



ESG 指数を選定しました

GPIFは日本株の3つのESG指数を選定し、同指数に連動したパッシブ運用を開始しました。環境（E、Environment）・社会（S、Social）・ガバナンス（G、Governance）の要素に配慮した投資は、期間が長期にわたるほどリスク調整後のリターンを改善する効果が期待されます。ESG指数の選定にあたっては①ESG評価の高い銘柄を選別する「ポジティブ・スクリーニング」②公開情報をもとに企業のESGを評価し、その評価手法や評価結果も開示③ESG評価会社及び指数会社のガバナンス体制・利益相反管理——の3点を重視しました。

<3つの選定指数>

環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）のESG全般を考慮に入れた「総合型」指数2つと、社会（S）のうち女性活躍に着目した「テーマ型」指数1つを選定しました。

種別	指数名
総合型	FTSE Blossom Japan Index
総合型	MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数
テーマ型・社会（S）	MSCI 日本株女性活躍指数（愛称はWIN）

※環境（E）のテーマ型指数については、継続審査中です。

<高橋理事長のコメント>

今回選定したESG指数の活用が日本企業のESG評価が高まるインセンティブとなり、長期的な企業価値の向上につながるよう期待しています。ESGを重視する海外の長期投資家がこの点に着目すれば、日本株の投資収益が改善する可能性も高まります。こういったインベストメント・チェーンの最適化の恩恵を大きく享受できるのが、ユニバーサル・オーナー（広範なポートフォリオを持つ大規模な投資家）であるGPIFであり、年金の被保険者であると考えております。

選定したESG指数に基づくパッシブ運用については、当初は国内株全体の3%程度、約1兆円で運用を開始しました。中長期的に投資の効果を確認しながら、将来的には他のESG指数の活用やアクティブ運用など含めてESG投資を拡大していきます。GPIFは今後もESG投資やESGの考え方の普及について、積極的に取り組んでまいります。



ESG指数選定結果について

平成29年7月3日

ESG指数選定の概要と採用指数一覧

ESG指数の選定について(概要)

1. 長期的にポートフォリオのリスク調整後リターンの改善効果を期待

- 環境や社会の問題などネガティブな外部性の最小化を通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指す。

2. 公開情報に基づくポジティブ評価を基本とし、日本の株式市場全体の底上げを目指す

- ESG評価に基づくポジティブ・スクリーニングを基本とし、特定の財・サービスを提供する会社を形式的に除外することを行わず、日本の株式市場全体の底上げを図るために幅広い企業に指数の採用の機会を設ける。

3. 複数の指数を選定し、特定のテーマに偏らないようバランスに配慮

- ESG要素を総合的に評価する指数や女性の活躍に注目した指数など、テーマが偏らないよう複数の指数を選定し、広範なテーマについて働きかけを行う。

4. 運用評価、リスク管理等を適切に実施

- 選定した指数のモニタリング(運用評価、リスク管理等)を適切に実施し、中長期的にリスク・リターンの改善が芳しくない場合には必要に応じて見直しを行う。

5. 投資規模は当初は3%程度(1兆円程度)で開始し、将来的には更なる拡大を検討

- 既存の国内株運用からの組み替えも含め、当初はESG投資全体で国内株全体の3%程度(1兆円程度)組み入れを開始。将来的には他のプロダクトを含めて、更なる拡大を検討。

採用ESG指数一覧

総合型指数

FTSE Blossom
Japan Index

MSCIジャパンESG
セレクト・リーダーズ
指数

E
(環境)

S
(社会)

G
(ガバナンス)

テーマ指数

継続審査中

MSCI 日本株
女性活躍指数
(WIN)

該当なし

ESG指数選定の目的、期待される効果、 選定プロセス

ユニバーサルオーナー・超長期投資家としてのGPIF ～ユニバーサル・オーナーシップ～

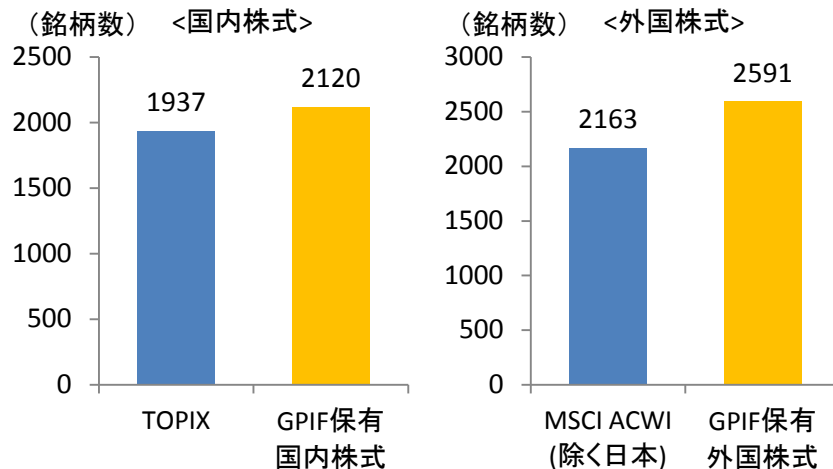
■ UNEP金融イニシアティブ『ユニバーサル・オーナーシップ』(2011年)

「大手の機関投資家は、世界の資本市場を代表するような、広く分散されたポートフォリオに長期にわたって投資するので、事実上、ユニバーサル・オーナー(資本市場全体を幅広くカバーする株式所有者)である。

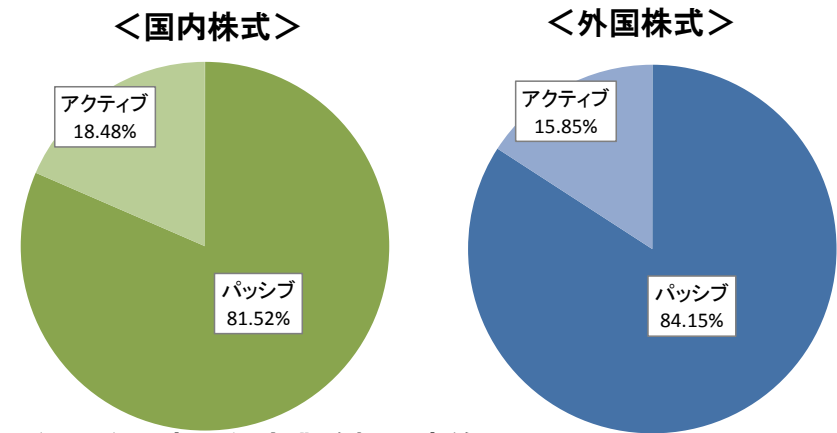
彼らのポートフォリオは、必然的に、企業活動を原因とする環境のダメージからの、ますます拡大するコストにさらされることになる。機関投資家は、それらのコストを全体として最小化し、外部性を削減するために、事業活動が行われる方法に影響を与えることができる。長期的な経済の安定と受益者の利益は、今、危機に瀕している。機関投資家は、環境影響がもたらす財務的リスクを削減するために、共同して行動することができるし、そうすべきである。」(水口 剛著「責任ある投資」の訳文より抜粋)

■ GPIFの株式保有状況(2016年3月末時点)

主要指数の構成銘柄数とGPIFの保有銘柄数



株式運用におけるパッシブ・アクティブ比率



(出所)平成27年度業務概況書等

※完全法によるTOPIXベンチマークのパッシブ運用の場合、基本的に東証1部に上場し続けている限り、当該株式を保有し続けることになる。

ESG指数公募の目的

- GPIFのようなユニバーサル・オーナー（広範なポートフォリオを持つ大規模な投資家）にとってネガティブな外部性（環境・社会問題等）を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的リターンを最大化を目指すことは合理的。
- また、環境・社会・ガバナンスの要素を投資に考慮することで期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待される。
- ESG要素を考慮した国内株式のパッシブ運用の実現可能性を探ることを目的に、ESGの効果により、中長期的なリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数の公募を行った。

GPIF

ユニバーサル・オーナー

超長期投資家

投資・対話

負の外部性
最小化

運用受託機関

ESG指数

ESGインテグレーション

投資・対話

ショートターミ
ズムの是正

企業

ESG情報の開示促進

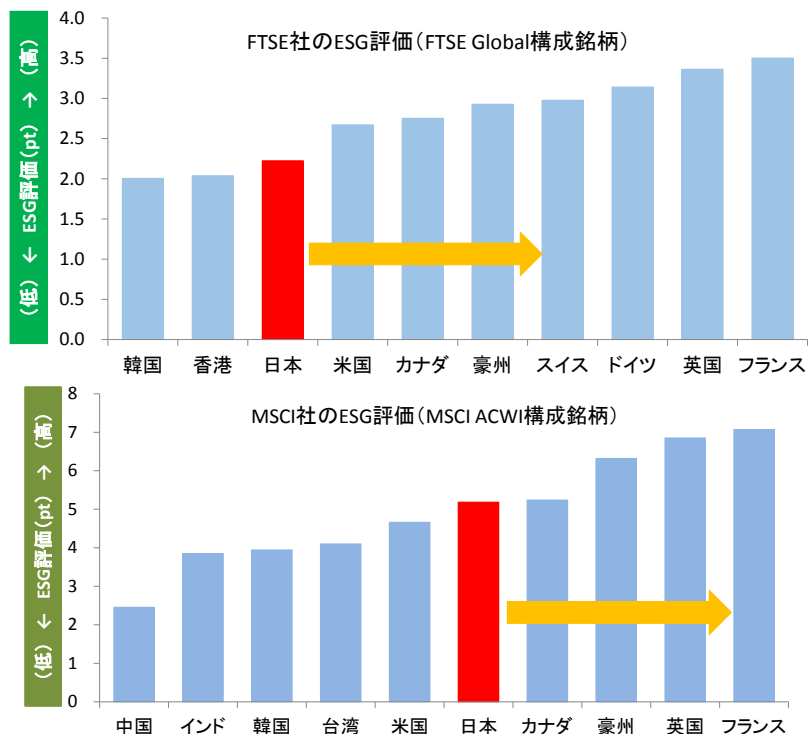
ESG評価向上

日本株式市場全体の底上げ

ESG投資の拡大で期待される効果

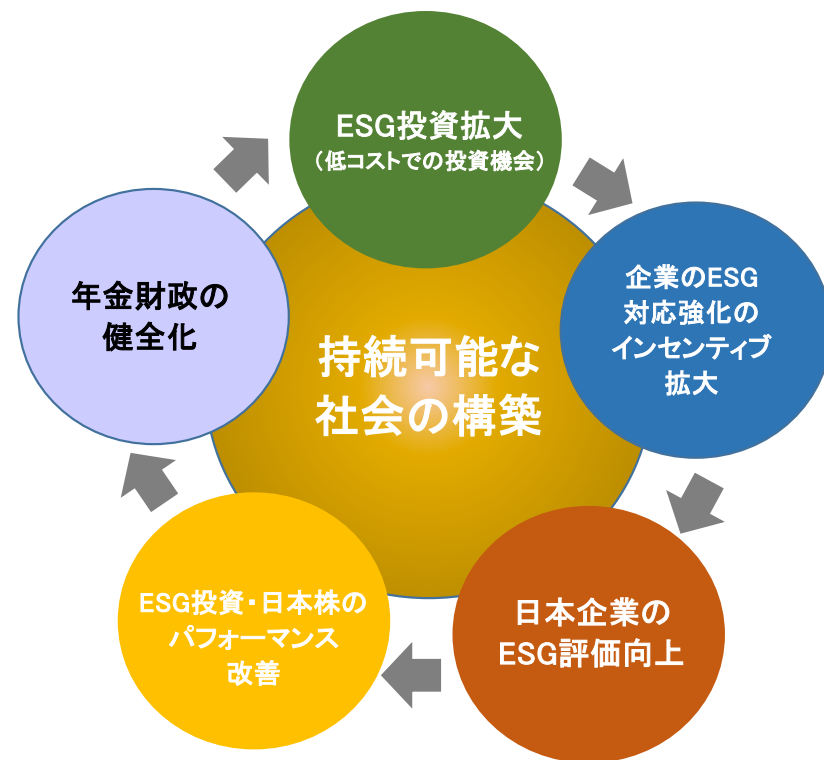
- GPIFのみならず、ESG投資が拡大することは、様々なメリットがある。ESG投資の運用資金の拡大は、企業のESG評価向上のインセンティブになり、ESG対応が強化されれば、長期的な企業価値向上につながる。
- さらに、日本企業のESG評価向上がESG評価を重視する海外資金の流入につながれば、日本株のパフォーマンス向上が期待される。これらのインベストメント・チェーンの最適化の恩恵を最大限享受できるのが、ユニバーサル・オーナーたるGPIFであり、年金の被保険者であると考えている。

＜日本と海外とのESG評価の分布比較（銘柄数ベース）＞



(注1) 分析は各指数の構成銘柄数上位10か国(地域)のESG評価(平均)のランキング
 (注2) 構成銘柄、ESG評価は2017/6時点 (出所) MSCI, FTSEよりGPIF作成

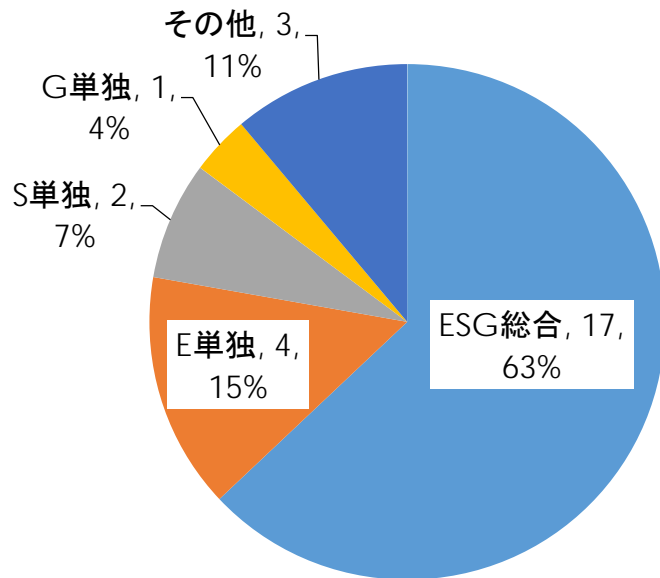
＜ESG投資拡大がもたらす好循環＞



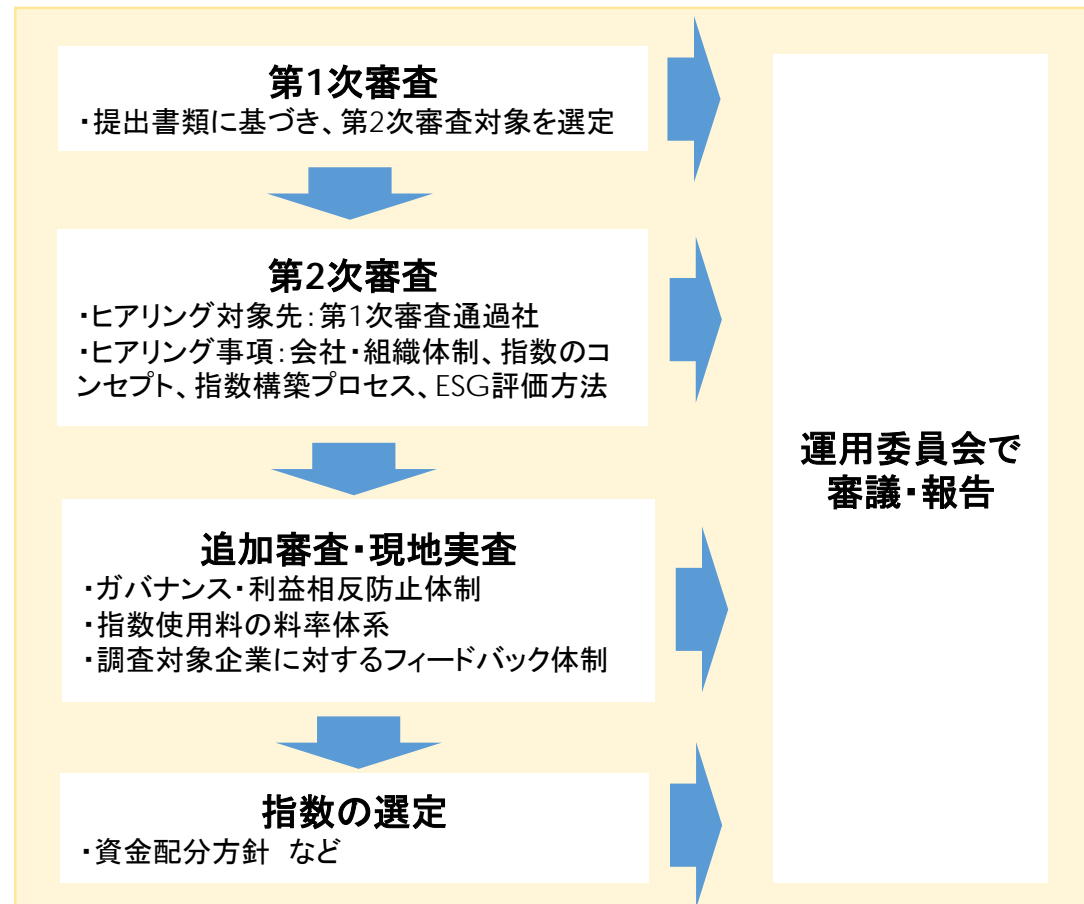
ESG指数選定プロセス

- 平成28年7月末～9月末にかけて公募を行った結果、国内外の指数会社、運用会社など計14社から27指数の応募があった。応募された指数に関して、延べ数十回のヒアリング、現地実査、合計7回に亘る運用委員会での議論などを経て、定性・定量の両面から審査を行った。

＜提案された指数で考慮されているESG要素別分類＞



(注) 凡例は、分類、応募指数の数、割合の順。分類はGPIF



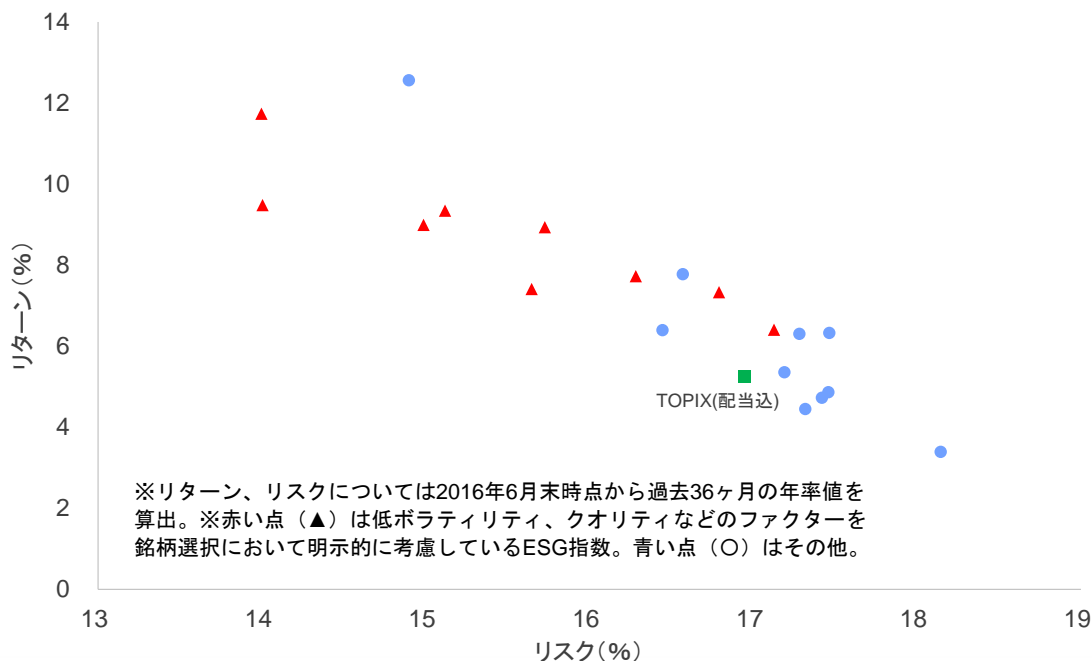
ESG指数選定における主な評価ポイント

- ① ESG重視、ポジティブ・スクリーニングが基本
- ② 開示促進（公表情報）、評価手法の改善
- ③ ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理

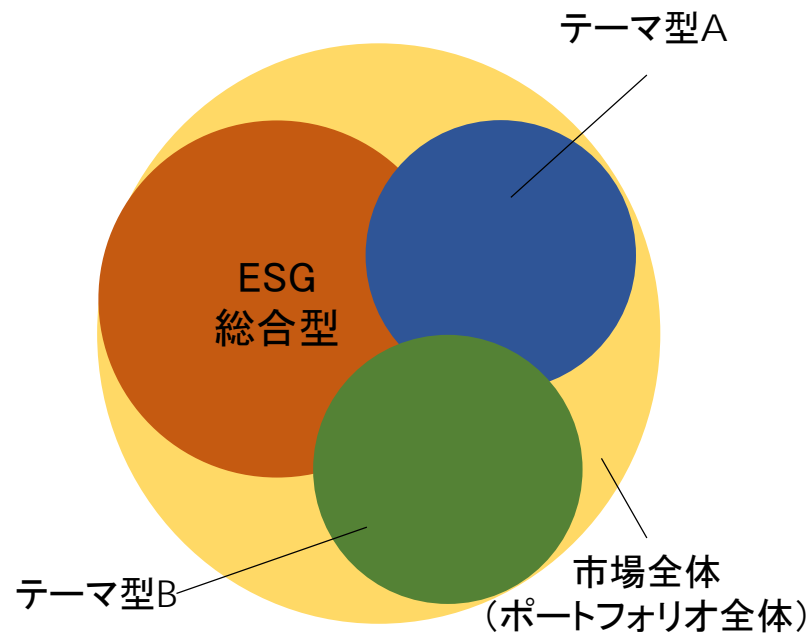
評価ポイント① ～ESG重視、ポジティブ・スクリーニングが基本

- ESG要素の考慮に加え、指数構築の過程で各種ファクター（低ボラティリティ、クオリティなど）を考慮する指数も多く、指数によっては、ESG指数を標榜しつつも、ファクターの影響が大きくなっている可能性がある。
- 公募の趣旨「ESGの効果により、中長期的なリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数」に照らし、ESG評価を主軸とする指数であることに重点を置き、指数の評価を行った。
- また、ESG評価に基づくポジティブ・スクリーニングを基本とし、特定の財・サービスを提供する会社を形式的に除外することを行わず、株式市場の底上げを図るために幅広い企業に指数の採用の機会を設けている指数を評価。その観点から、ESG総合型とテーマ型の組み合わせのバランスにも配慮した。

＜一次審査通過指数のリスク/リターン散布図＞



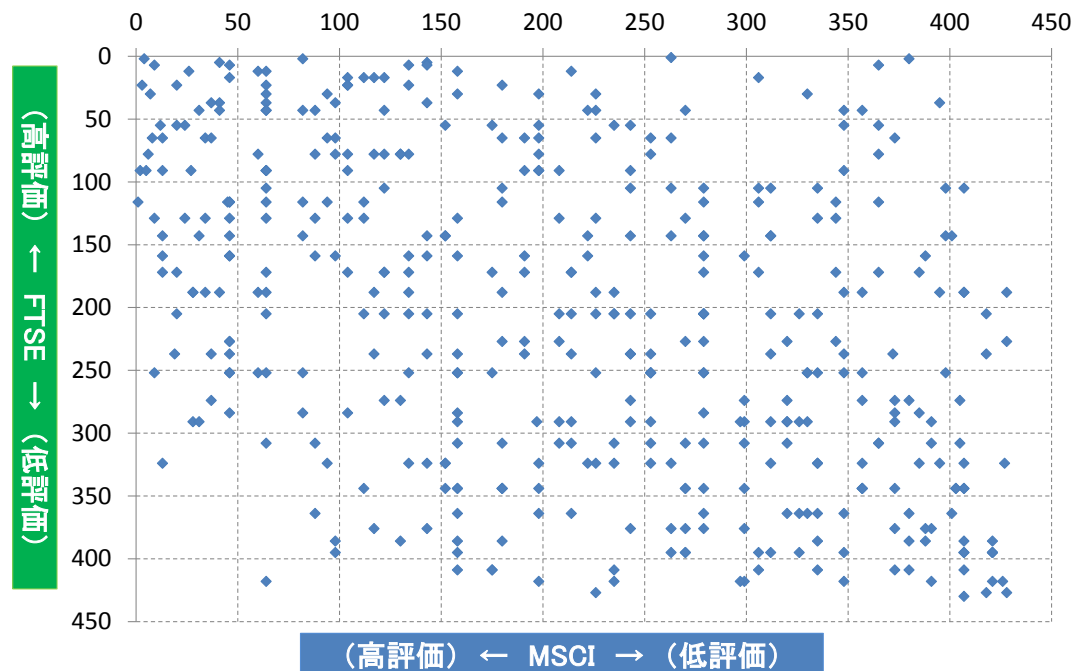
＜ESG総合型とテーマ型の組み合わせ(イメージ)＞



評価ポイント② ～開示促進(公表情報ベース)、評価手法の改善

- ESG評価の精度向上のためには、「企業側のESG情報開示の促進」と「ESG評価手法の改善」が不可欠であり、今回の指数選定においては、それらについての対応を評価した。
- FTSE社及びMSCI社ともに、ESG評価手法、評価結果の詳細な開示、評価結果の企業へのフィードバック、ESG指数を利用する投資家との対話を積極的に行い、その結果をESG評価の改善につなげる方針である。
- また、MSCI社の「MSCI日本株女性活躍指数」については、情報開示を促進するインセンティブ付けがなされるような指数構築手法（開示が少ない企業についてはスコアが減算される仕組み）がとられている点を高く評価。

<FTSEとMSCIのESG評価の比較>



【ESG評価の現状】

- 財務分析とは異なり、ESG評価については歴史が浅いこともあり、その評価手法については、現時点でスタンダードとなるものは確立されていない。また、評価する上で必要な情報の開示についても十分とは言えない状況
- 今回、採用するFTSE社とMSCI社のESG評価の相関関係をみると、緩い相関に留まっている

(注1) 分析ユニバース(2016/7時点)、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社

(注2) 図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位(1位～430位)

評価ポイント③ ～ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理

- 従来の時価総額加重型の株価指数の場合、企業の時価総額や流動性などで比較的「機械的」に採用銘柄が決められる。一方、今回選定するESG指数の場合、ESG評価を行うアナリストや指数構築のメソドロジーを考案するアナリストなど「人」が介在する余地が大きい。つまり、ESG評価の継続性や透明性、中立性を担保する上で、ESG評価会社及び指数会社のガバナンス体制・利益相反管理は極めて重要であり、その観点から複数拠点で現地実査を行った。

<採用各社のガバナンス体制・ESG評価の哲学>

	FTSE	MSCI
ガバナンス体制/利益相反管理	<ul style="list-style-type: none"> 親会社(ロンドン証券取引所グループ)が英国に上場(大株主にESG評価の中立性が脅かされるような戦略投資家はいない) ESG評価スキーム、指数メソドロジーの大枠の変更に関しては外部有識者のみで構成される委員会で決定。 コンサルティング業務など利益相反を招く業務には一切関与せず 	<ul style="list-style-type: none"> 米国NYSE上場(大株主にESG評価の中立性が脅かされるような戦略投資家はいない) ESG評価の決定、ESG評価、指数メソドロジーの管理・変更は、情報管理とインサイダー取引排除の観点から、厳格なFire Wallの下で社内スタッフのみで実施。結果は理由と共に情報公開され、外部からの検証が可能。 コンサルティング業務など利益相反を招く業務には一切関与せず
ESG評価の哲学	<ol style="list-style-type: none"> 1. サステナブル経済、低炭素経済への移行が進むなかで、発行体企業、投資家、仲介業者など、資本市場の参加者全般をサポートします 2. サステナビリティを資本配分に組み込むことを支援するために、データの改善、および対話の促進を行います 3. 市場参加者が、投資戦略策定、投資先企業価値向上への関与(エンゲージメント、スチュワードシップ)において、サステナビリティを積極的に組入れることを可能にします 4. ESGデータの透明性向上に努め、市場参加者に質の高いESGデータを幅広く提供します 	<ul style="list-style-type: none"> 社会はますます企業活動が産み出す負の外部性のコストを負担しなくなっていると同時に負担できなくなっているが、そのようなESGリスクは投資家のポートフォリオに適切に価格付けされていない。 我々は、投資家のポートフォリオが長期持続的成長を目指すことができるよう、それらのリスクに関するフォワード・ルッキングな評価を提供することで金融コミュニティの中心分野に貢献する。

マネジャー・ストラクチャー上の整理と今後の対応方針について

- 今回採用するESG指数に基づく運用は、パッシブ運用に分類する。パッシブ運用内では、ESG指数に基づく運用全体を時価総額型、スマートβに並列するかたちで一括管理し、運用評価等を行う。
- 国内株式を対象としたESG指数に基づくパッシブ運用については、既存の国内株運用からの組み替えも含め、当初は国内株全体の3%程度(1兆円程度)で開始。中長期的に当該投資の効果を確認しながら、将来的には国内株式を対象としたESG投資(ESG指数に基づくパッシブ、アクティブ運用等)の更なる拡大を検討。
- 外国株式を対象としたESG投資については、現行のマネジャー・エントリー制の枠組みにおいて、提案を受け付け、順次審査を行う。

<国内株式におけるマネジャー・ストラクチャー>

■ 従来

パッシブ	時価総額	<ul style="list-style-type: none"> ・TOPIX ・JPX日経400 ・MSCI Japan Standard ・Russell/Nomura Prime
	スマートβ	<ul style="list-style-type: none"> ・野村RAFI ・S&P GIVI ジャパン
アクティブ		

■ 今後 (ESG指数を一括管理)

パッシブ	時価総額	<ul style="list-style-type: none"> ・TOPIX ・JPX日経400 ・MSCI Japan Standard ・Russell/Nomura Prime
	ESG	<ul style="list-style-type: none"> ・FTSE Blossom Japan ・MSCIジャパンESGセレクトリーダーズ ・MSCI日本株女性活躍 ・環境(E)のテーマ型(継続審査中)
	スマートβ	<ul style="list-style-type: none"> ・野村RAFI ・S&P GIVI ジャパン
アクティブ		

選定指数の概要

総合型①: FTSE Blossom Japan Index

総合型②: MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ

テーマ型: MSCI日本株女性活躍指数

総合型①: FTSE Blossom Japan Indexの概要

■ 指数のコンセプト

- ESG指数としては世界でも有数の歴史を持つFTSEの指数シリーズFTSE4Good Japan Indexの業種ウェイトを中立化したESG総合型指数。
- 企業との対話(エンゲージメント)において有用な国際基準に則った明確なESG評価軸を用いつつ、日本企業に対応。

■ 指数組入候補(親指数)

- FTSE JAPAN INDEX(約500銘柄)

■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 国内外の環境・社会・ガバナンス要因への対応力が優れた企業のみを選定(公表情報に基づき深刻な不祥事が発生していると判断される企業は新規組み入れ対象外)

■ 構成銘柄比率の考え方

- 時価総額加重(業種ごとの比率を親指数と同等に調整し業種バイアスを最小化)

■ 指数構成銘柄数

- 151銘柄(2017年6月時点)



FTSE Blossom
Japan

総合型②:MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数の概要

■ 指数のコンセプト

- 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。
- ESG投資は、気候変動や人口動態の変化等、ユニバーサル・オーナーの長期的リターンに甚大な影響を与える様々なリスクに備えるが、その基本形となる指数。

■ 指数組入候補(親指数)

- MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄(以下、MSCIジャパンIMIトップ500)

■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 親指数の各業種からESG評価が高い銘柄を該当する業種の時価総額50%になるまで選定(非常に深刻な不祥事が発生している銘柄は採用対象外)。

■ 構成銘柄比率の考え方

- 時価総額加重

■ 指数構成銘柄数

- 251銘柄(2017年6月時点)



MSCI ジャパンESG
セレクト・リーダーズ指数

テーマ型：MSCI日本株女性活躍指数(WIN)の概要

■ 指数のコンセプト

- 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、各業種から性別多様性スコアの高い企業を選別して指数を構築。当該分野で網羅的に構築した初の指数。
- 将来的な労働人口減少リスクに晒されている日本では、女性活躍を推進している企業は労働力を確保しやすく、長期的事業持続性に勝る。本指数は企業の積極的な女性雇用の促し、GDP成長を通じた市場リターン改善を後押し。

■ 指数組入候補(親指数)

- MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄

MSCI



MSCI日本株
女性活躍指数 (WIN)

■ 指数採用基準・対象外とする基準

- 親指数(J-REIT銘柄は除く)の各業種から性別多様性スコアが高い上位半数の銘柄を選定(非常に深刻な不祥事や人権・労働者権利に関する不祥事が発生している銘柄は採用対象外)

■ 構成銘柄比率の考え方

- 「時価総額 × 総合スコア」で加重

総合スコア：業種調整後性別多様性スコア × 業種調整後クオリティ・スコア

■ 指数構成銘柄数

- 212銘柄(2017年6月時点)

参考：WIN (MSCI日本株女性活躍指数の愛称、Women's indexの略)

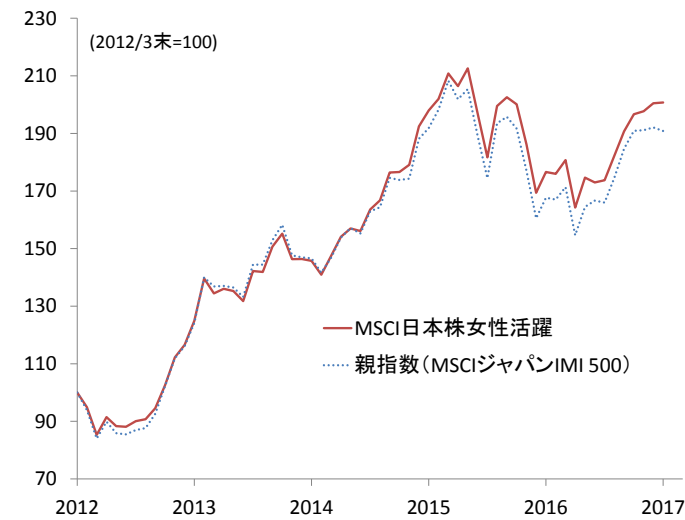
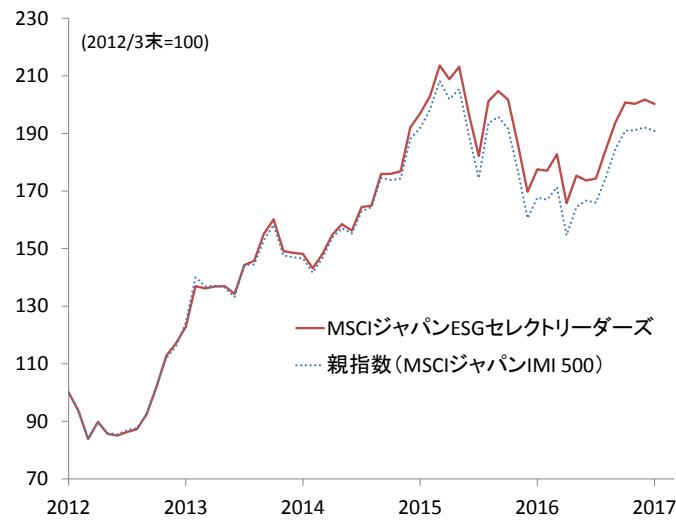
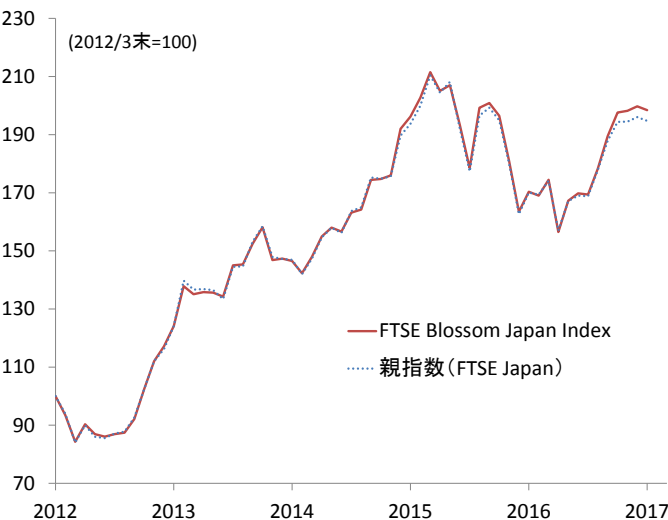


各ESG指数のリスク・リターン

FTSE Blossom Japan

MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ

MSCI 日本株女性活躍



【各ESG指数のリスク・リターン】

指数名	リターン		
	当該指数 (A)	親指数 (B)	差 (A)-(B)
①FTSE Blossom Japan Index	14.69%	14.26%	0.42%
②MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	14.90%	13.80%	1.10%
③MSCI日本株女性活躍指数	14.95%	13.80%	1.15%
ESGポートフォリオ全体※	14.83%	*14.43%	0.39%

リスク		
当該指数 (C)	親指数 (D)	差 (C)-(D)
18.01%	18.14%	-0.13%
17.77%	18.16%	-0.39%
16.97%	18.16%	-1.19%
17.62%	*17.78%	-0.16%

(注1)リターン、リスクは過去5年間(2012/4~2017/3)の年率。親指数は①についてはFTSE Japan 指数、②及び③についてはMSCIジャパンIMI 500指数

(注2)※ESGポートフォリオ全体については、①、②、③に仮に2対2対1の割合(総合型各「2」、テーマ型「1」)で配分した場合の試算。*はTOPIXのリターンとリスク

各社の会社概要

	FTSE	MSCI
会社概要	<ul style="list-style-type: none"> ロンドン証券取引所グループ子会社の指数・投資判断情報提供会社 2001年にESG基準を満たす企業を構成銘柄とするFTSE4Goodインデックスシリーズをローンチして以来、各種ESG指数を多数開発 世界47か国、うち日本企業約750社に対して調査を行いESGレーティングを付与 企業のESG関連活動の評価情報を収集する調査員、および企業対応やレーティング方法の構築を管理する専任に加え、カスタムインデックス、リサーチ、など、機関投資家への総合ソリューションにESGを統合 同社はPRI設立当初からのPRI署名機関 	<ul style="list-style-type: none"> MSCIは、ニューヨーク証券取引所上場の米国企業 世界24カ国に拠点をもち、3,000人以上の従業員を抱え、MSCIグローバル株価指数をベンチマークとする資産額は11兆米ドル(約1,100兆円) 世界全上場株式ETFの中でMSCI指数が最も多く利用され、ESG指数の分野でも最大のシェア MSCIのESGリサーチは、世界6,000社超について企業の環境・社会・ガバナンスに関する調査や格付け、分析を提供しており、それらは機関投資家や運用会社が投資プロセスにESG要素を統合するために使用されている MSCIのESGリサーチは170人以上のESG専属アナリストを擁し、世界1,000社以上の機関投資家が利用している世界最大のESGリサーチ会社 同社はPRI署名機関

(出所)FTSE、MSCI