



## ESG活動報告について

| 区 分                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 報 告 | 対象範囲                                                                                                                                                  | 全資産 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>エグゼクティブサマリー</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>GPIFのESGに関する様々な取組みや効果測定について、国民や企業などマルチステークホルダー向けに広く情報開示を行うために「ESG活動報告」を作成。その内容について報告するもの。</li> </ul>                                                                                                                                                                  |     |                                                                                                                                                       |     |
| <b>バックグラウンド</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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、ESG評価の向上や企業のESG対応の強化につながっているのか、ESG評価の向上や企業のESG対応の強化が金融市場の持続可能性向上やリスク調整後のリターンの向上につながっているのかを正しく評価する必要がある。</li> <li>ESGに関する取組みの効果測定については、投資パフォーマンスの観点に留まらず、企業のESG評価や女性活躍指数の評価項目となっている定量評価の変化など多面的な評価を「ESG活動報告」にて行うこととした。</li> </ul> |     | <b>フィードバック期間及び検証方法</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>フィードバック期間: 随時</li> <li>検証方法: 運用会社等とのミーティング、企業向けアンケート等で意見を聴取し、認知度や内容の妥当性などを確認</li> </ul> |     |
| <b>今後の予定</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>対外公表は8月中旬予定</li> <li>3500部印刷し、PDFファイルでHPにも掲載</li> <li>今後、英訳作業を進めて英語版も公表</li> </ul>                                                                                                                                                                                          |     | <b>便益及びリスク</b> <p>便益</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>GPIFのESGに関する取組みに対する理解向上</li> <li>PDCAサイクルを回すことによるESG活動の質の向上</li> </ul>                |     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |     | <b>KPI</b> <p>---</p>                                                                                                                                 |     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |     | <b>その他</b> <p>---</p>                                                                                                                                 |     |



平成29年度

# ESG活動報告

For All Generations



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

## 数字でみるGPIFとESG

ユニバーサル  
オーナー



156兆円

【運用資産額】  
世界最大級の年金基金



5114銘柄

【保有銘柄数】  
ほぼ全ての国内外主要企業の株式を保有

超長期  
投資家



100年間

【考慮する期間】  
100年先を見据えて制度設計された  
年金財政の一翼を担う

GPIFの  
ESG活動  
(投資)



1.5兆円

【ESG指数に基づく運用資産額】  
国内株式だけでなく  
全資産の運用でESGを考慮



74.1<sup>(※)</sup>%

【ESG投資を含むスチュワードシップ  
活動全般を評価している上場企業の割合】

(注) ※はGPIFが2018年1～2月に実施した上場企業アンケートの結果。その他のデータは2018年3月末時点。



平成29年度

# ESG活動報告

|               |     |
|---------------|-----|
| 理事長あいさつ ..... | 3-4 |
|---------------|-----|

## 【第一部】これまでの取り組み

|                                     |       |
|-------------------------------------|-------|
| ■ ESGに関するこれまでの主な取り組み .....          | 5     |
| ■ 投資原則改訂 .....                      | 6     |
| ■ ESG指数の採用と環境株式指数公募 .....           | 7-8   |
| ■ 債券投資におけるESGに関する世界銀行グループとの協働 ..... | 9-10  |
| ■ ESGをテーマにしたGPIFのエンゲージメント活動 .....   | 11-16 |
| ■ コラム：ESGに関する世界の潮流 .....            | 17-18 |

## 【第二部】ESG推進活動の効果測定

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| ■ ESG推進活動の効果測定の考え方 .....         | 19-20 |
| ■ ESG推進活動の効果測定 .....             | 21-26 |
| ■ コラム：ESG評価とAIの融合 .....          | 27-28 |
| ■ 一むすびにかえてー ESG評価における今後の課題 ..... | 29-30 |

## 【第三部】参考資料





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残すため、  
受託者責任を果たして参ります。  
長期的な利益確保のためには、  
投資先企業のガバナンスの改善に加え、  
環境・社会問題など負の外部性を最小化すること、  
つまりESG（環境・社会・ガバナンス）の  
考慮が重要だと、GPIFは考えています。



年金積立金管理運用独立行政法人

理事長 高橋 則広

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のミッションは、お預かりしている年金積立金の管理運用を通して、次世代の被保険者の皆様に必要な積立金を残すことです。国内外の様々な企業・発行体に幅広く投資するGPIFにとって、お預かりした資産を増やしていくためには、市場全体の持続的かつ安定的な成長が不可欠です。また、100年を視野に入れた年金財政の一翼を担うGPIFにとって、長期的な利益を確保していくことが何より重要です。このためには、投資先企業のガバナンスの改善に加え、環境・社会問題など負の外部性を最小化すること、つまりESG(環境・社会・ガバナンス)の考慮が重要だと、GPIFは考えています。

GPIFは、法令に基づき、一部の国内債券を除く全ての資産の運用を外部の運用会社に委託しています。GPIFでは、お預かりした資産を増やしていくために、運用会社の適切な選定・評価を行うとともに、運用会社が投資先企業と、持続的な成長に資する建設的な対話を行うことを促し、運用ポートフォリオのリターン向上という最大の目的を達成するとともに、市場全体の持続可能性向上や底上げを図ることを目指しています。

GPIFは、2015年9月に責任投資原則(PRI)に署名して以降、ESGへの取組みを拡大して参りました。

2017年度には、国内株式において3つのESG株式指数を選定・運用を開始したほか、投資原則を改訂し、スチュワードシップ活動の対象を株式から全ての資産クラスへと拡大しました。また、株式以外の資産クラスにおいてもESGの取組みを広げるため、世界銀行と債券投資におけるESGの考慮について共同研究を実施しました。

このたび、GPIFは、ESGについての取組みとその効果を国民の皆様にご報告するため、はじめてESG活動報告を刊行することといたしました。GPIFのESG投資は、長期的なリターン獲得を目指すものであり、効果が発現するまでに長い期間を要します。しかし、最終的に目指すべき効果を得るため、また取組みの方向性を確認するためにも、その効果を定期的に検証していく必要があります。GPIFのESGへの取組みの効果を毎年繰り返し確認することで、長期的な効果の検証につなげていきたいと考えております。

GPIFのESGへの取組みはまだ始まったばかりではありますが、被保険者の皆様の長期的な利益を確保し、受託者責任を果たすため、役職員一同全力で取り組んでまいります。所存ですので、皆様のご理解、ご支援を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

## GPIFとは

GPIFは、国民年金及び厚生年金の年金積立金について厚生労働大臣からの寄託を受け、管理及び運用を行っている組織です。GPIFの運用資産額は2017年度末で156兆円となっており、年金基金としては世界最大級の規模となっています。投資のリスクを分散させるため、様々な資産への投資を行っており、2018年3月末時点で、国内債券506発行体、外国債券2,700発行体、国内株式2,321銘柄、外国株式2,793銘柄を保有しています。GPIFの運用目標は長期的に名目賃金上昇率+1.7%のリターンを必要最低限のリスクで確保することですが、目標を上回る付加価値を生み出すべく工夫を重ねており、年金積立金の市場運用を開始した2001年度からの累積収益額は60兆円を超えています。

## ESG に関するこれまでの主な取り組み

GPIFは、2015年にPRIに署名して以降、ESGへの取組みを拡大してきました。今回、初のESG活動報告を公表するにあたり、これまでの主な取組みをまとめました。

# 2015

- 投資原則を公表
- 責任投資原則(PRI)に署名

# 2016

- 「企業・アセットオーナーフォーラム」の設立
- 「グローバル・アセットオーナーフォーラム」の設立
- 英国30%club、米国Thirty Percent Coalitionに加盟
- 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開始

# 2017

- 「スチュワードシップ活動原則」および「議決権行使原則」を公表
- 日本株式を対象としたESG指数を選定・運用開始
- 投資原則の改訂
- 世界銀行グループと債券投資におけるESGに関する共同研究を開始
- グローバル環境株式指数の公募を開始

## 投資原則改訂

GPIFでは、どのような方針に基づいて投資を行うのか国民の皆様にお示しするため、2015年に投資原則を制定しました。2017年10月には、この投資原則を一部改訂し、株式を対象としていたスチュワードシップ責任に関する取組を株式以外の全資産クラスに拡大しました。また、スチュワードシップ責任に関する取組の例としてESGに関する記述を追加しました。

株式においては、後述するESG指数の選定のほか、運用会社の評価選定にESGの視点を統合

する取組を進めています。債券については、後述する世界銀行との共同研究を行っています。

また、GPIFでは運用の効率性の向上のため、オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産）への投資の充実を図っています。運用会社の選定にあたっては、運用会社の投資戦略、運用実績、リスク管理体制等を審査しますが、その中で運用会社自身や投資先のESGに関する取組みについて評価しています。

## 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、資産クラスごとに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 スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。



# ESG 指数の採用と環境株式指数公募

## 国内株式を対象とした ESG 指数の選定

GPIFでは、日本企業のESG評価・対応を底上げし、長期的な企業価値の向上を後押しすることにより、長期的なリスク調整後リターンの改善を期待して、2017年7月、国内株式の3つのESG指数を選定・公表しました。同指数に連動したバッシュ運用は、国内株式全体の3%程度、約1兆円で開始しました。

14社から27指数の応募があり、選定においてはリスクやリターンといった経済合理性に加えて、当該指数の採用によりESG評価の改善などを通

じた日本の株式市場の底上げ効果が期待できるか、などを評価しました。具体的には、企業の情報開示を促進する観点からESG評価は公開情報を基本とすること、ESG課題への対応に優れた企業を評価するポジティブスクリーニングを中心とし、幅広い企業に採用のチャンスが開かれていることなどを重視しました。選定したESG指数の活用が、日本企業のESG課題への対応が進む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ことを期待しています。

### 【採用ESG指数一覧】

|       |                                                                                           |                                                                                           |                                                                                                |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| テーマ指数 | 該当なし<br>→グローバル環境株式指数を公募                                                                   | MSCI 日本株<br>女性活躍指数(WIN)                                                                   | 該当なし                                                                                           |
|       | <br>環境 | <br>社会 | <br>ガバナンス |
| 総合型指数 | FTSE Blossom<br>Japan Index                                                               |                                                                                           | MSCI ジャパン ESG<br>セレクト・リーダーズ指数                                                                  |

また、企業のESG課題に対する対応や情報開示を促進するためには、企業にESG評価や指数構築手法を理解いただくことが重要だと考え、

指数会社にESG評価や指数構築の手法を広く公開することを求めています。





## グローバル環境株式指数の公募

気候変動を中心とした環境問題は、ユニバーサル・オーナーかつ長期投資家としてのGPIFにとって重要なESG課題のひとつです。このため、GPIFでは2017年11月、国内株式を対象とした3つのESG指数に続き、新たにグローバル環境株式指数の公募を開始しました。気候変動を中心とした環境問題については、国境を越えたグローバルな課題であることから、(i)グローバル株式（除く日本）、(ii)日本株式、それぞれを構成銘柄とした2つの指数を提案すること、また特定の業

種・業態の企業を一律に除外する手法によらず、気候変動などの環境問題に取り組む多様な企業を評価し、環境問題の解決を後押しするコンセプトに基づく指数とすることなどを求めています。公募は2018年1月末に締め切りましたが、11社（グループ）からご提案をいただき、選定を進めています。

GPIFでは、中長期的に投資の効果を確認しながら、他のESG指数の活用やアクティブ運用など含めてESG投資を拡大する方針です。

### 【ESG投資拡大がもたらす好循環】



# 債券投資におけるESGに関する世界銀行グループとの協働



投資におけるESGの考慮については、株式投資の分野では、研究や実践が進んでいますが、債券投資の分野では、その動きは緒についたばかりです。このような状況にある債券投資にESGを考慮することの意義や可能性を探るため、GPIFは、グリーンボンドやソーシャルボンドの世界有数の発行体であり、世界各国の政府や企業への投融資においてESGを考慮することを実践している、

世界銀行グループと協働して、債券投資におけるESGの考慮について研究を行うこととしました。

研究にあたっては、先行する学術研究を包括的に調査するとともに、世界の主要な公的年金基金、運用会社、格付機関等にインタビューを実施し、世界銀行グループは、2018年4月に開催した春季会合において、報告書を発表しました。

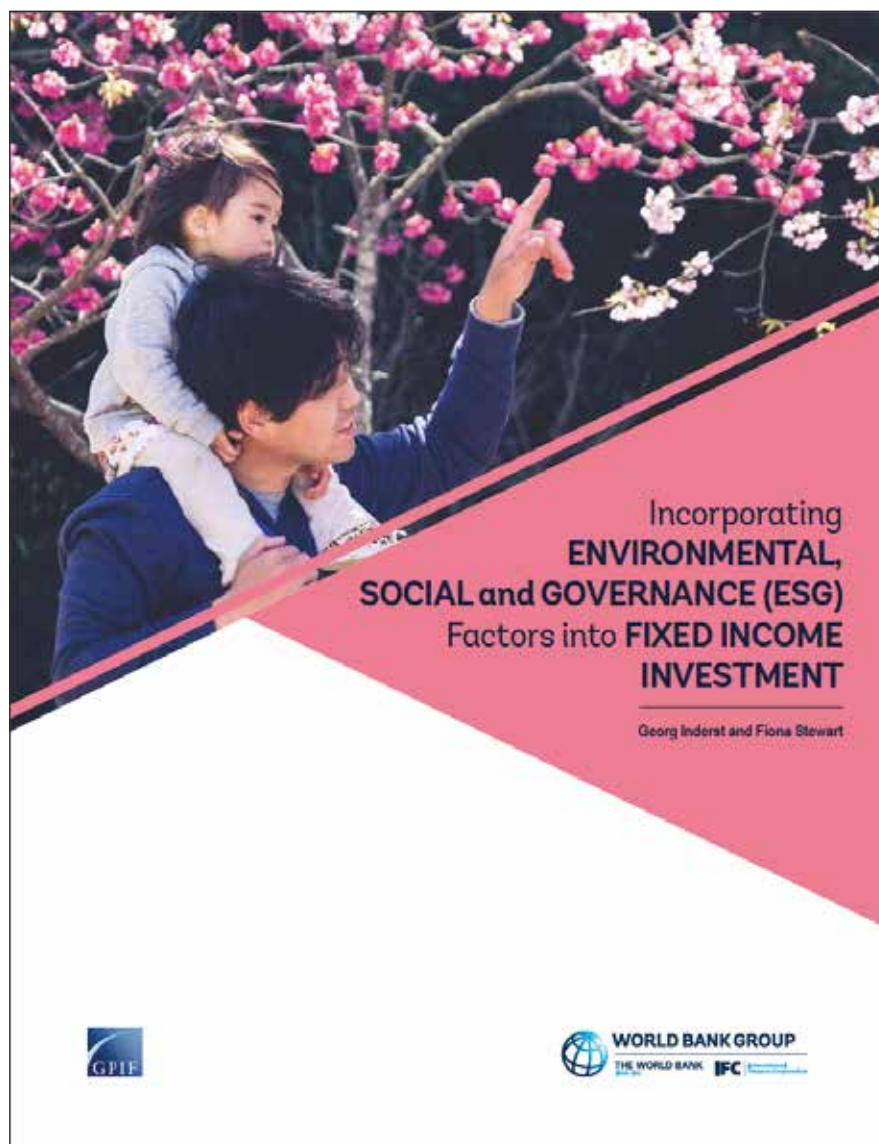
## 報告書の概要

債券の投資判断にESGを考慮することについて、社債や国際機関債に関しては、急速に進展しているものの、現状、国債、資産担保証券、私募債については、課題が多い状況です。

債券投資家がESGを実践する際には、様々な手法があり、例えば、基準を満たすグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナブルボンドの購入、ESGや社会的責任投資(SRI)のファンド設定やそうしたファンドへの投資、ESG指数に追随する投資、ESGのアクティブ運用マネジャーの

採用、投資プロセス全体へのESGの統合などが挙げられます。

一部の投資家では、ESG要素をリスク抑制やリターンの源泉としてみるだけでなく、ESGと「インパクト」投資を統合させる動きがみられます。その方法としては、ポートフォリオが環境や社会における特定の事象に与えるインパクトを測定し、さらに進んで国際連合の「持続可能な開発目標」(SDGs)と関連づける手法などが挙げられます。



※詳細については、GPIFもしくは世界銀行グループのHPを参照ください。

依然として、多くの投資家にとってESGの実践にはまだ課題があり、特に債券投資ではなおさらです。ESGについてはまだ標準的な定義が確立されておらず、特に「社会」(S)の分野に関しては様々な見解があります。データについては、精度が高まりつつあり、情報源も多様になっているものの、新興国市場を中心にまだ十分とはいえません。特に、債券については、発行体(特に国債の発行体である政府)とのエンゲージメント

(建設的な対話)の推進が難しい、信用格付や債券指数においてESGが果たす役割が不明瞭、株式と比べて債券指数や投資商品の不足といった課題もあります。また、グリーンボンド市場に関しては、供給に対する需要過多の問題もあります。さらに、ESGと債券に関する概念的な分析については、信用リスクにとどまらず、流動性リスクやその他の市場リスクとESGとの関連にまで展開することがこれからの課題です。

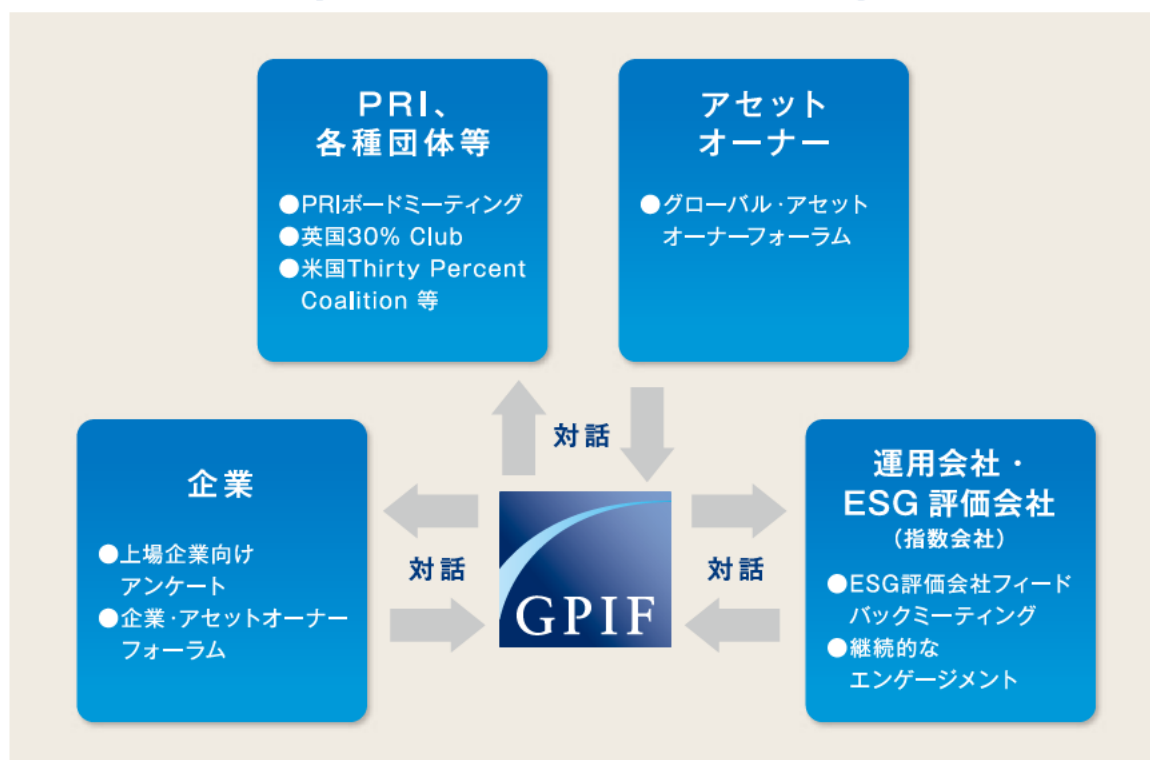
# ESGをテーマにしたGPIFのエンゲージメント活動

## 運用会社との対話

GPIFでは、ESGに関する取組みをより効果的なものとするために様々なステークホルダーとの対話を積極的に行っています。まず、その中心となるのが、運用会社との対話です。GPIFにおいては、株式を自家運用することが禁じられており、全ての株式運用を外部の運用会社に委託しています。そのため、GPIFから運用を受託している運用会社が、ESGに関するどのテーマを重要と考え、どのように投資行動に結びつけているのか、投資先企業と対話する上でどのようなことが課題となっているのか(※)等について、GPIFと運用

会社は積極的に対話を行っています。従来は、GPIFから運用会社に対するモニタリングが中心でしたが、2017年からはエンゲージメント重視の方針に大きく転換しております。それに関連し、株主議決権の行使などに関しては、具体的な行使理由やその背景にある考え方について、ケーススタディを使った対話を積極的に行っています。その結果、従来と比べて、GPIFと運用会社との相互理解は深まっており、全体としては、ESGを考慮したGPIFの議決権行使原則を意識した行使が行われていると評価しています。

### [ESGをテーマにした各種エンゲージメント活動]



(注)※GPIFが運用を委託している運用会社の考える重大なESG課題については、平成29年度業務概況書P54を参照ください。



## 指数会社・ESG評価会社との対話



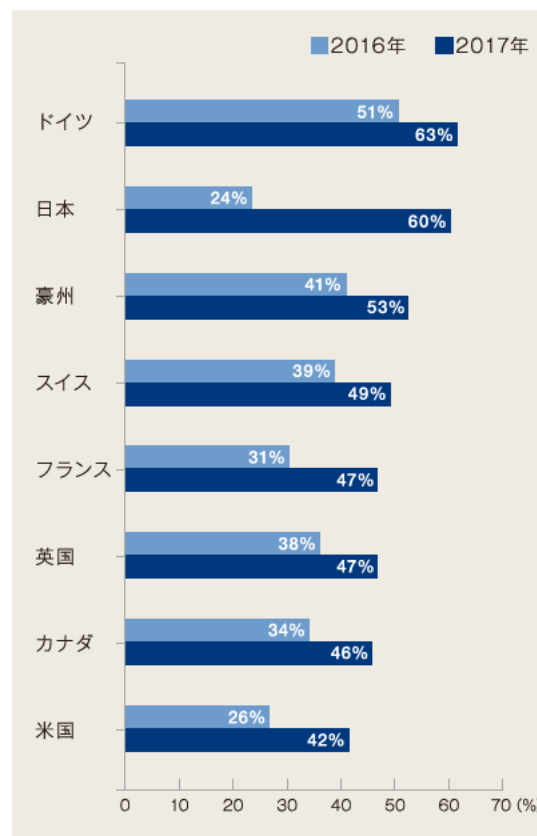
GPIFの運用において、運用会社と同様にESG評価会社や指数会社は、重要な役割を果たしています。GPIFの株式運用においては、約9割が指数に沿った運用が行われるパッシブ運用です。各指数間のパフォーマンスの差は、さほど大きくないと思われるかもしれませんが、運用資産規模や割合の大きさを考えればGPIF全体の運用成績を左右する大きな要素となっています。

特にESG指数の場合、ESG評価次第で構成銘柄やそのウェイトが決定されるので、ESG評価会社の責任はより重大です。そのため、国内株式を対象としたESG指数の選定においては、評価や指数選定に関する透明性や中立性を確認するために、運用会社の選定と同様に指数会社やESG評価会社に対してもガバナンス体制などを評価するデューデリジェンスを実施しました。

さらに、ESG指数の選定後もESG評価会社と積極的な対話を続けています。現状では、債券の信用格付けなどとは異なり、ESG評価会社間のESG評価については、大きなバラツキがありますが、その原因としては、①ESG評価手法が発展途上であること、②ESGに関する企業側の情報開示に改善の余地があること、などがあるのではないかとGPIFでは仮説を立てています。ESG評価手法の改善のためには、投資家はもちろんのことですが、企業の考えにも耳を傾ける必要が

ありますし、企業側の情報開示を促進するためには、ESG評価手法を企業の方々に幅広く周知し、理解を得る活動を地道に続けなければなりません。2018年4月には、MSCI社とFTSE社より、2017年度のESG評価会社と企業との対話に関するフィードバックを受けましたが、ESG指数採用後にESG評価会社と企業との対話が急増している旨のご報告をいただきました。下図のように、MSCIのESG評価のプロセスの一環で行われる企業とのやり取りは、2017年に日本では急増しています。なかには、企業側からの厳しい意見もありますが、ESG評価の質の向上に向けて、着実に前進が見られると評価しています。

【ESG評価の過程で  
MSCI社と対話を行った企業の割合】



(注) 集計対象は、MSCI ACWI採用企業  
(出所) ©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission





## 上場企業向けアンケート

GPIFは「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2016年から毎年実施し、ESGに関する対話を含む機関投資家のスチュワードシップ活動の現状把握に努めています。特に2018年に実施した第3回アンケートからは、アンケートの送付先を東証1部上場企業全社に拡大し、619社から回答をいただきました。アンケート内容としては、同年からESGに関する運用会社との対話の状況、当法人が採用した3つの国内株式を対象としたESG指数に対する評価などに関する設問を大幅に拡充しました。

当該指数に対する企業側の認知度は極めて高く、ESG指数を選定する取組みについても評価する声が多く、否定的な声はごく少数でした。また、「GPIFのESG指数の選定により、ESGに関する意識の変化につながった」という回答や、「ESGに関する取組みが部署横断的な取組みに発展した」という回答もみられました。

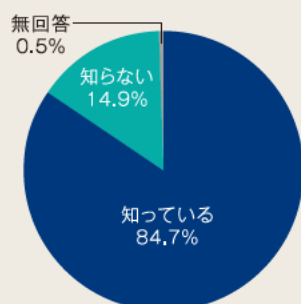
一方、課題としては、「企業規模が比較的小さい企業については当該指数への採用の機会が限られてしまう」、「各指数の評価項目がわかりづらい」などの意見が一部の企業から寄せられました。企業規模が比較的小さい企業に対するESG評価を充実させることは、資本市場の底上げや持続可能性向上のためにも重要な課題だと考えています。ESG評価会社に対しても評価対象企業の拡大を働きかけており、その数は徐々に拡大しています。

また、当アンケートでは、GPIFのESGに関する取組みを含むスチュワードシップ活動に関する評価についても質問していますが、「高く評価する」と「評価する」を合わせると約3/4の企業の方に評価いただいています。これからも当アンケートを継続的に実施することにより、ESG推進に関する取組みなどスチュワードシップ活動の現状や課題の把握に努めていきます。

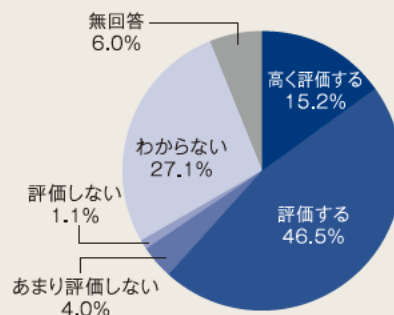


### [上場企業向けアンケートの集計結果抜粋]

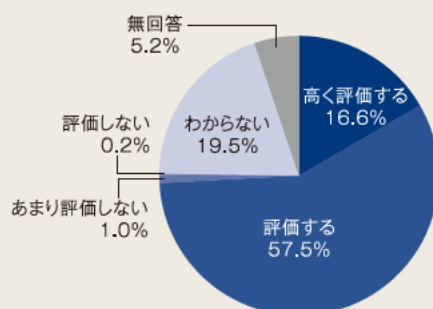
GPIFが選定した  
3つのESG指数の認知



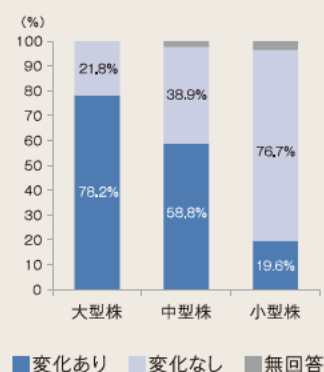
GPIFが選定した  
3つのESG指数の評価



GPIFのスチュワードシップ活動全般  
への取組みについてのご評価



ESG指数選定を受けた、  
社内でのESGに関する意識、  
議論、組織体制、活動の変化



(注) アンケートは2018年1月10日～2月23日にGPIFが実施し、619社が回答(回答率30.2%)。グラフの大型株はTOPIX100採用企業、中型株はTOPIX500採用企業(除くTOPIX100採用企業)、小型株はその他企業。



## 優れた統合報告書の公表

GPIFでは、投資判断やエンゲージメント活動の貴重な情報源として、運用会社に統合報告書の積極的な活用を求めています。その一環として、国内株式の運用を委託している16の運用会社に対して、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」の選定を依頼し、その結果を2018年1月に公表しました。今回の調査では、それぞれの

運用会社が最大10企業の統合報告書を選定し、「優れた統合報告書」については延べ70社、「改善度の高い統合報告書」については、延べ68社が選ばれました。

そのうち、特に多くの運用会社から「優れた統合報告書」、「改善度の高い統合報告書」と評価された企業は以下の通りです。

### 特に多くの運用会社から高い評価を得た **優れた統合報告書**

味の素株式会社

コニカミノルタ株式会社

オムロン株式会社

伊藤忠商事株式会社

株式会社丸井グループ

### 特に多くの運用会社から高い評価を得た **改善度の高い統合報告書**

大和ハウス工業株式会社

住友金属鉱山株式会社

オムロン株式会社

住友商事株式会社

(注)「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」に選定された企業一覧については、GPIFのHPを参照下さい。





第3回 グローバル・アセットオーナーフォーラムの様子

## 2つのフォーラム

年金の被保険者から運用を受託しているアセットオーナー、アセットオーナーから運用を委託されている運用会社、そして投資先企業へと連なる「投資の流れ」(インベストメント・チェーン)をより活性化するため、2016年にGPIFと米国の公的年金基金であるCalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)、CALSTRS(カリフォルニア州教職員退職年金基金)が共同幹事となり、海外アセットオーナーとの意見交換の場である「グローバル・アセットオーナーフォーラム」を設立しました。また、同年には、企業からの意見集約の場である「企業・アセットオーナーフォーラム」も設立されました。これらの2つのフォーラムでは、特にESGに関するテーマが議論の中心となっており、GPIFのESGに関する取組みをより高度化する上で大変有意義なものとなっています。

2017年度に開催された2回の「企業・アセットオーナーフォーラム」では、ESGに関する情報開示や国連の「持続可能な開発目標」(SDGs)に関する議論などが行われ、参加企業が抱える課題などについて意見交換が行われました。

一方、グローバル・アセットオーナーフォーラムですが、2017年5月に米国で開催した第2回会合では、ESGインテグレーション、温室効果ガス排出量が多い企業などに対する投資撤退(ダイベストメント)などが議論されました。ダイベストメントについては、投資先企業が抱えている問題について、効果的に企業と対話する可能性をアセットオーナーから奪いかねない、という意見などが出ました。

また、2017年11月に日本で開催した第3回会合では、カーボンフットプリントの測定や、運用会社や指数会社への協働エンゲージメントなどについて議論が行われました。

### 【企業・アセットオーナーフォーラムのメンバー<参加企業(50音順)>】

#### 【幹事会社】

エーザイ株式会社  
オムロン株式会社  
日産自動車株式会社

#### 【その他参加企業】

アサヒグループホールディングス株式会社  
JFEホールディングス株式会社  
株式会社資生堂  
TOTO株式会社

日本電信電話株式会社  
株式会社日立製作所  
株式会社三菱ケミカルホールディングス

#### <アセットオーナー>

国家公務員共済組合連合会  
地方公務員共済組合連合会  
全国市町村職員共済組合連合会  
日本私立学校振興・共済事業団  
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)





## コラム：ESGに関する世界の潮流

### サステナビリティとインクルーシブネス

このところ、サステナビリティ（持続可能性）とインクルーシブネス（包摂性）が世界のトレンドになっています。産業から教育、財政まで、あらゆるテーマでサステナビリティが議論されており、金融の世界でも、このような動きは広がっています。2006年に国連が提唱したPRI（責任投資原則）は、投資判断にESGの視点を組み入れることで金融をサステナブルにしようとするものです。金融危機後、短期的な利益のみを追求することへの反省が高まり、PRI署名機関は2,000機関を超え、署名機関の運用資産額は19.1兆ドルに達しています（※）。

日本のPRI署名機関もGPIFが署名した2015年9月時点では33機関でしたが、62機関に増加しました（※）。運用会社の中でも責任投資部やESG調査部といった部署を設置するところが増えています。もともとESG投資の考え

方は、日本になじみやすい面があると思います。日本には、売り手よし、買い手よし、世間よしの「三方よし」の考え方がありますが、これに株主と従業員、環境を加えた「六方よし」を目指すことが、今の時代には求められているのかもしれませんが。

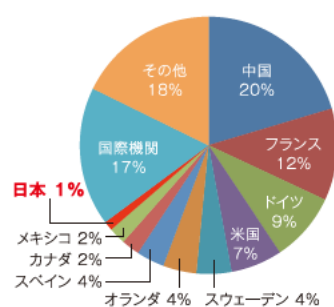
PRI設立後12年が経ち、リスクファクターとしてESGを考慮することは金融業界では当たり前になりました。今では、リスクだけでなく投資機会をどう捉えるかが注目されています。国連が2015年に採択した、2030年に向けた「持続可能な開発目標」（SDGs）の活用も議論されています。企業側でも取り組みが進みつつあり、GPIFが企業向けに実施したアンケートでも、回答企業の24%がSDGsに関する取り組みを始め、40%がSDGsの取り組みを検討中と答えています。

（注）※2018年6月現在

## 気候変動

パリ協定の発効を受け、気候変動問題についても様々な動きがあります。2015年には、金融安定化理事会(FSB)がG20の要請を受け、金融セクターが気候変動リスクをどう考慮すべきか検討するため、民間有識者による「気候関連財務情報開示タスクフォース」(TCFD)を設立しました。TCFDは2017年、企業に任意で気候変動に関する財務情報の開示を求める提言書を公表しました。米国ではサステナビリティ会計基準(SASB)を策定する動きがあり、フランスでは気候変動に関する情報開示が制度化されるなど、各国で様々な動きがあります。日本にはもとより優れた環境技術を持つ多くの企業があり、

世界のグリーンボンドの発行シェア

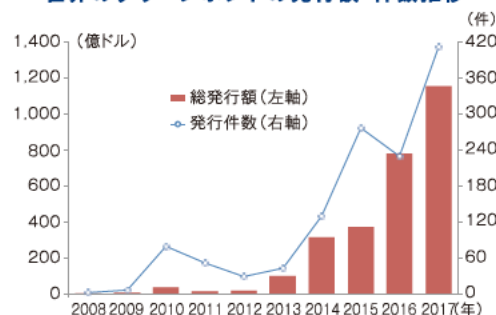


(注)2008年1月～2018年3月累計  
(出所)各種資料よりGPIF作成

情報開示を通じて機関投資家にアピールしていくことが求められています。

ESG投資では株式での取り組みが先行していましたが、他の資産クラスでも取り組みが広がっています。機関投資家の需要に応じて、グリーンボンドという資金の使途を環境問題の解決に限定する債券の発行も増えています。グリーンボンドは、2008年に世界銀行が発行したことを契機に発行市場が拡大しています(図表)。当初は欧州での発行が多かったのですが、米国や中国でも発行が増え、今では中国が発行額で世界一となっています。

世界のグリーンボンドの発行額・件数推移



(出所)各種資料よりGPIF作成

## ダイバーシティ

インクルーシブネス(包摂性)を象徴するのが、ダイバーシティ(多様性)に関する取り組みです。欧米の機関投資家の間では、金融危機後、危機の背景に“Group Think”(集団的浅慮)があったとの反省により、ダイバーシティ経営への関心が増しました。幅広い視点から建設的な議論を行うためには、考え方や経験の多様性が必要です。ダイバーシティがある組織は変化に強く、イノベーションを生み出す素地があると言えるでしょう。海外では、上場企業の取締役女性比率を30%にすることを目指すネットワークとして、英国を中心に30% club、米国を中心にThirty Percent Coalitionがあり、機関投資家がこのネットワー

クを通じて投資先企業に取り組みを求める動きもあります。

この問題では日本は他国から遅れていると見られていますが、むしろ日本ではこれからの取り組みにより、急速に改善する余地がある分野とも言えるかもしれません。人手不足が課題となり、中長期的に生産年齢人口の減少が予想される日本において、女性を含む、様々な人たちが活躍できる組織を作っていくことは、企業のサステナビリティを考えるうえでも重要な課題です。わが国でもサステナビリティとインクルーシブネスに向けた取り組みがさらに進むことが期待されています。

# ESG 推進活動の効果測定の考え方

GPIFのESG投資については、

- ① ESG投資の効果が発現するまでには長期間を要すること、
- ② 金融市場全体の持続可能性向上や底上げも志向していることから、

特定期間にどれだけ投資収益が上がったのかという一般の投資評価とは異なる視点が必要となります。

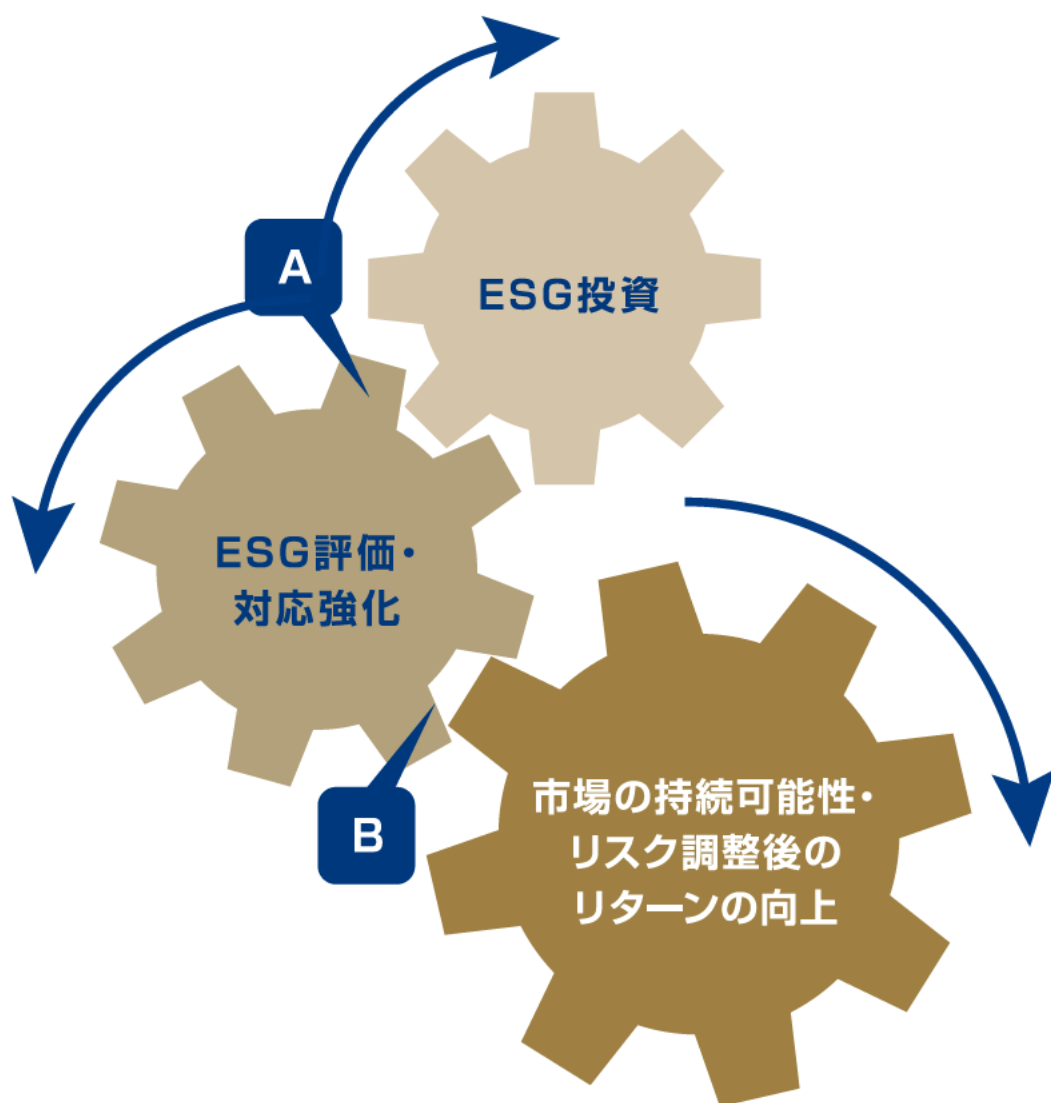
GPIFにおけるESG投資の目的は、短期的な投資収益の追求ではなく、環境や社会問題などの負の外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的リターンや金融市場全体の持続可能性を高めることです。なお、ESG要素を考慮することで期待される投資の効果については、投資期間が長期にわたるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待されるとGPIFでは考えています。(GPIFが採用した国内株式を対象とした3つのESG指数の2017年度のパフォーマンスはデータ集P.31をご参照ください)

そこで問題となるのが、ESG投資の効果は金融市場の持続可能性向上やリスク調整後のリターンの向上に結実するまでには、長期間が必要ということです。しかし、効果測定をせずに「やりっぱなし」にすれば、長い間誤った取組を続けることにつながりかねません。いわゆる「PDCA(計画→実行→評価→改善)サイクル」を適切に回すためには、ESG投資が期待通り、企業のESG評価の向上やESG対応の強化につながっているのか(右図:A)、企業のESG評価の向上やESG対応の強化が金融市場の持続可能性向上やリスク調整後のリターンの向上につながっているのか(右図:B)を正しく評価する必要があります。

GPIFのESGに関する取組は、2015年の国連が提唱する責任投資原則(PRI)署名以降であり、より直接的な投資という観点では2017年の国内株式を対象としたESG指数の選定とそれに基づくパッシブ運用の開始からと、まだ日が浅いことから、当活動報告では、ESG投資が期待通り、企業のESG評価の向上やESG対応の強化につながっているのか、を中心に分析を行います。

また、金融市場全体の持続可能性向上や底上げを志向していることもかなりユニークな点です。一般の投資においては、市場平均(TOPIXやMSCI ACWIなどのベンチマーク)や競合他社をどれだけアウトパフォームしたのかが、評価の中心となりますが、そもそもGPIFのESG投資は多角的な評価が必要となります。例えば、ESG指数に基づくパッシブ運用の場合、GPIFが採用したESG指数を意識し、当該指数に組み入れられないと考える企業が多ければ、指数に採用されていない企業群の方がESG評価の改善率が高くなることも十分に考えられます。むしろ、GPIFはそれを期待しているのです。したがって、当活動報告では、ESG指数採用企業に留まらず、上場企業全体(国内株式の場合はTOPIX採用企業、外国株はMSCI ACWI(除く日本))のESG評価についても分析を行います。







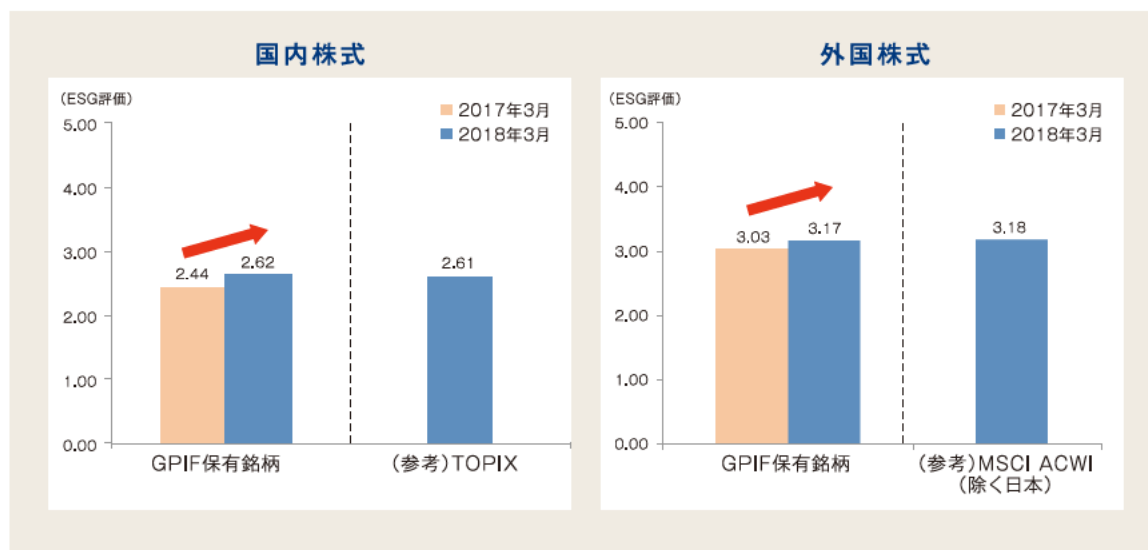
# ESG推進活動の効果測定

## ポートフォリオの ESG 評価の変化

まず、GPIFのポートフォリオ全体として、ESG評価がどのように変化しているかを計測します。ESG評価に関しては、FTSE社のESG評価(注1)に基づき、GPIFの保有時価総額に応

じた加重平均(欠損値を除く)を求め、GPIFが国内株式を対象としたESG指数を採用する前の2017年3月時点と2018年3月時点の比較を行いました。

### [FTSEのESG評価]



(注)FTSE社のESGスコアは5点満点。

(出所)以下データよりGPIF作成

FTSE International Limited("FTSE")©FTSE 2018

その結果、FTSE社によるGPIFポートフォリオのESG評価は、国内株式・外国株式ともに改善していることが確認されました。

なお、市場を代表するポートフォリオとして、TOPIXとMSCI ACWI(除く日本)に関するESG評価について、構成銘柄の時価総額に応じた加重平均を算出し、GPIFポートフォリオと比較しましたが、ほとんど差が確認されませんでした。それは、GPIFの運用はパッシブ運用が中心

であることに加えて、温室効果ガス排出量が多い企業などに対する投資撤退(ダイベストメント)を行っていないこと(注2)などが背景にあると考えられます。GPIFはユニバーサルオーナーとして、ESGを考慮することにより、ポートフォリオのリスク調整後のリターンの上に加えて、金融市場全体の持続可能性向上や底上げを目指しています。

(注1)FTSE社のESG評価を使用している理由についてはP.30を参照下さい。

(注2)GPIFは、法令上の制約により、投資撤退(ダイベストメント)は認められていません。

## 国別ESGランキングとその変化

次に、FTSE社のグローバル株式指数に採用されている代表的な9ヶ国・地域における企業の国別のESG評価のランキングを作成し、2017年3月から2018年3月の変化について確認しました。

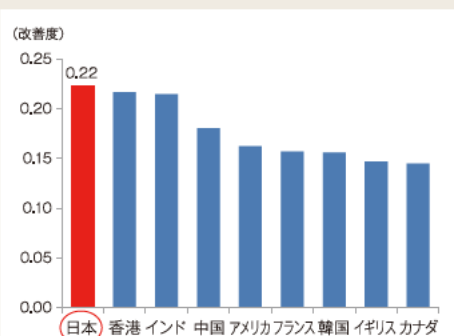
分析結果からは、ESG評価の水準という観点では、フランスやイギリスなどの欧州企業と比べて、日本企業は依然として見劣りしている状況が

確認されます。ESG評価の変化という観点では、日本企業を含む主要国の全てで評価が改善しています。また、日本企業のESG評価の分布をみても右(改善方向)にシフトしている様子がうかがえます。ESG対応の強化や情報開示の促進により、日本企業のESG評価が一段と高まることを期待しています。

【FTSE社による国別ESG評価の国別ランキング】

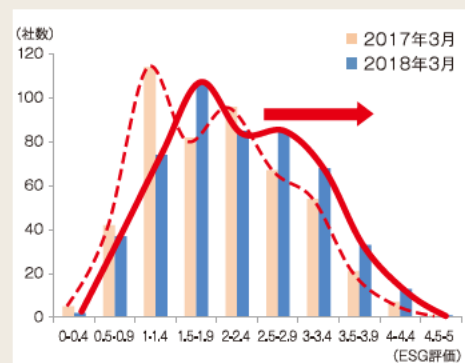
| ランキング              | 1位           | 2位           | 3位          | 4位           | 5位          | 6位         | 7位         | 8位         | 9位         |
|--------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| ESG評価<br>(2018年3月) | フランス<br>3.55 | イギリス<br>3.41 | カナダ<br>2.83 | アメリカ<br>2.68 | インド<br>2.52 | 日本<br>2.20 | 香港<br>2.12 | 韓国<br>1.90 | 中国<br>1.36 |
| ESG評価<br>(2017年3月) | フランス<br>3.39 | イギリス<br>3.29 | カナダ<br>2.72 | アメリカ<br>2.53 | インド<br>2.31 | 日本<br>2.00 | 香港<br>1.92 | 韓国<br>1.75 | 中国<br>1.17 |

【FTSE社による国別ESG評価の改善度(※)】



(注) ※2017年3月から2018年3月までの変化。各時点でESG評価が付与されている企業群での比較。改善度については、国別ESG評価各時点の単純な差分となっておりません。詳細は「一むすびにかえて」 ESG評価における今後の課題(P.30)」を参照下さい。

【FTSE社によるESG評価分布(日本企業のみ)】



(注) ※FTSE社のESGスコアは5点満点。対象は FTSE Developed Index・FTSE Emerging Indexに含まれ、ESG評価が付与されている企業群の同評価の単純平均。ESG評価が付与されている企業数が多い主要国を抜粋。

(出所) 以下データよりGPIF作成

FTSE International Limited("FTSE")©FTSE 2018

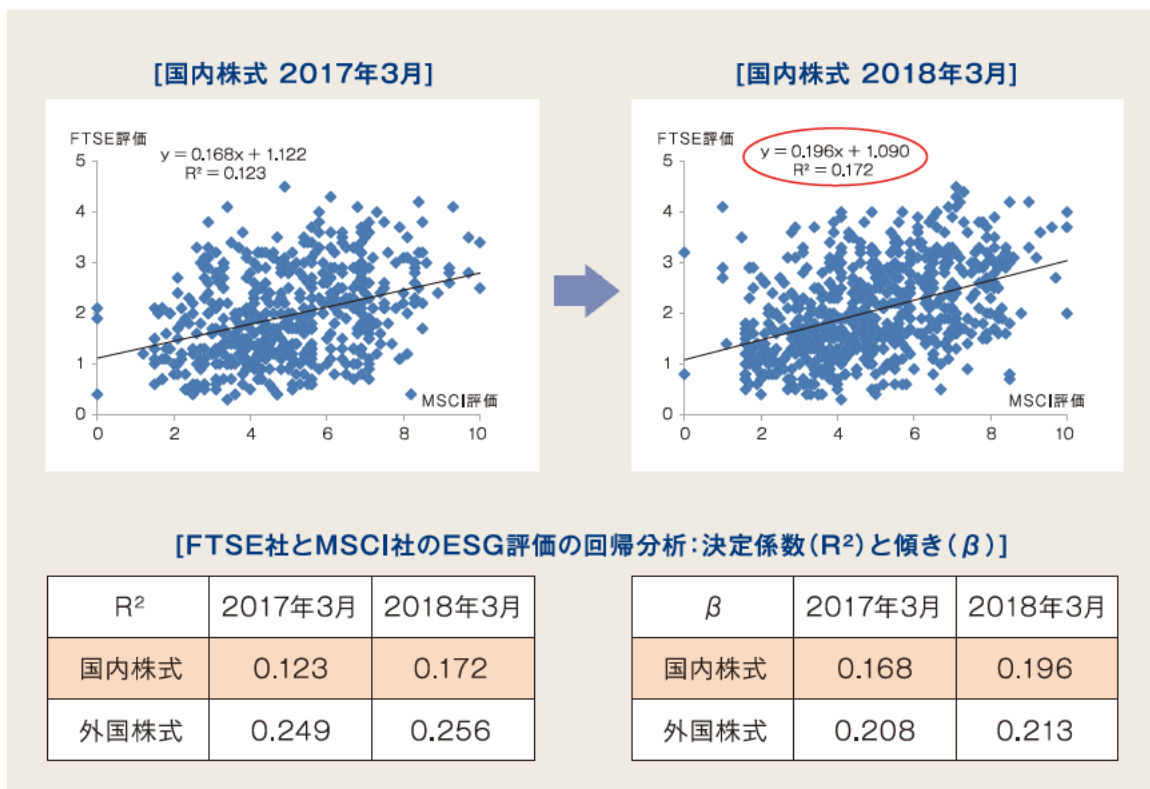
## ESG評価間の相関

GPIFは国内株式を対象としたESG指数を選定した際のプレスリリース(「ESG指数を選定しました」2017年7月3日公表)で、ESG評価会社間で評価に大きなバラツキがあることを指摘しました。その背景には、①ESG評価手法が発展途上であること、②ESGに関する企業側の情報開示に改善の余地があること、などがあるのではないかとGPIFでは仮説を立て、当活動報告では評価会社間のESG評価の相関の変化についても分析を行いました。

日本企業のESG評価について、縦軸にFTSE社、横軸にMSCI社のESG評価を取り、同一企業に対する2社のESG評価を示した散布図を

2017年3月と2018年3月とで比べると、相関が高まっていることが確認されました。国内株式における両社のESG評価の相関は高いとは言えず、外国株式における両社の相関と比べてもかなり低い状況でしたが、改善に向かっていきます。ESG評価の精度が向上するとともに、ある程度評価が収れんすることは投資パフォーマンスの面でもプラスに寄与することになると思われます。両社のESG評価の相関が高まりつつあることは、ESG評価を巡る様々な対話(GPIFとESG評価会社、ESG評価会社と企業)の成果が表れる兆しかもしれません。

[FTSE社とMSCI社のESG評価相関図]



(注)FTSE社のESGスコアは5点満点、MSCI社のESGスコアは10点満点。対象は、各時点でGPIFが保有し、かつFTSE社とMSCI社の両方のESG評価が付与されている企業。

(出所)以下データよりGPIF作成

FTSE International Limited("FTSE")©FTSE 2018

©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission

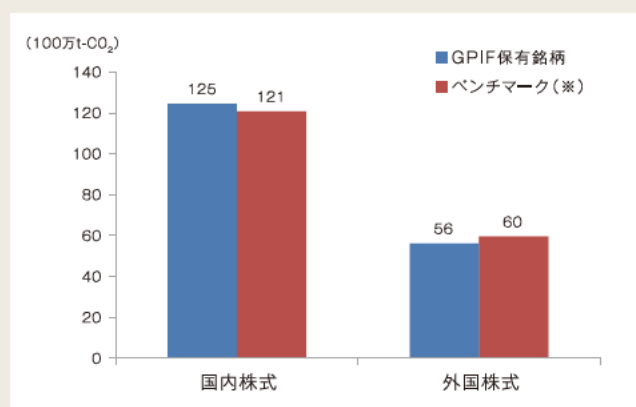
## E(環境): 温室効果ガス排出量データ

機関投資家の資産運用において、投資先企業の温室効果ガス排出量について、持株比率を勘案して集計し、ポートフォリオ全体の温室効果ガス排出量を計測する試みがあります。ここでは、GPIFのポートフォリオ全体として、温室効果ガス排出量を計測し、ベンチマーク対比でどの程度、差が生じているかを確認しました。投資先企業の温室効果ガス排出量については、Trucost社が提供するデータに基づき、GPIFの持株比率を勘案した集計を行い(欠損値を除く)、市場を代表するポートフォリオとして、国内株式においてはTOPIXと、外国株式においてはMSCI ACWI(除く日本)との比較を行いました。その結果、これら

ベンチマークとの比較では、ほとんど差が確認されませんでした。この背景については、前述のESG評価と同様であると考えています。

なお、国内株式と外国株式とでポートフォリオにおける温室効果ガス排出量に大きな差があることについては、国内株式と外国株式におけるGPIFの持株比率(発行済株式ベース)に大きな差があることに加え、国内株式については、製造業などウエイトが比較的高い一方、外国株式には温室効果ガス排出量が少なく、時価総額が極めて大きな巨大IT企業の存在などが影響していると思われます。

[ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量(※)]



(注)※温室効果ガス排出量は2016年度データを用い、GPIFの保有銘柄データの2018年3月末分に適用。

※各ベンチマークは、国内株式: TOPIX、外国株式: MSCI ACWI(除く日本)。

(出所)以下データよりGPIF作成。 S&P Trucost Limited ©Trucost 2018



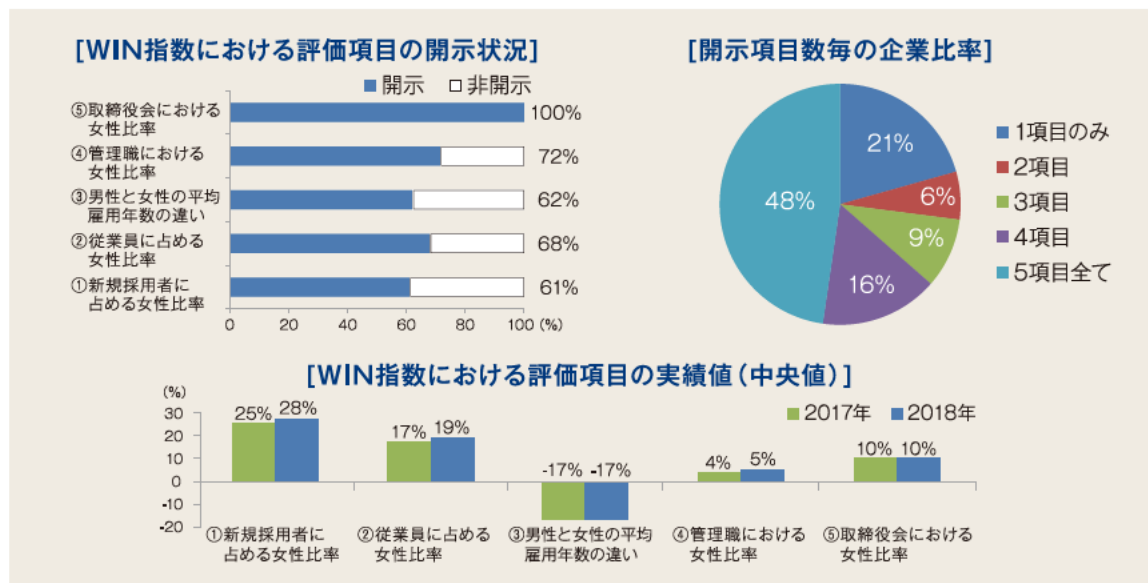
## S(社会)：女性の活躍推進関連データ

GPIFが採用した社会(S)のテーマ型指数であるMSCI日本株女性活躍指数(以下WIN指数)では、女性活躍推進法で企業に開示が求められている項目の一部である5項目(①新規採用者に占める女性比率、②従業員に占める女性比率、③男性と女性の平均雇用年数の違い、④管理職における女性比率、⑤取締役会における女性比率)などを評価対象としています。

WIN指数の親指数である50社(注1)について、2018年3月時点におけるそれら5項目の情報開示の状況をみると、5項目すべてを開示している企業

は半数弱に留まっています。⑤取締役会における女性比率については、全企業が開示しているものの、その他の項目については開示企業の割合は6～7割に留まっており、改善の余地は大きいと考えています。

また、WIN指数における5項目の実績値(中央値)においては、①新規採用者に占める女性比率、②従業員に占める女性比率、④管理職における女性比率の3項目について昨年対比で改善したものの、③男性と女性の平均雇用年数の違いと⑤取締役会における女性比率は横ばいとなっています。



(注1)対象は、MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄

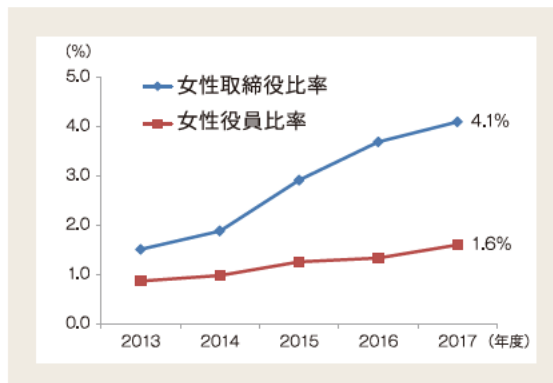
(出所)©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permissionよりGPIF作成

GENDER DIVERSITY IN JAPAN: PROGRESS REPORT 2018より一部抜粋

なお、過去データが取得可能である日本企業の女性取締役比率、女性役員比率の推移をみると、それぞれ改善傾向が続いていることが伺えます。

企業の女性活躍推進に関する取組の強化や情報開示の促進については、政府や経済団体などが積極的に働きかけを行っています。したがって、それらが改善したからと言って、必ずしもWIN指数の導入の効果というわけではありませんが、それを含めて日本企業の取組みをモニタリングしていくことは重要だと考えています。

### [女性取締役及び女性役員比率の推移]



(注2)2018年3月時点でTOPIXに含まれる銘柄をユニバースとし、過去5年の決算期全てでデータが存在する企業群を抽出し、平均値を算出。

(出所)各種資料よりGPIF作成

## G(ガバナンス): 社外取締役関連データ

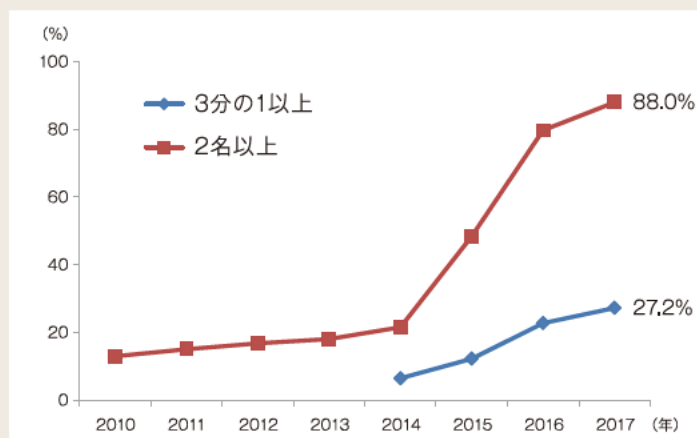
日本企業のコーポレートガバナンス(G)の進化は、2014年2月の「日本版スチュワードシップ・コード」の策定・公表、2015年6月の上場企業に対する「コーポレートガバナンス・コード」の適用から本格的に始まったと言えます。この二つのコードが車の両輪となり、中長期的な企業価値の向上と投資リターン拡大の実現に向け、コーポレートガバナンスの改善が進んでいます。この改善を形式的なものにとどめず実質的なものに深化させていくため、2017年5月に「日本版スチュワードシップ・コード」が改訂され、2018年6月には改訂版コーポレートガバナンス・コードが公表されました。

GPIFは、2014年5月の日本版スチュワードシップ・コードへの署名を契機に、スチュワードシップ責任を果たすための活動を本格的に開始しました。2017年6月には、「スチュワード

シップ活動原則」と「議決権行使原則」を制定し、運用会社に対して求める事項を明確化しました。特に、議決権行使については、長期的な株主利益の最大化に資するべく、少数株主の権利やESGの考慮、議決権行使結果の開示などを運用会社に求めています。この二つの原則を踏まえ、2017年8月には改訂された日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同を表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表しました。

また、GPIFが選定したESG指数において、Gの項目としては、取締役会構成・評価、報酬、リスクマネジメント、少数株主保護(政策保有、買収防衛策の有無など)、腐敗防止、税の透明性などが評価されています。一例として、取締役会における社外取締役の比率は以下のように変化しています。

【取締役会に占める独立社外取締役の比率(東証一部)】



(出所) 株式会社東京証券取引所よりGPIF作成



## コラム：ESG評価とAIの融合

### AIを使ったESG評価の登場

ESG投資への関心の広がりとともに、人工知能(AI)を使った新たなESG評価の手法が发展しています。サンフランシスコにあるTruValue Labs社は、「無形資産」情報をどのように計算したらよいか、を出発点に2013年に設立されました。同社はビッグデータと自然言語処理を用いて非構造的な情報や文章を収集・分析し、企業のESGに関するスコアを算出しています。

また、同じく2013年に設立され、ロンドンにオフィスを構えるArabesque Asset Management社は、ESGなどの非財務情報が投資パフォーマンスの改善に寄与するとの見方から、機械学習を用いた企業のESG評価に基づいて資産運用を行うなど、ESG評価へのAI導入は着々と進んでいます。

### 人間によるESG評価の特徴

現在でもESG評価といえば、大手指数会社やESG評価会社、環境を専門とする調査機関によるものが主流といえます。それらの多くは、企業の財務分析や格付けに似た方法でESGに関連する項目を担当アナリストが分析し、各社の評価を行っています。一方、人間による分析では、分

析対象の企業数が多くなるとESG評価の更新頻度が下がったり、分析対象を拡大するにしても非定型的な分析が多岐にわたるESGに関しては、新たなアナリストの育成・獲得のための時間が必要になったりするなど、スピードや量の面で制約があります。

# AIによるESG評価の特徴

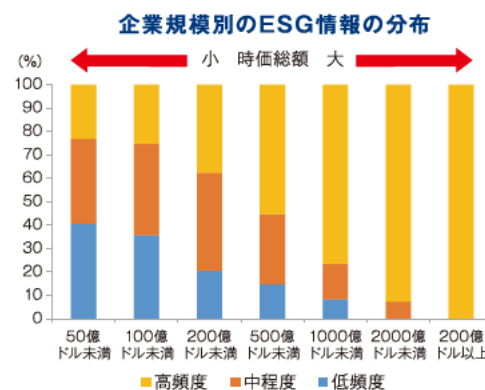
それに対して、AIは企業に関する膨大な情報を常時収集し、様々な枠組みに関して一貫性をもって分析することが可能です。例えばTruValue Labs社では、分析対象である約8,000社に関して、メディア報道やNGOの発表、政府機関からの情報など75,000以上の情報源からのデータを常時分析しています。そのため、同社による企業のESG評価の更新は既存のものに比べて高頻度となっています(左図)。また、Sustainability Accounting Standard Board(SASB)が定める産業ごとのマテリアリ

ティ(重要な課題)に応じた分析を初めて行うなど、新たなESG評価の枠組みも提供しています。Arabesque Asset Management社は、約7,000社に対して15言語から構成される50,000以上の情報源を用いて600種類のESG評価を行っています。同社は、国連のグローバル・コンパクトに対応した格付けを発表しています。ESG投資が拡大し、企業のESG評価へのニーズが高まる中では、膨大な量の情報を様々な角度から、一貫性を持って分析できるAIの強みが活かされる環境にあるといえるでしょう。

## AI分析における当面の課題

もっとも、近い将来にAIの評価・分析結果がアナリストを完全にとって代わると考えるのは難しいでしょう。まず、情報源の制約に行き当たることになります。AIを用いた企業のESG評価では①企業が公開した情報を分析するもの、②企業以外のメディア等の情報のみを分析するもの、に大別されます。本コラムで取り上げた2社は後者にあたりますが、その場合には分析したい企業がメディア等で取り上げられないと評価できないという課題があります。そのため、AIにより大量のデータ分析が技術的に可能であったとしても、

小規模企業の評価は大企業に比べて少ない情報量で行われることになります(右図)。また、分析結果の使い方についても気を付けなければいけません。スコアはAIが複雑な過程を経て算出しているもので、その水準の解釈は簡単ではなく、スコアの変化によるESG評価の改善・悪化の判断しか行えない状況です。そのため、より網羅的なESG評価を行うためには、長期的な水準感については人間による評価を使用し、短期的な変動をAI分析によって補うという組み合わせが現実的であるとの意見もきかれます。



(注) インサイト・スコアは高頻度で更新されるパルス・スコアの平均的な推移を示したもの  
(出所) TruValue Labs ©TruValue Labs 2018.



## －むすびにかえて－ ESG評価における今後の課題

ESG評価における課題については、当活動報告においても、評価会社間での評価のバラツキなどについて触れていますが、初めてのESG活動報告を取りまとめるにあたり、他にも様々な課題に直面しました。以下では、ESG評価全般に関わる4つの課題について、取り上げます。これらの課題のうち、改善が可能なものについては、今後GPIFとしても関係方面に改善を働きかけていきたいと考えています。

### ESG評価のタイミングの問題

ESG評価の課題の一つとして、評価の更新タイミングの違いと更新の遅さがあります。例えば、当活動報告で使用したMSCI社は、評価対象企業の決算時期やアニュアルレポートやCSRレポートなどの発行時期は考慮せず、同社があらかじめ定めた更新時期において、各社の最新の開示情報を用いて、更新されます。つまり、更新時期に関係なく、大幅なガバナンスの変更や深刻な不祥事などがない場合、CSRレポート発行後の1年近く経った後に反映されることがあります。

一方、FTSEは企業毎に年に一回、6月か12月のいずれかのタイミングで評価の更新を行っています。例えば、3月決算企業の場合、調査対象となる情報（アニュアルレポート、CSRレポートなど）は8月から11月に公表されることが多く、FTSEの

評価は多くの企業が翌年の6月に更新されます。

また、Trucost社の企業の温室効果ガス排出に関するデータについては、企業のCSRレポートや企業の環境評価を行う国際NGOであるCDPへの開示などを踏まえて、評価が更新されることから、例えば、2018年6月10日時点で取得できる直近データとしては、87%の企業が2016年度情報となり、2017年度情報の企業は7%に留まっています。ESGは長期のファクターであり、多少のタイミングの違いは気にしないという考え方もあるかもしれませんが、更新タイミングが評価会社間で大きく違うのであれば、評価の横比較は難しくなります。ESG評価の更新が遅いことについても改善の余地が大きいと考えています。

### ESG評価基準の改定の問題

現状、ESG評価手法にはスタンダードというものではなく、投資家や企業からの意見などを踏まえて、さらなる改善が求められています。そのため、ESG評価会社による評価基準が改定されること自体は、歓迎すべきことではありますが、あまりに急激なルール変更や国や言語の違

いに基づく不統一な基準変更については、避けるべきです。ルール変更による特殊要因が多すぎる場合、ESG評価の時系列の分析は意味をなさないことになりますので、データを使用する側にも注意が必要です。



## 集計ベースのESG評価を比較する際の問題

ESG情報に限らず、情報開示には規模の経済が働くため、ESG評価においても全体的に大企業ほど評価が高い傾向があります。そのため、国によって、評価対象企業の範囲が異なり、企業規模に大きな差がある場合や、評価対象企業を大幅に拡大中で、前年と今年で評価対象企業が大きく変わる場合には、国別のESG評価ランキングや国別のESG評価の過去との比較を行う際には注意が必要となります。

ちなみに、当活動報告の「FTSE社の国別ESG評価(P.22)」では、企業規模を一定程度揃えるために、大型・中型株で構成されるFTSE Developed Index・FTSE Emerging Indexの構成銘柄ベースで各国の比較を行っています。また、「FTSE社の国別ESG評価の改善度(P.22)」においては、構成銘柄の変化などの影響を排除するために2017年3月・2018年3月の両時点でのESG評価が取得できる銘柄に絞り、比較をしています。

## 絶対評価と相対評価の違い

当活動報告で主に使用したMSCI社のESG評価は業種内相対評価、FTSE社は絶対評価という評価手法の違いがあります。個社のESG評価を比較する場合、業種によってESG課題が大きく異なるという考え方に立てば、業種内相対評価を使う方が望ましいですが、個別企業の取り組み自体の改善度を過去との比較で把握する場合は、絶対評価の方が他社の影響を受けな

い分、自社の取り組みの変化をより正確に把握できると考えられます。このように、それぞれに一長一短があり、データの使用目的に応じて使い分ける必要があります。このような理由から、当活動報告のESG推進活動の効果測定では、過去との比較においてはFTSE社の評価を使用し、MSCI社の評価については、参考資料に掲載しています。

## データ集(収益率比較、補足データ)

## [GPIFが選定したESG3指数のベンチマーク収益率の比較]

|                              | ベンチマーク収益率   |            |              | 超過収益率         |                 |
|------------------------------|-------------|------------|--------------|---------------|-----------------|
|                              | 当該指数<br>(a) | 親指数<br>(b) | TOPIX<br>(c) | 対親指数<br>(a-b) | 対TOPIX<br>(a-c) |
| ①MSCI ESGセレクト・リーダーズ指数        | 13.74%      | 14.94%     | 15.87%       | -1.20%        | -2.13%          |
| ②MSCI日本株<br>女性活躍指数           | 15.29%      | 14.94%     | 15.87%       | 0.35%         | -0.58%          |
| ③FTSE Blossom<br>Japan Index | 14.83%      | 15.13%     | 15.87%       | -0.30%        | -1.04%          |

(注)ベンチマーク収益率は2017年4月～2018年3月までの収益率(配当込み)。GPIFが実際に運用を開始した期間とは異なる。

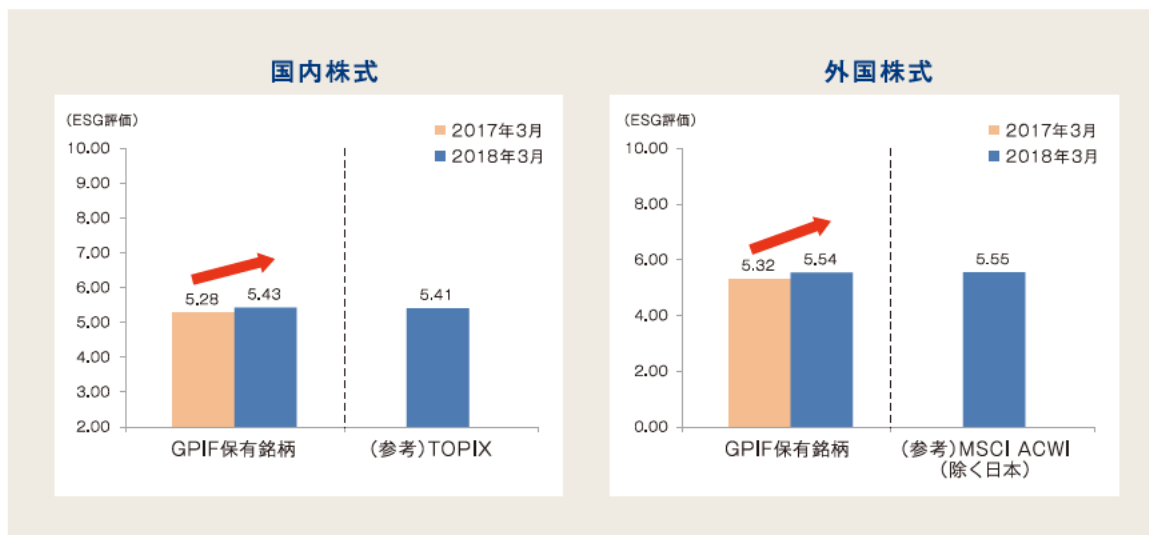
(注)①と②の親指数(指数組入候補)はMSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄。③の親指数(指数組入候補)はFTSE JAPAN INDEX。

(出所)以下データよりGPIF作成

FTSE International Limited("FTSE")©FTSE 2018

©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission

## [MSCI社のESG評価]



(注)MSCI社のESGスコアは10点満点。

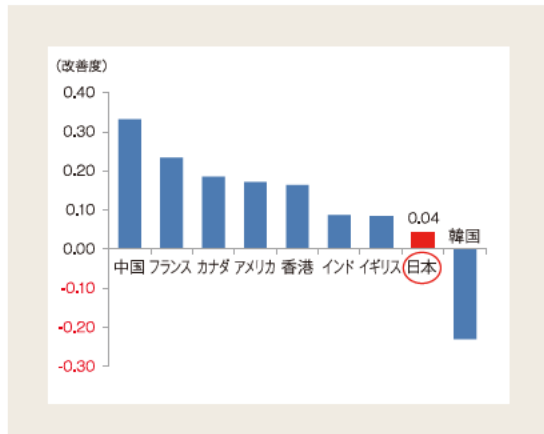
(出所)以下データよりGPIF作成

©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission

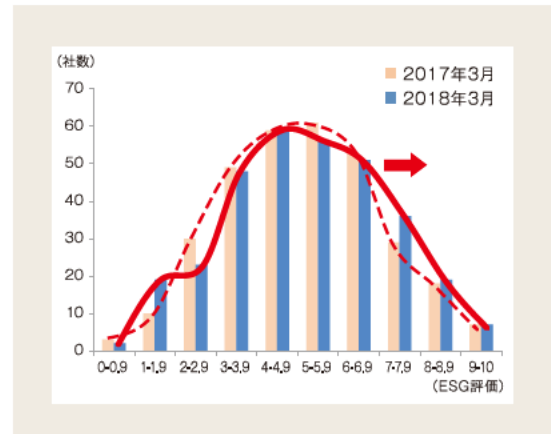
## [MSCI社による国別ESG評価の国別ランキング]

| ランキング              | 1位           | 2位           | 3位          | 4位         | 5位           | 6位          | 7位          | 8位         | 9位         |
|--------------------|--------------|--------------|-------------|------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|
| ESG評価<br>(2018年3月) | フランス<br>7.25 | イギリス<br>6.81 | カナダ<br>5.35 | 日本<br>5.16 | アメリカ<br>4.72 | インド<br>3.98 | 香港<br>3.76  | 韓国<br>3.64 | 中国<br>2.69 |
| ESG評価<br>(2017年3月) | フランス<br>7.08 | イギリス<br>6.56 | カナダ<br>5.17 | 日本<br>5.12 | アメリカ<br>4.56 | 韓国<br>3.97  | インド<br>3.77 | 香港<br>3.68 | 中国<br>2.37 |

## [MSCI社による国別ESG評価の改善度(※)]



## [MSCI社によるESG評価分布(日本企業のみ)]



(注) ※2017年3月から2018年3月までの変化。各時点でESG評価が付与されている企業群での比較。改善度については、国別ESG評価各時点の単純な差分となっておりません。詳細は「一むすびにかえて」 ESG評価における今後の課題(P.30)」を参照下さい。

(注) MSCI社のESGスコアは10点満点。対象は MSCI ACWIに含まれ、ESG評価が付与されている企業群の同評価の単純平均。ESG評価が付与されている企業数が多い主要国を抜粋。  
(出所) 以下データよりGPIF作成

©2018 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission

## [GPIFが採用した国内株式ESG指数]

|             | FTSE Blossom Japan Index                                                                                                                                                      | MSCIジャパン ESGセレクト・リーダーズ指数                                                                                                                                          | MSCI日本株 女性活躍指数(愛称「WIN」)                                                                                                                                |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 指数のコンセプト    | <ul style="list-style-type: none"> <li>世界でも有数の歴史を持つFTSE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。</li> <li>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中立化したESG総合型指数。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れている。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>当該分野で網羅的に構築した初の指数。</li> </ul> |
| 指数組入候補(親指数) | FTSE JAPAN INDEX (509銘柄)                                                                                                                                                      | MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄                                                                                                                                         | MSCIジャパンIMIのうち時価総額上位500銘柄                                                                                                                              |
| 指数構成銘柄数     | 149                                                                                                                                                                           | 252                                                                                                                                                               | 208                                                                                                                                                    |
| 構成銘柄比率の考え方  | 時価総額加重<br>(業種ごとの比率を親指数と同時に調整し業種バイアスを最小化)                                                                                                                                      | 時価総額加重                                                                                                                                                            | 「時価総額×総合スコア」で加重<br>(※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)                                                                                               |
| 運用資産額(億円)   | 5,266億円                                                                                                                                                                       | 6,229億円                                                                                                                                                           | 3,884億円                                                                                                                                                |

(注) 指数構成銘柄数、運用資産額は2018年3月末時点



## お知らせ

GPIFでは、作成・公表が義務付けられている事業年度ごとの業務概況書のほか、透明性の向上を図る観点から、ホームページやSNS等で適時様々な情報の公開を行っています。

引き続き、公開資料をより一層分かりやすいように工夫するとともに、運用の多様化、高度化や国際化に対応した国民に対する情報公開・広報活動の在り方を検討し、その充実を図ってまいります。



**GPIF Homepage**



**GPIF YouTube channel**



**GPIF Twitter**

## ディスクレームー

### 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. None of the ESG Parties makes any express or implied warranties of any kind, and the ESG Parties hereby expressly disclaim all warranties of merchantability and fitness for a particular purpose, with respect to any data herein. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein. Further, without limiting any of the foregoing, in no event shall any of the ESG Parties have 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."

### FTSE

"FTSE ® is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE under licence. All rights in the FTSE indices and / or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent. FTSE does not promote, sponsor or endorse the content of this communication."

### Trucost

"All rights in the Trucost data and reports vest in Trucost and/or its licensors. Neither Trucost, nor its affiliates, nor its licensors accept any liability for any errors, omissions or interruptions in the Trucost data and/or reports. No further distribution of the Data and/or Reports is permitted without Trucost's express written consent."

### TruValue

"TruValue Labs ©TruValue Labs 2018."

### Arabesque

"Arabesque S-RAY®"

お問い合わせ

**年金積立金管理運用独立行政法人 企画部 企画課**

〒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:<http://www.gpif.go.jp/>