



For All Generations

2024年度

サステナビリティ投資報告

年金積立金管理運用独立行政法人
Government Pension Investment Fund

For All Generations

GPIFは現世代のみならず、
次世代の被保険者の皆様にも必要な積立金を確保するため、
受託者責任を果たしてまいります。
環境問題や社会問題が資本市場に与える負の影響を減らすことによって、
被保険者の利益を長期的に確保するという考え方のもと
GPIFはサステナビリティ投資を推進しています。

P3 Introduction

- P.3 数値で見るGPIF
- P.5 理事長インタビュー
- P.9 GPIFにおけるサステナビリティ投資
- P.11 サステナビリティ投資方針
- P.12 Column：インパクトを考慮した投資

P13 第一章 サステナビリティに関する 取組み

- P.15 2024年度サステナビリティ投資ハイライト
- P.17 サステナビリティ投資に関するガバナンス及び組織・体制
- P.19 GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み
- P.21 気候・自然関連財務情報開示への対応
- P.23 これまでのESG指数に基づく株式運用
- P.25 ESG指数投資額の最適化と今後の展望
- P.27 株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ
- P.28 Column：株式アクティブファンドの運用における対話
- P.29 スチュワードシップ活動とサステナビリティ推進
- P.33 オルタナティブ資産運用におけるサステナビリティ
- P.35 イニシアティブ・各種団体との協働
- P.37 GPIFの情報発信
- P.39 サステナビリティ投資の振り返りと今後について



P 41 第二章 ESG・スチュワードシップ 活動の効果測定

- P.43 ESG指数のパフォーマンス
- P.45 ポートフォリオのESG評価・ESG評価の国別ランキング・ESG評価間の相関
- P.49 スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト
- P.50 Topics：スチュワードシップ活動の効果測定
運用受託機関の議決権行使に関する検証
～プロジェクトの概要と分析結果～

P 59 第三章 サステナビリティ関連 財務情報の評価と分析

- P.61 サステナビリティ関連財務情報の開示・分析の構成と注目点
- P.63 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～GPIFポートフォリオの特徴～
- P.65 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～
- P.69 財務インパクト ～Climate VaR分析（株式）～
- P.73 環境・気候へのインパクト
～気温上昇ポテンシャル分析～
- P.75 GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ
「優れたTNFD開示」
- P.79 サステナビリティ関連財務情報の開示状況に関する分析
- P.91 不祥事が企業業績に与える影響に関する分析

数値で見るGPIF

市場運用開始以降の
運用実績



累計収益額

155.5兆円



収益率（年率）

4.20%

GPIFのポートフォリオ 2025年3月末時点

国内株式

23.94%

25%(±8%)

国内債券

27.64%

25%(±7%)

外国株式

24.05%

25%(±7%)

外国債券

24.37%

25%(±6%)

資産構成
割合

パッシブファンド及びアクティブファンドの割合

その他 0.40%

パッシブファンド 81.84%

アクティブ
ファンド

17.76%

ユニバーサル・オーナー

運用資産額

249.78兆円

サステナビリティ投資

サステナ
ビリティの
考慮
(全資産)

249.78兆円

保有銘柄数

株式

5,477 銘柄

ESG指数に
連動する
運用資産額

約 18.2 兆円

債券

12,969 銘柄

グリーンボンド等
への投資額

約 1.2 兆円

考慮する期間

100 年間

長期運用実績

累計収益額

155.5 兆円
(2001年度～2024年度)

収益率

4.20% (年率)
(2001年度～2024年度)

外部評価

PRIによる
評価¹

★★★★
(2025年3月末時点²)

責任投資をリードしていく
投資家ランキング
(RAAI)³

Leaders

職員数⁴

職 員

187 人

専門人材⁵

証券アナリスト

65 人

MBAなど

17 人

Ph.D.など

5 人

弁護士

5 人

公認会計士

3 人

不動産鑑定士

1 人

税理士

1 人

1 PRIによる評価：全項目で★4つを獲得

2 直近のアセスメントは2023年度

3 米国のシンクタンクであるNew Americaが、フレッチャー法律外交大学院と共同開発したResponsible Asset Allocator Initiative (RAAI) インデックスに基づき、ソブリン・ウェルス・ファンド及び年金基金の責任投資における取組みを2年おきに評価

4 職員数：2025年4月1日時点

5 専門人材：2025年4月1日時点（人数は重複あり）

サステナビリティ投資を推進することは、
GPIFの大きなバリューです。
「サステナビリティに関するリスクの低減や
市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」
の両立を図ることで、ポートフォリオ全体の
長期的なパフォーマンス向上に貢献します。

年金積立金管理運用独立行政法人

理事長 内田和人

Q 2025年度はGPIFの新しい中期計画（2025年度～2029年度）の最初の年度になりますが、サステナビリティ投資の推進に向けた抱負をお聞かせください。また、ESG活動報告がサステナビリティ投資報告になった理由も併せて教えてください。

まず、GPIFがどのような投資家であるかを改めてお伝えしたいと思います。GPIFは、非常に大きな金額をお預かりして世界の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」です。また、GPIFは数世代にも及ぶ期間を視野に入れて運用する「超長期投資家」でもあります。こうしたGPIFならではの立ち位置を踏まえると、サステナビリティ投資（持続可能性を考慮した投資）を推進することは、長期的に投資リターンを確保する観点から大きなバリューであると考えています。

GPIFは本年3月に、サステナビリティ投資に

関する基本的な考え方などを示す「サステナビリティ投資方針」と、新しい中期計画に合わせた「サステナビリティ投資に関する取組みについて」を策定・公表しました。GPIFのサステナビリティ投資においては、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、ポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します。

サステナビリティ投資は、まさに長期的な視点に立つ投資です。ですから、その評価も長期的なスタンスで行うことになります。適切なガバナンスの下、サステナビリティ投資の効果について随時検証していきます。そして、前述した期待効果が将来的に発現しない可能性が高いと判断される場合には、果断に見直しを行っていきます。

また、GPIFでは、全資産について、サステナビリティ投資を推進していきます。伝統的資



産はもちろん、オルタナティブ資産の各種ファンドを通じたサステナビリティの推進、さらにはエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動の強化を含め、多面的な取り組みを行っています。

次に、なぜ「ESG活動報告」を「サステナビリティ投資報告」に変えたのかについてお話しします。GPIFでは、これまでもESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進してきました。しかし、GPIFでは、E、S、Gの課題解決そのものを追求することを目的にはしていません。「ユニバーサル・オーナー」として重要なのは、長期的な投資リターン確保に向けて、サステナビリティに関するリスクを低減し、市場全体の持続可能性を高めることにあります。その観点から、今後は、投資先企業の事業内容がもたらす社会・環境面での効果、すなわち「インパクト」を考慮した投資についても検討し、必要な取り組みを行って

いきます。こうした一連の取り組みを報告するために、本報告書も、よりふさわしい名称として「サステナビリティ投資報告」にしました。そして、GPIFによる広い意味でのエンゲージメントの一環として、「サステナビリティ投資報告」などを通じてサステナビリティ投資の取り組みに関する情報発信を強化していきます。

Q ESGなどのサステナビリティに関する国際的な動向をどのように捉えていますか？また、国際的な動向を踏まえたGPIFの取り組みについても教えてください。

日本の企業、機関投資家の方々とお話をさせていただくと、米国などで反ESGの動きが進んでいるとされることや、それが日本に与える影響を懸念する声をよくお聞きします。しかし、企業にとって、ESGなどのサステナビリティに関するリスクや機会への対応は依然として重要性の高い課題であるという認識に変化はあり

ません。

このような中で、日本のサステナビリティ情報開示の枠組みについては、本年3月にSSBJ（サステナビリティ基準委員会）がサステナビリティ開示基準を最終化し、現在、金融庁の金融審議会において、同基準を有価証券報告書の開示基準として適用することについての検討が行われています。

GPIFでは毎年行っている総合評価において委託先の運用会社の取組みを確認していますが、国内外問わず、運用会社がESG要素を運用プロセスに取り込む「ESGインテグレーション」に引き続き注力されています。また、多くの運用会社においてESGなどのサステナビリティに関するエンゲージメントにも引き続き積極的に取り組んでいただいています。

このような認識の下、GPIFは先ほど申し上げたサステナビリティ投資に関する取組みを着実に推進していきます。GPIFはこれまでも、スチュワードシップ責任を果たす取組みの一環として、海外の公的年金等と設立した「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を通じて他のアセットオーナーと意見交換し、お互いの知見の活用を図ってきました。今後は私自身も、海外の公的年金等と積極的に意見を交わしたいと考えています。

Q ESG指数投資について今年から最適化に取り組んでいます。GPIFのサステナビリティ投資に関する戦略に変化があったのでしょうか？

GPIFでは、2017年度からESG指数に基づいた投資を行っており、これまでに国内外で9指数を選定しています。また、PDCAサイクルの

もとで一部の指数についてはESG指数の対象銘柄の裾野を広げるなど見直しも行ってきました。約7年間行ってきた投資については、運用収益を確保した上で、企業行動の変容が促されるなど一定の効果があったものと考えています。

他方で、GPIFは、これまでESG指数投資を基本ポートフォリオに基づくリバランスの対象外としてきましたが、基本ポートフォリオに基づくリスク管理の下、ポートフォリオ全体で市場平均収益率を確保する観点から、今年度よりESG指数投資をリバランスの対象にするとともに、市場環境等を勘案しつつ投資額の最適化を図ることとしました。

ただ、これはサステナビリティ投資の取組みを後退させるものではありません。今後も、効果検証を深化・拡大した上で、投資額の最適化を行いつつ新しいESG指数等の募集も行うなど、適切な取組みを進めていきます。

Q サステナビリティ投資の推進の観点から、エンゲージメントの強化にどのように取り組んでいくおつもりでしょうか？

このインタビューの冒頭でもお話ししましたが、サステナビリティ投資の推進に当たって、多面的な取組みを行っていくことが非常に重要だと考えています。その際に、エンゲージメントなどのスチュワードシップ活動の強化は取組みの大きな柱の一つです。GPIFでは、ESGなどのサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動を引き続き推進していきたいと考えています。

こうしたことを背景に、本年3月に「サステナビリティ投資に関する取組みについて」の別

紙として「GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」を公表しました。ここでは、GPIFのスチュワードシップ活動に対する考え方や、今後の重点事項を明確に示しています。

具体的には、スチュワードシップ活動の推進に当たって、委託先の運用会社の方々には、投資先企業と積極的にエンゲージメントを行っていただきたいと考えています。その際、ESGなどのサステナビリティについて、企業による機会の追求、リスク低減に向けた取組みと、必要な情報開示を促していただくことを期待しています。GPIFとしても、委託先の運用会社の方々と密に対話を行い、運用会社と企業における建設的な対話を後押ししていきます。

また、インベストメントチェーンの好循環構築の観点から、GPIFからも、投資家としての考え方を積極的に発信していきたいと考えています。さらに、企業や他のアセットオーナーなど市場関係者との意見交換や連携を強化していきます。この他、効果検証の実施などにより、スチュワードシップ活動の改善と見直しを図っていきます。

Q GPIF自身のサステナビリティについては、どのようにお考えでしょうか？

GPIF自身のサステナビリティについては、ダイバーシティ推進の重要な要素の一つである女性活躍について、毎年、女性の登用等の状況を示す指標の数値を公表するとともに、

男女の賃金差異の要因分解をすること等を通じて現状を認識した上で、女性の積極採用、女性職員のモチベーション向上と人材育成などに取り組んできました。こうした取組みを進める中、2024年度は、新規採用者に占める女性比率、管理職における女性比率など複数の指標で改善が見られました（P.19～20）。

私は、GPIFの業務運営を支える人材の育成等の環境整備を行うとともに、役職員の業務遂行能力や意欲の向上を図ることが、GPIFに課せられた役割の遂行、さらには、組織のサステナビリティ向上の観点から極めて大切なことだと考えています。その一環として、女性の活躍を推進するための取組みを一層強化し、多様な人材が活躍できる勤務環境の整備を推進していきます。



GPIFにおけるサステナビリティ投資

GPIFで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、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）や社会・環境的效果（インパクト）を考慮した投資など、持続可能性を考慮した投資（以下「サステナビリティ投資」という。）を推進します。

なぜGPIFがサステナビリティ投資をするのか

年金積立金の管理・運用を行うGPIFの運用資産額は約250兆円にのぼります。GPIFのように投資額が大きく、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家は「ユニバーサル・オーナー」と呼ばれます。また、GPIFが運用する年金積立金は、将来の現役世代の負担が大きくなりすぎないようにするために将来の年金給付財源として活用されるものであり、GPIFは数世代に及ぶ期間を視野に入れて運用しています。このように「ユニバーサル・オーナー」かつ「世代をまたぐ投資家」という特性を持つGPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、個々の企業の価値が長期的に高まり、ひいては資本市場及び経済全体が持続的・安定的に成長することが重要です。

資本市場は、長期で見ると環境問題や社会問題などのサステナビリティに関するリスクから逃れられません。例えば、投資先である一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としては大きなダメージとなります。言い換えると、投資収益を確保するには負の外部性を抑制して、持続可能な資本市場や社会を維持することが重要ということです。サステナビリティに関する問題による資本市場への負の影響が低減することは、GPIFのような「ユニバーサル・オーナー」が投資収益を長期で追求する上では不可欠となります。

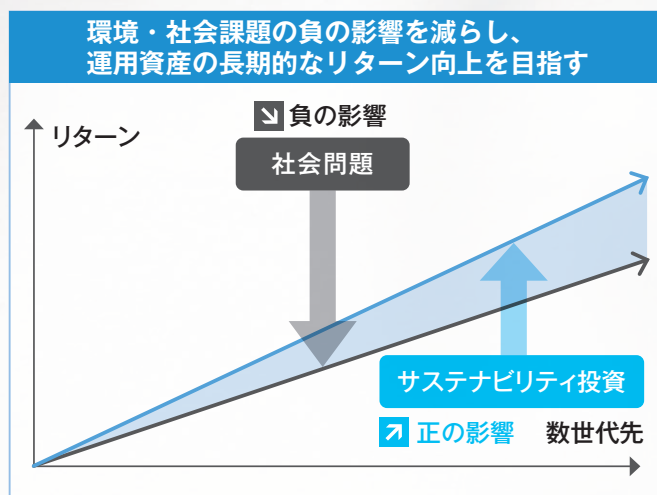
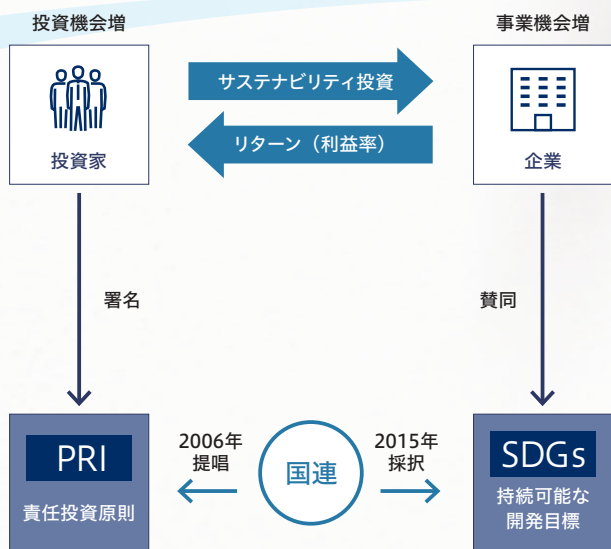
また、事業活動により、環境問題や社会問題にボ

ジティブなインパクトを与えられる企業やプロジェクトは、課題解決を持続的な成長の糧にできる可能性があります。

こうした考えに基づき、GPIFで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、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）や社会・環境的效果（インパクト）を考慮した投資など、サステナビリティ投資を推進します。サステナビリティ投資については、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します。

サステナビリティ投資とSDGsの関係

SDGs（持続可能な開発目標）とは、2001年に策定されたミレニアム開発目標の後継として、2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された、2030年までに達成を目指す国際目標です。多様性と包摂性のある持続可能な社会を実現するために、17の目標達成を目指しています。サステナビリティ投資において考慮されるサステナビリティ課題とSDGsゴールやターゲットでは、その目的は異なるものの共通点も多く、サステナビリティ投資が結果として、SDGs達成に貢献することにもなります。企業がSDGsやサステナビリティに積極的にコミットすることで、企業価値が高まると同時に、持続可能な経済社会が実現すること（SDGsの達成）は、GPIFにとって、運用資産全体の長期的リターン向上に繋がると考えています。



■ インベストメントチェーンにおける GPIF の立ち位置

個人等（真のアセットオーナー）が納付した年金保険料の一部は、厚生労働大臣より年金積立金として GPIF に寄託されます。GPIF は、年金積立金のアセットオーナーとして、運用会社（アセットマネジャー）を選定し、運用の委託と同時に、投資先企業

等との間でサステナビリティも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を実施するよう促します。これにより、「長期的な企業価値向上」が促進されることで、「経済全体の成長」と「長期的な投資収益の拡大」に繋がる好循環の構築を目指しています。



サステナビリティ投資方針

GPIFは新たに「サステナビリティ投資方針」を策定しました。引き続き、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、財務的な要素に加えて、非財務的な要素であるESGや社会・環境的效果（インパクト）を考慮した投資など全資産でサステナビリティ投資を推進してまいります。

■「サステナビリティ投資方針」の策定

2024年は、アセットオーナーを取り巻く環境が大きく変わった一年でした。2024年8月に政府がアセットオーナー・プリンシプルを策定し、GPIFは同年9月に同プリンシプルに賛同して受け入れました。同プリンシプルでは、サステナビリティ投資方針の策定が取組みの一例として挙げられ、GPIFの第5期中期目標においても、方針の策定や、インパクトを考慮した投資の検討が新たに求められました。

そのため、第5期中期目標への対応や、インパクト投資の位置づけの整理の観点から、2025年3月31日にサステナビリティ投資方針を策定・公表しました。

同方針では、サステナビリティ投資に対する考え方、目的、主な取組内容について記載しており、GPIFでは、サステナビリティ投資をESGやインパクトを考慮した投資などを包含するものとして定義しています。言い換えると、これまでのESG投資と比べて、サステナビリティ投資はより幅広いものとなっていると言えます。

その上で、GPIFのサステナビリティ投資は、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」を両立することを明記し、これらの両立によって、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指しています。なお、サステナビリティに関する課題は特定の企業やアセットクラスのみに影響するものではないことから、GPIFでは引き続き、全資産についてサステナビリティ投資を推進していくことを明示しました。その際には資産特性に応じて、以下に挙げているような様々な手法を使い分け、組み合わせることでより効果的なアプローチを追求していきます。

- A) ESGインテグレーション
- B) エンゲージメント・議決権行使
- C) ESG指数投資・ESGアクティブファンド投資
- D) インパクトを考慮した投資
- E) サステナビリティに関するリスク分析（気候変動等）
- F) 関係団体との協働等

サステナビリティ投資は、長期的な視点に立つ投資であり、その評価も長期的なスタンスで行いますが、随時検証を行い、投資開始時に期待した投資の効果が、将来的にも期待通りに発現しない可能性が高いと判断される場合には、果断に見直しを行います。引き続き、適切なガバナンスの下でサステナビリティ投資を推進し、積極的な情報開示を行います。

また、第5期中期目標期間を迎えるに当たり、どのような取組みをGPIFとして行っていくかを明確にするため、本方針に則り、「サステナビリティ投資に関する取組みについて」も併せて公表しました。なお、ESG指数投資を通じたサステナビリティ投資についてはP.25～26の「ESG指数投資額の最適化と今後の展望」の項で詳しくご説明しています。

インパクトを考慮した投資

近年、日本でもインパクト投資への関心が高まっています。GPIFにおいても2025年3月31日に投資原則を改訂し、サステナビリティ投資の主要な取組みの一つとして「社会・環境的効果（インパクト）を考慮した投資」を掲げるとともに、同日に公表したサステナビリティ投資方針や第5期中期計画においても、主な取組内容の一つとして「インパクトを考慮した投資」を明記しました。GPIFでは、今後、必要な検討を進めていきます。

■ 「インパクトを考慮した投資」の位置づけの明確化

GPIFの使命は、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、年金積立金の管理・運用を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貢献することです。GPIFは、「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は法令で禁じられており（「他事考慮」の禁止）、「社会・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ません。

一方で、社会・環境的課題の重要性が高まる中で、これら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・成長をもたらし、当該事業に取り組む企業の持続的成長に繋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・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、重要な考慮要素の一つになり得るものと考えられます。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繋がるとの観点から、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」に当たらないとされています。

このような整理をもとに、以下の通り、投資原則の原則4について変更を行いました。

【投資原則】

[4] 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ことから、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、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）や社会・環境的効果（インパクト）を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。

■ 今後の取組み

インパクトを考慮した投資については、第5期中期目標・中期計画に沿って、2025年度に調査研究を行う予定であり、具体的な投資方法等について検討を行う予定です。調査研究では、インパクト投資の市場概要等に加えて、既存投資案件におけるインパクト指標の計測や報告、インパクトと投資リターンとの関係、海外アセットオーナー等のインパクト投資の受託者責任の観点からの整理・位置づけ、インパクト投資を行うアセットオーナーにおける取組状況、投資実績、インパクトを含むモニタリング方法及び運用報告等の情報発信状況などを幅広く情報収集し、調査する予定です。



第一章 サステナビリティ に関する取組み

GPIFは、2015年に「責任投資原則（PRI）」に署名して以降、サステナビリティへの取組みを推進してきました。これまで、サステナビリティ投資に関する組織体制の構築をはじめ、ESG指数の採用、スチュワードシップ活動の推進、指数会社やESG評価機関とのエンゲージメント、各種団体との協働など、多岐にわたる施策を展開しています。第一章では、これまでの歩みを土台に、2024年度に新たに実施した施策を中心にご紹介します。



P.15 2024年度サステナビリティ投資ハイライト
P.17 サステナビリティ投資に関するガバナンス及び組織・体制
P.19 GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み
P.21 気候・自然関連財務情報開示への対応
P.23 これまでのESG指数に基づく株式運用
P.25 ESG指数投資額の最適化と今後の展望

P.27 株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ
P.28 Column：株式アクティブファンドの運用における対話
P.29 スチュワードシップ活動とサステナビリティ推進
P.33 オルタナティブ資産運用におけるサステナビリティ
P.35 イニシアティブ・各種団体との協働
P.37 GPIFの情報発信
P.39 サステナビリティ投資の振り返りと今後について

2024
年度

サステナビリティ投資ハイライト

2024年度におけるGPIFのサステナビリティ投資に関する取組みをハイライトでご紹介します。

サステナビリティ投資方針の策定

GPIFは、2025年3月31日にサステナビリティ投資に対する考え方などを示すサステナビリティ投資方針を策定・公表しました。GPIFでは、サステナビリティ投資をESGやインパクトを考慮した投資などを包含するものとして定義しています。サステナビリティ投資においては、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します。



詳細はP.11をご覧ください。

ESG指数投資額の最適化

GPIFでは、2017年度からESG指数をベンチマークとした株式運用を開始し、2025年3月末現在、運用資産額は約18.2兆円です。サステナビリティ投資方針に沿って、2025年度より、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、株式のESG指数投資をリバランスの対象とした上で、市場環境等を勘案しつつESG指数投資額の最適化（各ESG指数への配分額の見直し）を図ることとしました。



詳細はP.25～26をご覧ください。

委託先運用会社によるエンゲージメント

GPIFは、株式投資を外部の運用会社に委託しており、委託先運用会社において、投資先企業との目的を持った建設的な対話（エンゲージメント）や議決権行使が行われています。このためGPIFは、委託先運用会社における活動をモニタリングするとともに、投資先企業との建設的な対話を行うよう委託先運用会社に要請しています。2024年1月から12月の1年間で、国内株式ポートフォリオにおける対話カバー率は社数ベースで45%に相当し、前年よりも5%ポイント増加しました。



詳細はP.29をご覧ください。

上場企業向けアンケート・企業インタビュー

GPIFは2024年度に、10回目となる「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」を実施しました。TOPIX構成企業を対象に、時価総額ベースで約70%に相当する632社から回答を得ました。また、2023年度の上場企業向けアンケートへの回答企業のうち、協力が得られた30社強を対象にインタビューを行い、「企業インタビュー」として取りまとめました。これらの取組みを通じて、委託先運用会社を中心とした機関投資家による上場企業に対するエンゲージメントの実態把握を行いました。



詳細はP.29～31をご覧ください。

経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブルの開催

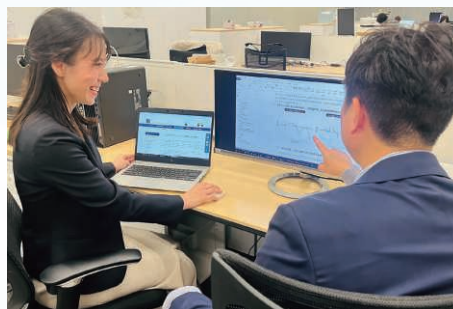
GPIFは2024年10月、一般社団法人日本経済団体連合会とともに、企業との継続的な意見交換の場として「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」を創設しました。政府により同年8月にアセットオーナー・プリンシプルが策定され、スチュワードシップ活動の重要性やアセットオーナーに対する期待が一層高まる中、従来の取組みをさらに深化させることを目的としています。



詳細はP.32をご覧ください。

スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト

GPIFは、スチュワードシップ活動やESG投資の効果について、統計的因果推論等の手法を用いた検証プロジェクトを実施しています。プロジェクトは4つのテーマに分かれており、新たに2つのテーマ（「運用受託機関の議決権行使に関する検証」、「企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究」）について報告書を公表しました。



詳細はP.49～58をご覧ください。



サステナビリティ投資に関する ガバナンス及び組織・体制

経営委員会では、GPIFにおけるサステナビリティ投資のあり方について議論と監督を行っています。執行部では、ESG・スチュワードシップ推進部を中心に資産運用に関わる各部が連携してサステナビリティ投資への取組みを進めており、その取組みについて、経営委員会に報告しています。

経営委員会における議論

GPIFでは、2017年10月に設置された経営委員会が合議によって、基本ポートフォリオ・中期計画の策定等の重要事項について意思決定を行うとともに、執行部の業務執行に対する監督を行っています。

2024年度には合計13回の経営委員会が開催され、うち4回でESGなどのサステナビリティ投資に関する

案件が議題となりました。経営委員会では、GPIFにおけるサステナビリティ投資のあり方やその推進について議論と監督を行っています。なお、経営委員会の議論の内容は、一定期間を経た後に議事概要としてGPIFのホームページに掲載されます。

経営委員会において議決・報告されたESGなどのサステナビリティ投資関連の案件

回号	開催時期	議 題
第 95 回	2024年5月	報告事項 2023年度ESG活動報告 骨子について
第 99 回	2024年9月	報告事項 2023年度ESG活動報告
第105回	2025年3月	議決事項 サステナビリティ投資方針(案)について
第105回	2025年3月	議決事項 スチュワードシップ責任を果たすための方針の変更(案)について
第105回	2025年3月	議決事項 サステナビリティ投資に係る今後の取組みについて
第105回	2025年3月	報告事項 サステナビリティ投資に関する取組みについて(案)(対外公表資料)
第106回	2025年3月	報告事項 2024/25年スチュワードシップ活動報告について

経営委員会の構成等について

<https://www.gpif.go.jp/about/board.html>



経営委員会の状況

<https://www.gpif.go.jp/operation/board/>



サステナビリティ投資に関する執行体制

執行部では、ESG・スチュワードシップ推進部、投資運用部、オルタナティブ投資部など運用に関わる各部が連携してESGなどのサステナビリティ投資に関する取組みを進めています。サステナビリティ投資に関する取組みも含めて、管理運用業務に係る投資決定についてはCIO（最高投資責任者）を委員長とする投資委員会で議論し、意思決定を行っています。

特に重要な事項に関しては、投資委員会での議論を経て、経営委員会での審議等を行っています。また、サステナビリティ投資に関しては、投資委員会における運用状況の日常的な確認に加えて、リスク管理の観点では、毎月開催される運用リスク管理委員会においてもモニタリングを行っています。

サステナビリティ投資を担当する主な部署

ESG・スチュワードシップ推進部

主な業務

サステナビリティ投資、
スチュワードシップ責任並びに
株主議決権行使の分析及び評価 等

ESG指数の選定（投資運用部と連携）や委託先運用会社のスチュワードシップ評価などに加えて、法人全体のサステナビリティ投資（スチュワードシップ関連の取組み含む）を推進しています。

投資運用部

主な業務

投資戦略の策定、
株式・債券の委託先運用会社の選定・評価、
運用の高度化に関する業務 等

ESG指数投資（ESG・スチュワードシップ推進部と連携）に加えて、委託先運用会社の運用評価の一環としてESGインテグレーションを評価しています。

オルタナティブ投資部

主な業務

オルタナティブ資産の
委託先運用会社の選定・評価 等

オルタナティブ資産の委託先運用会社の選定・評価にサステナビリティの視点を組み入れています。





GPIF組織内部のサステナビリティに関する取組み

サステナビリティを考慮した投資を推進するGPIFでは、組織内部においても、サステナビリティを意識した取組みや課題の分析などを実施しています。女性活躍や公共調達をめぐるGPIFの取組みを紹介します。

GPIFにおける女性活躍に関する取組み

誰にとっても働きやすく、働きがいのある組織であることは、業務のパフォーマンスのみならず、組織のサステナビリティを高めることに繋がるとの考えから、GPIFでは、働きやすい職場環境の整備を重視しています。GPIFでは現在、女性活躍を推進し、多様な人材がやりがいを持って働くことができるよう、様々な施策を講じています。例えば、育児休業の積極的な取得を促進するとともに、早出・遅出勤務制度や在宅勤務制度の柔軟な活用を促進するなど、育児中や介護中の人材にも働きやすい職場環境の整備を進めています。また、女性職員を対象としたキャリア研修を開催し、女性職員のキャリアデザインのための自己理解の深化やリーダーとして必要な知識の向上などを図っています。

さらに、女性活躍推進施策の一環として、ダイバーシティ推進の重要な要素の一つである女性活躍をめぐるGPIFの状況の把握や課題の分析を行っています。女性活躍推進法が企業に対して開示を義務付ける項目は、GPIFが採用しているMSCI日本株女性活躍指数（WIN指数）の定量評価項目（図表1の①～⑤）にもなっています。これらの評価項目について、GPIFの数値を集計しました。

それによれば、2024年度のGPIFの新規採用者、従業員、管理職に占める女性比率はそれぞれ前年度より上昇し、男女の平均雇用年数の差異は前年度より小さくなりました。また、2024年度のGPIFの男性職

員の育児休業取得率¹は60.0%でした。上記の様々な施策の継続が一定の成果に繋がっているものと考えています。

また、2023年度と同様に、GPIFにおける男女の賃金の差異（図表1の⑥）及びその要因について分析しました。2024年度のGPIFにおける男女の賃金の差異は、男性職員の賃金を100%とした場合、女性職員は63.2%となりました（図表1の⑥）。36.8%の差異が生じた要因（年齢、学歴、職種等）について、東京大学エコノミックコンサルティング株式会社が開発したGEM App（男女賃金格差診断ツール）を使って、経済学の知見に基づく統計的な処理による調整を行い、同一属性の男女間で賃金を比較しました（図表2）。その推定結果によれば、GPIFでは相対的に若年層の女性職員が多いことや、相対的に給与水準が高い「運用専門職」に女性職員が少ないことなどが主な要因となっていることが示唆されています。GPIFにおける男女の賃金の差異をはじめとする女性の採用や登用に関する課題は、資産運用業界共通の課題とも考えられますが、GPIFの組織内部の取組みについても引き続き改善の余地があると言えます。

今後とも、GPIFの職場環境に関する課題の分析や、課題の改善に効果があると考えられる取組みを一層強化し、組織のサステナビリティの向上に努めてまいります。

1 育児・介護休業法の改正により、2025年4月から、従業員が300人を超える企業は男性労働者の育児休業取得率等の公表が義務付けられています。GPIFの職員数は2025年4月1日時点で開示義務の対象ではありませんが、積極的な開示に取り組んでいます

【図表1】 GPIFにおける女性の登用等の状況

	2024年度 (%)	2023年度比 (ポイント)
① 新規採用者に占める女性比率	36.7	18.5
② 従業員に占める女性比率	25.8	0.5
③ 男性と女性の平均雇用年数の違い*	-48.7	5.7
④ 管理職における女性比率	11.1	2.1
⑤ 取締役会における女性比率**	16.7	0.0
⑥ 男女の賃金の差異 (単純平均) ***	63.2	-4.8
【参考】 男性労働者の育児休業取得率****	60.0	26.7

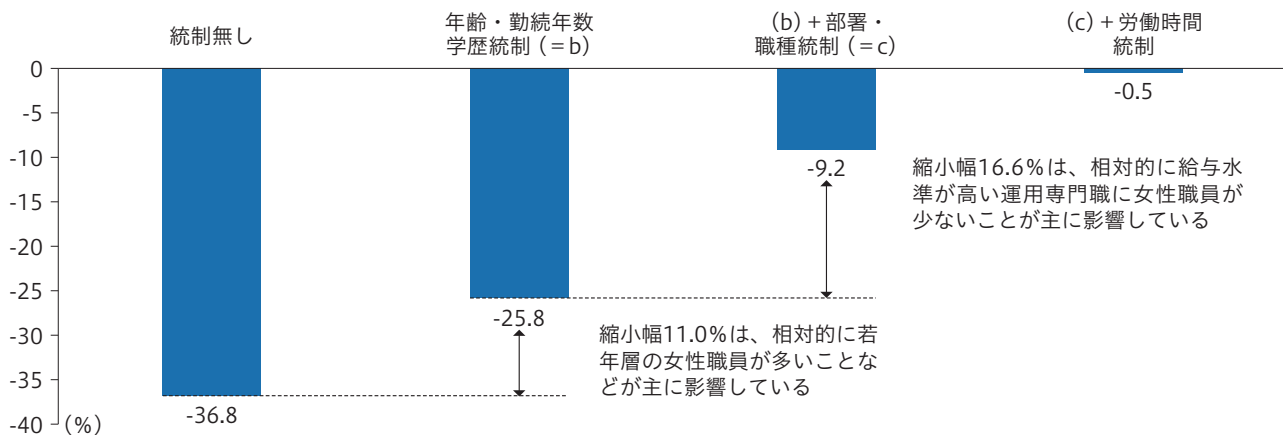
(注1) データの時点は、①⑥及び男性労働者の育児休業取得率は2024年度実績、②④⑤は2025年4月1日時点、③は2025年3月31日時点

(注2) データは、①は正規職員から運用専門職員へ転換した者を含み、継続雇用職員、出向職員、臨時職員、派遣職員は除く。②は正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員、臨時職員、派遣職員を含み、役員、非常勤職員は含まない。③は正規職員のみで、継続雇用職員、出向職員は除く。④は正規職員、運用専門職員、継続雇用職員、出向職員を含む。⑤は役員、期中入退職者、継続雇用職員、出向職員、出向受入職員、臨時職員、派遣職員、休職者は除く

(注3) ③男性と女性の平均雇用年数の違い* = (女性の平均雇用年数 - 男性の平均雇用年数) / 男性の平均雇用年数 ⑤取締役会 (役員) における女性比率**は、GPIFにおいては年金積立金管理運用独立行政法人法第六条に規定する役員 ⑥男女の賃金の差異***に使用した年間総支給額は、基本給、超過労働に対する報酬、賞与等を含み、通勤手当は除く

【参考】 男性労働者の育児休業取得率**** = 育児休業等をした男性労働者の数 / 配偶者が出産した男性労働者の数 (ただし、GPIFの場合、職員数が少ないため、年度による変動が大きい)

【図表2】 男女の賃金差異の要因分解



(注) 各統制項目の定義は、以下に記載の通り

- ・統制無し：分析対象140名全体の男女の賃金の差異
- ・年齢・勤続年数・学歴統制 (=b)：統計処理により、同じ年齢、同じ勤続年数、同じ学歴の男女間の比較となるよう統制した男女賃金差
- ・(b) + 部署・職種統制 (=c)：(b)に加えて、同じ部署と同じ職種の男女間の比較となるよう統制した男女賃金差
- ・(c) + 労働時間統制：(c)に加えて、同じ労働時間の男女間で統制した場合の男女賃金差

(出所) 東京大学エコンミックコンサルティング株式会社 GEM Appを用いて、GPIF作成

GPIFにおけるサステナビリティを考慮した公共調達

GPIFの物品等の公共調達においては、サステナビリティを考慮して、環境や社会に配慮した取組みを進めています。

環境に配慮した取組みとしては、「国等による環境物品等の調達の推進等に関する法律」に基づき、2024年度における「環境物品等の調達の推進を図るための方針」を定めました。同調達方針において、紙や文具、オフィス家具、オフィス機器、家電製品等の調達について、基準を満たす物品等の調達量の割合の目標を100%とし、2024年度の実績としては、GPIFが求める仕様を満たす物品が存在する品目では概ね調達方針に定めた目標を達成しました。なお、GPIFが入居するビルは、都市の脱炭素化の実現に向

けて省エネ・省資源の取組みを推進しており、「CASBEE不動産評価認証制度」において最上位のSランクを取得しています。

また、障害者就労施設等からの物品等の調達を積極的に推進するため、「国等による障害者就労施設等からの物品等の調達の推進等に関する法律」に基づき、2024年度の「障害者就労施設等からの物品等の調達の推進を図るための方針」を定めました。2024年度は、障害者就労施設等から事務用品や書籍を購入したほか、印刷の役務を契約しました。今後とも、サステナビリティを考慮した公共調達の取組みを推進してまいります。



気候・自然関連財務情報開示への対応

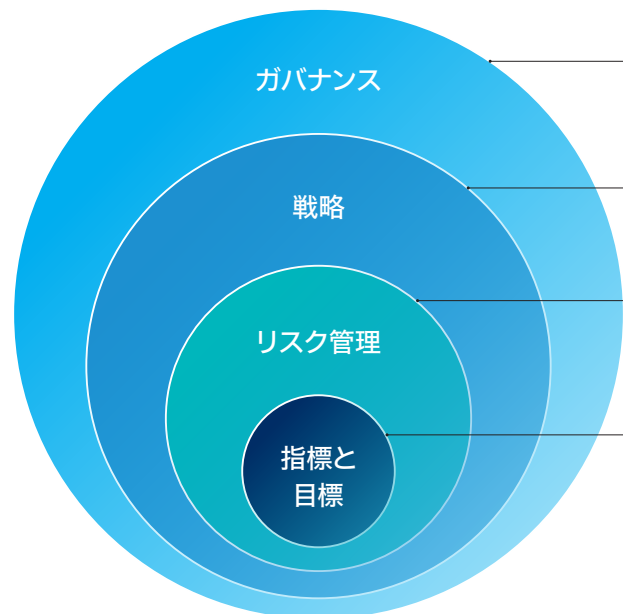
GPIFは、気候変動に伴うリスクを、分散投資により完全に消すことは困難であり、かつ、長期的には顕在化する可能性が極めて高いリスクと考えています。このため気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った情報開示を行っています。また、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）の提言も踏まえ、企業による自然関連の情報開示の状況を分析しています。

TCFDなどを踏まえた気候・自然関連財務情報開示

気候変動に伴うリスクは、投資家にとって、全ての資産クラス・銘柄に同時に生じるものであり、分散投資を行うことで完全に消すことができないリスクです。また、少なくとも長期的には顕在化する可能性が極めて高いリスクと考えられるため、GPIFではアセットオーナーとして主体的に取り組む課題であると考えています。そのような考え方にに基づき、GPIFは2018年12月に「気候関連財務情報開示タスクフォース」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)¹への賛同を表明し、翌年度に発行した『2018年度ESG活動報告』にてTCFDの提言に沿った情報開示を初めて行いました。

2024年1月のIFRSサステナビリティ開示基準（S1号及びS2号）の発効に先立ち、2023年10月にTCFDは解散しました。IFRSサステナビリティ開示基準はTCFD提言の4つの原則（（1）ガバナンス、（2）戦略、（3）リスク管理、（4）指標と目標）を継承する形で投資家等の投資判断（リソースの提供）に資する情報を企業に公開するよう求めています。ただし、IFRSサステナビリティ開示基準には機関投資家向けの開示フレームワークは存在しないため、GPIFは従来通り『2024年度サステナビリティ投資報告』でもTCFD提言に沿った開示を行います。

気候変動にフォーカスした投資や活動はサステナビリティ投資に関する活動全般と切り離すことが難しい



ため、GPIFでは、気候変動に関連する取組みだけでなく、サステナビリティ投資に関する活動全般をTCFD提言に沿って開示しています。また、企業などの自然関連の評価と報告の開始を奨励する自然関連財務情報開示タスクフォース（The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures: TNFD）の最終提言v1.0を踏まえ、『2024年度サステナビリティ投資報告』では、企業による自然関連の情報開示の状況を分析しています。また、「優れたTNFD開示」の選定を国内株式の運用会社に依頼し、その結果を公表します。

¹ TCFDは2015年12月に金融安定理事会（FSB）によって設立され、2017年6月に企業等が気候変動リスク及び機会についてより良い情報開示を行うための提言を公表しています

ガバナンス 気候・自然関連のリスク及び機会に係る組織のガバナンスを開示する。

- GPIFでは投資原則、サステナビリティ投資方針やスチュワードシップ活動原則において、気候変動を含むESGなどのサステナビリティの要素を考慮した投資を推進することを明記しており、積極的に取り組んでいます。
- GPIF執行部の監督等を担う経営委員会では、執行部からサステナビリティに関連する報告を随時受けています（P.17）。
- GPIF執行部では、投資委員会において気候変動を含むサステナビリティに関する取組みについて意思決定を行っており、そうした取組みを実施する体制を整備しています（P.18）。

戦略

気候・自然関連のリスク及び機会がもたらす組織のビジネス・戦略・財務計画への実際の及び潜在的な影響を、そのような情報が重要な場合は、開示する。

- GPIFでは、全資産クラスの投資において、積極的にESGなどのサステナビリティを考慮しています。株式投資では、ESG指数に基づく運用のほか、委託先運用会社のサステナビリティへの取組みを評価に組み込んでいます（P.23～24）。国内債券のインハウス運用及び委託先運用会社を通じて、ESG債に投資をしています（P.27）。また、オルタナティブ投資でもESGインテグレーションを推進しています（P.33～34）。
- 特に環境（E）については、株式投資で企業の炭素効率性に着目した指数等を採用している（P.23～24）ほか、債券投資ではグリーンボンドやトランジションボンドなどのESG債への投資を行っています（P.27）。
- GPIFは保有するポートフォリオのカーボンフットプリントの計測（P.65～68）に加え、様々な気候シナリオにおける物理的リスク・移行リスクと機会を評価し、投資収益に与える影響を推計しています。

リスク管理

気候・自然関連リスクについて、組織がどのように識別・評価・管理しているかについて開示する。

- GPIFは保有するポートフォリオ全体のほか、運用を委託しているそれぞれのファンドの温室効果ガス排出量等（カーボンフットプリント及びカーボンインテンシティ）をモニタリングすることが可能な体制を整えています。
- 毎月開催される運用リスク管理委員会では、ESG指数等の運用リスク管理状況の確認を行っています（P.18）。重大なESG課題について、委託先運用会社に企業との積極的なエンゲージメントを求めているほか、GPIFが採用するESG指数のメソドロジーについて、評価手法の改善に向けて指数会社にエンゲージメントを行っています（P.26）。
- 自然資本に関するリスクは個別性が高く、各企業がリスクを認識し取組みを行うことが重要です。GPIFでは、TNFD提言を踏まえ、企業による自然関連の情報開示の状況を分析しています（P.84）。また、国内株式の運用会社が選ぶ「優れたTNFD開示」を公表します（P.75～78）。

指標と目標

気候・自然関連のリスク及び機会を評価・管理する際に使用する指標と目標を、そのような情報が重要な場合は、開示する。

- 委託先運用会社に対するエンゲージメント活動やESG投資等を通じて、経済全体の温室効果ガス排出量の抑制に貢献することで、保有資産のリスク抑制や収益機会の獲得を目指します（P.23～24、29～32）。
- スcope1～3までのGPIFポートフォリオのカーボンフットプリントを計測しており、資産クラスごとに各ポートフォリオのベンチマークと比較しています。また、加重平均カーボンインテンシティを用いて各ポートフォリオのカーボンインテンシティも計算しています（P.65～68）。
- CVaR（Climate Value-at-Risk、気候バリューアットリスク）という指標を用いて、気候変動による移行リスクと物理的リスクに加え、気候変動関連の収益機会も推計します（P.69～72）。



これまでのESG指数に基づく 株式運用

GPIFは、ポートフォリオの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、ESG指数に基づく運用を行っています。2017年以降、ESG指数の採用を進め、国内外で9指数を選定し、運用収益を獲得しました。一部のESG指数についてはリスク¹の低減を図る見直しも行いました。

これまでのESG指数に基づく株式運用の振り返り

GPIFは2017年度から、ESG指数²をベンチマークとした株式運用を行っています。企業の持続可能性に着目した指数に基づく運用を行うことで、ESG評価の改善などを通じた株式市場の底上げ効果が期待できると考えています。

GPIFは2025年3月末現在、国内株式・外国株式の合計で9つのESG指数を採用しています。ESG指数に基づく運用の運用資産額は合計で約18.2兆円です³。

2020年度から2024年度の第4期中期計画期間中に、4指数⁴を新規に採用し、ESG指数投資の多様化を進めました。2020年度以前から投資を行っていたESG指数についても、ESG要素以外に起因するリスクや、ESG指数の親指数（各ESG指数会社が有する国内株式指数）と政策ベンチマークの差により生じるリスクなど、GPIFが意図しないリスクを削減するため、指数会社・ESG評価会社との積極的な対話を継続して行い、ESG指数の親指数の変更（投資ユニバースの拡大、REIT銘柄の除外、浮動株の見直しなど）や、コンサルテーションを通じて4指数⁵のメソドロジーの改善が行われました。また、ESG評価の精度の向上

には企業側のESG情報の開示が重要であるため、指数会社・ESG評価会社に対して、ESG評価及びそのメソドロジーの詳細な開示や、企業への評価結果のフィードバックをはじめとする企業との積極的な対話を求めるなど、ESG評価の改善を進めました。

企業がESG対応を進めるインセンティブを高めて長期的な企業価値や投資収益の向上に繋げるというESG投資の効果については、定期的に効果検証を行い、毎年の『ESG活動報告』等で紹介してきました。こうしたPDCAサイクルのもとでこれまでの約7年間に行ってきたESG投資については、運用収益を確保した上で、企業行動の変容が促されるなど一定の効果があったものと考えています。

2025年3月末に公表した「サステナビリティ投資方針」等では、PDCAサイクルのもとでESG指数投資を含むサステナビリティ投資に取り組むこととしています。2025年度から2029年度の第5期中期計画期間においては、これまでの振り返り等を踏まえながら、既存指数の投資額の調整、新規指数の選定等、ポートフォリオの最適化に取り組んでまいります。

【図表】第4期中期計画期間中のESG指数投資の状況



¹ 政策ベンチマークに対するトラッキングエラー（基本ポートフォリオ策定に用いるベンチマークとESG指数の乖離リスク）

² 企業の非財務情報などをもとに、指数会社が企業のESGへの取組みを評価して組み入れ銘柄を決める指数

³ 各指数のパフォーマンスについては、P.43～44の「ESG指数のパフォーマンス」をご参照ください

⁴ 「FTSE Blossom Japan Sector Relative Index」と「Morningstar 日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT）」、「MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株）」、「Morningstar 先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数」

⁵ MSCI日本株女性活躍指数、S&Pカーボン・エフィシエント指数シリーズ（2指数）、MSCIジャパンセレクト・リーダーズ指数

国内株式：ESG総合指数

	 FTSE Blossom Japan Index	 FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	 MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数 MSCI日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数
指数の コンセプト ・特徴	- 世界でも有数の歴史を持つFTSE RussellのESG指数シリーズ。FTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームを用いて評価。 - ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトをIndustryレベルで中立化したESG総合型指数。	- FTSE Blossom Japan Indexと同じFTSE RussellのESG評価をベースに、一部のカーボンインテンシティ（売上高当たり温室効果ガス排出量）が高い企業については、企業の気候変動リスク・機会に対する経営姿勢も評価に反映。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ、最後に業種ウェイトで中立化。	- 世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。 - 業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）	選別型（ベストインクラス）
指数組入候補（親指数）	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,431銘柄]	FTSE JAPAN ALL CAP INDEX [1,431銘柄]	MSCI 日本株 IMI [937銘柄]
指数構成銘柄数	355	663	477
運用資産額（億円）	14,953	13,980	29,393

国内株式：ESGテーマ指数（女性活躍/気候変動）

	 MSCI日本株女性活躍指数 (愛称「WIN」)  MSCI日本株 女性活躍指数 [WIN]	 Morningstar日本株式 ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数 (除くREIT) (愛称「GenDi J」)  MORNINGSTAR GenDi J	 S&P/JPX カーボン・ エフィシエント指数
指数の コンセプト ・特徴	- 女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から同スコアの高い企業を選別して指数を構築。 - 当該分野で多面的な評価を行った初の指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウェイトを決定する国内株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	選別型（ベストインクラス）	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI JAPAN IMI TOP 700 [696銘柄]	Morningstar日本株式指数(除くREIT) [876銘柄]	TOPIX [1,692銘柄]
指数構成銘柄数	338	876	1,602
運用資産額（億円）	9,600	7,288	22,737

外国株式：ESG総合指数及びESGテーマ指数（女性活躍/気候変動）

	 MSCI ACWI ESGユニバーサル 指数（除く日本、除く中国A株）  MSCI ACWI ESG ユニバーサル指数	 Morningstar先進国（除く日本） ジェンダー・ダイバーシティ指数 (愛称「GenDi」)  MORNINGSTAR GenDi	 S&Pグローバル (除く日本) 大中型株 カーボン エフィシエント指数
指数の コンセプト ・特徴	- MSCIのESG旗艦指数の一つ。ESG格付けとESGトレンドをもとにしたウェイト調整を主眼として指数全体のESG評価を高めた総合型指数。 - 親指数と同様の投資機会及びリスクエクスポージャーを維持しつつESGインテグレーションを行うことを目指す大規模投資家向けに開発された指数。	- Equileapジェンダー・スコアカードによる企業のジェンダー間の平等に対する取組の評価等に基づき投資ウェイトを決定する外国株式指数。 - 評価は①リーダーシップ及び従業員の男女均衡度、②賃金の平等とワークライフ・バランス、③ジェンダー間の平等を推進するためのポリシー、④コミットメント・透明性・説明責任の4カテゴリーで実施。	- 環境評価のパイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスが指数を構築。 - 同業種内で炭素効率性が高い（温室効果ガス排出量/売上高が低い）企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイトを高めた指数。
指数構築	ティルト型	ティルト型	ティルト型
指数組入候補（親指数）	MSCI ACWI（除く日本・除く中国A株） [1,971銘柄]	Morningstar先進国（除く日本）大中型株指数 [1,687銘柄]	S&P Global ex-Japan LargeMidCap [3,405銘柄]
指数構成銘柄数	1,933	1,686	2,127
運用資産額（億円）	24,905	7,323	52,248

(注) データは2025年3月末時点
(出所) FACTSET等よりGPIF作成



ESG指数投資額の最適化と今後の展望

GPIFではこれまでESG指数投資をリバランス¹の対象外としてきましたが、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていくため、2025年度からESG指数投資をリバランスの対象とした上で、各指数の運用残高を見直しました。今後も指数会社や運用機関との積極的な対話や指数の新規選定等を通じて、ESG指数投資のポートフォリオのさらなる改善を図っていきます。

ESG指数投資額の見直しと最適化

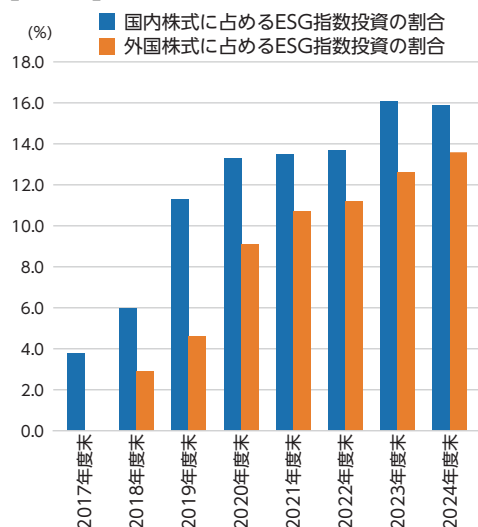
GPIFでは、2017年度に国内株式を対象とした3つのESG指数を採用して以降、指数の新規採用や資産の配分・回収を行いながら、ESG指数をベンチマークとした株式運用を徐々に拡大してきました。GPIFが採用するESG指数は、2025年3月末現在、国内株式・外国株式の合計で9つ²あり、ESG指数に基づく運用の運用資産額は合計で約18.2兆円です³。

GPIFはこれまで、指数を通じて保有する各銘柄の持分に影響を与えないことを念頭に置き、ESG指数投資をリバランスの対象外としてきました。しかし、指数の新規採用に伴う運用額の増加や、株価の上昇が続く中でESG指数投資以外をリバランスの対象とし

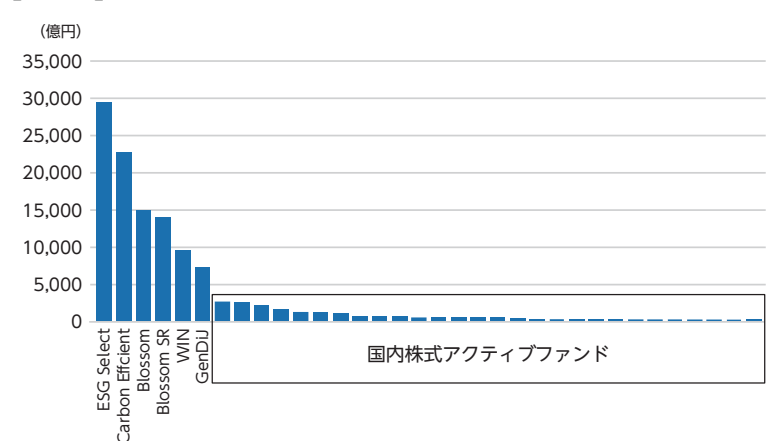
てきた結果、国内株式・外国株式ポートフォリオにおいてESG指数投資残高の構成割合が上昇しました(図表1)。これにより、資産内におけるESG指数ファンドの運用額の相対的な規模は、アクティブファンドなどをはじめとした他の投資と比べて大きくなりました(図表2)。

ESG指数投資の規模拡大によって、同投資がGPIFの基本ポートフォリオの運用に対するリスクが相対的に大きくなりました。このため、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、2025年度から国内株式及び外国株式のESG指数投資をリバランスの対象に含めることを決定しました。

【図表1】 ESG指数投資残高の構成割合



【図表2】 国内株式のファンド残高比較



(注) 25年3月時点の資産運用残高。ESG SelectはMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数、Carbon EfficientはS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数、BlossomはFTSE Blossom Japan Index、Blossom SRはFTSE Blossom Japan Sector Relative Index、WINはMSCI日本株女性活躍指数、GenDJIはMorningstar日本株ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数(除くREIT)

1 GPIFは、基本ポートフォリオに即した年金積立金の管理及び運用を行うため、実際の運用における資産構成割合が基本ポートフォリオから乖離した場合には適時適切に資産の入替え等(リバランス)を行っています
 2 採用した各指数の特徴、指数構成銘柄数、運用資産額などについては、P.23～24の「これまでのESG指数に基づく株式運用」をご参照ください
 3 各指数のパフォーマンスについては、P.43～44の「ESG指数のパフォーマンス」をご参照ください

さらに、市場環境等を勘案しつつESG指数投資額の最適化を図るため、各ESG指数への配分額を見直しました。2025年3月末現在で採用しているESG指数には、ESG評価の優れた企業のみを選ぶ「ベストインクラス型」と、ESG評価の優れた企業の構成比率を上げつつ、全ての親指数構成企業をESG指数に含める「ティルト型」があります。一般的に「ベストインクラス型」は指数の構成銘柄数が厳選されているため、「ティルト型」よりも企業への働きかけ効果が期待される一方、政策ベンチマーク（基本ポートフォリオに用いるベンチマーク指数）から運用パフォーマンスが乖離するリスク（トラッキング・エラー）が相対的に大き

ESG指数投資の継続的な改善と今後の展望

GPIFはサステナビリティ投資方針に基づき、ESG指数投資を含むサステナビリティ投資の効果に関する評価・検証を行い、投資開始時に期待した投資の効果が将来的にも期待通りに発現しない可能性が高いと判断される場合には果断に見直しを行います。

ESG指数投資については、投資開始から7年が経過しており、これまでの振り返り等を踏まえながら、既存指数の投資額の調整、新規指数の選定等、ポートフォリオの最適化に取り組みます。

GPIFはこれまで、指数会社と積極的に対話を行い、コンサルテーションを通じた株式ESG指数投資のメソドロジー（指数構成方法）の見直しを進めてきま

い傾向にあります。「ティルト型」は親指数の構成銘柄が一部の例外を除いてESG指数に含まれるため、トラッキング・エラーは相対的に小さくなる傾向にあります。このような「ベストインクラス型」や「ティルト型」の特性やリスク量を考慮した配分バランスにするため、各ESG指数の運用残高を見直し、国内株式を対象としたESG指数投資のポートフォリオの最適化を進めました。

このように各指数の配分バランスと全体の残高の見直しを実施する中で、国内株式に占めるESG指数投資の割合は2025年5月末時点で概ね13%程度となっています。

した。具体的には、ESG指数の裾野を広げるために親指数⁴の銘柄数を拡大し、相対的に時価総額の小さい企業もESG指数に選ばれるメソドロジーに変更する等の対応を実施してきたほか、インデックスポスティングを通じた新たなESG指数の選定に取り組んできました。今後も指数会社等と積極的な対話を継続していくとともに、企業におけるESGに関する取組みの進展を踏まえつつ、インデックスポスティングを通じて、中長期的なリスク・リターンの改善等に資する新しいESG指数を募集し、ポートフォリオ全体のリスク・リターンの改善を図っていきます。



4 ESG指数は、様々な業種の企業群で構成される指数（親指数）をもとに、ESG評価の優れた企業群の構成比率を親指数よりも高める形で設定されています



株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ

GPIFは、株式・債券の運用を委託する運用会社の運用評価において、ESGインテグレーションなどについても評価しています。また、債券投資においては、グリーンボンドをはじめとするESG債に投資しています。

株式・債券の委託運用におけるサステナビリティ

GPIFでは、運用資産の大部分について国内外の運用会社に運用を委託しています。投資運用部とESG・スチュワードシップ推進部は、協働して運用会社の選定・評価等を行っています。運用評価では、運用会社の投資方針や運用プロセス、組織・人材等を評価のポイントとしており、そのうち運用プロセスの評価の要素としてESGインテグレーションも重視しています。

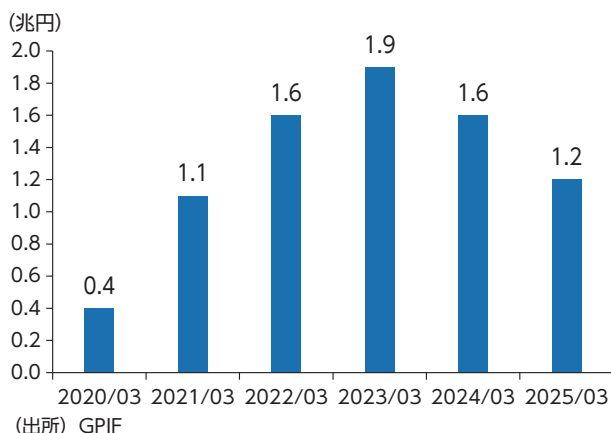
2018年にはPRI（Principles for Responsible Investment、責任投資原則）署名機関として、PRIの定義に基づき、ESGインテグレーションを「ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込むこと」と定義しました。

2019年度からは、GPIFの定義に基づきESGインテグレーションの評価基準を策定し、新評価基準による運用会社の総合評価を開始しました。GPIFが採用している既存の委託先運用会社の評価に加え、新規の委託先運用会社の選定時にも新基準による評価を行っています。

2025年3月に公表したサステナビリティ投資方針では、ESGインテグレーションを今後の「主な取組内容」の一つとして掲げています。

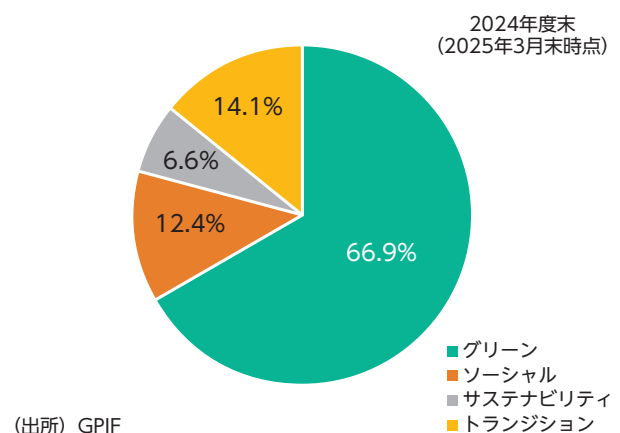
債券投資においては、グリーンボンドなどのESG債への投資額は2024年度末時点で1.2兆円で、2023年度対比で0.3兆円¹減少しました（図表1、図表2）。これは外国債券ポートフォリオにおいて、リスク量管理の精緻化のために実施した取組みの影響によるものです。具体的には、2023年度以降、FTSE世界国債インデックス（除く日本、中国、円ベース）及び左記サブインデックスをベンチマークとする外国債券パッシブファンドにおいて、従前、運用資産残高の10%を上限に設定したオフベンチマーク債（非国債）投資額の削減を進めました。この取組みにより、外国債券パッシブファンドで保有していた非国債のESG債の投資額が減少しました。なお、ESG債への投資実績には、日本政府が発行するGX経済移行債「クライメート・トランジション利付国債」への投資も含まれています。

【図表1】 ESG債への投資額の推移



¹ 図表1のデータは、小数点以下第2位を四捨五入しています

【図表2】 GPIFが保有するESG債の内訳（種類別）



Column

株式アクティブファンドの運用における
対話

GPIFでは、株式アクティブファンドの運用プロセスにおいて超過収益獲得の観点から投資先企業との対話がどのように活用されているのかについて実態把握を進めてきました。具体的には、投資先企業との間での対話の有無、超過収益獲得の観点からの役割・意義、有効性について運用担当者（ポートフォリオマネージャー、リサーチアナリスト）の認識を聴取しました。

超過収益獲得の観点からの投資先企業との対話の有無については、クオンツ運用以外のファンドの大部分で何らかの形では実施している一方で、クオンツ運用を行うファンドでは実施していないファンドが多いという傾向があることを確認しました。対話を行っている場合にも、超過収益獲得の観点からの重要性については、ファンドの運用担当者によって認識に差があることが分かりました。

超過収益獲得の観点からの対話の役割・意義は、①投資プロセスの一環として、投資（候補）先企業を投資前及び投資後に調査・分析すること、②投資（候補）先企業に対して企業価値向上や持続的成長等の観点から課題、意見等を伝えることに大別されます。

このうち上記②に関して、株式アクティブファンドの運用哲学として、投資（候補）先企業との対話を通じて企業の行動と変化を促し、それによる企業価値向上が期待できる銘柄に投資をする考え方を明示しているところは限られていました。ただし、委託先運用会社へのインタビューを通じて、株式アクティブファンドの運用哲学として明示していなくても、例えば、投資先企業に改善すべき事項や懸念点がある場合や、投資後に当初期待していた通りの投資パフォーマンスにならない場合などにおいて、運用担当者が投資先企業に対して課題、意見等を伝えることがあることも確認されました。

対話のテーマとしては、事業戦略、資本配分、ESGと多岐にわたる中で、委託先運用会社へのインタビューを通じて、例えば、ESGに関する対話の結果が投資判断に影響を与えた事例を聴取したほか、国内株式アクティブファンドの運用者から、日本企業について、東京証券取引所の要請によって資本コスト等を意識した経営に対する企業側の理解に広がりが出てきたという見方も聞かれました。

なお、運用担当者が投資先企業に対して課題、意見等を伝える対話については、各委託先運用会社においてスチュワードシップ活動として行うエンゲージメントのデータとしては必ずしも記録されていないものがあることが分かりました。

GPIFでは、長期的な投資収益の拡大の観点から、持続的な企業価値向上に繋がる資本配分や事業戦略の促進などを重視しており、日本では、今後、委託先運用会社によるエンゲージメントにおいて、事業戦略といった企業の将来のキャッシュフローに直結する対話が焦点になると考えています。また、サステナビリティについては、フィナンシャルマテリアリティ¹の観点から、企業による機会の追求、リスク低減等に向けた取組みを委託先運用会社が促進することを重視しています。

これらの観点から委託先運用会社によるエンゲージメントが効果的な手段となると考えており、今回の実態把握においてもそれを確認することができました。GPIFは、委託先運用会社において、今後も各運用戦略に応じた効果的なエンゲージメントが行われることを期待しています。

1 企業価値に影響を及ぼす重要な事項を指します



スチュワードシップ活動とサステナビリティ推進

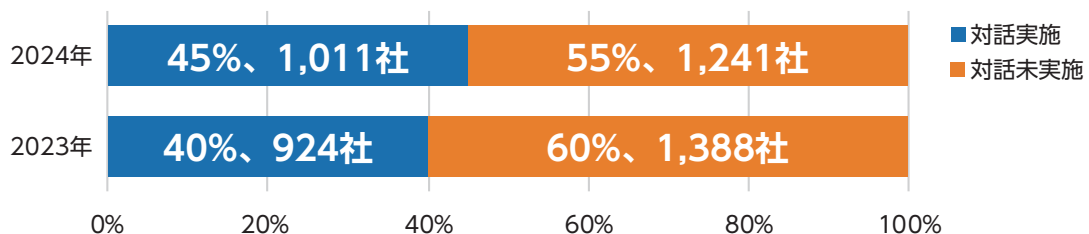
GPIFは、スチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関との対話やインベストメントチェーンの好循環構築を目指す取組みを積極的に行っています。2024年度は、新たな取組みとして、「企業インタビュー」の実施や、「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」の創設などを行いました。

■ 委託先運用会社によるエンゲージメント実施状況

GPIFは、株式投資を外部の運用会社に委託しており、委託先運用会社を通じて投資先企業との対話や議決権行使が行われています。このためGPIFは、委託先運用会社のスチュワードシップ活動をモニタリングするとともに、委託先運用会社に投資先企業との建設的な対話を行うよう要請しています。

図表1はGPIFの国内株式ポートフォリオにおける対話カバー率です。記載の通り、GPIFの国内株式委託先運用会社は、2024年1月から12月の1年間で1,011社の企業と対話を実施しています。社数ベースで45%に相当し、前年よりも5%ポイント増加しています（なお、時価総額ベースでは96%に相当）。

【図表1】 GPIFポートフォリオにおける対話カバー率



(注) 各年度の前年度末時点の国内株式保有社数を分母に計算

■ 企業インタビュー

GPIFは、委託先運用会社を中心とした機関投資家による上場企業に対するエンゲージメント（目的を持った建設的対話）の実態把握を目的として、2023年度の「第9回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」への回答企業のうち、協力が得られた30社強を対象にインタビューを行いました。インタビューを通じて、機関投資家による中長期的な目線での対話が深化していることが確認されました。対話のテーマも、財務、事業の状況の確認にとどまらず、サステナビリティ、ガバナンス、資本コスト、効果的な情報開示のあり方等の幅広い領域

へと拡大しています。また、企業側も、投資家からの意見を取締役会等にフィードバックして自社の取組みに反映させていることがわかりました。

このうち、ESGなどのサステナビリティに関しては、投資家との対話を踏まえた企業の取組みとして、①サステナビリティ・データの開示を進めた結果、企業のESGレーティングが向上した事例、②投資家が紹介した他社の開示好事例を社内の検討に活用した事例、③企業が自社の非財務情報と財務情報を可視化し、それらと企業価値向上との関係性を分析した事例などが確認されました。

一方で、企業からは、①投資家から短期業績の質問が依然として多い、②対話への準備が不足している投資家がいる、③ボックススティッキングな対話が行われている、④事業そのものやサステナビリティの取組

みそのものに対する建設的な意見が十分に得られない、⑤実態を踏まえず外形基準に基づく議決権行使が行われた等の指摘もありました。

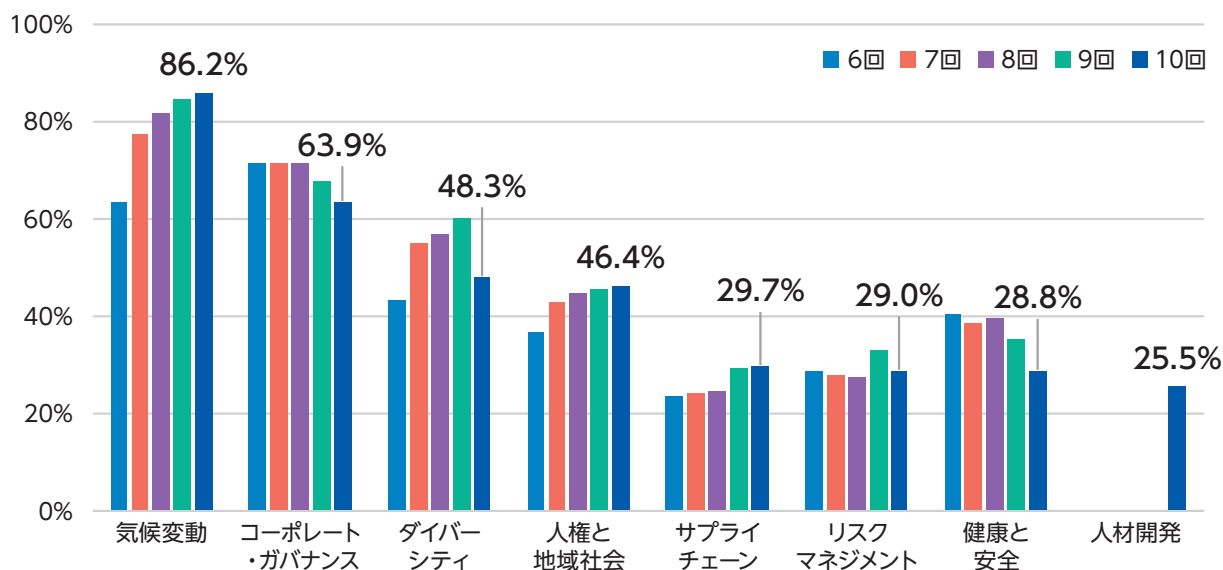
■ 上場企業向けアンケート

GPIFでは、委託先運用会社のスチュワードシップ活動に対する企業からの評価やエンゲージメントの実態及び進捗状況、GPIFの取組みに対する評価、企業のESGを含むサステナビリティへの取組み等を把握することを目的として、毎年、企業向けアンケートを実施しています。2024年度に実施した第10回アンケートでは、TOPIX構成企業を対象に、時価総額ベースで約70%に相当する632社から回答を得ました。

今回のアンケートでは、ESGなどのサステナビリティ課題の広がりや踏まえ、企業のESG活動における主要テーマを確認する質問の回答選択肢に「人材開発」と「プライバシー及びデータセキュリティ」を追加しました。回答は、最大5つまでの選択式であることから、各テーマに対する回答率はやや低下する傾向にあるものの、最も多く選ばれている「気候変動」の回答比率は86.2%と前回から上昇しました。一方、「ダ

イバーシティ」は、引き続き3番目に多く選ばれた項目であるものの、回答比率は相対的に大きく低下し48.3%となりました。ただし、前回「ダイバーシティ」を選び今回選ばなかった企業のうち、約半分が追加項目の「人材開発」を選択しており、全回答企業の比率25.5%よりも大幅に高いため、「人材開発」を「ダイバーシティ」を包含する取組みとして捉えている企業が多い可能性があります。また、「人材開発」以外にも、新たな項目である「プライバシー及びデータセキュリティ」や、東証の要請に関連する「資本効率」を選択した比率も相対的に高くなっていました。そのため、こうした企業は新たなテーマに積極的に取り組んでいる可能性がある、あるいは「ダイバーシティ」については一定の進展が見られたと判断し、関心を他のテーマへ移している可能性も示唆されます。

【図表2】企業のESG活動における主要テーマの推移（%）

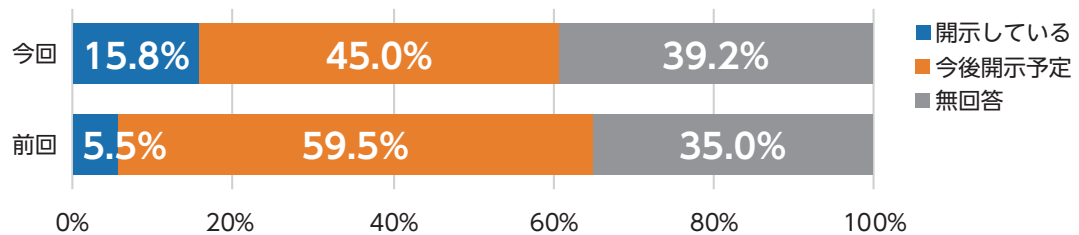


（注）10回の上位8項目の推移。9回までは25項目中最大5項目の回答、10回は27項目中最大5項目の回答

また、前回のアンケートに引き続き確認している自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）への対応状況については、今回TNFDに沿った情報開示をしている企業の割合が15.8%に上昇しました（図表3）。併せて、新たにTNFD開示を行う上での課題も質問したところ、気候変動とは異なり、自然資本には統一的な指標が存在しないことや、地域の特性など

に起因して情報収集や分析が困難であり負荷も大きいという趣旨のコメントが多く寄せられました。さらに、現時点では参考となる他社の好事例が少ないことも課題として挙げられています。GPIFでは、今後、自然資本や生物多様性が経営にとって重要な企業の参考となるよう、「GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ『優れたTNFD開示』」を第三章のP.75に掲載しています。

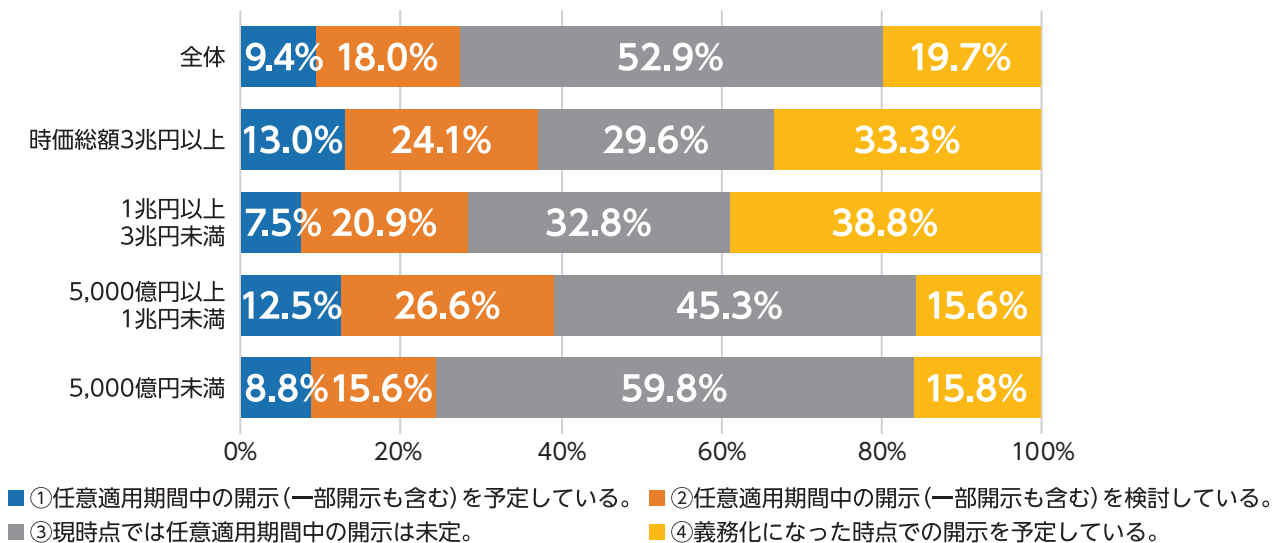
【図表3】 TNFDに沿った情報開示状況



日本のサステナビリティ基準委員会（SSBJ）は2024年3月にサステナビリティ開示基準案を示しました。アンケート実施時点では最終化に向けた議論が進められており、その後2025年3月に3つの開示基準が公表されました。また、対象企業や適用時期については金融庁の金融審議会において引き続き議論されており、今回のアンケートでは現時点での予定を質問

しました。その結果、「③現時点では任意適用期間中の開示は未定」という回答が最も多かった一方で、「①任意適用期間中の開示（一部開示含む）を予定している」という回答と「②任意適用期間中の開示（一部開示も含む）を検討している」という回答で3割近くを占めています。また、時価総額によって、その回答には違いが見られることが分かります。

【図表4】 SSBJサステナビリティ開示基準案への対応（予定含む）



経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブルの創設と開催

GPIFは2024年10月、一般社団法人日本経済団体連合会（以下、経団連）とともに、「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」を創設しました。政府により同年8月にアセットオーナー・プリンシプルが策定され、スチュワードシップ活動の重要性やアセットオーナーに対する期待が一層高まる中、従来の取組みをさらに深化させることを目的として創設したものです。本ラウンドテーブルは、企業との継続的な意見交換の場として位置づけ、GPIFと同様に外部委託運用を中心としている他の公的年金基金にも参加を呼びかけた結果、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団が創設時より参加しています。

第1回会合は2024年10月に開催し、アセットオーナー、企業の双方から役員をはじめとするマネジメント層が出席しました。会合では、アセットオーナーより、アセットオーナー・プリンシプルを踏まえた取組

状況等の説明が行われ、経団連からは「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」に関する意見が示されました。その後、参加企業とアセットオーナーとの間で活発な意見交換が行われました。

第2回会合は、2025年2月に開催しました。第1回が全体会合であったのに対し、第2回は複数のアセットマネージャーをゲストとして招き、アセットオーナー、資金運用を担うアセットマネージャー、発行体企業の3者合わせて約50名が参加しました。会合では、4つのグループに分かれて討議を行った後、全体でグループ討議の発表や意見交換を実施しました。グループ討議では、①企業と投資家との対話、②株主総会での議決権行使、の2つのテーマについて課題を共有し、それらの解決に向けた方策について活発な議論が交わされました。





オルタナティブ資産運用 におけるサステナビリティ

GPIFでは、オルタナティブ資産の運用会社の選定や選定後のモニタリングにおいて、サステナビリティを適切に考慮するための取組みを進めています。国内インフラ投資については、近年再生可能エネルギー案件におけるGHG削減貢献量の計測も行っています。

■ オルタナティブ資産におけるサステナビリティ

オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、不動産、プライベート・エクイティ）の運用では、一般的に資産の保有開始から売却までの期間が長く、また運用会社自身が投資先の企業経営や事業運営に関わることもあります。そのため、運用会社は保有期間中に直面するリスクの把握だけではなく、資産価値の持続的成長や企業価値向上の機会を発見するために、運用プロセスの中でESGなどのサステナビリティを考慮することが重要視されており、特に海外ではその傾向が顕著です。

一言でオルタナティブ資産の運用と言っても、資産や事業の特性によってESG要素やその影響は異なり、運用戦略によっても取組みに違いがあります。アセットオーナーであるGPIFはそれらの違いを理解した上で、運用会社のESGなどのサステナビリティの評価や運用状況のモニタリングを行います。

運用会社選定時のESGなどのサステナビリティ評価

GPIFでは、2017年4月にマルチ・マネジャー戦略を行うオルタナティブ運用会社の選定を開始して以降、運用会社のESGなどのサステナビリティへの取組

みを評価項目に加えています。運用会社全体のサステナビリティへの取組み方針、運用プロセスにおけるESGインテグレーション、投資実行後の監督体制や投資家への報告体制等について、質問票による調査、サステナビリティ推進に関わる担当者との面談など複数の角度から審査しています。

運用開始後のモニタリング

全てのオルタナティブ資産に適用できる標準的なESGなどのサステナビリティに対する評価基準と呼べるものはまだ存在していません。そこで各運用会社は投資対象資産の特性や投資ファンドの投資戦略に応じて、独自の評価基準やスコアリング手法等を設定し、サステナビリティを評価しています。GPIFは、運用会社のサステナビリティの取組み態勢の変化や、運用会社が分散投資した投資ファンドのPRIへの署名の有無やサステナビリティへの取組み状況などについて、モニタリングを行っています。各運用会社が発行するサステナビリティに関する報告書や運用会社との面談を通じてポートフォリオのサステナビリティに関する状況把握とエンゲージメントに努めています。

■ GRESB（Global Real Estate Sustainability Benchmark）¹の活用

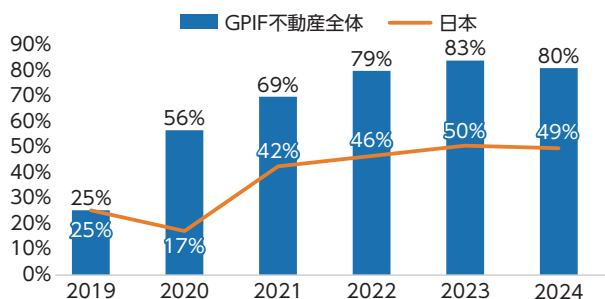
GPIFが投資している不動産ファンドの2024年度GRESB年次評価への参加率は80%（各年、前年12月末時点の時価総額加重平均）となりました。設立間もない新規投資ファンドもあり参加率は昨年度から3ポイント低下しましたが、参加ファンド数は昨年度

から6ファンド増加しました。また、今年度は不動産ポートフォリオの気候変動リスクに関して、GRESB参加ファンドを対象にネットゼロ（温室効果ガスの排出量と吸収・除去量とを差し引き、実質的に排出量をゼロとする）に沿った排出量削減目標設定（ネットゼ

口目標設定)の状況について開示しています。不動産セクターは世界の温室効果ガス排出量の約4割を占めることから²、気候変動に関連したリスクが強く認識さ

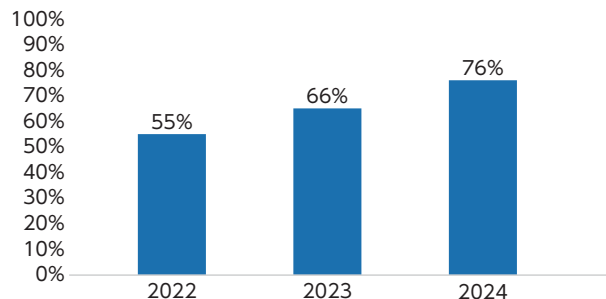
れるようになってきています。GPIFの不動産ポートフォリオにおいても、ネットゼロ目標設定をするファンドが増加しています。

【図表1】GRESB参加率の推移



1: GRESBは欧州の年金基金を中心に設立されたイニシアティブで、不動産及びインフラストラクチャー投資におけるESG評価基準を提供しています。GPIFは不動産分野の投資家メンバーとして2019年度に加盟し、2022年度には日本初のインフラストラクチャー分野の投資家メンバーとして加盟しました
2: UNEP FI Climate Risks in the Real Estate Sector
3: ネットゼロ目標設定の有無を各ファンドの前年12月末時点の時価総額で加重平均して不動産ポートフォリオの割合として採用

【図表2】ネットゼロ目標設定割合の推移³



Climate VaRを用いたプライベート・エクイティの分析

今年度の気候関連財務情報開示では、オルタナティブ資産のうちGPIFが投資しているプライベート・エクイティ (以下、PE) を対象に、気候変動リスクの分析を行いました。具体的には、PEポートフォリオのClimate Value-at-Risk (以下、CVaR) を算出し、外国株式ポートフォリオと比較しました。CVaRは、気候変動が将来のコストや低炭素技術による収益機会を通じて、企業や証券の価値に与える影響を測定するものです。

分析の結果、PEポートフォリオのCVaRは総じて外国株式ポートフォリオのCVaRと同様の傾向を示しましたが、1.5°Cシナリオでは外国株式のCVaRの方がより大きなマイナス幅となったのに対し、3.0°CシナリオではPEの方が大きなマイナス幅となったという違いも見られました。これは、PEポートフォリオは「情報技術」や「ヘルスケア」などの低炭素型産業への投資配分が大きいためであると推察されます。本分析の結果については、P.70を参照ください。

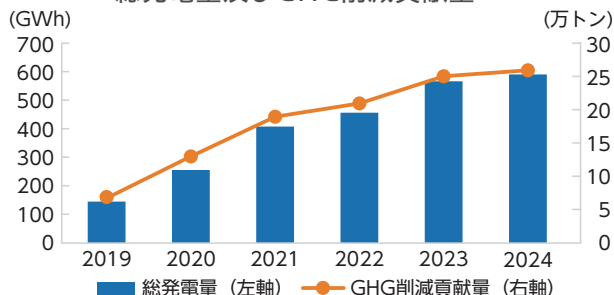
国内インフラ投資の再生可能エネルギー案件におけるGHG削減貢献量の分析

GPIFが投資している国内インフラ事業のうち再生可能エネルギー事業を対象に、温室効果ガス (以下、GHG) 削減貢献量について分析を継続しています。

GPIFがインフラファンド等を通じて投資している国内の再生可能エネルギー事業の総発電量は、前年から4%増加し、2024年は約598GWhとなりました。主に太陽光施設への投資が進んだことを背景に、昨年より発電量が増加しています。再エネ発電に置き換えられることで削減されるであろうGHG排出量は、発電量をもとに太陽光発電協会 (JPEA) のガイドラインや電力会社の公表するGHG排出係数などを利用して算出すると2024年は前年比3%増加し約26万トン

となりました。これは1世帯当たりの電力由来による年間排出量の約15.1万世帯分 (前年比2%増加) に相当します。

【図表3】GPIFの保有する国内再エネ案件の総発電量及びGHG削減貢献量



(注) 総発電量及びGHG削減貢献量は最終投資先のGPIFの持分比率に応じて算出しています



イニシアティブ・各種団体 との協働

GPIFは2015年9月にPRI（Principles for Responsible Investment、責任投資原則）に署名して以降、国内外の様々なイニシアティブや団体と協働しています。2024年度はPRI、ICGN（International Corporate Governance Network）、Thirty Percent Coalition（現Invest Ahead）の年次総会に出席しました。2024年5月に新たに参加したISSB Investor Advisory Group（IIAG）は、60機関以上のアセットオーナーやアセットマネジャーがメンバーとなっており、GPIFはオブザーバーとして関与しています。

【図表1】 GPIFが連携するイニシアティブや団体



Column

ISSB Investor Advisory Group (IIAG) にオブザーバーとして参加

ISSB Investor Advisory Group（IIAG）は、企業のサステナビリティ関連財務情報の開示基準を開発するISSB（International Sustainability Standards Board、国際サステナビリティ基準審議会）の諮問機関です。ISSBの開示基準の開発に関する戦略的なアドバイスや、開発のプロセスにおいて投資家の視点が考慮されるようサポートを行っています。

GPIFは、運用受託機関と投資先との間での対話を効率的に進めるに当たり、サステナビリティ関連の情報開示の重要性は今後さらに増すと考えており、2024年5月からIIAGにオブザーバーとして参加しています。

IIAGの構成メンバーは、それぞれの関係者に対してISSBが開発したIFRSサステナビリティ開示基準の使用を奨励し、普及を支援しています。

Column

運用受託機関の大半がPRIに署名

GPIFは「スチュワードシップ活動原則」で「投資におけるESGなどのサステナビリティの考慮」を定め、運用受託機関に対して、PRIへの署名やイニシアティブへの積極的な参加を要請しています。

GPIFは2024年度、株式及び債券の運用受託機関に対してアンケートやヒアリングを実施し、PRIへの署名や各種イニシアティブへの参加状況を集計しました。その結果、2024年12月時点で、全ての国内株式と国内債券の運用受託機関がPRIに署名していることが分かりました。外国株式は2機関を除いて全て、外国債券は親会社が署名している機関を含めると全ての運用受託機関が署名しています。

TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures、気候関連財務情報開示タスクフォース）提言に準拠した、気候変動がもたらすリスクや機会に関する情報開示は、約8割の機関が実施しています。2025年度に向けて開示を検討中の機関もありました。

TNFD（The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures、自然関連財務情報開示タスクフォース）提言に基づく自然資本等に関するリスク管理や機会、インパクトに関する情報開示をめぐることは、現状では開示を予定していない運用受託機関が全体で約6割を占めました。一方で、日系運用機関に限ると、多くが既に開示または開示を検討しているとのことでした。

【図表2】運用受託機関のPRIへの署名やサステナビリティ情報開示の状況

			PRIに署名	TCFD開示を実施	TNFD開示を実施
運用受託機関	全体		95%	76%	22%
	国内	株式	100%	100%	40%
		債券	100%	100%	58%
	外国	株式	93%	66%	14%
		債券	94%	83%	39%

（注）PRIに署名していない外国債券の運用受託機関（1機関）は親会社が署名している



GPIFの情報発信

GPIFでは、サステナビリティ投資方針の策定に伴い、従来の『ESG活動報告』に代わる『サステナビリティ投資報告』を毎年度発行し、サステナビリティ投資に関する取組みの情報発信を強化していきます。このほかにも、講演、寄稿、SNS、動画といった様々な方法を通じて、新たな取組みや各種の調査結果、そこから得られた知見などを周知しています。

GPIFの取組みの対外的な情報発信

GPIFにとって、サステナビリティ投資に関する情報開示はステークホルダーの皆様との大事なエンゲージメントの手段です。2017年度から2023年度にかけては、各年度のGPIFのサステナビリティ投資に関する取組みを、翌年度に発行する『ESG活動報告』にとりまとめ、公表してきました。

2025年3月公表の「サステナビリティ投資方針」には、被保険者、投資先企業、資本市場の関係者に対

して積極的な情報開示を行うことを明記しています。その一環として、2024年度以降のサステナビリティ投資に関する取組みは、『ESG活動報告』に代えて今回から毎年度発行する『サステナビリティ投資報告』を通じて紹介します。

このほか、GPIFのホームページでは、GPIFの独自のアンケート調査の結果やスチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定の取組みなどを公表しています。

専門的な知見を生かした講演・寄稿

サステナビリティ投資に取り組んできたGPIFの役職員の専門的な知見を活かし、講演や寄稿にも力を入れています。2024年度は、サステナビリティ投資関連で、23回の講演、4本の寄稿に取り組みました。

講演では、大学や、サステナビリティや金融に関連する団体のセミナーなどにおいて、GPIFの取組みを紹介しました。『2023年度ESG活動報告』（2024年8月発行）の内容を紹介する講演では、GPIFのポートフォリオの気候変動リスク・機会の分析の結果（例えば、グリーンボンドのグリーニウム（グリーンプレミアム）¹に関して、発行時の第三者取得認証の有無がグリーニウムに与える影響の分析等）を詳しく説明しました²。

大学生向けの講座では、日本の公的年金制度や、

GPIFの特徴について説明しました。その上で、GPIFのサステナビリティ投資に関する具体的な取組みとして、ESG指数投資などについて紹介しました。

「注目高まるスコープ3の開示の現状と課題」についての寄稿では、国内外の企業の温室効果ガス（GHG）排出量のうち、スコープ3³の開示状況について、スコープ3のカテゴリーごとの排出量の割合に見られる特徴などについて解説しました。

「わが国のエンゲージメントの実態分析と効果検証」の寄稿では、GPIFの運用委託先のエンゲージメント（投資先企業との建設的な対話）の記録に基づき、「統計的因果推論」という手法を用いて対話の効果を検証した結果について紹介しました。

1 グリーニウムとは、グリーンボンドにつくプレミアムのことであり、グリーンボンドが同じ発行条件の普通債に対して、価格が高く（利回りは低く）なる現象のこと

2 分析結果については、『2023年度ESG活動報告』のP.71～74の「グリーンボンドのグリーニウム分析」をご参照ください

3 スコープ3とは、事業者自らが輩出しているGHGであるスコープ1、スコープ2以外のサプライチェーン全体のGHG排出量

【図表1】 2024年度にサステナビリティ投資関連で行った講演の主なテーマと講演回数

サステナビリティ投資全般	8回
スチュワードシップ活動	7回
エンゲージメントの効果検証	5回
2023年度ESG活動報告	2回
その他	1回

【図表2】 2024年度のサステナビリティ投資に関する寄稿のタイトル

・ 統合報告書にみる優れた企業開示の在り方
・ わが国のエンゲージメントの実態分析と効果検証
・ 注目高まるスコップ3の開示の現状と課題
・ GPIFのESG投資の目的とその効果検証について

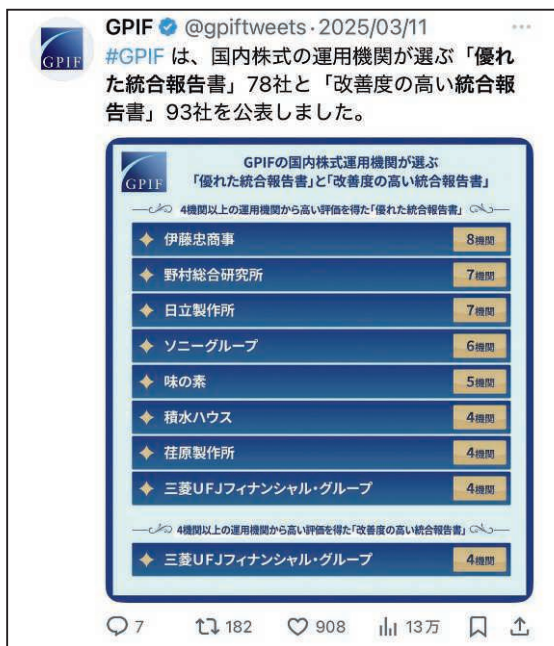
SNSや動画を活用した、わかりやすい情報発信

幅広い層の方々への情報発信を目的として、SNSや動画を活用した情報発信を強化しています。X（旧Twitter）では、2024年度はサステナビリティ投資に関する情報を60件以上、投稿しました。このうち最も高い注目を集めたのは、国内株式の運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」78社と「改善度の高い統合報告書」93社を公表したことを周知する投稿でした。

YouTubeでは、「2023年版GPIFの運用機関が考える『重大なESG課題』」、「第9回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート

集計結果」について新たに解説しました。このうち上場企業向けアンケートについては、わかりやすく伝えるため、①上場企業の資本効率向上を求める東京証券取引所の要請への対応、②TNFD（The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures、自然関連財務情報開示タスクフォース）提言に基づく自然資本等に関する情報開示への対応、③GPIFが国内株式の運用を委託している運用会社によって行われている企業とのエンゲージメント全般について、企業が高く評価した事例——の3点に焦点を当てて説明しました。

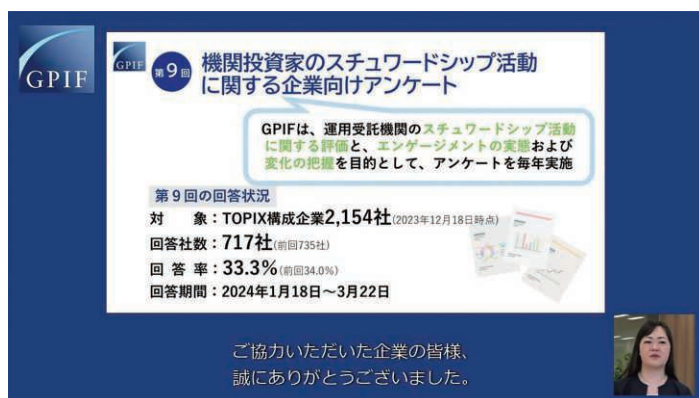
最も高い注目を集めたX（旧Twitter）への投稿



GPIFのX（旧Twitter）



YouTube動画「GPIF ここが知りたい！ 第9回 上場企業向けアンケート」



GPIFのYouTube

効果測定プロジェクトの概要と分析結果
(GPIFのホームページ)

サステナビリティ投資の振り返りと今後について

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である」との投資原則の考え方を踏まえ、ESGなどのサステナビリティを考慮した投資を推進するとともに、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を進めています。2024年度末に公表した「サステナビリティ投資方針」等に基づき、今後も、ポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指してサステナビリティ投資を推進してまいります。

2024年度の運用結果は、国内株式市場は下落、外国株式市場は上昇する一方でわずかに円高となったこと等により、0.71%の小幅なプラス収益となりました。また、運用収益額は1.7兆円、複合ベンチマークに対する超過収益率は9bp（1bp=0.01%）となりました。

ESGやインパクトを考慮した投資を包含するサステナビリティ投資については、第5期中期目標期間を迎えるに当たって、2024年度末に「サステナビリティ投資方針」等を公表しました。GPIFでは、サステナビリティ投資方針等に基づいて、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、ポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指して、サステナビリティ投資を推進することとしています。

このうちESG指数投資については、基本ポートフォリオに即した管理運用を将来的にも円滑に行っていく観点から、国内株式及び外国株式のESG指数投資をリバランスの対象とし、市場環境等を勘案しつつ投資額の最適化を図ることとしました。なお、ESG指数に基づく運用資産額は2024年度末時点で約18.2兆円となっています。

また、ESG指数投資については、GPIFが採用したESG指数の親指数と政策ベンチマークの間で構成銘柄等が異なることに起因する（GPIFが意図していない）リスクが生じていたことから、2024年度に、そのリスクを抑制するためのリスク調整ファンドを導入しています。

引き続き、これまでの振り返り等を踏まえながら、既存指数の投資額の調整、新規指数の選定等、ポートフォリオの最適化に取り組んでまいります。

このほか、GPIFのサステナビリティ投資においては、今後、伝統的資産やオルタナティブ資産の各種ファンドを通じたサステナビリティ投資や、スチュワードシッ

プ活動を通じたサステナビリティ投資もさらに推進してまいります。

このうちスチュワードシップ活動に関しては、機関投資家による上場企業に対するエンゲージメントについて、企業から見た評価や課題を把握するため企業インタビューを2024年度に実施し、結果を公表しました。さらに2024年度末に公表した「GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」に基づき、ESGなどのサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動を長期的な投資収益の観点から進めてまいります。特に、第5期中期目標期間における重点事項として長期的な企業価値向上や、資本市場や経済全体の持続的な成長を重視した取組みを行っていきます。その際、運用受託機関との対話に加えて、外部団体等のステークホルダーとの継続的な対話なども通じて、インベストメントチェーン全体の好循環の構築を目指します。

また、サステナビリティ投資方針において主な取組内容の一つとして挙げている「インパクトを考慮した投資」については、まずインパクト投資の実態把握のための調査研究を行った上で、具体的な投資手法等について必要な検討を進めていきます。

これからも関係者の皆様のご協力の下、長期的な収益を確保する観点から、サステナビリティ投資に関する取組みを進めていく所存です。



理事兼最高投資責任者
吉澤 裕介



第一章 サステナビリティに関する取組み
サステナビリティ投資の
振り返りと今後について

第二章 ESG・スチユワード
シップ活動の効果測定

第三章 サステナビリティ関連財務情報の評価と分析

第二章

ESG・スチュワード シップ活動の効果測定

GPIFは、ESGなどのサステナビリティ投資について「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性向上」と「市場平均収益率の確保」の両面で効果が出ているかを検証します。そのため、運用成果だけでなく、ESG指数やESG評価等に関する多角的な分析を継続しています。第二章では、昨年度に引き続き「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」の分析結果についてご紹介します。



P.43 ESG指数のパフォーマンス

P.45 ポートフォリオのESG評価・ESG評価の国別ランキング・ESG評価間の相関

P.49 スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト

P.50 Topics：スチュワードシップ活動の効果測定
運用受託機関の議決権行使に関する検証
～プロジェクトの概要と分析結果～



ESG指数のパフォーマンス

GPIFが選定した国内株式のESG指数に基づくパッシブファンド全体のパフォーマンスは、各ファンドの運用開始から2025年3月までの期間でESG指数の親指数平均を上回りました。一方で、外国株式のESG指数に基づくパッシブファンド全体のパフォーマンスは、ESG指数の親指数平均を下回りました。ESG指数のパフォーマンス評価については、これからも長期的な視点で検証を続けてまいります。

ESG指数のパフォーマンスの要因分析

GPIFが選定した各ESG指数の運用開始から2025年3月までの期間及び2024年4月から2025年3月までの1年間のパフォーマンスをまとめたものが図表1¹です。運用開始日以来で見ると、国内株式及び外国株式のESG指数ともに、ESG指数の親指数（以下、親指数）または政策ベンチマーク（国内株式はTOPIX、外国株式はMSCI ACWI（除く日本））を概ね上回る結果となりました。2024年度については、国内株式及び外国株式のESG指数ともに、親指数または政策ベンチマークの収益率を下回る指数もありました。

図表2²では、GPIFが選定した国内株式及び外国株式のESG指数に基づくパッシブファンド（以下、ESGパッシブファンド）のパフォーマンスを、国内株式については、運用を開始した2017年6月から2025年3月まで、外国株式については、2018年9月から2025年3月までの親指数³に対する超過収益率について、それぞれ「ベンチマーク効果」と「ファンド効果」に分解して図示しました。ESGパッシブファンドの全体のパフォーマンス評価に当たっては、運用開始日が各ファンドにより異なるため、合成したリターンを計算する必要があります。合成したリターンの計算には、各ESGパッシブファンドの日次リターンを純資産総額で加重平均したリターンを使用しています。

図表2の通り、国内株式ESGパッシブファンドの親指数に対する累積超過収益率は約4.8%となりました。

「ベンチマーク効果」については、2023年3月以降、上昇基調となっています。「ファンド効果」については、2020年3月にファンドへの資金配分等の影響でマイナスとなり、その後は取引コスト等の影響で緩やかなマイナス基調となっています。一方で、外国株式ESGパッシブファンドの累積超過収益率は約-1.3%となりました。「ベンチマーク効果」については、2023年3月以降は概ね横ばいとなっています。「ファンド効果」については、運用開始日以降、取引コスト等の影響で緩やかなマイナス基調となっています。また図表2では、ESGパッシブファンドの日次の超過収益率を使って、親指数に対する実績トラッキングエラー（各月末時点から250営業日の期間）を計算しています。2025年3月末時点で、国内株式及び外国株式ESGパッシブファンドの実績トラッキングエラーはともに0.7%程度の水準となっています。

GPIFでは2025年3月にサステナビリティ投資方針を策定し、サステナビリティ投資については、「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指しています。こうした観点から、ESG指数投資のパフォーマンスについても、PDCAサイクルのもとで随時検証を行ってまいります。

1 図表1は、各ESG指数そのもののパフォーマンス

2 図表2は、各ファンドへのキャッシュフロー等の投資タイミングを考慮に入れた実際のパフォーマンス

3 GPIFでは、国内株式のESGパッシブファンドについて、各親指数と政策ベンチマークに生じている差異を埋めることを目的として2024年度より「リスク調整ファンド」を設定しています。このため、今年度は対親指数に対する超過収益率を図示しています

【図表1】 GPIFが選定したESG9指数の収益率

	運用開始日	運用開始日～2025年3月（年率換算後）			（参考）2024年4月～2025年3月		
		収益率	超過収益率		収益率	超過収益率	
		当該指数	親指数	TOPIX	当該指数	親指数	TOPIX
① FTSE Blossom	2017年6月	10.89%	1.25%	1.42%	-1.79%	0.31%	-0.24%
② MSCI ESG セレクトリーダーズ（※）	2017年6月	10.43%	0.78%	0.96%	-1.10%	0.86%	0.45%
③ MSCI WIN	2017年6月	9.72%	0.03%	0.25%	2.17%	4.06%	3.71%
④ S&P/JPX Carbon	2018年9月	9.25%	-0.04%	-0.04%	-1.60%	-0.06%	-0.06%
⑤ FTSE BlossomSR	2022年3月	16.86%	1.00%	0.63%	-2.18%	-0.08%	-0.63%
⑥ Morningstar GenDij	2023年3月	21.17%	0.75%	0.91%	-1.05%	0.98%	0.50%
		当該指数	親指数	MSCI ACWI （除く日本）	当該指数	親指数	MSCI ACWI （除く日本）
⑦ S&P Global Carbon	2018年9月	14.75%	0.11%	0.15%	7.23%	0.05%	0.35%
⑧ MSCI ESGユニバーサル	2020年11月	18.49%	0.18%	0.17%	6.18%	-0.58%	-0.70%
⑨ Morningstar GenDi	2020年12月	18.79%	-0.24%	0.84%	7.01%	0.41%	0.13%

（注1）指数収益率は配当込みの収益率

（注2）①～⑨の親指数（指数組入候補）

①⑤ FTSE JAPAN ALL CAP（①は2020年12月までFTSE JAPAN）

② MSCI 日本株 IMI

③ MSCI JAPAN IMI TOP700（2019年11月までMSCI JAPAN IMI TOP500）

④ TOPIX

（※）2024年2月7日まではMSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数、2024年2月8日以降はMSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数

（出所）FactSetデータよりGPIF作成

⑥ Morningstar Japan（除くREIT）

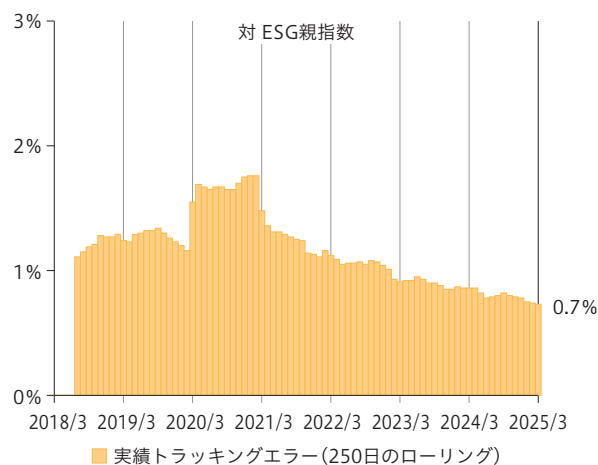
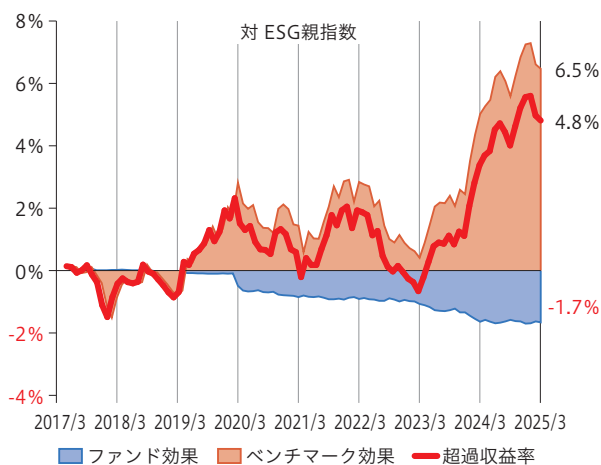
⑦ S&P Global Large Mid（除く日本）

⑧ MSCI ACWI（除く日本・除く中国A株）

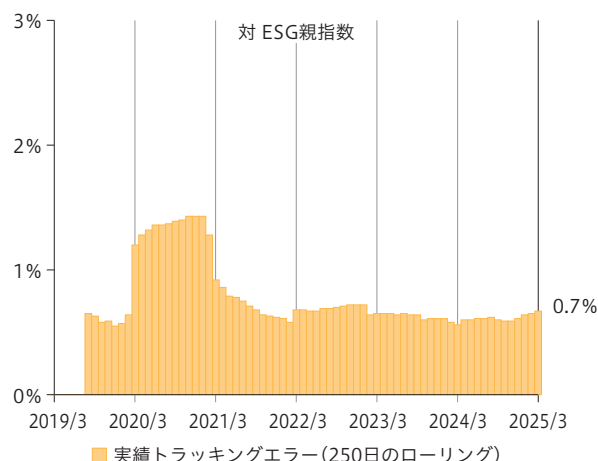
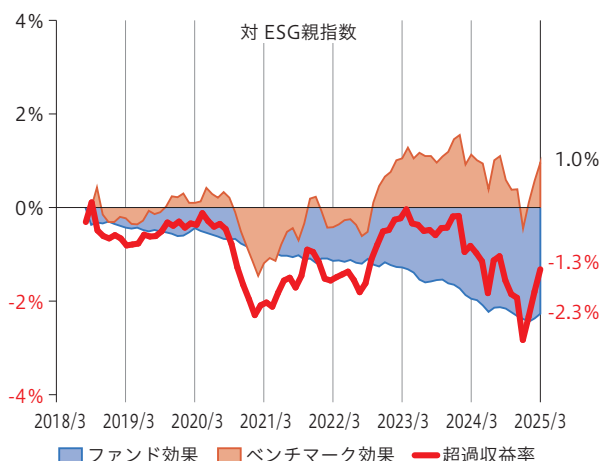
⑨ Morningstar Developed Markets（除く日本）Large-Mid

【図表2】 国内株式及び外国株式ESGパッシブファンドの超過収益率及び実績トラッキングエラーの推移

< 国内株式 >



< 外国株式 >



（注1）親指数のリターンについては、各親指数の日次リターンを各ESGパッシブファンドの純資産総額にて加重平均したリターンを使用

（注2）「ベンチマーク効果」については、ESG指数とESG親指数のリターンの差、「ファンド効果」については、ESGパッシブファンドとESG指数のリターンの差で定義

（出所）GPIF及びFactSetデータよりGPIF作成



ポートフォリオのESG評価・ESG評価の 国別ランキング・ESG評価間の相関

GPIFでは、ESG投資などの効果を多面的に評価するために、保有している株式ポートフォリオのESG評価、国別のESG評価の平均値や改善度、ESG評価会社間のESG評価の相関を、2017年度のESG活動報告より毎年計測し、定点観測を行っています。

図表1～2は、2017年及び直近5年間（2021年から2025年）の各3月末におけるGPIFの株式ポートフォリオの各ESGスコアの推移と2025年3月末時点の政策ベンチマーク（国内株式はTOPIX、外国株式はMSCI ACWI（除く日本））の各ESGスコアを比較したものです。GPIFの株式ポートフォリオのESGスコアに関しては、直近1年間のFTSE社の評価では国内株式は上昇し、外国株式は下落しました。国内株式では各ESGスコアが上昇し、外国株式ではEスコアとSスコアが下落していることが確認されました。一方で、MSCI社の評価でもFTSE社の評価と同様に、直近1年間で国内株式は上昇し、外国株式は下落しました。国内株式ではSスコアとGスコアが上昇しEスコアが下落、外国株式ではSスコアが上昇しEスコアとGスコアが下落していることが確認されました。政策ベンチマークであるTOPIX及びMSCI ACWI（除く日本）について、2025年3月末時点のESG評価を算出し、GPIFの株式ポートフォリオのESG評価と比較しました。その結果、GPIFの株式ポートフォリオがTOPIX、MSCI ACWI（除く日本）のESG評価を、僅かではありますが、上回っていることが分かります。

図表3～4（P.47）は、FTSE社及びMSCI社の主要なインデックスに採用されている国のうち代表的な9つの国の企業を対象に、2017年及び直近5年間（2021年から2025年）の各3月末における国別のESG評価を算出しランキング化したものです。FTSE社の評価とMSCI社の評価ともにフランスやイギリス、アメリカ、

カナダといった欧米企業に加えて、直近では日本企業も上位にランクインしています。図表5～6（P.47）では、過去8年間及び直近1年間のESG評価の国別改善度を示していますが、過去8年間の日本企業の改善度は、FTSE社の評価とMSCI社の評価いずれにおいても対象国の中で上位の水準にあることが分かります。図表7～8（P.48）では対象を日本企業に絞って、2017年3月末時点及び2025年3月末時点のESG評価の分布を比較しています。FTSE社の評価とMSCI社の評価いずれにおいてもESG評価の分布は右にシフトしており、日本企業の評価が改善していることが分かります。

ESG評価は、財務分析とは異なり多様な非財務情報を扱うことから、その評価手法については現時点で標準的なものは確立されておらず、評価会社間でばらつきがあるのが現状で、それを示したのが図表9～10（P.48）です。図表9は、縦軸にFTSE社、横軸にMSCI社のESGスコアをとり、同一企業に対する2社の2025年3月末時点のESGスコアを示した散布図で、日本企業及び外国企業ともに、ある程度の正の相関が確認されました。図表10は、2017年及び直近5年間（2021年から2025年）の各3月末の各時点における各ESGスコアの相関関係の推移を時系列で示したものです。日本企業の相関係数は外国企業と比較して過去は低い水準でしたが、徐々に相関関係が高まって推移しており、直近では日本企業の水準が外国企業の水準と同水準になっていることが確認できます。

【図表1】FTSE社のESG評価（2017年及び直近5年間）

	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
GPIF（国内株式）				GPIF（外国株式）				
2017/3	2.43	0.86	0.77	0.80	3.03	0.88	0.95	1.20
2021/3	2.96	1.02	0.98	0.97	3.34	0.99	1.07	1.28
2022/3	3.11	0.96	1.09	1.06	3.26	0.91	1.11	1.24
2023/3	3.29	1.09	1.11	1.09	3.42	1.06	1.12	1.25
2024/3	3.58	1.20	1.21	1.17	3.48	1.11	1.13	1.25
2025/3	3.69	1.22	1.27	1.21	3.44	1.09	1.10	1.25
TOPIX				MSCI ACWI（除く日本）				
2025/3	3.66	1.21	1.25	1.20	3.43	1.09	1.10	1.25
超過スコア	+0.03	+0.01	+0.01	+0.01	+0.01	+0.00	+0.01	+0.00
スコア変化（GPIFポートフォリオ）				スコア変化（GPIFポートフォリオ）				
過去8年	+1.26	+0.36	+0.50	+0.40	+0.41	+0.20	+0.16	+0.05
直近1年	+0.11	+0.02	+0.06	+0.04	-0.04	-0.02	-0.03	+0.00

(注1) GPIFが株式を保有する企業のうち、FTSE社がESG評価を行っている企業について分析

(注2) ESG評価は、GPIFの保有時価総額を加重平均して算出した時価総額加重平均スコア（ESG未評価銘柄を除く）

(注所) FTSE社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell.

【図表2】MSCI社のESG評価（2017年及び直近5年間）

	ESG	E	S	G	業種内調整	ESG	E	S	G	業種内調整
GPIF（国内株式）					GPIF（外国株式）					
2017/3	5.29	1.56	2.19	1.02	0.52	5.31	1.40	1.91	1.44	0.56
2021/3	5.92	1.21	2.11	1.58	1.02	6.04	1.13	2.08	1.80	1.03
2022/3	6.37	1.22	2.18	1.79	1.18	6.47	1.17	2.19	1.87	1.24
2023/3	6.93	1.26	2.19	2.11	1.37	6.80	1.21	2.16	2.13	1.29
2024/3	7.07	1.26	2.17	2.14	1.51	6.78	1.19	2.13	2.16	1.30
2025/3	7.22	1.20	2.24	2.27	1.51	6.67	1.14	2.16	2.11	1.25
TOPIX					MSCI ACWI（除く日本）					
2025/3	7.16	1.20	2.23	2.26	1.48	6.63	1.14	2.15	2.11	1.23
超過スコア	+0.06	+0.00	+0.02	+0.01	+0.03	+0.04	-0.00	+0.01	+0.01	+0.02
スコア変化（GPIFポートフォリオ）					スコア変化（GPIFポートフォリオ）					
過去8年	+1.93	-0.36	+0.06	+1.25	+0.99	+1.35	-0.26	+0.25	+0.67	+0.70
直近1年	+0.15	-0.06	+0.08	+0.12	+0.00	-0.12	-0.05	+0.03	-0.04	-0.05

(注1) GPIFが株式を保有する企業のうち、MSCI社がESG評価を行っている企業について分析

(注2) ESG評価は、GPIFの保有時価総額を加重平均して算出した時価総額加重平均スコア（ESG未評価銘柄を除く）

(注3) 業種内調整：最終スコア算出の過程で、各社の環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）加重平均スコアを業種内調整するときに発生する最終スコアとの差

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成。Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025.

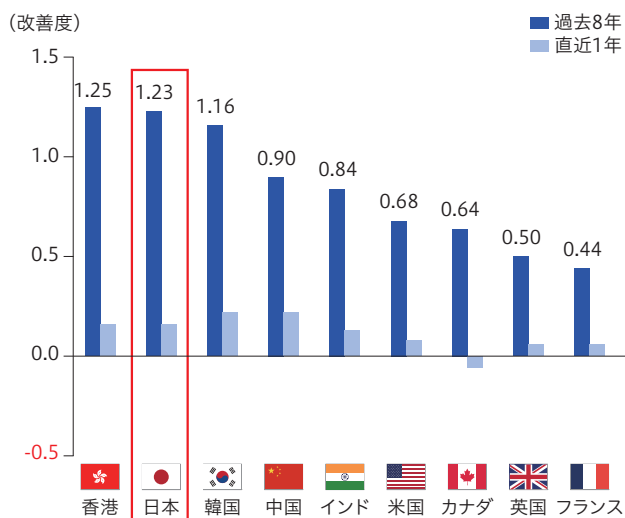
【図表3】 FTSE社のESG評価国別ランキング（2017年及び直近5年間）

FTSE社						
2017年3月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月	直近値
						3.82
						3.78
						3.34
						3.23
						3.21
						3.19
						3.15
						2.98
						2.05

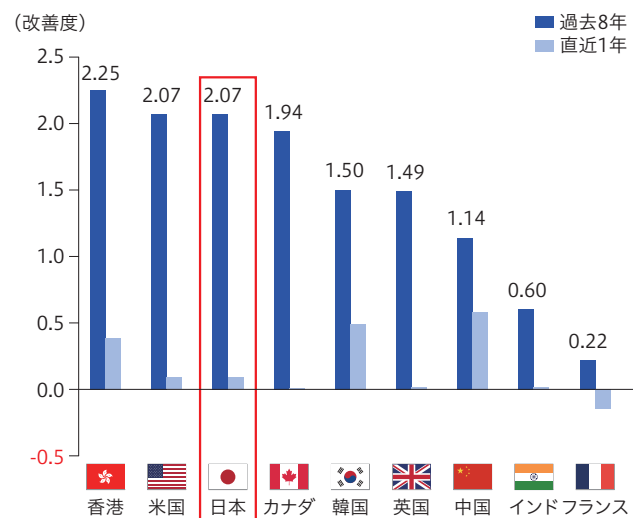
【図表4】 MSCI社のESG評価国別ランキング（2017年及び直近5年間）

MSCI社						
2017年3月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月	2025年3月	直近値
						8.09
						7.30
						7.19
						7.06
						6.63
						5.98
						5.47
						4.45
						3.57

【図表5】 FTSE社のESG評価 国別改善度

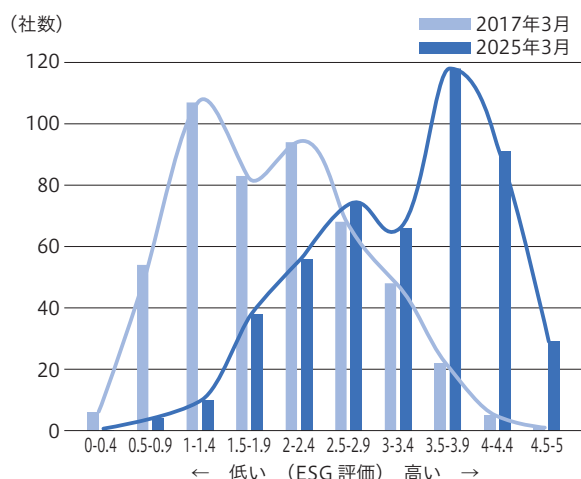


【図表6】 MSCI社のESG評価 国別改善度



(注1) 2017年3月末から2025年3月末までの過去8年間の変化及び直近1年間の変化を示した
 (注2) 図表3～6の各国構成銘柄のスコアは、単純平均して算出

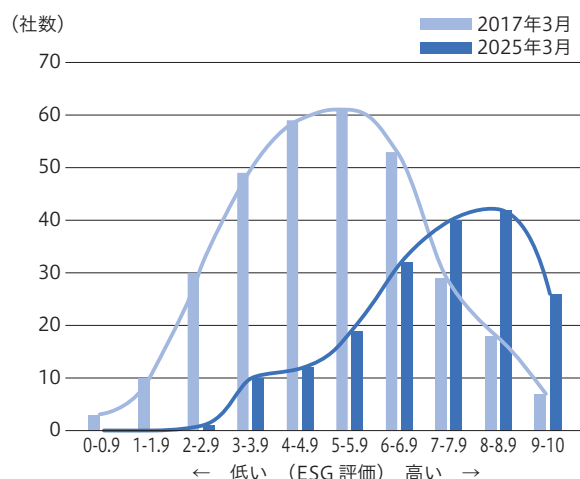
【図表7】 FTSE社のESG評価分布（日本企業のみ）



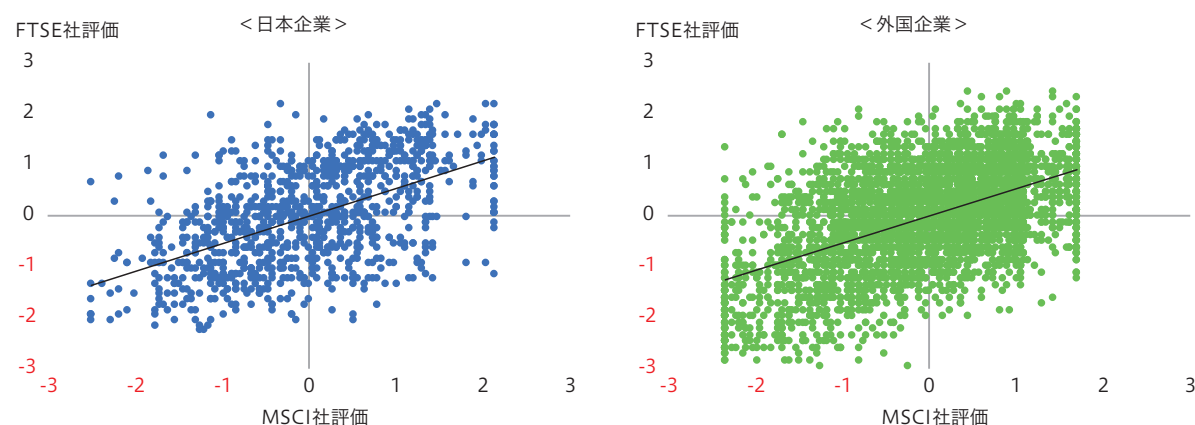
(注) 図表3～8は、FTSE社による"FTSE All World Index"及びMSCI社による"MSCI All Country World Index"に採用されている企業のうち、ESG評価が付与されている企業を対象とした

(出所) FTSE社及びMSCI社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025.

【図表8】 MSCI社のESG評価分布（日本企業のみ）



【図表9】 FTSE社とMSCI社のESGスコア相関図（2025年3月末）



(注) FTSE社及びMSCI社のESG評価がある銘柄を対象に、平均0、分散1に標準化しプロット

(出所) FTSE社及びMSCI社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025.

【図表10】 FTSE社とMSCI社のESG評価の相関係数の推移（2017年及び直近5年間）

＜日本企業＞

	ESG	E	S	G
相関係数				
2017/3 (a)	0.37	0.47	0.11	0.04
2021/3 (b)	0.46	0.48	0.09	0.14
2022/3 (c)	0.51	0.49	0.12	0.14
2023/3 (d)	0.53	0.45	0.07	0.15
2024/3 (e)	0.54	0.41	0.07	0.19
2025/3 (f)	0.54	0.40	0.09	0.27

相関係数の変化

直近1年(f-e)	+0.00	-0.01	+0.02	+0.08
過去8年(f-a)	+0.17	-0.07	-0.02	+0.23

＜外国企業＞

	ESG	E	S	G
相関係数				
2017/3 (a)	0.48	0.37	0.20	0.26
2021/3 (b)	0.57	0.38	0.25	0.34
2022/3 (c)	0.59	0.44	0.27	0.37
2023/3 (d)	0.63	0.35	0.26	0.42
2024/3 (e)	0.59	0.33	0.24	0.42
2025/3 (f)	0.54	0.33	0.22	0.39

相関係数の変化

直近1年(f-e)	-0.05	-0.00	-0.02	-0.03
過去8年(f-a)	+0.06	-0.04	+0.03	+0.13

(注) FTSE社及びMSCI社のESG評価がある銘柄が対象

(出所) FTSE社及びMSCI社提供データよりGPIF作成。FTSE Russell. Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025.



スチュワードシップ活動・ ESG投資の効果測定プロジェクト

GPIFは、スチュワードシップ活動やESG投資の効果について、統計的因果推論等の手法を用いた検証プロジェクトを2023年度から2024年度にかけて実施しています。プロジェクトは4つのテーマに分かれており、それぞれ外部コンサルタントやアカデミア等と協働して実施しています。2024年度は、「企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究」と「運用受託機関の議決権行使に関する検証」を実施し、その結果を公表しました。

「スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定プロジェクト」について

スチュワードシップ活動やESG投資が、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に結実するまでには、長い期間が必要です。したがって、スチュワードシップ活動やESG投資の「PDCA（計画→実行→評価→改善）サイクル」を適切に回すためには、長期的なパフォーマンスの向上という最終的なアウトカムを待つ前に、その前段階として、GPIFの活動が企業の行動変容やESG評価の向上に繋がっているのかなどを因果関係も含めて検証していく必要があります。

スチュワードシップ活動やESG投資の各取組みの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ことから、2023年度以降、高度な統計分析の知

見を有するコンサルタントやアカデミア等と協働し、これまでの取組みの効果について統計的因果推論等の手法を用いた検証を実施しています（図表）。

2024年度については、「企業価値・投資収益向上に資するESG要素の研究」、「運用受託機関の議決権行使に関する検証」プロジェクトを実施し、その報告書をGPIFのホームページに公表しました。このうち、次ページ以降では、「運用受託機関の議決権行使に関する検証」の分析結果の概要を掲載しています。

今後もスチュワードシップ活動やESG投資に関して、適切にPDCAサイクルを回すことで、取組みの改善や見直しに繋がてまいります。

【図表】効果測定プロジェクトの概要

	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指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明
	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	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
	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

（注）分析内容については変更する可能性あり

Topics

スチュワードシップ活動の効果測定



運用受託機関の議決権行使に関する検証 ～プロジェクトの概要と分析結果～

委託先運用会社の議決権行使に関して、利害関係先とそれ以外の行使行動の違いを検証した結果、全体的には利益相反の有無による行使行動の違いに一貫した傾向は見られませんでした。利害関係の有無による議決権行使の違いが現れているケースも一部存在していましたが、全体で見れば、こうした傾向は時間を経るにつれて解消に向かっていることが示唆される結果となりました。

1.はじめに

GPIFは、委託先運用会社に対して長期的な企業価値の向上に繋がるスチュワードシップ活動を積極的に行うよう求めています。議決権行使も含め、受益者の利益を第一として行動するよう要請していますが、2014年に日本版スチュワードシップ・コード（以下、スチュワードシップ・コード）が策定された時点では、金融機関グループ傘下の委託先運用会社において、親会社等との利益相反の懸念について組織的な対応がなされていない事例がありました。今回のプロジェクトでは、その後、委託先運用会社の利益相反管理が徹底されたことで、議決権行使行動が変容したか、特に利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化があったかどうかを、大量の議決権行使データを用いた定量分析によって確認しました。

もし、グループ会社の利害関係により運用会社の議決権行使行動が歪められていないということが統計的に示されれば、「議決権行使の判断において自社グループの関係性が優先され、受益者の利益が損なわれているのではないか」という疑念が払拭されることにも繋がります。本稿では、そのプロジェクトの分析結果の概観を紹介します¹。

■当プロジェクト実施の背景と目的

日系の運用会社の多くが、銀行や証券会社、保険会社などを親会社とする金融グループに属しています。本来、運用会社は受益者の利益を第一に考えて行動すべきですが、少なくとも過去においては、金融グループの取引関係などが優先されかねない状況が続いてきました。このような状況を変えるべく、2014年に策定されたスチュワー

¹ 本稿では紙面の関係上、「運用受託機関の議決権行使に関する検証プロジェクト報告書（https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/proxy_voting.html）」から、主要な分析結果を抜粋して掲載しています。全ての分析結果、データの定義、出所については、報告書本体をご参照ください

ドシップ・コードにより、議決権行使等における利益相反管理について方針を策定・公表することが求められ、2017年のスチュワードシップ・コード改訂では、利益相反管理などのためのガバナンス体制の強化や議案ごとの議決権行使結果の公表が求められました。議決権行使結果が外部の目にさらされることにより、議決権行使における利益相反行為を防止する効果が期待されます。

GPIFにおいても2016年に、委託先運用会社のスチュワードシップ責任に関する評価項目としてガバナンス体制や利益相反管理体制を加えました。また、委託先運用会社の議決権行使が適切に行われているかについて、各運用会社の議案ごとの行使結果データを用いてモニタリングする体制を整備し、そのデータを活用した委託先運用会社とのミーティングも開始しました。

上記のような政府やアセットオーナー側からの要請もあり、運用会社においては利益相反管理を強化しています。多くの運用会社では、社外取締役や社外の有識者をメンバーとする第三者委員会を立ち上げ、議決権行使の意思決定やモニタリング等を行う体制を整備しました。また、信託銀行等においては、利益相反防止などの目的で資産運用部門を分離させる組織体制の見直しが行われました。

様々な利益相反の弊害防止策が時を経て、議決権行使行動にどのように効果をもたらしたのか、そもそも過去において、利益相反行為が疑われる議決権行使がなされていたのか、これらの問いについて定量的なアプローチにより、一定の見解を示すことが当プロジェクトの目的です。

2017年のスチュワードシップ・コード改訂を受け、運用会社が議決権行使結果の個別開示を行うようになってからは、一般の研究者も開示された議決権行使データを用いて分析できますが、本稿ではそれ以前の2013年4月以降のデータが分析対象に含まれていることが、他の先行研究とは異なる点です。

2.分析対象のデータや利害関係先の定義について

本分析では、GPIFが資産管理機関から収集している国内株式の委託先運用会社による議決権行使結果を基礎データとして分析を行いました。当該データには、2013年4月から2023年3月までの期間で、累計で17の日系委託先運用会社と18の外資系委託先運用会社の延べ4,603,167件の行使行動が含まれています。

その上で、利益相反に関する分析の対象とした運用会社を、日系委託先運用会社、かつ、分析データを確保するという観点から複数年連続して議決権行使データが存在する13機関に絞って分析を行いました。

また、分析する議案についても、その内容によっていくつかのタイプに分類を行い、行使件数とそのうち反対行使件数がともに多い議案種別を対象としました【図表1】。

【図表1】 分析対象とする議案種別²

社内取締役選任	社内監査役選任	退職慰労金支給
社外（非独立）取締役選任	社外（非独立）監査役選任	買収防衛策導入
社外（独立）取締役選任	社外（独立）監査役選任	株主提案

² 議案種別は、資産管理機関のデータに基づく。株主提案への賛成は会社提案への反対と同様の行使とみなし、株主提案の賛成と反対を入れ替えたデータとして整理。これにより、本分析では一律で反対率に着目することで行使行動の変化を同様に解釈できるようにしている

■分析対象に用いる利害関係

分析対象の委託先運用会社（AからG）⁶による議決権行使データが存在した投資先企業のうち、「濃い利害関係先」であった企業数は【図表4】の通りです。A及びCの委託先運用会社の件数が他の委託先運用会社と比べて大きな割合を占めているため、本分析においてこれらの委託先運用会社の影響が大きく表れている点に留意する必要があります。

【図表4】委託先運用会社ごと年度ごとの利害関係先企業数

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A	48	375	418	419	425	419	412	394	402	383	25
B	4	20	20	21	20	17	17	17	21	17	14
C	34	335	368	374	354	358	372	365	346	335	27
D	2	NA	16	17	16	13	26	25	40	31	27
E	NA	5	7	7	6	4	1	4	4	NA	NA
F	2	17	22	23	23	19	26	24	21	21	17
G	7	3	NA	NA	NA	8	71	71	72	70	61

※NAは、行使データがないケースを含めて、行使先における利害関係先が存在しないことを示す

3.記述統計から見る利害関係有無による議決権行使の違い

■議案種別による違い

まず、単純な記述統計から、利害関係の有無によって行使行動に何らかの傾向の違いがあるかどうかを確認します。【図表5】では、議案種別ごとに利害関係有りの場合と利害関係無しの場合の反対率の比較を行っています。ここでの反対率は、分析対象の委託先運用会社の議決権行使結果から算出しています⁷。利害関係が有る場合と無い場合のどちらで反対率が高いかは議案種別によって異なり、一貫した傾向が認められないため、利害関係の有無による全体での傾向の違いが見えにくいことがわかります。

【図表5】議案種別ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

議案種別	利害関係有		利害関係無		反対率差 (a-b)
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	
社内取締役選任	52,407	10.6%	451,865	11.5%	-0.9%pt
社外（非独立）取締役選任	191	91.1%	3,728	85.8%	5.3%pt
社外（独立）取締役選任	21,321	11.6%	190,265	13.3%	-1.7%pt
社内監査役選任	3,122	1.6%	23,932	1.3%	0.3%pt
社外（非独立）監査役選任	111	92.8%	1,828	91.0%	1.8%pt
社外（独立）監査役選任	4,600	12.2%	39,505	13.6%	-1.3%pt
退職慰労金支給	641	61.8%	6,653	56.8%	5.0%pt
買収防衛策導入	618	63.6%	3,501	69.3%	-5.7%pt
株主提案	798	9.3%	9,542	6.5%	2.8%pt

⁶ 分析対象となる委託先運用会社は延べ13の日系の委託先運用会社だが、分析対象期間に委託先運用会社が統合されている場合は、統合前の委託先運用会社のそれぞれの利害関係先企業数を統合後の委託先運用会社の欄に合算して記載しているため7社となる

⁷ 例えば、1議案に対して10の運用会社が行使を行い、そのうち5社が反対した場合、反対率は50%となる

■議案の反対されやすさによる違い

利害関係は全ての行使行動に影響するのではなく、ある特定の条件下での行使行動にのみ影響する可能性もあります。委託先運用会社に限らず多くの機関投資家が議決権行使基準を開示していることや、事前行使の状況等から、企業は株主からの反対行使が増える議案を株主総会前に想定できるものと思われます。また、そういった議案ほど、相対的に1個の議決権が持つ重みが大きくなることも想定されるため、利害関係有無の影響を受ける行使が多くなる可能性があります（＝利害関係先の企業が多くの株主から反対行使をされることが想定される場合に、運用会社が賛成行使をする可能性）。

このことを確認するために、【図表6】では株主総会における各議案の決議結果上の反対率（【図表5】で用いた委託先運用会社ベースでの反対率と使い分ける観点から、以降では「全体反対率」⁸と記載）の度合いごとに、利害関係の有無による行使傾向の違いをまとめています。しかしここでも一貫した傾向は確認されませんでした。

以上の通り、分析対象期間全体における単純な記述統計では、利害関係の有無による行使の違いに一貫した傾向は見られませんでした。

【図表6】「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

全体反対率	利害関係有		利害関係無		反対率差
	行使件数	反対率(a)	行使件数	反対率(b)	(a-b)
5%以下	64,248	4.8%	552,239	6.1%	-1.3%pt
5%超10%以下	10,732	26.6%	93,558	27.1%	-0.5%pt
10%超15%以下	4,023	38.8%	38,282	37.5%	1.2%pt
15%超20%以下	2,167	45.7%	21,112	41.6%	4.0%pt
20%超25%以下	1,167	48.9%	11,231	48.8%	0.1%pt
25%超30%以下	634	53.8%	6,158	54.4%	-0.6%pt
30%超35%以下	310	56.5%	2,944	61.4%	-4.9%pt
35%超40%以下	156	60.3%	1,526	57.6%	2.7%pt
40%超	336	29.8%	3,327	27.2%	2.5%pt
データなし	36	2.8%	442	7.2%	-4.5%pt

■時期による違い（2017年度を分岐点）

次に、利害関係の影響が時期によって異なっている可能性に注目した分析を行います。当プロジェクト実施の背景と目的で記載した通り、2016年のGPIFによる委託先運用会社へのモニタリング強化や、2017年のスチュワードシップ・コード改訂（議決権行使結果の個別開示等）によって委託先運用会社が利益相反管理体制を強化したことを踏まえ、2017年度以前と以降で委託先運用会社の利害関係先に対する議決権行使行動に変化があるという仮説のもと、分析を行いました。

【図表7】では、2017年度より前と2017年度以降でサンプルを分け、「全体反対率」の区分ごとの利害関係有無による違いを整理しました。【図表6】で示した分析対象期間全体での分析では一貫した傾向の違いは見られませんでした。2017年度より前の期間に着目すると、「全体反対率」が高い場合に、利害関係が有る企業の議案に対して賛成行使をしやすことが示唆されました。

具体的には、2017年度より前の期間では、「全体反対率」が25%を超えた議案に対して、利害関係が有る企業への反対率が低い傾向にあり、またその差も「全体反対率」の区分によっては10%ポイント近くになります。一方で、2017年度以降では利害関係の有無による行使行動の違いが見られなくなっています。このことから、2017年度より前に存在していた利害関係がある企業への寛容な行使の傾向が、2017年度以降に見られなくなっていることが示唆されています。

8 日本投資環境研究所（JIRIS）のデータに基づく

【図表7】2017年度を境とした「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使傾向の違い

全体反対率	2017年度より前			2017年度以降		
	利害関係有 反対率(a)	利害関係無 反対率(b)	反対率差 (a-b)	利害関係有 反対率(c)	利害関係無 反対率(d)	反対率差 (c-d)
5%以下	2.5%	4.8%	-2.3%pt	6.1%	6.8%	-0.7%pt
5%超10%以下	18.5%	21.9%	-3.4%pt	29.7%	29.0%	0.7%pt
10%超15%以下	28.5%	30.6%	-2.1%pt	42.6%	39.9%	2.7%pt
15%超20%以下	38.1%	32.1%	6.0%pt	48.7%	45.3%	3.4%pt
20%超25%以下	41.3%	34.6%	6.7%pt	52.1%	55.8%	-3.7%pt
25%超30%以下	32.4%	40.4%	-8.0%pt	62.6%	61.2%	1.4%pt
30%超35%以下	33.7%	46.2%	-12.6%pt	67.0%	67.9%	-1.0%pt
35%超40%以下	40.4%	42.6%	-2.2%pt	68.8%	64.4%	4.4%pt
40%超	24.1%	42.3%	-18.2%pt	30.3%	26.0%	4.3%pt
データなし	5.6%	10.9%	-5.4%pt	0.0%	2.9%	-2.9%pt

4.利害関係有無による議決権行使行動の違いの回帰分析

■分析①：「全体反対率」ごとの利害関係有無による行使行動の違いの分析

ここまでの記述統計によって、委託先運用会社は、2017年度より前においては、他の株主から反対されやすい利害関係先の議案に対して賛成行使をしやすいたことが示唆されました。この結果は、かつては利害関係が投票行動に影響を与えていたという仮説と整合的です。しかしながら、この傾向の背後には別のメカニズムがある可能性もあります。そこで、利害関係が投票行動に影響を与えていたという仮説をより厳密に分析するために、以下の回帰式により、複数の要因を統制した上で「濃い利害関係があるか」と「反対行使をしたかどうか」の相関を分析しました。

$$V_{ijst} = \sum_k \beta_k D_{ijt} B_{kist} + \gamma_1 B_{kist} + \gamma_2 X_{it} + \alpha_i + \alpha_j + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst} \quad (1)$$

i ：企業

j ：委託先運用会社

s ：議案

t ：年度

V_{ijst} ：反対行使をしたら1、そうでなければ0を示すダミー変数

D_{ijt} ：濃い利害関係先なら1、そうでなければ0となるダミー変数

B_{kist} ：議案における「全体反対率」区分が k であれば1、そうでなければ0を示すダミー変数⁹

X_{it} ：企業の業績等のコントロール変数¹⁰

α_i 、 α_j 、 $\delta_{G(s)}$ 、 λ_t ：それぞれ企業、委託先運用会社、議案種別、年の固定効果¹¹として導入

ε_{ijst} ：誤差項（モデルに含まれていない要素）

β_k 、 γ_1 、 γ_2 ：推定される係数

⁹ 反対率区分は5%刻みで40%までと、40%以上のカテゴリを作成

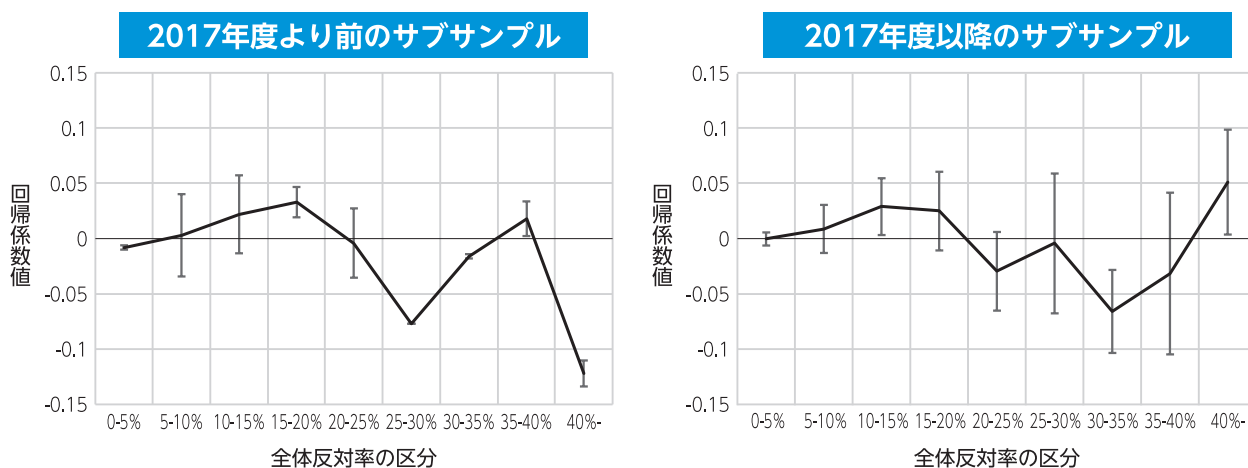
¹⁰ 対数時価総額、社外取締役人数、自己株式取得を示すダミー変数、ROE、特定投資株式の純資産比率を使用

¹¹ ベースラインとしての反対のしやすさを示す

β_k 、 γ_1 、 γ_2 が推定される係数ですが、特に本分析では β_k に注目し、「全体反対率」区分ごとに利害関係の有無による傾向の違いを取り出しています。また、分析に利用するサンプルを2017年度より前と2017年度以降のそれぞれのサブサンプルとすることで、2017年前後で傾向が異なるかどうか分析をします。

(1) の回帰式によって得られた β_k の推定値とその95%信頼区間を【図表8】に描画しました。縦軸は利害関係がある場合とない場合の反対率の差に対応しており、例えば-0.1は、利害関係がある場合には、ない場合と比べて反対率が10%ポイント低いことを示しています。左側の2017年度より前のサンプルでは「全体反対率」が25%から35%及び40%を超えるとときに利害関係の有る企業に対して賛成行使をしやすくなっています。一方、右側の2017年度以降のサンプルでは、「全体反対率」が30%から35%の区分以外ではそのような傾向が認められません。さらに「全体反対率」が40%を超える場合にはかえって反対しやすくなる傾向にあります。【図表7】で示唆されたように、2017年度より前のサブサンプルでは反対率の高い議案で利害関係先に対して寛容な行使をする傾向があり、2017年度以降はその傾向がほとんど見られなくなることが確認されました。

【図表8】 2017年度前後の比較：「全体反対率」ごとの利害関係有無による傾向の違い



■分析②：「全体反対率」が高い議案に対する年度ごとの詳細な変化の分析

次に、2017年度以降の委託先運用会社の取組みの成果がどのように表れているかを確認するため、「全体反対率」が高い議案のみに着目し、下記回帰式によって具体的にいつから厳しくなったかを検証します。

$$V_{ijst} = \sum_t \beta_t D_{ijt} Y_t + \gamma X_{it} + \alpha_i + \alpha_j + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst} \quad (2)$$

Y_t ：年を表すダミー変数

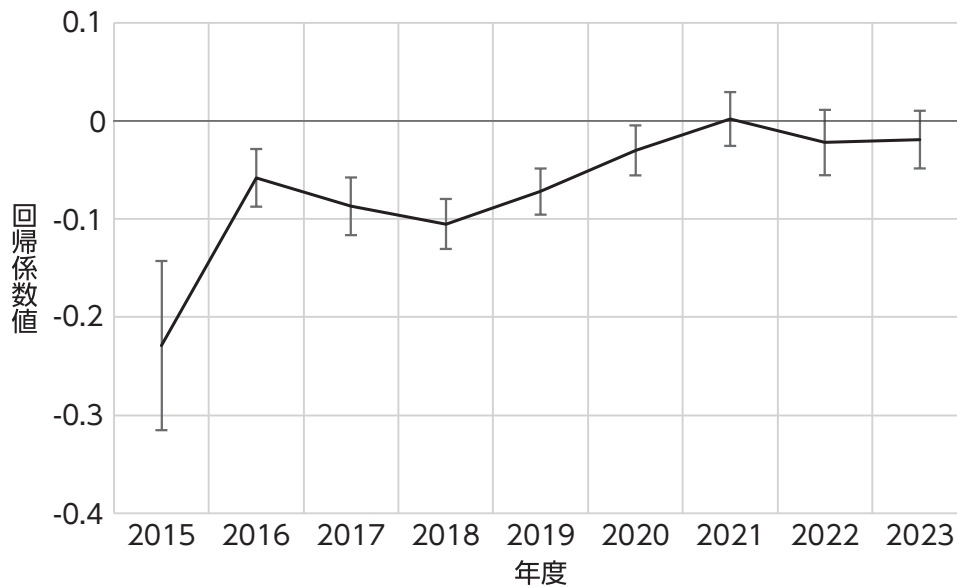
β_t ：推定される係数

その他の変数：前節と同様

ここでは、2017年度以前の利害関係先に対する係数はマイナスに有意で、2017年度以降のどこかのタイミングで有意差が見られなくなる結果を想定しており、具体的に何年から効果が見られなくなったか特定することを目指しています。

(2) の回帰式の結果から β_t の推定値とその95%信頼区間を【図表9】に描画しました。2018年度以前は利害関係先に対しておおよそ10%ポイントほど賛成しやすくなっていますが、2019年度、2020年度にかけて徐々に解消されていき、2021年度には有意な傾向の違いが見られなくなっていることがわかります。

2016年のGPIFによるモニタリングの強化や、2017年のスチュワードシップ・コード改訂を経て、委託先運用会社の利益相反管理強化以降、時間をかけて委託先運用会社の行動に影響を及ぼしたと考えられます。

【図表9】「全体反対率」が30%以上の議案のサブサンプル：年度ごとの利害関係有無による傾向の違い¹²

■分析③：交差カテゴリ変数を用いた深掘分析（委託先運用会社ごとの分析）

分析②で得られた結果を踏まえつつ、さらに、「全体反対率」が高い利害関係先への行使傾向が変化した様子を委託先運用会社ごとに確認します。これは運用会社によって利害関係の影響が異なる可能性があることを考慮しているためです。回帰式は下記の通りで、運用会社固定効果を除いています。

$$V_{ijst} = \sum_k \beta_k D_{ijt} C_{kist} + \gamma_1 C_{kist} + \gamma_2 X_{it} + \alpha_i + \delta_{G(s)} + \lambda_t + \varepsilon_{ijst} \quad (3)$$

C_{kist} ：「2020年度より前で『全体反対率』が30%未満」「2020年度より前で『全体反対率』が30%以上」「2020年度以降で『全体反対率』が30%未満」「2020年度以降で『全体反対率』が30%以上」の4種類の値を取るダミー変数

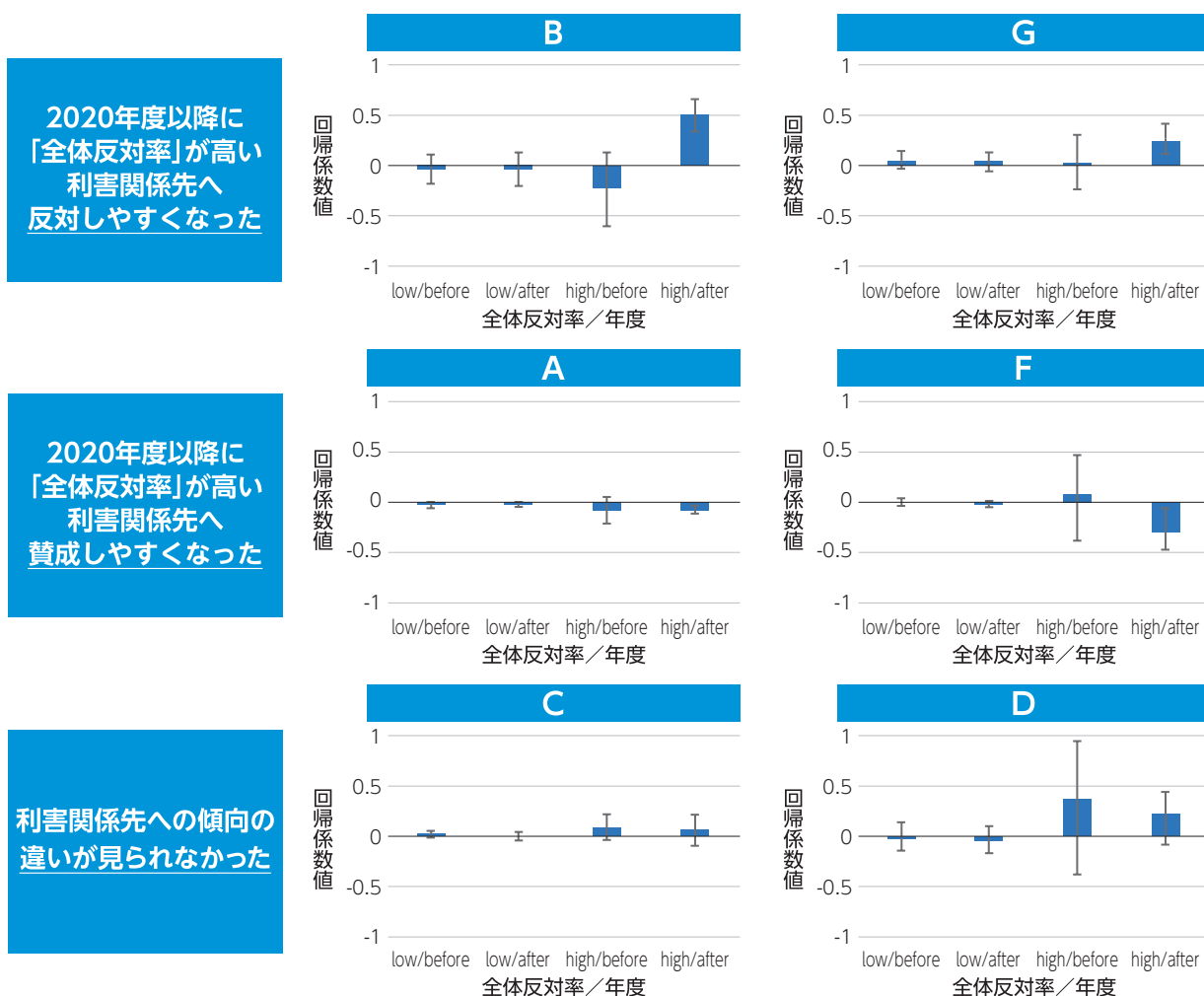
委託先運用会社ごとのサブサンプルで分析を行うことで、「全体反対率」が高い議案における傾向の変化を委託先運用会社ごとに比較できるようにしています。ただし、年度ごとや5%刻みの「全体反対率」の区分ごとでは十分なサンプルサイズが確保できないため、それまでの分析によって区分の切り方におおよそのあたりをつけ、粗い粒度（期間は2020年度で、「全体反対率」は30%で区分）のカテゴリ変数を用いて分析を行いました。

(3) の回帰式を用いた分析を委託先運用会社ごと¹³に実施し、それぞれで得られた β_k の推定値とその95%信頼区間を【図表10】に記しています。委託先運用会社によって、2020年度以降での「全体反対率」の高い利害関係先への行使傾向が異なっており、委託先運用会社B、Gでは利害関係先に対して反対しやすくなった一方で、委託先運用会社A、Fでは利害関係先に対して賛成しやすくなっています。また、委託先運用会社C、Dでは期間を問わず利害関係の有無による違いは確認されませんでした。前節までで見られたような、過去に利害関係先に対して賛成をしやすく、直近でその傾向が見られなくなったという傾向も、個別の委託先運用会社によって実態が様々であることが示されています。

¹² サンプルサイズの小ささと統制に用いた変数の一部の欠損によって2013年度、2014年度は係数が推定できなかった

¹³ サンプルサイズが小さかった委託先運用会社Eは省略した

【図表10】 委託先運用会社ごとの利害関係有無による行使傾向の変化



2020年度以降に
「全体反対率」が高い
利害関係先へ
反対しやすくなった

2020年度以降に
「全体反対率」が高い
利害関係先へ
賛成しやすくなった

利害関係先への傾向の
違いが見られなかった

※「全体反対率」が30%未満はlow、30%以上はhigh。年度が2020年度より前はbefore、2020年度以降はafter

5. 本稿のまとめ

分析の結果、全体的な傾向（全体の平均）としては、利害関係の有無が議決権行使に影響を与えている傾向はほぼ見えませんでした。一方で、「全体反対率」が高い議案、すなわち、議案の可決・否決に大きな影響を与える可能性が高い議案については、利害関係の有無による議決権行使の違いが現れているケースも一部で存在していました。例えば、2017年度より前は反対率が高い議案で利害関係先に対して寛容な行使（賛成行使）をする傾向がありました。しかし、この傾向は2017年度以降では見られなくなっていました。これは、スチュワードシップ・コード策定やその後の改訂などによる政府の対応やアセットオーナーの要請を受け、委託先運用会社が利益相反管理を強化するなどの努力が実を結びつつあることを示唆しています。ただし、個々の委託先運用会社の議決権行使結果をつぶさに見ていくと、利害関係の有無による議決権行使の傾向の違いは一樣ではないことも分かりました。

今回、大量の議決権行使データを用いることで、個別の行使事例の確認では観測できない利害関係先と利害関係先以外の行使の差を定量的に分析した点も大きな成果と言えます。ただし今回の分析では、委託先運用会社の利害関係先の定義をGPIFが行っており、取得可能なデータの制約等により、利益相反管理が必要な全てのケースをカバーできている訳ではありません。利益相反は様々な場面で起こり得るものであり、委託先運用会社によって利益相反管理の体制や、管理対象としている範囲が異なります。個々の委託先運用会社の組織に合った利益相反管理の在り方については、引き続き委託先運用会社と対話を続けることで、より良いかたちを追求していく必要があります。

第三章

サステナビリティ関連財務 情報の評価と分析

GPIFは、2018年に「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」への賛同を表明して以降、気候・自然分野を中心に、サステナビリティ関連財務情報の評価と分析を行ってきました。『2024年度サステナビリティ投資報告』では、近年議論が進んでいる自然資本や生物多様性に関連するリスクにも着目し、GPIFの国内株式の運用会社へのアンケートにより、「自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）」の提言に基づく優れた開示を行っている企業を紹介します。これに加え、社会やガバナンスに関するテーマも含む「サステナビリティ関連財務情報開示」の分析などに新たに取り組みました。



P.61 サステナビリティ関連財務情報の開示・分析の構成と注目点

P.63 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～GPIFポートフォリオの特徴～

P.65 ポートフォリオの温室効果ガス排出量等の分析
～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～

P.69 財務インパクト ～Climate VaR分析（株式）～

P.73 環境・気候へのインパクト

～気温上昇ポテンシャル分析～

P.75 GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ「優れたTNFD開示」

P.79 サステナビリティ関連財務情報の開示状況に関する分析

P.91 不祥事が企業業績に与える影響に関する分析



サステナビリティ関連財務情報の開示・分析の構成と注目点

第三章では、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った気候変動関連の情報や、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）の提言を踏まえた調査結果をまとめました。その上で、環境だけでなく、社会やガバナンスに関するテーマも含むサステナビリティ関連財務情報の全般に着目し、企業による情報開示の進捗状況を分析しました。社会やガバナンスをめぐる不祥事が多いことに着目しつつ、不祥事が企業の業績に与える影響なども分析しました。

気候・自然関連財務情報の分析

TCFDは、アセットオーナーについて、「インベストメントチェーンの頂点に位置しているため、投資先組織に対しより踏み込んだ気候関連財務情報の開示を促す重要な役割を担っている」とした上で、アセットオーナーによる情報開示により、「インベストメントチェーンを通じてより良い開示が促され、全ての組織と個人が、十分な情報に基づく投資意思決定を行うことが可能となる」としています。こうした考え方を踏まえ、GPIFは『2018年度ESG活動報告』から過去6回にわたり、気候関連財務情報の開示を行ってきました。『2024年度サステナビリティ投資報告』でも、GPIFポートフォリオ（2025年3月末時点）の保有資産を対象とした温室効果ガス（GHG）排出量の計測や、気候変動に関するシナリオ分析などを行いました。

株式ポートフォリオの売上100万円当たりのGHG排出量（スコープ1+2+3）を業種別に見ると、国内株式では、「金融」、「資本財・サービス」、「エネルギー」の順に、外国株式では、「エネルギー」、「資本財・サービス」、「素材」の順に大きい結果となりました。GHG排出量（スコープ1+2）の過去からの推移を見ると、2016年度以降、国内株式、外国株式ともに概ね減少傾向で、直近も減少していることが確認できました。株式ポートフォリオのGHG排出量は、S&P Global社（旧Trucost社）のデータに基づき集計しました。

また、気候変動に関するシナリオ別に、リスクと収益機会をClimate Value-at-Risk（CVaR）¹という手法を用いて分析しました。「1.5℃非秩序的移行」シナ

リオの「総合CVaR²」は、外国株式では最も大きなマイナス幅となったのに対し、国内株式では全シナリオの中で唯一プラスの値となりました。

気候変動による被害などを推計する「物理的リスクと機会」に関しては、例年よりも詳細に分析しました。「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオのもと、2050年時点で異常気象が資産及び収益に及ぼす影響をポートフォリオレベルで集計しました（図表1）。例えば、国内株式について、資産に及ぼす影響を見ると、「沿岸洪水」は影響を受ける資産の割合は限定的であるものの、各資産の損失率が高いという特徴がありました。収益に及ぼす影響を見ると、「猛暑」は影響を受ける資産の割合が大きいものの、収益への影響は中程度にとどまります。分析支援業務は、MSCI社に委託しました。

GPIFポートフォリオの構成企業による2050年までのGHG排出量の予測値をもとに、気温上昇という尺度で温暖化への影響の可能性を確認する「気温上昇ポテンシャル」（ITR）分析では、いずれの資産もパリ協定の2℃目標を上回る結果となりました。分析支援業務は、MSCI社に委託しました。

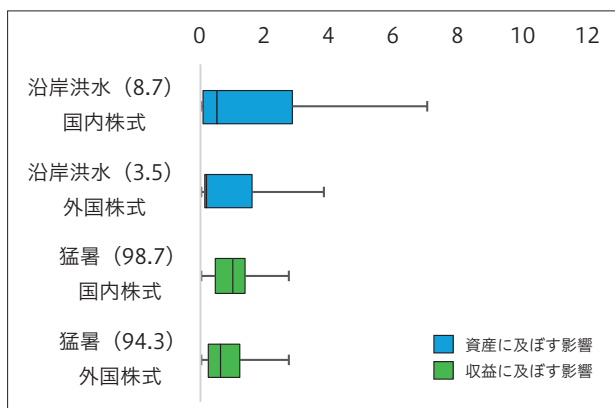
TNFDの提言を踏まえ、「優れたTNFD開示」の事例を調べ、とりまとめました³。具体的には、国内株式の運用を委託している運用会社20機関に対して、「優れたTNFD開示」の選定を依頼した結果、「優れたTNFD開示」として、28社が選ばれました。そのうち、3機関以上から高い評価を得た企業は7社ありました（図表2）。

1 気候変動に伴う政策の変化や災害による企業価値や証券価値への影響を測定する分析手法。詳細は、本報告書作成のためにMSCI社が分析したレポート「2025 GPIFポートフォリオにおける気候関連リスクおよびESG不祥事の財務的影響分析」をご参照ください

2 「政策リスク」（例：GHG排出削減コスト）、「技術機会」（例：環境技術からの収益）、「物理的リスクと機会」（例：気候変動による被害）の値を合算したものを

3 GPIFは、TNFDへの賛同は表明していませんが、気候変動リスクと同様に、自然関連リスクについても、投資先企業の企業価値への影響を通じて、運用資産に影響を与え得るリスクであると認識し、企業による情報開示に注目しています

【図表1】 2050年時点の異常気象による平均年間損失 (%)



(注) 各災害リスクの横の括弧内の数値は、ポートフォリオ全体の資産のうち影響を受ける資産の割合 (%) を示している
(出所) MSCI社の資料を基にGPIF作成

【図表2】 3機関以上の運用機関から高い評価を得た「優れたTNFD開示」

社名	得票数
アサヒグループホールディングス	6機関
麒麟ホールディングス	6機関
東急不動産ホールディングス	4機関
住友林業	3機関
王子ホールディングス	3機関
日本電気	3機関
三菱UFJフィナンシャル・グループ	3機関

(注) 同得票数の場合は証券コード順
(出所) GPIF

サステナビリティ関連財務情報の開示や不祥事の分析

『2024年度サステナビリティ投資報告』では、環境だけでなく、社会やガバナンスに関連するテーマにも焦点を当て、分析を行いました。

企業のサステナビリティ関連財務情報の開示状況を把握するため、「取締役会構成」、「サプライチェーン」、「気候変動」、「人権と地域社会」、「ダイバーシティ」など17テーマについて、情報を開示している企業の割合や、開示内容の経年比較など、情報開示に関する分析を行いました。例えば、「取締役会構成」に関しては、CEO（最高経営責任者）と取締役会議長を分離している企業の割合を見ると、ヨーロッパと北米は日本と比較して高いことが分かりました（図表3）。ただし、日本は過去4年間で同割合が2倍になり、上昇傾向にあることが確認されました。

非開示の情報⁴を含めた企業実態の分析も行いました。基本給に当たる「時間給」の中央値で男女の賃

金格差を比較したところ、日本では他の地域の2倍程度の男女間の賃金格差が生じていることが分かりました。分析支援業務は、S&P Global社に委託しました。

情報開示に関する分析では、企業は自社の不祥事に関する情報を積極的に開示していないことが分かりました。こうした背景を踏まえ、グローバルで発生している不祥事の全体像や、不祥事が企業の業績に与える影響について分析しました。MSCI World Indexに組入れられている企業を対象に、不祥事の件数を集計したところ、2016年12月～2025年5月の期間中の合計で3,525件に上り、テーマ別では会計不正を含む「贈収賄と不正」（575件）が最多でした（図表4）。日本、ヨーロッパ、アジア・太平洋（除く日本）の地域では、「不祥事を起こした企業」のEPS成長率は、「そうでない企業」よりも低い結果となりました⁵。分析支援業務は、MSCI社に委託しました。

【図表3】 サステナビリティ関連財務情報の開示分析の主な結果

	項目	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
ガバナンス	CEOと取締役会議長を分離	14%	39%	64%	22%
	統合報告書に第三者保証を取得	58%	38%	80%	55%
環境	スコープ3の第三者保証を取得	62%	48%	73%	36%
	生物多様性のコミットメントを開示	62%	47%	56%	50%
社会	適用範囲にサプライヤーを含む人権方針	75%	77%	88%	51%
	汚職・贈収賄の件数を開示	38%	15%	47%	57%

(出所) S&P社の資料を基にGPIF作成

【図表4】 地域別、内容別に見る主な不祥事の件数

大分類	中分類	小分類	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
環境・社会	環境	有害物質と廃棄物管理	4	41	26	35
		反競争的行為	58	130	135	81
	消費者	顧客関係	15	106	81	68
		マーケティングと広告	5	52	30	21
		製品安全品質	27	147	76	86
		人権	9	81	34	48
	労働者の権利	地域社会への影響	10	79	69	49
		団体交渉と団結	4	78	14	20
		差別と従業員の多様性	16	93	28	109
		労働安全衛生	27	134	58	105
		労働マネジメント関係	25	38	42	65
ガバナンス	ガバナンス	贈収賄と不正	55	159	109	252
		ガバナンス構造	5	25	26	50

(出所) MSCI社の資料を基にGPIF作成

4 一般には開示されていないものの、S&P Global社のアンケート調査に対する各企業からの回答によって収集されたデータ

5 ただし、分析手法や対象、期間などによって、異なる結果が得られることが想定されます



ポートフォリオの温室効果ガス 排出量等の分析 ～GPIFポートフォリオの特徴～

第三章前半ではGPIFポートフォリオの保有資産を対象とした温室効果ガス排出量の計測や気候変動リスクの分析などを行います。その前段階として、本節ではGPIFポートフォリオの特徴を確認し、業種別の売上100万円当たりの温室効果ガス排出量を計測しました。

GPIFのポートフォリオの特徴

第三章前半では、GPIFポートフォリオの「国内株式」、「外国株式」を対象に、2025年3月末時点のデータを使用し、温室効果ガス排出量（以下、GHG排出量）等の計測や移行リスク¹及び物理的リスク²の分析、気温上昇ポテンシャル分析などを行っています。分析結果はそれぞれの資産の保有額や業種別構成比などに大きく影響を受けるため、まずは事前にそれらの特徴を確認しておくことが重要です。

GPIFのポートフォリオは、全体の時価総額のうち債券と株式で約半分ずつの比率になっており、2025年3月末時点で国内株式が全体の23.94%、外国株式が同24.05%、国内債券が同27.64%、外国債券が同24.37%の割合になっています。そのうち債券ポートフォリオは、国内外ともにその大部分が国債・政府関連債から構成されており、社債の割合は低い水準となっています（図表1）。また、国内株式、外国株式、国内債券（社債）、外国債券（社債）の各ポートフォリオのGHG排出量を見てみると、債券ポートフォリオのGHG排出量の割合は国内外合わせて5%に満たない低い水準となっており、債券ポートフォリオがGPIFポートフォリオ全体に与える影響が小さいことが確認できます（図表2）。このため、以降では株式ポートフォリオのみを対象として分析を行っています。

まず、株式ポートフォリオの構成比を業種別³に見てみると、国内株式と外国株式とで構成比に違いがあります（図表3）。国内株式では、「資本財・サービス」、

「一般消費財・サービス」、「金融」の順に構成比が高くなっていますが、外国株式では、「情報技術」、「金融」、「ヘルスケア」の順に構成比が高くなっています。

次に、GHG排出量の業種別の傾向を見てみます（図表4）。ここでは、業種間の比較を行うため、売上100万円当たりのGHG排出量を使用しています。GHG排出量の集計範囲は、企業による自社のGHGの直接排出（スコープ1）、購入電力による間接排出（スコープ2）に加えて、購入電力以外の調達した製品・サービスに起因する排出（スコープ3上流）と製品・サービスの消費・利用に起因する間接排出（スコープ3下流）を分析対象としています（図表5）。国内株式を見ると、「金融」、「資本財・サービス」、「エネルギー」の順に、外国株式では、「エネルギー」、「資本財・サービス」、「素材」の順に売上100万円当たりのGHG排出量が大きくなっています。「エネルギー」、「素材」、「資本財・サービス」には直接排出・間接排出の多い企業が含まれ、「金融」は投融資先のGHG排出量が含まれるため、売上100万円当たりのGHG排出量が多くなっています。

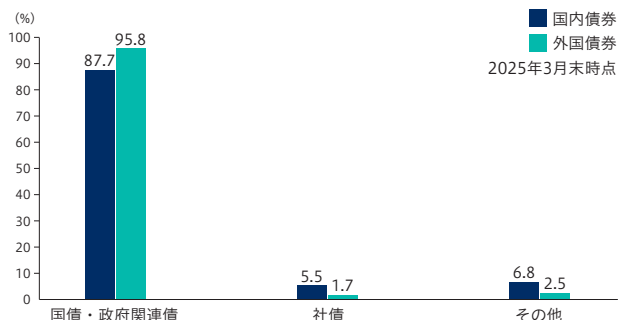
以降の分析結果を理解する際には、こうした業種の構成比及び業種によるGHG排出量の傾向の違いに留意する必要があります。GPIFの株式ポートフォリオは国内株式の約9割、外国株式の約8割がパッシブファンドであり、ベンチマークの業種構成比が、概ねそのままポートフォリオに反映されています。

¹ 移行リスクとは、低炭素経済への移行に伴って発生する政策・技術革新・需要変化等に起因したリスク

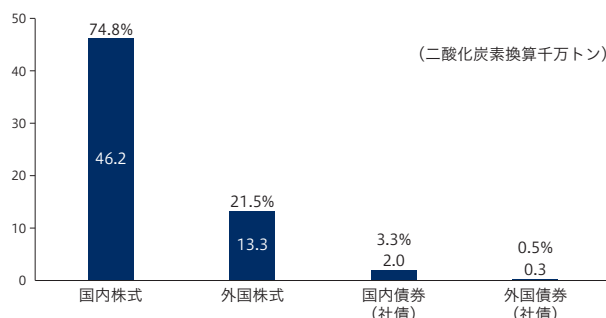
² 物理的リスクとは、気候変動自体による資産に対する直接的な損傷やサプライチェーンの寸断等によるリスク

³ 世界産業別基準（GICS）の11セクターに基づく。なお、「コミュニケーション・サービス」は、「通信サービス」として表記する。以降のページも同様

【図表1】 GPIFの債券ポートフォリオにおける種類別構成比

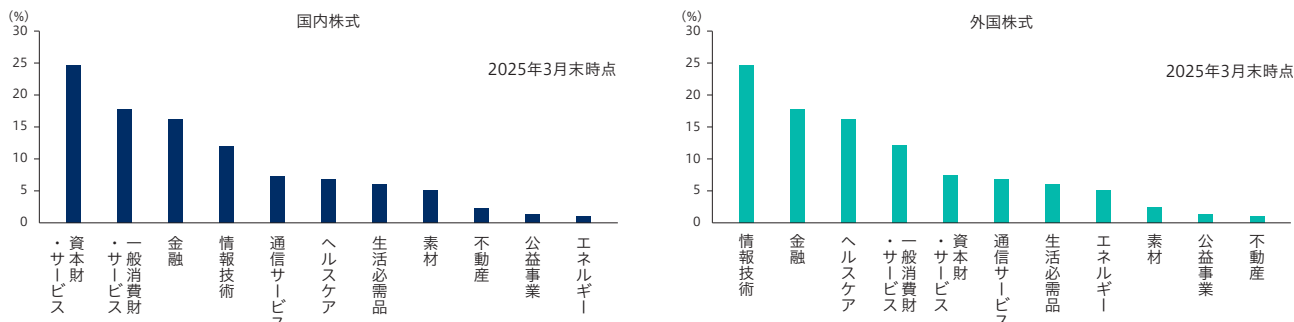


(注) その他は、証券化商品等が含まれる
(出所) GPIF

【図表2】 GPIFのポートフォリオの資産別カーボンフットプリント⁴

(注) GHG排出量は、企業の株式・社債の保有額の割合に応じて割り当てられたカーボンフットプリントを使用。割り当て分は、分析時点の企業の株式・社債の保有額を分子、現金を含んだ企業価値 (EVIC) を分母として計算
(出所) S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

【図表3】 GPIFの株式ポートフォリオの業種別時価総額構成比



(出所) GPIF

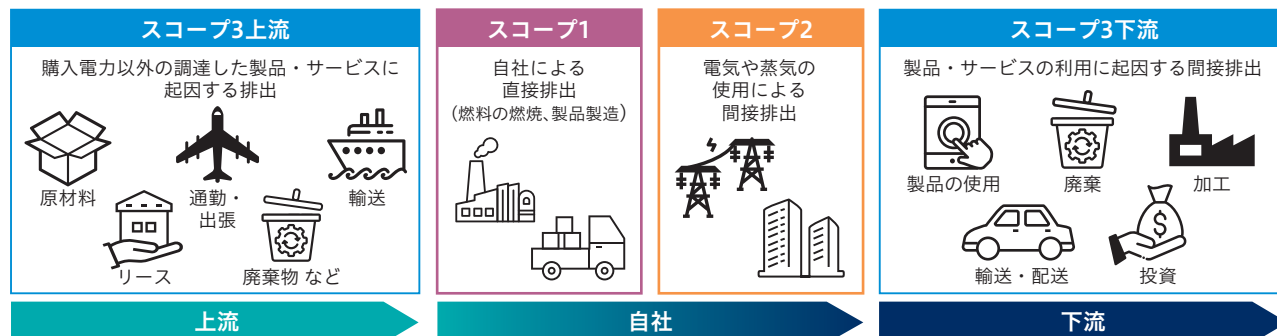
【図表4】 売上100万円当たりの温室効果ガス排出量⁴ (二酸化炭素換算トン)

	エネルギー	素材	資本財・サービス	一般消費財・サービス	生活必需品	ヘルスケア	金融	情報技術	通信サービス	公益事業	不動産
国内株式	19.46	11.63	23.54	9.07	2.93	0.70	26.04	2.78	1.01	11.07	2.36
外国株式	26.46	19.89	23.78	4.83	3.51	0.55	7.58	2.20	0.73	14.60	4.04

(注) GHG排出量は、企業の株式の保有額の割合に応じて割り当てられたカーボンフットプリントを使用。割り当て分は、分析時点の企業の株式の保有額を分子、現金を含んだ企業価値 (EVIC) を分母として計算

(出所) S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

【図表5】 温室効果ガス排出のスコープ別分類



(注) 上図は各スコープに含まれる主なものを掲載
(出所) GHGプロトコル等を参考にGPIF作成

4 温室効果ガスの集計範囲は、スコープ1、2、3。GHG排出量の前年変化率の上下1%の銘柄を外れ値として集計から除外。データは2025年3月末時点 (GHG排出量は2025年3月末時点で取得可能なデータより算出)



ポートフォリオの温室効果ガス 排出量等の分析

～カーボンフットプリント・カーボンインテンシティ～

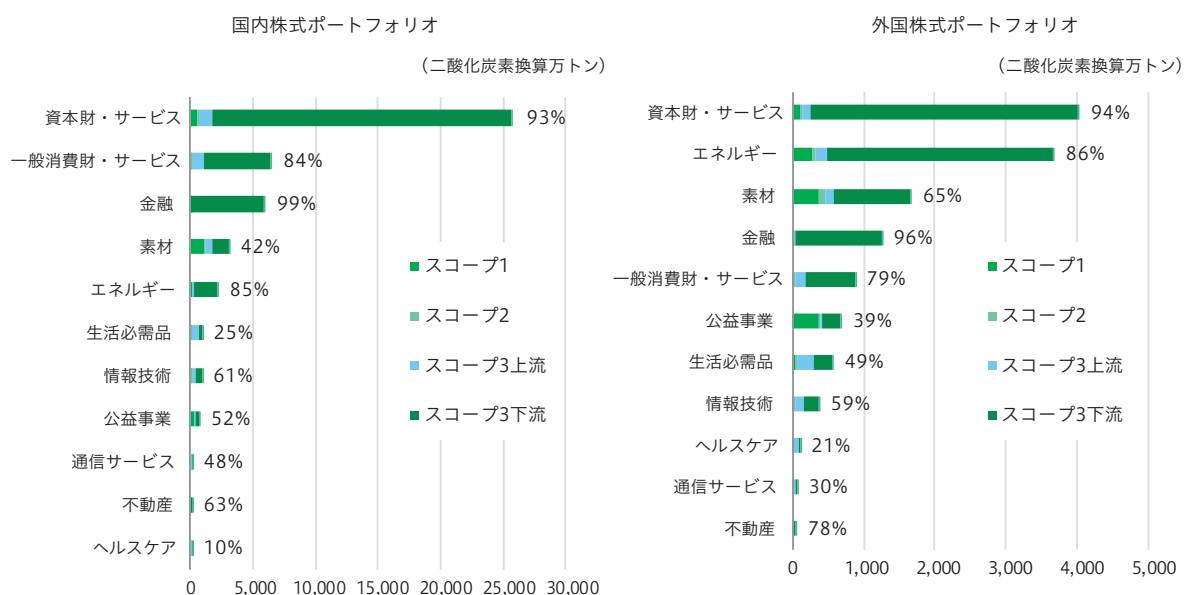
GPIFでは、TCFD提言に沿った気候関連財務情報開示の一つとして、保有しているポートフォリオの温室効果ガス排出量（カーボンフットプリント）等を毎年計測しています。各資産の温室効果ガス排出量等の増減は、ポートフォリオの保有銘柄や保有額の変化にも大きく影響されます。

■ スコープ3の影響を大きく受ける業種別の温室効果ガス排出量

2024年度末の株式ポートフォリオの温室効果ガス排出量（以下、GHG排出量¹）をセクター別・スコープ別にみたものが図表1です。GHG排出量については、スコープ1、スコープ2、スコープ3を対象としています。国内株式及び外国株式ともに「資本財・サービス」の総排出量が最も多く、外国株式では「エネルギー」の総排出量も多くなっています。また、総排出量に占めるスコープ3下流の割合が非常に高い業種に注目すると、「資本財・サービス」、「エネルギー」、「一般消費財・サービス」に加えて、「金融」もスコープ3下流に投融資先のGHG排出量が含まれるため、その割

合が非常に高い業種であることが確認できます。これらのウエイトが高いポートフォリオの場合は、スコープ3を対象に含めるか否かで分析結果が大きく変わるため注意が必要です。なお、以降の分析では、GHG排出量の対前年変化率が最も大きい上下1%の銘柄を外れ値として集計から除外しています。また、スコープ3については、未開示企業も多く、モデルによる推定値に依存する部分も多いため、過去からの推移及び変化の要因分解（P.66図表3、図表4及びP. 67図表6、図表7）については対象外としています。

【図表1】業種別・スコープ別温室効果ガス排出量



(注1) 2025年3月末時点で取得可能なデータ

(注2) グラフ上の数字は、総排出量に占めるスコープ3下流の割合

(出所) S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

1 企業の株式の保有額の割合に応じて割り当てられた温室効果ガス排出量を使用。割り当て分は、分析時点の企業の株式の保有額を分子、現金を含んだ企業価値（EVIC）を分母として計算

カーボンフットプリント（温室効果ガス排出量）分析

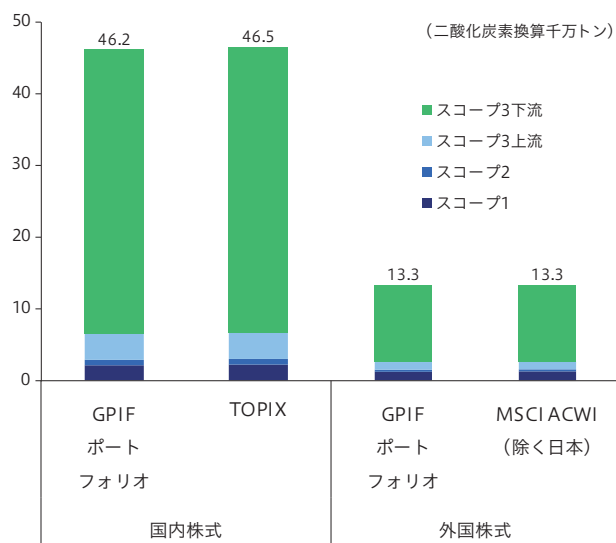
2024年度末の株式ポートフォリオのスコープ1から3のGHG排出量を計測したものが図表2です。総排出量は外国株式に比べて国内株式の方が大きく、また、国内株式はTOPIXと、外国株式はMSCI ACWI（除く日本）と比較すると概ね同じ水準になっています。この結果は、P.64の図表1から図表4で確認したように、GPIFのポートフォリオにおける各資産の保有額や業種の偏り、パッシブファンドの割合に影響されています。また、国内株式及び外国株式のGHG排出量の内訳を見ると、いずれもスコープ3が総排出量の大部分を占めていることが確認できます。

GHG排出量の過去からの推移を見るために、2016年度のGHG排出量（スコープ1+2）を100として、その後の推移を確認したものが図表3です。2016年度

以降、国内株式及び外国株式ともに概ね減少傾向となっており、直近も減少していることが確認できます。

2023年度から2024年度のGHG排出量（スコープ1+2）の変化の要因をみたものが図表4です。GHG排出量の変化については、その変化量を投資先企業のGHG排出量に起因する「排出量要因」、ポートフォリオの保有比率に起因する「保有比率要因」、それ以外の「複合要因」に分解しています。国内株式のGHG排出量は前年比で244万トン減少しており、排出量要因が主な減少要因となっているのに対して、外国株式は267万トン減少しており、保有比率要因が主な減少要因となっています。（株式ポートフォリオの業種別カーボンフットプリントや業種別要因分解についてはP.68の図表8を参照）。

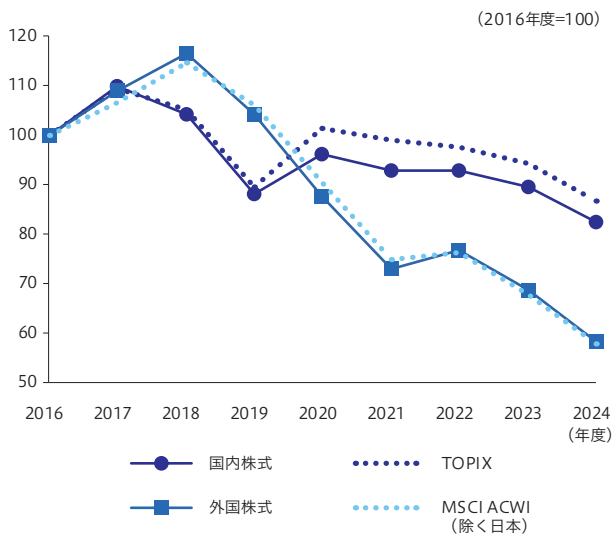
【図表2】スコープ別のカーボンフットプリント



（注）2025年3月末時点で取得可能なデータ

（出所）図表2、3：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

【図表3】カーボンフットプリントの推移



（注）カーボンフットプリントはスコープ1+2に基づき算出

【図表4】カーボンフットプリント変化の要因分解

（二酸化炭素換算万トン）

	国内株式					外国株式				
	排出量 FY2024	排出量変化				排出量 FY2024	排出量変化			
		排出量 要因	保有比率 要因	複合 要因			排出量 要因	保有比率 要因	複合 要因	
GPIFポートフォリオ	2,880	-244	-213	-44	+13	1,495	-267	-70	-202	+4

（注）カーボンフットプリントはスコープ1+2に基づき算出

（出所）S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

カーボンインテンシティ（炭素強度）分析

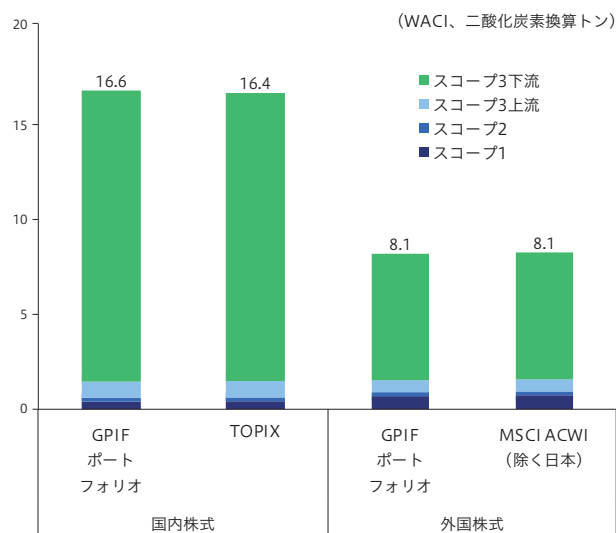
2024年度末の株式ポートフォリオのスコープ1から3のカーボンインテンシティを計測したものが図表5です。ここでは、TCFDが開示を推奨している加重平均カーボンインテンシティ（以下、WACI）に基づき計測を行いました。WACIの計算に当たっては、企業の売上100万円当たりのGHG排出量²をポートフォリオにおけるウェイトに応じて加重平均しています。WACIは外国株式に比べて国内株式の方が大きく、また、国内株式はTOPIXと、外国株式はMSCI ACWI（除く日本）と比較すると概ね同じ水準になっています。また、国内株式及び外国株式のWACIの内訳を見ると、いずれもスコープ3がWACIの大部分を占めていることが確認できます。

WACIの過去からの推移を見るために、2016年度のWACI（スコープ1+2）を100として、その後の推移を確認したものが図表6です。2016年度以降、国

内株式及び外国株式ともに概ね減少傾向となっており、直近も減少していることが確認できます。これらの結果は、P.66で確認したカーボンフットプリントの傾向とほぼ一致しています。

2023年度から2024年度のWACI（スコープ1+2）変化の要因をみたものが図表7です。WACIの変化については、その変化量を投資先企業の炭素強度（GHG排出量／売上高）に起因する「炭素強度要因」、ポートフォリオの保有比率に起因する「保有比率要因」、それ以外の「複合要因」に分解しています。国内株式は0.22トン、外国株式は0.13トン減少しており、いずれも炭素強度要因が主な減少要因となっており、企業の売上100万円当たりのGHG排出量の変化がWACI減少の主な要因になっていることが確認できます（株式ポートフォリオの業種別WACIや業種別要因分解についてはP.68の図表9を参照）。

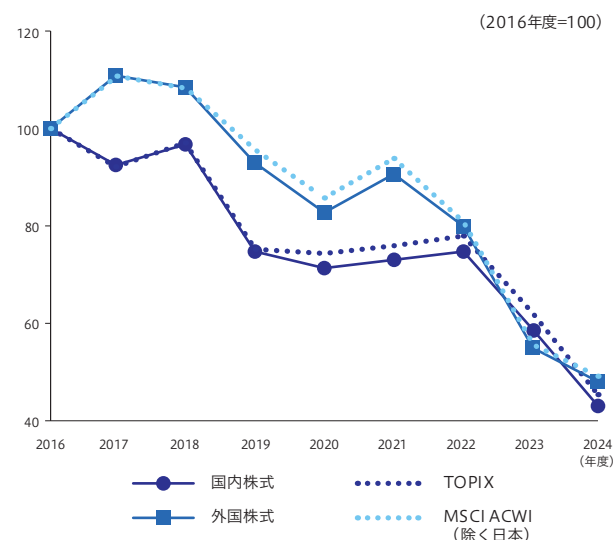
【図表5】
スコープ別の加重平均カーボンインテンシティ (WACI)



(注) 2025年3月末時点で取得可能なデータ

(出所) 図表5、6：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

【図表6】
加重平均カーボンインテンシティ (WACI) の推移



(注) WACIはスコープ1+2に基づき算出

【図表7】加重平均カーボンインテンシティ (WACI) 変化の要因分解

(二酸化炭素換算トン)

	国内株式					外国株式				
	WACI FY2024	WACI変化	炭素強度要因	保有比率要因	複合要因	WACI FY2024	WACI変化	炭素強度要因	保有比率要因	複合要因
GPIFポートフォリオ	0.59	-0.22	-0.16	-0.07	+0.01	0.88	-0.13	-0.12	+0.01	-0.02

(注) WACIはスコープ1+2に基づき算出

(出所) S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.

2 割り当てなしの温室効果ガス排出量を使用

株式ポートフォリオのカーボンフットプリント・カーボンインテンシティ変化の業種別要因分解

P.66図表4で確認した2023年度から2024年度のGHG排出量（スコープ1+2）の変化の要因を業種別にみたものが図表8、P.67図表7で確認した2023年度から2024年度のWACI（スコープ1+2）変化の要因を業種別にみたものが図表9です。GHG排出量の変化及びWACIの変化ともに、国内株式では「素材」、

「資本財・サービス」、外国株式では「素材」、「公益事業」の減少が大きいことが確認できます。なお、図表9で業種別WACIをトン単位のままを表示すると非常に小さい値になってしまうため、単位をキログラムに変更しています。

【図表8】カーボンフットプリント変化の要因分解（業種別）

（二酸化炭素換算万吨）

	排出量 FY2024	排出量変化				排出量 FY2024	排出量変化			
			排出量 要因	保有比率 要因	その他 要因			排出量 要因	保有比率 要因	その他 要因
		国内株式					外国株式			
エネルギー	190	+3	-7	+4	+7	311	-53	+4	-55	-1
素材	1,268	-131	-137	-2	+8	454	-134	-31	-110	+7
資本財・サービス	630	-72	-46	-22	-4	128	-6	+1	-8	+2
一般消費財・サービス	192	-15	-12	-4	+0	51	-4	+2	-7	+1
生活必需品	132	-3	-7	+4	-1	56	-13	-6	-5	-2
ヘルスケア	34	-2	-5	+3	-0	16	+0	+1	-1	+0
金融	10	+2	+0	+1	+0	23	-0	-1	+0	+0
情報技術	115	-2	-0	-3	+1	48	-7	-0	-6	-0
通信サービス	28	-2	-1	-1	+0	20	+2	+1	+1	-0
公益事業	272	-20	+2	-24	+1	381	-52	-42	-9	-1
不動産	10	-1	-1	-0	-0	7	-1	-0	-1	+0

（注）カーボンフットプリントはスコープ1+2に基づき算出

【図表9】加重平均カーボンインテンシティ（WACI）の要因分解（業種別）

（二酸化炭素換算キログラム）

	WACI FY2024	WACI変化				WACI FY2024	WACI変化			
			炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因			炭素強度 要因	保有比率 要因	複合 要因
		国内株式					外国株式			
エネルギー	18	-5	-3	-2	+0	127	+0	+9	-8	-1
素材	204	-83	-59	-31	+6	198	-40	-18	-22	+1
資本財・サービス	143	-56	-45	-13	+1	72	-12	-9	-2	-0
一般消費財・サービス	43	-14	-11	-5	+2	35	-8	-7	-2	+1
生活必需品	28	-5	-5	-1	+0	21	-6	-5	-2	-0
ヘルスケア	18	-3	-3	-0	+0	13	-3	-2	-1	+0
金融	11	+1	-0	+2	-0	19	-1	-4	+4	-1
情報技術	38	-13	-5	-11	+3	50	-5	+2	-7	-1
通信サービス	14	-1	-1	+1	-0	19	+1	-1	+2	-0
公益事業	66	-35	-30	-7	+2	308	-52	-90	+52	-14
不動産	5	-1	-1	-1	-0	13	-1	-1	+0	-0

（注）WACIはスコープ1+2に基づき算出

（出所）図表8、9：S&P社提供のデータよりGPIF作成。S&P Global Sustainable1, S&P Trucost Limited Copyright © 2025 S&P Global Inc.



財務インパクト ～Climate VaR分析（株式）～

気候変動リスクへの対応は、企業に対してコスト負担が生じる一方、環境技術の需要拡大に伴う収益機会の拡大も期待されます。両者がGPIFの株式ポートフォリオに与える影響を見ると、各シナリオで、+5.7%～▲8.8%（国内株式）、▲3.0%～▲9.2%（外国株式）価格が変化する可能性があることが示されました。

Climate Value-at-Riskを用いた株式ポートフォリオの分析

本節では、「株式」に係る気候変動リスクについて、Climate Value-at-Risk（CVaR）¹を用いて分析します。CVaRは、主要各国の中央銀行や金融監督当局で構成される「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（以下、NGFS）」等が公表する気候変動の様々なシナリオを前提に、企業価値への影響を測定するものです。具体的には、「政策リスク」（例：GHG排出削減コスト）、「技術機会」（例：環境技術からの収益）、「物理的リスクと機会」（例：気候変動による被害）

の3つの観点から推計しています。本稿では、NGFSの各シナリオ下において、GPIFのポートフォリオが受ける影響についてまとめています。

図表1は、前提となる8つのシナリオの概要です。主に、気温上昇が+1.5℃、+2.0℃、+3.0℃の3つのケースがあり、各ケースにおいて、政策導入のタイミングや技術革新の進展速度などの違いを考慮したバリエーションが加えられ、計8シナリオが想定されています。

【図表1】NGFS気候変動シナリオ

前提シナリオ		温度上昇	シナリオ	政策導入	技術変化
①	1.5℃非秩序的移行	+1.5℃	無秩序なネットゼロ達成	迅速だがセクター間で分離	速い
②	1.5℃秩序的移行	+1.5℃	2050年ネットゼロ達成	迅速かつ円滑	速い
③	1.5℃秩序的移行（エネルギー需要低下）（注）	+1.5℃	需要低下	迅速かつ円滑	速い
④	2.0℃非秩序的移行	+2.0℃	移行遅延	遅延	遅い
⑤	2.0℃秩序的移行	+2.0℃	2℃未満移行	迅速かつ円滑	中程度
⑥	3.0℃温暖化進行（分断した世界）	+3.0℃	分断した世界	遅延かつ分断	遅い/分断
⑦	3.0℃温暖化進行（各国削減目標）	+3.0℃	各国削減目標	NDCs	遅い
⑧	3.0℃温暖化進行（現行政策）	+3.0℃	現行政策	なし（現行政策）	遅い

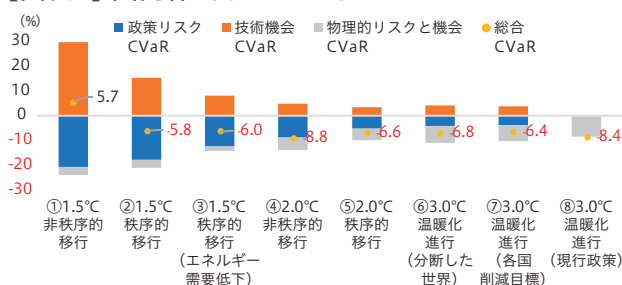
（注）排出削減や技術導入、行動変容によるエネルギー需要の削減を前提としたシナリオ
（出所）MSCI社提供データよりGPIF作成

ここからは、2025年3月末の株式ポートフォリオに関するシナリオ別CVaRの分析結果を確認します。図表2及び3のシナリオ別CVaRの要因分解を見ると、2050年ネットゼロ達成に近づくシナリオほど、企業にとって厳しい環境規制が導入されるため、「政策リスク」によるマイナス幅が大きくなります。一方で、こうしたシナリオでは気候変動に伴う物理的影響が抑制されることから、「物理的リスクと機会」によるマイナス幅は縮小します。また、環境技術への需要拡大を通じた収益機会の増加から、「技術機会」のプラス幅は大きくなります。国内株式と外国株式のCVaRは、全

体として似たような傾向を示していますが、国内株式の方が、「技術機会」のプラス幅が相対的に大きくなっている点が異なります。「政策リスクCVaR」、「技術機会CVaR」、「物理的リスクと機会CVaR」の値を合算した「総合CVaR」に着目すると、外国株式では、「1.5℃非秩序的移行」シナリオの「総合CVaR」が全シナリオの中で最も大きなマイナス幅となったのに対し、国内株式では、「1.5℃非秩序的移行」シナリオの「総合CVaR」が全シナリオの中で唯一プラスの値となりました。

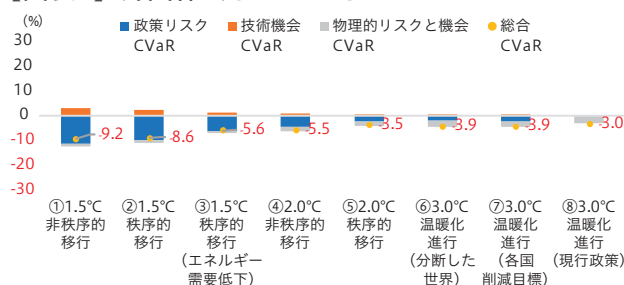
¹ CVaR（Climate Value-at-Risk）は、気候変動に伴う政策の変化や災害による企業価値や証券価値への影響を測定する分析手法です。紙幅の制約で掲載できなかったデータなどを含め、本節で取り上げた分析の詳細は、MSCI社のレポート「2025 GPIF ポートフォリオにおける気候関連リスクおよびESG不祥事の財務的影響分析」をご参照ください

【図表2】国内株式ポートフォリオのCVaR



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成

【図表3】外国株式ポートフォリオのCVaR



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成

Column

プライベート・エクイティのClimate VaR分析

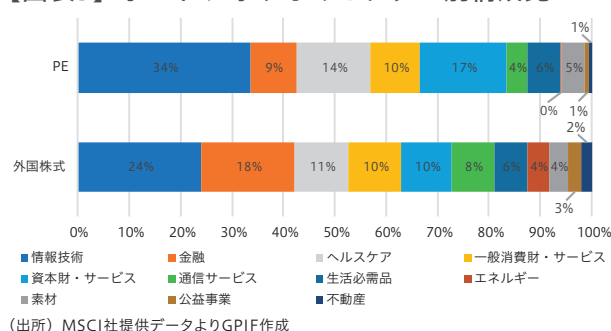
本分析では、プライベート・エクイティ（以下、PE）の投資先ごとにCVaRを推計し、PEポートフォリオ全体のCVaRを算出しました²。PEポートフォリオの構成銘柄の地域別構成比を見ると、60%超が米国に拠点を有しており、外国株式ポートフォリオと類似しています。こうした点を踏まえ、PEポートフォリオのCVaRを、外国株式ポートフォリオとの比較を通じて分析しています。

【図表4】PEポートフォリオのCVaR



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成

【図表5】ポートフォリオのセクター別構成比



(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成

PEポートフォリオの「総合CVaR」は、「1.5°C非秩序的移行」シナリオにおいて最も大きなマイナス幅となっており、次いで「1.5°C秩序的移行」シナリオでも大きなマイナス幅となりました（図表4）。これは、外国株式ポートフォリオのCVaRと同様です（図表3）。ただし、「政策リスク」の影響が大きい1.5°Cシナリオでは、外国株式ポートフォリオの「総合CVaR」の方が大きなマイナス幅となった一方、影響が小さい3.0°Cシナリオでは、PEポートフォリオの「総合CVaR」の方が大きなマイナス幅となりました。

PEポートフォリオのセクター構成を外国株式ポートフォリオと比較すると、温室効果ガス排出量の多い「エネルギー」の比率が相対的に小さい一方、排出量の少ない「情報技術」や「ヘルスケア」などの比率が大きく、PEポートフォリオは相対的に低炭素型産業への投資配分が大きい構造となっていることが分かります（図表5）。このため、「政策リスク」が温室効果ガス排出量の多いセクターに与えるマイナスの影響が顕著に表れる1.5°Cシナリオにおいて、PEポートフォリオの「総合CVaR」のマイナス幅が外国株式ポートフォリオよりも小さくなったものと推察されます。もっとも、CVaRを構成する他の要素である「物理的リスクと機会」のマイナスの影響については、むしろPEポートフォリオの方がやや大きい点には、留意が必要です。

2 株式とPEのCVaR算出メソッドの違いについては、「2025 GPIF ポートフォリオにおける気候関連リスクおよびESG不祥事の財務的影響分析」をご参照ください

「物理的リスクと機会」の災害リスク別分析

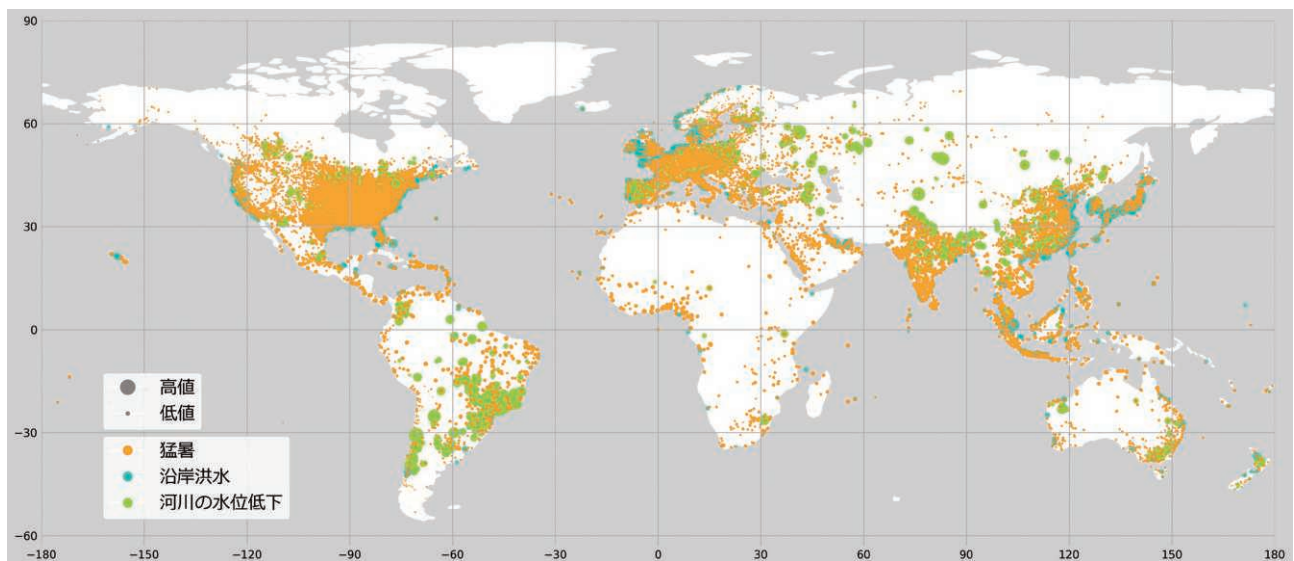
『2024年度サステナビリティ投資報告』においては、「物理的リスクと機会」に着目した分析を試みました。「物理的リスクと機会CVaR」では、観測データ及び最新の気候モデルの予測に基づいた気候関連データを用いて、21世紀末までに発生が想定される慢性的または急性の異常気象が企業財務に与える影響を地域別・セクター別に推計しています。その際、気象災害をリスクの性質に応じて「慢性的リスク」と「急性リスク」の2つのカテゴリに分類した上で、合計11種類の災害を分析対象としています³。

今回はMSCI社の GeoSpatial Asset Intelligence の活用により、企業の資産単位での分析を行いました。具体的には、特定の規模の気象災害について、資産の損害額や収益損失額に災害の発生頻度を乗じて期待損失を計算します。様々な規模の災害について期待損失の計算結果を集計した上で、各災害に対す

る将来見込まれる平均年間損失を算出しています。

図表6は、「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオのもとで、GPIFの株式ポートフォリオの構成銘柄における各資産について、影響が相対的に大きいとされる「猛暑」、「沿岸洪水」、「河川の水位低下」の3種類の災害のうち2025年から2050年にかけての平均年間損失の増加幅が最大となる災害を、世界地図上にプロットしたものです。「猛暑」は広範な資産に影響を及ぼしますが、平均年間損失の増加幅は比較的小さいことがわかります。これに対し、「沿岸洪水」と「河川の水位低下」は、「猛暑」と比較すると影響を受ける資産の分布が局所的であるものの、平均年間損失の増加幅はより大きいといった傾向が見られます。

【図表6】株式ポートフォリオについての気象災害リスクの地理的分布



(注) 株式ポートフォリオの構成銘柄における各資産をプロットしている。ドットの大小は、「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオのもとでの2025年から2050年にかけての平均年間損失の増加幅の大小を表している

(出所) MSCI社提供データよりGPIF作成

「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオのもとで、2050年時点で「物理的リスクと機会」が資産及び収益に及ぼす影響をポートフォリオレベルで集計したものが図表7です。国内株式ポートフォリオについて、

資産に及ぼす影響を見ると、「沿岸洪水」は、影響を受ける資産の割合が全体の8.7%と限定的ですが、平均年間損失は最も高く、深刻な物理的リスクであるといえます。一方、収益に及ぼす影響については、「猛

3 慢性的リスクは、「猛暑」、「極寒」、「暴風」、「大雨」、「大雪」の全5種類、急性リスクは、「台風」、「沿岸洪水」、「河川洪水」、「豪雨洪水」、「河川の水位低下」、「自然火災」の全6種類の気象災害を対象としています

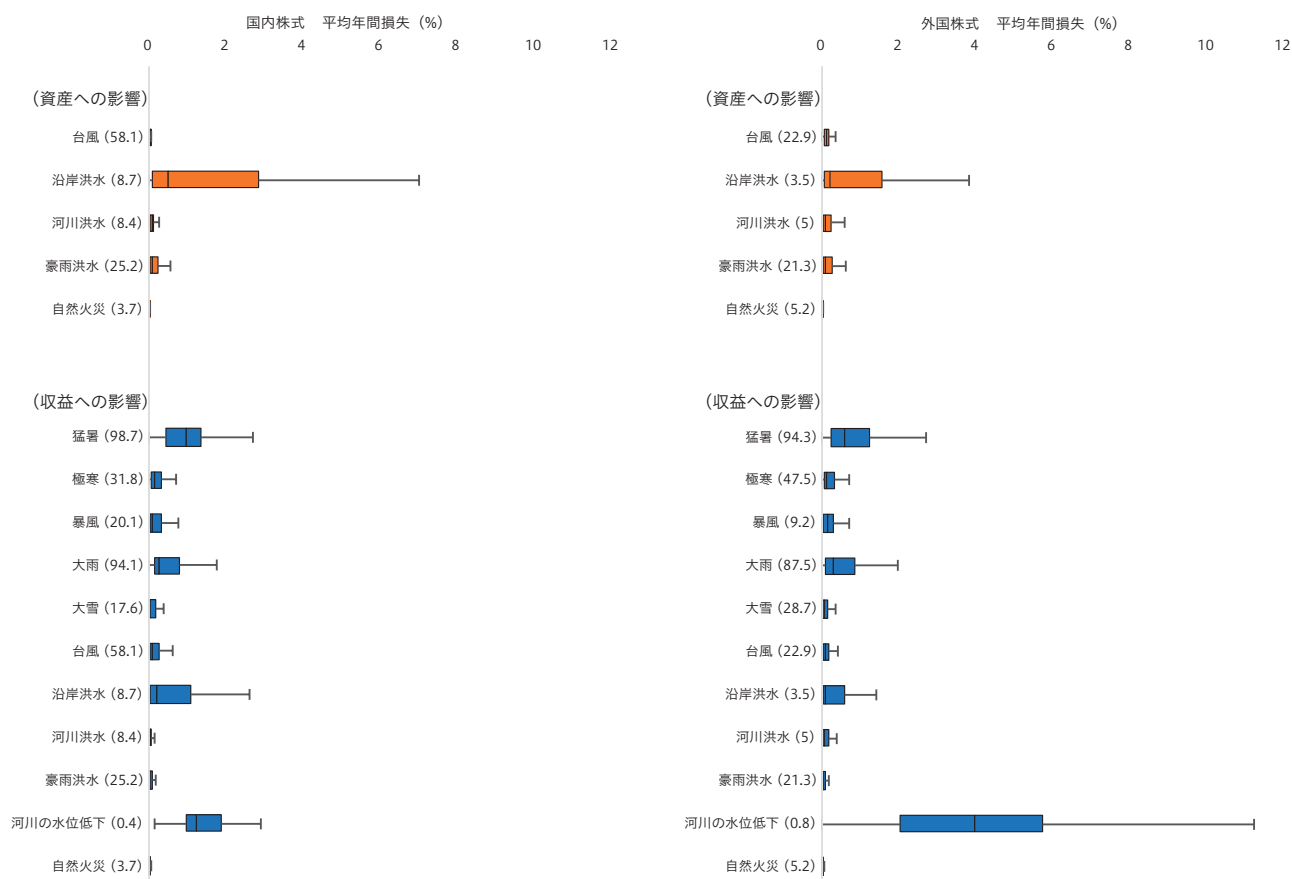
暑」は、全体の98.7%の資産に影響を及ぼしていますが、各資産の収益への影響は中程度にとどまっています。「河川の水位低下」は、影響を受ける資産の割合が全体の0.4%と非常に小さいものの、各資産の収益への影響は「猛暑」以上に大きく、局所的ながらも影響があることが示唆されます（図表7左）。

外国株式ポートフォリオについては、リスク構造は国内株式とおおむね類似しています。もっとも、資産に及ぼす影響は、「沿岸洪水」については、他の災害よりも大きいながらも、国内株式ほど深刻ではないことが確認されました。一方、収益に及ぼす影響については、「河川の水位低下」は、影響を受ける資産の割合が1%未満と小さいものの、各資産の収益への影

響は国内株式を大きく上回っています（図表7右）。

国内株式ポートフォリオについて、「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオのもとで、資産の平均年間損失が最も高い「沿岸洪水」に晒される資産の割合の推移を見ると、2030年の8.3%から、2050年には8.7%、2100年には9.2%へと徐々に増加する見通しです。平均年間損失の第3四分位数（75パーセンタイル）についても、分析対象期間が長期化するに従い、増加する傾向が確認されています。このような傾向は、「台風」、「河川洪水」、「自然火災」などといった他の急性リスクでも共通して観察されていることから、気温上昇及び時間の経過に伴い、物理的リスクが拡大する可能性が示唆されます。

【図表7】「3.0℃温暖化進行（現行政策）」シナリオ下で2050年に「物理的リスクと機会」が資産及び収益に及ぼす影響（左：国内株式、右：外国株式）



（注1）図は、箱ひげ図（ボックスプロット）であり、データの分布やばらつきの特徴を視覚的に把握するために広く用いられる。箱（ボックス）は、第1四分位数（25パーセンタイル）から第3四分位数（75パーセンタイル）までの範囲を示し、箱の中央の線は中央値（50パーセンタイル）を表す。左右のひげは、第1四分位数から左方に1.5×四分位範囲（IQR）、及び第3四分位数から右方に1.5×IQRまでの範囲を示している

（注2）各災害リスクの横の括弧内の数値は、ポートフォリオ全体の資産のうち影響を受ける資産の割合（%）を示している

（出所）MSCI社提供データよりGPIF作成



環境・気候へのインパクト ～気温上昇ポテンシャル分析～

GPIFポートフォリオの構成企業による2050年までのGHG排出量の予測値をもとに、気温上昇という尺度で温暖化への影響の可能性を確認しました。資産別では、国内株式が2.4℃、外国株式が2.6℃と、2℃を上回る結果となりました。

■ ポートフォリオの気温上昇ポテンシャル（ITR）分析

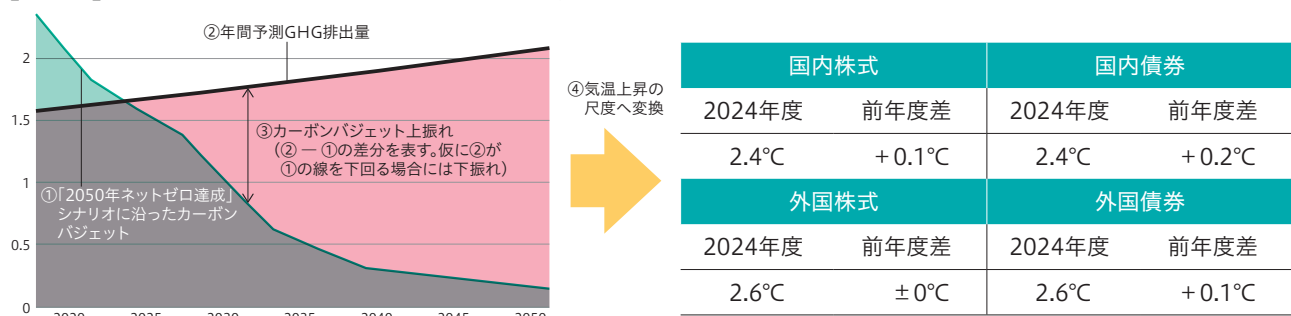
本節では、MSCI社のImplied Temperature Rise（以下、ITR）を用いた分析結果を確認します。ITRは対象企業の温室効果ガス（以下、GHG）の予測排出量から、温暖化をもたらす可能性がどの程度あるのかを、「気温上昇ポテンシャル」（ITR）という尺度で評価したものです。

気温上昇ポテンシャル（ITR）は以下の手順で推計されます。①NGFS¹の「2050年ネットゼロ達成」シナリオを基に、個別企業が利用可能なカーボンバジェット²を算定します。この際、その企業の現在の収益額や炭素強度、NGFSのシナリオで示されたセクター別排出削減経路等の要素が考慮されます。②その企業の現在のGHG排出量及び企業が掲げる排出削減目標の信頼性評価³に基づき、将来のGHG排出量を予測します。③上記①と②の差分を上記①で割ることにより、その企業の将来のGHG排出量が配分されたカーボンバジェットを相対的にどれほど上回る（あるいは下回る）かについて算出します。④上記③に、

1.5℃目標を達成するために必要なグローバル・レベルのカーボンバジェット、及びGHG排出量と気温上昇の関係を示すTransient Climate Response to Cumulative Emissions（TCRE）ファクター⁴をそれぞれ乗じることにより、その企業の排出量推計値を、気温上昇の尺度（度数（℃）の上昇幅）に変換します（図表1左）。

2024年度末のGPIFポートフォリオ全体における気温上昇ポテンシャル（ITR）は、国内株式2.4℃、国内債券2.4℃、外国株式2.6℃、外国債券2.6℃という結果となりました。海外資産と比較して、国内資産の方がやや低い水準のITRを示しています。前年度からの変化に着目すると、外国株式は横ばいであるのに対し、外国債券、国内株式及び国内債券はいずれもやや上昇傾向を示しています（図表1右）。以下では、これら4資産について、前年度からのITRの変化に焦点を当てた分析を行っています。

【図表1】 GPIFポートフォリオにおける気温上昇ポテンシャル



（出所） GPIF, Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025. All rights reserved.

1 主要各国の中央銀行や金融監督当局による国際的なネットワークである「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS）」

2 カーボンバジェットとは、地球温暖化による気温上昇をある一定の数値に抑えようとした場合、その数値に達するまであとどれくらいGHGを排出できるのかを示した「上限」

3 GHG排出削減目標の信頼性評価は、MSCI社が以下4点について行っているものです。①スコープ別の短期目標の設定の有無、②Science Based Targets initiative（SBTi）による第三者認定の取得の有無、③過去のGHG排出量（実績）が目標に沿っていたか、④現在は目標に沿っているのか

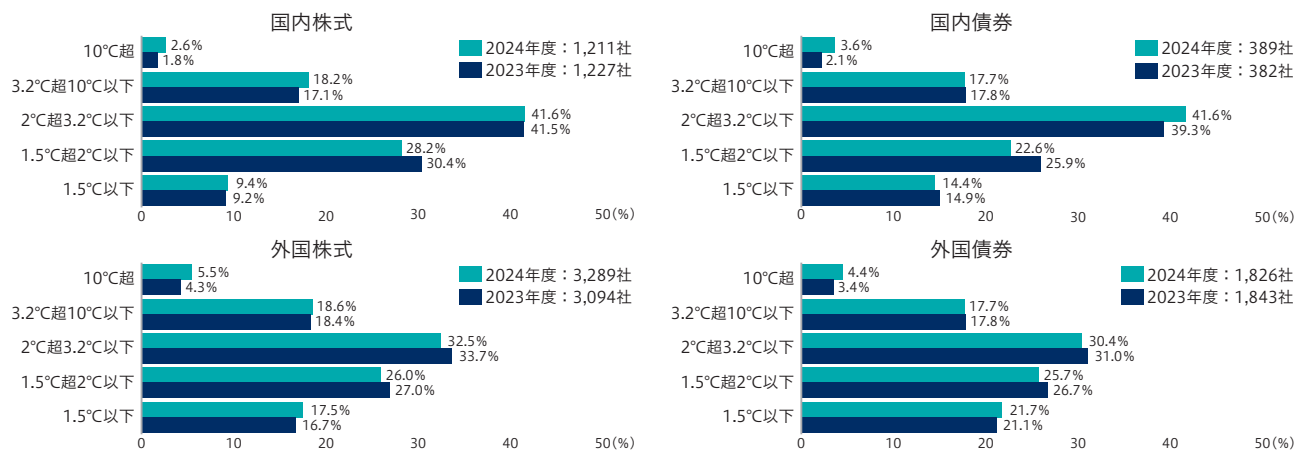
4 科学的知見に基づき、1GtのGHG排出量が放出された際に、何度温度上昇に寄与するのかを示したファクター

気温上昇ポテンシャルの経年変化に関する分析

GPIFポートフォリオのうち国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の4資産ごとに、構成企業について、ITRの水準別に企業の分布を示したものが図表2です。国内外を問わず、ITRが「10℃超」の企業の構成比が上昇しています。一方で、ITRが「1.5℃以下」

の企業に着目すると、外国株式及び外国債券ではいずれも構成比が上昇しているのに対し、国内株式では構成比が小幅な上昇にとどまり、国内債券ではむしろ構成比が低下しているなど、国内外で異なる傾向が見られます。

【図表2】4資産におけるGPIFポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別）

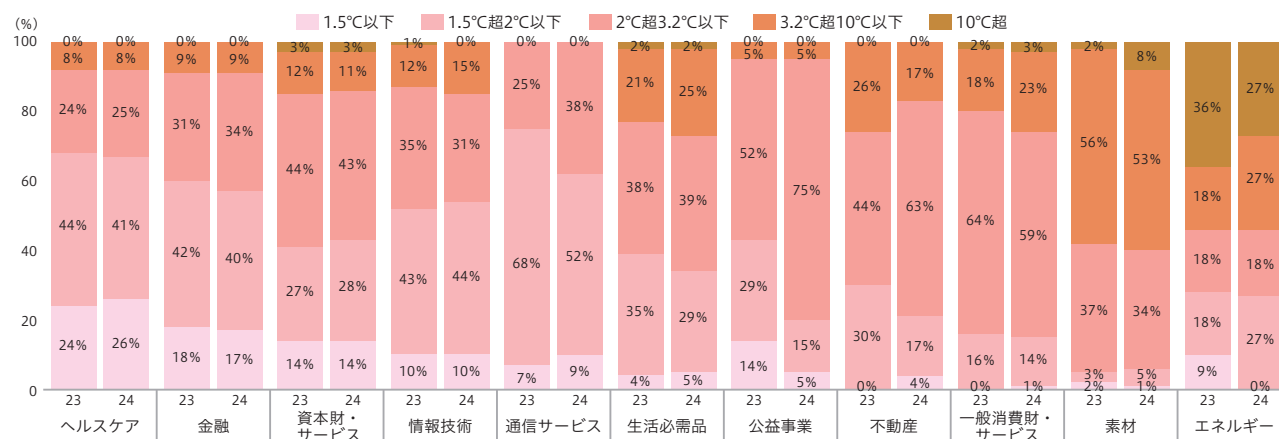


(注) 2024年3月末及び2025年3月末時点の気温上昇ポテンシャル評価が存在する企業のみ対象
(出所) GPIF, Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025. All rights reserved.

国内株式ポートフォリオ構成企業のITR水準別・セクター別に企業分布を示したものが図表3です。GHG排出量の多い「エネルギー」では、2024年度にかけて「10℃超」の企業の構成比が低下しており一定の改善が見られるものの、「1.5℃以下」の企業の構成比も0%にまで低下しています。同じくGHG排出量の多い「公益事業」、「素材」では、総じてITR水準が高い区分の企業の構成比が上昇しています。一方で、GHG排出量の少ない「ヘルスケア」、「金融」などでは「2℃以下」の企業の構成比が高水準を維持しています。

このように、ポートフォリオ全体のITRの経年変化が小幅に止まっている場合でも、構成企業の属性（ITR水準、セクター）に着目した分析を行うことで、セクターごとに気候変動リスクに関する対応の進捗状況等について新たな示唆が得られる可能性があります。ただし、ポートフォリオ構成銘柄の入れ替わりが大きい場合は、その影響を考慮して分析する必要があります。

【図表3】GPIF国内株式ポートフォリオ構成企業の企業分布（ITR水準別・セクター別）



(注) 2024年3月末及び2025年3月末時点の気温上昇ポテンシャル評価が存在する企業のみ対象
(出所) GPIF, Reproduced by permission of MSCI ESG Research LLC ©2025. All rights reserved.



GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ「優れたTNFD開示」

GPIFは、国内株式の運用を委託している運用会社に対して、「優れたTNFD開示」の選定を依頼しました。

その結果、運用会社20機関から、「優れたTNFD開示」を行う企業として、28社が選ばれました。そのうち、3機関以上から高い評価を得た企業は7社ありました。

「優れたTNFD開示」に28社

GPIFが長期的な投資収益を拡大するためには、投資先の長期的な企業価値向上や市場の持続的成長が重要です。そのためGPIFは、運用会社と投資先企業との間での「建設的な対話」（エンゲージメント）を促進するための様々な活動を行っています。その取り組みの一環として、エンゲージメントのベースとなる企業の情報開示を促すことを目的に、GPIFの委託先運用会社が選ぶ「優れた開示シリーズ」の公表を行っています。2021年度からは株式運用を委託する運用会社に対して「優れたTCFD開示」を行う企業の選定を依頼し、結果を公表してきました。

『2024年度サステナビリティ投資報告』では、新たな取り組みとして「GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ『優れたTNFD開示』」を公表します。

TNFD（The Taskforce on Nature-related Financial Disclosures、自然関連財務情報開示タスクフォース）とは、企業が自然資本や生物多様性に関するリスクと機会を評価し、開示するための国際的な

枠組みで、2021年に発足し、2023年に最終提言が発表されました。最終提言では、企業に対し、自然関連課題のリスクと機会がもたらす財務的影響について、「ガバナンス」、「戦略」、「リスクとインパクトの管理」、「測定指標とターゲット」の4項目を軸に情報開示することを推奨しています。GPIFが2024年度に実施した上場企業向けアンケートでは、TNFDに沿った開示をする上での課題について、現時点では参考となる他社の好事例が少ないことなどが挙げられています。

そのため、今後、経営にとって自然資本や生物多様性が重要な企業の参考となるよう、GPIFは国内株式の運用を委託している20機関に対して、「優れたTNFD開示」を行っている企業を最大3社選定することを依頼しました。その結果、全機関から回答があり、「優れたTNFD開示」実施企業として28社が選ばれました（図表）。そのうち、3機関以上から高い評価を得た企業は7社ありました。

【図表】GPIFの国内株式の運用会社が選ぶ「優れたTNFD開示」

コード	社名	得票数	コード	社名	得票数
1802	大林組	1	6504	富士電機	1
1803	清水建設	2	6701	日本電気	3
1911	住友林業	3	6758	ソニーグループ	2
2502	アサヒグループホールディングス	6	7004	カナデビア	1
2503	キリンホールディングス	6	7752	リコー	1
2802	味の素	2	7951	ヤマハ	1
3289	東急不動産ホールディングス	4	8053	住友商事	1
3861	王子ホールディングス	3	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	3
4307	野村総合研究所	1	8316	三井住友フィナンシャルグループ	1
4452	花王	2	8750	第一生命ホールディングス	1
4540	ツムラ	1	8801	三井不動産	1
4568	第一三共	1	9101	日本郵船	1
4911	資生堂	1	9433	KDDI	1
6326	クボタ	2	9984	ソフトバンクグループ	1

（注）運用会社から「優れたTNFD開示」として選定された企業の一覧。証券コード順。色塗りは複数得票

3機関以上の運用会社から選ばれた「優れたTNFD開示」へのコメント

3機関以上の運用会社から「優れたTNFD開示」に選ばれた7社に対する運用会社からのコメントをご紹介します。

◆アサヒグループホールディングス（6機関）

- 自然資本に関連するリスクを深く把握するため、包括的にLEAPアプローチ¹による分析を実施し、特定されたリスクに対応する戦略を開示している。今年からは、気候変動と自然資本、特に水資源や農産物との密接な関連性を認識し、TCFDとTNFDを統合している。
- TCFD・TNFDを統合して開示する際に陥りやすい読みづらさがなく、包括的な分析によりリスク・機会の全体像が掴みやすい。
- TNFDとTCFDを統合したフレームワークに基づきサプライチェーンを包括的に分析しているほか、国別の農産物原材料に関わる影響など詳細な情報を開示している点も評価できる。今後対応策の実行状況を確認したい。
- (1) ホップと大麦という2つの農産物に焦点を当てた詳細な財務影響分析を実施し、その定量的なインパクトを開示している。(2) 「P(Prepare)」を含む、LEAPアプローチの全ステップを網羅した分析を実施している。
- TCFDと統合し、農産物原料の調達に及ぼす影響を財務影響含めて分析。主要原料の大麦・ホップは、重要な生産国の農園をLEAPアプローチで分析し、自然劣化防止・回復の具体的な取り組みを記載。全体的に高く評価。
- TCFD・TNFDを統合して分析。分析対象の絞り込みからロードマップへの反映までを焦点を絞った上で体系的かつ簡潔に整理。ビジョンへの道筋をイメージしやすい。

◆麒麟ホールディングス（6機関）

- 主要な要素（LEAPアプローチに基づく情報開示、シナリオ分析、依存関係とリスクのヒートマップ）を網羅した報告である。さらに、テーマやトピック別に財務影響を定量化しており、SBTN（Science Based Targets Network）が提唱するAR3Tフレームワーク²を活用して2030年までにネイチャーポジティブの実現を目指すことを掲げている。また、2026年までにTNFDの開示要件を全て満たすための明確なロードマップを示している。
- バリューチェーン全体の自然資本への依存度・影響度が分かりやすく示されており、財務への具体的な影響や事業戦略との関連性もよく理解できる開示であることを評価。
- TCFD/TNFDを一体開示し、原材料、国ごとに分析を実施。個別事例含めた詳細かつ網羅的な開示を評価。
- TNFD各項目を丁寧にカバー。財務インパクトを試算、レジリエンスも明示的に評価。KPIを報酬に連動させている点も出色。また、移行計画と投資計画、資金計画がリンクしている点も高評価。
- 個別の分析が詳細であることに加えて、TCFDとTNFD分析をもとに統合的な評価を実施している点を高く評価。
- 自然資本への影響や依存度について、地域ごとの特性を踏まえたマテリアリティ評価を実施している。中でも、同社の「測定指標とターゲット」に関する開示は特筆すべきものであり、生物資源・水資源及び容器・包装に関する目標は先進的かつ明確に設定されている。また、設定した目標に対する進捗状況や、事業活動による自然資本への影響を軽減するために実施している戦略についても定期的に報告されている。

1 LEAPアプローチとは、TNFDが提唱するフレームワークで、企業が自然資本への依存・影響・リスク・機会を評価するための手法。Scopingを経て、Locate（発見）、Evaluate（診断）、Assess（評価）、Prepare（準備）という4段階のステップで構成されている

2 AR3Tフレームワークとは、Avoid（回避）、Reduce（軽減）、Restore&Regenerate（復元・再生）、Transform（変革）の頭文字をとったもので、企業の自然に対する行動を優先順位付けするための枠組み

◆ 東急不動産ホールディングス（4機関）

- 2023年に業界初の「TNFDレポート（第1版）」を発表し、都市・リゾート開発の対象を逐次拡大しつつ「TNFDレポート（第3版）」に改訂している。LEAP分析における敷地内の自然依存・影響、リスク・機会の分析が充実しており、業界内で先駆的に発信を行っている点が特に意義深いと思料される。
- 「広域渋谷圏」や「東急リゾートタウン蓼科」についての定量的なネイチャーポジティブへの貢献分析が有益。地域と企業価値向上の共創のイメージを持ちやすい。
- 独自調査やビッグデータを活用したLEAP分析を実施している点を高く評価。TCFD・移行計画・TNFDの統合開示は業界初の試み。TNFDはβ版から複数回発行し対象領域も順次拡大するなど、PDCAプロセスを体現している。
- 緑地面積割合の推移を分析し、負の影響がとどまっておりネイチャーポジティブに転換していることを示したことはわかりやすい。その他分析の詳細だけでなく、蓼科への貢献など具体事例が示されている。

◆ 住友林業（3機関）

- 自然との接点が大い4事業を対象にLEAP分析を実施、随所に環境影響の定量化や財務影響への考慮がある。TCFDとTNFDの統合開示で、ウッドサイクルの進化と事業成長の両立が強く意識されている。
- TCFD/TNFDを一体として開示し、次期中期経営計画にTCFDシナリオ分析やTNFD・LEAP分析の分析結果を織り込んでいることを評価。
- LEAPアプローチ、リスクと機会の特定、今後の取組方針などの開示に優れている。

◆ 王子ホールディングス（3機関）

- 主要拠点において自然関連の依存、インパクト、リスク、機会を特定し、森林再生等ターゲット、自然価値評価方法などを開示。複数のアプローチを用い投資家と共有できる実効性の高い分析を目指す姿勢を評価。
- TNFD各項目を丁寧にカバー。国内社有林の資産価値の具体的な評価を試みている点は興味深い。また各種絶滅危惧種のレベル計測も評価できる試み。対応する行動も分析からの結論として一貫、かつ内容が具体的。
- 非常に詳細なレポート。特に社有林と生物多様性保全地域との重なりを利用した取組みが強み。また肥料や農業にまで及ぶ「依存、インパクト、リスク、機会」の評価プロセスが明確に開示されている。

◆ 日本電気（3機関）

- 拠点ごとのリスク対応状況を具体的に開示している。アップサイドも詳しく分析・紹介している点が特徴的であり、読み物としての奥行きを加えている。
- (1) 定期的なアップデート：今回の第2版では、生物多様性への影響をモニタリングするためのテクノロジー駆動型の製品やソリューションの提供に重点を置いており、より多くの企業がこの課題に対応できるよう支援している。(2) 思考プロセスの説明：馴染みのある第三者プラットフォームやツールを用いて影響及び依存関係をどのように評価したかについて、その手順を段階的に説明している。(3) イノベーション：データドリブンな生物多様性マネジメントのアプローチを導入しており、他企業の保全・再生の取組みを支援可能な体制を整えている。(4) オープンなコミュニケーション：日本企業としては珍しく、報告書内に問い合わせ用のメール

アドレスを明記しており、透明性の高い情報開示姿勢が窺える。

- 事業活動を「直接操業」、部材調達先などをバリューチェーンの「上流」、製品を利用する顧

客を「下流」と捉え、社外の専門家と連携しながら自然資本への依存と影響及びリスクと機会の評価を網羅的に行っている。

◆三菱UFJフィナンシャル・グループ（3機関）

- 自社の自然資本への依存と影響の理解だけでなく、アセットマネジャーとして、投融資ポートフォリオ全体にわたるリスクと機会を分析し、エンゲージメントを通じて取引先企業と協力し、自然資本の保護及び再生に積極的に取り組む姿勢を示していることが、本邦金融機関におけるベストプラクティスと見なしている。

- TNFDレポートの発行、方針の明確化と提言（4項目）への対応についての開示、具体的な事例の開示（特にパートナーシップ形成の開示）
- 金融機関として先進的なTNFDフレームワークの適用に加え、注視すべき融資先を特定した活動予定が計画されている。

このほか、一部の運用会社からは「優れたTNFD開示」の評価のポイントや、TNFD開示の現状などについて、以下のコメントが寄せられました。

- 自然資本に関する取組み・開示が企業価値向上に実効的なものであるかどうか（企業の持続性への確信度の向上や資本コストの低減に結びついていると言えるか）という視点で3社を選定しました。ネイチャーポジティブへの貢献の定量化、事業への財務インパクトの定量化、AR3T（自然資本への取組みを評価するフレームワーク）の実装の進化などは今後のさらなる充実を期待するポイントで、エンゲージメントを通じてこうした企業の取組みを後押ししてまいります。

- TNFDは現時点では全ての企業に等しく同じ深度の情報を要求する段階にはいたっておらず、業界・企業によって開示状況に一定の差があって当然の段階であると考えます。TNFD提言には文化的側面や地域社会との関わりといった側面が盛り込まれていると認識しており、その観点が強調されることになろうが、財務・企業価値との関わりがマテリアリティに応じて示されることが必要です。業界や活動内容・地域の影響も多いため、より個社によるマテリアリティの度合いが異なりうる分野であると考えています。

- 選出に際し、弊社では以下の4つのポイントから評価しました。①TNFDのフレームワークに沿った情報開示がどこまでできているか（14項目）。②戦略、リスク管理、指標目標を設定する上でのLEAP分析の適切性。③TCFDと統合した説明がされているか。④環境へのインパクトだけでなく、依存をベースにした財務影響に言及されているか。

- まだ自社の事業活動における自然資本への依存、影響、リスクと機会の把握についての重要性を理解していない企業が多く、また、サプライチェーン全体での把握にはデータ整備、複雑な評価方法など課題が多いと感じています。



サステナビリティ関連財務情報の開示状況に関する分析

企業のサステナビリティ関連財務情報の開示状況を把握するため、「取締役会構成」、「サプライチェーン」、「気候変動」、「人権と地域社会」、「ダイバーシティ」など17テーマについて、情報を開示している企業の割合や、開示内容の経年比較など、情報開示に関する分析を行いました。非公表の情報を含めた企業実態の分析も行いました。基本給に当たる「時間給」の中央値で男女の賃金格差を比較したところ、日本では他の地域の2倍程度の男女間の賃金格差が生じていることが分かりました。

サステナビリティ関連財務情報の開示状況に関する分析

GPIFがESG指数をベンチマークとした株式運用で採用しているESG指数には、サステナビリティ関連の情報開示の量が多い企業ほどESGスコアが上昇しやすく¹、指数に組み入れられやすいという傾向が見られます²。GPIFが2017年度にESG指数投資を開始してから8年が経過し、企業によるサステナビリティ関連の情報開示にも一定の進展が見られました。情報開示は運用会社と企業との間での「建設的な対話」（エンゲージメント）のベースとなり、開示の量と質が高まることは、企業の戦略やリスクに対する理解を深め、対話の中身をより発展させることに繋がります。こうした考え方から、GPIFは企業による情報開示の高度化に注目しています。

ただ、情報開示の進捗状況の全体像や、地域ごとの傾向の差異を体系的に把握することは、容易ではありません。そこで、本節では、企業のサステナビリティ関連財務情報の情報開示の状況を分析し、各地域の現状や課題を確認しました。

分析対象企業は、S&P先進国大中型株指数に中国H株を加えた約1,700銘柄のうち、S&P Global社が毎年実施する上場企業などへのアンケート調査³の対

象となっている約1,600社⁴です。地域間の比較は、「日本」、「北米」、「ヨーロッパ」、「アジア・太平洋」（日本を除く）の4地域を対象とします。分析対象企業数の地域別の構成は図表1、時価総額の分布は図表2の通りです。今回の分析は地域ごとの傾向にも焦点を当てましたが、時価総額の分布などが異なることが、分析結果に影響している可能性もあります。

【図表1】分析対象企業数（地域別）

地域	構成銘柄数	分析対象企業数
日本	335	333
北米	491	483
ヨーロッパ	402	379
アジア・太平洋	543	490
合計	1,771	1,685

（注1）構成銘柄数は、S&P先進国大中型株指数に中国H株を加えたもの

（注2）分析対象企業数は、S&P社のCorporate Sustainability Assessmentの対象企業（出所）S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

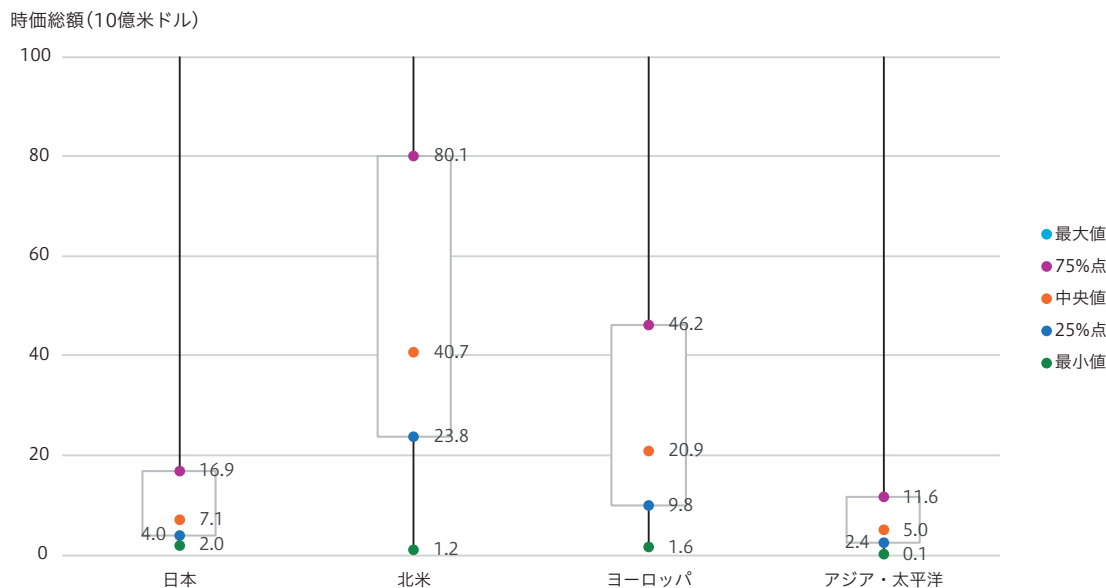
1 ESG情報開示がESG評価及びESG評価間の相関に与える影響について、『2021年度ESG活動報告』（P.50）をご参照ください

2 GPIFが2017年に初めてESG指数をベンチマークとして株式運用に導入した際、企業によるESGに関連する情報開示を促進することを期待していました。採用したESG指数は、基本的に公開情報に基づいて企業をポジティブに評価する設計で、企業が積極的に情報を開示することで評価が高まり、指数への組み入れに繋がるというインセンティブの構造が組み込まれています。こうした仕組みにより、企業の情報開示の質と量の向上がESGスコアを押し上げることで、個別企業のサステナビリティに関連する対応の底上げを狙いました。こういった企業行動の変化を通じて、日本の株式市場全体のESGパフォーマンス向上に繋げることを目指しました

3 Corporate Sustainability Assessment

4 調査項目により、対象企業数が異なる場合があります。各項目の対象企業数はS&P Global社が分析したレポート「サステナビリティ関連情報および人的資本に関するパフォーマンス分析」をご参照ください

【図表2】 分析対象企業の時価総額の分布（地域別）



(注) いずれの地域でも、時価総額の最大値は1,000億ドルを上回っているため、図表上に表示されていない
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

分析対象としたテーマのうち、環境（E）、ガバナンス（G）については、GPIFが運用機関に対するアンケートを実施して把握した「運用機関が考える『重大なESG課題』」⁵をもとに、重大だと考える投資家が多く、グローバルに比較が可能な「気候変動」、「人権と地域社会」、「取締役会構成」、「サプライチェーン」、「ダイバーシティ」などの14テーマを選びました⁶（図表3）。

社会（S）に関するテーマでは、内閣官房の「人的資本可視化指針」⁷をもとに、「エンゲージメント」、「流動性」、「コンプライアンス」を加えました。これらの分析対象のテーマについて、S&P Global社がデータを保有する具体的な項目に関する企業の開示状況を調べました⁸。

【図表3】 分析対象とした17テーマ

テーマ	GPIFの運用機関が考える「重大なESG課題」	国内株式パッシブ	国内株式アクティブ	外国株式パッシブ	外国株式アクティブ	人的資本可視化指針
ガバナンス	取締役会構成・評価	86%	69%	75%	59%	—
	コーポレートガバナンス	71%	77%	75%	56%	—
	サプライチェーン	100%	31%	75%	33%	—
	情報開示	100%	69%	100%	52%	—
環境	気候変動	100%	100%	100%	85%	—
	生物多様性	100%	77%	100%	52%	—
	水資源・水使用	57%	23%	100%	30%	—
	森林伐採	71%	15%	100%	22%	—
	廃棄物管理	57%	23%	75%	15%	—
社会	人権と地域社会	100%	62%	100%	48%	—
	人材開発（人材育成）	57%	31%	25%	26%	●
	エンゲージメント	—	—	—	—	●
	流動性	—	—	—	—	●
	ダイバーシティ	100%	77%	100%	30%	●
	健康と安全	57%	23%	75%	37%	●
	労働基準（労働慣行）	57%	46%	50%	48%	●
	コンプライアンス	—	—	—	—	●

(注1) 「GPIFの運用機関が考える『重大なESG課題』」の4列に表示されているパーセンテージは、各運用手法の運用機関数を分母に、当該課題を「重大なESG課題」として挙げた運用機関数の比率

(注2) 人的資本可視化指針の列で「●」が表示されている項目は、同指針（P.28）で開示事項の例として示されている
(出所) GPIF

5 2025年3月公表「2024/25年スチュワードシップ活動報告」（P.52）

6 このほか、重大な課題と挙げる機関が多かったテーマとして「不祥事」があります。国内株式パッシブの運用機関の86%、国内株式アクティブの54%、外国株式パッシブの50%、外国株式アクティブの11%が、不祥事を「重大なESG課題」として回答しました。不祥事については、本節ではなく、「不祥事が企業業績に与える影響に関する分析」（P.91）で詳細に分析しました

7 人的資本に関する資本市場への情報開示の在り方に焦点を当てて、既存の基準やガイドラインの活用方法を含めた対応の方向性について包括的に整理した手引きとして編集された指針

8 各項目のデータの定義などの詳細は、S&P Global社が分析したレポート「サステナビリティ関連情報および人的資本に関するパフォーマンス分析」をご参照ください

■ ガバナンス（G）関連の情報開示の分析

取締役会構成、報酬

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で、実効的なコーポレートガバナンスの枠組みを構築することが重要です。取締役会の独立性、継続性、多様性や、役員報酬を通じた経営者に対する適切なインセンティブの付与は、コーポレートガバナンスの実効性に影響を与える事項と考えられています。

取締役会の独立性については、CEO（最高経営責任者）と取締役会議長を分離することにより、取締役会の客観性や経営陣からの独立性が強化され、質の高いガバナンスや取締役会の有効な機能を確保するための手段となりうるという考え方があります。CEOと取締役会議長を分離している企業の割合は、ヨーロッパ（64%）と北米（39%）で比較的高い一方、日本は14%でした（図表4（1））。ただし、日本は過去4年間で同割合が2倍になり、上昇傾向が確認され、取締役会の独立性に対する日本企業の意識が高まりつつあることが示唆されています（図表5）。

独立社外取締役に、企業が経営環境の変化を見通し経営戦略に反映させる上で、重要な役割を果たすことが期待されており、質の高い十分な数の独立社外取締役を選任することが重要とされています。いずれはグローバルに活躍する東証プライム市場上場企業について、過半数の独立社外取締役が選任されるべきとの指摘もあります⁹。独立社外取締役の比率（中央値）については、日本は44%と過半数を占めておらず、北米（89%）やヨーロッパ（73%）と比較すると低い水準です（図表6）。

取締役の在職期間は、ガバナンスの継続性と取締役の独立性のバランスを評価する上での一指標です。

ある程度の在職期間を経ることで企業に対する知見が高まり、経営陣との適度な信頼関係が築かれるという指摘がある一方で、あまりに長い在職期間は独立性の観点から懸念が生じるとの考え方もあります。日本の在職期間（中央値）は4年で、他の地域も概ね5年前後であることから各地域で大きな差は見られず、特段に長期化している傾向もありませんでした（図表7）。

取締役会の多様性については、取締役会が知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様な観点から経営課題を議論することで、企業のガバナンスの実効性が高まり、中長期的な企業価値の向上に繋がることが期待されています。特に、ジェンダーの多様性の指標として重視されるのが、女性取締役比率です。日本の女性取締役比率（中央値）は20%で、ヨーロッパ（40%）や北米（33%）と比較して差があるものの（図表8）、過去4年間で9%から20%に大幅に改善するなど、一定の前進が見られます（図表9）。

CEOの報酬については、企業の持続的な成長を促す観点から、中長期的な業績などと連動させることも重要とされています。有効と考えられる具体的な制度設計の例としては、繰り延べ賞与、ストックオプションの一定期間の行使制限、業績評価期間の設定があげられます。北米では99%、ヨーロッパでは93%の企業がCEOの報酬制度にこうした制度設計を導入しています。一方、日本は50%、アジア・太平洋は36%にとどまり、地域差があらわれる結果となりました（図表4（2））。

9 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」

サプライチェーン

自社の事業活動だけでなく、サプライチェーン全体にわたるリスク管理は、企業課題の一つといえます。サプライチェーン上での人権侵害や環境破壊といった問題が顕在化すれば、企業の評判や財務パフォーマンスにも影響を及ぼしかねないためです。

こうした背景を踏まえ、サプライヤーに関する行動規範を策定し開示している企業の割合を見てみると、

ヨーロッパ (96%)、北米 (89%)、日本 (88%) では、大多数の企業で開示が進んでいることが分りました (図表4 (3))。一方で、ESGに関する取組みが不十分なサプライヤーとの契約を解除するなどの「ESGプログラム」に取り組んでいる企業の割合は、アジア・太平洋の63%が最も高く、注力している取組みが異なっているという状況がうかがえます (図表4 (4))。

情報開示、その他

統合報告書やサステナビリティ・レポートなどの情報開示のための報告書に対して、国際基準等に基づく第三者保証を取得している企業の割合は、ヨーロッパ (80%) が最も高く、他の地域は6割を下回っており、ヨーロッパとの差が見られました (図表4 (5))。EU (欧州連合) が施行した「企業サステナビリティ報告指令 (CSRD)」は、一定の企業に対して、企業規模に応じて段階的にサステナビリティ関連情報の開示を義務

付け、同時に第三者保証を取得することを求めています。こうした背景から、ヨーロッパでは他の地域よりも第三者保証の取得が進んでいると見られます。

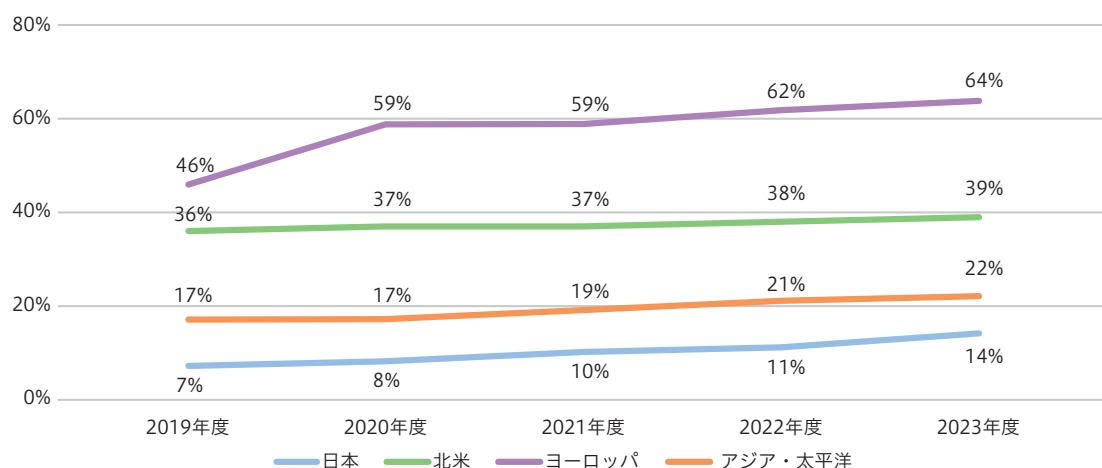
ヨーロッパは、人権、労働、環境、腐敗防止といった課題に対して企業が取り組むべき10の原則を掲げる「国連グローバル・コンパクト」に署名する企業の割合も高く (80%)、他の地域に先行しています (図表4 (6))。

【図表4】ガバナンス (G) 関連の情報の開示状況

テーマ	項目	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
取締役会構成、報酬	(1) CEOと取締役会議長を分離している企業の割合	14%	39%	64%	22%
	(2) CEO報酬の変動部分に長期的パフォーマンス向上を考慮する項目を組み入れたガイドラインを開示している企業の割合	50%	99%	93%	36%
サプライチェーン	(3) サプライヤーに関する行動規範を開示している企業の割合	88%	89%	96%	64%
	(4) 重要なリスクの特定と対応のため、サプライヤーに対するESGプログラムに取り組んでいる企業の割合	59%	38%	49%	63%
情報開示	(5) 統合報告書やサステナビリティ・レポートなどの情報開示のための報告書に対し、第三者保証を取得している企業の割合	58%	38%	80%	55%
その他	(6) 「国連グローバル・コンパクト」の署名機関である企業の割合	58%	29%	80%	29%

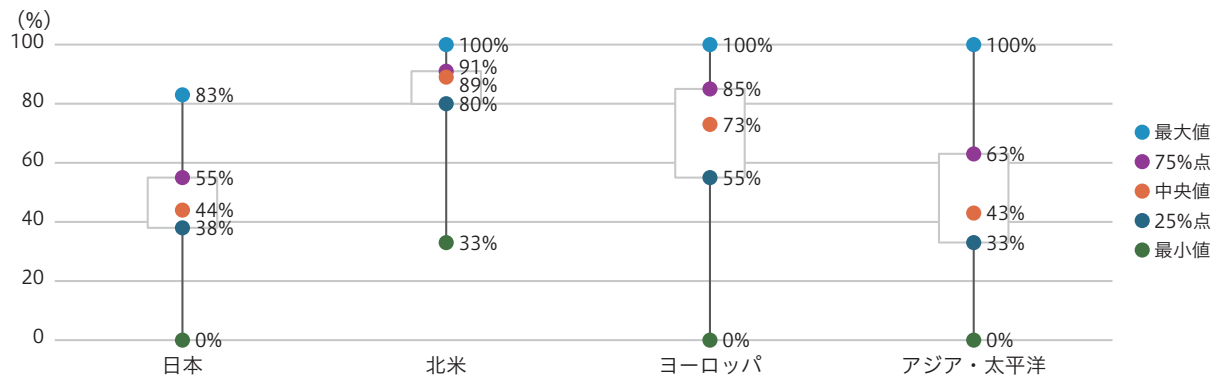
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表5】CEOと取締役会議長を分離している企業の割合の推移



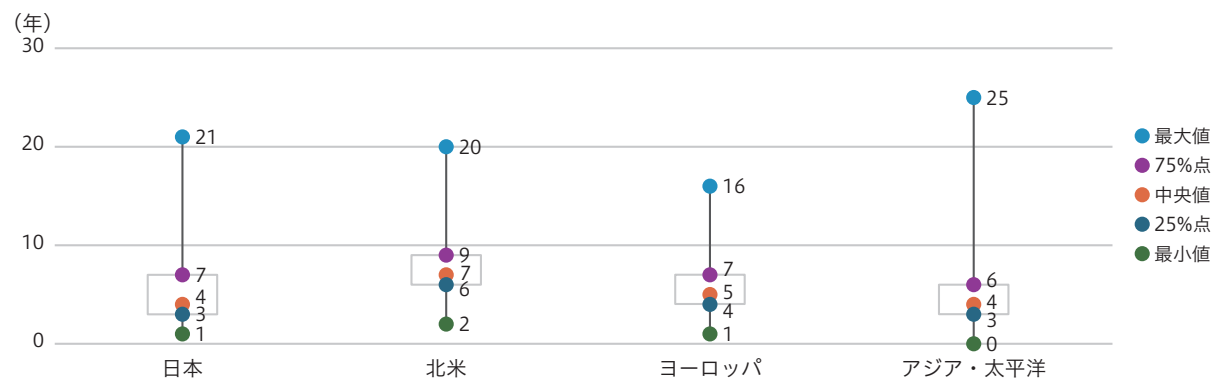
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表6】取締役会に占める独立社外取締役の比率



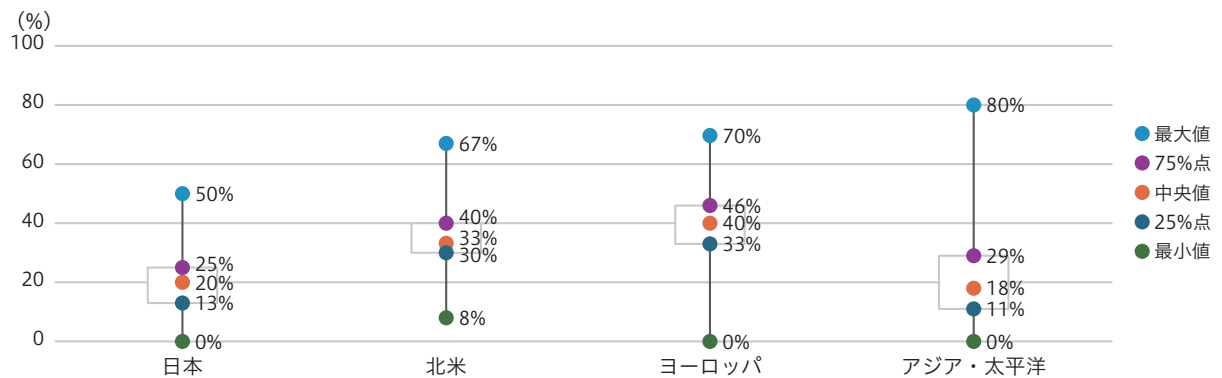
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表7】取締役の平均在職期間



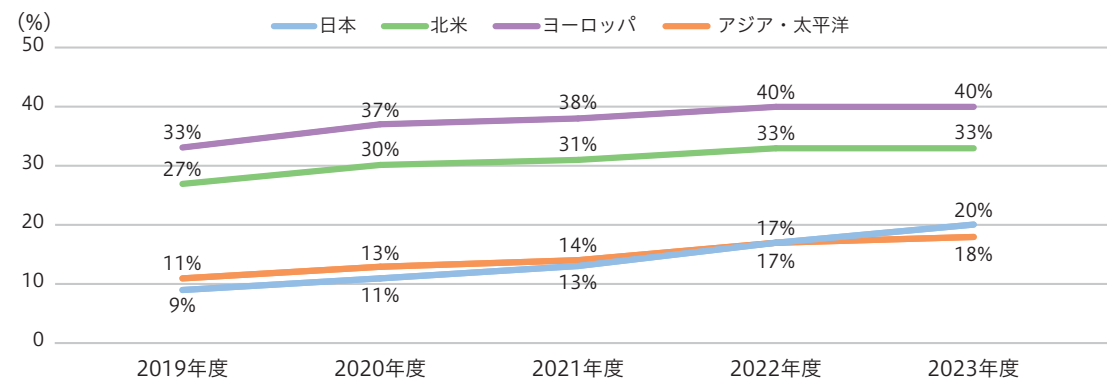
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表8】取締役会に占める女性取締役の比率



(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表9】取締役会に占める女性取締役の比率（中央値）の推移



(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

環境（E）関連の情報開示の分析

気候変動

日本のSSBJ（サステナビリティ基準委員会）は、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）が示した「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項（IFRS S1号）」と「気候関連開示（IFRS S2号）」の2つのサステナビリティ開示基準との整合性を図ることを基礎としつつ、国内基準となるサステナビリティ開示基準を2025年3月に公表しました。今後、上場企業の企業規模に応じて、段階的にSSBJの開示基準に基づくサステナビリティ情報開示の義務化が進められる見通しです。

こうした状況のもと、開示情報に対する第三者保証の取得が注目を集めています。日本国内では、金融庁がSSBJの開示基準に基づいた有価証券報告書での情報開示に当たり、第三者保証の取得についても制度化することを視野に、検討を進めています。第三者保証の取得は、開示情報の信頼性を高める上で有効な仕組みであることを踏まえ、IFRS S2号やSSBJの「気候関連開示基準」で開示が求められている項目に

ついて、各地域での開示や、第三者保証等（第三者検証を含む、以下同じ）の取得状況を分析しました。

温室効果ガス（GHG）排出量のスコープ1、2¹⁰に関しては、いずれの地域でも9割以上の企業が排出量を開示していることが分かりました（図表10（1、2））。ただし、第三者保証等を取得した企業の割合には地域差が見られ、ヨーロッパが約8割と最も高く、日本は約7割、北米は約6割、アジア・太平洋は約5割にとどまりました（図表10（6、7））。一方でスコープ3¹¹に関しては、15カテゴリーのうち少なくとも3カテゴリーを開示する企業の割合は、ヨーロッパで95%、日本で88%、北米で81%、アジア・太平洋で54%という結果となり、第三者保証等を取得した企業の割合は、いずれの地域でも開示割合を大きく下回る結果となりました（図表10（5、8））。GHG排出量の第三者保証の取得に向けた取組みは、開示情報の信頼性向上のためにも、対応の進展が期待されます。

生物多様性

2023年9月の自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）の提言の発表を受け、企業による自然資本に関連する情報開示に対する関心が高まっています。こうした動きを反映して、生物多様性に関する方針やコミットメントを開示している企業の割合は、すでにいずれの地域でも約半数を超え、特に日本は最も高

い62%に上りました（図表10（13））。

一方で、「ネットポジティブ・インパクト」¹²に関する目標を、生物多様性のコミットメントの中に明示している企業は少数で、アジア・太平洋、ヨーロッパ、日本ではそれぞれ1割前後、北米では3%にとどまりました（図表10（14））。

森林伐採、水資源・水利用、廃棄物管理

TNFDでは、森林地帯や水資源などの自然資源を自然資本に含めています。また、廃棄物についても、再利用やリサイクルを通して自然に変化を与える要因になるとしています。

企業の開示状況を見ると、水資源の有効活用に関するプログラムは、いずれの地域でも約7割以上の企業が開示しており、廃棄物管理に関するプログラムは、いずれの地域でも8割以上の企業が開示しています（図表10（16、18））。

一方で、森林保全に関する対応は限定的です。森林破壊をしないという方針やコミットメントを公表している企業の割合は、最も多いヨーロッパでも30%にとどまっており、他の地域ではさらに低い水準にあり、全体としては他の自然資本のテーマと比べて取組みが進んでいないことが分かりました（図表10（15））。ただし、この結果は森林保全に関する対応の必要性が業種によって異なることが影響している可能性もあります。

10 スコープ1は自社による直接排出、スコープ2は購入電力による間接排出

11 スコープ3は購入電力以外の調達した製品・サービスに起因する排出（スコープ3上流）と、製品・サービスの消費・利用に起因する間接排出（スコープ3）の合計

12 企業活動が自然資本に与えるマイナスの影響を、保全や回復などの対応をとり、全体の影響をプラスにすることを指すこと

【図表10】環境（E）関連の情報の開示状況

テーマ	項目	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
気候変動	(1) スコープ1の排出量を開示した企業の割合	96%	93%	98%	97%
	(2) スコープ2の排出量を開示した企業の割合	95%	91%	99%	96%
	(3) スコープ2の排出量（ロケーション基準）を開示した企業の割合	71%	85%	90%	93%
	(4) スコープ2の排出量（マーケット基準）を開示した企業の割合	61%	70%	88%	31%
	(5) スコープ3の排出量の15カテゴリーのうち、少なくとも3カテゴリーを開示した企業の割合	88%	81%	95%	54%
	(6) スコープ1の排出量について、第三者機関による保証等を取得し、公表している企業の割合	69%	64%	84%	54%
	(7) スコープ2の排出量について、第三者機関による保証等を取得し、公表している企業の割合	71%	63%	84%	54%
	(8) スコープ3の排出量について、第三者機関による保証等を取得し、公表している企業の割合	62%	48%	73%	36%
	(9) 気候関連のリスクと機会の管理にTCFDの4要素(戦略、ガバナンス、リスク管理、指標と目標)を統合している企業の割合	96%	80%	88%	79%
	(10) ネットゼロ・コミットメントを公表している企業の割合	83%	52%	84%	46%
	(11) スコープ1と2の排出量を実質的にゼロ（ネットゼロ）にするためのプログラムや活動を実施中、または実施予定	72%	34%	58%	38%
	(12) スコープ3の排出量を実質的にゼロ（ネットゼロ）にするためのプログラムや活動を実施中、または実施予定	43%	21%	43%	19%
生物多様性	(13) 生物多様性に関する方針やコミットメントを開示している企業の割合	62%	47%	56%	50%
	(14) 「ネットポジティブ・インパクト」に関する目標を、生物多様性のコミットメントに含めている企業の割合	8%	3%	12%	13%
森林伐採	(15) 森林破壊をしないという方針やコミットメントを公表している企業の割合	15%	14%	30%	22%
水資源・水利用	(16) 水資源の有効活用に関するプログラムを公表している企業の割合	81%	76%	69%	87%
	(17) 水消費量を開示している企業の割合	83%	68%	80%	90%
廃棄物管理	(18) 廃棄物管理に関するプログラムを公表している企業の割合	90%	82%	80%	90%
	(19) 廃棄物の廃棄量のデータを開示している企業の割合	75%	58%	78%	73%

(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

■ 社会（S）関連の情報開示の分析

社会（S）に関連するESG課題に関しては、非公表の情報も含めた企業実態の分析を行いました。非公表の情報とは、一般的には開示されていないものの、S&P Global社のアンケート調査に対する各企業からの回答によって収集されたデータのことを指します。

分析対象となるテーマは、「重大なESG課題」として多くの運用会社から選ばれた「人権」に関する項目に加え、ISSBが「気候」に関する情報開示基準の策定後に、新たなリサーチ・プロジェクトの対象として設定した「人的資本」に関連する情報開示にも焦点を当てます。

人権

国際社会では、企業のサプライチェーンにおける人権侵害に対する問題意識が高まっています。国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」などの国際基準では、企業に対して、自社の活動を通じて人権に負の影響を引き起こすことなどを回避し、負の影響が生じた場合には対処することを求めています。ヨーロッパを中心に、国内法で企業に一定の義務を課す動きが進んできました。

会社全体における人権に関するコミットメントを開示している企業の割合は、ヨーロッパ（98%）、日本（95%）、北米（91%）と高水準でした（図表11（1））。ヨーロッパではCSRDにより人権に関する取組みの開示が要求されていること、日本では政府の「責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン」が策定されていることなどが、開示率の高さに影響していると見られます。

具体的には、内閣官房の人的資本可視化指針が挙げる7分野——「人材育成」（人材開発）、「エンゲージメント」、「流動性」、「ダイバーシティ」、「健康と安全」、「労働基準」（労働慣行）、「コンプライアンス」——について分析しました。なお、同指針では、人的資本に関する情報を可視化する目的について、「投資家をはじめとするステークホルダーによる自社の人材戦略への理解を深め、経営者・従業員・投資家等による相互理解の中で、戦略的な人的資本形成、ひいては中長期的な競争力強化や企業価値向上を実現すること」としています。

に影響していると見られます。

人権方針の適用範囲にサプライヤーを含む企業の割合は、ヨーロッパで88%、北米で77%、日本で75%に上りました（図表11（2））。人権侵害を防止するための取組みを講じる「人権デュー・ディリジェンス」¹³のプロセスにおいても、ヨーロッパ（80%）と日本（60%）では対象範囲にサプライチェーンを含めている企業が多く、一定の取組みが進んでいると見られます（図表11（5））。

一方で、実効性の評価には課題が残ります。過去3年間、潜在的な人権問題について評価を実施した企業の割合は、水準が比較的高いヨーロッパと日本でも半数未満にとどまりました（図表11（6））。一次サプライヤーなどに対する人権評価の実施状況も同様の結果でした（図表11（7））。

人材開発、エンゲージメント、流動性、健康と安全、労働基準

「人材開発」の指標となる1年間の研修時間の中央値は、アジア・太平洋が最多の38時間で突出し、他の地域は22～23時間でほぼ同水準でした（図表12）。

「エンゲージメント」に関しては、従業員を対象とした満足度などの調査を行った企業の割合が、ヨーロッパ、北米、日本で8割以上となりました（図表11（8））。

「流動性」の指標となる離職率に関しては、アジア・太平洋とヨーロッパで9割以上の企業、日本で8割、北米で6割を超える企業が開示を行っています（図表11（9））。2020年度から2023年度にかけての自己都合による離職率を時系列に見ると、いずれの地域でも2022年度にかけて上昇した後、2023年度に低下し

13 「人権デュー・ディリジェンス」とは、企業が、自社・グループ会社及びサプライヤー等における人権侵害等を特定し、防止・軽減し、取組みの実効性を評価し、どのように対処したかについて説明・情報開示していくために実施する一連の行為をいう

ています。ただし、もともと他の地域と比較して比率の低い日本の低下幅は僅かでした（図表13）。

「健康と安全」に関しては、労働安全衛生に関するコミットメントを公表している企業の割合を調べました。いずれの地域でも約7～8割に上り、一定の対応が進んでいると見られます（図表11（10））。

ダイバーシティ

「ダイバーシティ」に関しては、男女間の賃金格差や、女性管理職の比率を分析しました。

男女賃金格差に関する分析を行っている企業の割合は、日本が突出して高く98%に上り、2番目に高いヨーロッパで65%と差が見られました（図表14）。分析内容別では、職位にかかわらず会社全体で男女の賃金を比較する企業の割合は日本で76%、ヨーロッパで42%となった一方で、同じ職位での男女の賃金を比較する企業の割合は、日本では22%、ヨーロッパでは23%になりました（図表14）。

男女賃金格差を分析している企業のデータをもとに、基本給に当たる「時間給」の中央値で男女の賃金格差を比較しました¹⁴。男性の時間給が女性に対してどの程度高いかを分析したところ、男女間の格差が最も大きかったのは日本で、男性の方が27%（中央

「労働基準」に関しては、独立性がある労働組合があること、または団体交渉協定があることを開示している企業の割合が、最も高い日本で82%に上る一方、最も低いアジア・太平洋では49%にとどまり、地域差が見られました（図表11（12））。

値）高い結果となりました。また、アジア・太平洋では14%、北米では13%、ヨーロッパでは12%でした。こうした結果から、日本では他の地域の2倍程度の男女間の賃金格差が生じていることが分かりました（図表15）。

女性管理職の比率も、日本が他の地域よりも低い結果となりました。全管理職のうち、女性が占める割合の実績値（中央値）は、日本が最も低い11%で、ヨーロッパや北米の3分の1程度の水準でした（図表16）。全管理職のうち、女性が占める割合の目標値（中央値）も、日本が最も低い15%で、最も高い北米（43%）や、続くアジア・太平洋（40%）、ヨーロッパ（33%）と比較して差が見られました（図表17）。日本では女性管理職比率の低さが、男女賃金格差の大きさに繋がっている可能性があります。

コンプライアンス

コンプライアンスに関しては、自社の行動規範に違反する事案の件数を開示している企業の割合を調べました。いずれの項目でも情報開示の水準は限定的で、汚職・贈収賄の件数を開示している企業の割合は最多のアジア・太平洋（57%）以外の地域は半数を下回りました（図表11（15））。差別やハラスメントの件数は、最多のヨーロッパで40%の企業が開示するにとどまりました（図表11（13））。このほか、利益相反

の件数、マネーロンダリングやインサイダー取引の件数、プライバシー関連の事案の件数を開示している企業の割合は、いずれの地域でもほぼ半数以下の水準でした（図表11（14、16、17））。これらの結果から、行動規範に違反する情報の取り扱いについては透明性の向上という観点ではさらなる取組みが求められます¹⁵。

¹⁴ 職位にかかわらず会社全体で男女の賃金を比較する企業の割合を分析しました。同じ職位での男女の賃金を比較する企業の割合を分析したものではない点にご留意ください

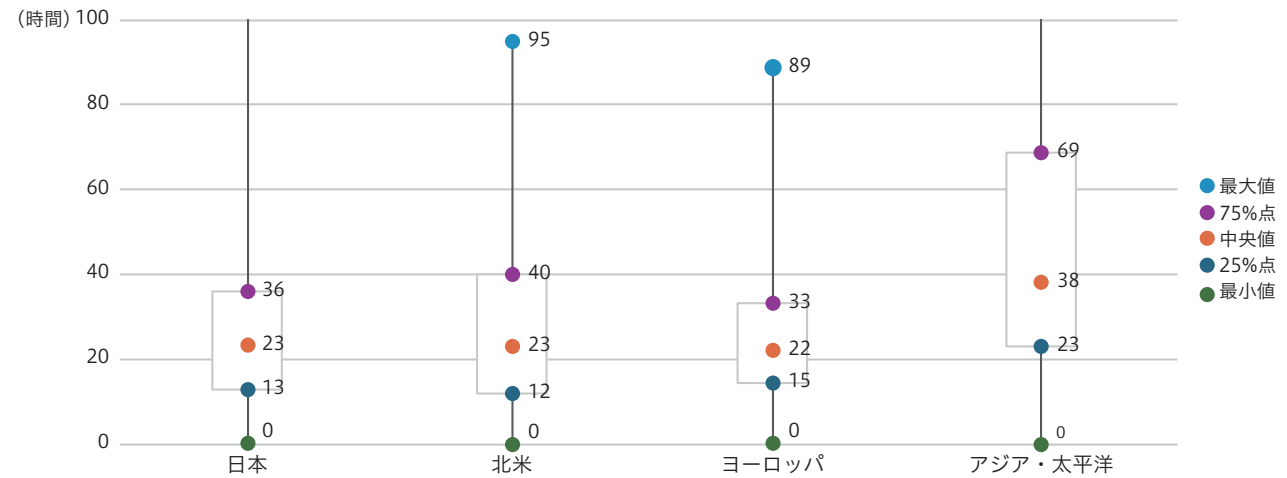
¹⁵ 行動規範の違反件数を開示している企業の開示内容を見ると、図表11で取り上げた5項目の全てで、件数の中央値は0か一桁でした

【図表11】社会（S）関連の情報の開示状況

テーマ	項目	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
人権	(1) 会社全体における人権に関するコミットメントを開示している企業の割合	95%	91%	98%	70%
	(2) 人権方針があり、適用範囲にサプライヤーを含む企業の割合	75%	77%	88%	51%
	(3) 人権方針があり、国際的な原則に基づいている企業の割合	86%	72%	92%	60%
	(4) 「人権デュー・ディリジェンスプロセス」を開示している企業の割合	70%	52%	84%	46%
	(5) 「人権デュー・ディリジェンスプロセス」の対象範囲に、サプライチェーン上の業務を含む企業の割合	60%	50%	80%	39%
	(6) 過去3年間、潜在的な人権問題について評価を実施した企業の割合	45%	30%	49%	36%
	(7) 過去3年間、潜在的な人権問題について、契約先企業や一次サプライヤーを評価対象に含んだ企業の割合	43%	27%	46%	31%
エンゲージメント	(8) 従業員の満足度やストレスなどに関する調査を毎年実施している企業の割合	80%	81%	85%	68%
流動性	(9) 離職率を開示している企業の割合	87%	68%	90%	95%
健康と安全	(10) 労働安全衛生に関するコミットメントを公表している企業の割合	75%	73%	83%	85%
労働基準	(11) 従業員に対し、保育施設や、保育のための手当を提供していることを開示している企業の割合	57%	34%	32%	30%
	(12) 独立した労働組合があること、または団体交渉協定があることを開示している企業の割合	82%	58%	72%	49%
コンプライアンス	(13) 企業の行動規範に違反する差別やハラスメントの件数を、前年度に開示した企業の割合	24%	9%	40%	37%
	(14) 企業の行動規範に違反する利益相反の件数を、前年度に開示した企業の割合	10%	4%	15%	14%
	(15) 企業の行動規範に違反する汚職・贈収賄の件数を、前年度に開示した企業の割合	38%	15%	47%	57%
	(16) 企業の行動規範に違反するマネーロンダリングやインサイダー取引の件数を、前年度に開示した企業の割合	14%	2%	11%	24%
	(17) 企業の行動規範に違反する、顧客のプライバシーに関連する事案の件数を、前年度に開示した企業の割合	16%	19%	32%	51%

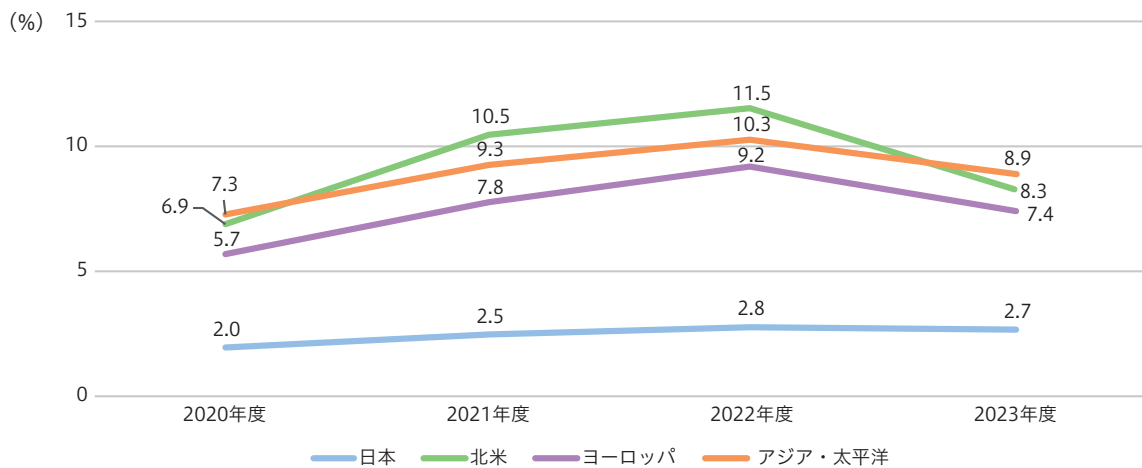
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表12】従業員一人当たりの研修時間（前年度）



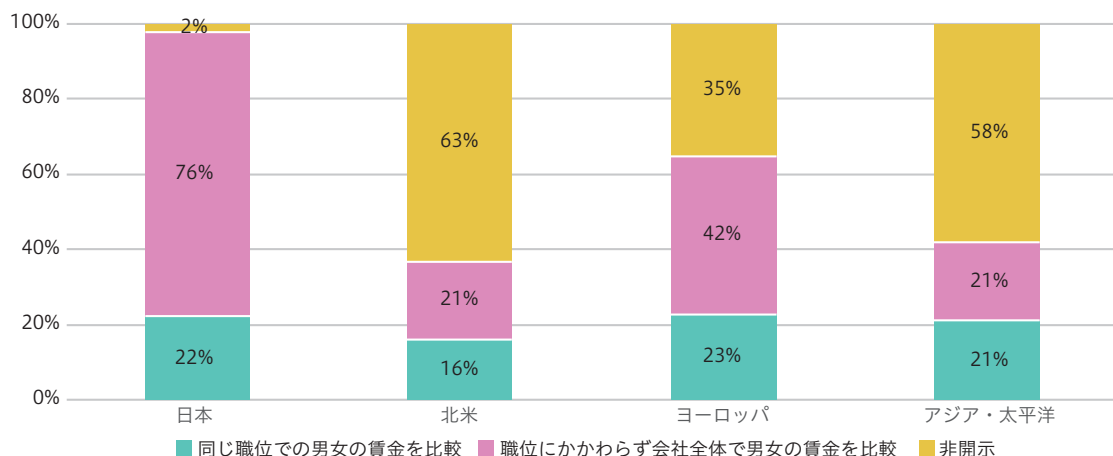
(注) 日本とアジア・太平洋の最大値は100時間を上回っているため、図表上に表示されていない
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表13】自己都合離職率（年率換算、中央値）



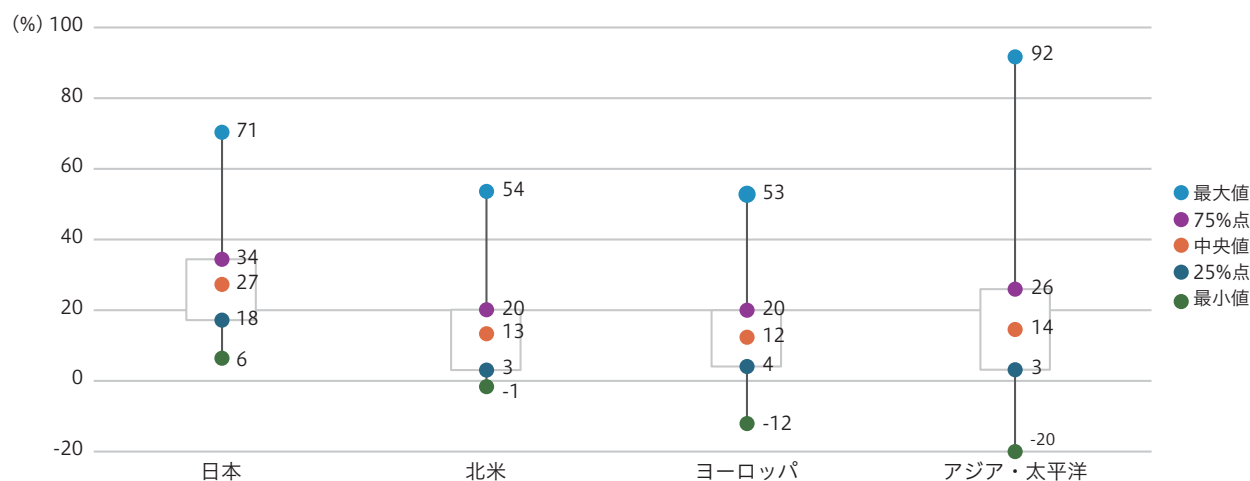
(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表14】男女賃金格差に関する分析を実施している企業の割合

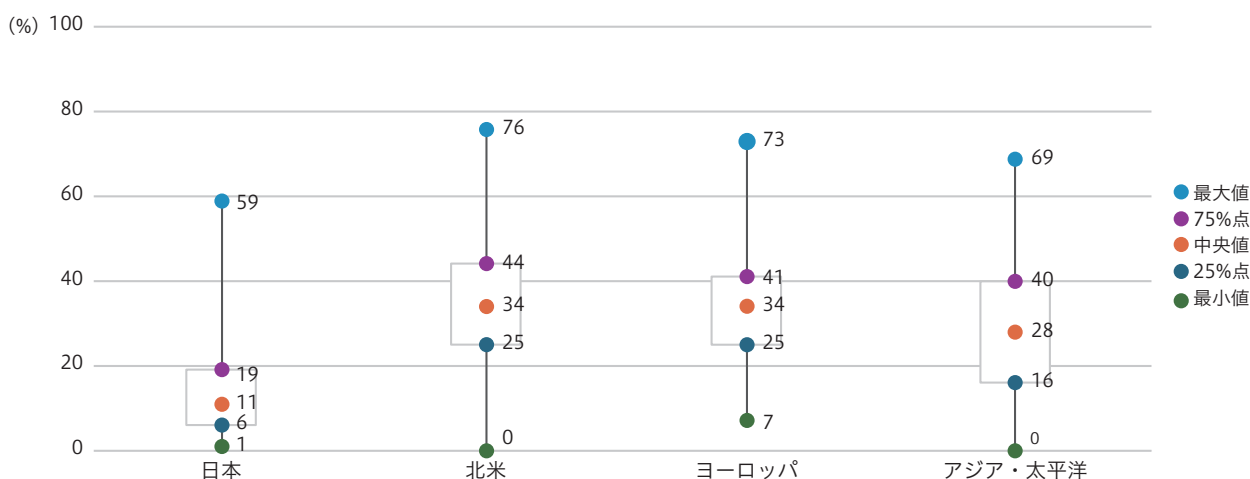


(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表15】男女賃金格差（時間給の中央値）

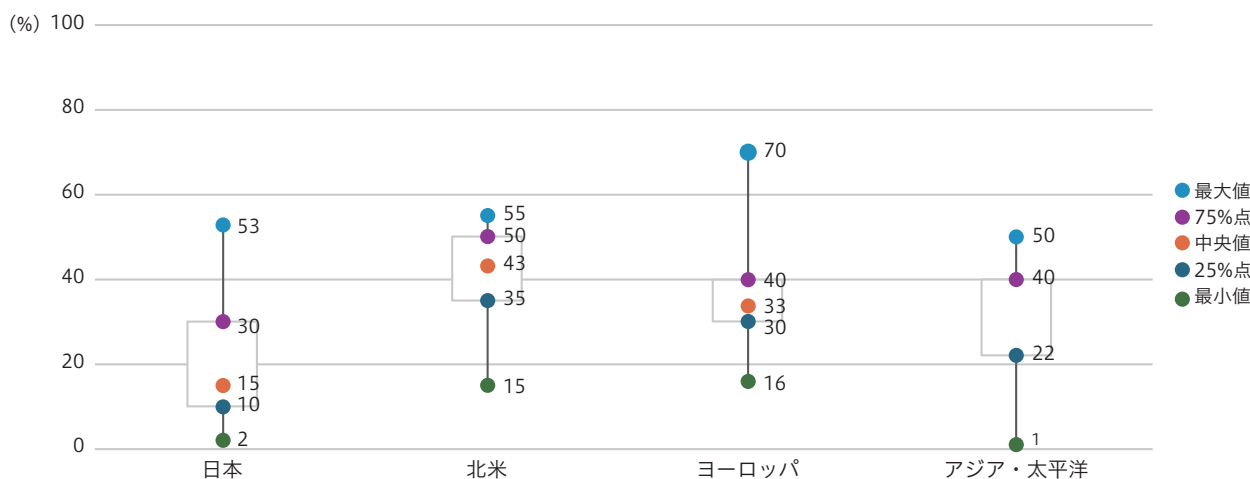


【図表16】全管理職に占める女性の比率（実績値）



(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成

【図表17】全管理職に占める女性の比率（目標値）



(注) アジア・太平洋の中央値は40で、75%点と一致している

(出所) S&P Global社の資料をもとにGPIF作成



不祥事が企業業績に与える影響に関する分析

近年、企業の不祥事に関連するリスクに対する投資家やステークホルダーの注目が高まっています。本節では、GPIFが採用するESG指数に含まれる不祥事に関連するメソドロジーに加えて、グローバルで発生している不祥事の全体像を整理し、不祥事が企業の財務指標へどのような影響を及ぼしているのかについて、地域ごとに比較しました。

GPIFのESG指数投資のメソドロジーに組込まれる「不祥事スコア」

企業の不祥事は、経営の信頼性や、業績見通しに影響を与えることなどを通して、企業経営上の重大な問題になるだけでなく、社会的にも大きな影響をもたらすことで経済社会の持続可能性を棄損する一因になる可能性があります。近年、企業の不祥事に関連するリスクに対する投資家やステークホルダーの注目は高まっています。GPIFの委託先運用会社が考える「重大なESG課題」¹を見ても、国内株式・国内債券の投資家を中心に不祥事への関心の高さがうかがえます。

ただ、「サステナビリティ関連財務情報の開示状況に関する分析」(P.87)で明らかになったように、自社の不祥事に関する情報を積極的に開示している企業は限られており、ガバナンスの透明性の確保という観点では、課題が残されています。

こうした中、GPIFが採用するESG指数には、マスメディアなどの外部の機関が配信する情報を活用して不祥事を把握し、不祥事を起こした企業を指数の組入れ対象銘柄から除外したり、構成比率を下げたりするメソドロジーが組込まれています(図表1)。こうしたメソドロジーにより、企業による情報開示の不足を補完しながら、不祥事のリスクを反映した指数が構成されています。

FTSEの指数とS&Pの指数では、企業のESG関連のリスクを定量化するRepRisk Index²に基づき、一定の基準に満たない銘柄を指数の組入れ対象から除外しています。RepRisk Indexは不祥事を報じた情報源、不祥事の頻度やタイミング、事例の深刻度や新規性に基づいて、「0~100」までの範囲で算出され、ESG関連リスクが高いほど「100」に近づきます³。

MSCIの指数は、MSCIが独自に算定する不祥事スコアが一定の基準を満たす銘柄のみが、組入れの対象となります。不祥事スコアは事例の重大性や、企業が直接関与したかどうか、事例が解決したかどうかなどの状況に基づき、「0~10」までの範囲で算定されます。最も深刻な水準とみなされる不祥事を起こした企業に割り当てられる不祥事スコアは「0」で、重大性などが低いほど不祥事スコアは「10」に近づきます。

Morningstarの指数のメソドロジーでは、ジェンダーの差別やセクシュアル・ハラスメントなどに関する訴訟の判決や和解に至った企業は12カ月間、リストアップされます⁴。リスト上の銘柄は、毎四半期のリバランスでティルト係数の最も低いグループ「×0.5」に割り当てられます。その上で、ティルト係数と浮動株調整後時価総額をもとにウエイトを再計算し、指数のメソドロジーに従って構成比率を調整します。

1 「2024/25年スチュワードシップ活動報告」(P.52)をご参照ください

2 RepRisk IndexはスイスのRepRisk社によって開発されたアルゴリズム

3 FTSEの指数には、このほかにも指数会社が独自に報道機関の情報を収集し、不祥事を起こした上で対応が不十分だと評価した構成銘柄を除外するメソドロジーが含まれている

4 オランダのEquileap社のメソドロジーに基づき、セクシュアル・ハラスメントやジェンダー差別に関連する企業の訴訟の判決などをモニタリングする仕組みを用いている。判決などが企業の構造的あるいはシステムティックな問題を示唆すると判断された場合、当該企業には「アラーム・ベル」(警告)が付与され、リストに掲載される

【図表1】不祥事を起こした企業の組入れルール

GPIFが採用するESG指数	メソドロジー上の主なルール
FTSE Blossom Japan Index	RepRiskのRepRisk Indexが一定の基準に満たない銘柄は、組入れ対象から除外される
- S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数 - S&P/JPX グローバル（除く日本）大中型株 カーボン・エフィシエント指数	RepRiskのRepRisk Indexが一定の基準に満たない銘柄は、組入れ対象から除外される
- MSCI 日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数 - MSCI 日本株 女性活躍指数 - MSCI ACWI ESGユニバーサル指数（除く日本、除く中国A株）	MSCIの不祥事スコアが一定の基準を満たす銘柄のみが、組入れの対象となる
- Morningstar日本株式 ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数（除くREIT） - Morningstar先進国（除く日本）ジェンダー・ダイバーシティ指数	リストアップされた銘柄は、毎四半期のリバランスでティルト係数が最も低いグループに割り当てられる

(出所) GPIF

地域別、内容別に見る不祥事の件数

ここでは、企業の不祥事の全体像を理解するため、MSCIの不祥事スコアに基づくデータを用いて、不祥事の件数を地域別に確認します。データは、不祥事の内容別に環境、社会、ガバナンスに分類されます。その上で、「有害物質と廃棄物管理」（環境）、「反競争的行為」（社会）、「贈収賄と不正」（ガバナンス）などのテーマに細分化して記録されます。

新たに起きた不祥事の件数を把握するために、不祥事スコアをもとにした4段階のフラグを活用しました。

- レッド（赤）：一つ以上の「非常に深刻」な自社（グループ会社を含む、以下同じ）の不祥事に関与している企業。不祥事スコア「0」が該当
- オレンジ（橙）：「非常に深刻」な自社の不祥事に関与しつつもステークホルダーの懸念の一部を解決した企業や、ビジネス・パートナーが抱える「非常に深刻」な不祥事に関与し続けている企業など。不祥事スコア「1」が該当
- イエロー（黄）：「深刻」または「非常に深刻」な不祥事への関与について、ステークホルダーの懸念の多くを解決した企業や、一つ以上の「中程度の深刻さ」の自社の不祥事に関与し続けて

いる企業など。不祥事スコア「2～4」が該当

- グリーン（緑）：一つ以上の「深刻度の低い」不祥事に関与しているか、不祥事に関与していない企業など。不祥事スコア「5～10」が該当

先進国の大型・中型株を構成銘柄とする指数、MSCI World Index（約2,800銘柄⁵）を対象に、「グリーン」だった企業が「イエロー」、「オレンジ」、「レッド」に悪化した件数を月次で集計したところ、2016年12月～2025年5月の期間中の合計で3,525件に上りました（図表2）。不祥事の内容別に見ると、社会（2,555件）、ガバナンス（732件）、環境（238件）の順に多い結果となりました。

テーマ別では、会計不正を含む「贈収賄と不正」（575件）が最多でした。このほか、日本、北米、ヨーロッパ、アジア・太平洋の4地域で共通して不祥事の件数が多かったのは、▽価格カルテルの形成や談合などの「反競争的行為」▽安全性が疑われる製品の販売やリコールといった「製品安全品質」▽不当解雇の疑いなどを含む「労働マネジメント関係」——でした。

5 分析対象期間中の構成銘柄数の平均値

【図表2】地域別、内容別に見る不祥事の件数

大分類	中分類	小分類	具体的な事例	日本	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋
環境	環境	生物多様性と土地利用	森林破壊や種の損失に繋がる生息地破壊	2	15	20	16
		事業活動からの(有害ではない)廃棄物	事業活動からの大量の廃棄物排出や不適切な廃棄物処理	0	1	0	1
		サプライチェーンの管理	持続可能でない原材料の調達	0	3	9	1
		有害物質と廃棄物管理	工場からの有害化学物質の漏出	4	41	26	35
		水資源枯渇	地下水の過剰汲み上げ	0	1	2	0
		エネルギーと気候変動	大規模な温室効果ガス排出に対する批判や訴訟	4	22	21	11
		その他	その他環境関連の不祥事	0	0	0	3
社会	消費者	プライバシー&データセキュリティ	顧客データの不正利用や個人情報の流出	12	47	11	23
		反競争的行為	価格カルテルの形成や談合	58	130	135	81
		顧客関係	不正請求や過剰な手数料の徴収	15	106	81	68
		マーケティングと広告	誤った内容や誤解を招く内容の広告	5	52	30	21
		製品安全品質	安全性が疑われる製品の販売やリコール	27	147	76	86
		その他	その他顧客関連の不祥事	1	8	3	1
	人権	地域社会への影響	土地の強制収用や地域経済へ悪影響を及ぼす活動	9	81	34	48
		市民の自由	政府による市民権の制限、監視への協力	0	8	0	18
		人権に関する懸念	人権侵害が懸念されるプロジェクトへの関与	0	20	19	14
		その他	その他人権関連の不祥事	0	0	0	0
	労働者の権利	児童労働	児童労働への関与	0	5	1	9
		団体交渉と団結	労働組合の結成妨害やストライキの発生	10	79	69	49
		差別と従業員の多様性	性別や人種による差別	4	78	14	20
		労働安全衛生	職場での事故や怪我、安全基準の未遵守	16	93	28	109
		労働マネジメント関係	不当解雇の疑い	27	134	58	105
		サプライチェーンと労働管理	サプライヤーにおける劣悪な労働条件や強制労働の疑い	25	38	42	65
		その他	その他労働者の権利に関わる不祥事	0	2	0	0
	ガバナンス	贈収賄と不正	贈収賄の疑いや会計不正	55	159	109	252
		議論を呼ぶ投資	人権侵害などの疑いがあるプロジェクトへの投融資	7	7	14	7
		ガバナンス構造	利益相反や倫理違反に対する監督不足	5	25	26	50
		その他	その他ガバナンス関連の不祥事	1	7	4	4

(出所) GPIF, Reproduced by Permission of MSCI ESG Research LLC ©2025.All rights reserved.

不祥事が企業のEPS成長率に与える影響

ここからは、不祥事が企業の業績に与える影響を定量的に分析します。具体的には、「不祥事を起こした企業」と「そうでない企業」の、将来のEPS成長率の差を比較します。

「不祥事を起こした企業」は、不祥事フラグが「グリーン」から悪化した企業グループ、「そうでない企業」はそれ以外の企業グループと定義し、分析対象となる企業を各月ごとにどちらかに分類しました。その上で、

企業ごとに各月時点で最新のEPSと、そこから3カ年先で最新のEPSを使って将来3カ年のEPS成長率（以下、EPS成長率）を計算し、それぞれのグループごとにEPS成長率の中央値⁶を算出します（図表3）。この方法により、「不祥事を起こした企業」の場合、不祥事を起こす前後のEPSを含めたEPS成長率を計算することが可能になります。グループの判定を2016年12月～2021年12月までの各月で行い、それぞれのグルー

6 外れ値の影響を考慮して、平均値ではなく中央値を算出

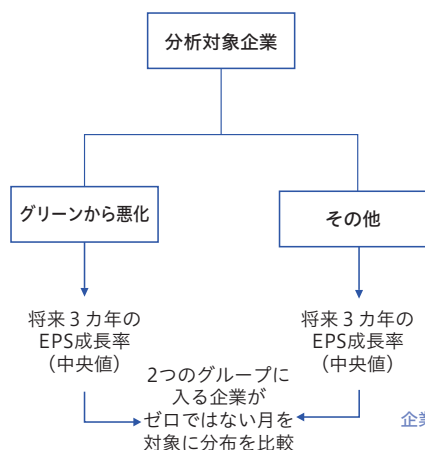
づごとにEPS成長率を集計し、その差をみました。

分析対象は、MSCI Japan Index（以下、日本）、MSCI North America Index（以下、北米）、MSCI Europe Index（以下、ヨーロッパ）、日本を除くMSCI

AC Asia Pacific Index（以下、アジア・太平洋）の4地域の約2,500銘柄⁷であり、地域ごとに比較しています。

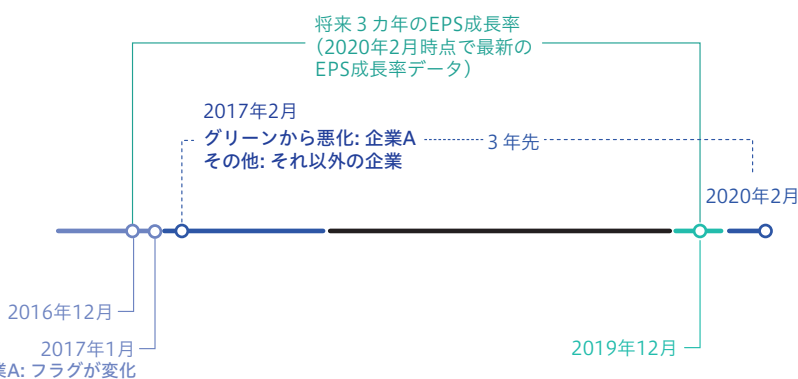
【図表3】不祥事が企業のEPS成長率に与える影響を分析した方法

●分析対象の比較方法



●EPS成長率の中央値の算出方法

- ・2つのグループを作成
- ・将来3カ年のEPS成長率の中央値を算出



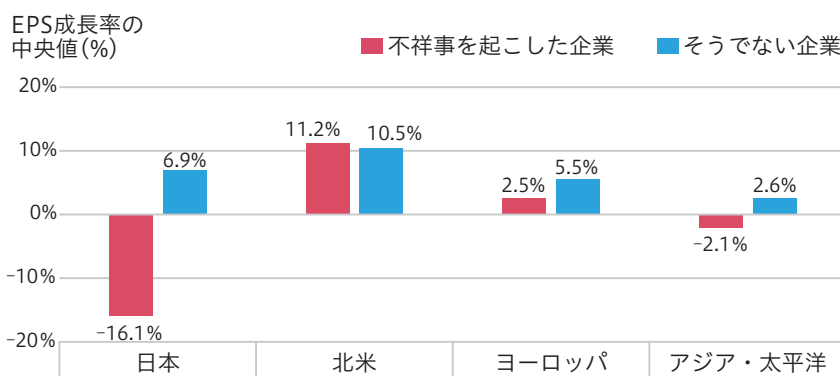
(注) 分析手法の詳細は、MSCI社が分析したレポート「2025 GPIF ポートフォリオにおける気候関連リスクおよびESG不祥事の財務的影響分析」をご参照ください
(出所) MSCI

その結果、日本、ヨーロッパ、アジア・太平洋の3地域では、「不祥事を起こした企業」のEPS成長率の中央値が、「そうでない企業」よりも低い結果となりました。2つの差が特に大きかったのは日本で、「不祥事を起こした企業」のEPS成長率の中央値は、「そうでない企業」よりも23.0ポイント低い-16.1%でした。一方、北米では「不祥事を起こした企業」の方が0.7ポイント高い11.2%でした（図表4）。

結果から、北米以外の地域では、不祥事が企業の

EPS成長率に対してネガティブな影響を与える傾向があることが示唆されます。特に日本は、企業の不祥事が将来の業績やステークホルダーからの信頼に大きく影響しやすい環境である可能性があります。ただし、分析手法や対象、期間などによって、異なる結果が得られることが想定されます。企業行動と財務パフォーマンスの関係をさらに理解する上では、ガバナンス体制や地域ごとのステークホルダーの反応の違いを踏まえた分析を進めていく必要があります。

【図表4】不祥事を起こした企業とそうでない企業の、EPS成長率の中央値の比較



(出所) GPIF, Reproduced by Permission of MSCI ESG Research LLC ©2025. All rights reserved.

7 分析対象期間中の構成銘柄数の平均値

GPIF ディスクレームー

このレポートは、GPIFのサステナビリティ投資に関連する取組みやサステナビリティ関連非財務情報の評価や分析に関する情報提供を目的としたものです。2024年度サステナビリティ投資報告の正本については、GPIFのHP (<https://www.gpif.go.jp/esg-stw/>) を参照ください。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利はGPIFまたは第三者にあります。このサステナビリティ投資報告の内容について、商用目的で転載・複製（引用は含まれません。）を行う場合は、事前に企画部（TEL：03-3502-2486）までご相談ください。

各社のディスクレームー

FTSE

London Stock Exchange Group plc and its group undertakings (collectively, the “LSE Group”). © LSE Group 2025. FTSE Russell is a trading name of certain of the LSE Group companies. “FTSE®”, “FTSE Russell®” are trade marks of the relevant LSE Group companies and are used by any other LSE Group company under license. All rights in the FTSE Russell indexes or data vest in the relevant LSE Group company which owns the index or the data. Neither LSE Group nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the indexes or data and no party may rely on any indexes or data contained in this communication. No further distribution of data from the LSE Group is permitted without the relevant LSE Group company’s express written consent. The LSE Group does not promote, sponsor or endorse the content of this communication.

MSCI

Although GPIF’s information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the “ESG Parties”) , obtain information from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. None of the Information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data or Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

S&P Global Inc.

This content (including any information, data, analyses, opinions, ratings, scores, and other statements) (“Content”) has been prepared solely for information purposes and is owned by or licensed to S&P Global Inc. and/or its affiliates (collectively, “S&P Global”).

This Content may not be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means without the prior written permission of S&P Global.

You acquire absolutely no rights or licenses in or to this Content and any related text, graphics, photographs, trademarks, logos, sounds, music, audio, video, artwork, computer code, information, data and material therein, other than the limited right to utilize this Content for your own personal, internal, non-commercial purposes or as further provided herein.

Any unauthorized use, facilitation or encouragement of a third party’s unauthorized use (including without limitation copy, distribution, transmission or modification, use as part of generative artificial intelligence or for training any artificial intelligence models) of this Content or any related information is not permitted without S&P Global’s prior consent subject to appropriate licensing and shall be deemed an infringement, violation, breach or contravention of the rights of S&P Global or any applicable third-party (including any copyright, trademark, patent, rights of privacy or publicity or any other proprietary rights).

This Content and related materials are developed solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. S&P Global gives no representations or warranties regarding the use of this Content and/or its fitness for a particular purpose and references to a particular investment or security, a score, rating or any observation concerning an investment or security that is part of this Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice.

S&P Global shall have no liability, duty or obligation for or in connection with this Content, any other related information (including for any errors, inaccuracies, omissions or delays in the data) and/or any actions taken in reliance thereon. In no event shall S&P Global be liable for any special, incidental, or consequential damages, arising out of the use of this Content and/or any related information.

The S&P and S&P Global logos are trademarks of S&P Global registered in many jurisdictions worldwide. You shall not use any of S&P Global’s trademarks, trade names or service marks in any manner, and in no event in a manner accessible by or available to any third party. You acknowledge that you have no ownership or license rights in or to any of these names or marks.

See additional Disclaimers and terms of use at <https://www.spglobal.com/en/terms-of-use>.

Copyright© 2025 S&P Global Inc. All rights reserved.



投資原則

1

年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。

2

資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

3

基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

4

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ことから、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、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）や社会・環境的効果（インパクト）を考慮した投資などサステナビリティ投資を推進する。

5

長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESGなどのサステナビリティを考慮した取組を含む。）を進める。

GPIF Homepage



GPIF YouTube channel



GPIF X



お問い合わせ

年金積立金管理運用独立行政法人 企画部

〒105-6377 東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー 7階

TEL : 03-3502-2486 (ダイヤルイン) FAX : 03-3503-7398

URL : <https://www.gpif.go.jp/>

