



# ESG株式パッシブ運用の 改善に向けた取り組み

2023年4月  
年金積立金管理運用独立行政法人



# ESG株式パッシブ運用の改善に向けた取り組み

## 【GPIFのESG投資に対する基本スタンス】

- GPIFでは、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との考えの下、ESGを考慮した投資を実施。PDCAサイクルを回す活動を積極的に展開。
- ESG以外の要因によるパフォーマンスの振れは望ましくなく、極力回避したい。

## 【ESG投資改善に向けた取り組み】

- 2022年度に実施した主な取り組みは以下の通り
  - (a) コンサルテーションを通じた指数メソッドロジーの改善 (P.3-5)
    - ⇒MSCI 日本株女性活躍指数（WIN指数）の構成ウエイト決定方法の変更
    - ⇒S&P カーボンエフィシエント指数シリーズの評価にTCFD開示の有無を反映
  - (b) ジェンダーダイバーシティ指数の新規採用（注1）
    - ⇒Morningstar Japan ex-REIT Gender Diversity Tilt Index（GenDi J）の採用
  - (c) ESG株式パッシブポートフォリオのリスク管理強化（運用資産配分の見直し）
    - ⇒既存のESG指数から資金を回収し、GenDi J指数へ5000億円配分（注2）
  - (d) 「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定」の実施（P.6）
    - ⇒2022年度に公募を開始し、2023-24年度に分析を実施

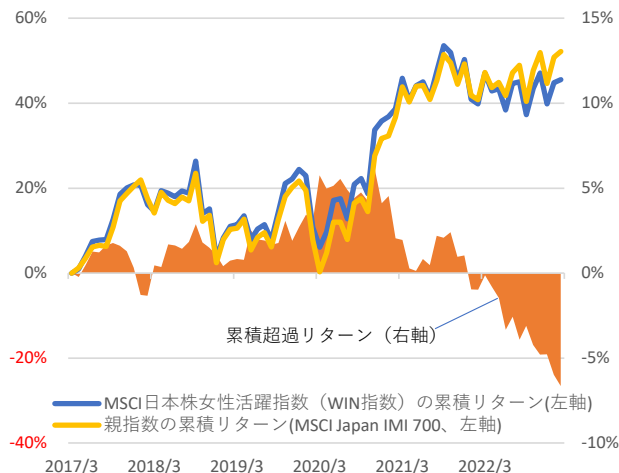
（注1）詳細は「国内株式のESG指数を新規採用し、リバランスを実施しました」参照

（注2）当該リバランス及びWIN指数の構成ウエイト決定方法の変更により、国内株式ESGポートフォリオ全体の推定TEは10bp低下する見込み

# 指数メソドロジーの改善 ～WIN指数の現状

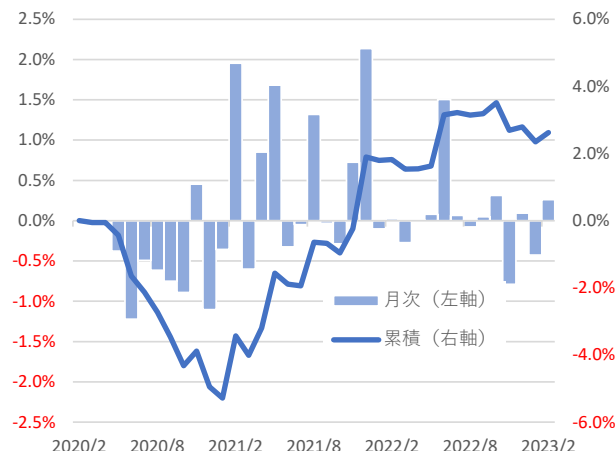
- MSCI日本株女性活躍指数（WIN指数）については、企業の女性活躍に関する取組みを評価する性別多様性スコアは株価パフォーマンスにポジティブに貢献しているものの、クオリティスコアによるウェイト調整が主因となり、パフォーマンス悪化傾向。

WIN指数のパフォーマンス推移



（注）MSCI女性活躍指数（WIN指数）の親指数は19年11月以前はMSCI Japan IMI 500

性別多様性スコア：スプレッドリターン推移  
（親指数変更以降の過去3年）



（注）MSCI Japan IMI700の構成銘柄を、性別多様性スコアの高いグループと低いグループに分割、各グループの平均リターンを計算し、スコアの高いグループ及び低いグループのその差を累積

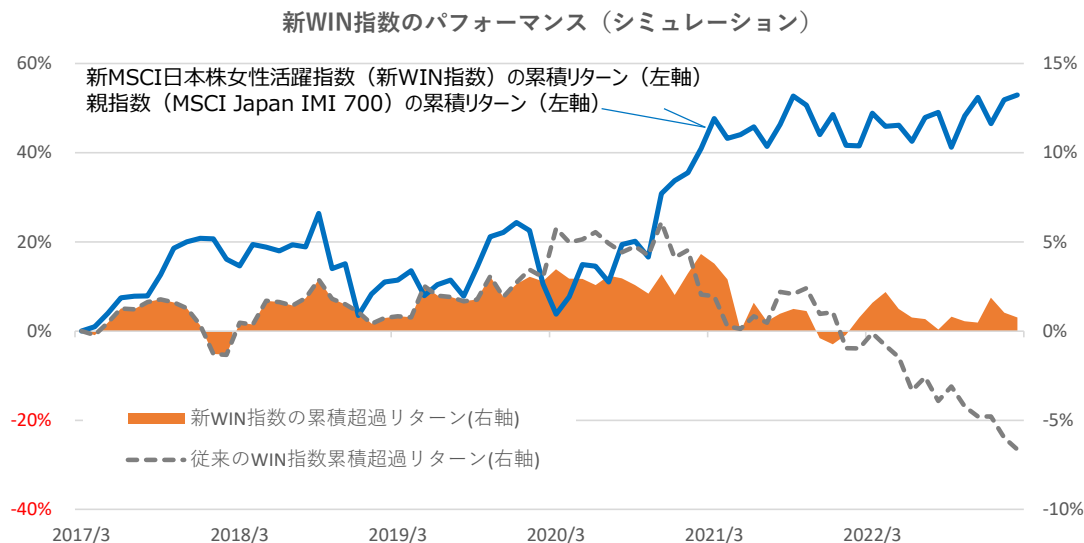
## 【WIN指数のメソドロジーの概要（変更前）】

- 企業の女性活躍に関する取組みを評価した性別多様性スコアに基づき、同業種内で同スコアが高い銘柄を組入銘柄として選定
- 構成銘柄ウェイトは、時価総額加重ウェイト×性別多様性スコア×クオリティスコア（ROE、負債比率、利益変動性から算出されるスコア）で決定

# 指数メソドロジーの改善 ～WIN指数の見直し

- GPIFでは、ESG評価手法や指数のメソドロジーの改善のために、ESG評価会社や指数会社と積極的に対話を実施。
- MSCI社のWIN指数については、足許でクオリティスコアによるウェイト調整がパフォーマンス悪化につながっていたため、同社と対話。同社は、コンサルテーションを実施した上で、クオリティスコアによるウェイト調整を除外することを決定（2023年5月から適用）。

※指数会社やESG評価会社が、指数の構築手法やESG評価手法を変更を検討する際に、指数を利用する運用機関等に対して実施する協議のこと



（出所）MSCIのデータをもとにGPIFが作成

# 指数メソドロジーの改善 ～カーボンエフィシエント指数

- 2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、プライム市場上場会社に対して「TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示」が求められることとなった。
- それを受け、S&Pダウジョーンズ・インデックス社と対話を重ねた結果、S&Pカーボンエフィシエント指数シリーズのメソドロジーの変更に  
関するコンサルテーションが実施され、同社は企業のTCFD開示を評価に反映することを決定（2023年6月から適用）。

## 【S&Pカーボンエフィシエント指数シリーズにおける投資ウエイトの決定方法（中インパクトセクターの場合）】

| 炭素排出量/売上高<br>業種内順位 | 第1十分位（上位10%） |     |     | 第2十分位（上位20%） |     |     | 第3十分位（上位30%） |     |     | 第4～7十分位 |     |     | 第8十分位（下位30%） |     |      | 第9十分位（下位20%） |      |      | 第10十分位（下位10%） |      |      |
|--------------------|--------------|-----|-----|--------------|-----|-----|--------------|-----|-----|---------|-----|-----|--------------|-----|------|--------------|------|------|---------------|------|------|
| 炭素排出量<br>開示状況      | 開示           |     | 非開示 | 開示           |     | 非開示 | 開示           |     | 非開示 | 開示      |     | 非開示 | 開示           |     | 非開示  | 開示           |      | 非開示  | 開示            |      | 非開示  |
| TCFD開示             | 準拠           | 非準拠 | —   | 準拠           | 非準拠 | —   | 準拠           | 非準拠 | —   | 準拠      | 非準拠 | —   | 準拠           | 非準拠 | —    | 準拠           | 非準拠  | —    | 準拠            | 非準拠  | —    |
| 投資ウエイト調整*          | 40%          | 35% | 30% | 30%          | 25% | 20% | 20%          | 15% | 10% | 10%     | 5%  | 0%  | 0%           | —5% | —10% | —10%         | —15% | —20% | —20%          | —25% | —30% |

（注）投資ウエイト調整\*は高インパクトセクターの場合は上記表の各値の3倍、低インパクトセクターの場合は0.5倍が適用される  
（出所）S&Pダウジョーンズ・インデックス社の資料等をもとにGPIFが作成

## 【S&Pカーボンエフィシエント指数シリーズの特徴】

- GPIFがパッシブ運用のベンチマークの一つとして採用しているS&Pカーボンエフィシエント指数シリーズは、売上高あたりの炭素排出量及び炭素排出に関する情報開示を評価し、投資ウエイトを決定する指数。
- 従来のメソドロジーによる情報開示に関する評価では、炭素排出量に関する情報開示の有無のみにより、評価が行われていたが、2023年6月以降、炭素排出量の開示に加えて、TCFDに準拠した開示が行われているかについても評価の対象となる。

# スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定について

- GPIFにおけるスチュワードシップ活動・ESG投資に関する各取組みは、開始から相応に期間が経過しデータも蓄積されてきている。
- PDCA サイクルを適切に回すために、以下の通り高度な統計分析の知見を有する研究機関やコンサルティング会社と協働し、2023年度から2024年度にかけて定量的な効果測定を行う。

## ■ 効果測定の概要

|                      | 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<br>の効果測定 | エンゲージメントの効果検証               | エンゲージメントがもたらすESG 指標<br>や企業価値向上への影響に関する<br>因果関係解明 |
|                      | 運用受託機関の議決権行使に<br>関する検証      | 利害関係先とその他企業への議決権<br>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<br>の効果検証  | ESG 投資が企業行動に与えた影響<br>の分析                         |
|                      | 企業価値・投資収益向上に資する<br>ESG要素の研究 | ESG 要素と企業価値・投資収益向<br>上に関する因果関係解明                 |

※プロジェクトテーマや実施時期は今後変更する可能性がある。