

年金運用における ESG 投資のうちの S（社会）要素

（その 1）英国政府の取組みと日本の年金資金運用

2024 年 12 月 3 日

福山圭一*

【要旨】

社会要素は年金とより密接な関係があるといえることができる。英国では、年金運用における社会要素の考慮について、政府から 2021 年 3 月に意見募集が行われ、大手年金制度の社会要素の考慮の状況も紹介された。そして、その政府回答が 2022 年 7 月に公表された。政府回答では、受任者は財務的にマテリアルと思われるすべての事項を考慮すべきであることなど一連の見解が示されるとともに、タスクフォースを設置して更に検討する旨が記載された。

社会要素については、テーマの多様性、データの不完全性、地域性、倫理性、政治性といった問題が挙げられよう。日本の年金資金運用に関しては、何が財務的にマテリアルなのかの視点を持つべきこと、近時は開示が進みつつあること、日本独自の問題を考慮する視点が重要であること、年金財政の改善に結びつくインパクトを考慮することが必要であると考えられること、運用機関その他年金資金運用に関与する民間の取組みに期待したいこと、といった指摘ができる。

1 はじめに

日本では、かつて ESG 投資はマイナーな投資に過ぎなかったが、2015 年に GPIF が PRI¹に署名して以降、国内の雰囲気は一変した。それから 10 年近い歳月が経過したが、その間、公的年金の資金運用においては、2020 年の積立金基本指針の改正により ESG の考慮が義務化されたことは特筆される。今日では多くの公的年金の運用主体が PRI に署名している。

ESG の諸課題のうちで最も議論が進んでいるのは E（環境）に属する気候変動であるといって差し支えないであろう。最近では生物多様性に注目が集まっ

*年金シニアプラン総合研究機構上席研究員

¹ Principles for Responsible Investment（責任投資原則）

ている。気候変動など環境の変化に対して企業が対応を余儀なくされ、これに伴って年金資金運用の長期的パフォーマンスが左右される可能性は否定できない。また、加入者や受給者の生活に環境変化の影響が及ぶこともあるだろう。しかし、年金制度自体が環境から直接的に影響を受けることは考えにくい。

これに対し、ESG のうちの S、すなわち、社会要素についてはどうか。例えば、厚生年金保険料は賃金に対し定率で賦課されることから、企業における労働と密接な関係がある。企業年金も同様であり、労働条件の 1 つとも言えるものである。日本では物価上昇率を超える賃上げの連鎖が課題になっているが、これがあらゆる産業分野で実現すれば、ESG 投資に関してわが国でしばしば言及される「経済全体の底上げ」につながるであろう。同時に、年金保険料の増大によって年金財政にも寄与することが期待できる。

また、日本で最大の社会的課題と考えられる少子化は、年金の長期的な持続性に深く関係する。将来の支え手の減少は賦課方式を採る公的年金にとって最も根本的な問題である。このように考えると、社会要素は年金とより密接な関係があるといえることができる。

しかし、日本で年金資金運用において社会要素を特定して考慮することは、今のところ制度上も仕組み上も行われていない。では、海外はどうだろうか。

英国は年金運用分野における ESG 投資で世界の先頭に立ってきた。例えば、1999 年に、職域年金の投資規則において、運用基本方針の記載事項として「投資において、社会、環境又は倫理的な考慮を（もしするなら）する程度」を記載することが定められた²。このような規制の導入は世界に先駆けるものであり、この規定以降、英国の職域年金の中で ESG 投資が大いに進んだ。

また、ESG の中の最大テーマである気候変動に関しては、2021 年年金制度法により、大手の職域年金に対し TCFD に基づく開示が義務づけられた³。これ

² この規定の趣旨は、考慮するのであればそれを記載せよということであって、投資において社会や環境などを考慮することを推奨するものではなかった。この規定は 2018 年に改正され、職域年金の資金運用において ESG の考慮が事実上義務化された。英国の投資規則による ESG 関連の規制については、福山（2019）「イギリス職域年金における投資規則等の改正について－運用基本方針への ESG 及びステewardシップ関連事項の記載の観点から－」『年金調査研究レポート』（2019 年度）を参照されたい。

³ これについて詳しくは、福山（2021）「英国大手企業年金に対する TCFD 勧告に基づく気候変動への対策及び開示の義務づけについて」『年金調査研究レポート』（2021 年度）を参照されたい。

も世界で初めてのことである。

そして、年金運用における社会要素への取組みについても世界の先陣を切っている。2021年3月に英国の雇用年金省（Department for Work and Pensions、以下「DWP」）が「職域年金制度による社会的リスク及び機会の考慮」と題する公開の意見募集⁴を開始した。そこでは、広く意見を求める質問事項の他に、大手の年金制度⁵の運用基本方針をレビューした、社会要素の考慮の状況のメモも添えられていた。

そして、質問事項に対して寄せられた意見に対し、2022年7月にDWPから政府回答⁶が公表された。そこには、年金運用における社会要素の取扱いについて、DWPの一連の見解が示されている。そこで、本稿ではこれらを取り上げ、関係する事項を記載する。

なお、政府回答の中では、タスクフォースを設置して更に検討する旨が記載された。そして、2024年3月にタスクフォースから最終報告として「年金制度の投資において社会要素を考慮する：社会要素に関するタスクフォースからのガイド」と題する手引書が公表された。これについては稿を改めて記載する。

以下、2で英国政府からの意見募集について、3で寄せられた意見に対する政府回答にあるDWPの一連の見解について紹介し、4で社会要素と日本における年金資金運用に関し記述してまとめとする。

なお、本稿中意見や評価にわたる部分は私見であり、所属機関の見解ではない。

⁴ DWP (2021) “[A call for Evidence; Consideration of social risks and opportunities by occupational pension schemes](#)”。なお、「リスク及び機会」という表現は日本ではあまり見られないが、年金運用でよく使われる「リスク及びリターン」とほぼ同義である。ただし、「機会」は、結果としてのリターンではなく、リターンを生む可能性というより将来指向的なニュアンスが感じられる。

⁵ pension scheme、なお、この語は、年金に関する法令や規則などの決まり事という意味ではなく、個々に運営される単体としての年金を意味している（以下本稿において単に「制度」という場合も同じ）。

⁶ DWP (2022) “[Government response: Consideration of social risks and opportunities by occupational pension schemes](#)”

2 社会的リスク及び機会の考慮に関する意見募集

DWP が意見募集を開始したのは 2021 年 3 月である。前月の 2021 年 2 月には、大手企業年金に対する TCFD に基づく開示義務付けの他にも、集团的 DC 制度や年金ダッシュボードなど多岐にわたる規定を含む 2021 年年金制度法が成立している。これらを施行するための規則の制定などで多忙な状況下であったと思われるが、ESG について気候変動だけでなく、社会面に関する検討も進めようとの同省の姿勢は注目に値する。

この意見募集にある年金担当大臣の序文では、ESG への取り組みは気候変動に焦点を当てる傾向があることを指摘した上で、社会要素が十分に理解されていないのではないかと懸念を表明している。意見募集が行われることになった背景には、気候変動だけでなく幅広い ESG 課題について検討する必要があるとの DWP の認識があったものと思われる。

2.1 意見募集における具体的な質問事項

意見募集においては、概ね次のような質問事項が約 3 か月の期限で広く投げかけられた。質問の相手方としては、年金制度の関係者及びそれに助言する事業者が想定されている。

- (1) 財務的にマテリアル⁷な社会要素に関する方針を有しているか？ この方針では、社会要素は一般的な ESG 要素とは分けて議論されているか？
- (2) 社会要素をカバーすることを明記したスチュワードシップ方針及び/又は投票方針があるか？
- (3) どの社会要素に焦点を当てているか？ これらの特定の社会要素に焦点を当てることを決定した根拠は何か？ 人権や労働者の権利などに関する国際基準を参照しているか？
- (4) 社会要素を理解して評価しようとするときに、どのリソースが役に立ったか？ 企業が社会課題に対してどのように取り組んでいるかを十分に理解していると思うか？
- (5) 社会要素に関連するリスク及び機会を管理するためにどのようなアプロ

⁷ “financially material”は「財務的に重要」と訳されることが多いが、この語は ESG 投資にとってキーワード的な意味合いがあり、意見募集や政府回答でも頻出する。本稿では “material”を“significant”や“important”など「重要」と訳される他の語と区分する観点から、「マテリアル」（名詞の場合は「マテリアリティ」）とカタカナ表記する。

- ーチを取っているか? なぜこのアプローチを選んだのか?
- (6) 資産運用会社に委任されている場合、社会要素に関連するリスクと機会を資産運用会社が管理していることをどのように確認及び監視するか?
- (7) 過去 5 年間に、直接又は資産運用会社を通じて、社会要素に関して投資先企業とのスチュワードシップ（エンゲージメント又は投票）を行ったことがあるか?
- (8) 発展途上又は新興の市場の社会問題を解決する企業に直接的又は間接的に投資する機会にはどのようなものがあり、これらの投資はどれほど魅力的か?

2.2 社会要素に関する大手年金制度の取組み状況

意見募集には 25 の大規模 DB 制度と 15 の大規模 DC マスタートラストの運用基本方針を事前にレビューした結果が「受任者⁸は社会要素を考慮に入れているか」とのメモの形で掲載されていた。その内容は概ね次のとおりであり、2021 年初期の段階での社会要素に関する英国大手年金制度の全般的な取組みの状況を表すものと言える。

- ◆ほとんどの運用基本方針に専用の ESG セクションがある。過半が、ESG への配慮が投資のリスクとリターンにマテリアルなインパクトを与える可能性があることを認めていた。また、ほとんどの運用基本方針は、制度が管理すべき主要なリスクとして気候変動を挙げていた。
- ◆ただし、運用基本方針の大部分は E、S 及び G 要素を区別していなかった。社会要素に対処する方針や目標は少数派だった。ほとんどの運用基本方針は、資産運用会社への投資管理責任の委任に関する定型的な文言を使用しており、これは、資産運用会社の方針が受任者の ESG 信念と一致していることを保証する旨を簡潔に記載するものであった。
- ◆少数の運用基本方針では社会要素についての記載を拡大し、特定の分野に焦点を当てることを選択していた。共通のテーマには、ジェンダーの多様性、労働基準及び物議を醸す武器が含まれていた。特定の社会要素に焦点を当てることを選択した根拠は限定的であった。

⁸ 英国の職域年金制度は信託を基礎とすることが原則であり、受任者(trustee)とは、信託財産の所有者となつて、その管理運用に当たる個人又は法人である。受任者には受託者責任(fiduciary duty)が課される。

- ◆DC マスタートラストの一部の運用基本方針は、「より強い見解」を持つ会員向けの特定のファンドに言及していた。これらの自己選択ファンドの中には、「倫理的」観点に立って信仰に基づく利益（イスラム法投資原則など）に焦点を当ててるものもあった。
- ◆多くの運用基本方針は、制度が英国スチュワードシップ・コード及びPRI を支持していると記載していたが、ほとんどの制度はコードに署名していないか、資産運用会社がPRI に署名することを要求していなかった。全体として、受任者や理事が社会問題にどのようにエンゲージし、投票するのかについての詳細はほとんど説明されていなかった。

3 意見募集に対する政府回答

意見募集に対して 69 の意見が寄せられた。主な回答者は、年金制度 11、サービス提供者 11、助言会社 10 などであった。寄せられた意見を踏まえ、2022 年 7 月に DWP から政府回答が公表された。なお、政府回答における年金担当大臣の序文には、次のようなくだりがある。

- ◆世界的な出来事は新たな ESG リスクをもたらす。例えば、ウクライナ戦争は現代の奴隷制のリスクを高める可能性があり、投資家は適切なデューデリジェンスを実施していない企業やポートフォリオに投資するリスクを考慮することが奨励される。現代の奴隷制はこの意見募集から生じた主要なテーマであり、受任者はこの問題に非常に気を配っている。ウクライナを考慮して、ESG に対する投資家の考え方も進化している。今年の今頃、防衛や原子力（民生・防衛の両方）などの産業は、ESG ファンドにとっては立ち入り禁止の分野とみなされていたが、状況は変化しており、それに伴って ESG 投資も変化すべきである。最近の出来事は、これらの部門が私たちの社会の安全と安心にとっていかに死活的に重要であるかを私たちに思い出させてくれる。投資家にはこのこと、そしてもちろん受託者責任の最も重要な点を認識していただきたいと思う。ESG は客観的な結果を考慮する必要がある、政治的アクティビズムによって脇道にそらされてはならない。

政府回答には、寄せられた意見の要旨と政府の回答が記されている。以下では、政府回答の中で DWP の見方として、あるいは、DWP が合意するとして示

された一連の見解のうち主要なものについて、その要点を◆以下で記載する。

3.1 受任者の法的義務

ここでは 2.1 節にある質問事項(1)及び(2)についての見解が示されている。

3.1.1 財務的にマテリアルな考慮

◆年金制度の受任者は、投資プロセスを通じて、すべてのポートフォリオと資産クラスにわたって、財務的にマテリアルと思われるすべての事項を考慮すべきである。これには、実際的である限り、受任者が財務的にマテリアルであると考えられる範囲で、ESG のすべての要素が含まれるべきである。社会的リスクと機会は制度の資産の価値と投資の長期的なパフォーマンスに対し財務的にマテリアルなインパクトを与え得る。

3.1.2 ESG へのアプローチ

◆ESG に対して統合的なアプローチを取ること、ESG リスクと機会をより詳細に分離し、社会的リスクと機会に関して単独の方針を持つことも、いずれも受け入れられるアプローチである。

受任者が ESG に対して統合的なアプローチを採用する場合でも、どの社会的リスクと機会が制度のパフォーマンスにとって財務的にマテリアルとなる可能性があるかを積極的に考慮すべきである。加入者に対し、自分たちの制度が何に焦点を当てているか知ることができるよう、これらの社会的リスクと機会は何らかの方法（運用基本方針、実施報告、制度のウェブサイトなどを通じて）で伝えられるべきである。

◆社会要素はガバナンス要素や気候変動を含む環境要素と密接に関連していることが多い。例えば、気候が変化し続けるにつれて、何百万人もの人々が健康への影響、食糧保障、雇用の安定、移民などの課題に直面することになるだろう。受任者は気候変動と社会要素との関連性を認識するよう努めるべきである、なぜなら、そのことで財務的にマテリアルなリスクと機会を効果的な方法で管理できる助けになるからである。

3.1.3 社会要素を単独で検討する場合の障壁

◆受任者が財務的にマテリアルな社会的リスクと機会を最も効果的な方法

で検討することを妨げる潜在的な障壁がある。それは、現在のところ、気候関連リスクのためほどには、データが開発されていないということである。ただし、社会的リスクと機会に関するデータと指標は改善され、進化する可能性が高いと見込まれる。社会的リスクと機会を測定するための合意された方法論についてもコンセンサスが不足しており、時間の経過とともにコンセンサスが形成されることが期待される。

- ◆社会的価値の検討が政治的アクティビズムや政治的アジェンダによって脇道にそらされるべきではない。年金制度の加入者に対する受託者責任は依然として最重要である。

3.1.4 社会のステュワードシップ方針－プールド・ファンド

- ◆投票及びエンゲージメントについても、統合されたアプローチ又は特定の社会要素に関する独自の方針のいずれも受け入れ可能である。受任者は、制度の規模、種類、リソースを念頭に置き、特定のマテリアルな社会問題に関してステュワードシップ活動を行うことが奨励される。
- ◆プールド・ファンドに投資する場合であっても、受任者が、独自の投票方針を設定するか、独自の方針を設定していない場合には、資産運用会社が受任者に代わって実施する投票方針に対し、責任を認めることを期待する。運用会社が年金制度への開示を改善する必要があることは認めるが、プールド・ファンドに投資する制度が社会要素に関するステュワードシップをすべて運用会社に委ねることは容認できない。例えば、受任者は、運用会社の方針が制度の方針と一致するようにするために、選択、監視、レビューの段階を利用できる。

3.2 社会要素と財務的マテリアリティ

ここでは2.1節にある質問事項(3)及び(4)についての見解が記載されている。

3.2.1 広範囲にわたる社会要素

- ◆社会要素は広範囲であり、ビジネス慣行における人権（例えば、サプライチェーン内の現代の奴隷制）や平等などの問題を含む。膨大な量の社会問題により、制度がどこから始めるべきかを判断することが困難になる可能性がある。

◆どの特定の社会問題が財務的にマテリアルであり、従って年金制度にとって妥当かを特定するために、年金制度が自問できるいくつかの予備的な質問がある。

- 制度の気候変動方針と社会的リスク及び機会の間には関連があるか？
- 制度の管理者又はサービス提供者は社会的リスクと機会についてどのような高度な洞察を有しているか？例えば、前年の ESG トレンドの上位は何であったか、あるいは来年はどのような傾向になると考えられるか？
- 2015 年現代奴隷法など、社会的リスクと機会に関連して、企業に影響を与える規制の変更（法律の改正など）はあるか？

3.2.2 ビジネス慣行における人権に対する強い焦点

◆回答から、社会要素に関する特定の方針は、ビジネス慣行の文脈における人権に焦点を当てる傾向があることが注目される。サプライチェーンにおける現代の奴隷制のような問題は、年金制度にとって財務的に重大なリスクを引き起こす可能性がある。これは、貯蓄者にとっての投資収益と金額に見合った価値に影響を与える可能性がある。

◆現代の奴隷制は、回答から強く浮かび上がったトピックであった。これが、年金制度がさらされる財務的に重大なリスクであるとみなされる場合、受任者は以下を考慮して選択できる。

- 制度の現代奴隷制に関する声明を（例えば、制度が使用するウェブサイトのホームページなどで）公開し、英国内外のすべての供給者を対象とすることを確認する。
- 現代の奴隷制についての考慮を約束するために、制度の投資方針（運用基本方針など）を更新する。
- 運用会社（又はインハウスのチーム）に対し、デューデリジェンスの一環としてサプライチェーン内に現代奴隷制のリスクがある企業を特定し、この制度が投資する企業の現代奴隷制に関する報告を要求、レビュー、評価するよう依頼する。
- スチュワードシップ権限を活用して企業の行動を奨励する。スチュワードシップには、企業と協力してサプライチェーンにおける現代の奴隷制に対処するための意識を高めることや、共同エンゲージメントの取

組みへの参加が含まれ得る。

上記は受任者が検討したいと考えられる行動であり、受託責任に従って、この情報に基づいて自らの制度に適切に行動するかどうかは受任者次第であることに注意されたい。

- ◆また、回答から、投資家が労働安全衛生などの労働力問題により多くの注意を払っていることが分かる。投資家が労働力問題に関するデータを手にするのは難しく、企業の透明性を高める必要がある。DWP は、合意された基本的な労働力報告のフレームワークが必要であるという PLSA⁹の勧告を支持している。これはデータを改善し、透明性を高め、投資家に企業が労働力問題に関してどのように取り組んでいるかをより適切に評価できるようにするのに役立つ可能性がある。

3.2.3 特定の社会リスクを選択する根拠

- ◆受任者が特定の社会的リスクや機会を選択する最も強力な根拠は、制度の資産に対するその財務的マテリアリティである。回答では、投資やスチュワードシップにおいて社会的リスクや機会を検討する際に制度やその助言会社が利用する、国際基準を含むいくつかのリソースが強調されている。これらのリソースには限界があるが、制度にとっても非常に役立つ。

3.2.4 企業の社会課題への取組みについての理解

- ◆企業の社会課題への取組みと受任者及び運用会社への社会的リスクと機会に関する開示は改善できる。スチュワードシップは受任者が投資先企業に開示を改善させるために利用できるアプローチの1つである。国際サステナビリティ基準審査会（ISSB）など世界的な開示基準に基づいて報告することは、企業のサステナビリティ開示の標準化に関する懸念を軽減するのに役立つであろう。

3.3 受任者による社会要素の考慮

ここでは 2.1 節にある質問事項(5)、(6)及び(7)についての見解が記載されている。

⁹ Pensions and Lifetime Savings Association は英国における企業年金などを会員とする非政府団体であり、年金に関する調査研究や政策提言などを積極的に行っている。

3.3.1 社会要素に関連するリスクと機会を管理するアプローチ

◆社会要素を管理するために報告された主なアプローチの 1 つは、スチュワードシップ戦略の一環として投資チェーン内の企業やその他の企業とのエンゲージメントを含むアクティブ・オーナーシップであった。DWP はこのアプローチを全面的にサポートする。

単一の「正しい」アプローチはない。どのようなアプローチが取られるかは、個々の制度、加入者、投資される資産の性質によって大きく異なる。

3.3.2 資産運用会社のモニタリング

◆財務的にマテリアルな社会要素に関する特定の方針を備えた制度の数は今後も増加する可能性がある。リスクと機会の管理が資産運用会社に委託されている場合には、これが社会要素のより緊密な監視に反映されることが期待される。同様に、資産運用会社の社会要素へのアプローチがさらに発展し、より詳細かつ透明性が高まることを歓迎する。

3.3.3 社会要素に関するスチュワードシップ活動

◆社会要素に対する管理の強力な例がいくつかある。これらは少数の回答者によるものであるが、間違いなく改善の余地がある。

インハウスのチームがいる場合などには、受任者は社会要素に基づいてスチュワードシップを行う可能性がより高い。ただし、運用基本方針を作成する必要がある 100 人以上の加入者を抱える職域年金制度の受任者は、財務的にマテリアルであると受任者が考える社会要素に関する方針を運用基本方針の中でカバーする必要があるため、これらの受任者には積極的なスチュワードであるか、他者に委任されたスチュワードシップ活動に対する責任を負うことが期待される。

スチュワードシップは、年金制度の受任者が貯蓄者に長期的な価値を提供するのに役立つ行動や慣行を奨励、開発、支援することにより、投資収益を向上させるための重要な手段である。

3.4 機会としての社会要素

ここでは 2.1 節にある質問事項(8)についての見解が記載されている。

3.4.1 限られた、又はリスクの高い機会

◆多くの回答が質問(8)に対処していないが、回答のあった中では、発展途上国又は新興市場の社会問題を解決する企業への直接的又は間接的な投資に対するいくつかの障壁があると報告している。障壁としては、リスクが高いこと、「規模」プロジェクトの欠如、投資が受任者の受託者責任にかなうかどうかなどが挙げられる。DWP はこれらの認識されている障壁を検討する予定だが、新興市場もそれらに対処する必要がある。受任者は可能な限り、社会的リスクや機会を含め、制度がさらされる財務上のマテリアルなリスクに対処すべきである。このリスクに対処し管理する1つの方法は、社会的取り組みに貢献する企業への投資を検討することである。

3.4.2 拡大しつつある機会

◆この分野においては小規模ではあるものの機会が拡大しており、新興国の企業や政府が発行するソーシャルボンド¹⁰が英国の制度にとって潜在的な機会である。社会的インパクトを持つ自己選択ファンドが制度に新たな機会を提供する。受任者が焦点を当てるべき潜在的な分野の1つは、ネット・ゼロへの移行を支援し、社会的利益ももたらす発展途上市場又は新興市場における融資プロジェクト間の結びつきである。

3.5 結論

結論として、これまでの回答を総括するとともに、社会要素に関するタスクフォースの設置を提案している。

◆財務的にマテリアルな社会的リスクと機会をどのように考慮するか、また ESG に対して統合的なアプローチを取るか、それとも特定の社会要素をカバーする独立した方針を作成するかを決定するのは制度次第である、というのが DWP の見解である。どちらのアプローチが取られるにせよ、受任者は、可能であれば、財務的にマテリアルな社会的リスクを考慮し、この分野での機会を掴むべきである。これにより、受任者は財務リスクを

¹⁰ 住宅プロジェクト、食糧確保、雇用増進などのために発行される債券。

軽減し、貯蓄者の資金を保護することで受託者責任を果たすことができる。

◆回答は、社会的リスクと機会に関するいくつかの優れた投資戦略と管理活動を示している。社会要素への注目が高まり続け、気候変動を含む経済的にマテリアルな環境要因と同じくらい真剣に受け止められるようにするために、DWP は社会要素に関するタスクフォース（TSF）を設置することを提案する。これは大臣主導の省庁横断的な作業グループとなり、金融規制当局も招待される。

◆最後に、この意見募集が終了した後に行ったウクライナ侵攻は、一部の投資家に防衛セクターや原子力セクターを含む ESG について再考するよう促した可能性がある。これらの潜在的な影響は、新しいタスクフォースが検討したいテーマになるかもしれない。

4 社会要素と日本における年金資金運用

以上、英国政府の年金運用における社会要素への取組みとその一連の見解について見てきた。日本と比べると、政府が社会要素について幅広い様々な見解を公表しているということができる。

ただし、本稿で取り上げた英国では、賦課方式の公的年金では積立金の市場運用は行われておらず、この点は日本との大きな違いであることには留意が必要である。英国で運用が行われているのは完全積立を原則とする私的年金が中心である。

このことも踏まえ、以下で、社会要素と年金運用、とりわけ、日本における公的年金の資金運用との関係について私見を述べ、まとめとしたい。

4.1 政府にとっての年金運用における社会要素の取扱いの困難性

英国政府の見解では、ESG に対して統合的なアプローチを取ること、社会的リスクと機会に関して単独の方針を持つことも、いずれも受け入れられる旨が記載されている（3.1.2）。ただし、規制のスタンスとしては、英国に限らず各国で、統合的なアプローチが一般的である。

今日の英国の投資規則では「環境、社会及びガバナンスの考慮（気候変動を含むが、これらに限定されない）」と ESG について統合的な規定になっている。統合的であることは EU の IORP II 指令、米国の ERISA 法に基づく投資義務に関する規則、そして、わが国の公的年金についての積立金基本指針も同様であ

る。このうち英国及び米国では気候変動の語が特に規定されている。しかし、いずれの国、地域においても、社会要素を特定して規制するような例は見られない。

また、英国において、気候変動に関しては、大手企業年金に対する TCFD に沿った開示は法令に基づく義務であり、違反すると制裁金が科せられるという確固たるシステムになっている。これに対し、本稿で取り上げた社会要素に関しては、第 1 章で述べたように、2024 年 3 月に、政府とは別の主体であるタスクフォースによる手引書が公表されたが、法令上のものにはなっていない。

また、この手引書は「最終報告」とされており、英国政府がこれ以上社会要素に関して立ち入って検討する兆しは今のところ見られない。このような状況から、年金制度を規制・監督する政府にとって、環境に比べると社会要素は取扱いが難しいことが指摘できるだろう。

4.2 社会要素の問題点

これはそれだけ社会要素には問題が多いためであると思われる。具体的に、社会要素の問題点として、主に次のようなものが挙げられよう。

まず第 1 に、テーマの多様性である。多分野性と言ってもよいだろう。E、S、G はそれぞれ広範な内容を含むが、とりわけ S はその特色が強い。英国政府の見解でも社会要素が広範囲にわたることが指摘されている (3.2.1)。筆者なりにテーマを整理しても、労働、人口、健康、安全、人権、平等、多様性、平和など極めて多岐にわたる。

第 2 に、データの不完全性が挙げられる。このことは英国政府の見解でも障壁として指摘されている (3.1.3)。データの基になる基準を設定するのが容易ではなく、あっても定性的なものになりがちである。テーマが多様なことから、統一的な基準に基づくデータ収集も難しい。ただし、英国政府の同じ見解で、データと指標は改善され、進化する可能性が高いと見込まれると指摘されていることには留意が必要である。

第 3 に、地域性を挙げるができる。テーマが多様であることから、重点が置かれる課題に地域差が生じやすい。また、課題認識に地域間でタイムラグが生じることも自然なことであろう。発展途上国では各種の社会課題への対処は十分ではない。だからこそサプライチェーン全体への目配りが求められるが、しかし、各国間で文化、宗教などの背景が異なる中で、一律に西欧主導の基準

を適用できるかという問題があるだろう。人権の課題は権威主義国では重視されない。英国政府の回答では現代の奴隷制について言及されている（年金担当大臣の序文、3.2.2 他）が、企業に開示を義務付けるなどの形でこれが制度化されているのは英国の他オーストラリアやカナダであり、世界的にはまだ限定的である。逆に、日本では大きな問題となっている少子化は、英国ではほとんど問題視されていない。

第 4 に、テーマの倫理性である。社会的課題は多くの場合、何らかの価値観に依拠している。このため、環境と違って科学的な議論がしにくい。また、課題が倫理的側面を有すると、その課題解決は望ましく「良い」ことであると社会的に受け止められるため、単に投資成果への影響を考慮することを超えて、課題解決自体を目標とするインパクトを志向しやすい。この場合、年金運用の基礎にある受託者責任との関係という難題が生じる可能性がある。

第 5 に、政治性を帯びやすいことが挙げられる。地域性と倫理性からは常にその傾向があるだろう。当該地域にとって深刻な課題であるほど、それを巡る政治的な主張や活動が展開されやすい。しかし、年金運用にとって政治性はやはり忌避すべきものである。英国政府の回答でも「政治的アクティビズムや政治的アジェンダによって協道にそらされるべきではない」旨が記載されている（年金担当大臣の序文、3.1.3）。

4.3 わが国の年金資金運用において社会要素を考慮するに当たっての考え方

以上のような問題がありつつも、本稿冒頭で述べたように年金と社会要素との関係が密接であるとするならば、その資金運用で社会要素を考慮することを、わが国ではどのように正当化し、推進できるだろうか。以下では、前節で掲げた問題点ごとに、考え方を整理してみたい。

第 1 に、テーマが多様であっても運用に影響が及ぶ以上は目配りが必要である。ただし、あらゆる事項に考慮の幅を広げることは効率的ではない。また、E だから、S だから、G だからというのではなく、何が財務的にマテリアルなのかの視点を持って、必要なものに重点的に注目していくことが肝要であろう。この「財務的にマテリアル」という概念は、運用成果に影響を及ぼすという意味合いで理解されることが多い。しかし、それだけに限らず、年金財政に影響を及ぼすという意味でも理解できるのではないか。そうすると、第 1 章で述べた賃上げの連鎖や少子化対策が注目すべきテーマと位置づけられることになる

だろう。

第 2 のデータの不完全性は日本でも課題である。しかし、近時は開示が進みつつあり、統合報告書を公表する企業が増加している。2015 年に成立した女性活躍推進法に基づく各種データの開示を背景に GPIF が採用する女性活躍指数が開発された。最近では金融証券取引法に基づく内閣府令で、従業員の状況として女性管理職比率、男性の育児休業取得率及び男女間賃金格差、そして、人的資本に関する人材育成方針及び社内環境整備方針が法定開示項目とされたことが注目される。これによって今後これらのデータの蓄積が進んでいくであろう。今後も ISSB などでの開示基準の進展等を背景に、データの開示や指標の開発の促進が期待できる。社会要素についてのデータの完全な開示は、テーマの多様性にかんがみると、永遠の課題というべきかもしれないが、データが整備されるのに伴って、より客観的な検討も可能になっていくものと思われる。

第 3 の地域性については、日本独自の問題を考慮する視点が重要だろう。とりわけ、バブル経済崩壊以降 30 年の間にしみついたデフレからの脱却は喫緊の課題であり、このためには賃上げの連鎖が継続する経済構造の構築が必要である。また、日本は世界に類を見ない少子高齢化に直面しており、生産年齢人口の減少が今後も長期間続いていく。そのような中でも効率的な経済活動を展開していくためには、労働生産性の向上が不可欠である。この観点から、人的資本の充実強化が極めて重要である。少子化の傾向を少しでも改善するための雇用慣行の是正等も待ったなしの課題である。

第 4 の倫理性に由来するインパクト志向については、日本では「専ら被保険者の利益のため」という法律規定によって、従来から、他事考慮禁止の観点から年金資金運用においてインパクト投資は不可であると考えられてきた。しかし、2024 年 6 月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」では「サステナビリティ投資は、持続可能な社会の実現とともに中長期的な投資収益の向上を図るものであり、GPIF・共済組合連合会等が、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESG の考慮と同様、「他事考慮」に当たらない」旨が明記された。政府によってインパクトの考慮が是認されたものということができる。ここでのインパクトは中長期的な投資収益の向上を図るものとの位置づけであり、投資である以上これは当然の前提である。その上で、本節の第 1 で記載したように、年金財政の改善も財務的にマテリア

ルとするなら、これに寄与するインパクトを考慮することも他事考慮に当たらないという解釈も可能だろう。それどころか、年金財政の改善は将来の年金給付の充実という被保険者の利益に結びつくことから、そもそも「他事」ではないと考えられるのではないか。そうすると、賃上げの連鎖や人的資本の充実、少子化対策などのインパクトを考慮することは、年金資金運用において本来必要なことであるということができるとはならないだろうか。

第5の政治性は回避しなければならない。それだけ慎重な対応が必要であり、GPIFなど公的年金は全面に出るべきではないだろう。ここは政治からの距離が相対的に遠い民間の出番ではないか。とりわけ大手の信託・生保・投資顧問は組織力があり、データの収集や分析能力が高く、積極的なエンゲージメントの取組みも可能である。それらが果たすことができる役割は大きいと考えられる。ただし、公的年金の側にも、民間の運用機関などの主導による日本特有の社会課題への対応を積極評価する姿勢は不可欠である。これまで、GPIFはESG投資に使用する最初の指数に本節の第2で述べた女性活躍指数を含め、また、最近もジェンダー・ダイバーシティに関する指数を採用するなど、社会要素への取組みに積極的な姿勢を示してきたということが出来る。運用機関その他年金資金運用に関与する民間の各機関には、これらのサインを見逃すことなく社会要素への考慮にも積極化に取り組み、長期的な投資収益の確保と年金財政の安定に貢献することを期待したい。

(以上)