

スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGや インパクトを考慮した投資について

1. スチュワードシップ責任を果たすための活動及び E S Gを考慮した投資

2. インパクトを考慮した投資

GPIFにおける運用の制度上の枠組みと基本的な考え方

制度上の枠組み

- ①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。
(厚生年金保険法第79条の2及び国民年金法第75条)
➡これにより、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている。
- ②外部運用機関への委託運用においては、投資判断の全部を一任する投資一任契約の締結により行う。
(年金積立金管理運用独立行政法人法（平成16年法律第105号。以下「法」という。）第21条等)
➡これにより、法人が金融市場や企業経営に直接の影響を与えないよう、株式運用に当たっては、特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはできない仕組みとなっている。
- ③法人の中期計画は、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、安全かつ確実を基本とし、運用が特定の方法に集中せず、かつ、厚生年金保険法第79条の2等の目的に適合するものでなければならない。
(法第20条第2項)

第4期中期目標（令和2年4月から5年間）における運用の基本的な考え方

- ①法人は長期運用機関であることから、株式市場や為替市場を含む市場の一時的な変動に過度にとらわれることなく、資産の長期保有により、資産や地域等の分散投資の推進とあいまって、利子や配当収入を含め、長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得していくこと。
- ②公的性格を有する法人の特殊性に鑑みると、公的運用機関としての投資行動が市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めることがないように十分留意すること。
- ③法人は世界最大級の機関投資家であり、法人の投資行動が市場に与える影響が大きいことに十分留意すること。

GPIFのステewardシップ活動及びESGを考慮した投資の基本的な考え方

- GPIFは、
 - ・ 資金規模が大きく世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する「ユニバーサル・オーナー」
 - ・ 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」という特性を持っており、こうした特性を持つGPIFが長期にわたって安定した収益を獲得するためには、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要。
- このため、GPIFは、年金積立金運用の制度上の枠組みと基本的な考え方の下、投資先及び市場全体の持続的成長を通じて、被保険者の利益のために長期的な投資収益を確保する観点から、ステewardシップ責任を果たすための活動やESGを考慮した取組を推進している。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

7. ステewardシップ責任を果たすための活動及びESGを考慮した投資

（1）ステewardシップ責任を果たすための活動

年金積立金の運用の目的の下で、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、市場等への影響に留意しつつ、ステewardシップ責任を果たすための活動を一層推進すること。

その際、「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版ステewardシップ・コード」（平成26年2月26日日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会取りまとめ）を踏まえ、ステewardシップ責任（機関投資家が、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エンゲージメント等を通じて、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・受益者の中長期的な投資収益の拡大を図る責任をいう。）を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこと。

（2）ESGを考慮した投資

年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進すること。

その際、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった第3 1（1）の年金積立金の管理及び運用の基本的な方針に留意しつつ、取組を進めること。併せて、ESG投資が法人の運用に求められる基本的な考え方にとって行われているかについて継続的に検証すること。

GPIFにおけるスチュワードシップ活動の主な取組

● スチュワードシップ活動の深化

- ・ 2014年の日本版スチュワードシップ・コードの受入れ以降、スチュワードシップ責任を果たすための活動を推進。
- ・ 2017年にスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を制定し、議決権行使を含む、スチュワードシップ活動に関して運用受託機関に求める事項や原則を明確化。運用受託機関に対し両原則の遵守を要請するとともに、運用受託機関における議決権行使を含むスチュワードシップ活動の取組状況についてモニタリングや運用受託機関との積極的な対話を実施。
- ・ 2020年にスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則を初めて改定し、対象資産を株式から全資産へ拡大したほか、スチュワードシップ活動と運用の連携やインデックス会社など幅広い関係者との建設的な対話等を新たに運用受託機関に対し要請。

● エンゲージメント強化型パッシブ運用

- ・ 運用受託機関によるスチュワードシップ活動の持続性の向上や高度化・深化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（「エンゲージメント強化型パッシブ」）を採用（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）。

● インベストメントチェーンの強化を目的とした取組

- ・ 運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートを実施し、スチュワードシップ活動の有効性等を検証。
- ・ 海外の公的年金等との意見交換の場としての「グローバル・アセットオーナーフォーラム」や経済団体等との意見交換の場としての「アセットオーナーラウンドテーブル」の開催などを通じて、サステナビリティ課題や議決権行使等についてインベストメントチェーンを構成する様々な主体と継続的に対話を実施。

GPIFにおけるESGを考慮した投資の主な取組

● 運用プロセス全体を通じたESGを考慮した投資の推進（ESGインテグレーションの推進）

- ・ ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込む「ESGインテグレーション」を求める国連・責任投資原則（PRI）に2015年9月に署名し、全資産クラスの投資プロセス全体を通じて、ESGを考慮した取組を推進。
- ・ 運用受託機関に対し、スチュワードシップ活動原則等において、投資におけるESG要素の考慮、ESG課題についての投資先企業との積極的なエンゲージメント等を求めるとともに、運用受託機関の評価に当たってもESGインテグレーションを重視。

● ESG指数に基づく株式運用

- ・ ESGリスクの低減を通じた長期的なリスク・リターンの改善等を目的として、2017年度からESG指数（※）に基づく株式運用を実施。2023年度末時点で、9つのESG指数を採用し、これらの指数に基づく運用資産額は合計で約17.8兆円。
※ 企業が公開する非財務情報などをもとに、指数会社が企業のESGへの取組を評価して組み入れ銘柄を決める指数。
- ・ GPIFの運用において、指数会社やESG評価会社は運用の成否を決める重要な役割を担っていることから、長期的な運用パフォーマンス向上のために、ESG指数の改善等について指数会社やESG評価会社との対話を積極的に実施。

● 債券投資におけるESGインテグレーション

- ・ 債券投資において、国際開発金融機関や各国政策金融機関とパートナーシップを締結し、グリーンボンド等のESG債への投資機会を広げる取組を実施。ESG債への投資実績は、2024年3月末時点で約1.6兆円。

● ESG活動報告の公表

- ・ ESGを考慮した投資についてPDCAサイクルを適切に回す観点から、ESGに関する取組が企業のESG対応の強化やリスク・リターンの改善等の効果につながっているのかを検証・評価するため、2018年以降毎年度「ESG活動報告」を作成・公表。
- ・ 「ESG活動報告」を通じて、ESGを考慮した投資の意義やESGに関する先進的な取組（ポートフォリオの気候変動リスク・機会の評価・分析等）等についての情報発信も実施。

GPIFにおけるスチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資の効果測定

- スチュワードシップ活動やESGを考慮した投資の開始から期間が経過し、データも蓄積されていることを踏まえ、GPIFにおいて、外部機関と協働してスチュワードシップ活動やESGを考慮した投資の効果測定を実施。（2023・2024年度）

	プロジェクトテーマ	具体的な内容（例）
スチュワードシップ活動の効果測定	エンゲージメントの効果検証【公表済】	エンゲージメントがもたらすESG指標や企業価値向上への影響についての因果関係解明
	運用受託機関の議決権行使に関する検証	利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化
ESG投資の効果測定	ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証	ESG投資が企業行動に与えた影響の分析
	企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究	ESG要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明

エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書（令和6年5月）の概要

【目的】

GPIFの運用委託先のエンゲージメントが、対話先企業にどのような行動変容をもたらし、ESGパフォーマンスや企業価値の向上をもたらしたのかについて、統計的因果推論の手法を活用し、実証することを主目的にプロジェクトを実施。

【分析結果（概要）】

- ✓ 因果分析の結果、「気候変動」「取締役構成・評価」をテーマにした対話では、PBRなどの企業価値評価指標と、脱炭素目標の設定や独立社外取締役人数などの非財務のKPIが共にエンゲージメント非対象企業（対照群）と比べて改善していることを確認。
- ✓ 企業規模別では、小規模企業への対話において、KPIの相対的な改善が比較的多くみられた。一方、エンゲージメントにより、KPIが悪化するケースは、ほぼ見られなかった。
- ✓ GPIFの運用委託先と投資先企業との対話は、投資先の企業価値向上に加えて、脱炭素への取組みやダイバーシティ向上など持続可能性向上にも貢献している可能性が高いことが示された。

スチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資

今後の方向性・課題

- スチュワードシップ活動とESGを考慮した投資については、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、引き続き取り組んでいくことが必要ではないか。
- GPIFは、本年夏に策定されたアセットオーナープリンシプルについて、その趣旨に賛同して受け入れるとともに、取組方針を策定している。取組方針に沿って、GPIFが、アセットオーナーとして、インベストメントチェーンにおいて長期的な企業価値の向上が経済全体の成長と投資収益の拡大につながる好循環の構築を目指す観点から、インベストメントチェーンを構成する様々な主体との継続的な対話の実施等、スチュワードシップ活動を深化させるための取組を推進していくことが必要ではないか。
- ESGを考慮した投資については、PDCAサイクルを適切に回す観点から、企業価値の向上等の効果について、引き続き定量的な効果検証を進めるとともに、その結果を取組の改善等につなげていくことが必要ではないか。

1. スチュワードシップ責任を果たすための活動及び
E S Gを考慮した投資

2. インパクトを考慮した投資

Ⅶ. 資産運用立国の推進

2. アセットオーナーシップの改革

(2) 主要な公的アセットオーナーにおける取組

GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)や共済組合連合会等の主要な公的アセットオーナーについては、受益者に対する責任と市場等の発展について求められる役割を果たすため、アセットオーナー・プリンシプルの受入れに加え、運用対象資産の多様化の推進、スチュワードシップ活動への取組、運用担当責任者(CIO)の設置を含めた専門人材の登用・育成等を盛り込んだ取組方針の策定・公表や、定期的な進捗状況の公表を求める。

また、年金等受給者が、一定の許容リスクの中でより多くの運用の果実が享受できるよう、専門的運用体制の高度化、並びに、経済、市場の動向や運用実績を踏まえた基本ポートフォリオ、オルタナティブ投資割合及びこの前提となる運用目標の検討を行う。

加えて、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との観点から、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。GPIF・共済組合連合会等において、こうした整理を踏まえた取組を行うことについて検討する。

また、代表的な公的年金基金による責任投資原則(Principles for Responsible Investment)への署名を本年中に完了し、サステナビリティ投資の取組強化や、その流れの市場全体への波及を目指す。

インパクト投資等に関する検討会報告書（抄） <2023年6月30日 金融庁>

1. はじめに

(1) 社会・環境面での改善効果の実現を図る企業等への投資の意義

社会・環境課題の重要性が高まる中で、課題の改善効果（インパクト）の実現が、将来の事業上の価値向上とも不可分であるとの認識に立って、新たな技術の導入やビジネスモデルの変革を進め、事業の創造に取り組む企業が増加している。

新たな技術等については、多種多様な課題解決に必要不可欠であるほか、一度実装されれば、課題解決を目指す企業等に訴求し、急速な市場拡大・成長につながる可能性がある。

しかし、社会・環境面での改善効果をもつ事業は、収益化までの過程や時間軸が様々であり、収益の見通し等について関係者の理解を得ることは必ずしも容易でない。例えば、課題解決に貢献する革新的な技術を開発し事業を立ち上げる場合、事業の初期段階で、支援・出資者等から、技術や製品の将来性についての的確な評価を得ることが重要となるが、新たな技術の実装やビジネスモデルの変革には不確実性が伴う。また、例えば、創薬に取り組む企業の場合、開発した新薬が収益化するまでには、基礎研究、臨床研究、治験、当局承認、実用化等の長期のプロセスを経る必要があり、更に新薬への認知等にも時間を要する。社会的効果と成長可能性に資する高い技術があっても収益化には相応の時間が必要、といったことも多い。（中略）

多様な投資家・金融機関が、社会・環境面での改善効果と事業の成長を図る創業企業等に対し、事業の特性や成長ステージに合わせた資金面を含む必要な支援を行うことは、企業が成長し、経済の持続性を高めるため、重要な意義があると考えられる。

(2) 一般的なESG投資の手法

社会・環境課題を投資行動と結びつける投資戦略や手法は幅広い。（中略）

「ESGインテグレーション」や「ネガティブスクリーニング」は、様々な創意工夫により実践が図られ、現在では本邦を含む各国のアセットオーナー、アセットマネージャーで幅広く実践されてきているなど、ESG投資の広がりには貢献してきたと考えられる。

長期にわたる企業経営では、規制の遵守、労働や人権への配慮、環境への積極的な取組、多様性への配慮など、様々なESG要素は事業上の基盤であり、場合によってはリスクとして顕在化する可能性がある。ESG投資を通じて企業のESGの取組状況を総合的に評価することは、リスク対応を含めた企業と投資家・金融機関の対話を促し、事業の持続可能性を向上させる面で重要な意義があると考えられる。

(3) インパクト投資の意義

社会・環境面に配慮した企業(群)を投資対象として取捨選択し、エンゲージメントを行って改善を促す一般的なESG投資手法の広がりに伴って、より個別・明確に、個々の企業・事業に対する投資を通じた改善効果を把握・勘案し、投資を行うことへのニーズも高まっている。

「ESG インテグレーション」で代表的なESG評価等に基づく投資においては、企業のESGの取組等を勘案するESG評価等を財務分析に組み込み、これに応じ投資先や割合等を選定することが一般的となっている。「スクリーニング」については、企業の業種、事業内容、ガバナンス等に着目して特に課題のある先に投資を行わない「ネガティブスクリーニング」、ESG評価の高い企業群を選定する「ポジティブスクリーニング」のいずれも、企業のESGの取組を総合的に評価し、又は投資対象（群）を選定するものであり、個々の企業に対する個別の投資を通じた効果まで必ずしも勘案するものではない。（中略）

脱炭素社会への移行、生物多様性の保全、海洋プラスチックごみへの対応、ダイバーシティの拡充、少子高齢化など、社会・環境課題が多様化する中で、それぞれの課題に具体的に着目し、従来のESG投資の手法で必ずしも十分捉えられない企業・事業の成長可能性等を理解・評価する投資手法の重要性が高まっている。

「インパクト投資」は、通常の投資と同様に一定の「収益」を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での「効果」と、これを実現する戦略等を主体的に特定・コミットする点に特徴がある。

投資を通じて実現を図る「効果」や「収益」を特定することで、投資家・金融機関と企業双方での説明責任（アカウンタビリティ）を明確化するほか、これを通じ、「効果」や「収益」の実現に向けた具体的な技術・方策等への目利き力が向上する、エンゲージメントの重点が明らかになり対話の実効性を高めるといった効用が考えられる。

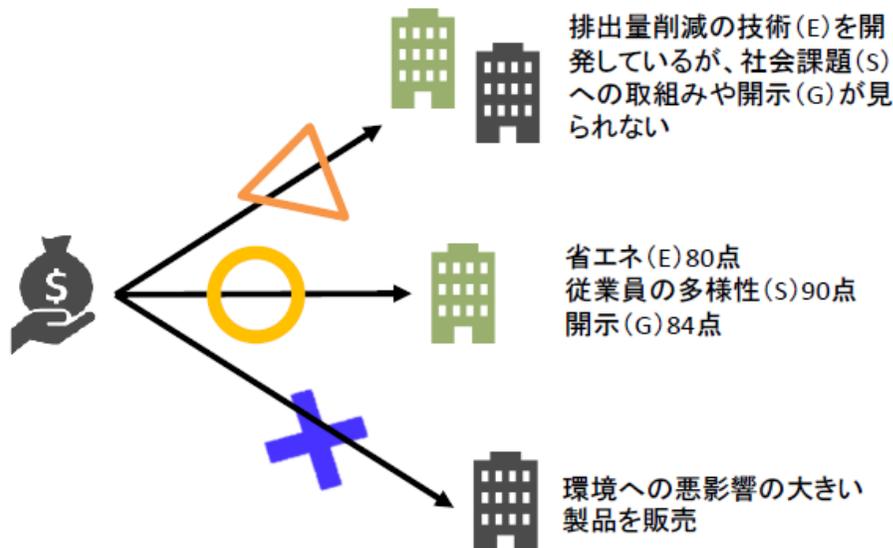
足許の環境・社会・ガバナンスの取組に止まらない、将来の社会・環境的効果の実現の確実性（注14）を評価することは、規模や成長段階等を問わず、今後の市場創造に取り組む創業企業・大企業・地域企業やその事業・取組（以下、「創業企業等」）の推進と親和性が高いのではないかと考えられる。特に、創業企業へのインパクト投資には、投資を通じて、事業の「社会・環境的効果」と「成長可能性」を評価し、課題解決と事業の革新を促すことが期待される。

(注14) 投資が社会・環境的効果を実現する戦略・因果関係を特定し、効果実現の確からしさを検証することとなる。一般に、こうした戦略・因果関係は、内外の実務家の間で「ロジックモデル」や「Theory of Change(変革の理論)」等と呼ばれ、投資がどのような過程を通じ社会・環境的効果を生み出すか、変化を実現する仕組みを具体的に説明することが重要とされている。

- 脱炭素や少子高齢化等の社会・環境課題の重要性が高まる中で、課題解決に資する技術開発や事業革新に取り組む企業の支援は喫緊の課題となっている。
- 社会・環境課題への対応は、従来、事業の成長性・収益性と「トレードオフ」の関係にあると理解されることが多かったが、近年、**両者は相互に補完・強化し、両立する好循環を創出し得るとの理解**に立って、**課題解決と事業成長に資する技術・事業の変革等**に取り組む多様な企業が見られる。
- **「一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的効果（インパクト）」の実現を企図する」インパクト投資は、「投資先と投資効果を個別に特定・コミット」**する点が特徴であり、**好循環を実現させる事業上の変革等を促す**観点から、国際的にも推進の重要性が指摘されている。

一般的なESG投資

企業のESGの取組みを総合的に評価し投資比率等を決定、又は**特定業種等を投資先から除外**



インパクト投資

投資により実現を図る具体的効果を特定・コミットし、これを実現する**技術革新等を進める企業に投資**

1. 効果実現の意図

4. 市場や顧客に変化・加速をもたらす事業上の変革



インパクトを考慮した投資

今後の方向性・課題

<インパクトを考慮した投資の基本的考え方>

- インパクトを考慮した投資については、GPIFが、以下のような考え方の下で、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することについては、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらない。
 - ・ 年金積立金の運用については、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であることに鑑み、「専ら被保険者の利益のため」に運用しなければならないこととされており、GPIFが「社会的・環境的効果（インパクト）」の実現を直接の目的として投資を行うことはできない。
 - ・ 一方で、社会・環境的課題の重要性が高まる中で、社会・環境的課題の解決を企図した技術開発や事業革新等の事業は、その実現が急速な市場拡大・成長をもたらす、当該事業に取り組む企業の持続的成長につながる可能性があることを踏まえれば、投資先企業の事業内容がもたらす「社会的・環境的効果（インパクト）」については、長期的な投資収益を確保する観点から投資先企業の持続的な成長可能性等を評価する上で、ESG要素と同様、重要な考慮要素の一つになり得るものと考えられる。
 - ・ このような前提の下で、GPIFにおいて、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、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。

<インパクトを考慮した投資の検討の視点>

- 企業のESGの取組を総合的に評価する従来のESGを考慮した投資の手法（ESG指数に基づく株式運用等）では、個別の事業による「社会的・環境的効果（インパクト）」を通じた企業の成長可能性等を必ずしも十分には捉えられないという課題があることを踏まえ、GPIFにおいて、ESGを考慮した投資との類似点や相違点にも留意しつつ、被保険者の利益のために中長期的な投資収益の向上を図る観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について検討した上で、必要な取組を行うこととしてはどうか。

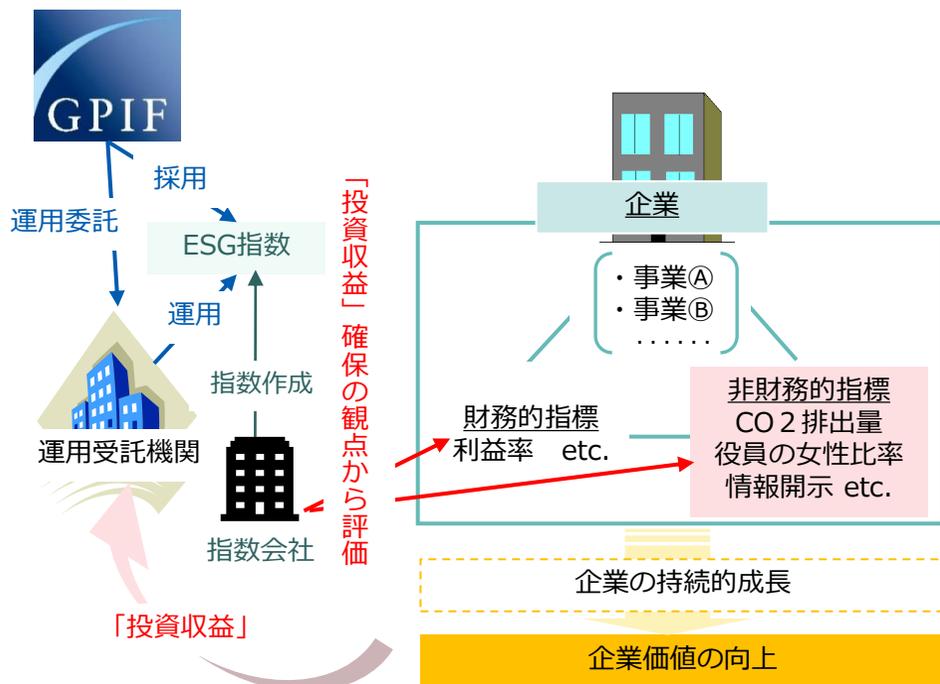
<GPIFにおける検討の進め方>

- GPIFにおいてインパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について検討を行うに当たっては、上記の基本的考え方や検討の視点に留意して、対象資産や投資手法等について具体的な検討を進めることが必要ではないか。
- インパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について必要な取組を行うに当たっては、取組が法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとって行われているかについて継続的に検証することが必要ではないか。

GPIFにおけるインパクトを考慮した投資のイメージ

- GPIFにおけるESGやインパクトを含む非財務的要素を考慮した投資については、直接の目的は被保険者の利益のために投資収益を確保することであり、社会・環境的課題の解決等を直接の目的とするものではない。（結果として社会・環境的課題の解決等にもつながることは考えられる。）
- 企業への株式投資に当たっては、運用受託機関への投資一任契約により行うため、GPIFが特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはしない。投資に当たっての個別の企業の事業内容等によるインパクト等の評価については運用受託機関が行う。

ESGを考慮した投資（ESG指数に基づく株式運用）



インパクトを考慮した投資

