
 - SRIがSustainable and Responsible Investmentの略称にも
 - 単に責任投資 Responsible Investment、RIという呼び方
 - 米国労働省はEconomically Targeted Investments (ETIs)と呼ぶ
- 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まではいいがたい⇒これらをサステイナブル投資と総称する

Global and Regional Sustainable Investment Assets

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%

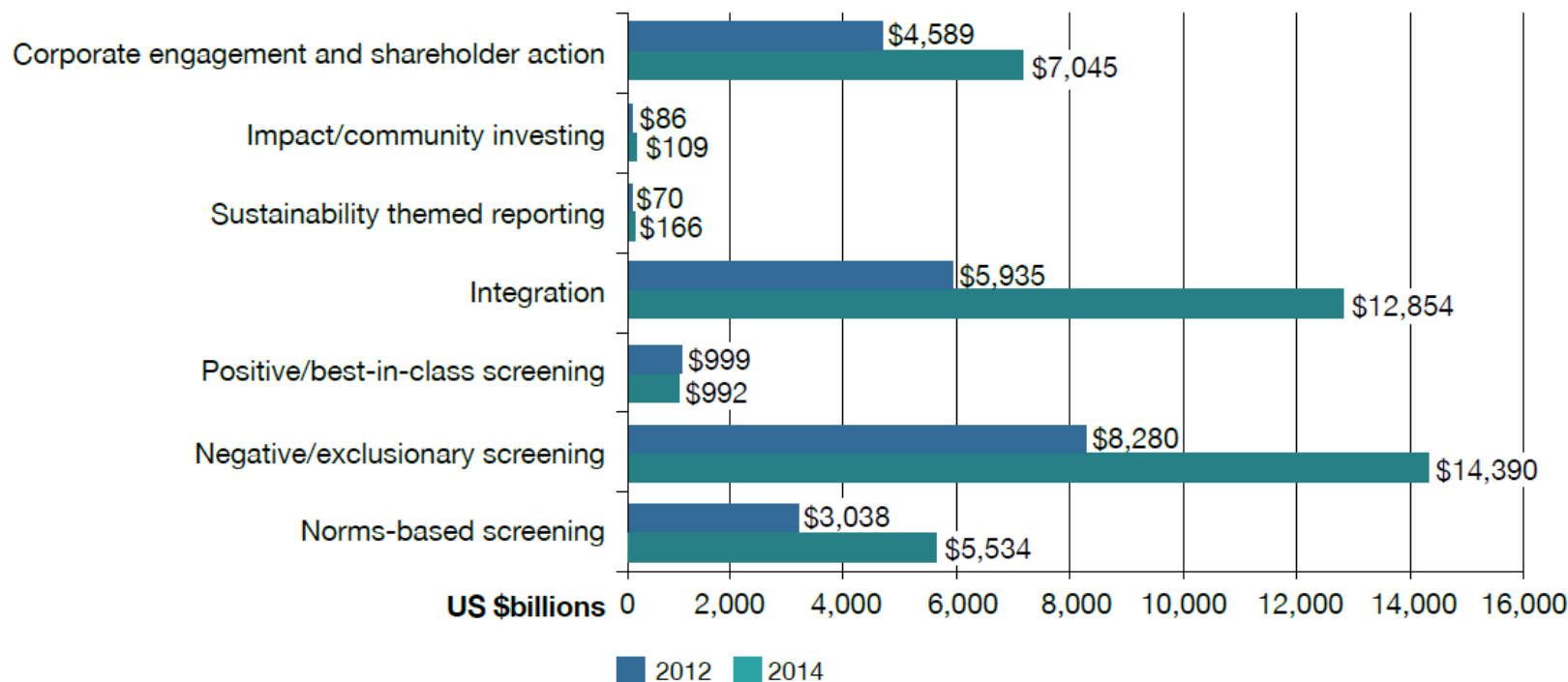
Note: Asset values are expressed in billions.

Source : Global Sustainable Investment Alliance “2014 Global Sustainable Investment Review”

サステイナブル投資の投資手法

- ① エンゲージメント及び株主行動
： 投資先企業との対話、株主提案、議決権行使などを活用
- ② インパクト投資
： 社会又は環境の課題解決そのものを狙った投資
- ③ テーマ投資
： サステナビリティに関する一定のテーマに関連づけた投資
- ④ インテグレーション
： 投資判断にESG情報を明示的かつシステムティックに組み込み
- ⑤ ポジティブ・スクリーニング/ベスト・イン・クラス
： 優れた銘柄、セクター、行動を選んで投資
- ⑥ ネガティブ・スクリーニング
： ふさわしくない特定の銘柄、セクター、行動を除外して投資
- ⑦ 規範に基づくスクリーニング
： 国際条約等公に認められた規範に基づいてスクリーニング

サステイナブル投資の投資手法別世界の市場規模



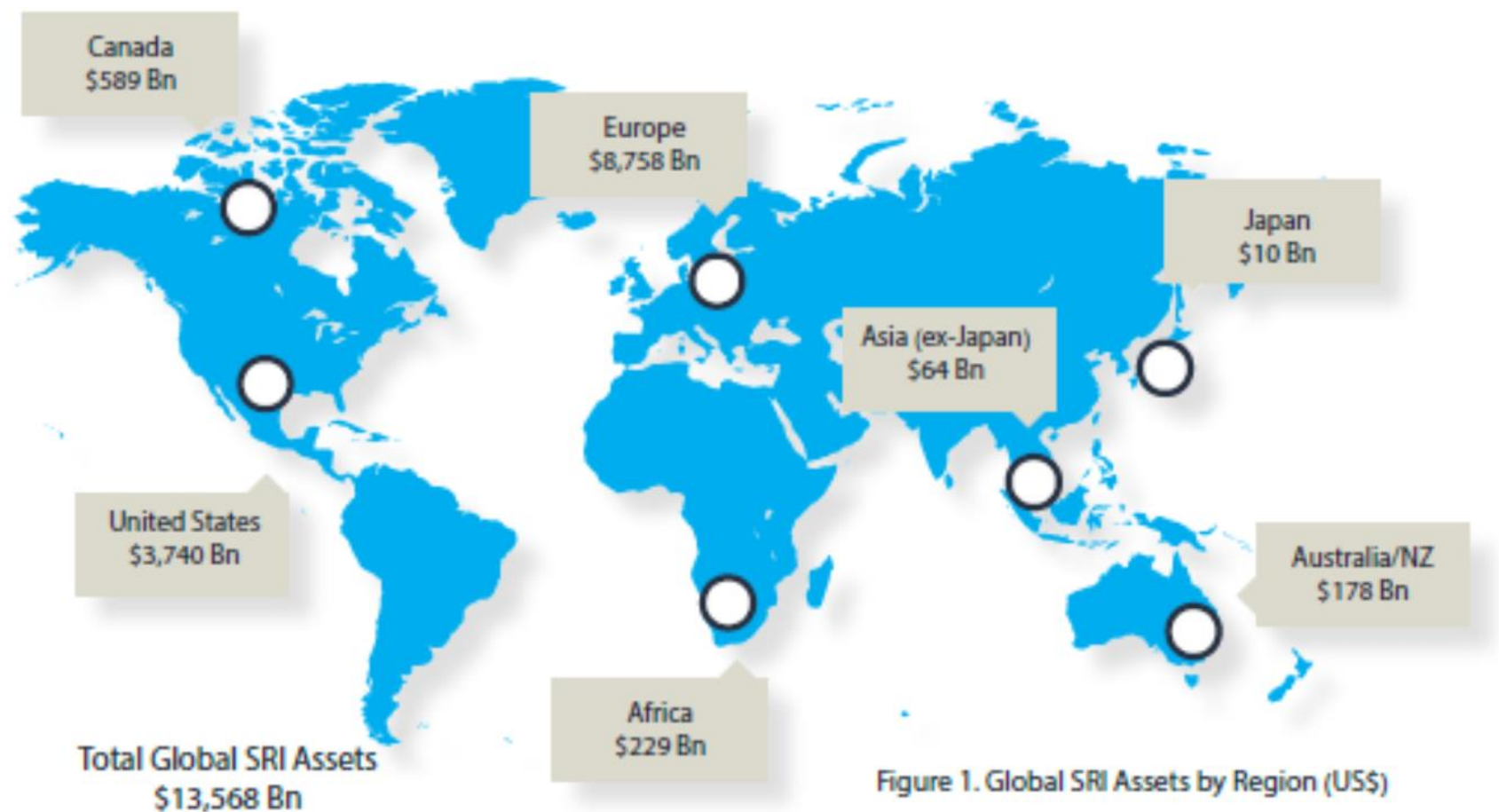
(GSIA: 2014 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW)

2 わが国における最近の状況の変化

- ・ サステイナブル投資は、欧米では盛んだが、日本では低調であると言われてきた⇒GSIA(2012)) で改めて明らかに
 - 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出現
 - (1) 日本版スチュワードシップ・コードの策定
 - (2) 新たなコーポレート・ガバナンス・コードの策定と実施
 - (3) GPIFによるESG投資の検討とPRIへの署名

※JSIF(2016)で、最近の日本の市場規模は26.7兆円（1米ドル=120円とすると約2,200億米ドル）と発表された。

サステイナブル投資の市場規模_GSIA(2012)



(GSIA : 2012 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW)

2.1 日本版スチュワードシップ・コード

- ・ 金融庁のイニシアティブで2014年2月に策定
- ・ 多くの公的年金運用機関がこの受け入れを表明
- ・ 本コードにおけるスチュワードシップ責任
 - 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
 - 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関係する非財務的要素に目を向ける必要があると考えられる
- ・ 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
 - 非財務要素を考慮した投資がサステイナブル投資に他ならない
 - 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、サステイナブル投資の推進につながる

2.2 新たなコーポレート・ガバナンス・コード

- ・ 金融庁のイニシアティブで2015年3月に策定、同年6月から適用が開始
- ・ コーポレート・ガバナンスはESGを構成する項目
 - 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
- ・ 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り、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
 - 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

2.3 GPIFによるESG投資の検討とPRI署名

- ・ 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
 - GPIFの第3期中期計画に「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
- ・ また、GPIFは2015年9月にPRIに署名
 - 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、わが国では厚生年金基金の資金運用の参照対象⇒影響は大きい
- ・ これらが弾みとなって日本でもサステナブル投資が一気に拡大する可能性がある

II 本題

3 公的年金についての平成26年財政検証

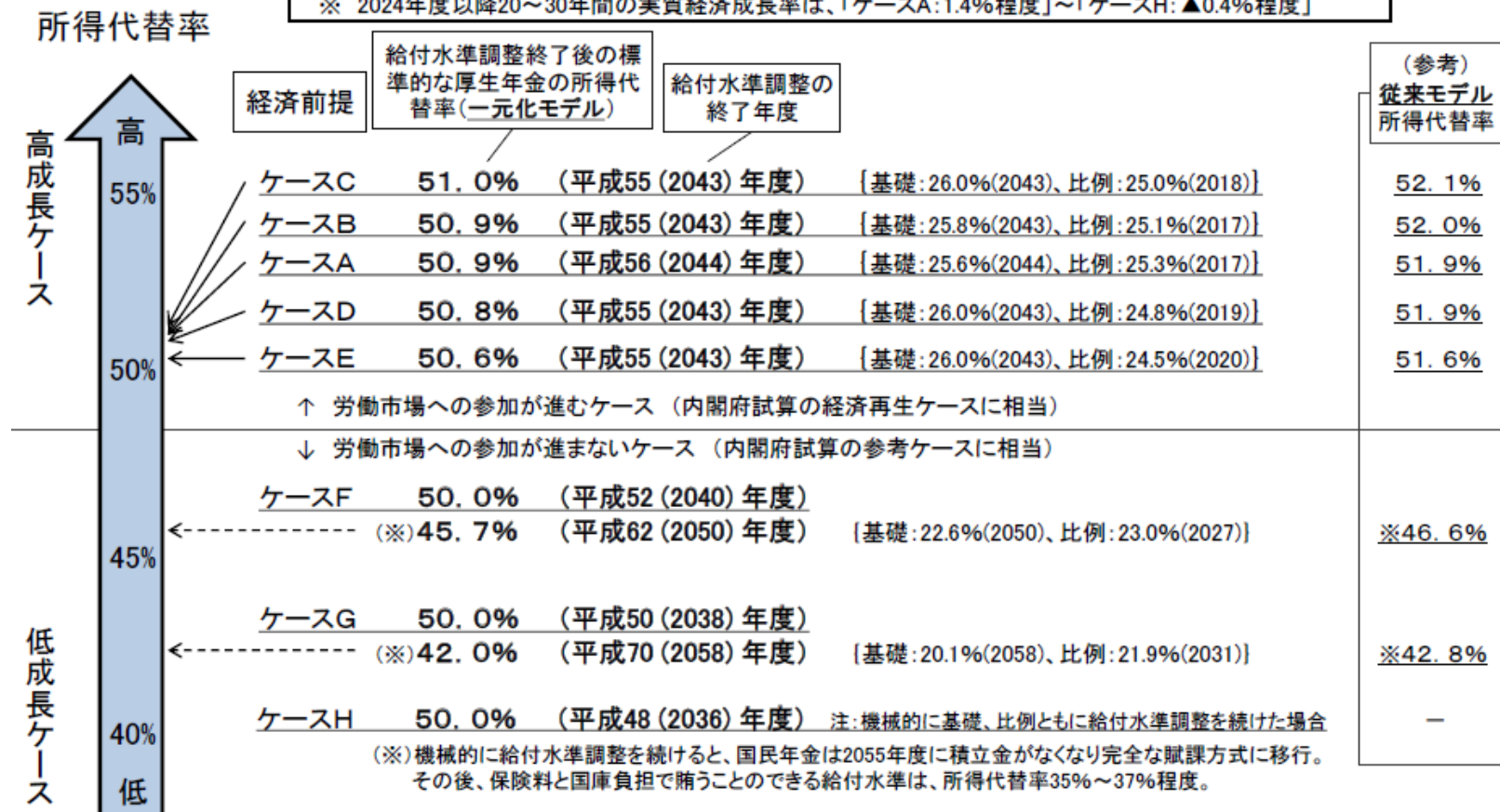
- ・ 2014年6月、公的年金に関する平成26年財政検証結果
 - 労働参加が進めば検証のメルクマールである所得代替率50%は長期にわたって確保されるが、進まなければ確保が難しい
- ・ 財政検証においては、人口や経済が「与件」
 - 特に経済については100年も先を見通すことは現実的には無理であり、あくまで年金の財政見通しを作成するためのプロジェクション
- ・ メッセージは明確
 - 労働参加が進む状況を作り出していくことができれば、年金財政の持続性が長期にわたって確保される
 - さもなくば、いずれ困難に遭遇する
- ・ 労働参加の促進は、具体的には、高齢者雇用の促進、女性のより一層の活用、若者の雇用対策などが鍵になる
- ・ 公的年金の資金運用を通じて、労働参加が進む社会経済状況を実現していくことが考えられないか＝**本稿における課題認識**

所得代替率の将来見通し(平成26年財政検証)

人口の前提：中位推計(出生中位、死亡中位)

経済の前提：高成長(ケースA)から低成長(ケースH)まで様々な仮定

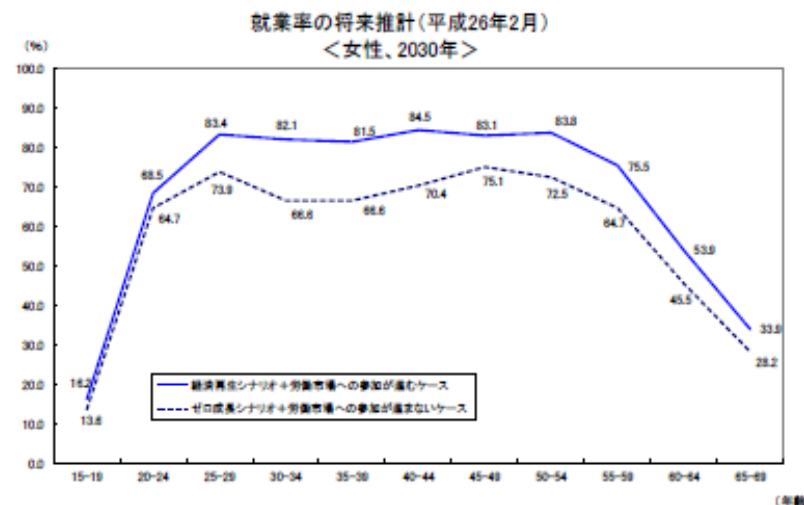
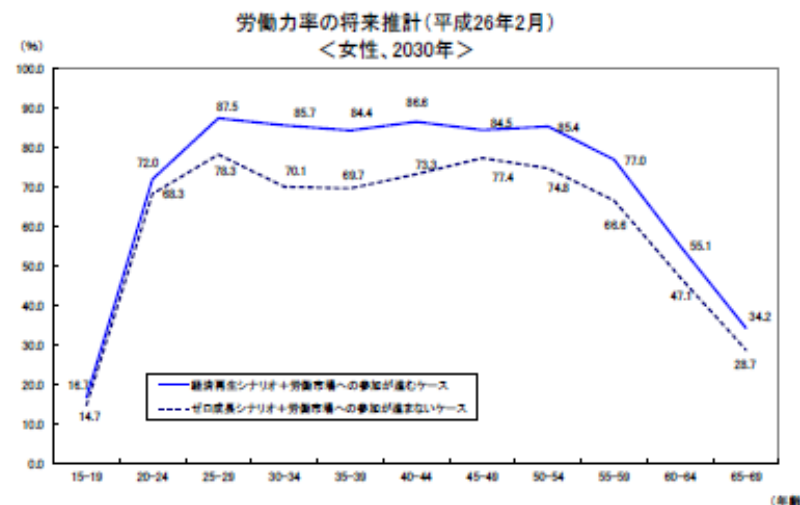
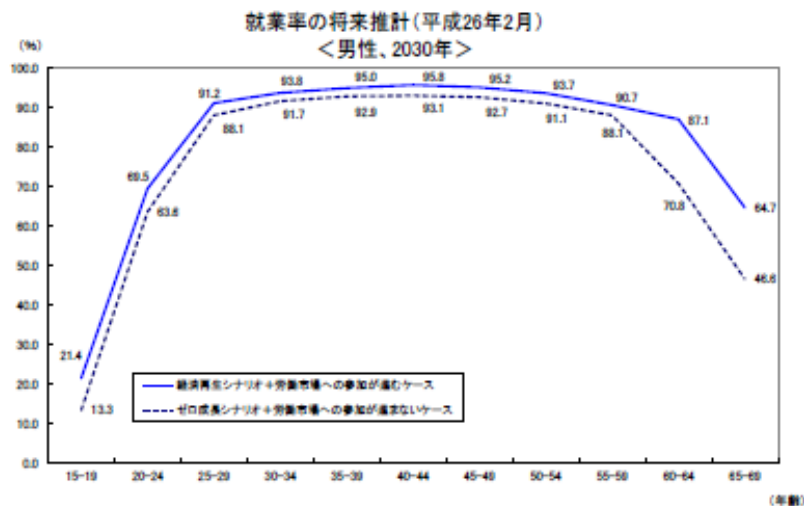
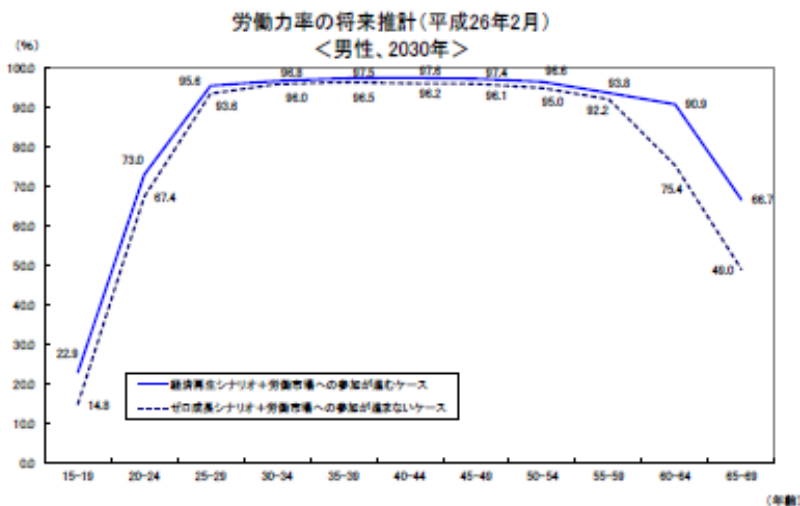
※ 2024年度以降20～30年間の実質経済成長率は、「ケースA:1.4%程度」～「ケースH:▲0.4%程度」



※ 所得代替率50%を下回る場合は、50%で給付水準調整を終了し、給付及び負担の在り方について検討を行うこととされているが、仮に、財政のバランスが取れるまで機械的に給付水準調整を進めた場合の数値。

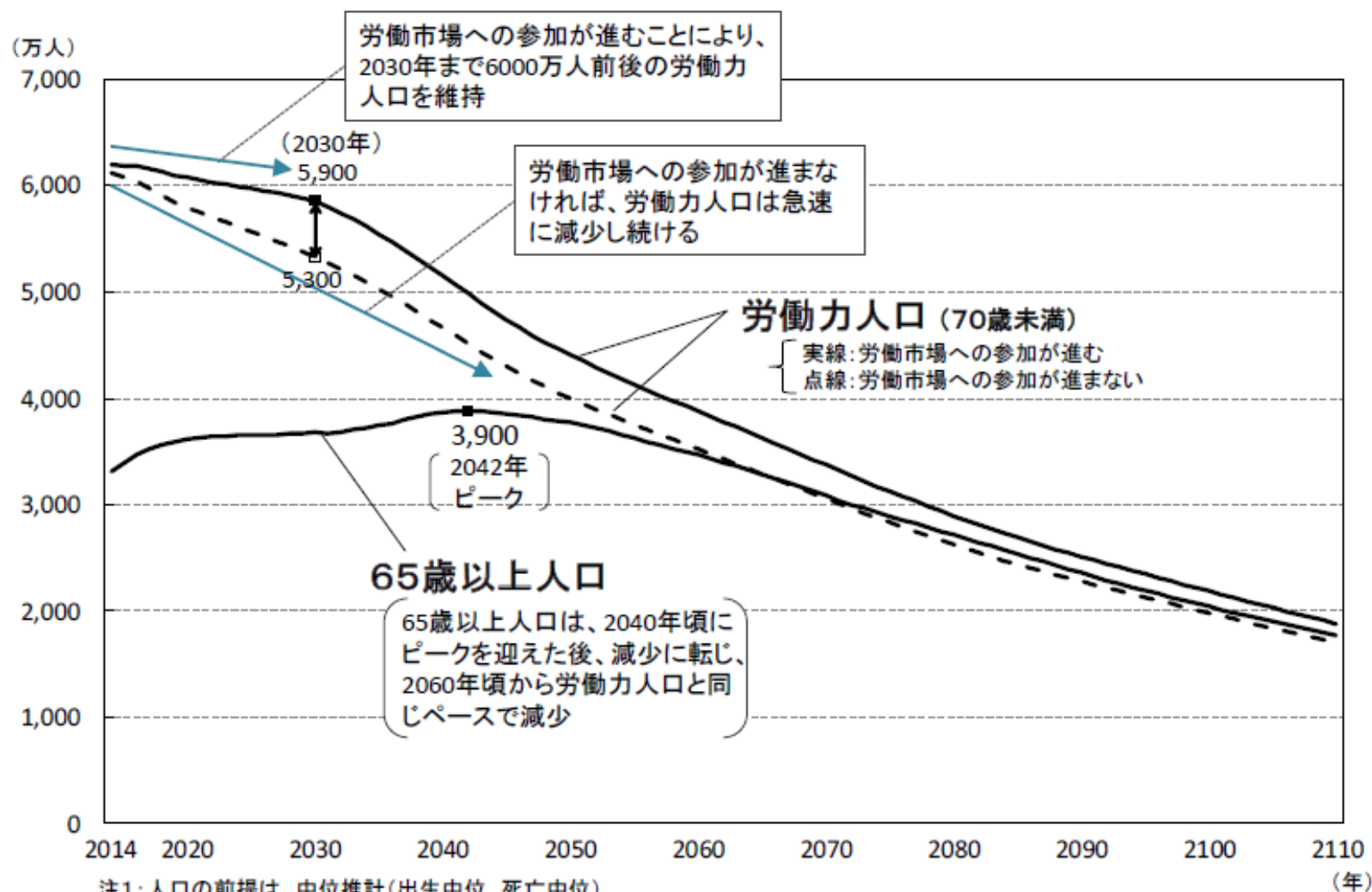
以下3ページは厚生労働省(2014-1)

(参考1) 労働力率等の前提



(出典) 労働力需給の推計(平成26年2月、独立行政法人労働政策研究・研修機構)

(参考2) 労働力人口と65歳以上人口の推移



労働参加促進と年金財政

- ・ 高齢者雇用、女性の活用、若者の雇用対策は公的年金財政に貢献する
 - 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
- ・ とりわけ、**高齢者雇用**は、年金財政上の効果が大きいと考えられる
 - **年金の受取り手が支え手になるという180度の役割変化**
- ・ 賦課方式の年金では、将来の支え手の確保（＝少子化対策）が必要
 - 少子化の主な原因は非正規雇用であることが指摘されている（松田（2013））
 - **若者の雇用対策は年金財政の長期的な持続性確保の観点からも重要**

4 年金資金運用により労働参加の促進を図る論拠

- ・ 労働参加の促進を進めていくためには、雇用の受け皿である企業に積極的な対応が求められる
- ・ 公的年金の資金運用として、次のようなことが考えられる
 - 株主議決権を有する年金運用機関から各企業に働きかけていく
 - 労働参加に取り組む企業の株式を積極的に購入し、あるいは、これらに消極的な企業の株式を売却する
- ・ これらは、一昔前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、年金資金運用を取り巻く状況は変化している
- ・ これらが正当化できる論拠を、次のようなアプローチで考えてみたい。
 - (1) 年金財政に貢献するという年金資金運用の目的実現
 - (2) エンゲージメントが求められるスチュワードシップ責任の履行
 - (3) 年金の有する少子化促進効果に対する対抗的・補償的措置
 - (4) 世界的に進むサステナブル投資積極化の潮流
 - (5) 幅広いESG課題の中で年金に親和的な分野としての労働参加促進

4.1 年金資金運用の目的の実現

- ・ 年金資金運用の直接的な目的は、年金特別会計に納付金を納付すること
 - リスクを抑えつつ投資リターン確保するため、ポートフォリオ運用
- ・ ポートフォリオ運用においては、投資リターンは景気や企業収益の動向に左右される
 - 年金資金運用は企業活動の集積的な結果を投資リターンという形で受け取るものであり、年金資金運用は企業活動に対し受け身
- ・ 一方、年金運用機関は、株主議決権を有する大規模機関投資家として、企業活動に影響を与えることが潜在的には可能
 - これを背景に、投資活動の過程で投資先企業において労働参加の促進が図られるなら、そうでない場合に比べ、確実に年金財政にはプラスになる
- ・ 年金資金運用の最終目的は、将来にわたる年金事業の安定に資すること
 - たとえ投資結果（⇐市況による）が凡庸であっても、投資の過程で労働参加が促進され、それによって年金財政の基盤が強化されるなら、年金資金運用の最終目的が実現されることになる

【参考】他事考慮

公的年金の積立金については、法律上、専ら被保険者の利益のために、長期的観点から、安全かつ効率的に行うことが求められている。「専ら被保険者の利益のため」と規定されていることから、環境、社会、ガバナンスなど非財務情報を考慮することは「他事」を考慮することであり、適切ではないという考え方がある。このことが、公的年金の資金運用でサステイナブル投資が進まない1つの原因であった。

労働参加を促進する活動は、財政検証の経済前提における2つのケースのうちより好ましいケースを実現することを企図するものである。財政検証に関連する事項を「他事」とはいえないであろう。

また、2015年4月、厚生労働大臣が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た。年金法の有権解釈権限を有する厚労省からこのような指示が出されたことから、ESG要素を考慮することは「他事考慮」には必ずしも抵触しないことが明確になったといえることができる。

4.2 スチュワードシップ責任の履行

- ・ 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「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、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任
- ・ 機関投資家には、投資の過程でその責任を履行することが求められる
 - 労働参加の促進は、それに伴う能力開発の強化と相まって、中長期的には企業のヒューマン・キャピタルの強化に結び付く
 - 労働参加の促進は企業にとって短期的にはコスト増なので忌避しがちだが、各企業にとっては合理的でも、日本全体では消耗
 - ⇒ 企業全体に働きかけ、全体として労働参加が促進されれば、企業体力・競争力は強化され、株価水準上昇により投資リターンが拡大
 - 逆に、十分に活躍可能な60歳台の労働者を退社させてしまうことは、企業にとって長年の人材投資によって築いた熟練が雲散霧消することであり、極端な場合は労働者に体化した企業ノウハウの海外他社への流出にもつながりかねない

4.3 少子化促進効果に対する対抗的・補償的措置

- ・ 年金の充実が少子化を促進する可能性がある
 - 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であろう
 - 「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」小塩・安岡（2010）
- ・ 年金制度が少子化の「原因者」の1つなら
 - 年金の側でそれを押しとどめる役割を果たすべき
- ・ 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、賦課方式の年金は少子化対策の「受益者」
 - 年金は少子化対策にただ乗りすることなく、もっと主体的な役割を
- ・ 年金資金運用による労働参加促進の活動は、このような年金の有する少子化促進効果に対する対抗的・補償的措置と位置付けることができる

4.4 世界的に進むサステイナブル投資積極化

- ・ 欧米ではサステイナブル投資の市場規模は大きく拡大していると言われるが、各国間で内容や重点の置き方は違っている
 - 「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。」（2015年6~7月欧州現地調査におけるFRRの説明）
 - サステイナブル投資の促進方策についてスタンダードはない
- ・ 世界的なサステイナブル投資積極化は、投資において単に企業の財務情報だけでなく幅広い事項を考慮する必要があるという認識の広がり
 - 考慮すべき事項は各国で異なる
 - 日本の最大の社会的な課題は、世界に類を見ない少子高齢化
 - 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を考えていくべき
- ・ 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

4.5 年金に親和的な分野としての労働参加促進

- ・労働参加促進は、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に直結する課題
 - 広範なESG諸課題の中でも年金に親和的な分野ということができる
 - 連合のワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインでは、ESGのうちでもディーセント・ワークに資する分野が特記され、重要であるとされている
- ・わが国では世界に類を見ない人口の少子高齢化が進行しており、これに関連する分野として、説明しやすく、かつ、国民の理解を得やすい
- ・一億総活躍の趣旨にも合致するのではないか
(参考) 一億総活躍社会の実現（首相官邸ホームページより）
我が国の構造的な問題である少子高齢化に真正面から挑み、「希望を生み出す強い経済」、「夢をつむぐ子育て支援」、「安心につながる社会保障」の「新・三本の矢」の実現を目的とする「一億総活躍社会」の実現に向けて、政府を挙げて取り組んでいきます。

連合のワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン(改訂版)

はじめに

ワーカーズキャピタルとは、労働者が拠出した、ないしは労働者のために拠出された資金のことである。最も代表的なものが年金基金である。

労働者（労働組合）は、ワーカーズキャピタルの所有者としての責任と権利に鑑み、その運用に際して、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」にもとづいて責任投資に取り組む。

《以下略》

3. ワーカーズキャピタル責任投資の基本理念

ワーカーズキャピタルの運用にあたっての基本理念は以下のとおりとする。

- (1) 投資判断において非財務的要素であるESGを考慮する。
- (2) 労働者（労働組合）の権利保護を考慮する。
- (3) 過度に短期的な利益追求を助長させる行動を排除し、中長期的かつ安定した収益の確保に努める。
- (4) 運用方針、または責任投資の手法を明示し、透明性の高い運用に努める。

《以下略》

5. ワーカーズキャピタル責任投資の導入に向けた取り組み手順

(2) ESG（要素）の検討

- ワーカーズキャピタル責任投資を導入するにあたり、ESGのうち、強制労働の禁止や児童労働の廃止等ILO中核的労働基準の遵守、社会保険適用、安全衛生、労働者（労働組合）との対話、人材育成、女性管理職の登用、ワーク・ライフ・バランスの促進などディーセント・ワークの実現に資する分野に着目することは重要である。
- ただし、実際にESGのうちどの要素に着目するか、また、どのような手法でいくら配分するかは、現実的には企業や企業年金、運用受託機関等との調整にもよるため、取り組みや協議を進める段階で具体化をはかっていくことで問題はない。

連合(2015)、なお、下線は筆者

5 年金資金運用による労働参加の促進における課題

- ・ 年金資金運用によって労働参加の促進を図っていくうえで、現在の日本においては、次のような課題があると考えられる
 - (1) 短期的な運用パフォーマンス低下のおそれ
 - (2) 受託者責任との関係
 - (3) 公的資金による企業支配の懸念
 - (4) 国民意識
 - (5) 具体的な促進方策（⇒6で）
- ・ これらはそれぞれ幅広い議論の余地のある課題だが
- ・ **究極的には（4）国民意識に帰着**
 - 大方の国民の支持があれば、他の課題はさほど深刻にならない
 - サステイナブル投資が盛んといわれる欧州でも、年金基金が主導して盛んになったわけでは必ずしもなく、やらざるを得ないか、やらなければ批判されるという社会的な観念が背景にある

5.1 短期的な運用パフォーマンス低下のおそれ

- ・ サステイナブル投資一般の課題として、投資対象を制約する運用手法
 - 少なくとも短期的には運用パフォーマンスが低下するおそれ
 - ① 長期的にはパフォーマンスは向上するはず
 - ② 非財務の幅広い課題を考慮するので、リスク管理上は有効
 - ③ 投資の有効性を裏付ける研究結果が数多く公表されている
 - ⇒ ① 長期のことはわからない
 - ⇒ ② フォルクスワーゲンや東芝の実例
 - ⇒ ③ 運用会社が主導又は関与する研究が多い
- ・ 結局は「信念」に基づく
 - 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」
- ・ 「信念」：確信をもって説明できるストーリー
 - これを構築できれば、一般に広く説明が可能
 - ⇒ 国民の間で、サステイナブル投資が必要という共通認識が普及

5.2 受託者責任との関係

- ・ 年金資金運用のあり方は受託者責任の範疇※で考えられることが多い。
※わが国の実定法上受託者責任がそのまま規定されているわけではないが、GPIF法で役員のプルードントマン・ルール（慎重な専門家の注意）と忠実義務が規定されている。
- ・ 年金資金運用は将来の年金給付の財源を確保するために行うものであり、環境の保全、社会問題の解決、企業統治の適正化などのために行うものではない
 - 運用パフォーマンス（一定のリスクのもとでの最大のリターンという投資の効率性）を犠牲にして、環境や社会問題、企業統治などを優先することは、受託者責任に反すると考えられる
- ・ 米国では昨年10月にERISA法の解釈基準が改訂され、ETIs（＝サステイナブル投資）も他手法と同等である（＝同法に反しない）ことが明確化されたが、この考え方に立脚する点では従来と変わらない
- ・ 労働参加の促進を図るアプローチにおいては、そのことを行っても投資の効率性が失われるものではないという説明が成り立つ必要がある

5.3 公的資金による企業支配の懸念

- ・ 公的機関による企業支配になるの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
- ・ しかし、これについては誤解による部分が多いのではないかと。
 - 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と対話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
- ・ ただし、現在、GPIFの株式インハウス運用が検討課題になっている
 - これについては、各方面から懸念が示されている
 - GPIF等が直接投資先各企業に労働参加促進を働きかけるエンゲージメントを行うことは、かかる懸念を助長するおそれがある
- ・ 仮に株式インハウス運用が認められる場合でも、少なくとも当分の間は、委託運用を通じて労働参加の促進を図ることとすべき

【参考】スウェーデンにおける類似の議論

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。

2015年6月の現地調査でのAP1の説明によると「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。」とのことであった。

すなわち、スウェーデンに複数のAP基金が分立しているのは、巨大年金基金による企業支配への懸念からであると理解される。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。

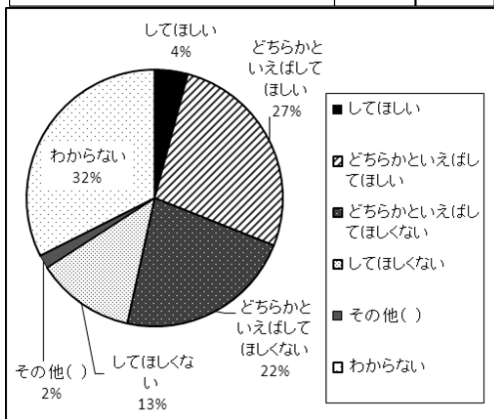
5.4 国民意識

- ・ 国民皆年金下にあるわが国では、被保険者とはすなわち国民一般
 - 年金資金の運用として実際に労働参加を促進するようなエンゲージメント活動を行うかどうかは、結局のところ、**大方の国民がこれを支持するかどうか**の問題
- ・ 国民意識は、サステイナブル投資に対しては必ずしも積極的ではない
《2012年、20歳~59歳の一般国民に対するアンケート調査結果》
 - 年金資金によるESG投資をしてほしいかどうかの賛否について 集計すると、公的年金に関しては幾分反対が多かったが、企業年金では僅差ながら賛成が反対を上回った
 - ただし、賛成や反対も「どちらかという」とが多かく、また、賛成でも反対でもない「わからない」という態度不明が1/3ほどあった
 - 全体としては、賛成、反対、不明の3者がほぼ拮抗していた。
 - 国民全体として目指すべき方向が明確ではなく、混とん状態
- ・ 国民の理解が不可欠⇒**十分な説明と理解**を経たうえで行うことが必要

ESG投資に関する一般国民調査（抜粋注）

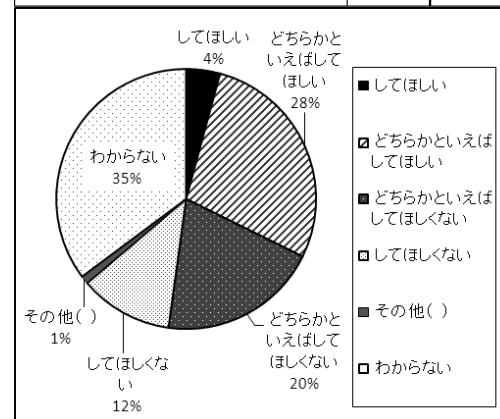
【問11】あなたは、あなたや家族が払った保険料の一部が積み立てられ、将来受け取る年金の財源になる公的年金の積立金で、環境や社会、企業の統治（ガバナンス）を考慮した投資(ESG投資)をすることについて、どのように思いますか。（単一回答）

		全体		男性		女性	
		回答数	%	回答数	%	回答数	%
1	してほしい	195	4.2%	115	4.9%	80	3.5%
2	どちらかといえばしてほしい	1,256	26.8%	727	30.7%	529	22.9%
3	どちらかといえばしてほしくない	1,049	22.4%	488	20.6%	561	24.3%
4	してほしくない	582	12.4%	283	11.9%	299	13.0%
5	その他（ ）	80	1.7%	46	1.9%	34	1.5%
6	わからない	1,516	32.4%	711	30.0%	805	34.9%
合計		4,678	100.0%	2,370	100.0%	2,308	100.0%



【問13】あなたは、企業年金で、環境や社会、企業の統治（ガバナンス）を考慮した投資(ESG投資)をすることについて、どのように思いますか。（単一回答）

		全体		男性		女性	
		回答数	%	回答数	%	回答数	%
1	してほしい	197	4.2%	120	5.1%	77	3.3%
2	どちらかといえばしてほしい	1,314	28.1%	741	31.3%	573	24.8%
3	どちらかといえばしてほしくない	930	19.9%	458	19.3%	472	20.5%
4	してほしくない	543	11.6%	288	12.2%	255	11.0%
5	その他（ ）	48	1.0%	28	1.2%	20	0.9%
6	わからない	1,646	35.2%	735	31.0%	911	39.5%
合計		4,678	100.0%	2,370	100.0%	2,308	100.0%



（注）年総研（2012）。なお、本調査は日本学術振興会科研費23530532の助成を受けている。

6 年金資金運用による労働参加促進方策の内容

- ・年金資金運用により労働参加を促進とした場合、具体的にどのような方策を講ずるかが、プラクティカルな課題
- ・以下では具体的な実施方策※の内容について検討する
 - (1) エンゲージメント
 - (2) 人材要素のインテグレーション
 - (3) 労働参加の促進に関するインデックスの開発
 - (4) ネガティブ・スクリーニング
 - (5) ベスト・イン・クラス（⇒7で試案「かくしゃく銘柄」）

※いずれも、積立金基本指針などにおいて、労働参加促進が投資方針として明確になることが前提

6.1 エンゲージメント

- ・ スチュワードシップ責任を履行する観点から、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
- ・ 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
 - GPIF等は、評価の考え方や技法を洗練する必要があり、そのための体制整備等を進めるべき
 - その上で、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

6.2 人材要素のインテグレーション

- ・ インテグレーションは、一般的な企業財務分析に加え、ESGの課題に関する数多くの企業の取り組み状況を把握し、スコアリングなどによって投資先企業を選別していく手法
- ・ インテグレーションのための企業情報は公開情報によることが基本
- ・ **企業の情報開示が進むことが必要**となる
(参考) 欧州では、EUで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、EU加盟各国政府は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。
- ・ 労働参加の促進をインテグレーションにおいて推進していくには、そのための企業情報の開示が求められる
- ・ 英国の職域年金の連合組織であるNAPFは、この観点からの提言レポートを2015年に公表している

NAPF(2015)による人材要素に関する企業開示の提言

NAPF※は、ESGのうちSは忘れられがちと指摘したうえで、労働力に関する企業の開示が不十分であるとして、開示を促すレポートを2015年に公表している。あるべき人材資本に関する開示内容を次の4カテゴリーにまとめ提言している。

- ・ カテゴリー1：労働力の構成（コア計量：従業員及び労働者数）
追加的計量：フルタイム、パートタイム及び臨時労働の比率；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いといた給付の差異
- ・ カテゴリー2：労働力の安定性（コア計量：離職数）
追加的計量：（企業にとって）残念な離職数；報酬政策と率；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；従業員の受給権
- ・ カテゴリー3：労働力のスキルと技能（コア計量：訓練及び能力開発投資総額）
追加的計量：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；内部登用率；職業的有資格従業員比率
- ・ カテゴリー4：従業員満足（コア計量：従業員エンゲージメントスコア）
追加的計量：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

※NAPF(National Association of Pension Funds)は2015年10月にPLSA(Pensions and Lifetime Savings Association)に改称した。

6.3 労働参加の促進に関するインデックスの開発

- ・ ポジティブ・スクリーニングの一環として、「労働参加、とりわけ高齢者雇用に積極的に取り組んでいる企業」によって構成されるインデックスを開発し、これをベンチマークとして運用する
- ・ そのような方針が発表されれば、運用会社等でインデックスの開発が進むのではないか

（参考）：2015年12月に、日本銀行は当面の金融政策運営の一環として、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる方針を公表した。公表時点でかかるETFはわが国の市場には存在しないが、日銀発表を受け、証券会社等で組成の検討が進行中と報じられている。

- ・ インデックスが開発されると、ETFの組成も可能になる。

【ETFのメリット】

- 上場投資信託のため、市場性があり、価格が透明
- 手数料が低廉（現行GPIFの運用手数料ほど極端に低くはない）
- 議決権行使が不要

日銀・当面の金融政策運営について(2015年12月18日)

1.~6. (略)

7. こうした方針に沿って「量的・質的金融緩和」を推進していくに当たっては、国債市場の動向や金融機関の保有資産の状況などを踏まえ、より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である。また、「量的・質的金融緩和」のもとで企業や家計のデフレマインドは転換してきており、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業も多いが、そうした動きがさらに広がっていくことが期待される。こうした観点に立って、日本銀行は、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を決定した(別添)。

(別添)「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入

1. 設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート

(1) 新たなETF買入れ枠の設定(賛成6反対3)(注1)

ETFの買入れについて、現在の年間約3兆円の買入れ【1】に加え、新たに年間約3,000億円の枠を設け、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFを買入れる。当初は、JPX日経400に連動するETFを買入対象とし、この施策の趣旨に合致する新規のETFが組成された場合には、速やかに買入対象に加える。新たな枠によるETF買入れは、日本銀行が買入れた銀行保有株式の売却開始に伴う市場への影響を打ち消す観点から、2016年4月より開始する【2】。(以下略)

【1】現在は、東証株価指数(TOPIX)、日経平均株価(日経225)またはJPX日経インデックス400(JPX日経400)の3つの指数に連動するETFを対象として、それぞれの市場残高に比例して買入れを行っている。

【2】日本銀行は、金融機関による株式保有リスクの削減努力を促すための施策として、2002年11月から金融機関が保有する株式の買入れを実施した。2007年10月より、取得した株式の市場における売却を開始したが、内外金融資本市場の状況等を踏まえ、現在は売却を停止しており、2016年4月から売却を再開することとしている。本件については、昨日の政策委員会において、売却期間を従来予定していた5年間から10年間に延長することを決定した。なお、売却の規模は、2015年11月末時点の時価で年間約3,000億円となる見込み。

(注1) 賛成：黒田委員、岩田委員、中曽委員、白井委員、原田委員、布野委員。反対：石田委員、佐藤委員、木内委員。石田委員と佐藤委員は、現在の「年間約3兆円」の枠内で対応すべきであるとして、木内委員は、ETF買入れ減額を含む自身の提案と整合的ではないとして反対した。

6.4 ネガティブ・スクリーニング

- ・ ネガティブ・スクリーニングは古典的なSRIの手法
 - 投資家側の倫理的その他の価値判断によって、投資するのにふさわしくないと考えられる銘柄を投資対象から除外するもの
- ・ 本論の文脈からは、労働参加の促進という観点からみて、投資先としてふさわしくない企業を投資対象から除外することが考えられる
- ・ どのような除外基準を設けるかが課題
 - 欧州では公的年金で国際条約等の国際的に認められた規範を基準に採用している例がある（＝規範に基づくスクリーニング）
- ・ 日本で既存の仕組みを用いて実行可能な方法として、くるみん非認定企業の除外が考えられる
 - 法律に基づく認定制度
 - 認定申請は企業の任意だが、普及を促す効果
- ・ また、労災多発企業やブラック企業として指定された企業をウォッチ・リストに含め、改善状況などをみて、除外を検討することも考えられる

【参考】くるみん及びプラチナくるみん

次世代育成支援対策推進法は、企業・国・地方公共団体に次代の社会を担う子どもの健全な育成を支援するための計画策定を求めている法律。

次世代法では、一般事業主行動計画の策定・届出を行い、一定の基準を満たした企業を厚生労働大臣が認定できる。平成27年度からは、くるみん認定（基準改正）に加え、新たにプラチナくるみん（特例）認定が始まった。

認定企業になると、くるみん、プラチナくるみんを商品等につけることができ、企業のイメージアップや優秀な人材の確保などが期待される。また、建物等の割増償却を受けられる税制上の優遇措置が受けられる。



次ページとも厚生労働省(2014-2)

くるみん及びプラチナくるみん認定基準

改正くるみん

1. 雇用環境の整備について、行動計画策定指針に照らし適切な一般事業主行動計画を策定したこと。
2. 行動計画の計画期間が、2年以上5年以下であること。
3. 行動計画を実施し、計画に定めた目標を達成したこと。
4. 平成21年4月1日以降に策定・変更した行動計画を公表し、労働者への周知を適切に行っていること。
5. 計画期間において、男性労働者のうち育児休業等を取得した者が1人以上いること。【従業員300人以下企業の特例あり】
6. 計画期間において、女性労働者の育児休業等取得率が、75%以上であること。【従業員300人以下企業の特例あり】
7. 3歳から小学校就学前の子を育てる労働者について、「育児休業に関する制度、所定外労働の制限に関する制度、所定労働時間の短縮措置又は始業時刻変更等の措置に準ずる制度」を講じている。
8. 次の①～③のいずれかについて成果に関する具体的な目標を定めて実施していること。
 - ① 所定外労働の削減のための措置
 - ② 年次有給休暇の取得の促進のための措置
 - ③ 短時間正社員制度、在宅勤務、テレワークその他の働き方の見直しに資する多様な労働条件の整備のための措置※必ずしも一般事業主行動計画に目標を定める必要はありません
9. 法および法に基づく命令その他関係法令に違反する重大な事実がないこと。

プラチナくるみん

- 1～4. 改正くるみん認定基準1～4. と同一。
5. 計画期間において、男性労働者のうち、
 - ①配偶者が出産した男性労働者に占める育児休業等を取得した者の割合が13%以上
 - ②配偶者が出産した男性労働者に占める育児休業等を取得した者及び育児休業等に類似した企業が講ずる育児目的の休暇制度を利用した者の割合が30%以上、かつ、育児休業等を取得した者1人以上のいずれかを満たすこと。【従業員300人以下企業の特例あり】
- 6・7. 改正くるみん認定基準6・7. と同一。
8. 改正くるみん認定基準の8. の①～③すべてに取り組み、①又は②について定量的な目標を定めて実施し、達成するとともに、
 - (1) 計画期間終了前直近1年間の平均週労働時間が60時間以上の労働者の割合が5%以下
 - (2) 計画期間終了前直近1年間の平均月時間外労働時間が80時間以上の労働者が1人もいないことのいずれかを満たすこと。
9. 計画期間において、
 - ①子を出産した女性労働者のうち、子の1歳誕生日まで継続して在職（育休中を含む）している者の割合が90%以上
 - ②子を出産した女性労働者及び子を出産する予定であったが退職した女性労働者の合計数のうち、子の1歳誕生日まで継続して在職（育休中を含む）している者の割合が55%以上のいずれかを満たすこと。【従業員300人以下企業の特例あり】
10. 育児休業等を取得し又は育児を行う女性労働者が就業を継続し、活躍できるよう、能力の向上やキャリア形成の支援のための取組に係る計画を策定し、これを実施していること。
11. 改正くるみん認定基準9. と同一。

7 (試案)かくしゃく銘柄

- ・ 高齢者雇用の促進に着目したポジティブ・スクリーニングとして、各業種から高齢者雇用に最も優れた企業を選定し、その企業によって構成される銘柄群を「かくしゃく銘柄」（仮称）として公表する
- ・ 高齢者雇用のベストプラクティスを考える一助として、思考実験※してみると面白いのではないかと
 - (1) 基本コンセプト
 - (2) KPI
 - (3) 実施の体制と方法
 - (4) 参考事例-1 なでしこ銘柄
 - (5) 参考事例-2 健康経営銘柄

※年金資金運用を離れて考えると、「銘柄」ではなく、企業表彰という手段もありうる（例えば、「かくしゃく企業アワード」）。

7.1 基本コンセプト

- ・ 労働参加促進、とりわけ高齢者雇用促進の観点から、これに優れた企業を選定し、積極的な投資を行う対象として公表する
- ・ 投資手段として業種分散を利かせる観点から、各業種からバランスよく選定することが肝要
- ・ 考え方は、6.3インデックスの開発と類似するが、各業種から最も優れた1社を選定する、ベスト・イン・クラス
- ・ 望ましい高齢者雇用のあり方については、業種によって事情は異なることが考えられる。各業種のベストプラクティスを検討することになる
- ・ 公的年金の資金運用だけでなく、企業年金や個人の投資信託などで幅広く活用されることも期待できる
- ・ 選定される企業側のメリットとして、従業員を大切にする企業イメージの流布、これによる優秀な人材の確保、従業員自身の安心感を通じた生産性向上、選定されることによる株価上昇などが考えられる

7.2 KPI

次のようなものが考えられないか

① 定年制の廃止 又は 74歳までの継続雇用若しくは積極採用

- 高齢社員については必ずしも正規雇用である必要はない
- 保険料を支払う支え手になってもらう観点から、社会保険が適用されるようになる週20時間以上の雇用を必須とする

② 明確な高齢者雇用ポリシーの策定

- 単なる雇用延長ではなく、蓄積した経験の活用、高齢世代向け営業、ノウハウの若手への伝承など、明確な目的・方針での雇用

③ 能力開発

- 高齢者であっても「人材」と位置づけ、しかるべく実施

④ 定期健康診断の実施その他高齢者の就業環境配慮

- 高齢者自身の認識として「健康・体力」が最重要

⑤ 女性や若者の雇用への積極的取組み、くるみん認定

- 高齢者雇用以外の視点も必要という見地から設定

7.3 実施の体制と方法

- ・ 類似の仕組み（なでしこ銘柄、健康経営銘柄）が経済産業省と東京証券取引所の連携により実施
 - 両者の理解と検討が進むことによって、これらに加えて実施されることを期待
- ・ 企業情報については、基本的に企業アンケート又は調査票を示した募集による
 - 選定されることについて企業側にメリットがあると理解されれば、積極的な回答が得られるであろう
- ・ 企業評価には、企業データを保有する研究所等が関与する必要があると思われる

7.4 参考事例-1 なでしこ銘柄

「なでしこ銘柄」の取組は、女性活躍推進に優れている企業を選定・発表する事業として、平成24年度から経済産業省と東京証券取引所の共同企画として毎年度実施されています。

女性活躍推進は、少子高齢化が急速に進むわが国において、就労人口の維持という側面のみならず、企業が経営戦略として女性活躍推進を図ることが競争力を高めるという側面からも期待されています。さらに、近年では、企業に対する投資や融資の判断においても、女性活躍の状況が重視されるようになってきています。

政府においても、女性活躍推進は「成長戦略の中核」と位置付けられています。「なでしこ銘柄」の取組は、女性活躍推進に優れた上場会社を「中長期の成長力」を重視する投資家にとって魅力ある銘柄として紹介することを通じて、そうした企業に対する投資家の関心を一層高め、各社の取組を加速化していくことを狙いとしています。

経済産業省・東京証券取引所（2015）

銘柄 コード	企業名	業種	「なでしこ銘柄」 選定		
			H24	H25	H26
1925	大和ハウス工業株式会社	建設業			●
1928	積水ハウス株式会社	建設業	●		●
2229	カルビー株式会社	食料品		●	●
2587	サントリー食品インターナショナル 株式会社	食料品			●
3402	東レ株式会社	繊維製品	●	●	●
3880	大王製紙株式会社	パルプ・紙			●
4452	花王株式会社	化学	●		●
4971	メック株式会社	化学			●
4519	中外製薬株式会社	医薬品			●
5020	JX ホールディングス株式会社	石油・石炭製品			●
5108	株式会社ブリヂストン	ゴム製品		●	●
5332	TOTO 株式会社	ガラス・土石製品			●
5411	ジェイ エフ イー ホールディングス 株式会社	鉄鋼		●	●
5713	住友金属鉱山株式会社	非鉄金属	●	●	●
5938	株式会社 LIXIL グループ	金属製品		●	●
6301	株式会社小松製作所	機械			●
6367	ダイキン工業株式会社	機械	●		●
6501	株式会社日立製作所	電気機器		●	●
6502	株式会社東芝	電気機器			●
7012	川崎重工業株式会社	輸送用機器			●
7201	日産自動車株式会社	輸送用機器	●	●	●
7731	株式会社ニコン	精密機器	●	●	●
7862	トッパン・フォームズ株式会社	その他製品		●	●
9532	大阪ガス株式会社	電気・ガス業		●	●
9005	東京急行電鉄株式会社	陸運業	●	●	●

7.5 参考事例-2 健康経営銘柄

「健康経営」とは、従業員等の健康管理を経営的な視点で考えて、戦略的に実践することです。

「健康経営銘柄」は、健康経営に取り組むことで、従業員の活力向上や生産性の向上等、組織の活性化、中長期的な業績・企業価値の向上を実現し、そこに投資家からの理解と評価が得られることを期待して実施するものです。

東京証券取引所の上場会社の中から、健康経営の取組みに優れた企業を、業種区分毎（1業種で1社）に選定して公表するもので、第2回目となる今年度は、25社を選定しました。選定にあたっては、経済産業省が実施した「平成27年度 健康経営度調査※」の回答結果を、①「経営理念・方針」②「組織・体制」③「制度・施策実行」④「評価・改善」⑤「法令遵守・リスクマネジメント」という5つのフレームワークから評価した上で、財務面でのパフォーマンス等を勘案して選定しました。

※ 経済産業省が、国内全上場会社（3,605社*）「平成27年度 健康経営度調査（従業員の健康に関する取り組みについての調査）」を実施。（*平成27年9月1日時点）

＜選定基準＞

1. 「健康経営度調査」の総合評価の順位が上位20%以内であること
2. 過去3年間のROEの平均値が業種平均又は8%以上であること

※ その他：重大な法令違反等がないこと

2016/1/21

経済産業省（2016）

銘柄コード	企業名	業種	備考
1911	住友林業	建設業	初選定
2120	ネクスト	サービス業	初選定
2502	アサヒグループホールディングス	食料品	連続選定
2651	ローソン	小売業	連続選定
3591	ワコールホールディングス	繊維製品	初選定
4452	花王	化学	連続選定
4507	塩野義製薬	医薬品	初選定
4543	テルモ	精密機器	連続選定
4902	コニカミノルタ	電気機器	連続選定
5012	東燃ゼネラル石油	石油・石炭製品	連続選定
5108	ブリヂストン	ゴム製品	連続選定
5332	TOTO	ガラス・土石製品	連続選定
5406	神戸製鋼所	鉄鋼	連続選定
5947	リンナイ	金属製品	初選定
7012	川崎重工業	輸送用機器	連続選定
7013	I H I	機械	初選定
7862	トッパン・フォームズ	その他製品	初選定
8001	伊藤忠商事	卸売業	初選定
8566	リコーリース	その他金融業	初選定
8601	大和証券グループ本社	証券・商品先物取引業	連続選定
8766	東京海上ホールディングス	保険業	初選定
8860	フジ住宅	不動産業	初選定
9005	東京急行電鉄	陸運業	連続選定
9201	日本航空	空運業	連続選定
9719	S C S K	情報・通信業	連続選定

※選定基準に達していない業種は非選定

III 参考文献

- ・ GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(GSIA) (2013), “2012 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”
- ・ GSIA(2014), “2104 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”
- ・ NAPF(2015), “Where is the workforce in corporate reporting?”, PLSA Website
- ・ 小塩隆士・安岡匡也（2010）,「公的年金と子育て支援ー出生率内生化モデルによる分析ー」,『経済研究』Vol.61, No.2
- ・ 経済産業省・東京証券取引所（2015）,「平成26年度 までしこ銘柄」,経済産業省HP
- ・ 経済産業省（2016）,「「News Release 平成27年度 健康経営銘柄2016」選定企業25社を発表しました!」,経済産業省HP
- ・ 厚生労働省（2014-1）,「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通しー平成26年財政検証結果ー」,厚生労働省HP
- ・ 厚生労働省（2014-2）,「くるみん認定プラチナくるみん認定の認定基準・認定マークが決定しました!」,厚生労働省HP
- ・ 社会的責任投資フォーラム（JSIF）（2016）,「2016年1月15日 JSIFは日本の機関投資家によるサステナブル投資の初のアンケート調査を実施」,<http://japansif.com/160115.pdf>
- ・ 首相官邸（2015）,「一億総活躍社会の実現」,首相官邸HP
- ・ 日本銀行（2015）,「2015年12月18日 当面の金融政策運営について」,日本銀行HP
- ・ 日本労働組合総連合会（連合）（2015）,「労働組合のためのワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインハンドブック（改訂版）」,連合HP
- ・ 年金シニアプラン総合研究機構（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調査研究グループ（2012）,「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』,年総研HP
- ・ ————ESG研究チーム（2014）,『サステナブル投資と年金ー持続可能な経済社会とこれからの年金運用ー』
- ・ 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ーステュワードシップ責任と年金資金運用ー」,『週刊社会保障』No.2805
- ・ 福山圭一・小野暁史・長野誠治（2015）,「欧州を参考にした年金資金によるサステナブル投資の促進方策に関する研究」,『年金研究』No.1
- ・ 松田茂樹（2013）,『少子化論ーなぜまだ結婚、出産しやすい国にならないのか』,勁草書房