

## 欧州年金の事例に見られる ESG 投資を支える国民意識

公益財団法人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. 序
2. 欧州公的年金に見られる ESG 投資を支える国民意識
  - 2-1 フランス…ERAFP (フランス公務員退職年金基金)
  - 2-2 デンマーク…ATP (労働市場付加年金機構)
  - 2-3 ノルウェー…ノルウェー政府年金基金
3. GPIF の「平成 29 年スチュワードシップ活動報告」について
  - 3-1 運用会社のガバナンス改善
  - 3-2 GPIF 自身のスチュワードシップ活動
4. GPIF が公にした「平成 29 年度 ESG 活動報告」について
  - 4-1 国民に支持される GPIF への脱皮のために
  - 4-2 クラスタ一弾製造企業を保有する GPIF の取るべきアクション
  - 4-3 S 課題としての人的資本関連の情報開示促進

尚、文中の意見に亘る部分は筆者の個人的意見であり当機構のものではない。

### 1. 序

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構(以下、当機構)では「年金資金による ESG 投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」(注 1)を本年 5 月に公表(アンケート調査は 2017 年 3 月)した。これは以前、公表した「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」(アンケート調査は 2012 年 3 月)をフォローアップするものである。

この 5 年間、GPIF による PRI 署名、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コード策定、GPIF の ESG 指数公募など、ESG を巡る状況は大きく変わり GPIF の ESG 投資は既に 1 兆円を超える額まで増加している。

国民の拠出した保険料のうち年金給付に充てられなかったものを GPIF が年金積立金として市場で運用することにより年金財政の安定化に活用することが、公的年金制度における年金積立金の基本的な意義とされている。その意味でその資金運用について国民の理解と支持があることが当然に必要と考えられよう。

しかし今年公表した調査結果によればそもそも年金積立金が市場で運用されていることを知らない者が 37%、20 歳代に限ると 59%に上ることが分かった。

またアンケート調査は ESG 投資に対するイメージを持ってもらった上で、ネットアンケートでの高学歴バイアスを補正しているが、それでも ESG 投資について「知らなかった」という回答が 86%を占めた。

ESG 投資については昨年から実践されたこともあり一般国民の理解が進んでいないことは必ずしも不自然ではないとしても、30 年以上前から行っている年金積立金の市場運用を知らない国民が未だに 4 割近くに上っているのは大きな問題であり、GPIF による普及啓発の必要性を強く示唆していると言えよう。

市場運用について大方の国民の理解と支持がなければ、長期継続的に ESG 投資を推進できる環境条件はいつまでたっても整わない。今回の調査結果は、積立金の市場運用について一般国民に対する普及啓発とその上での ESG 投資の促進の必要性を強く示唆している。

他方、欧州の公的年金による運用はメディアや NGO によって常に注目され、従って公的年金としてはそのような国民意識を反映した結果として ESG 投資を行っている、もしくは行わざるを得ない状況にさらされている。

筆者は今年、日本 CFA 協会の理事として当協会の主催する Japan Investment Conference2018 のプログラム作りに深く関わったが、その中で仏から招へいた ERAFP の CEO、Philippe Desfossés 氏と親しく意見交換する機会を得た。その際に仏の公的年金が如何に国民からの負託を受けて、その根本的な投資方針を決定してきたかその受託者責任のあり方ということに大きな興味を持った。

また、昨年デンマークのコペンハーゲン・ビジネス・スクールに外部講師として招聘された機会に同スクールから紹介を受け ATP を訪問する機会を得た。その担当者からも、「窓を開ければ外から NGO が中を覗き込んでいるかのような心理的圧力を受けながら投資方針を考えている。」という話をヒアリングして、我が国の国民意識とデンマークにおける状況の彼我の差を感じた。

そこで、欧州の公的年金がなぜ ESG 投資に熱心なのか、その ESG 投資を推進する上で必ず必要となる、外部ステークホルダーとの関わりの中でのそれぞれの社会的責任投資に対する考え方を紹介する。その際、ESG 投資の観点から社会的責任投資方針を推進する上での事例として各公的年金がクラスター弾製造関連企業への投資についてどのようなスタンスで臨んでいるのか、について触れる。

その上で GPIF が本年、公にしたスチュワードシップ活動報告と ESG 活動報告を材料に、GPIF が ESG 投資を推進していく上でその報告書に書かれていることに加えて自らのスチュワードシップ責任をより良く果たし ESG 投資を更に推進する為には今後さらに何が必要なのか、具体的には現在 GPIF が保有しているクラスター弾製造関連企業への投資の見直しの為に GPIF が取るべきアクションについて考えてみたい。最後に S 課題としての人的資本関連の情報開示

促進の重要性について考察する。

## 2-1 フランス…ERAFP（フランス公務員退職年金基金）

### ① 概要

2005年に設立された現在総資産300億ユーロ(約3.9兆円)のコレクティブDC制度(強制加入)としての公務員の為の積立方式型年金基金。制度からまだ日が浅く資産形成の初期段階にあり、2050年頃に成熟期が到来する。

フランスでは従来から賦課方式型年金基金が制度化されていたが、ベビーブーマー世代への年金支払いによる費用負担の不均衡を是正する為に積立型年金基金を創設しようとする政府に公務員労働組合が反対する中で、ESG投資をすることを条件に設立交渉が合意された。

その結果、当初からERAFPはユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として2006年にSRI憲章を制定し、またPRIおよびSDG'sにも署名し、年金業界内で最高のESG投資をERAFP設立以来、実践していることで知られている。現在のCEOであるデフォッセ氏(Philippe Desfossés CEO, ERAFP)は気候変動機関投資家グループ(IIGCC) (注2)の副議長となっている。

### ② ガバナンス

理事会は雇用者代表8名と公務員代表3名(国家公務員、地方公務員、病院)、受益者代表(組合代表)8名に加えて、有識者3名で構成されている。(注3)理事会がERAFPの活動を監督し、戦略的課題に大きな責任を有する。具体的には、戦略的資産配分(戦略的枠組みのみ)、制度の価格決定

(ERAFPはポイント制を採用しているが1ポイント購入するのに支払う対価の再評価や1ポイント相当の年金額)を決定している。

理事会は実務的に業界で最善の方法を通じて、すべての投資意思決定で実践されているERAFPのSRI憲章を共有している。理事にはALMや投資、監査等の基本を習得するための講習会の数多くの機会が用意されている。

### ③ステークホルダーの意識を反映したESG投資の実際

このように先端的なESG投資家であるERAFPは設立以来、労働組合という重要なステークホルダーから明示的にESG投資をすることを求められてきた。

ERAFPの使命は制度が450万人の加入員のための給付を確実に行うことができるようにすることである。ERAFPの受託者責任とは、その為に収益性がありかつ慎重な方法で投資を行うことで使命を果たすことである。ERAFPの理事会は事業がどのように社会問題やガバナンスの問題、環境問題を考慮するかこそがビジネスモデルの持続性を評価するうえで鍵となると考えている。業

界内最高の ESG 投資政策の実践を通じて持続的社会に向けた移行が確かなものだと理解しない投資先企業群がポートフォリオから排除されている。

気候変動は事業にとってリスクであり、誰もが知るように、測定できないものを管理することはできない。そこで ERAFP は 2014 年に株式ポートフォリオ保有銘柄のカーボンフットプリント（二酸化炭素排出量）の計測を開始した。

ERAFP 自体は自家運用が出来ないため、アセットマネジャーとの合意で独自の SRI 憲章に基づく ESG 投資を「ベスト・イン・クラス（ESG 評価の高い銘柄を選択）」方式によって行っており、ESG 基準で投資対象企業をふるいにかけて下位三分の一には投資しないという方針を持っている。

また ERAFP から運用委託をされた AM に対しては、SDG's 目標達成に年金として出来る事としてカーボン測定以外に以下のような活動を推進している：

- ・投資顧問会社のアムンディと脱カーボンで協調
- ・AM に脱カーボンを要請しダミー・ポートフォリオでその実力をテスト
- ・エンゲージメント方針を策定し、すべての AM に遵守を求める

フランスの公的年金であるため、フランスの法律もしくはフランスが批准した国際条約で禁じられている投資、たとえば、非人道的兵器やクラスター弾の開発・製造・販売企業は投資先から除外しているものの、石油会社には投資はしつつ長期投資家としてエンゲージメントをすることで社会的責任を推進する投資家としての矜持を保っている。

議決権行使についても以前は制限されており実施していなかったが、2012 年からは厳格な内部規定とフローを制定し、議決権行使型の ESG 投資も今は行えるようになっている。

成熟期に至るまでの今後 30 数年間は、相当額の正の資金流入（今後の 10 年間、年平均 25 億ユーロ（約 3200 億円）が発生する。このことは、当制度が「寛容な」資金（インフラストラクチャーやリスクの高いベンチャーキャピタルのように長期の新規事業をファイナンスするのにとても重要）を経済に供給出来る長期投資家としての特徴を有している。

設立当初は主に国債のみを投資対象としていたが、2007 年にかけて徐々に株式への分散を開始し、2009 年には私募債、2012 年には不動産、2016 年には未公開株投資を開始している。地理的分散も漸次進めているが現在はフランス（44%）と他の EU 諸国の割合が大きくなっている。

2017 年末の資産配分は債券 57%、転換証券 3%、株式 27.5%、マルチアセット 2.5%、不動産 9%、非上場株式・インフラ 1%であり、2017 年の会計上の積立比率は 105%。非償却資産の含み益を勘案した経済上の積立比率は 119%である。

また割引率は 0.7%である。

CEO のデフォッセ氏は気候変動機関投資家グループ(IIGCC) での活動だけでなく、ESG 投資に関するオピニオン・リーダーとして各方面で積極的に発言している。直近では 2018 年 7 月に日本 CFA 協会の招きで来日して「どのようにすれば年金基金がエネルギー転換のファイナンスに貢献できるか」という論題で講演した。その中で化石燃料に過度に依存した現状に警鐘を鳴らし、年金運用はエネルギー転換を助けるべし、という持論を展開していた。

## 2-2 デンマーク…ATP(労働市場付加年金機構)

### ①概要

2017 年度グローバル年金指数ランキング「マーサー・メルボルン・グローバル年金指数」によれば首位はデンマークで 2012 年より 6 年連続となっている。

デンマークの公的年金制度は 3 階建ての制度であるが、その 1 階は 2 つに分かれており、第 1 層が国内居住年数に応じた国民年金、第 2 層は被用者が月額労働時間に応じて拠出した保険料をまとめて運用している ATP (労働市場付加年金機構)である。第 1 層の国民年金の財源はすべて税金であるが第 2 層の ATP からの年金給付は拠出金と運用収益を財源としている。

ATP は 7,686 億クローネ(約 14 兆円、2017 年末)の資産をもつ、欧州で最大規模の年金の一つである。費用を押さえつつ安定的な年金の支給を目指し資産はデンマーク内外の債券、株、不動産やインフラに投資されている。

### ③ ガバナンス

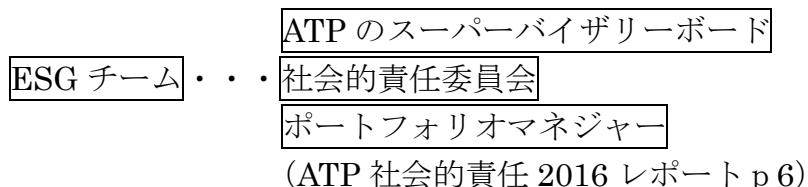
ATP の理事会は労使代表で構成され、管轄は雇用省となっている。

ATP の社会的責任レポートによれば「ATP の 5 百万の加入員、デンマークや国際的 NGO 及びその他のステークホルダーは、ATP が如何にしてその責任を果たすか、もしくはそこから外れているかを見ている。ATP のスーパーバイザーボードは『投資における社会的責任方針』と『アクティブ・オーナーシップ方針』に基づき、広範囲の ESG 課題を投資分析及び意思決定に組入れることを決議した。たとえば ATP 株式投資のスクリーニングを通じ、絶え間のない対話と投資先企業の株主総会での議決を通じてである。」(ATP 社会的責任 2016 レポート p 5) とある。

「ATP の投資意思決定における社会的責任をきちんと経営陣が見ていることを確保する為、社会的責任を果たす活動は社会的責任委員会によって調整されている。本委員会の議長は CEO で他のメンバーは CIO、CRO 及び関連部署の投資マネジャーである。委員会ではあらゆる評価や意思決定が事実や客観的評

価に基づいていて、ATP の絶えざる社会的責任を迫及する努力がうまく調整、強化され発展されていることを保証している。分析作業はインハウスの ESG チームによってなされ、そのチームが社会的責任委員会の為に働き、その会議での決定を実践している。」

### ガバナンスと責任投資



#### ④ ステークホルダーの意識を反映した ESG 投資の実際

このように ATP の場合、首尾一貫した ESG 投資が行われるよう、ガバナンス構造の中で ESG 投資の意思決定過程がしっかり組み込まれ、経営陣が社会的責任投資方針をもとに社会的責任を果たす努力を遂行する状況をスーパーバイザー・ボードがモニタリングする仕組みが出来上がっている。

ATP の社会的責任投資方針では以下の条項がある：

#### ATP の社会的責任投資方針

- ・当該企業が業務を行う国の規則もしくはデンマークが批准する国際規範に対して、意図的また継続的に違反する企業の発行する株式を ATP は購入しない。
- ・デンマークが支持する、国連もしくは EU によって通商停止地域と指定された国々に位置する企業の株式も購入しない。

また ATP はアクティブ・オーナーシップ方針を策定している：

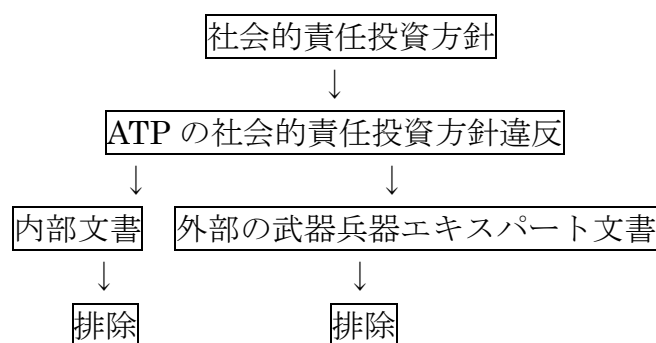
- (i) ATP は株式を所有をするあらゆる企業の株主総会で議決権行使をすることを通じて対話をする
- (ii) ATP は投資先企業とたとえばコーポレート・ガバナンスを含む様々なテーマでしばしば絶えざる対話をする。

また ATP は国連グローバル・コンパクト原則や PRI を支持してそのメンバーになっているのでそれらの原則を重視しており、その原則は全て体系的に ATP のスクリーニング・プロセスに組み込まれている。

#### ⑤ ポートフォリオから除外されるクラスター弾製造関連企業

ATP はその投資する企業が ATP の社会的責任投資方針に違反していないことを確かめる為にスクリーニングをしている。

ATP の投資先企業はデンマークの法律もしくは当該企業が業務を行う国の法律を犯してはならずデンマークが批准する国際規範に反してはならない。従ってクラスター弾の使用や保有、製造を全面的に禁止するオスロ条約（クラスター弾禁止条約）にデンマークは加盟しているので、ATP の社会的責任投資方針に基づきポートフォリオからクラスター弾製造関連企業は除外されている。



(ATP 社会的責任 2016 レポート p 9)

しかし実際の問題として、ある企業をクラスター弾製造関連企業と認定するかどうかの判断は簡単ではない。たとえばこの分野で著名なオランダに本拠を置く国際 NGO の Pax の情報だけを鵜呑みにするというやり方は ATP では取っていない。実際に ATP の除外リストを見るとクラスター弾製造関連企業の数 は Pax の挙げた 5 社ではなく 22 社にのぼり、相当な社内リソースを除外リスト作成に費やしていることが想像される。(ATP 社会的責任 2017 レポート p 57-58)

「十分な技術的知識や製造物及びオーナーシップに関する詳細な情報へのアクセスが、当該企業が武器製造に関わっているかどうかを決定する上で必要となる。そのような知識や情報は ATP 内部にはない。従い、ATP は弾薬の技術的知識については外部のデータ提供者からそれに特化したデータを購入している。毎年数回 ATP はこのデータ提供者から武器製造に関わる企業に関する情報を受け取っている。2016 年にこの分野におけるデータ提供者の方法と我々自身の実務を精密に記し、プロセスを統合した。」(ATP 社会的責任 2016 レポート p 10)

#### ⑥ スクリーニング・プロセスの実際

ATP 社会的責任 2016 レポートからその部分を抜粋する：

「スクリーニングの第一ステップは ATP の社会的責任投資方針に潜在的に違反しそうな企業を選ぶところから始まる。予め選定されている定量的指標に基づき、データ提供者が適用する方法論を参考にしつつ、焦点となる企業を自動的に選り分ける閾値を ATP は築きあげてきている。焦点となる企業の選ばれた ESG 指標のスコアがポートフォリオの他の企業よりかなり低ければ、ATP の社

会的責任投資方針違反となるリスクがあることになる。

もしある企業のスコアが閾値より低いなら、その行動と十分な証拠のない当該企業の主張が ATP の社会的責任投資方針違反になるかどうか精査されることになる。この結果、第二ステップに移行する。企業による証拠のない主張が ATP の社会的責任投資方針に違反するかどうか ATP の ESG スタッフにより定性的にスクリーニングされる。もし企業による証拠のない主張が深刻であり、ATP の社会的責任投資方針に潜在的に違反すると見做されると、更なる精査の対象となり、事実探しの過程が始まる。

事実探しの過程は、NGO や企業のホームページのようにだれでも見られるような情報源に基づくオープンな調査である。ATP は企業に対して、証拠のない主張についてのコメントを尋ねる。そのケースの事実がこの時点でまだ不明確なので、ATP はどの企業でどの主張が精査中かは開示しない。

スクリーニング過程は継続的に行われており、ATP としてはこの過程を外部の業者に委任するのではなく、内部で行うことと決めている。一つの理由は ATP の社会的責任投資方針の中で、調査は事実に基づく客観的評価によって行われるべきであり、そして ATP の社会的責任投資方針違反かどうかを決定するのは ATP の社会的責任委員会である、と明記されているからだ。」

ATP としての定量的指標を予め選定する際に、幅広い国際協定やグローバルコンパクト原則に関連した ESG 課題を組み込んでいるので、スクリーニング過程では実際の疑わしい企業の行動に作業を集中することが出来るという。また、スクリーニング過程を外部業者にアウトソースするのではなく、内部で行うことは ATP の社会的責任だという考えも傾聴に値しよう。

## 2-3 ノルウェー政府年金基金

### ①概要

**ノルウェー政府年金基金**は年金制度ではなく、ノルウェーのソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) である。北海油田の石油収入を原資としており、世界最大の年金である GPIF に次ぐ約 110 兆円を超える資産規模である。同国の石油収入を金融資産に変換することで次世代にリレーする役割を担っている。従い、責任投資を行うことはノルウェー政府年金基金の運用の中核的概念である。

### ②ガバナンス

ノルウェー政府年金基金は、ノルウェー財務省がその所有機関であるが、運用に関する執行や実務はノルウェー中央銀行の中に設けられた投資運用局ともいべきインベストメント・マネジメント (NBIM) の専門の運用部隊に委託され



ている。財務省が戦略的資産配分やベンチマーク・ポートフォリオを決定し国会に対し運用報告を行う。中央銀行の NBIM はそのベンチマーク・ポートフォリオに基づき超過収益達成を目指した運用を行い、財務省に四半期及び年次報告書を作成する。

NBIM の組織運営哲学は「説明責任、透明性、専門性」であり、最大の収益を上げる役割を担う投資者として、政治当局と基金運用との線引きを明確にし、情報開示が行なわれている。実際に運用を担当する NBIM と中央銀行の他の部局との間にはファイア・ウォールが敷かれている。

### ③ スクリーニングと除外プロセス

ファンドの運用にあたっては、国連が提唱するグローバル・コンパクトや OECD コーポレート・ガバナンス原則など国際的基準をもとにした「政府年金基金からの除外と監視の為のガイドライン」に基づいて行なわれており、投資規定で社会的責任に問題のある企業には投資しない。

従って、このガイドラインに抵触するような非人道的兵器を生産するクラスター弾製造関連企業への投資が出来ないことは明白になっている。このガイドラインに抵触するかどうかの判断はノルウェー中央銀行から独立した倫理委員会(Council of Ethics)が詳細に検討した上で報告書を作成して除外を勧告し、ノルウェー中央銀行が除外の決定をする。倫理委員会のメンバーは 5 人で任期は 4 年で財務省が指名している。倫理委員会には専任スタッフもおおり実際の調査もした上で除外勧告をし、その勧告にあたっての報告書は公表されることで、除外理由は誰もが知ることが出来る。

除外の基準には 2 通りあり、製品を基礎とした除外と活動を基礎とした除外の二つがある。前者がクラスター弾製造関連企業にあてはまるがその他にもたばこや軍需品販売企業も該当する。後者は人権侵害や環境へのダメージを与える企業、汚職の問題のある企業などである。

このノルウェー政府年金基金の除外プロセスを見ると基準が明確だけでなく、除外を決定する運用執行部門とは別の独立した機関が勧告し、勧告にあたっての報告書も公開されることで透明性が確保されている点が特徴である。このような際立った透明性の背景には、石油収入を今使ってしまうのではなく将来世代の為に金融資産に変換しなければ、かつてのスペインやオランダなど天然資源産出国が犯したわなにはまりかねないという強い危機感があるといえよう。

### ④ ステークホルダーの意識を反映した ESG 投資の実際

ノルウェー政府年金基金は現在の国民の為の年金資金ではなく、石油収入を原資として、あくまで将来の年金支出への備えとして運用が行われている、とい

う意味でタイムホライズンは極めて長期である。

現代の人間社会は、温暖化、自然環境の悪化など、持続可能性が危惧されるさまざまな問題を抱えている。これらは SWF として ESG 投資で地球の持続可能性に貢献するために金融の側面からも行動していかなければ解決できない大きな課題である。

2015 年には石炭への投資は気候変動、資産運用の双方の観点からリスクが高いと判断され石炭関連の株式を全て売却した。また同年、パーム油生産に関連し環境へ深刻な悪影響を与えているとの判断に基づき、マレーシアの IJM コーポレーションとゲンティング、および韓国のポスコ、大宇国際の 4 社を投資対象から除外すると発表した。2015 年から拡大した ESG (環境、社会、ガバナンス) 関連リスクの分析により、2016 年には 73 社から投資引揚げ (ダイベストメント) を行ったことを発表した。また健康、安全、環境および人権分野のリスク分析をさらに綿密に行うことで、石炭関連企業 27 社および鉱業会社 9 社から投資を引き揚げ、過去 4 年間で合計 187 社からのダイベストメントを実施した。このようなノルウェー政府年金基金による専門性の高い ESG 投資は、透明性のある報告で説明責任を果たすことにより国民からの高い信頼を得ていると言える。

### 3. GPIFの「平成29年スチュワードシップ活動報告」について

ここまで欧州年金の事例からESG投資を支えるステークホルダーの意識を踏まえた社会的責任投資方針と事例としてのクラスター弾製造関連企業の取扱いについて見てきた。そこでGPIFがESG投資を推進する裏付けとしての国民意識醸成のためにどのような努力をしてきているかを見てみたい。

2018年2月2日にGPIFは「平成29年スチュワードシップ活動報告」を公にしたのでそこに掲げられている論点から見てみよう。

#### 3-1 運用会社のガバナンス改善

同報告書によると、被保険者の為に長期的な投資リターンを拡大する為にはインベストメント・チェーンにおけるWin-Win環境の構築をしなければならない、と述べている。そのためには運用会社のスチュワードシップ推進活動の強化、ガバナンス改善が必要とある。

投資先にガバナンス改善を求める機関投資家自らが、ガバナンス改革を率先すべきではないか、つまり、運用会社のコーポレート・ガバナンス自体が投資先のガバナンスを引き上げられるような水準に達していなければインベストメント・チェーンの律速、もしくはボトルネックとなるという問題意識は共感できるものである。インベストメント・チェーンにおける世界最大規模のアセット・マネジャーとしてGPIFは運用会社に対してそのガバナンスを評価し、修正のメカニズムを働かせる重要な役割を果たしているのは事実だからである。

しかしたとえば海外において脱相互会社化が進む中で、我が国大手の生保会社では1社を除きすべて「相互会社」の形態を依然としてとっているという事実はどう捉えるべきであろうか。相互会社では性別や県別での偏りが無いように会社が抽出した総代で構成される総代会が最高意思決定機関になっている。つまり会社が選んだ総代が出席する総代会で、果たしてガバナンスが有効に機能するのかという点については当報告書を読む限りでは触れられていない。

総代会によるガバナンスは機能するか、という議論はかなり前からされてきたが、大手の一角が脱相互会社化して株式会社になったのはガバナンス構造の抜本的な改革をしなければこれからの海外生保との戦いに生き残れないから、という背景があったと言われている。旧来からの相互会社の中には総代の立候補制を一部導入したり委員会設置会社となった大手生保もあるし、有識者の発言で活性化されている総代会もあるとは聞く。しかし「会社が選んだ総代が出席する総代会」によるガバナンスには根本的な問題が残ろう。

運用受託機関のガバナンス問題として親会社との利益相反を防ぐ組織上の分離、社外取締役の選任、第三者委員会の設置については触れられており、運用受託機関との積極的なエンゲージメントを行うことにも当報告書では触れられている。また議決権行使結果公表の要請をしているとは書いてあるが、相互会社系列アセット・マネジャーで活発にガバナンス改善を投資先に迫っているところが親会社のガバナンスについて無言で良いのか、というような問題については GPIF としての考えが明らかにされていない。

更に生保協会としては従来から投資先に対して「ROE をもっと高く」と要望してきているが、相互会社としての自らの基金募集の IR で「なぜ内部留保を積み上げるか」については「自己資本継続強化し資本を厚くする」としか書かれていない点についても運用受託機関としての生保とのエンゲージメントのテーマになりうるであろう。また、メガバンク系列信託銀行の 2 行に関しては持株会社に取り込まれているため信託としてのガバナンス構造が見えにくいという問題も看過されている。

運用会社のガバナンス改善の為には運用受託機関とのミーティングで総合評価方法を見直す際に、「生命保険相互会社のガバナンス」、「信託銀行のガバナンス」についても是非、議題に挙げて個別ミーティングでフォローしたり、アセットオーナーによる共同エンゲージメントで検討されるべきではないだろうか。

### 3-2 GPIF 自身のスチュワードシップ活動

本報告で最も不足していると考えられるのは GPIF 自身のスチュワードシップ責任がどう果たされているか、ということに対する省察である。つまり ESG 投資を更に推進するのであれば、自らの ESG 投資の意思決定における社会的責任を果たすために組織として、外部委託している ESG 投資の PDCA を管理してそれをきちんと経営陣と、更には第三者機関が監督しているという組織整備がされているかどうか、その為の意思決定プロセスについての考察である。

つまり外部の運用受託機関に対してガバナンス改善の注文を付けるだけでなく、まず隗より始めよ、ではないが自らのスチュワードシップ活動を確保する仕組み作りにおいて十分と言えるかどうかの検討である。GPIF は自家運用を株式では行っていないとはいえ、その為の必要条件は組織内で全アセットに亘る ESG 投資の PDCA を管理するチームを自前で作ることが先決であろう。というのも ESG 投資においては公的年金として投資対象にしても良い企業なのかどうかを倫理・規範との関係でも自らがどうしても精査する必要があるからである。

その解決策のヒントになるのが海外公的年金の取組方法である：

(i)除外リスト自前作成方式（デンマーク ATP）

外部のデータ提供業者から投資先を除外するかどうかに関連した技術的なデータは購入しつつも判断は組織として内製化して除外リストを作成する。ESG チーム、および社会的責任投資委員会、そしてそれを監督するスーパーバイザリーボードという三層構造となっている。

(ii)除外リスト外出し方式（ノルウェー政府年金基金）

運用組織の外に国民から負託された「倫理委員会」を作り、そこに専任スタッフを置いて実際の調査をした上で詳細な報告書を作成して運用組織を管掌するノルウェー中央銀行に勧告しその報告書を公表することで透明性を担保する。

そこで具体的な事例として現在、GPIF がそのポートフォリオに保有しているクラスター弾製造関連企業に関する対応を考えてみよう。

## 4. GPIF が公にした「ESG 活動報告」について

### 4-1 国民に支持される GPIF への脱皮のために

GPIF の使命は年金積立金の管理運用を通して、次世代の被保険者に必要な積立金を残すことである。ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家である GPIF にとり負の外部性を最小化する為に ESG を考慮することは不可欠だ、という理屈は一般国民にはそのままでは理解されにくい。

既に序で明らかにしたように今回の当機構アンケート調査結果は、積立金の市場運用や ESG 投資について一般国民に対する普及啓発を促進することの必要性を強く示唆している。UNEP FI et al.(2017)の Japan Roadmap においても GPIF の役割として ESG について一般大衆の認知を高める努力をすべしと指摘されている。また積立金基本指針においても、積立金運用に対する被保険者の理解を促進すべきことが規定されているし、2016 年 12 月の年金制度改正法では公的年金積立金の運用において「国民意識」が重要と明記されている。が、当報告書には「国民意識の醸成」に関連する項目は一切ないというのはいかがなものであろうか。

そこで国民に支持される GPIF へ脱皮する為に、ESG 投資を標榜しながら現実にはクラスター弾製造関連企業を GPIF が保有している、という分かりにくさを敢えて世間に問いかけて、法律改正など必要な手続きを踏むことによって国民的議論を巻き起こしてはどうだろうか。

### 4-2 クラスター弾製造企業を保有する GPIF の取るべきアクション

オランダに本拠を置く国際 NGO の Pax(注 4)が昨年 5 月に発表した“Worldwide investments in CLUSTER MUNITIONS “というクラスター弾の製造企業への投融資を行う投資家、金融機関に関する分析レポートの中に、Pax が定義するクラスター弾製造に関連したレッド・フラッグ企業は以下の表の 5 社である。

このレポートによると、クラスター弾に関する条約への加盟国は増えているにもかかわらず、クラスター弾製造企業への投融資総額は 2016 年報告時の 280 億ドルから 2017 年報告時の 310 億ドルに増加しており、また投融資している金融機関も 158 社から 166 社に増加していたという。日本企業でも第一生命保険、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、オリックス、三井住友フィナンシャルグループの 4 社が挙げられたことが話題となった。

GPIF が 2018 年 7 月に公開した 2017 年度末時点での「保有全銘柄リスト」と照らし合わせると、クラスター弾製造に関連したレッド・フラッグ企業の内、GPIF は 3 社の株式を保有しており、時価総額で 134 億円相当であることが分かる。これは昨年の公開リストと比較すると銘柄が 1 社から 3 社に増え、時価総額も 102 億円相当から 32 億円ほど増加していることも分かる。

GPIF 保有全銘柄開示によるクラスター弾製造関連企業(2017.3 末時点)

銘柄名	数量	時価総額 (円)
HANWHA CORPORATION (韓国)	0	0
Orbital ATK (韓国)	0	0
Norinco(中国)	0	0
POONGSAN (韓国)	0	0
TEXTRON INC	1,915,564	10,162,417,134
合計	1,915,564	10,162,417,134

GPIF 保有全銘柄開示によるクラスター弾製造関連企業(2018.3 末時点)

銘柄名	数量	時価総額(円)
HANWHA CORPORATION(韓国)	320,700	1,268,766,692
Orbital ATK(韓国)	0	0
Norinco(中国)	0	0
POONGSAN(韓国)	2,182	8,692,686
TEXTRON INC(米)	1,934,664	12,137,283,089
合計	2,257,546	13,414,742,467

先に触れたようにフランスの ERAFP やデンマークの ATP ではクラスター弾製造関連企業は保有していないが何故 GPIF で保有しているのだろうか。

はじめに、で触れた当機構の「年金資金による ESG 投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」にある設問 23-2「自分や家族の払った保険料は、環境や社会に関わる問題、コーポレート・ガバナンスなどに後ろ向きの企業には投資しないようにしてほしい」に対しては、肯定 40%、否定 18%と大きな差があったことから類推すれば、もし「クラスター弾製造関連企業に現在、投資されていることに賛成か反対か？」と問われれば、圧倒的多数の国民が反対の意思表示をするのは確実であろう。

1. 自分や家族の払った保険料は、環境や社会に関わる問題、コーポレート・ガバナンスなどに後ろ向きの企業には投資しないようにしてほしい。

		全体	男性	女性
		%	%	%
1	そう思う	12.27	11.87	12.64
2	どちらかといえばそう思う	27.25	28.28	26.31
3	どちらかといえばそう思わない	10.89	13.41	8.56
4	そう思わない	6.71	7.61	5.88
5	わからない	42.88	38.84	46.62
合計		100.00	100.00	100.00

出典：「年金資金による ESG 投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」設問 23-2、公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2018年5月）より

国会での野党からの質問主意書への答弁として、「クラスター弾禁止法は、GPIF がクラスター弾を製造している外国企業の株式を保有することを禁止しているものではない。」という答弁書を閣議決定したと 2017年4月7日付の日経新聞では報道されている。我が国の法律（注5）で、GPIF は運用委託先に投資判断を一任しており、個別の投資判断に GPIF が関与する余地がないという現行法令上の枠組みにその根拠が求められている。しかし国家としてオスロ条約に加盟していることと矛盾を抱えているのは明らかである。

PRI に署名した GPIF としては、ESG 投資を推進するという投資方針と非人道兵器作りに関与するという点で齟齬をきたしていると言わざるを得ない。安全で効率的な運用の結果、基本的人権を侵害する企業への投資が許されているという現状に対して倫理規範が欠如しているという世論がいつ起きてもおかしくない。

GPIF はむしろ率先して自ら投資しているという現実を解決する方策を主体的に取るだけでなく、クラスター弾製造関連企業に融資している金融機関 4社にもエンゲージメントをするべきではないだろうか。パッシブ運用受託機関の側でも何もしなくて良いというわけではない。積極的にエンゲージメントをすることでクラスター弾製造関連企業に対して働きかけることも今後は検討されるべきであろう。

GPIF の運用に対する国民意識が低くマスコミからもそれ程問題視されてい



ないということを背景に、法律で禁じていないから保有することに問題はない、としている現状はその影響の大きさを考えれば、早急に改められるべきであろう。

国民意識が高まり、ESG にメディアからももっと関心が集まるようになれば「個別の投資判断に GPIF が関与する余地がないという」法的枠組みは残しつつ倫理・規範の面で問題企業を除外するような方法は考えられよう。未だにクラスター弾製造関連企業に投資しているという現実、水口剛が著書『ESG 投資』の中で指摘するように「公的年金の運用と、倫理や規範との関係について検討するという視点が欠けている。」(水口剛著『ESG 投資』 p182) ののではないだろうか。

公的年金を管掌する 4 省で合意して『投資における社会的責任方針』と『アクティブ・オーナーシップ方針』を作って倫理や規範に関する方針を明示し、その方針に基づき政府からも GPIF からも独立した「倫理委員会」を作り、どこの公的年金でも共通する判断基準を作り根拠の明示を透明性を保って開示することによって、欧州公的年金のようにクラスター弾製造関連企業への投資を避けることは出来るはずである。

#### 4-3 S 課題としての人的資本関連の情報開示促進

企業の市場価値の大半は財務情報ではなく ESG で表現される非財務情報により説明されるというのは既に投資家にも支持されるようになったが、S には従来は腐敗防止、特定の兵器排除など企業価値分析に直接は結び付かない課題が多いのがアナリストの頭を悩ませる問題となっている。

英国の NAPF(注 6)はその 2015 年の年次報告書の中で「人的資本は企業の長期的成長にとり極めて重要だが、現状では企業による開示が極めて限定的」と指摘したがこれは我が国でも当てはまる。

UNEP FI et al.(2017)の Japan Roadmap では、ESG 課題は国によって異なるが日本では高齢化と人口減少で女性の労働参加や高齢者の雇用促進が課題と指摘した。

より多くの「高齢者」「女性」「非正規雇用の若者」が労働に参加し、年金保険料を支払うことが、公的年金財政の持続性向上に直結する。労働参加が促進されれば公的年金の持続性は確保されるが、さもなくば確保されないという点が平成 26 年財政検証で明示されている。

年金財政の持続性が高まれば、老後を公的年金に頼る被保険者としての国民の利益につながるし、生産年齢人口が減少し続ける中で労働参加率向上を図る

ことはわが国経済全体の底上げにつながる。これは即ち、パッシブ運用が主の年金積立金運用では、長期的な投資リターン確保につながる。

その意味でテーマ指数としてシニア活躍指数（仮称）を創設することで高齢者雇用の情報開示を促進しまた、若者の雇用対策の問題解決の為に若者の雇用対策指数（仮称）の創設を GPIF は検討すべきではないだろうか。

人口減少社会で恒常的な人手不足の中、企業イメージ向上に結び付く高齢者、若者雇用対策指数は女性活躍指数と並び重要である。そのような指数が出来れば、高齢者・若者指数に選定されたいという動機で企業の人的資本関連の情報開示が促進され、ひいては企業分析が精緻になることで人材不足リスクへの対応が進むことが期待されよう。それこそがユニバーサル・オーナーとして市場全体に影響を与え、ひいては海外からの投資の増加も期待できる方策となろう。

現状では法律が無いので女性活躍指数のようなインデックス組成が不可能、と言われるが、それも人的情報の開示が投資家に支持されるとの確信を企業が持てば法律を作る上でも受け入れやすい環境を醸成することに繋がるわけで、単に法律が出来るのを待つというのでは、公的年金財政の健全性がわが事である GPIF としては策が無いと言われよう。

年金積立金運用の一環である ESG 投資は国民の理解と納得が得られるように行うことが肝要である。特に高齢者雇用、女性の活用、若者の雇用対策の促進など働き方の分野は、国民理解が得られやすいテーマであるし、労働参加率向上により公的年金持続性を高められれば、国民がわが事として認知度も向上する可能性が高い。

わが国の少子高齢化や人口減少問題に対処することは、長期的な公的年金財政の改善に貢献し、GPIF の存在意義を一層高め、世界にベストプラクティスを示すことにもつながろう。

以上

#### 注釈

1. 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構「年金資金による ESG 投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」（2018 年 5 月）

[http://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/H\\_29\\_03.pdf](http://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/H_29_03.pdf)

2. IIGCC(Institutional Investor Group on Climate Change)

気候変動対応のため、総資産 21 兆ユーロを持つ 12 か国 158 会員からなる欧州の金融機関や投資家で構成されるグループ。

3. ERAFP 情報については同ホームページ及び日本 CFA 協会ホームページ掲載資料より引用：

<https://www.cfasociety.org/japan/publications/Self-Introduction.pdf>

4. Pax “Worldwide investments in CLUSTER MUNITIONS “(2017年5月)
5. 年金積立金管理運用独立行政法人法第20条第2項  
「年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」行うものと定められている。
6. NAPF…2015年からPLSA(Pensions and Lifetime Savings Association)  
「労働者が退職後により高い所得を得られるようお手伝いをする」という目的を掲げた英国のNPO。

#### 参考文献

- ATP 社会的責任 2016 レポート(ATP Group Social Responsibility Report 2016)
- ATP 社会的責任 2017 レポート(ATP Group Social Responsibility Report 2017)
- 水口剛著『ESG 投資』(2017.9 日経出版)