

# 「四方よし」を目指した GPIF の ESG 投資及びガバナンスに関する改革提案

慶應義塾大学 経済学部  
駒村康平研究会

福田善太 宇佐美幸太郎 高柳正輝  
一柳直誠 前田真三成 吉沢広椰

# 目次

## 序章 問題提起

## 第1章 GPIF と SDGs 社会

### 第1節 今後の年金制度

- 第1項 人口構造の変化
- 第2項 平均寿命の長期化
- 第3項 2019年度財政検証

### 第2節 年金積立金の運用

- 第1項 GPIF について
- 第2項 GPIF の収益性

### 第3節 SDGs 社会と GPIF

- 第1項 SDGs ウェディングケーキ
- 第2項 年金・GPIF との関係

## 第2章 年金基金と ESG 投資

### 第1節 ESG 投資とは

- 第1項 SDGs と ESG 投資
- 第2項 ESG 投資の起源
- 第3項 投資家へのメリット

### 第2節 実際の ESG 投資

- 第1項 ESG 投資の投資手法
- 第2項 GPIF が行う ESG 投資

### 第3項 各年金基金が行う ESG 投資に関する取り組み

- 第1項 CPPIB の ESG 投資に関する取り組み
- 第2項 CalPERS の ESG 投資に関する取り組み
- 第3項 AP 基金の ESG 投資に関する取り組み

### 第4節 エンゲージメントと自家運用

- 第1項 年金基金のエンゲージメントについて
- 第2項 GPIF の間接的エンゲージメント
- 第3項 GPIF における自家運用とガバナンス

### 第3章 独立性の弱いガバナンス

#### 第1節 ガバナンスと政府からの独立

#### 第2節 GPIF のガバナンス体制

##### 第1項 経営委員会

##### 第2項 監査委員会

##### 第3項 執行部

##### 第4項 厚生労働大臣

#### 第3項 各国年金基金のガバナンス

##### 第1項 CalPERS のガバナンス

##### 第2項 CPPIB のガバナンス

##### 第3項 AP 基金のガバナンス

##### 第4項 各国年金基金のガバナンス評価

#### 第4節 GPIF のガバナンス評価

### 第4章 GPIF への提言

#### 第1節 集団的エンゲージメント

#### 第2節 「四方よし」を目指す GPIF の新しいガバナンス体制

### 終章 未来に向けて

### 参考文献

## 序章

近年日本の長寿化や高齢化が加速し年金の持続安定性が深刻な問題となっており、『2019年度財政検証』によると年金財政において年金積立金の役割が大きくなり、それと同時に資本市場における GPIF、年金積立金の役割も大きくなる。その一方で環境問題やジェンダー問題など SDGs の課題への日本の取り組みが世界と比べて遅いことも問題となっており、SDGs は資本市場でも重要になってくるであろう。また、SDGs の達成は未来世代に大きな影響を与える。現在政府は人生 100 年時代構想会議などを設置し長寿化に対応しようとしているが、100 年後までに年金制度が維持されているのか、そもそも地球は存続しているのか危ぶまれる。以上の問題意識から、我々は年金の持続安定性と SDGs 社会の達成の両方を成し遂げるために、年金加入者、受給者、社会経済の厚生を改善する「三方よし」だけでなく、そこに未来世代も加えて「四方よし」を実現するために、GPIF の ESG 投資改革とその為のガバナンス改革に関しての問題提起及びそれへの解決策を提案する。

# 第1章 GPIF と SDGs 社会

本章では少子高齢化の影響で今後の年金制度がどのように変化していくのか、そして今後の年金制度の中で GPIF の役割がどのように変化していくのかを考察していく。また、環境問題や Covid-19 による社会の影響が深刻化していく中で、SDGs 社会の重要性とその達成における GPIF との関係性を論じていく。

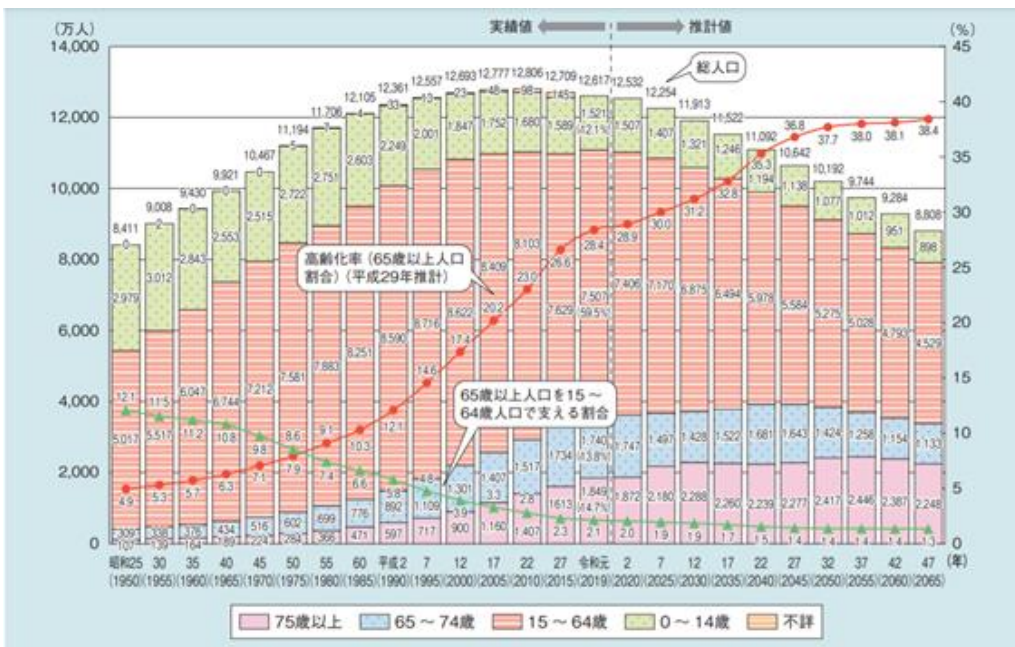
## 第1節 今後の年金制度

年金制度の問題は少子高齢化が深く絡んでいる。その為まず今後の日本の人口構造がどのように変化していくのかを論じていく。その後、人口構造の変化に合わせて年金制度がどのように変化していくのかを 2019 年度財政検証から見ていく。

### 第1項 人口構造の変化

現在の日本が直面している少子高齢化問題はどのようになっているのだろうか。まず「高齢者」について見ていく。内閣府が公表した『令和2年度版高齢社会白書*[i]*』によると、令和元年で65歳以上人口は3,589万人となり、総人口に占める割合（高齢化率）も28.4%となった。一般的に高齢化率が21%を超えると超高齢化社会と言われており、日本は現在超高齢化社会であり、世界で最も高齢化が進んでいる国となっている。

図1 高齢化の推移と将来推計

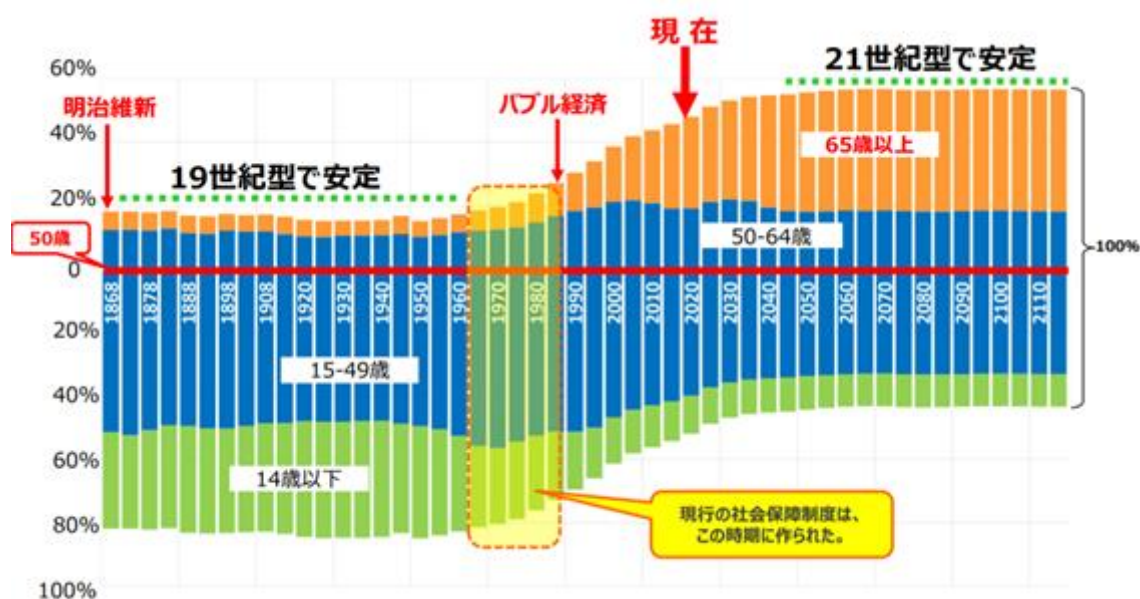


出典：内閣府 「令和2年度 高齢社会白書」

また人口構造の今後の推移について見ていくと、高齢化率に関しては 2060 年度に 38% を達成していくのに対して、少子化が影響して 14 歳までの人口だけでなく 15~64 歳まで

の生産人口が減少していく。また長谷川の250年間の人口構成の変化に関する分析<sup>1</sup>によると、人口構造において、1970年代まで50歳以下が80~85%で一定あったものが、2060年頃には40.1%にまで減少して定常化する。一方で高齢者に関しては1970年代では10%にも満たなかったが、2060年には38.1%まで上昇する。長谷川は前者の従来の生産人口が多く高齢者が稀な社会を19世紀型社会、後者の高齢者率が上昇し14歳以下が低いレベルで定常化している社会を21世紀型社会と定義した。

図2 250年間の日本の人口推移



出典：未来医療研究機構代表理事長谷川敏彦氏資料（2016年）を一部改変

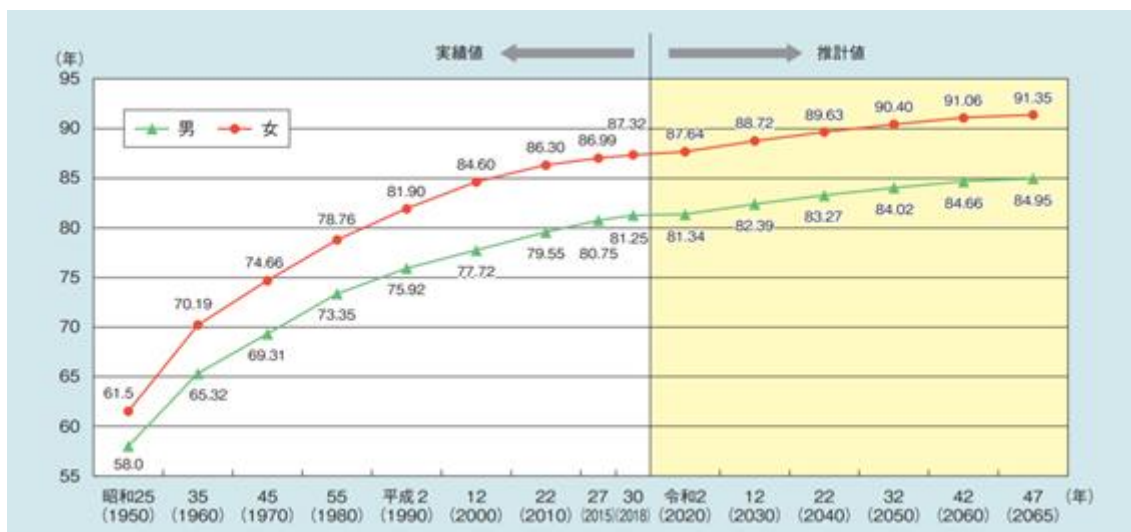
ここにおいて問題なのは現在の社会保障制度は1960年代から80年代までの間に作られ、19世紀型人口構造を前提として作られている事であり、今後の人口構造の変化に合わせて社会保障制度の再構築が必要となる。

## 第2項 平均寿命の長期化

昔と今を比較したい上で、人口構造が変化しているだけでなく平均寿命も延びている。我が国の平均寿命は、2018年には男性81.25年、女性87.32年と、前年に比べて男性は0.16年、女性は0.05年上回った。今後、男女とも平均寿命は延び続け、2065年には男性84.95年、女性91.35年となり、女性は90年を超えると見込まれており、日本人の平均寿命が延びている。

1

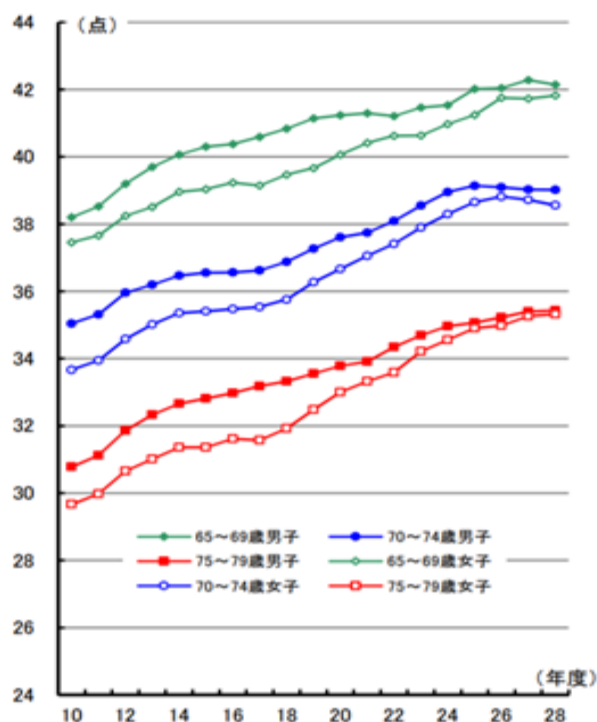
図 2 平均寿命の推移と将来推計



出典：内閣府「令和2年度 高齢社会白書」

また文部科学省の調査によると [\[iii\]](#)、高齢者の体力・運動能力が向上しており、今の70代前半の高齢者の能力は18年前の60代後半と同じほどになっている。このように、高齢者の長寿化が健康状態の改善などから顕著となっており、社会保障制度、特に年金制度はこれに対する対応が迫られている。

図 3 新体力テストの合計点の年次推移



出典：「平成28年度体力・運動調査結果の概要及び報告書について」

### 第3項 2019年度財政検証

では以上に述べた高齢化の影響を受けて年金制度はどのように変化するのだろうか。2019年度に最新版が出された5年に一度年金制度の見直しを行う財政検証に基づく、経済成長と労働参加が進むケースでは、マクロ経済スライドの調整終了時に将来の給付水準は所得代替率50%以上を維持できるとの見通しが示された。しかし、仮に経済が低成長となれば現行制度のままでは50%を確保できない見通しであることも併せて示されていた。具体的には、物価上昇率が1.2%、対物価の実質賃金上昇率は1.1%、対物価の実質運用利回りは2.8%、実質経済成長率は0.4%、人口は中位であり、合計特殊出生率は1.44、平均寿命は男性84.95歳、女性91.35歳と設定したケースⅢで考えてみると、基礎年金の調整が終了する2047年には所得代替率が50.8%で定常化する。

図4 厚生年金の見通し

○ 人口:出生中位、死亡中位 経済:ケースⅢ

年度	収入合計			支出合計			収支	年度末 積立金 (2019年度 価格)	積立 割合	所得代替率			長期の経済前提		
	保険料 収入	運用収入	国家負担	基礎年金 拠出金	老後給 付金	基礎				割合	基礎	割合	物価上昇率	実質賃金 上昇率	
2019 (元)	51.7	37.2	3.4	10.8	49.8	20.9	1.9	201.9	201.9	4.0	61.7	36.4	25.3	1.2%	1.1%
2020 (2)	52.3	37.7	3.4	11.0	50.4	21.2	1.9	203.8	202.1	4.0	61.5	36.3	25.2		
2021 (3)	52.9	38.2	3.4	11.1	51.3	21.5	1.6	205.4	202.4	4.0	61.4	36.2	25.2		
2022 (4)	53.7	38.8	3.5	11.2	51.9	21.8	1.7	207.1	202.4	4.0	61.1	36.1	25.0		
2023 (5)	54.8	39.7	3.6	11.3	52.4	22.1	2.5	209.5	202.3	4.0	60.7	35.9	24.8		0.4%
2024 (6)	56.1	40.9	3.6	11.5	53.1	22.4	3.0	212.6	201.6	3.9	60.2	35.6	24.6		
2025 (7)	57.9	42.1	4.1	11.6	53.9	22.8	4.0	216.5	200.9	3.9	59.9	35.3	24.6		
2030 (12)	70.0	47.6	9.8	12.5	59.5	24.8	10.5	255.5	202.7	4.1	58.3	33.7	24.6		
2035 (17)	75.7	50.5	12.0	13.2	65.0	26.4	10.8	310.2	218.9	4.6	56.1	31.5	24.6		
2040 (22)	81.5	53.3	13.9	14.3	72.6	28.6	8.9	358.8	226.0	4.8	53.6	29.0	24.6		
2050 (32)	92.2	59.2	16.9	16.1	85.9	32.2	6.3	434.1	217.7	5.0	50.8	26.2	24.6		
2060 (42)	104.7	67.2	19.1	18.4	99.8	36.8	4.8	489.0	195.4	4.8	50.8	26.2	24.6		
2070 (52)	116.7	75.5	20.4	20.8	114.5	41.6	2.2	521.7	166.1	4.5	50.8	26.2	24.6		
2080 (62)	128.8	84.6	20.9	23.3	129.1	46.7	-0.3	531.9	134.9	4.1	50.8	26.2	24.6		
2090 (72)	141.6	95.3	20.0	26.3	145.8	52.6	-4.2	506.7	102.4	3.5	50.8	26.2	24.6		
2100 (82)	154.1	107.3	17.3	29.5	164.0	59.1	-9.9	436.2	70.2	2.7	50.8	26.2	24.6		
2110 (92)	165.2	120.2	11.6	33.3	184.8	66.6	-19.6	287.0	36.8	1.7	50.8	26.2	24.6		
2115 (97)	169.9	127.4	7.2	35.3	196.0	70.6	-26.1	169.9	19.4	1.0	50.8	26.2	24.6		

(注1) 厚労省年金基金の代行部分を含む、厚生年金全体の財政見直しによる。  
(注2) 2019年度価格とは、賃金上昇率により、2019(令和元)年度の価格に換算したものである。  
(注3) 「積立割合」とは、前年度末積立金の当年度の支出合計に対する比率である。

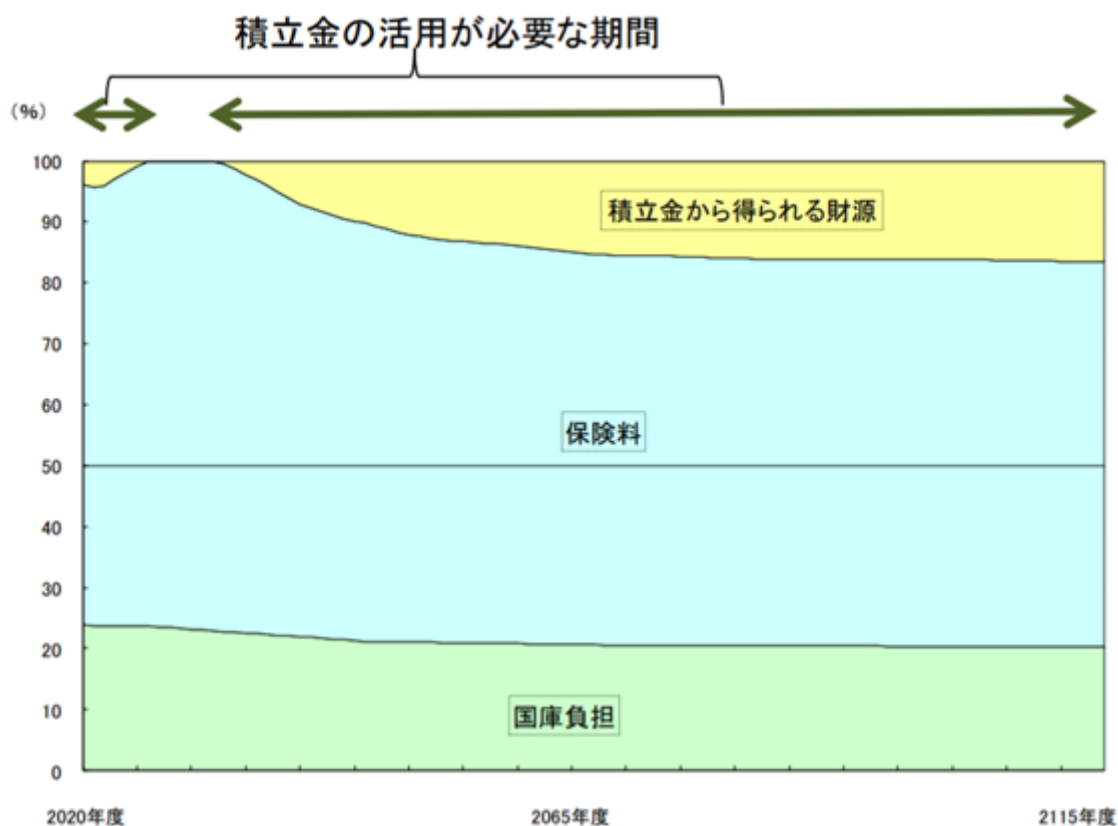
出典:「2019年度 財政検証」

ケースⅢの場合、所得代替率は50%を切ることがないが、公的年金の財源について見てみると違う状況が見えてくる。今後21世紀型の人口構造に変化していく中で、年金を含む社会保障の財源をどう確保するかが問題となってくる。下の図をみると厚生年金全体の中での年金積立金の割合が示されている。2023年頃から一時的に保険料が増加することから年金積立金の取り崩しは停止するが、2040年頃から再度取り崩しが始まったら徐々にその割合が増え、今現在では10%程の負担割合だったものが20%近くになっていくことが推定されている。尚且つ、財政検証の設定では100年後に年金積立金が翌年の給付に必要な分のみ残っている事を前提に検証されている為、年金財政の今後の見通しは厳しく、今後年金



積立金の運用が非常に大事になってくるのが分かる。この年金の積立金運用を行っている組織が GPIF である。

図 5 年度別財源の構成割合



出典：厚生労働省 「2019 年度 財政検証」

## 第 2 節 年金積立金の運用

### 第 1 項 GPIF について

年金積立金とは、現役世代が納めた年金保険料のうちのうち、年金の支払いに充てられなかったものが将来世代の年金給付の財源とするために積み立てているものを言う。現在の日本では、少子高齢化が進み社会保険料の徴収が減少していく中で、年金給付の一部に積立金の運用収入を充て、一定期間後からは運用収入に加えて、年金財政の安定化を図ろうとしている。また、公的年金の積立金運用に関しては、厚生年金保険法第 79 条の 2 で以下のよう定められている。

**第七十九条の二** 積立金（年金特別会計の厚生年金勘定の積立金（以下この章において「特別会計積立金」という。）及び実施機関（厚生労働大臣を除く。次条第三項において同じ。）の積立金のうち厚生年金保険事業（基礎年金拠出金の納付を含む。）に係る部分に相当する

部分として政令で定める部分（以下「実施機関積立金」という。）をいう。以下この章において同じ。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。（出典：厚生年金保険法）

このように、公的年金の財政の安定化を図るために運用することが明記されており、この役割を担っているのが年金積立金管理運用独立行政法人（以下 GPIF と称す）である。

## 第 2 項 GPIF の収益性

GPIF の運用目標は厚生労働大臣が定めた「中期目標」において、賃金上昇率+1.7%と規定されている。目標に賃金上昇率が使用されている理由は、公的年金の保険料収入と支出がその時代の賃金水準に応じて変化するからであり、仮に長期的な運用利回りが賃金上昇率を下回ると、年金財政における年金積立金の実質的な価値は減少することになってしまう為、このような目標設定がなされている。

では、GPIF は果たして年金財政の安定化を図るためにこの運用目標を達成できているのだろうか。2019 年度の運用実績は-5.8%であり大きく目標を下回っているが、19 年間の年率で見ると名目運用利回りが 2.27%となっており、その間の賃金上昇率は-0.11%であるため実質的な運用利回りは 2.38%となり、目標を達成している。

## 第 3 節 SDGs 社会と GPIF

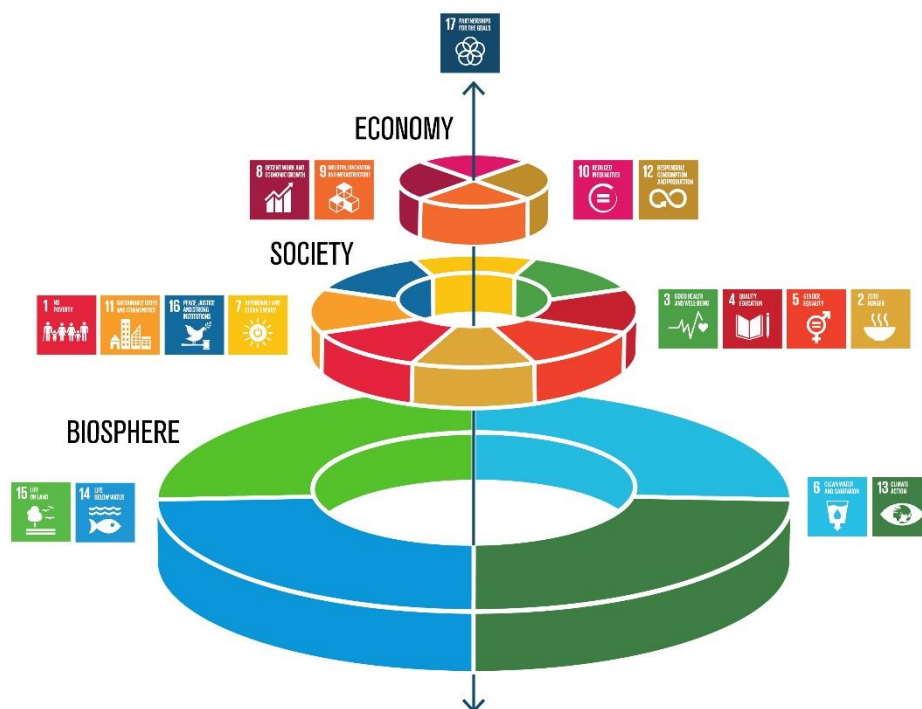
近年、SDGs という言葉が人口に膾炙されるようになり、我々も日常の場面で「サステナブル」という単語を目にする機会が増えてきた。しかし「グリーンウォッシュ」という単語があるように、SDGs に取り組んでいると標榜する企業において、SDGs に関する取り組みは広告用であり実態は異なるなどといったパターンも多くある。この原因として考えられるのは、企業が SDGs を配慮する事をコストと考えており、利益を損なう行為と認識している事である。このように、特に現在の日本では環境保全などの「SDGs」と「経済合理性」がトレードオフの関係として捉えられており、欧州と比較して SDGs 社会の達成には至っていない。では、実際に SDGs を考慮しなければ今後どうなっていくのか見ていきたい。

### 第 1 項 SDGs のウェディングケーキ

気候変動が将来最も確率とダメージの大きなリスクとして評価されている。国連防災機関（UNDRR）が 2018 年度に発表したレポートによると、1997 年～2017 年間で気候変動を伴う自然災害による経済損失は 252 兆円になっていた。また、2019 年に日本を襲った台風 19 号は日本列島のいたるところに様々な被害をもたらし、長野県の新

幹線が水没するなど様々な経済損失をもたらしたことは記憶に新しい。このように環境問題が経済に与えるダメージは年々深刻になっており、「環境」と「経済」は同じ階層の問題ではなく、環境システムが正常に作用してこそその上に正常な社会や経済が生まれるといった「SDGs ウェディングケーキ」といった考えも出てきている。

図 6 SDGs のウェディングケーキ



(出典：Azote Images for Stockholm Resilience Centre, Stockholm University)

## 第2項 年金・GPIF との関係

では、SDGs と GPIF はどのように関係するのだろうか。そもそも SDGs とは 2030 年までに貧困撲滅や格差の是正、気候変動対策など国際社会に共通する 17 の目標が達成されることを目指すものであり、特徴として民間企業を課題解決を担う主体として位置付けている点にある。日本においても、経営戦略に SDGs が設定する目標を盛り込み、事業戦略を立案する企業も増えてきた。このような取り組みにより企業価値が持続的に向上すれば、G 長期的な投資リターンの拡大につながる。特に GPIF のような年金基金は他のファンドと異なり超長期的視点で資金運用を行っている為、SDGs によって受けるリターンの恩恵が大きく、GPIF の運用パフォーマンスと投資先企業の SDGs への取り組みは密接に関わっている。

図 7 GPIF と SDGs の関係



(出所) 国連等よりGPIF作成

出典：GPIF 公式 HP

では、実際に GPIF は SDGs 社会達成に向けてどのような事に取り組んでいるのだろうか。それが ESG 投資である。

## 第 2 章 年金基金と ESG 投資

### 第 1 節 ESG 投資とは

第 1 節ではそもそも ESG 投資はどのようなものなのか、そしてどのような経緯で生まれたものなのかを説明し、現在世界中で広まっている ESG 投資を行う事のメリットについて説明していく。

#### 第 1 項 SDGs と ESG 投資

まず GPIF が進める ESG 投資について詳細を示していく。しかしその ESG 投資の説明を始める前に前提となる SDGs についての認識を深めておく必要がある。SDGs とは「Sustainable Development Goals (持続可能な開発目標)」の略称である。

2015 年 9 月、国連サミットで採択された成果文章「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ (通称：2030 アジェンダ) の柱として、世界共通の 17 のゴール (目標) と目標ごとの 169 のターゲットから構成されている。これは国連に加盟して

いる 193 の国と地域が 2030 年を期限に達成を目指すものである。SDG s と ESG 投資の関連については企業が「持続可能な社会を創る」ために自社が目標設定した内容に沿って、実行していくことを投資家や消費者など社会に対して広く宣言していくことから始まる。これに対して企業が実際に年間など一定期間で実行した結果について情報公開を行い、ESG 投資での評価・格付けを行うのである。つまり SDG s の目的を達成する企業には積極的に ESG 投資が行われることを意味するため密接な関係があるといえる。

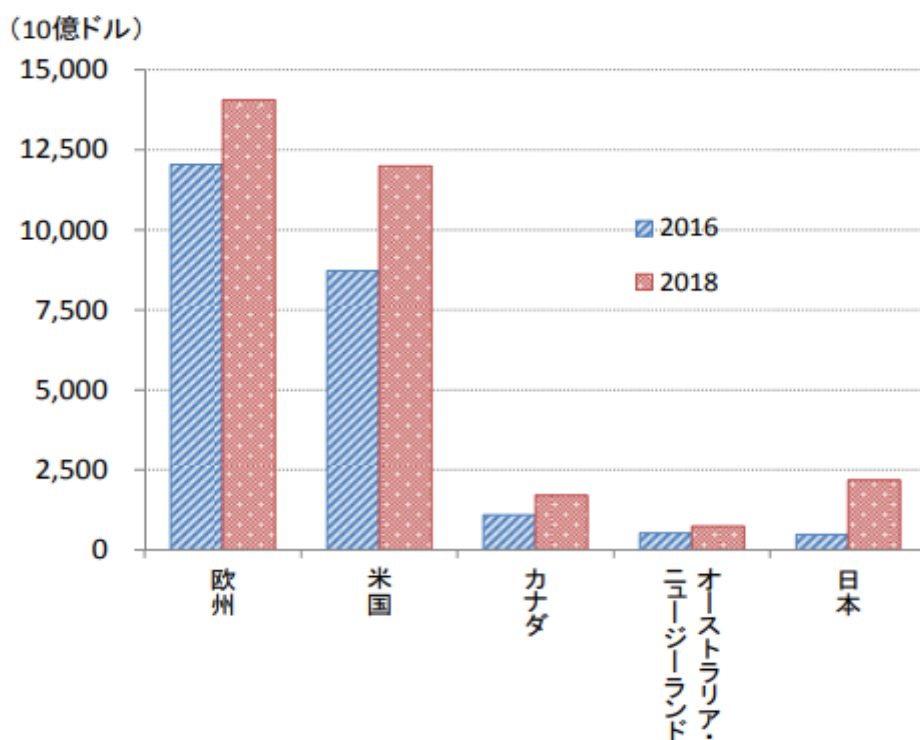
## 第 2 項 ESG 投資の起源

では本題である ESG 投資の詳細に入っていく。ESG 投資とは従来の財務情報だけでなく、環境(environment)・社会(social)・ガバナンス(governance)の 3 要素を考慮した投資の事を言う。これは現在欧米を中心に広く浸透しており世界全体では約 2200 兆円以上の額が ESG 投資として用いられている。

下の図を見ると日本が欧米やカナダと比べると ESG 投資はそこまで推進していない事が伺える。しかし数字の伸び率は比較しても大きく成長しており、これは 2014 に策定された日本版のステewardシップの運用により投資家によるステewardシップ活動が広まった事が理由として挙げられる。更には GPIF が後に説明する PRI(Principles for Responsible Investment：責任投資原則)に 2015 年日本で初めて署名した事も要素として考えられる。

図 8 世界の地域別 ESG 投資残高

図表 1 地域別の ESG 投資残高



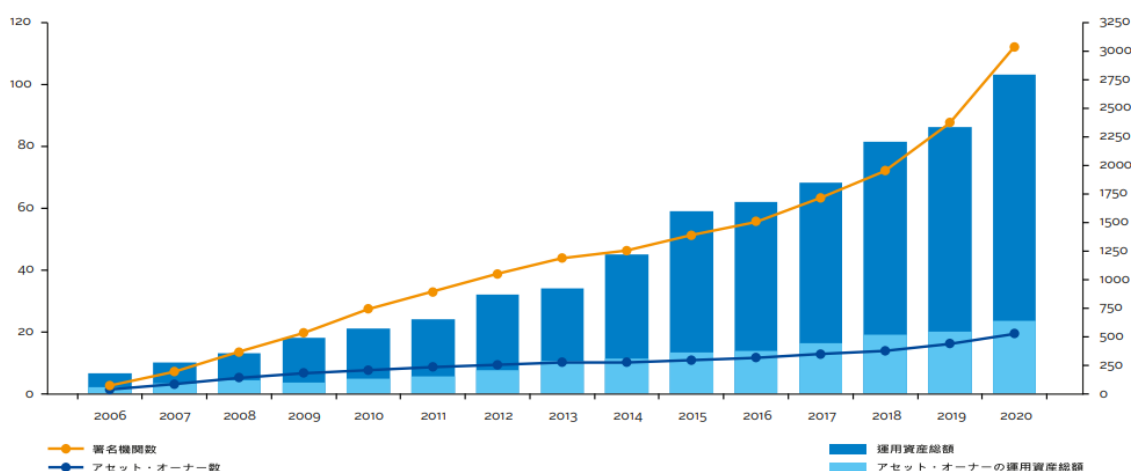
出典：「GLOVA SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE 2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」

そこで欧州でなぜ ESG 投資が根強く広まっているか、そして PRI 提案の所以について ESG 投資の起源を探っていく。

ESG 投資の始まりとしては 1920 年代に始まった SRI が発端とされる。SRI とは Socially Responsible Investment の頭文字をとったもので、社会的責任投資と呼ばれるものである。SRI という考え方がまず浸透した後に、そこから派生して ESG という考えが出来上がったと考えられている。その時代に欧米で武器やギャンブル、アルコールといったモノを扱う企業に対し、キリスト教的観点から投資をしないという手法が始まった。これらの倫理的に反するものから利益を得ようとする姿勢がキリスト教の意に反するという背景から SRI は広まっていった。

この SRI から徐々に広まっていく環境への配慮に対して大きく変化させたのは 2006 年に当時の国連事務総長であったコフィー・アナンが発案した PRI(Principles for Responsible Investment: 責任投資原則)である。PRI は、署名機関による国際的ネットワークと協力し、責任投資原則の 6 つの原則を実践に移すことで経済効率性が高く、持続可能な金融システムの構築を目的としている。その為に環境・社会・ガバナンス (ESG) 課題の投資への影響を理解し、署名機関が ESG 要因を投資及び所有者の意思決定に組み込むための支援を提供している。

図 9 2006 年～2020 年の PRI 署名機関数と運用資産総額



出典：PRI 「責任投資原則」

このように運用資産額と機関投資家数は年々増加しており、PRI の発足によって ESG 要素を取り入れた投資の取り組みは世界的に広まってきている。取り組みが広がる原因としては金融業界における ESG 要素の重要度の増加を初め、短期的経営の弊害や受託者責任

が全うに行われることなどが挙げられる。実際に PRI に署名した投資家は以下の 6 つの責任投資原則に基づいて投資を行っている。それが以下の内容である。

- 1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
- 3 私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

この 6 つの原則を守ることによって投資家は受託者責任を守り長期的視点によって最大限の利益を追及する事ができると PRI は説いている。更には価値のあるプラットフォームとして責任投資への取り組みを確立し、多くのステークホルダーと連携して利益追求を可能にしている。PRI に署名している機関はこの原則に反していないかどうかを報告する義務があり、積極的に取り組みを推進させることで ESG 要素の重要度を世界的に広く進めている。

### 第 3 項 投資家へのメリット

ここからは具体的に ESG 投資を行うことにどのようなメリットがあるのか述べていく。

第一に長期的な資産運用に適した運用方法であることが挙げられる。高成長が見込めるような企業への株式投資には大きなリターンが見込める場合もあるが、長期的に見ると安定せずハイリスク・ハイリターンの投資になる。しかし ESG 投資は先ほど挙げた PRI に署名しているような企業も多い為に事業を継続する上で重要な法律や規制、コンプライアンスの変更や自然環境、労働環境、人権などに対する価値観の変化などにしっかりと対応できるポリシーがあり、企業として最大限の努力が可能である為に長期的で持続的な成長が見込める。

第二にリスクを抑えて比較的安定した資産運用が行えることである。ESG の観点で社会的責任を果たしている企業は短期的な利益よりも長期的な成長を見込んでいる。短期的に利益を追求する企業に投資した場合は業績が良ければ大きく上昇し、逆に悪ければ大きく下落する不安定な運用になる。その点 ESG 要素を選好する企業は長期的な視点で選好されている為、今回のコロナウイルスのようなパンデミックによる経済不況や不祥事にもリスクが小さく対応できる。

GPIF は日本最大の機関投資家でありユニバーサル・オーナーとしてリスクを抑えた安定的な運用を行う事が必要不可欠であり、受託者責任を全うするためにも確実なリターンを生む ESG 投資は優れているといえる。更に実際に下図を見ると、長期的なパフォーマンス向上を目的とする ESG ファンドは 3 年間の年率リターンで TOPIX(東証株価指数)を上回る実績を残しており、投資家が ESG 要素を組み入れた投資をする事がより良いリターンを

生むという認識は徐々に広まっている。

図 10 2017 年～2020 年の ESG 指数と TOPIX の相対比較チャート

### ESG指数とTOPIXのトータルリターン相対比較チャート(3年)



出典：モーニングスター 「ESG 指数と TOPIX の比較チャート 2017～2020 年」

## 第 2 節 実際の ESG 投資

第 2 節では第 1 節で説明した ESG 投資の実際の手法と GPIF がどのような ESG 投資を行っているのかについて特徴に注視しながら見ていく。

### 第 1 項 ESG 投資の投資手法

ESG 投資を行う上で実際の手法は数多く存在するが、世界で代表的に行われている指標は以下の 4 つである為この項で説明していく。

#### 1. ネガティブ・スクリーニング

ネガティブ・スクリーニングとは先ほど紹介した欧米の SRI の考え方で、あらかじめ決められた社会的、そして環境に対する基準を満たさない企業をすべて排除して投資を行う事である。これらは「罪ある株式 (sin stocks)」とも呼ばれ具体的には先ほど挙げたようなたばこ、アルコール、ギャンブル等の製造企業が挙げられる。最近では環境だけでなく社会的な武器製造業や強制児童就労、女性活躍水準等も多くこの排除項目に挙げられている。

#### 2. ポジティブ・スクリーニング

ポジティブ・スクリーニングは先ほど挙げたネガティブ・スクリーニングの対称となるやり



方で企業を排除するのではなく、環境にやさしい製品の生産し CSR を果たすようなビジネスの提供といったような ESG 要素をポジティブに取り入れている企業をより選好して投資する事である。現在は再生可能エネルギーや健康食品、クリーンアップ、そしてリサイクル等の企業が注目されており、多くの客観的指標によって評価がなされている。

### 3. インテグレーション

インテグレーションとは、伝統的な投資判断基準である財務情報に加えて企業の収益成長の持続可能性を更に上昇させると見込まれる ESG 要素を合わせる事で利益を見込む手法である。ESG 評価が高いほどの中長期的な成長が実現されるため、社会問題の解決と共に長い目線での運用を可能にする。実際には各社によって選定基準は異なるが、具体的にはトレンドの把握から証券分析、ポートフォリオの構築を企業との対話やセクター内比較を重ねる事でより ESG 評価の高い企業を選定している。

### 4. 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で、株主と企業との建設的・友好的対話、株主提案、議決権行使などの様々なアプローチを指す。企業との「目的をもった対話」(エンゲージメント)を通じて、企業価値向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図ることが狙いとなっている。更に対話を通じて ESG 要素に対する情報の開示と目標設定を行いそれらの進展度を一定期間ごとにチェックする事で企業の経営改善を見込める。

## 第2項 GPIF が行う ESG 投資

ここで GPIF の最も大きな特徴の一つを述べる。それは、GPIF は株式の全てを受託機関に委託して運用している、という事である。のちに海外の運用方法を説明させていただくが、GPIF は自家運用ではなく受託機関に委託して行っている為、投資をする企業が ESG 要素を考慮しているか、などについてはその受託機関がエンゲージメントを通して行っている。つまり GPIF 自体は間接的に投資先を選択しエンゲージメントを行っているという事になる。これを踏まえて GPIF が行っている ESG 投資について説明していきたい。

GPIF は ESG 指数による選定の元で間接的に運用を行っている。実際に GPIF が採用している ESG 指数のベンチマーク収益率を下の図で参照する。これを見ると多くの指標が TOPIX よりも良い数値を残していることが分かる。これらを行う事で基本的には先ほど挙げた内のポジティブ・スクリーニングを中心とし、特定の財を除外するのではなく幅広い企業に対して指数を採用して ESG 要素の組み入れに積極的な企業を数値化して選定する事ができる。また ESG 情報の開示とそれに伴う評価を促進し、ガバナンスも含めた企業のサステナビリティや継続性、透明性の向上を可能にする。

図 11 GPIF の ESG 指数のベンチマーク収益率

	2019年4月～2020年3月					2017年4月～2020年3月 (年率換算後)				
	指数収益率			超過収益率		指数収益率			超過収益率	
	(a)	(b)	(c)	(a-b)	(a-c)	(x)	(y)	(z)	(x-y)	(x-z)
	当該指数	親指数	TOPIX	親指数	TOPIX	当該指数	親指数	TOPIX	親指数	TOPIX
① MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	-3.39%	-9.28%	-9.50%	5.89%	6.11%	2.24%	0.09%	-0.14%	2.15%	2.38%
② MSCI 日本株女性活躍指数	-4.78%	-9.09%	-9.50%	4.32%	4.73%	1.99%	0.17%	-0.14%	1.82%	2.13%
③ FTSE Blossom Japan Index	-6.96%	-9.18%	-9.50%	2.22%	2.55%	0.15%	0.08%	-0.14%	0.07%	0.29%
④ S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	-9.20%	-9.50%	-9.50%	0.30%	0.30%	0.10%	-0.14%	-0.14%	0.24%	0.24%
	当該指数	親指数	MSCI ACWI 除く日本	親指数	MSCI ACWI 除く日本	当該指数	親指数	MSCI ACWI 除く日本	対親指数	MSCI ACWI 除く日本
⑤ S&P グローバル・カーボン・エフィシエント大中型株指数 (除く日本)	-12.81%	-13.11%	-13.40%	0.30%	0.59%	1.28%	1.13%	0.92%	0.15%	0.36%

出典：GPIF 「2019 年度 ESG 活動報告」

次に GPIF が進める具体的な働きとして、国際開発金融機関や各国政策金融機関が発行するグリーンボンドやソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資機会を運用会社に提案するプラットフォームの構築が挙げられる。このプラットフォームを元に投資を一任されている運用会社が様々な環境プロジェクトに投資するというプロセスである。国際復興開発銀行や国際金融公社と始めたこの取り組みでは 2020 年の 3 月末時点で様々なボンドの発行体となる国際開発金融機関 10 行、各国政策金融機関 3 行とパートナーシップを結んでおり、この取組の投資実績は同時点で 4414 億円と非常に成長し注目されている分野になっている。

更にインフラ・不動産といったオルタナティブ資産への投資である。インフラ分野では再生可能エネルギー分野への積極的な投資が推奨されている。一方不動産分野では環境リスクに加え入居者の健康や快適性の増進を考慮する事でテナント誘致力とリスク体制の向上を目論んでいる。このようにこれらの資産には種類によって特性や運用戦略が異なる ESG 要素が多く、GPIF はそれらの違いに合わせて多くのエンゲージメント等を行う。選定時は質問票での調査、担当者との面談、外部コンサルタントの評価を駆使して多くの角度から ESG への取組を審査している。運用開始後は取り組み体制の変化や ESG への対応状況についてのモニタリングを行いつつ報告書の提出や面談を積極的に行い、適切な状況把握とエンゲージメント強化に努めている。

ここまで GPIF が行う ESG 投資について説明してきたが、GPIF は様々な ESG 要素に対して活発に投資を行い、成果を生み出している。しかしその上で必要となる対象企業へのエンゲージメントや ESG インテグレーションは運用会社が代わりに行っている。一方他国の年金基金を見てもエンゲージメントや ESG インテグレーションは運用会社に一任せず年金基金が直接行うケースが多い。まずは次章で、他国の年金基金の ESG 投資への取り組みについて見ていく。

### 第3節 各国年金基金の ESG 投資に関する取り組み

第3節では、各国の年金基金が ESG 投資に対してどのような取り組みを行っているかを見ていく。ここでは、ESG 投資への進んだ取り組みを行っている CPPIB、CalPERS、AP 基金を取り上げ、ESG 投資へのアプローチを見ていく。

#### 第1項 CPPIB の ESG 投資に関する取り組み

CPPIB は、ケベック州を除くカナダの公的年金の積立金を運用する独立政府機関であり、4,344 億ドル（約 45 兆円）を運用している巨大な年金基金である。CPPIB（2019）は、受益者の最善の利益を生み出し、過度のリスクなしに長期投資収益を最大化するという目的の下投資を行っており、その目的を達成するにあたり、ESG 要因は、収益性と株主価値への重要な推進力または障壁となる可能性があるとしている<sup>2</sup>。それゆえに、CPPIB は ESG 要因を監視し、企業と積極的に関わり、ESG の管理の改善を促進することに力を入れている。ESG 投資へのアプローチでは、CPPIB は ESG インテグレーションとエンゲージメントに注力している。CPPIB では、ESG ファクターだけで投資ユニバースから除外することは行っておらず、エンゲージメントにより変化を促すことに焦点を充てている。エンゲージメントについては、気候変動、人権、水資源、人権、役員報酬、取締役会の有効性という5つのトピックに対してフォーカスしている。その理由として、CPPIB（2020）は、これらのトピックは相互に関係しており、これらにフォーカスしたエンゲージメントは複数のトピックに効果があるからだと説明している<sup>3</sup>。実際に、2020 年にはすでに 26 件の気候変動に関連する議決権を行使していることから、エンゲージメントに対する意識の高さがわかる。また、2018 年から子会社である CPPIB キャピタルを通じて、年金基金としては初のグリーンボンド<sup>4</sup>の発行も行っている。CPPIB はこうした ESG インテグレーションやエンゲージメントにとどまらない取り組みを行っており、環境改善への視座の高さが伺える。

#### 第2項 CalPERS の ESG 投資に関する取り組み

CalPERS はアメリカ合衆国カリフォルニア州の公務員の公的年金基金であり、公的年金の中では米国最大で、4148.8 億ドル（約 43 兆円）を運用している。CalPERS は 2006 年に PRI に署名して以降、ESG 投資を積極的に推進し、2012 年には全ての投資判断に ESG を組み込む投資原則を採用するなど、米国における ESG 投資の普及を主導している。実際に、CalPERS（2017）は、INVO（Investment Office Roadmap and Target Operating）ビジョン 2020 の中で、4 つの投資戦略の一つとして ESG 関連のリスクを考慮することをあげている<sup>5</sup>。CalPERS は、投資先企業との対話を通じて変革を求める「もの言う株主」の代表格

---

<sup>2</sup> CPPIB（2019）「2019 REPORT ON SUSTAINABLE INVESTING」

<sup>3</sup> CPPIB（2020）「Report on Sustainable Investing」

<sup>4</sup> 環境改善効果のある事業に充当する資金を調達するために発行する債券のこと

<sup>5</sup> CalPERS（2017）「Investment Office Roadmap and Target Operating Model」

と言われており、ESG 投資の取り組みの中でエンゲージメントに特に力を入れている。Focus List と呼ばれる改善を求めべき企業のリストを作り、その企業と対話を行っている。また、CalPERS のエンゲージメントに関する特徴的な取り組みの一つとして、「Climate Action 100+」<sup>6</sup>の立ち上げに携わったことを取り上げる。CalPERS は、2018 年から 2019 年にかけて Climate Action 100+運営委員会の初代委員長を務め、共同エンゲージメントを推し進めていった。具体的には、161 の対象企業（図 11）に対して、①取締役会の説明責任と監督責任を明確にする強固なガバナンス体制の導入を促進 ②温室効果ガス排出量を削減するための行動の促進 ③TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）ガイドラインに基づく情報開示の要求を行った。これらの取り組みから、CalPERS がエンゲージメントによって企業の行動を変革させ、気候変動等のリスクを最小限にとどめ、運用リターンへの影響を小さくするように努めていることがわかる。

図 12 Climate Action 100+の対象企業の一部

企業名	本社所在地	地域	セクター	企業名	本社所在地	地域	セクター
Dangote Cement Plc	ナイジェリア	アフリカ	工業	A.P.Moller - Maersk	デンマーク	ヨーロッパ	運輸
Eskom Holdings SOC Limited	南アフリカ	アフリカ	公共事業・電力	Air France-KLM	フランス	ヨーロッパ	運輸
Sasol Limited	南アフリカ	アフリカ	石油・ガス	Airbus Group	オランダ	ヨーロッパ	運輸
Anhui Conch Cement	中国	アジア	工業	Anglo American	英国	ヨーロッパ	採鉱・金属
ANTAM	インドネシア	アジア	採鉱・金属	ArcelorMittal	ルクセンブルク	ヨーロッパ	採鉱・金属
Bumi Resources	インドネシア	アジア	採鉱・金属	BASF SE	ドイツ	ヨーロッパ	工業
China Petroleum & Chemical Corporation (Sinopec)	中国	アジア	石油・ガス	Bayer AG	ドイツ	ヨーロッパ	工業
China Shenhua Energy	中国	アジア	採鉱・金属	Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft	ドイツ	ヨーロッパ	運輸
China Steel Corporation	台湾	アジア	採鉱・金属	BHP Billiton	オーストラリア	ヨーロッパ	採鉱・金属
CNOOC	中国	アジア	石油・ガス	BP	英国	ヨーロッパ	石油・ガス
Coal India	インド	アジア	採鉱・金属	Centrica	英国	ヨーロッパ	公共事業・電力
ダイキン工業株式会社	日本	アジア	工業	CEZ, a.s.	チェコ共和国	ヨーロッパ	公共事業・電力
Formosa Petrochemical	台湾	アジア	石油・ガス	Compagnie De Saint-Gobain S.A.	フランス	ヨーロッパ	工業
株式会社日立製作所	日本	アジア	工業	CRH plc	アイルランド	ヨーロッパ	工業
Hon Hai Precision Industry	台湾	アジア	工業	Daimler AG	ドイツ	ヨーロッパ	運輸
本田技研工業株式会社	日本	アジア	運輸	Danone S.A.	フランス	ヨーロッパ	消費財
JXTG ホールディングス株式会社	日本	アジア	石油・ガス	E.ON SE	ドイツ	ヨーロッパ	公共事業・電力
Korea Electric Power Corp	韓国	アジア	公共事業・電力	EDF	フランス	ヨーロッパ	公共事業・電力
日本製鉄株式会社	日本	アジア	採鉱・金属	Enel SpA	イタリア	ヨーロッパ	公共事業・電力
日産自動車株式会社	日本	アジア	運輸	ENGIE	フランス	ヨーロッパ	公共事業・電力
NTPC Ltd	インド	アジア	公共事業・電力	Eni SpA	イタリア	ヨーロッパ	石油・ガス
Oil & Natural Gas	インド	アジア	石油・ガス	Fiat Chrysler Automobiles NV	イタリア	ヨーロッパ	運輸
パナソニック株式会社	日本	アジア	工業	Fortum Oyj	フィンランド	ヨーロッパ	公共事業・電力
PetroChina Company Limited	中国	アジア	石油・ガス	Naturgy	スペイン	ヨーロッパ	公共事業・電力
POSCO	韓国	アジア	採鉱・金属	Glencore plc	スイス	ヨーロッパ	採鉱・金属
Power Assets Holdings Limited	中国	アジア	公共事業・電力	HeidelbergCement AG	ドイツ	ヨーロッパ	工業
PTT	タイ	アジア	石油・ガス	Iberdrola, S.A.	スペイン	ヨーロッパ	公共事業・電力
Reliance Industries	インド	アジア	石油・ガス	Koninklijke Philips NV	オランダ	ヨーロッパ	工業
Saic Motor Corporation	中国	アジア	運輸	Air Liquide S.A	フランス	ヨーロッパ	工業
SK Innovation Co Ltd	韓国	アジア	石油・ガス	LafargeHolcim Ltd	スイス	ヨーロッパ	工業
スズキ株式会社	日本	アジア	運輸	Lukoil OAO	ロシア	ヨーロッパ	石油・ガス
東し株式会社	日本	アジア	工業	LyondellBasell Industries	オランダ	ヨーロッパ	工業
トヨタ自動車株式会社	日本	アジア	運輸	Nornickel	ロシア	ヨーロッパ	採鉱・金属
United Tractor	インドネシア	アジア	採鉱・金属	National Grid plc	英国	ヨーロッパ	公共事業・電力

出典：Climate Action 100+ 「2019 年 進捗報告書」

<sup>6</sup> パリ協定の目標達成に向けて、世界で温室効果ガス発生量の多いグローバル大企業を対象に、投資家達が共同のエンゲージメント活動を行うための世界的なイニシアチブのこと

### 第3項 AP基金のESG投資に関する取り組み

AP基金はスウェーデンの公的年金の積立金を運用している年金基金で、6つのファンド（AP1~4、AP6、AP7）から構成されている。主にESG投資を行っているのが、拠出型年金（NDC）の積立金を長期的に運用しているAP1~4の基金である。運用額においては、AP1が3550億クローネ（約5兆8500億円）、AP2が3580億クローネ（約5兆9000億円）、AP3は3864億クローネ（約6兆3800億円）、AP4は4032億クローネ（約6兆6500億円）と比較的小規模ではあるが、進んだESG投資への取り組みを行っている。2018年には、公的年金制度の大幅な改正法案がスウェーデン議会で可決され、AP基金がESG投資の「模範」となることが求められ、持続可能な投資が義務付けられた。このように、国主導でESG投資が行われていることがAP基金の一つの特徴と言えよう。実際の取り組みとしては、エンゲージメントによって企業行動を変革させることを第一目標としており、それでも解決しない場合の最終手段として、ダイベストメントを取り入れている。エンゲージメントの一部について、AP1~4が共同で運営しているEthical Councilという組織が行うといった特徴的な手法を取っている。そうすることで、影響力の範囲と効力の拡大、時間とコスト効率の向上が図れると、AP3は説明している<sup>7</sup>。実際に2019年には、Ethical Councilは483社以上の上場企業との対話に参加し、企業行動の変革を図っている。また、4年間対話を続けても企業行動が変わらない場合、Ethical CouncilがAP基金に対してその企業の売却を推奨しているように、Ethical Councilはダイベストメントにも関わっている。その企業は除外理由と共にリスト化されている（図12）。ここで除外が推奨されている以外にも、個々のAP基金が除外を決めている企業もある。ここまで見たように、国主導でESG投資が進められている点、共同でエンゲージメントを行っている点、最終手段としてダイベストメントを取り入れている点がAP基金のESG投資における特徴と言える。

---

<sup>7</sup> AP3公式ホームページ参照

図 13 Ethical Council が除外を推奨している企業リスト

Company	Country	Sector	Year
<a href="#">Aphria</a>	Canada	Cannabis	2018
<a href="#">Aurora Cannabis</a>	Canada	Cannabis	2018
<a href="#">Cannopy Growth</a>	Canada	Cannabis	2018
<a href="#">CannTrust Holdings Inc</a>	Canada	Cannabis	2019
<a href="#">Cronos Group Inc</a>	Canada	Cannabis	2019
<a href="#">Elbit</a>	Israel	Aerospace and defence	2010
<a href="#">Freeport McMoRan</a>	USA	Metal and mining	2013
<a href="#">Hanwha</a>	South Korea	Chemistry	2008
<a href="#">HEXO Corp</a>	Canada	Cannabis	2019
<a href="#">Incitec Pivot</a>	Australia	Chemistry	2013
<a href="#">Larsen &amp; Toubro</a>	India	Industrial	2015
<a href="#">Motorola Solutions</a>	USA	Telecom	2015
<a href="#">Nutrien</a>	Canada	Cemistry	2013
<a href="#">Poongsan Corp</a>	South Korea	Gruv och metall	2008
<a href="#">Vale S.A.</a>	Brazil	Metal and mining	2019
<a href="#">Walmart Stores Inc</a> (incl. listed subsidiaries)	USA	Food and Consumer Staples	2013
<a href="#">Zijin Mining</a>	China	Metal and mining	2016

出典：Council on Ethics Swedish National Pension Funds

## 第 4 節 エンゲージメントと自家運用

第 5 節では、第 4 節で取り上げた年金基金の ESG 投資へのアプローチを参考にしながら、GPIF におけるより効果的な ESG 投資へのアプローチを探っていく。

### 第 1 項 年金基金のエンゲージメントについて

先ほど取り上げた 3 つの年金基金どれもエンゲージメントに注力しており、対話により企業行動を変革させようとしている。エンゲージメントによって企業価値が向上すれば、投資パフォーマンスも向上するので、受託者責任を果たすという意味でも、エンゲージメントは重要であると考えられる。GPIF (2019) は、「資金規模が大きく資本市場全体に幅広く分散して投資する『ユニバーサル・オーナー』であり、100 年を視野に入れた年金制度の一端を担う『超長期投資家』である GPIF が長期にわたって投資収益を獲得するためには、個別の企業や政府の活動による負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することが不可欠」<sup>8</sup> であると述べており、GPIF にとってもエンゲージメントによって企業行動を変革させることが重要であるとわかる。しかし、上記の各国年金基金と GPIF のエンゲージメントの手法の大きな違いが存在する。上記の各国年金基金は高い比率で自家運用を行っており（CalPERS は 85%、AP 基金は 68.6～85%、CPPIB は公開資料からは不明）、それに付随

<sup>8</sup> GPIF (2019) 「2019 年度業務概況書」

する権利として、年金基金（またはそれらが運営する機関）が直接エンゲージメントを行っている。それに対し、GPIFは株式の自家運用を一切行っておらず、エンゲージメントも受託機関を通じて間接的に行われているのである。

## 第2項 GPIFの間接的エンゲージメント

ここではGPIFの間接的なエンゲージメントについて考えていく。GPIFは2017年に「ステewardシップ活動原則」と「議決権行使原則」を制定して、受託機関にこれらの遵守を要請し、エンゲージメントを促進している。GPIF（2020）は「運用受託機関と投資先企業との間で、持続的な成長に資するESGも考慮に入れた『建設的な対話』（エンゲージメント）を促進することで、『長期的な企業価値向上』が『経済全体の成長』に繋がり、最終的に『長期的なリターン向上』というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指す」<sup>9</sup>としている。しかしながら、GPIF自体は受託機関にエンゲージメントを促すことしかできず、間に受託機関が入ることで効果的なエンゲージメントが出来ていないのではないと考えられる。また、シューメイカーとシュローモダ（2020）は、投資家が長期的価値創造を目指した投資を行うための条件の一つに、インベストメントチェーンを短く保つことを挙げている<sup>10</sup>。長く複雑なインベストメントチェーンでは、プリンシパル・エージェント問題<sup>11</sup>が引き起こされてしまうのだ。インベストメントチェーンを短く保つという意味でも、GPIFも株式の自家運用を解禁して、直接的なエンゲージメントを行ってより効果的なESG投資するべきではなかろうか。

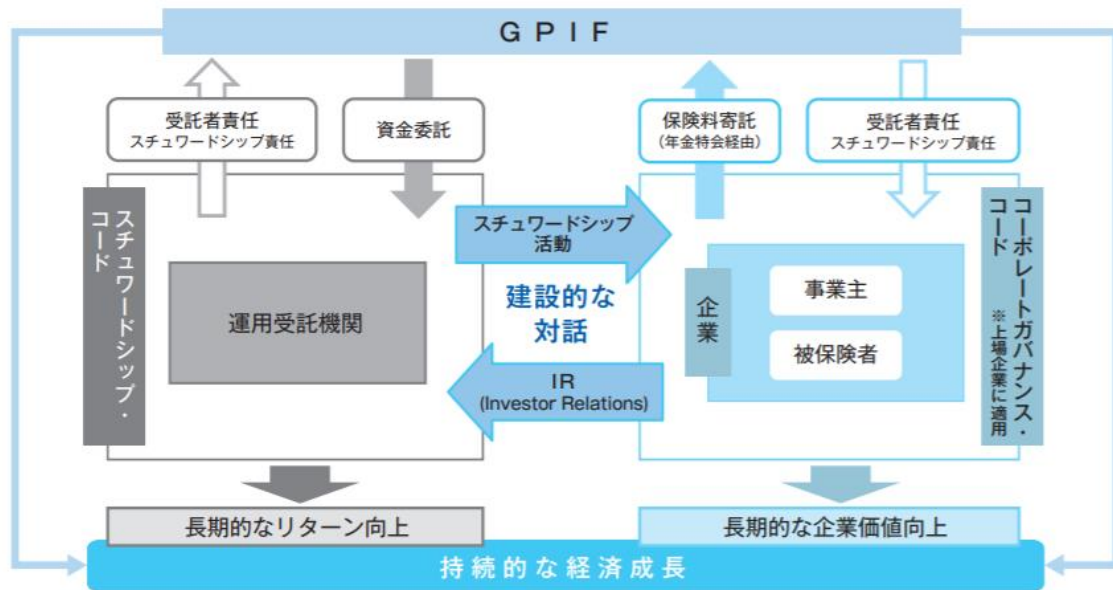
---

<sup>9</sup> GPIF（2020）「2019/20年ステewardシップ活動報告」

<sup>10</sup> ウィアラム・シュローモダ、ディアーク・シューメイカー（2020）「サステイナブルファイナンス原論」p.265

<sup>11</sup> プリンシパルの利益のために動くことを委任されているはずのエージェントが、プリンシパルの利益に反して“エージェント自身の利益”を優先した行動をとってしまうこと

図 14 GPIF を取り巻くインベストメントチェーン



出典：GPIF 「2019 年度業務概況書」

### 第 3 項 GPIF における自家運用とガバナンス

直接的なエンゲージメントを行う上では自家運用が必須になるが、現在 GPIF の株式の自家運用は GPIF 法第 21 条により禁止されている。これは、公的機関が民間企業の経営に過度に影響を与えてはいけなからという理由である。確かに、2017 年にガバナンス改革が行われたものの、GPIF の政府からの独立性は不十分な部分もあり、この状態で株式の自家運用を解禁するのは危険である。しかし、ガバナンスを強化し、政府からの独立性を高めれば、株式の自家運用を行っても問題なのではないだろうか。また、株式の自家運用を行うことによるメリットは、直接的なエンゲージメントができるようになるだけにはとどまらない。GPIF (2016) によると、自家運用を行っていない状況だと、マーケット参加者の情報はメディアや委託先運用機関からの入手に限られ、タイムラグや利益相反によるバイアスが避けられない<sup>12</sup>。自家運用をすることにより、リアルタイムで情報収集が可能になり、市場動向を踏まえた機動的な対応が可能になると考えられる。さらに、運用委託手数料を削減することも可能になる。次章では、こうしたメリットのある自家運用を解禁するために必要なガバナンスについて考察していく。

<sup>12</sup> GPIF (2016) 「GPIF の運用の現状と課題」



## 第3章 独立性の弱いガバナンス

GPIFでは、2017年のGPIF法改正により、組織の在り方が大きく変わる事となった。社会保障審議会では、この改正について議論を重ねていく中で、自家運用の解禁についても検討されたが、政府による「企業支配」のリスクがぬぐい切れなかったこともあり、解禁は見送られる事になった。GPIFの「政府からの独立」が不十分であったためと考える。そこで、自家運用実現に向け、政府からの独立をテーマにガバナンスを見ていくこととする。

### 第1節 ガバナンスと政府からの独立

公的年金基金のガバナンスにおいて、政府からの独立は不可欠であると言われている。では、なぜ政府からの独立が求められるのだろうか。その理由には、受託者責任の追求と国による企業支配の防止が挙げられる。前者において、公的、私的問わず、年金基金は受託者責任を果たすため、長期的なリターン獲得のみを目指した運用をしなければならない。そうした体制を取るためにあるのがガバナンスであると言えるだろう。OECDの年金ガイドライン(2002)<sup>13</sup>によれば、「ガバナンスはまた、年金制度の目的が設定され、それらの目的を達成し、パフォーマンスを監視するための手段を与える構造を提供する」としている。ガバナンス体制において政府による干渉がある場合、政府が政策の実現のための投資を行うように求める、収益性に大きく関わりとされる基本ポートフォリオを歪めるなどの危険性が生じてしまい、受託者責任を全うすることは難しくなる。後者において、株式運用では議決権行使が認められており、企業経営に関わることが出来る。特に、近年では、機関投資家はスチュワードシップ・コードの受け入れにより、積極的な議決権行使やエンゲージメントを求められている。一方で、公的年金基金は政府機関であり、政府による企業支配の懸念が生じる。つまり、政府が企業に対して求めている賃料の引上げ等を議決権行使によって、実現させてしまう事も可能性も存在するようになる。特に、自家運用を行う場合、スチュワードシップ責任を直接請け負うこととなり、一層政府による企業支配リスクが高まることになるだろう。このように、市場経済において、政府が企業経営に関わることは望ましくないと考えられるため、政府からの独立が求められるのである。

### 第2節 GPIFのガバナンス体制

GPIFは、経営委員会、監査委員会、執行部、厚生労働大臣によって統治されている。

#### 第1項 経営委員会

経営委員会では、合議制によって基本ポートフォリオ・中期計画等の重要方針の意思決定を行うと同時に、執行部がその決定に沿って業務を行っているか監督する機能を持っている。委員長及び委員は、経済、金融、資産運用、経営管理等の専門家9名と理事長によって

---

<sup>13</sup> OECD(2002)「GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」(p2,訳は筆者による)

構成されており、労使代表者が各 1 名含まれることになっている。任命権は厚生労働大臣が持っており、任命基準に沿って任命されている。

## 第 2 項 監査委員会

監査委員会は、経営委員のうち 3 人が監査委員を兼務し、執行部が行う管理運用業務を監査する他、執行部主催の委員会への随時陪席や組織運営上の課題に関する意見提出を行っている。経営委員会と同様に、厚生労働大臣が任命している。

## 第 3 項 執行部

執行部は理事長と理事 2 名(総務・企画等担当、管理運用業務担当兼 CIO)、職員 145 名で構成され、経営委員会が策定した中期計画を基に運用を行っている。理事長は厚生労働大臣に任命され、理事長が経営委員会の承認を受け、理事を任命している。経営委員会事務室、監査委員会事務室、総務部（総務課、経理課）、企画部（企画課）、調査数理室、運用リスク管理室、情報管理部（情報管理セキュリティ対策課、システム管理課）、投資戦略部（投資戦略課）、運用管理部（運用支援課、資産管理課、資金業務課）、市場運用部（委託運用課、スチュワードシップ推進課）、オルタナティブ投資室、インハウス運用室のほか、理事長直属の監査室が設けられている。内部統制に当たっては、「内部統制の基本方針」を作成し、業務の適正化を図っている。この方針において、理事長、理事及び職員の職務の執行が法令に適合することを確保する体制、損失の危険の管理に関する規程その他の体制、職務執行の効率性を確保する体制などを取るために、内部統制委員会や投資委員会といった各種内部委員会の設置やコンプライアンス・オフィサー及びリーガル・オフィサーの任命、投資原則及び行動規範を遵守などが示されている<sup>14</sup>。

---

<sup>14</sup> GPIF(2019)「内部統制の基本方針」



図 16 各国年金基金ガバナンスの比較表

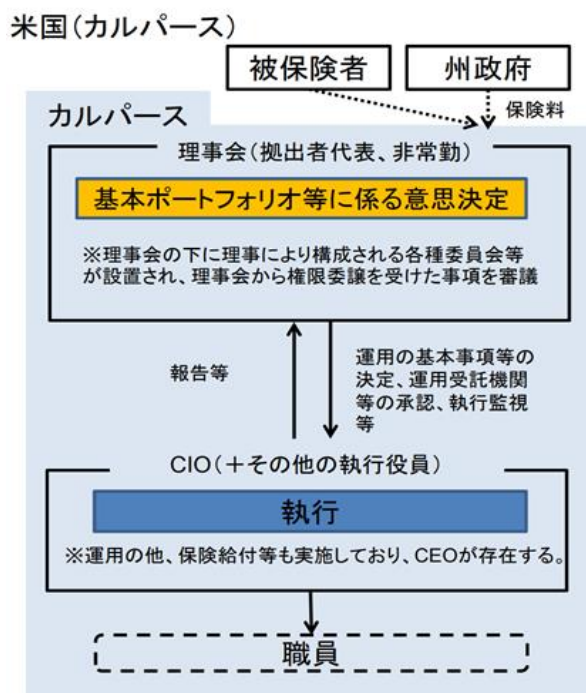
	職員数	理事の構成	理事の任命方法	執行部の任命方法	自家運用の割合	政府への報告
GPIF	158人	執行部の長+専門家9人の10人 そのうち労使代表が各1人	厚生労働大臣による任命	執行部の長(理事長)は厚生労働大臣による任命、他は理事が任命	0%	中期計画に対する政府の認可が必要
CalPERS	約3000人	加入者代表6人+州政府高官4人+政府による任命3人の13人	加入者代表は選挙で選ばれる。他は左記の通り。	理事会による任命	85%	中期計画の報告のみ
CPPIB	約1000人	各州の代表者である専門家12人	指名委員会を作ったリストから連邦財務大臣が任命	理事長がCEOを任命、その他の執行役員はCEOが任命	非公表	中期計画の報告のみ
API~4	計約250人	労使の推薦4人(各2人)を含む9人	政府による任命	理事会が執行部の責任者を任命	68.6% ~85%	中期計画の報告のみ

出典：筆者作成

## 第1項 CalPERS のガバナンス

最初にアメリカ合衆国の CalPERS（カルフォルニア州職員退職年金基金）について見ていきたい。カルパース全体の職員数は約 3000 人で、このうち運用に直接関与する人員は約 300 人となっている。まず CalPERS の体制だが、最高意思決定機関である理事会は 13 人の理事で構成されている。そのうち 6 名は加入者代表として選挙で選ばれ、政府代表、官公庁代表、学校代表、退職者代表が各 1 人ずつ、残り 2 人は横断的に選出される。加入者代表以外の 7 人のうち、3 人は政府機関からの指名で、州知事が 2 人、州議会が 1 人指名する。残り 4 人は州政府高官が自動的に就任する構造となっている。また理事長及び副理事長は理事による互選によって選任される。加入者代表の任期は、1 期 4 年、再任の制限はないとされている。CEO 等の執行部は理事会によって任命されるが、理事会には執行部のメンバーは入らず、意思決定と執行の場の分離が徹底されている。また、理事会の下に一部の理事によって構成される 6 つの委員会（投資委員会、年金・医療給付委員会、業績・報酬・人材管理委員会、ガバナンス委員会、財務・管理委員会、リスク・監査委員会）が設置されており、理事会から権限移譲を受けた事項の審議がそれぞれで行われている。各委員会のメンバーは、理事の中からそれぞれの理事の希望を踏まえ、理事長が選任する。

図 17 CalPERS のガバナンス体制図

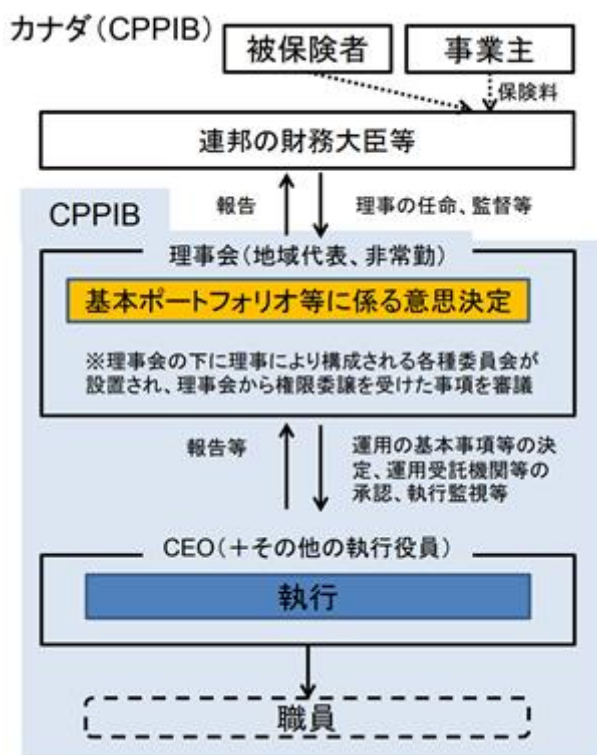


出典：厚生労働省「諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて」

## 第2項 CPPIB のガバナンス

次にカナダの CPPIB（カナダ年金プラン）についてである。CPPIB 全体の職員数は約 1000 人となっており、規模の大きな海外拠点も設けている。CPPIB の体制を見ていくと、理事会は各州の代表者であり、中立的で独立した専門家 12 名によって構成されている。CPPIB の特徴はこれらの理事の任命方法にある。理事会を構成しているこれらの理事は、政府の人選で構成された指名委員会が作ったリストから連邦財務大臣が任命することで決定する。指名委員会を設けることで政府からの直接的な干渉を避けることができるうえに、カナダは各州によって代表の所属する与野党が異なるため政府の意向を押し通すことができない構造になっている。理事長の任命に関しては、連邦財務大臣が各州の担当大臣と理事会メンバーとの協議の上で行われる。理事の任期は、1 期 3 年で最長 3 期（9 年）となっている。また業務執行責任を有する CEO は政府ではなく理事長が任命を行い、その他の執行役員は CEO が任命する。理事はこれらの CEO 等、執行部のメンバーになることはできないと CPPIB 法で定められている。CPPIB では理事会の下に 4 つの委員会（投資委員会、監査委員会、人事・報酬委員会、ガバナンス委員会）が設置されており、理事会の専決事項を除き、各委員会に権限移譲されている。

図 18 CPPIB のガバナンス体制図

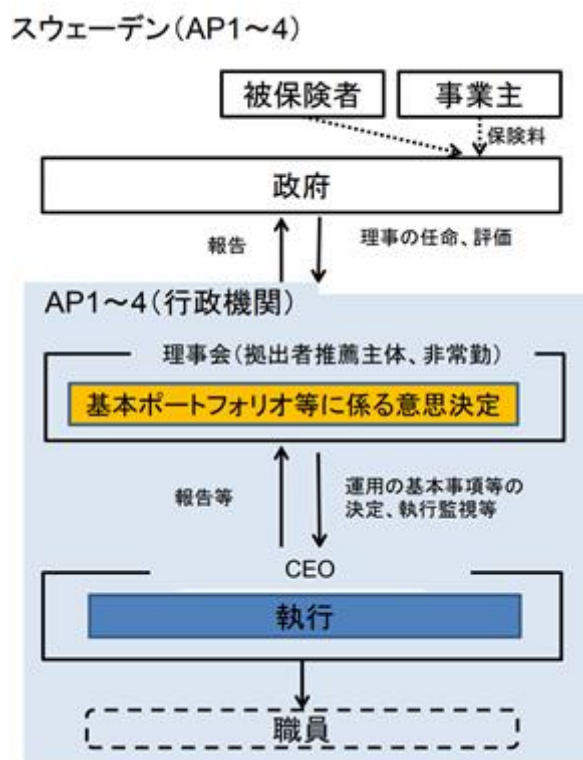


出典：厚生労働省「諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて」

### 第3項 AP 基金のガバナンス

最後にスウェーデンの AP 基金（国民年金基金）を取り上げる。現在は AP1 から AP4、AP6 そして AP7 の計 6 基金が存在する。その中で AP1 から AP4 が拠出型年金の積立金を運用するという点で重要な役割を担っている。それぞれに約 60 人が在籍しており、AP1 から AP4 までの合計で約 250 人となっている。さらにそれぞれの基金が理事会を持っており、AP 基金の理事会は政府に任命された 9 名の理事により構成される。理事長及び副理事長についても政府が任命する。9 名全員が政府からの任命という形ではあるが、そのうち 2 名は従業員の利益を代表する推薦者、もう 2 名は雇用者の利益を代表する推薦者により構成される。理事となることのできる要件としては、スウェーデン国民であることのほか、基金の資産運用に関する専門性を有することなどが挙げられる。理事の任期は、最長で同理事が任命されてから 3 回目の年次財務報告が受理されるまでとなっているが、実質的には 1 年ごとに任命が行われている。また、理事会が日々の運営を担う執行部の責任者（基金によってトップ呼称はマネージング・ディレクター、CEO、プレジデントと異なる）を任命する。

図 19 AP 基金のガバナンス体制図



出典：厚生労働省「諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて」

#### 第 4 項 各国年金基金のガバナンス評価

各国年金基金のガバナンスを見てきたが、政府からの独立体制は国によってその体制は様々である。

理事会委員の構成は、主に専門家理事会とステークホルダー参加型に分けられる。専門家中心の年金基金は CPPIB、ステークホルダー参加型は CalPERS、その中間型が AP 基金である。野村(2008)<sup>15</sup>によると、専門家中心の理事会のメリット、デメリットに「専門性の高い理事会はガバナンスの有効性を高め、ひいては、年金基金のパフォーマンスを向上させるという分析も行われている。ただ、ステークホルダーのコンセンサスをこの場で得ることはできないので、別途、ステークホルダーとの関係構築に注力する必要がある。」と述べている。同様に、ステークホルダー参加型では「関係者の代表が揃っているだけに、いったんそこで形成された合意は政治的にも強固なものとなる。ただ、運用等の専門性が要件ではない以上、理事に研修機会を提供したり、入念な準備を行い、理事が会合で重要性の高い議題に集中できるようにしたりと、運用部隊の側での工夫が必要とされる。」としている。

次に、理事会、執行部の任命についてであるが、理事会委員は政府による任命が多い。こ

<sup>15</sup> 野村亜紀子(2008)「公的年金積立金運用のガバナンスをめぐる議論」

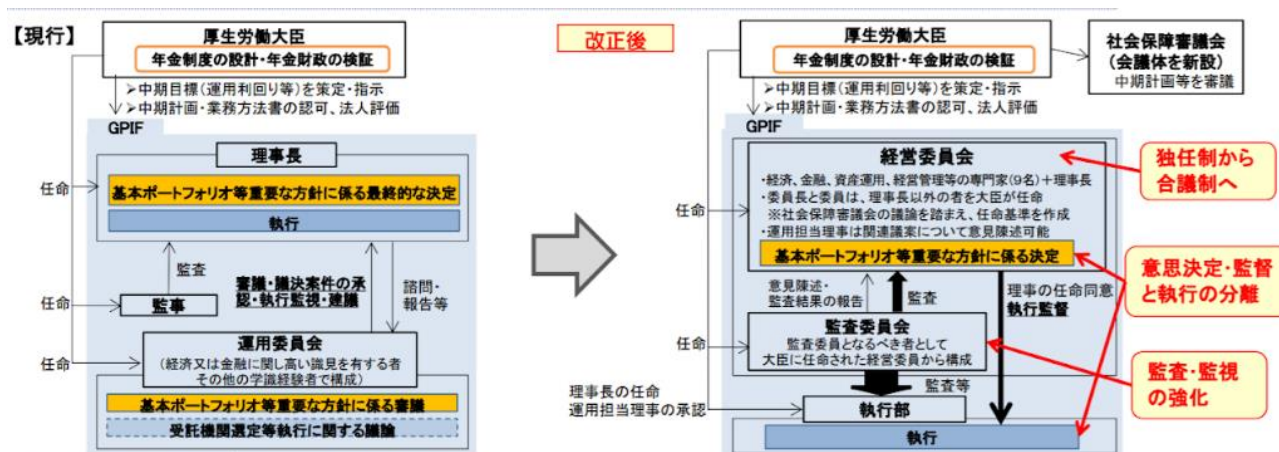
これは、年金制度が公的制度の一環であるためと推測できる。反対に、執行部の任命は理事会が行う場合が多いことが分かる。これにより、監督と執行の分離がなされている。

最後に、政府との関係性についてであるが、GPIF と違い、計画等の政府による認可は必要なく、報告にとどまっている。

#### 第 4 節 GPIF のガバナンス評価

GPIF が現在の体制となったのは 2017 年の GPIF 法改正以降のことである。従来、GPIF は意思決定機能が理事長に集約されており、運用委員会があったものの理事長の諮問機関に留まっていた。また、委員の任命基準は特に定まっておらず、責任については一般的な注意義務や守秘義務が課されたのみであった。こうした事を踏まえると、GPIF 改革によって、合議制の導入や意思決定と執行の分離、任命基準の明確化などが果たされるなど、GPIF のガバナンス機能が強化されたことは間違いないだろう。

図 20 GPIF 法改正によるガバナンスの変化



出典：厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の組織等の見直し」

一方で、「政府からの独立」は十分と言えるだろうか。GPIF は、独立行政法人であるため、厚生労働大臣が定める中期目標のもと、基本ポートフォリオ・中期計画を作成し、認可を得なければならない。また、経営委員、監査委員、理事長は厚生労働大臣が任命することになっており、分離させたはずの意思決定組織と執行組織の両方を政府が定めている形となっている。更に、GPIF 法 27 条において、「厚生労働大臣は、年金積立金の安全かつ効率的な運用を行うため特に必要があると認めるときは、管理運用法人に対し、管理運用業務に関し必要な措置をとることを求めることができる。2 管理運用法人は、厚生労働大臣から前項の規定による求めがあったときは、正当な理由がない限り、その求めに応じなければならない。(年金財政に与える影響の検証等)」と書かれており、厚生労働大臣は GPIF に要求を強制させる権限も持っている。改革によって、社会保障審議会資金運用部会が設置され、中期計画の認可の際には審議されるようになったが、依然として政府からの独立性には疑



問が残る。また、GPIF は中間型の理事会であるが、同じく中間型の AP 基金と比較して、労使代表者の少なさが目立つ。意思決定の際には、受益者との合意形成が十分になされていると言えるだろうか。

現実として、GPIF がポートフォリオを歪められたり、企業支配をしていたりするという事実は聞かない。また、年金制度の枠組みという観点で、厚生労働大臣が最終的な運用責任を負うという現在の体制も理解できる。一方で、GPIF がスチュワードシップ責任を適切に果たしていくには、国民や外部委託機関、投資先企業との信頼関係の構築は不可欠であり、そのためには、政府からの独立は必要である。更なる政府から独立を果たすべきなのではないだろうか。

## 第4章 GPIF への提言

ここまで我々が考える GPIF の問題点を指摘してきた。そしてここでは、これまでの問題を解決し SDGs 社会の達成を成し遂げうる案を提案していきたい。

### 第1節 集团的エンゲージメント

SDGs 社会の達成のために、GPIF を主導とした集团的エンゲージメントを提案する。集团的エンゲージメントとは、複数の機関投資家が連携して投資先の企業との対話を行うことである。KPMG の 2018 年のレポートによると、イギリスにおいて集团的エンゲージメントは幅広い投資家からの多様かつ客観的な視点に価値を認識することが出来るとして評価されている。具体的な集团的エンゲージメントの取り組み案としては、現在、GPIF・国家公務員共済組合連合会（KKR）・地方公務員共済組合連合会（地共済）・日本私立学校振興共済事業団（私学事業団）は、平成 27 年度の被用者年金一元化の後でも積立金運用に関しては別々に行っているが、これを 4 者がエンゲージメントの際には AP 基金の Ethical Council のように共同で取り組むことにより、影響力の範囲と効力の拡大、時間とコスト効率の向上が図れる。

また現時点においても「日本版スチュワードシップコード」において集团的エンゲージメントは「有益な場合もあり得る」と明記されている。現在 GPIF は自家運用を禁じられているため行えないが、下記のガバナンス改革を行うことで、政府による民間株式保有の懸念が薄まり集团的エンゲージメントを行使できるようになるのではないだろうか。

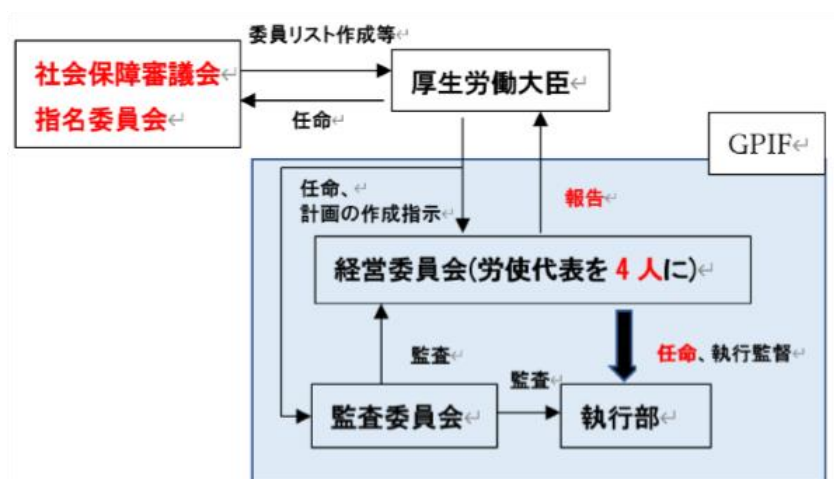
### 第2節 「四方よし」を目指す GPIF の新しいガバナンス体制

第3章の分析を踏まえ、自家運用する上での新しい GPIF のガバナンス体制を提言する。

一つ目は、指名委員会の設置である。社会保障審議会内に指名委員会を組織し、任命基準に沿って経営委員会候補者のリストアップを行う。厚生労働大臣はその候補者の中から、経営委員を任命する。これはカナダの CPPIB に倣ったものであり、政府からの直接的な干渉

を避ける狙いがある。二つ目は、経営委員会による理事長の任命である。現在は、厚生労働大臣が理事長を任命しているが、海外年金基金に倣って、経営委員会による任命とする。これにより、意識決定と執行の分離をより明確化することを目的とする。三つ目は、重要方針の最終決定権を経営委員会とすることである。現在、厚生労働大臣が GPIF の中期計画を認可する形をとっているが、これを報告義務に留め、経営委員会が最終決定を行う。これにより、海外年金基金のように、GPIF の自律性が高まり、政府の意向が反映されない形をとっていく。最後に、経営委員の労使代表者の増加である。第 3 章で見たように、GPIF は中間型の理事会であるが、労使代表者は 2 人と少ない。これを、各 2 名ずつ計 4 名にすることで、受益者の意見を反映させることを目的とする。

図 21 新しいガバナンス体制



出典：筆者作成

また、自家運用、エンゲージメントを行っていく上で、職員数の増加も必要になってくる。各国の年金基金の職員数と比べると GPIF は圧倒的に少ない。CalPERS では運用部門の人だけで約 270 名、CPPIB は全体で約 1000 名が所属している。それに対して現在 GPIF は理事会含め、合計 158 名しかおらず、自家運用を行うためには圧倒的に少ないと言える。自家運用やエンゲージメントを行い、部隊を組織していく上で、職員数を増やすことは必須である。

## 終章 未来に向けて

以上、我々が考える GPIF の問題点とそれに対する提案を行ってきた。勿論、社会保障審議会での議論においてもガバナンスなどに対する見解が大きく分かれ議論が活発に起こった事は承知しており、今回提案したガバナンス改革案は評価が大きく分かれる可能性もある。しかし 2030 年までには地球の気温が 2 度上昇するなど環境問題は日に日に迫っており、また新型コロナウイルスの影響で従来の働き方が見直されているなど、世界は SDGs 社会へ徐々に変化している。このような社会の中で年金の持続性を考慮するならば、必然的に ESG 投資というものの重要度は上がり、GPIF の投資方針もそれに合わせて変化していくべきなのではないだろうか。ステークホルダーである我々 Z 世代が老後において社会面と年金面両方で安心して暮らせるように、そして年金加入者、受給者、社会経済、未来世代の「4 方よし」を達成するために、GPIF には機関投資家としての役割を果たしていただいたい。

## 参考文献

### 第1章

ウィアラム・シュロモーダ、ディアーク・シューメイカー (2020) 「サステイナブルファイナンス原論」、金融財政事情研究会

クレア・ブラウン (2020) 「仏教経済学」 勁草書房、第1版

ステファン・デイビス、ジョン・ルコムニク、デイビット・ピットワトソン (2020) 「金融システム批判・序説」、金融財政事情研究会

[https://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2020/zenbun/02pdf\\_index.html](https://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2020/zenbun/02pdf_index.html)

長谷川敏彦 『ケアサイクル論 ――21世紀の予防・医療・介護統合ケアの基礎理論―』

文部科学省 『平成28年度体力・運動調査結果の概要及び報告書について』

UNDRR(当時は UNISDR) (2018) 「Economic Losses, Poverty and Disasters 1998-2017」

[https://www.researchgate.net/publication/331642958\\_Economic\\_Losses\\_Poverty\\_and\\_Disasters\\_1998-2017](https://www.researchgate.net/publication/331642958_Economic_Losses_Poverty_and_Disasters_1998-2017)

厚生労働省 (2019) 「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し」

<https://www.mhlw.go.jp/content/000540200.pdf>

Stockholm Resilience Centre (2017) 「Contributions to Agenda 2030」

<https://www.stockholmresilience.org/research/research-news/2017-02-28-contributions-to-agenda-2030.html>

### 第2章

三菱UFJ信託銀行「ESG インテグレーションの現在」(2019.8)

[https://www.tr.mufj.jp/houjin/jutaku/pdf/u201908\\_1.pdf](https://www.tr.mufj.jp/houjin/jutaku/pdf/u201908_1.pdf)

野村証券「古くて新しいネガティブ・スクリーニング」(2019.7)

[http://qr.nomura.co.jp/jp/research/docs/0.NewsLetterIO\\_201907301.pdf](http://qr.nomura.co.jp/jp/research/docs/0.NewsLetterIO_201907301.pdf)

加賀谷哲之「ESG 投資評価のための非財務情報の活用と課題」

<http://www.camri.or.jp/files/libs/945/201709120904465557.pdf>

「第一章 ESG 投資の概要に対する調査」

[www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/160331\\_03.pdf](http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/160331_03.pdf)

東京海上アセットマネジメント「ESG インテグレーション」

[https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible\\_investment/esg.html](https://www.tokiomarineam.co.jp/company/responsible_investment/esg.html)

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構(2017)「社債投資における ESG インテグレーション」

[https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr\\_r01\\_05.pdf](https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r01_05.pdf)

シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド「環境・社会・ガバナンス(ESG)ポリシー」(2018.3)

<https://www.schroders.com/ja-JP/sysglobalassets/schroders/sites/japan/pdf/legal-compliance/esg-policy-mar-2018jpn.pdf>

GPIF 「2018 年度 ESG 活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/investment/190819\\_Esg\\_Katudohoukoku.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/190819_Esg_Katudohoukoku.pdf)

GPIF 「2019 年度 ESG 活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF\\_ESGReport\\_FY2019\\_J.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf)

PRI 「責任投資原則」

<https://www.unpri.org/download?ac=10971>

MorningStar (2020.9.9)

[https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0909/fund\\_00983.html](https://www.morningstar.co.jp/market/2020/0909/fund_00983.html)

大和総研 「世界全体の ESG 投資残高は 31 兆ドルに」

[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20190404\\_020725.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20190404_020725.pdf)

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構 (2017) 「海外年金資金等の ESG 投資に関する調査研究」

[https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/H\\_28\\_03f.pdf](https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/H_28_03f.pdf)

CPPIB 公式ホームページ

<https://www.cppinvestments.com/>

CPPIB (2019) 「2019 REPORT ON SUSTAINABLE INVESTING」

<https://cdn1.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2020/09/CPPIB-Investments-2019-sustainable-investing-report-v5-en-1.pdf>

CPPIB (2020) 「Report on Sustainable Investing」

<https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2020/09/CPPIB-Investments-2020-SI-Report-Presentation-EN.pdf>

CalPERS 公式ホームページ

<https://www.calpers.ca.gov/>

CalPERS (2017) 「Investment Office Roadmap and Target Operating Model」

<https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/201705/invest/item07b-01.pdf>

CLIMATE ACTION 100+ (2019) 「2019 年 進捗報告書」

<http://www.climateaction100.org/>

AP1 公式ホームページ

<https://www.ap1.se/en/>

AP2 公式ホームページ

<https://www.ap2.se/en/>

AP3 公式ホームページ

<https://www.ap3.se/en/>

AP4 公式ホームページ

<https://www.ap4.se/en/>

Ethical Council 公式ホームページ

<https://etikradet.se/en/startside-english/>

GPIF (2016) 「GPIF の運用の現状と課題」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000108992.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000108992.pdf)

GPIF (2019) 「2019 年度業務概況書」

[https://www.gpif.go.jp/operation/annual\\_report\\_2019\\_q4\\_jp.pdf](https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp.pdf)

GPIF (2020) 「2019/20 年スチュワードシップ活動報告」

[https://www.gpif.go.jp/investment/StewardshipReport\\_2019.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/StewardshipReport_2019.pdf)

ウィアラム・シュロモダ、ディアーク・シューメイカー (2020) 「サステイナブルファイナンス原論」

### 第 3 章

OECD(2002) 「GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」

<https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2767694.pdf>

会計検査院(2019) 「会計検査院法第 30 条の 2 の規定に基づく報告書『年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理運用する年金積立金の状況等について』」

[https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/310424\\_zenbun\\_01.pdf](https://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/310424_zenbun_01.pdf)

厚生労働省年金局(2014) 「諸外国の年金基金（運用組織）のガバナンスについて」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000064551.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000064551.pdf)

厚生労働省年金局(2014) 「カルパース、CPPIB の意思決定・監督機関について」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000066897.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000066897.pdf)

厚生労働省(2015) 「GPIF 関係」

[https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutantou/0000106443.pdf](https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000106443.pdf)

厚生労働省(2017) 「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の組織等の見直し」

<https://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12500000-Nenkinkyoku/0000147704.pdf>

玉木伸介(2016) 「公的年金積立金のインハウス運用と GPIF 改革」『生活経済政策』、2016 年 6 月号(No223) p18-22

<http://www.seikatsuken.or.jp/database/files/n201606-233-004.pdf>

野村亜紀子(2008) 「公的年金積立金運用のガバナンスをめぐる議論」

[https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p\\_200810\\_02.pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_200810_02.pdf)

フィオナ・スチュワート、フアン・イエルモ(2010) 「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」

<https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000xyc3-att/2r9852000000z6iv.pdf>

ニッセイ基礎研究所(2013) 「海外年金レポート第 7 回望ましい組織体制とは(運用組織編)」

[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/41242\\_ext\\_18\\_0.pdf](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/41242_ext_18_0.pdf)

#### 第4章

KPMG (2018) 「機関投資家による集团的エンゲージメント」

<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2018/03/institutional-investor-engagement-20180315.html>