

公的年金積立金のESG投資に関する論点整理

～海外事例による公的年金積立金運用のガバナンス及び国民幸福の最大化の観点からのアプローチ～

2011/06/09 公共政策セミナーI
グループ発表

PM11L101	伊藤	晋一
PM11E001	阿部	道和
PM11E003	石井	優太
PM11E008	庄司	啓史

課題設定

1. 公的年金積立金の運用企画者として、ESG投資の是非を論評せよ
2. ESG投資を行う場合の複数の手段について、長所短所を検討せよ

アウトライン

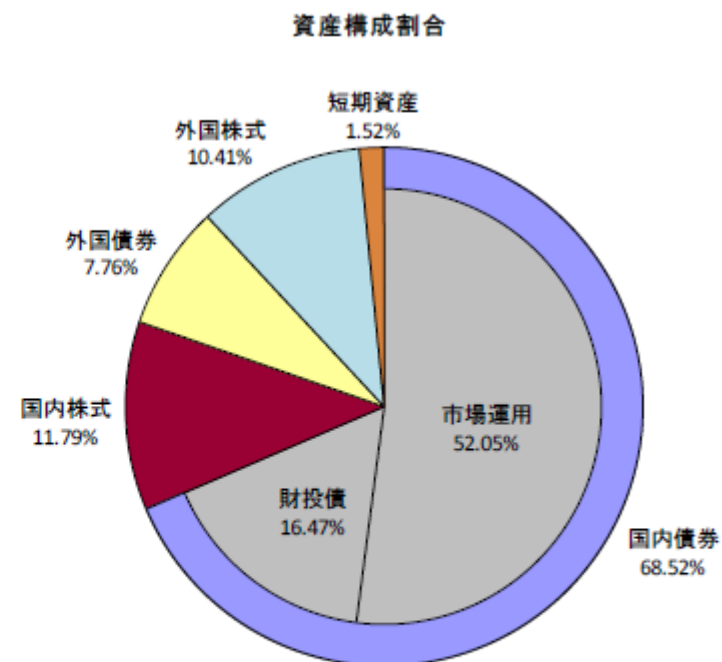
- 1. イントロダクション、問題意識
- 2. 受託者責任
- 3. ESG投資に関する海外での事例及び議論の整理
- 4. 具体的なESG投資の複数手法の検討
- 5. 政策的インプリケーションの提示
- 6. まとめ

1. イントロダクション&問題意識

- 公的年金積立金の運用には、国民（被保険者）、政府、投資先3者それぞれの観点から整理すべき問題が複雑に絡み合う。
- 受託者責任、リターンの捉え方を海外事例を見ながら整理。

1-1. 年金積立金管理運用独立行政法人の 運用資産額及び資産構成割合（平成22年12月末）

	第3四半期末（平成22年12月末）		
	運用資産額 （億円）	運用資産の 構成割合	（参考） 年金積立金全体の 構成割合
国内債券	796,668	68.52%	66.10%
市場運用	605,140	52.05%	50.21%
財投債（簿価）	191,528	16.47%	15.89%
（参考：時価）	197,799	-	-
国内株式	137,127	11.79%	11.38%
外国債券	90,250	7.76%	7.49%
外国株式	120,984	10.41%	10.04%
短期資産	17,690	1.52%	5.00%
合 計	1,162,720	100.00%	100.00%



（注1）上記数値は四捨五入のため、各数値の合算は合計値と必ずしも一致しません。

（注2）運用資産額は時価総額です。財投債（簿価）は償却原価法による簿価に未収収益を含めた額です。

（注3）上記の（参考）年金積立金全体の構成割合は、12月末の各資産の構成割合と基本ポートフォリオに定める資産構成割合の比較のため、短期資産を基本ポートフォリオにおける割合である5%として、当法人が管理運用している運用資産を基に算出しています。

（出典） GPIFのHP

1－2. 公的年金積立金運用の 基本的な考え方について①

分散投資の意義

- 債券や株式のように、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うことにより、長期的にリスク（収益率の変動幅）水準を抑制できることが、これまでの国内外の経験則や投資理論で明らかにされています。
- このため、公的年金積立金運用においては、国内債券を中心とし、国内外の株式等を一定割合組み入れた分散投資を行うこととしており、これにより、国内債券で全額運用する場合と同程度のリスク水準で、期待収益率を引き上げたものとなっています。

1－2. 公的年金積立金運用の 基本的な考え方について②

株式への投資の意義

- 株式は、株式会社が資金調達のために出資者（株主）に対して発行する有価証券であり、株式への投資は、株式会社の経済活動の成果を享受するものとも言え、全体としては経済の成長と大きな関わりがあります。このため、運用収益の形で公的年金制度が経済成長等の果実を享受するものと言えます。債券と比較すると、株式の場合、債券のような元本保証はなく、相対的にリスクは高いものの、長期的には、株式全体の収益率は債券の収益率を上回るものとされています。
- なお、株式投資を行うことに伴い、公的年金積立金という資金の性格に鑑み、個々の企業経営への影響に十分に配慮しつつ、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から、運用受託機関を通じた株主議決権の行使といった株主としての権利と義務を適切に果たしていくことは、受託者責任の観点からも必要なことと考えられます。

1-2. 公的年金積立金運用の 基本的な考え方について③

外国資産への投資の意義

- 外国資産（外貨建て資産）への投資は、経済成長段階や経済循環の異なる各国、各地域に分散して投資を行うという「国際分散投資」の考え方に基づいて行うものであり、これにより、国内資産への投資だけでは得られない幅広い分散による、ポートフォリオの効率性の改善が期待できます。また、資金規模の大きい公的年金積立金が国内市場へ与える影響を回避・軽減する観点からも、外国資産を一定割合組み入れた国際分散投資を行うことは、長期的に見て、効率的な投資と考えられます。
- ただし、外国資産への投資については、最終的に円建てでの実質的な収益の確保が求められる年金積立金運用においては、円高や円安に伴う為替変動のリスクがあるほか、政治的リスクや決済リスクなど、リスク推計の数字には表われない、国内資産には見られないリスクやコストがあることにも留意し、分散投資を行うことが必要です。

2. 社会的責任投資の転期

最小のリスクで最大のリターンを追及する運用の世界では、「運用は運用の中で帰結する」ため、投資や運用の結果が環境や社会へ及ぼす影響まで考えることはなかった。



国連の「責任投資原則(PRI)の策定(2006年)」

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を追求する義務がある。この受託者の役割を果たす中で、環境・社会・企業統治（E S G）の問題は運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を与えることができると信ずる。

これらの原則を適用することによって、投資家がより広範な社会的課題を解決できると考える。それゆえ、受託者責任に反しない範囲で、私たちは次のことにコミットする。

- (1) 投資分析と意思決定のプロセスにE S G問題を組み込む。
- (2) 「モノ言う株主」となり、投資の方針と実践にE S G問題を組み込む。
- (3) 投資先に対して、E S G問題について適切な開示を求める。
- (4) 資産運用業界に本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかける。

・
・



PRIは、投資においてESG問題を組み込むことにより、機関投資家の責任を果たす責任ある投資家という考え方を世界に示した。

2. ESG投資と公的年金の親和性

- 現行の年金は賦課方式ではあるが、年金への拠出・運用は将来世代のためといった側面
- 短期的なリターンのみを追求したら現在の加入者が受給者になった時はどうなるか
- 退職後の生活保障を目的とする年金は、長期的視点に立った成長企業への投資が肝要
- 年金の目的（責任）が加入者の将来の生活基盤を支えることにあるとすれば、その投資も短期的視野ではなく長期的であるべき



公的年金のESG投資は是認されるべき？

2. 公的年金の受託者責任の問題①

年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（厚生労働大臣）

1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的とし、年金積立金の管理及び運用の具体的方針を策定して行うこと。

年金積立金管理運用独立行政法人中期計画（GPIF）

1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行う。

このため、分散投資を基本として、長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を策定し、年金積立金の運用を行う。

なお、その際には、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針を定めた管理運用方針を策定し、公表するとともに、少なくとも毎年1回検討を加え、必要があると認めるときは速やかに見直しを行う。

2. 公的年金の受託者責任の問題②

管理運用方針

1. 中期計画に係る管理及び運用の目標

管理運用法人は、中期計画の定めるところにより、次の事項を達成することを目標とする。

- ・ 分散投資を基本とし、長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）に基づき、年金積立金の管理及び運用を行うこと。
- ・ 運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保すること。

受託者責任ガイドライン

○注意義務

社会通念上要求される程度の注意を払い職務を遂行しなければならない。

⇒リスクの分散とリターンの最大化を追求する責任

○忠実義務

もっぱら加入者等の利益を考慮すべきであり、これを犠牲にして加入者等以外の者の利益を図ってはならない。

⇒今までは、「加入者の利益」が必ずしも明確でなかったため、利益相反の問題に重きが置かれてきた。

2. 受託者責任とESG投資

- 従来、「運用は運用の中で帰結する」との考えにおいては、ESG投資といった一見不効率な投資は、収益最大化を目標とすべき受託者の受託者責任(注意義務)に反するとの考え方。
- 最近では、他の代替資産や手段と同等のリスク・リターンの特性を持つ場合には、責任投資を考慮すべきとの考え方や、ESG投資はポートフォリオ全体のパフォーマンスに悪影響を与えない限り問題はないとの考え方が海外においては普及。
- PRI前文における、年金基金などの機関投資家がESG投資を実施することに対する受託者責任上の問題は生じないとのお墨付き。

2. 「注意義務」とESG投資

ESG投資のパフォーマンスは「注意義務」と抵触しないか



- 最適ポートフォリオ構築の観点からは、ESGを考慮要素とすることは望ましい。
- ESG投資によるパフォーマンスへの悪影響の可能性については、少なくとも今までのパフォーマンスと比較して差が見られないというのが世界的なコンセンサス。
- ESG問題と投資収益や企業価値の相関関係についての実証的な研究が増えており、少なくとも中長期的な観点から見れば、負の関係があるとする主張はむしろ少数派。
- ESG投資による非財務的な利益(何らかの便益)も考慮した上でのパフォーマンスを考慮



長期的な企業価値に密接にリンクするESG投資を考慮することが「注意義務」上不可欠

2. 「忠実義務」とESG投資

ESG投資により得られる「利益」は「加入者が求める利益」か



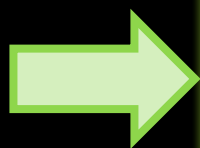
- 従来、加入者からの直接的な意思表示がなく、「加入者が求める利益」は必ずしも明確でなかった。
- 2010年12月、連合が「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」を公表。
- 労働者(加入者)が、投資家としての社会的責任を明確にし、運用方針に関する意思を表明。
- 労働者は、マルチステイクホルダー(年金基金の「所有者」、投資先の「株主」、投資先の「従業員」、投資先の商品を購入する「消費者」、社会や自然環境を享受する「市民」等々)として、様々な立場を有し、それぞれの立場から問題に直面。
- これらの問題は、環境問題(E)、労働環境問題(S)、企業統治(G)としてESG要因として統合可能。



加入者の意思としてESG投資が求められているのであれば、これに対する「忠実義務」が発生

2. ESG投資のための受託者責任の見直し

- ESG投資の長期的パフォーマンスは高い
- 加入者の意思としてのESG配慮



これらが一般化している社会であれば、現行法上もESG投資は可能では。。。

- 法的安定性を高めるためには、「ESG要因に配慮した投資に努めなければならない。」といったソフトローによる肩たたきがあっても良い時期では。
- いわゆる「受託者責任ガイドライン」を一部修正し、運用の基本方針の中に、ESG投資に関する考え方を明確にすべき。

公的年金運用の目的

- 少子高齢化による年金財政の悪化から、積立金の効率的運用による利益が必要
→現状はこの考え方を重視
- 利益を上げながら環境保全等、国民の幸福を向上させることが出来ればベスト。
しかし・・・それにはリスクもある。



並存させる最も効率的な制度構築が必要

3. 海外で導入に至った経緯と理念

- 海外ではどのような経緯で導入に至ったかを概観する
→2つのタイプに大別して論点を整理

① 国民の福祉をESG投資の目的としない立場

主に長期的な投資リターンを評価するためにESGを導入
Ex)FRR(フランス年金積立基金)USS (大学退職年金制度)

② 国民の福祉まで運用の目的とする立場

企業への改善勧告まで積極的に行い、社会へ直接貢献することも目指す

Ex)AP1(スウェーデン国民年金)APG (オランダ公務員年金総合基金)

⇒どうしてこのような性格の違いが生まれたのか？

3. 海外で導入に至った経緯と理念 (①社会厚生 of 改善をESG投資の目的としない)

- FRR (フランス)

少子高齢化によって存続の危ぶまれていた、賦課方式の基本年金制度を補完する形で設立。ESGは「掛金の投資運用」を嫌うフランス国民に積立方式を納得させるための手段として導入。

→国民の幸福を目的としていないため、ESGは倫理投資でもSRI投資でもなく、「正しい資本主義」によってリターンを求める。

- USS (イギリス)

USSの個人メンバーが結成したNGOによって倫理投資を求められた事が契機となり取り組みを始める。倫理投資の導入は拒否したが、やや長期のリスク要因評価の一つとしてESG投資を行っている。

→ESG要因の評価・改善勧告はリターン最大化のために重要であるが、財政的なパフォーマンスを顧みない倫理投資は受託者責任に反するとして行わない方針。

3. 海外で導入に至った経緯と理念 (②社会厚生 of 改善もESG投資の目的に含む)

- AP1基金 (スウェーデン)

国民年金基金法で、AP基金の投資行動における使命として

- ① 「リスク水準を低く抑えることを前提に長期的なリターンを最大化」
- ② 「高いリターンの達成だけでなく、倫理と環境を考慮」

という2つが規定された。この条文に沿った投資手法としてESGを導入。

→②の「倫理と環境」より、責任ある株主として企業を内部から変えていくなど、ESG投資を通して国民の幸福を向上させる。

- APG (オランダ)

TV番組で地雷やクラスター爆弾の企業への投資の実態が放映され、その問題に対する国民世論が高まった。よってAPGに限らずオランダのすべての年金基金は、問題企業を排除せざるを得なくなった。

また世界第3位のSWFという規模と役割を考えれば、持続可能な年金のために必要不可欠であるし、国民の幸福まで求めるのは自然と主張。

3. 海外で導入に至った経緯と理念 (まとめと問題提起)

- ESG投資の目的には「財政的リターンの確保」のみ、とそれに加えて「国民の幸福」を求める2つの立場がある。

→日本はどのような立場を採用すべきか？

- 例で挙げた4つの基金が、ESG投資によって財政的リターンの増大を期待しているという点で一致。そのため、受託者責任には反しないと主張。

→本当にリターンに悪影響を及ぼしていないか？（注意義務）

- ESG投資を行なっている上記4ヶ国では国民や関係者の間で議論が深まっている。

→日本でESGの議論が深まっているとはいえない。このような委託者からのコンセンサスが取れていない状況で実施することは受託者責任に反しないか？（忠実義務）

4. ESG投資の具体的手法の整理

- スクリーニング
 - ネガティブスクリーニング
 - ポジティブスクリーニング
 - ネガティブスクリーニングの改善
- インテグレーション
 - ESG分析+財務分析・ファンダメンタル分析
- エンゲージメント
- まとめ

4. ESG投資の具体的手法の整理

(①スクリーニング)

[ネガティブスクリーニングとは]

- 投資対象から特定の業種や個別の企業を排除
例：宗教団体→宗教の教義に反した投資
大学・病院→教育上の問題や健康被害に関わる投資
- ⇒組織のミッションや存在意義を超えない投資
- ⇒所属する社会に受け入れられるような投資

[欠点]

- 多用するとパフォーマンスにマイナスの影響
例：大企業→多様な事業を展開
→どこかに排除対象のビジネス部門を持っている
→多くのセクターで上位企業が排除される可能性

4. ESG投資の具体的手法の整理

(①スクリーニング)

[ネガティブスクリーニングに対する考え方]

①倫理に基づいての排除は行わないという立場

FRR：禁止兵器（国際法違反）を扱う企業のみ排除。

USS：なし。（ネガティブスクリーニングの要求を拒否した経緯から）

②最低限排除するが問題企業との対話による改善を重視する立場

APG：クラスター爆弾・地雷は排除（そもそものきっかけ）。排除するより、投資後に改善を促す事を重視。

③投資する前に対話を行う

AP1基金：対人地雷、クラスター爆弾銘柄にも改善要求を出したが、改善が見られなかったため排除。

○よほど問題のある企業であれば排除するという点で争いはないが、それぞれの立場からネガティブスクリーニングに否定的になっており、もはや主流と言えない。

4. ESG投資の具体的手法の整理

(①スクリーニング)

[ポジティブスクリーニングとは]

- ESGの観点から最も優秀と思われる銘柄に投資
各セクター内において企業にESGランキングをつけて選択
例：鉄鋼や自動車→環境に配慮しているか
金融セクター→環境項目は重視されない
- ⇒ESG問題に対応できる企業の価値の発見
- ⇒財務分析で把握できないリスクの発見、損失回避
- 欠点
⇒短期的なリターンを無視する傾向

4. ESG投資の具体的手法の整理

(①スクリーニング)

[ポジティブスクリーニングに対する考え方]

ERAFP（フランス公務員付加年金機構）

- ・数少ない純粋なポジティブスクリーニングを行う基金
- ・ベストインクラスという手法を採用。各業種で最もESG要因が優秀な企業を選択し投資する。

さらに、ベストインクラスで選定された銘柄のうち、ERAFPのSRI憲章5項目のいずれかに違反しているものを排除。

- ・短期的なリターンは考慮せず、基本的には20~30年の長期のリターンのみを見ている。今後、長的にみて良いパフォーマンスになっていることを期待している。

→超長期的な利益のみを考えて投資する極端な例

4. ESG投資の具体的手法の整理 (②インテグレーション)

[インテグレーションとは]

- ESG分析と財務分析や他のファンダメンタル分析を融合させて銘柄やセクターを選択
- ⇒通常の投資プロセスにESG分析を組み込む
- ⇒ポートフォリオ全体にESG投資を反映

4. ESG投資の具体的手法の整理 (②インテグレーション)

FRR：採用基準を充たし、採用に至ったアセット・マネージャーに裁量を認め、実験的なアプローチでのインテグレートを行わせている。

ex)「国連グローバルコンパクト原則に照らし合わせて、それぞれの業界で最悪の企業を排除するポートフォリオ」など

USS：特に気候変動が与える企業価値への影響を問題意識として持っている。算定したカーボンコスト、定性的な基準のメンタル・モデルを評価に組み込んでいる。

APG：サステナビリティチームがポートフォリオマネージャーに提供・情報提供。最終決定権はポートフォリオマネージャーにある。

短期的なリターンにも配慮しつつ、それぞれの理念を緩やかに反映させる事ができる、柔軟な手法。

4. ESG投資の具体的手法の整理 (③エンゲージメント)

[エンゲージメントとは]

- 投資家の発言権を行使して、直接的かつ柔軟に経営者の規律付けを可能にするもの
- ⇒企業にエンゲージメントを行い、ガバナンスを改善することで、ESG問題を解決する
- 欠点
⇒エンゲージメントの実行には企業のESGに関する情報収集やコミュニケーションにコストがかかる。
(モニタリングコスト)

4. ESG投資の具体的手法の整理 (③エンゲージメント)

国民の幸福の増大まで考慮しない立場

①基金自体は企業に業務改善を要求せず

FRR: 議決権行使は基本的にアセット・マネージャーに委ねる。

②企業価値の向上のために関わる

USS: 長期的投資家として、気候変動、人材管理などの問題が企業価値に影響をもたらすとして、個別の投資先企業だけでなく市場全体に対しても改善を促す場合がある。

○受託者責任の注意義務に配慮。このレベルであれば、付託がなくとも忠実義務に反しないと考えられる。

4. ESG投資の具体的手法の整理 (③エンゲージメント)

国民の幸福・倫理面まで考慮する立場

③ESG要因に問題のある企業の改善に積極的

AP1: ハイリターンである石油関係の銘柄の保持と国内法との整合性の確保のためには改善要求を行う他なかったという経緯から。対面による対話、対話記録の公開、議決権行使などを行う。

④国民の幸福の増加まで求める

APG: 他の基金が排除するような企業にまで投資を行い、株主提案を行う。

→問題企業を排除せず、エンゲージメントによって改善し、社会的付加価値の増加を目指す

○ここまでの活動を国民が望んでいるのかという、忠実義務の問題として配慮すべきか

4. ESG投資の具体的手法の整理 (全体の評価)

ESG投資に社会厚生 of 改善を目的に含むかどうかで、採用する手法が異なる。

- 「やや長期的なリターンの最大化」を目的とするESG投資

長所：短期的なパフォーマンスの高さを残しつつ中長期的なリスクを反映させており、年金の財政的な持続可能性に配慮している。

短所：国民の社会的な幸福に与える影響が小さいため、超長期的な視点では機会費用損失。

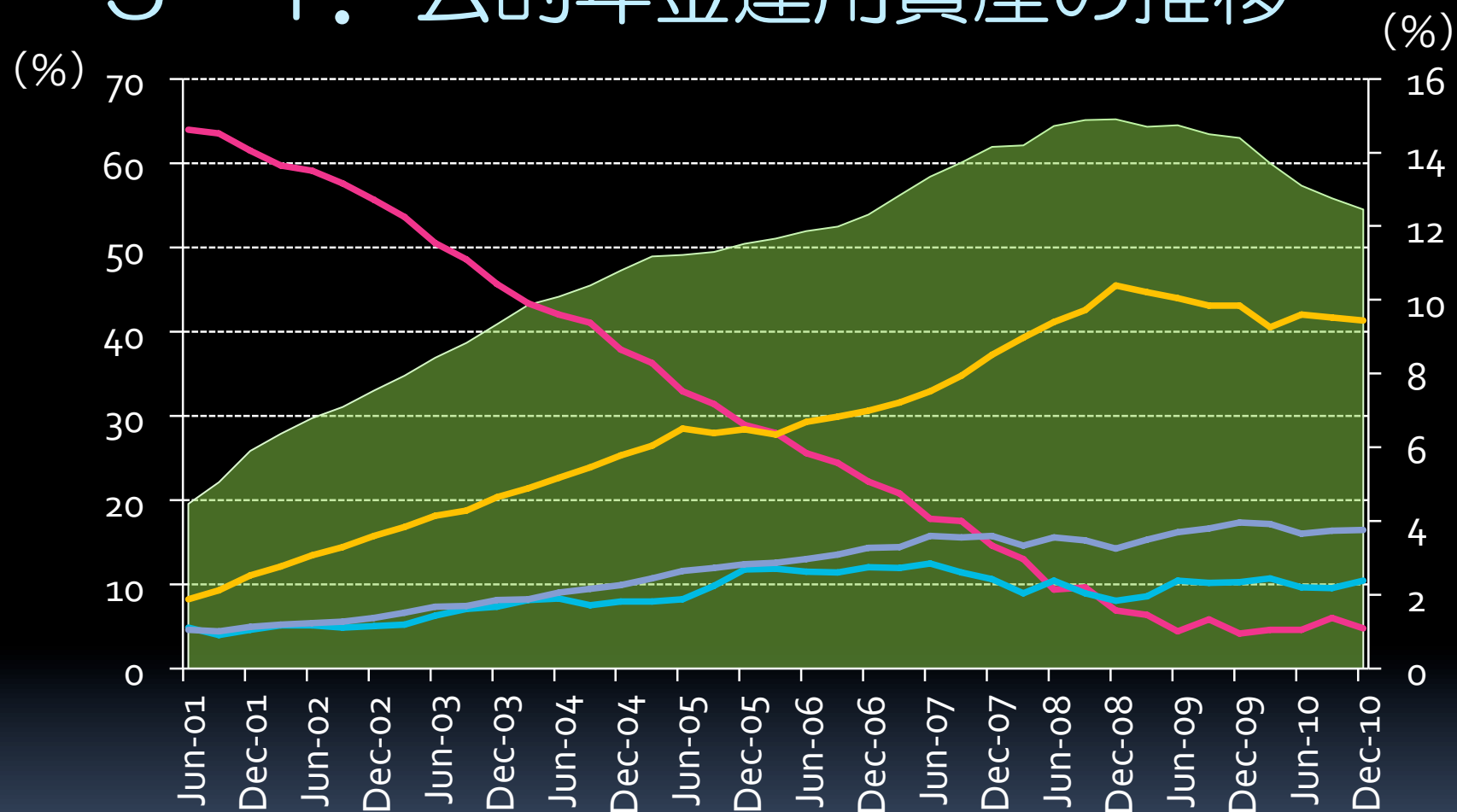
- 「超長期的なリターンの最大化」を目的とするESG

長所：積極的な改善行動を行う事で社会全体の幸福が増加し、またその影響で最終的には金銭的なリターンも得られると推測される。

短所：1企業に介入しすぎると市場を歪める

仮に、日本で短期的なリターンを大幅に下げるような投資を行えば、日本の年金基金自体の持続性に関わる問題となる。

5-1. 公的年金運用資産の推移



国債発行総額に占める割合 (右軸)

財投預託 (左軸)

国債・財投債 (左軸)

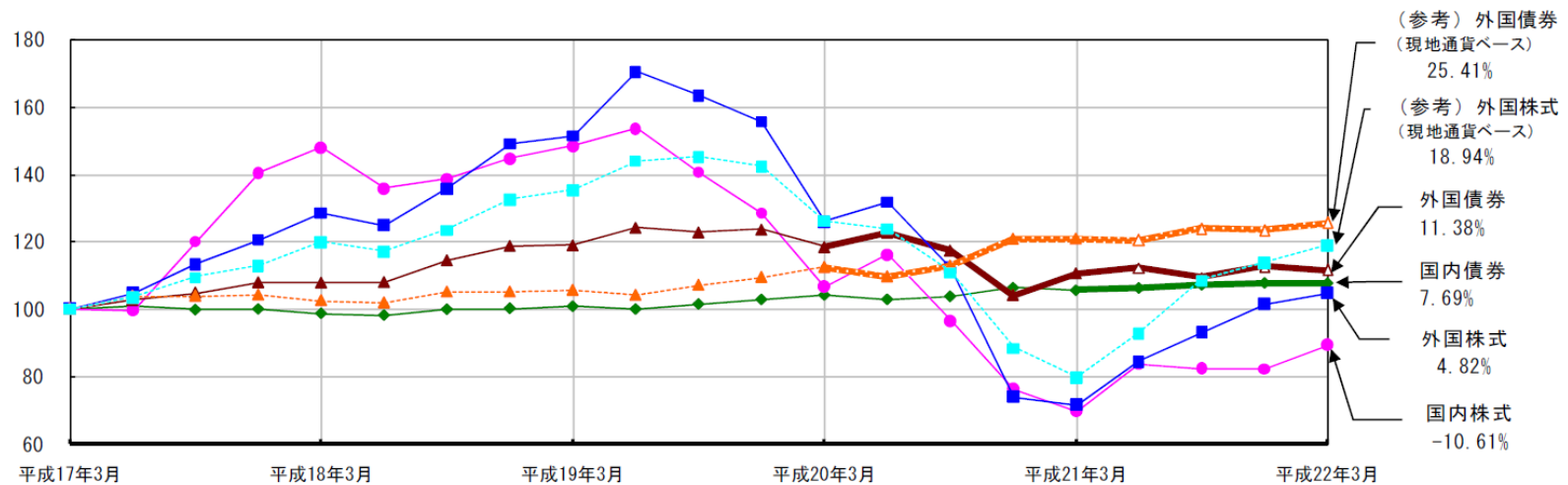
株式 (左軸)

対外証券 (左軸)

(出所) 日銀「資金循環統計」より筆者作成

5-2-1. 公的年金運用累積ベンチマーク

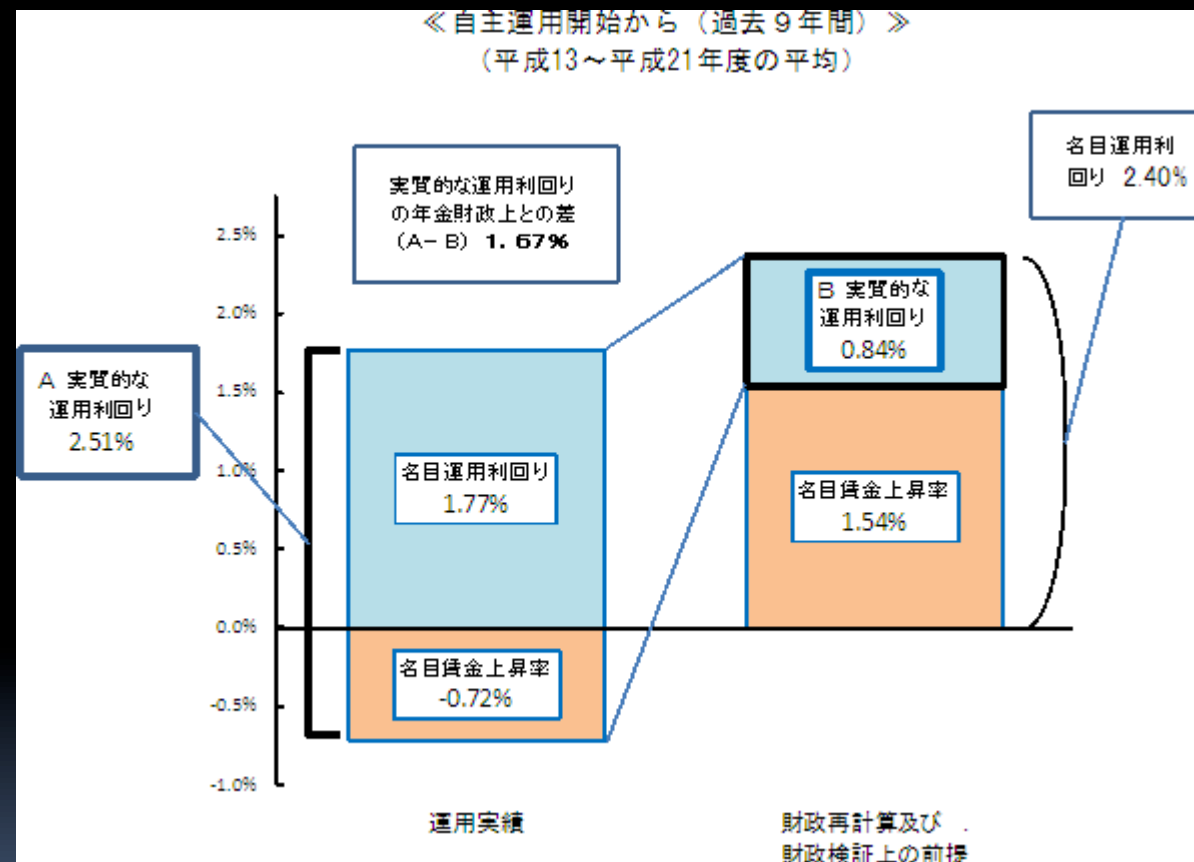
(参考 2 : 直近 5 年間の累積ベンチマーク収益率の推移 (平成 17 年度 ~ 平成 21 年度))



※平成 17 年 3 月末 (期初) を 100 としたベンチマークインデックスの推移

(出所) 厚生労働省年金財政ホームページ

5-2-2. 公的年金運用結果



（出所）厚生労働省年金財政ホームページ

5-3. 投資理論とESG投資の融合イメージ

リターン

効率的フロンティア曲線

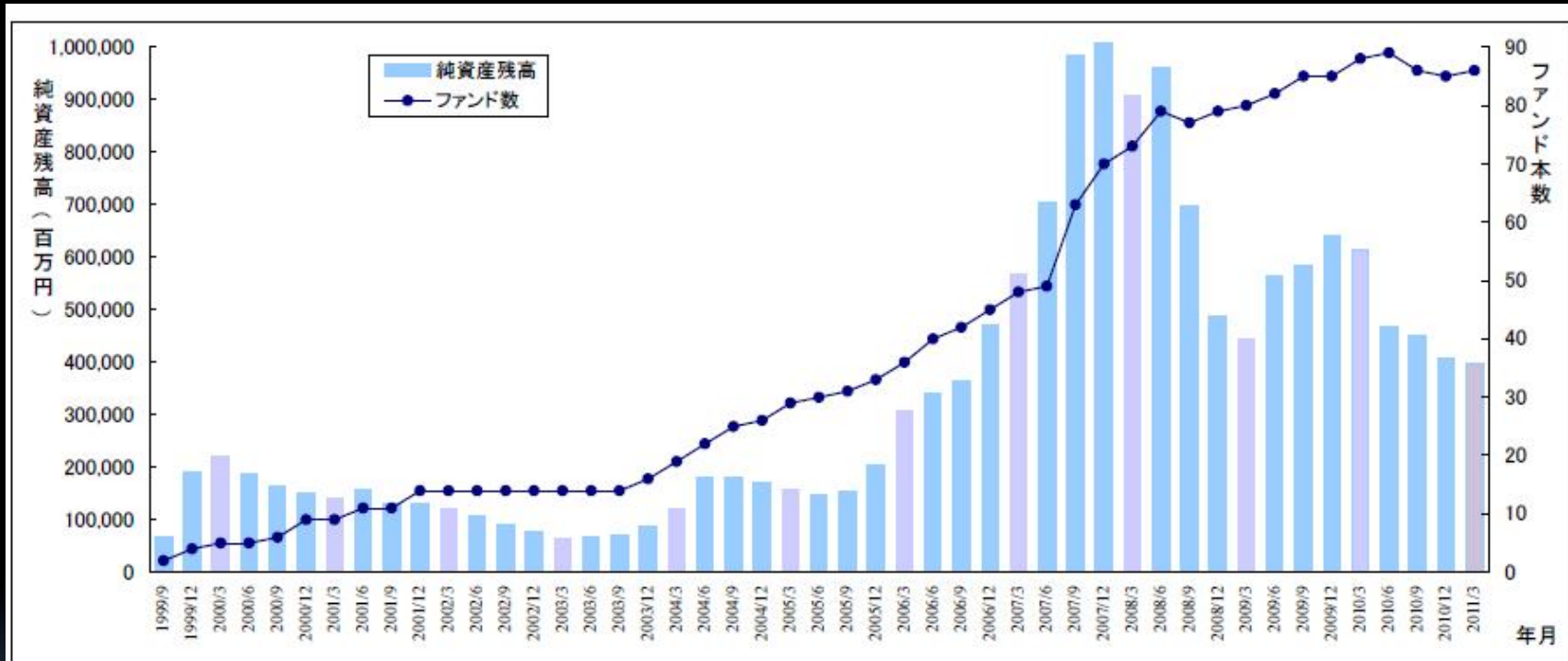
この曲線が指標となるべき
年金資金であるためALM上長期で考
える。

金額では表すことがで
きない国民の幸福
Ex. 環境改善、医療技術発展
による健康社会 etc.

(出所) 筆者作成

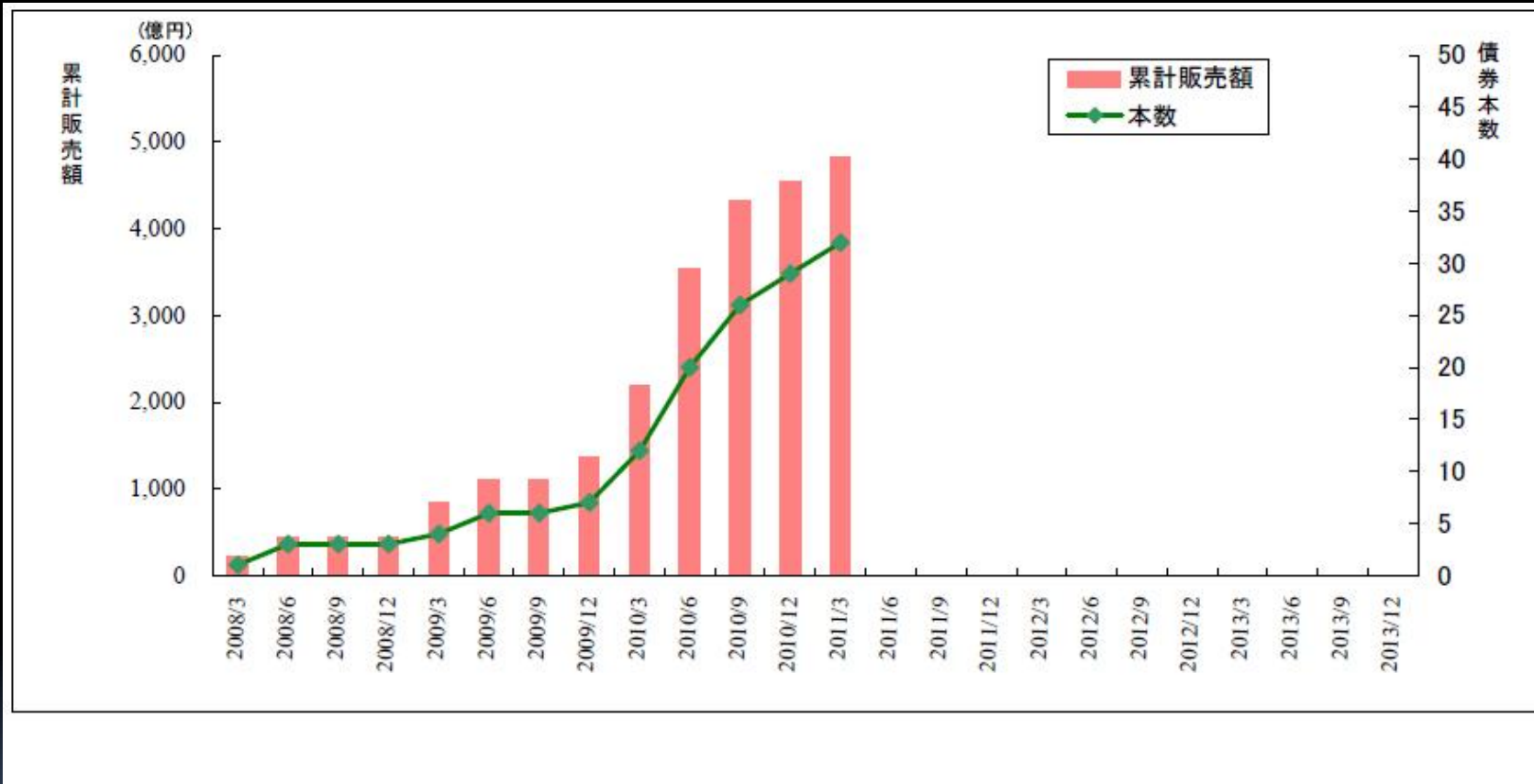
リスク

5-4-1. 公募SR I 投信の純資産残高とファンド本数推移



(出所) 社会的責任フォーラム資料より抜粋

5-4-2. 社会貢献型債券の累計販売額と債券本数推移



(出所) 社会的責任投資フォーラム資料より抜粋

注1. 個人向けインパクトインベストメント債券の国内販売実績（販売予定額も含む）

注2. 個人向けのほか、機関投資家向け債券残高203億円

5-5. パフォーマンス

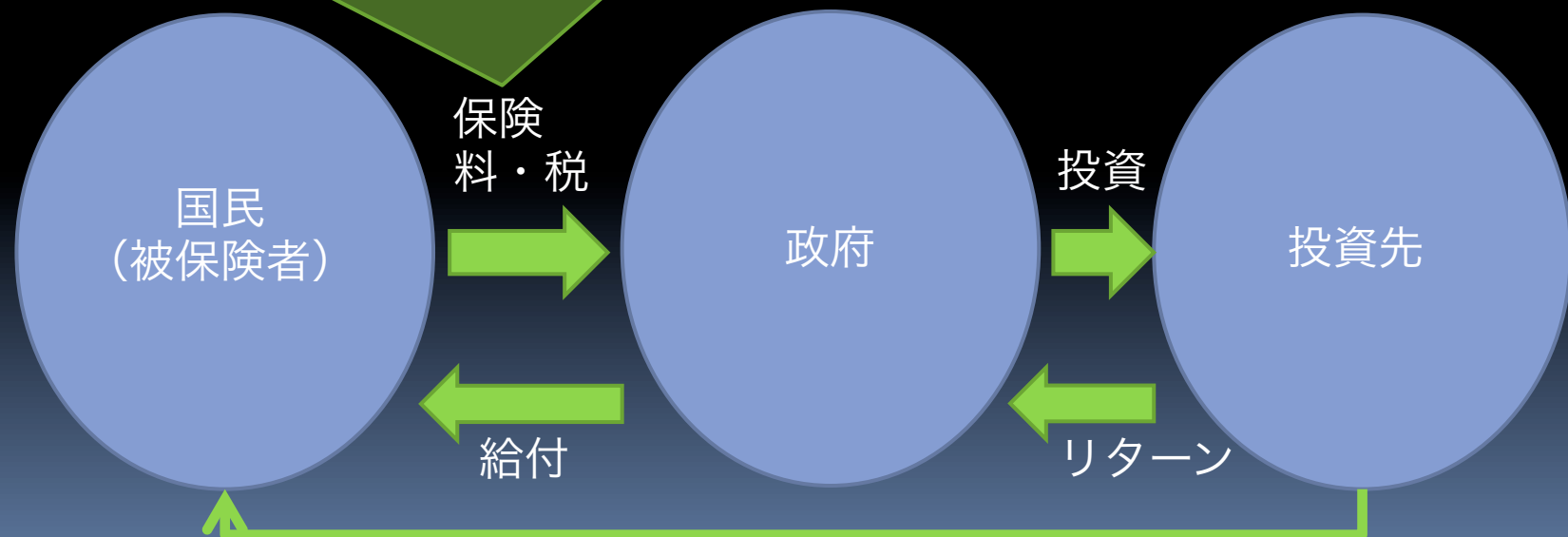
<国内株式型>	投信会社名	レーティング	[2011年5月末付]		純資産総額 (百万円)
			リターン 6ヵ月	リターン 3年[年率]	
日興 エコファンド	日興	★★	-0.51	-16.01	12,957
損保ジャパン・グリーン・オープン(愛称:ぶなの森)	損保ジャパ ン	★★★★★	-0.53	-12.15	15,297
エコパートナーズ(愛称:みどりの翼)	三菱UFJ	★★	-3.62	-15.11	1,032
朝日ライフ SRI社会貢献ファンド(愛称:あすのはね)	朝日ライフ	★★★★★	3.47	-6.38	2,945
住信 SRI・ジャパン・オープン(愛称:グッドカンパニー)	住信	★	-2.64	-18.17	14,506
フコク SRI(社会的責任投資)ファンド	しんぎん	★★★	0.18	-14.1	2,412
ダイワ SRIファンド	大和	★★★	0.19	-14.46	2,414
三菱UFJ SRIファンド(愛称:ファミリー・フレンドリー)	三菱UFJ	★★	-0.72	-16.19	1,798
AIG-SAIKYO 日本株式CSRファンド(愛称:すいれん)	AIG	★★★★★	-0.44	-13.74	907
AIG/リソな ジャパンCSRファンド(愛称:誠実の社)	AIG	★★★★★	0.06	-13.61	3,693
損保ジャパン SRIオープン(愛称:未来のちから)	損保ジャパ ン	★★★★★	-1.36	-13.02	1,026
AIG/ひろぎん 日本株式CSRファンド(愛称:クラスG)	AIG	★★★★★	-0.32	-13.64	232
日本 SRIオープン(愛称:絆)	日本	★★	-0.3	-14.87	1,010
ダイワ・エコ・ファンド	大和	★★	0.15	-16.52	8,652
住信 日本株式SRIファンド	住信	★	-2.63	-18.15	4,114
リソな・SGウーマンJファンド(愛称:Love Me! PREMIUM)	ソシエテ	★★	-0.67	-16.23	545
中央三井 社会的責任ファンド(愛称:SRI計画)	中央三井	★★	-1.42	-16.89	643
<国際株式型>					
野村 グローバルSRI100(愛称:野村世界社会的責任投 資)	野村	★★	7.65	-12.85	2,036
地球温暖化防止関連株ファンド(愛称:地球力)	新光	★★	7.56	-12.07	4,759
地球温暖化防止関連株ファンド(3ヵ月)(愛称:地球力II)	新光	★★	7.58	-12.08	2,163
<国際ハイブリッド型>					
DIAM 高格付けインカム・オープンSRI(毎月決算コース) (愛称:ハッピーグローバール)	興銀第一ラ イフ	★★★★★	5.17	-4.27	771
自然環境保護ファンド(愛称:尾瀬紀行)	興銀第一ラ イフ	★★★	3.43	-7.43	3,001

(出所) モーニングスターHP

5-6. ESG投資における国民・政府・投資先の関係の整理

国民（被保険者）⇔政府の関係

- ・ 国民が公的年金運用を委託⇔政府が受託者責任を負う
- ・ 運用が想定よりも好成績の場合は、保険料・税負担を抑えられる or 給付額をカットしなくてもすむ。

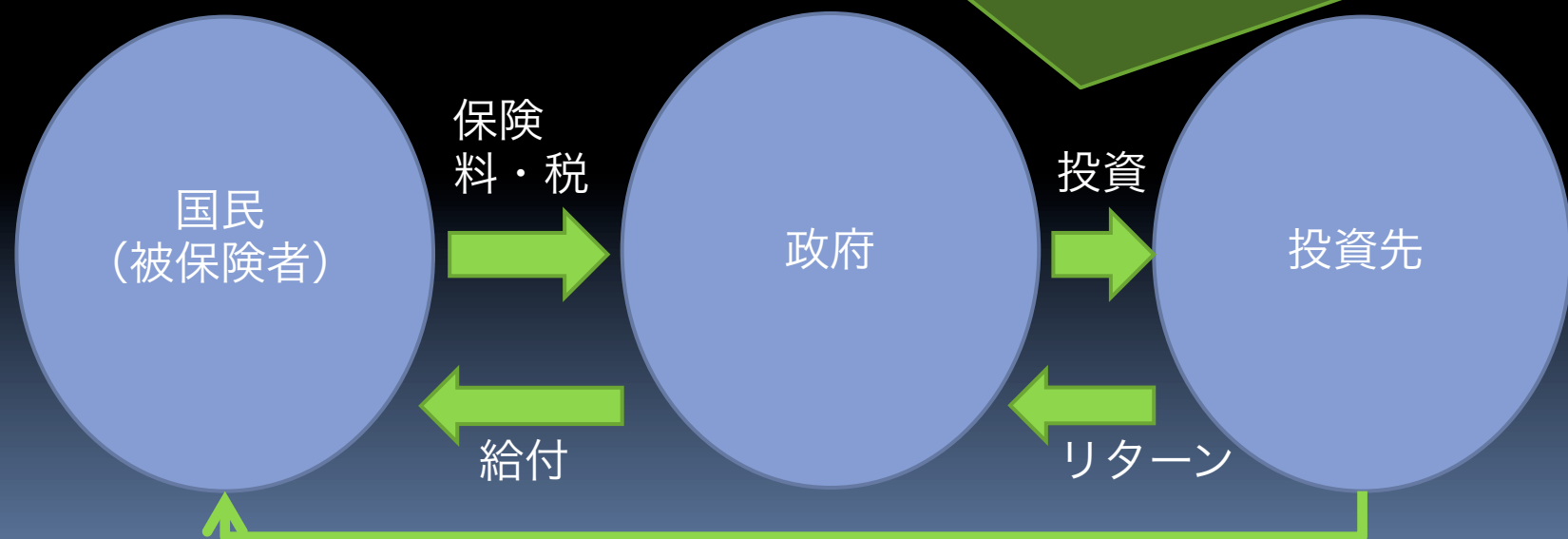


計測が困難な便益

5-6. ESG投資における国民・政府・投資先の関係の整理

政府⇔投資先の関係

- ・ 公的年金の運用⇔投資先のガバナンスに介入？
- ・ 公的部門という性格上、個別企業の経営に過剰な介入はすべきではない。
→債券 or 投資信託での運用がベター
- ・ 政府は、プライスメイカーとなってはならない。政府運用額が巨額かつマーケット規模が小さいため、市場を歪めてしまう。

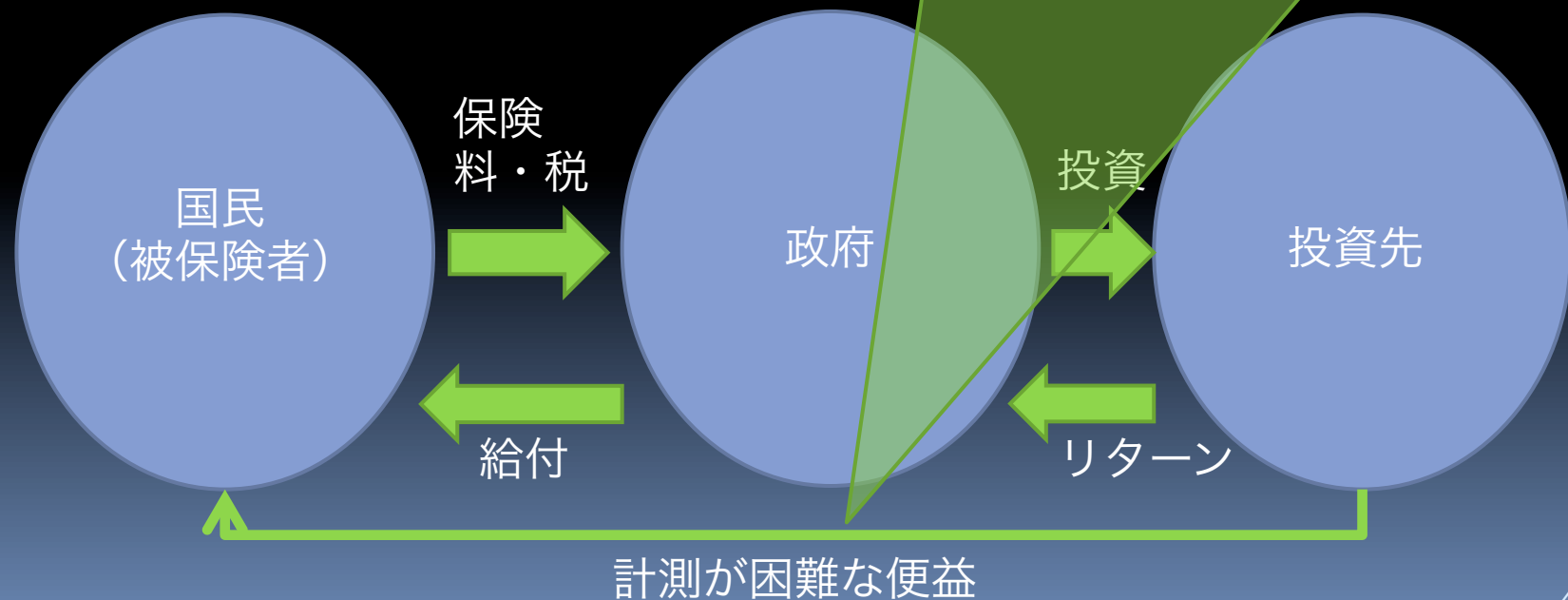


計測が困難な便益

5-6. ESG投資における国民・政府・投資先の関係の整理

投資先⇔国民（被保険者）の関係

- ・ (ex)環境・医療技術の発達により、国民生活の幸福度が上昇する可能性。
→これを客観的に評価可能な指標の開発が必要不可欠。



6. まとめ

- 公的年金の運用にE S G投資を採用することには、運用の効率化・世代間格差是正の観点からも賛成する。

→ただし、それには条件があり、公的機関の中立性と国民幸福の最大化のバランスを図るべき。



マーケット規模拡大及び国民リターン最大化のためには、客観的な価値基準を把握するため、国際的な統一基準により評価する国民幸福を図るための客観的指標の開発が不可欠。

参考文献 1

- ・ 河口真理子「日本の公的年金基金にESGを広げるためには」『海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究』年金シニアプラン総合研究機構（2010）
- ・ 河口真理子「欧州主要年金基金のESG投資事情」大和総研Consulting Report（2009）
- ・ 川村 雅彦「社会的責任投資(2)ーSRIを採用し始めた日本の年金基金」年金ストラテジーVol.152（2009）
- ・ 末吉竹二郎「「責任投資」の視点から公的年金の運用を考える」GPIFの運営の在り方に関する検討会（2010）
- ・ フィオナ・スチュワート／フアン・イエルモ「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び資産運用方針改善案」OECD WORKING PAPERS ON FINANCE, INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, No.6（2010）
- ・ 宮井 博「ワーカーズキャピタル責任投資の影響」NFIリサーチ・レビュー（2011）
- ・ 宮井 博「ESG（環境・社会・ガバナンス）責任投資の進展と年金資産運用への導入」退職給付ビッグバン研究会（2008）
- ・ 宮井 博「ESG責任投資と年金資産運用」NFIリサーチ・レビュー（2008）
- ・ 森戸 英幸「SRIと年金基金の受託者責任」MUFG責任投資セミナー（2006）
- ・ 厚生労働省「平成21年度 年金積立金運用報告書」（2010）
- ・ 年金シニアプラン総合研究機構「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査結果」『海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究』（2010）
- ・ 内閣府「補論：社会的責任の取組を促進する市場環境の整備について～市場環境整備策検討ワーキンググループ報告～」安全・安心で持続可能な未来のための社会的責任に関する研究会報告書（2008）
- ・ 連合「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方および「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」」（2010）

参考文献 2

- ・厚生労働省年金局年金財政ホームページ
<http://www.mhlw.go.jp/topics/nenkin/zaisei/index.html>
- ・年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ホームページ
<http://www.gpif.go.jp/index.html>
- ・AP基金 ホームページ <http://www.ap1.se/sv/Post.aspx>
- ・APG ホームページ <http://www.apg.nl/apgsite/pages/english/>
- ・FRR ホームページ <http://www.fondsdereserve.fr/>
- ・MORNINGSTARホームページ <http://www.morningstar.co.jp/>
- ・NPO法人社会的責任投資フォーラム（SIF-Japan）ホームページ <http://www.sifjapan.org/>
- ・USS ホームページ <http://www.uss.co.uk/Pages/default.aspx>