

年金制度とサステナビリティ 日本

6つの原則

本原則の序文

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち、最大限の利益を追求する義務があります。この受託者の役割において、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの) 環境、社会、コーポレート・ガバナンス (ESG) の課題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響する可能性があると考えます。また、本原則を採用することにより、投資家がより広範な社会の目的を達成できることも認識しています。したがって、受託者責任と一貫することを条件に、私たちは以下に取り組みます。

- 1 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスに ESGの課題を組み込みます
- 2 私たちは、活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG課題を組み入れます
- 3 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します



PRIのミッション

私たちは経済的に効率の良い、持続可能な国際金融システムが長期的な価値の創出に必要であると考えています。こうしたシステムは、長期的な責任投資に報い、環境や社会全体に利益をもたらします。

PRIは、本原則の採用およびその実施の協働を奨励すること、優良なガバナンス、誠実性、説明責任を促進すること、市場の慣行、構造および規制の中に存在する持続可能な金融システムにとっての障害に対応することにより、この持続可能な国際金融システムの達成に尽力します。

免責事項

本報告書に含まれる情報は、情報提供のみを目的としており、投資、法務、税務その他のアドバイスを意図しているわけではなく、また投資その他の決定の根拠としていただくことを意図しているわけでもありません。著者および発行者は、法務、経済、投資、または専門的な問題やサービスに関するアドバイスを提供しないことを理解していただいた上で、本報告書を提供しています。PRI Associationは、本報告書が参照しているウェブサイトのコンテンツおよび情報リソースについて責任を負いません。これらのサイトへのアクセスの提供、当該情報資源の提供により、それらに含まれる情報をPRI Associationが支持しているとみなしてはなりません。別途明示的な記載がある場合を除き、本報告書で表現される意見、推奨、所見、解釈、結論は、本報告書の様々な協力者のものであり、必ずしもPRI Associationまたは責任投資原則の署名機関の見解であるとは限りません(部分的であれ、全体としてであれ)。本報告書の表紙または内部で言及されている他の組織が、本報告書に記載されている結論を支持または同意していると推測するべきではありません。企業の例を挙げている場合、または外部の貢献者(PRI署名機関を含む)によるケース・スタディが記載されている場合、いかなる点でも、PRI Associationまたは責任投資原則の署名機関がそれらの組織を保証しているとは解釈されません。外部の貢献者によって提供されたコンテンツの正確性は、当該貢献者の責任となります。本報告書に含まれる情報は信頼できる最新の情報源から取得するよう努力していますが、統計、法律、規則、規制には変化する性質があるため、本報告書に含まれる情報には遅延、脱落、不正確性が生じる場合があります。PRI Associationは本報告書に含まれる情報の間違い、脱落、それに基づいて行った意思決定または行動、あるいは当該意思決定または行動により生じた、またはそれらを原因とする損失または損害について責任を負いません。本報告書に含まれるすべての情報は「現状有姿」で提供され、完全性、正確性、適時性またはこの情報の使用から得られた結果について一切保証せず、あらゆる種類の明示的、黙示的な保証をしません。

目次

謝辞	4
序文	5
第1部 日本の年金制度の概要	6
第2部 公的年金	9
第3部 私的年金	12
第4部 サービスプロバイダー	19
第5部 法規制の枠組み	22
第6部 政策立案者と業界への提言	24

謝辞

プロジェクトチームは、貴重な時間を割いて本文書に貢献していただいたインタビュー対象者やレビューアーの方々に感謝の意を表したいと思います。

- 厚生労働省 年金局
- 環境省 大臣官房
- 金融庁 総合政策局、企画市場局
- 年金積立金管理運用独立行政法人 市場運用部
- 地方公務員共済組合連合会 資金運用部
- 株式会社日本取引所グループ サステナビリティ推進本部
- 野村証券株式会社 確定拠出年金部
- 三菱UFJ信託銀行株式会社 資産運用部
- ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門
- ニッセイアセットマネジメント株式会社
- ラッセル・インベストメント株式会社
- 一般社団法人日本経済団体連合会 ソーシャルコミュニケーション本部
- ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ

序文

日本の年金制度¹は、297兆円（2兆8,540億ドル）の資産を持ち世界で3番目に大きい。公的及び私的年金の54%でPRI署名がされており、これは豪、英、米の中で最も高い比率である。本報告書では、2020年10月に公表されたPRIのブリーフィング「日本の持続可能な金融政策」に示されたアイデアに基づき、日本の年金制度の概要、サステナビリティに関連する主な課題を提示する。最後に政策立案者と業界関係者への一連の提言をしている。

日本の年金制度には多くの先進的な特徴がある一方、制度を通じてサステナビリティの問題を包括的に反映させることはできていない。本報告書では3つの重要な課題に焦点を当てている：

1. 公的年金セグメントは、高い資産集中度合いと強固なガバナンス体制によって恩恵を受けており、最近改訂された積立金基本指針は、公的年金がESG要因を投資活動に統合するために必要な措置を講じることを求めている。しかしながら、これらの要因をどのように組み込むかは各基金の裁量に任されている。
2. 私的年金セグメントは、確定給付企業年金（DB）の数は大幅に減少しているが、資産規模の点で比較的小規模な年金に細分化されている。特に企業型確定拠出年金（DC）のインベストメントチェーンは複雑である。ESG要因を考慮することは一般的に望ましいとされているが、それを明示的かつ体系的に組み込むことは求められていない。金融サービスプロバイダーは重要な役割を果たしているが、事業主と運営管理機関間のコミュニケーション不足による加入者負担費用に関するものなど、ガバナンス上のリスクがある。
3. 近年の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のリーダーシップにより、日本の運用機関はESGに注力するようになったが、これら運用機関のESGへのアプローチは、主要な海外の運用機関に遅れをとっていることが多い。

日本の年金制度の資産及びPRI署名比率

出所：厚生労働省、GPIF、企業年金連合会（PFA）、運営管理機関連絡協議会、日本投資顧問業協会の各種情報

年金制度合計額（10億ドル）	2,854
職域年金資産（10億ドル）	2,718
個人年金資産（10億ドル）	136
PRI署名比率（%）	54%
職域年金資産でのDB比率（%）	95%
職域年金資産でのDC比率（%）	5%

為替レート1ドル104円で計算、すべてのデータは2020年3月現在。

本報告書は、PRIが2020年に発表した豪、英、米に焦点を当てた同様の報告書との関連で読まれるべきである。これら4つの報告書全体の目的は、年金制度の政策的・構造的特徴を議論し、それらが制度のサステナビリティにどのように影響するかを理解することである。この文脈でのサステナビリティとは、制度の理事会やマネージャーが、責任投資家、積極的なスチュワード、望ましい社会的および環境的成果（アウトカム）を伴う経済活動への資本配分者となる能力と定義する。我々は対象となる国において様々な課題を確認した。その中でも特に重要なのは、民間の年金制度を設計する際に、政策立案者が、政策、構造とサステナビリティとの関連性を無視しがちだということである。年金制度を持続可能で公平な経済に合わせるためには、このギャップを解消する必要がある。

1 PRIの一連の調査報告書では、これまで「退職金制度」という言葉を使っていたが、本稿では日本の用語を反映して、同義語として「年金制度」という言葉を使っている

第1部 日本の年金制度の概要

日本の年金制度のもっとも際立つ第一の特徴は、20歳以上の日本国民全員に適用される「国民皆年金」である。適用されるのは、国民年金（第1層）と、被用者が加入しなければならない厚生年金（第2層）である。さらに被用者には確定給付企業年金（DB）及び/又は確定拠出年金（DC）（第3層）があるという3層構造である。第3層の企業年金（DB又は

DC）は事業主の任意実施である。実施されると、その企業の被用者は、原則として企業年金に強制加入される。最後に個人型確定拠出年金であるiDeCoは被用者であってもなくても60歳以下の国民誰もが対象となるが、任意加入である（表1）。年齢要件は2022年から65歳未満の従業員を対象に含めるよう若干緩和される。

表1：日本の年金制度の概算（2020年3月現在）

出所：厚生労働省、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）、PFA（企業年金連合会）、運営管理機関連絡協議会、日本投資顧問業協会、信託協会、格付投資情報センター「年金情報」各種情報を基に公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構で作成

公的か私的か	公的年金		私的年金			
被用者か否か	被用者（但し国民年金は全国民を対象）			全国民	自営業者等	
制度種別	国民年金、厚生年金	確定給付企業年金 (DB)		確定拠出年金 (DC)		国民年金基金
資金運用主体	GPIF・各共済組合	DB 規約型	DB 基金型	企業型 DC	個人型 DC “iDeCo”	国民年金基金連合会
総資産（兆円）	202.7	74.5		13.6	2.2	3.9
PRI 署名比率（総資産対%）	74%	14%		NA	NA	0%
運用資産の上位年金集中比率	GPIF が公的年金全体の74%	PFA が14%		分立	NA	4つの国民年金基金で全資産保有
サービスプロバイター集中比率	上位10運用機関で全体の2/3を運用	上位10運用機関で全体の約7割を運用（注）		上位10運営管理機関で全体の9割を受託		4信託銀行と15投資顧問に委託
監督官庁	厚生労働省 財務省 総務省 文部科学省	厚生労働省		厚生労働省 金融庁		厚生労働省
ガバナンス構造	【GPIF】経営委員会が執行部を監督し、監査委員会が監査する。	事業主がスポンサーである。	事業主がスポンサーであり、基金の理事が受託者として執行に責任を負う。	事業主がスポンサーであり、運営管理機関を受託者として制度が運営される。	国基連が実施主体であり、運営管理機関を受託者として制度が運営される。	【国基連】評議員会が意思決定を行い、理事会が執行に責任を負う。

	公的年金	私的年金			
資産配分	基本ポート フォリオ 国内債券 25% 国内株式 25% 外国債券 25% 外国株式 25% (2020年4月以降)	実際の資産配分 (PFA 調査) 国内債券 23.3% 国内株式 9.0% 外国債券 17.3% 外国株式 12.2% 一般勘定 17.9% その他 (含むヘッジファンド) 15.1% キャッシュ 5.3%	実際の資産配 分 (運営管理機 関連絡協議会 提供) 国内債券 6.2% 国内株式 10.9% 外国債券 4.3% 外国株式 8.3% バランス型 17.6% 預貯金 36.1% 保険 15.6% その他 1.0%	実際の資産配 分 (運営管理機 関連絡協議会 提供) 国内債券 3.8% 国内株式 11.4% 外国債券 3.5% 外国株式 11.4% バランス型 13.0% 預貯金 35.9% 保険 18.0% その他 3.0%	基本ポート フォリオ グローバル 債券 52% グローバル 株式 48%
責任投資を行 う上での主な 障壁		運用に当たる適切な資質を持った 人材等のリソース不足	限定的な責任 投資商品選択 機会 商品入替に要 する事務負荷 事業主だけで なく従業員の 責任投資に対 する限定的な 理解	限定的な責任 投資商品選択 機会 一般国民の責 任投資に対す る限定的な理 解	

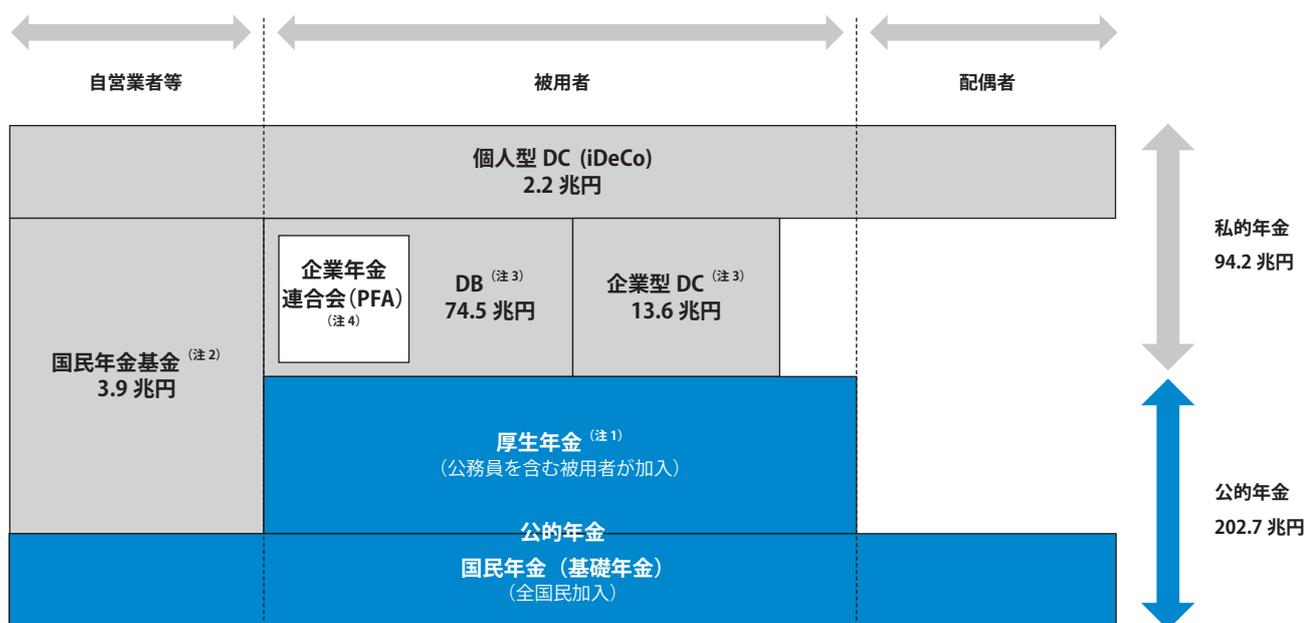
注：この比率についてのみ 2019年3月末現在の数値から算出

欧州の3本柱構造と比し日本では階層分類が異なることに留意が必要である。欧州では一般的に第1の柱としての公的年金、第2の柱としてDB及び/又はDCからなる企業年金、第3の柱としての個人年金となっている。日本では、企業年金と

個人型DCプラン(iDeCo)が第3層に分類される。日本の年金制度の第二の特徴は公的年金の資金運用額が約203兆円と私的年金の94兆円の2倍以上ある点である(図1)。

図1：日本の年金制度の概要

出所：厚生労働省、GPIF、PFA、運営管理機関連絡協議会、日本投資顧問業協会等、各種情報を基に年金シニアプラン総合研究機構で作成



(注1) 70歳未満の被用者(公務員を含む)は厚生年金保険に加入しなければならない。

(注2) 自営業者等は任意で国民年金基金に加入できる。

(注3) DBとDCは法律に基づいて規約を定め従業員のために実施される年金制度である。DBとDCは併用も可能であるが他方でそれがない企業も多く存在する。

(注4) 企業年金連合会は中途脱退者に対する給付を行い、企業年金のポータビリティにおいて大きな役割を果たす。

2010年3月と比較すると、公的年金は18%、私的年金は14%増加した。特に注目すべきは、DCの増加で、企業型DC資産が3倍に、個人型が2016年の加入資格拡大により5.5倍に増加している点である。厚生労働省は5年ごとに公的年金の財政検証を行い、将来100年間の財政状態を算出している。2019年に実施された最新の検証によると、2030年の年金積立金の額は人口動態および経済状況の仮定に応じて273.5兆円から212.3兆円まで変動するとされている。私的年金の資産額は公的年金と比べるとより成長し、DBからDCへの既存の流れは持続すると考えられる。個人の退職後の資産形成の拡大に向けた議論が進められており、個人の資産は企業のDC資産よりも急速な成長を続けると予想される。

公的年金は世代間扶養の賦課方式²を基本とし、現在の退職者のために現役世代が負担するという仕組みになっている。しかし、日本では少子高齢化の進展が急速なため、働いている世代の保険料のみで年金給付をすると、将来世代の負担が非常に大きくなる恐れがある。そこで保険料のうち一部を年金積立金として積み立て、より長期的な視点で運用している。

第三の特徴は公的年金における「マクロ経済スライド」である。受給開始時の年金額の算定は手取り賃金スライド、受給開始後は物価スライドが基本であった。しかしながら、この率から生産年齢人口の減少及び平均余命の伸びを勘案した一定率を減じる「マクロ経済スライド」が2004年から導入されている。これにより、全体として、年金額を減額させることになる。

2 この方式では資金は基本的に蓄積されない。

第2部 公的年金

日本の公的年金制度は、第1層と第2層で構成されている。第1層は国民年金制度と呼ばれ、20歳以上のすべての日本国民が対象となっており、老後になると、基礎年金の給付を受けることができる。第2層は、民間及び公的部門の被用者に強制適用される。これは厚生年金制度と呼ばれ、第1層の基礎年金の給付に加えて、在職中の報酬に比例した給付を受け取ることができる。2020年3月末の日本の公的年金積立金は

203兆円であり、それは年金資産全体の約三分の二を占める。日本の公的年金セクターは4カ国のこれまでの調査した国々の中で最も資金の集中度合いが高い。日本の公的年金積立金の74%は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用しており、その他を他の3つの共済組合が運用している。これらのうちGPIFだけがPRIに署名している（表2）。

表2：公的年金の資産と加入者数

出所：資産は各制度の年次報告書、加入者数は厚生労働省社会保障審議会年金数理部会資料

順位	運用主体名	資産額 (10億円、2020年3月)	制度名	加入者数 (万人、2019年3月)	PRI署名
1	GPIF	150,633.2	国民年金 ^(注1)	6,746	はい
			厚生年金	3,981	
2	地共済 ^(注2)	41,112.3	厚生年金等	285	いいえ
3	国共済	7,402.1		107	いいえ
4	私学共済	3,505.7		56	いいえ
	合計	202,653.3			
	GPIF/公的年金全体	74%			

(注1) 国民年金の加入者は厚生年金の加入者を含む

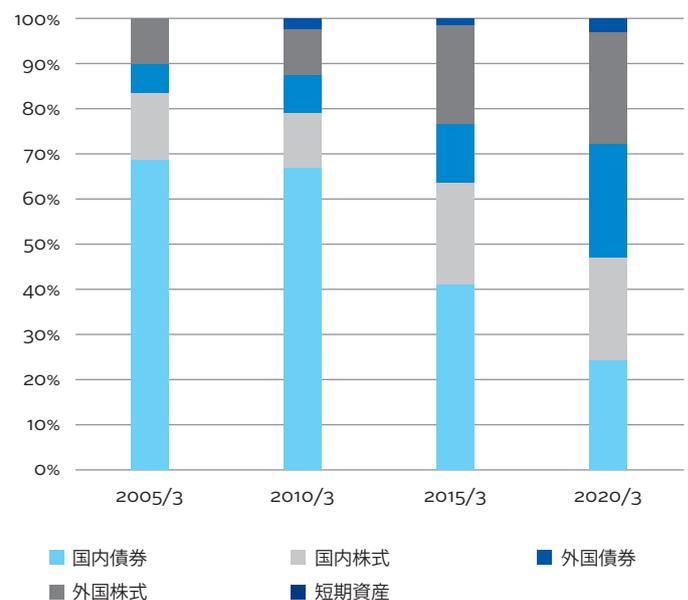
(注2) 地共済とは地方職員共済組合、公立学校共済組合、警察共済組合、都職員共済組合、全国市町村職員共済組合連合会及び地方公務員共済組合連合会を含む

1 GPIF

GPIFは、厚生労働省の監督下にある執行機関である。厚生労働省はGPIFの理事長及び経営委員を任命し、関係省とともに積立金基本指針を策定する。これにより、GPIFや共済組合の運営が規定されている。積立金基本指針は2020年に、ESG投資を推進するように改訂された。積立金基本指針に関連するGPIFの投資戦略や投資プロセスの重要な変更には、厚生労働省の同意が必要である。

GPIFは、国民年金（第1層）及び厚生年金（第2層）の年金積立金を運用している。GPIFは、2014年10月に基本ポートフォリオを見直し、国内債券のウェイトを減らして国内株式及び外国株式のウェイトをそれぞれ25%に増やした。株式比率は合計50%となっており、日本の企業年金よりもかなり高くなっている。歴史的に責任投資を牽引してきた資産クラスへのGPIFのエクスポージャーが高くなっている。2020年4月からの5年間における基本ポートフォリオは、国内債券25%、国内株式25%、外国債券25%、外国株式25%である（図2）。

図2：GPIFの資産構成推移
出所：GPIFの業務概況書



GPIF は、「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）の考慮が重要である」³と考えている。そのうえで、「長期的な投資収益の拡大のためには、投資先及び市場全体の持続的成長が必要である」との投資原則の考え方に沿って、GPIF は国内外の債券、オルタナティブ投資、インフラ投資などを含めた投資プロセス全体で ESG インテグレーションを推進してきた。これらの資産クラスへの配分は、国内外の株式と同様、近年増加している。

GPIF は、ESG の要素を組み込んだ指数に基づくパッシブ運用は、長期的なリスク/リターン特性を改善するだけでなく、ESG 評価指標の改善などの副次的効果を通じて日本の株式市場を高度化すると考えている⁴。GPIF は、2017 年に国内市場における ESG 指数の募集を開始し、ESG をテーマとした 3 つの日本株式指数を選定し、これらの指数をベンチマークとしたパッシブ運用を開始している。また、2018 年には、気候変動問題に着目した指数として企業の温室効果ガスの排出に焦点を当てた国内外の株式インデックスを 2 つ選定した。

GPIF は、「ESG 活動報告」の公表を 2018 年から開始している。これは、GPIF が取り組む様々な ESG 活動の長期的な効果を強調する狙いがある。また、2019 年には、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の勧告に沿って気候関連財務情報の開示を初めて行った。2020 年には、分析の対象をポートフォリオの全ての主要資産に拡大し、気候変動によるリスクと機会について包括的な評価を行っている⁵。

GPIF では、株式のパッシブ運用においてもエンゲージメントを求めている。また、債券運用についても、世界銀行との共同研究を行い、「GPIF は、国際開発金融機関や各国政策金融機関が発行するグリーン債券などへの投資機会を運用機関に提案するプラットフォームを構築し、債券投資における ESG インテグレーションと国債に対する超過収益の獲得の機会を、運用を委託する運用機関に提供して⁶」いる。

2017 年に年金シニアプラン総合研究機構が ESG 投資の認知について行った調査では、一般国民のうち ESG 投資について「よく知っている」か「まあ知っている」と答えたのは 5%、これに「聞いたことはある」を加えても 14%であった⁷。86% の日本人は ESG 投資についてまったく知らなかったのである。受益者であり最終的な資産保有者である日本国民の理解を促進することは重要な課題である。

賦課方式であるため、積立比率は公的年金の財務健全性を評価する指標として用いられていない。長期的な運用目標は「賃金上昇率 + 1.7%」であるが、市場運用開始以来の過去 19 年間では「賃金上昇率 + 2.39%」となっており、公的年金の財務面の強化を図ることに貢献している⁸。

GPIF のガバナンス構造に関して、2017 年 10 月に大きな改革が行われた。それまでは、理事長が意思決定と執行の双方の責任を担う独任制であった。これが見直され、法人の重要な方針は、現在は合議制の経営委員会（理事長以外は全て外部有識者で構成）が決定している。執行部がその権限の下で業務を執行し、執行状況は経営委員会により監督されている。また、監査委員会は経営委員会と連携し、業務執行過程の適正性を確保しつつ、リスク監査を行っている。

その規模の大きさもあり、GPIF による 2015 年の PRI への署名を含む ESG への注力が、日本の資産運用業界に対して波及効果をもたらしてきている。GPIF から資産運用を委託されている大手の資産運用機関は、ESG 投資の考え方をその運用プロセスに組み入れるとともに、PRI への署名も行うようになっている。また、これらの資産運用機関は企業年金の運用受託者でもあることから、日本の年金運用全般において ESG 投資は大幅に拡大している。2016 年における日本の ESG 投資残高は、約 56 兆円であった⁹。これが、2019 年には 6 倍の残高¹⁰の 336 兆円になっている。

なお GPIF の自家運用は、債券運用に限定されている。これは、公的年金制度では株式を直接保有することが禁じられているためである（表 3）。

3 GPIF 「2019 年度 ESG 活動報告」p1 https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf

4 GPIF 「2019 年度 ESG 活動報告」p17 https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf

5 GPIF 「GPIF ポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_EX_J.pdf

6 GPIF 「2019 年度 ESG 活動報告」 p 20 https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf

7 年金シニアプラン総合研究機構「年金資金による ESG 投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/H_29_03.pdf

8 GPIF 「2019 年度業務概況書」 p 20 https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp.pdf

9 環境省 ESG 金融に関するハイレベル会合参考資料（p 5）、これは GSIA (2017) 2016 Global Sustainable Investment Review 及び日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) による <http://www.env.go.jp/policy/02ESG.pdf>

10 2020.11 環境省からの回答書。

表 3：GPIF の自家運用内訳
出所：GPIF の 2019 年度業務概況書

資産クラス	資産（10 億円）、 2020 年 3 月
国内債券パッシブファンド	10,698.1
物価連動国債ファンド	2,953.5
短期資産ファンド等	12,961.0
財投債ファンド	896.2
外貨建て短期資産ファンド	90.4
合計	27,599.2

2 共済組合

共済組合は GPIF より規模はかなり小さいが、地方公務員共済組合連合会（地共連）と全国市町村職員共済組合連合会では GPIF に先駆けて「サステナブル投資（ESG 投資）」を進めている。地共連では、投資先企業の持続的成長を通じ、長期における投資リターンの向上を目指すとともに、受益者が投資先企業が環境問題や人権・雇用といったサステナビリティ課題に取り組むことを支援することも目指している。そのことによって、「被保険者のために株式価値を長期的に増大させるという受託者責任とともに、公的年金としての社会的責任を果たすことが出来ると考えており、サステナブル投資（ESG 投資）に積極的に取り組んできている¹¹。」との地共連の認識が示されている。

11 地方公務員共済組合連合会令和元年度運用報告書 p 37 https://www.chikyoren.or.jp/Portals/0/2_sikinunyo/joukyo/r1chikyoren/joukyo_r1_kounen_pal20200703rbzi6.pdf

第3部 私的年金

我が国の私的年金は DB と DC から成り立っている。事業主が実施する企業年金と個人が任意で加入する個人年金に大別される。日本においても DB から DC への明らかな傾向が見られるが、私的年金においては依然として DB が主流であり資産の

83%を占めている。しかしながら、企業型 DC の加入者は過去 10 年間で 340 万人から 720 万人に増加し、加入者では私的年金全体の 39%を占めるようになった。一方で、DB 加入者は 10 年前の 1,360 万人から 960 万人に減少している (表 4)。

表 4：DC 年金の増加

出所：厚生労働省 2020.9.30 「企業年金・個人年金制度の現状等について」

(社会保障審議会企業年金・個人年金部会資料)、企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」

	日付	DB 合計	企業型 DC	個人型 DC	DC 合計	DB+DC 合計
年金の数	2010/3/1	25,197	3,301	1	3,302	28,499
	2015/3/1	14,328	4,635	1	4,636	18,964
	2020/3/1	12,587	6,435	1	6,436	19,023
加入者数 (万人)	2010/3/1	1,357	340	11	352	1,709
	2015/3/1	1,145	506	21	528	1,673
	2020/3/1	955	723	156	879	1,834
資産残高 (兆円)	2010/3/1	74.4	4.5	0.4	4.9	79.3
	2015/3/1	89.8	9.1	1.1	10.2	100.0
	2020/3/1	74.5	13.6	2.2	15.7	90.2

注：確定給付型には適格年金、厚生年金基金、確定給付企業年金を含む。確定拠出型には企業型と個人型を含む。

2013 年の厚生年金基金の法改正¹²により、DB 資産が大幅に減少し、2010 年代後半には私的年金資産全体が落ち込んだ。その結果、私的年金資産の 10 年間の成長率 (14%) は公的年金資産 (18%) を下回っている。企業型確定拠出 (DC) 資産は同期間に倍以上になり、日本では iDeCo と呼ばれる個人型 DC 年金資産は 450%増加した。ただし、iDeCo 資産は、今のところは未だ日本の年金資産全体の 1%未満しか占めていないことに注意する必要がある。これは、米国の IRA (36.7%)、豪の自己管理型スーパーファンド (26.5%)、および英の個人年金 (17.0%) など調査した他の国の個人年金資産に比べるとほんの一部である。

日本の私的年金投資の構造は、英米と同様に、複数の意思決定者が関与している。利益相反を排除し、破綻した場合に備えた倒産隔離構造を確立するために、特に DC 年金において、異なる金融機関間で機能を分割することに規制の焦点が当てられている。その結果不幸にも、バリューチェーンは複雑になり、加入員や受給者がどう理解すれば良いか難しい私的年金制度となっている。そのことで事業主、加入員、そして第三者のサービス提供者の間のコミュニケーション問題が生じている。また、ESG 要因の考慮をすることが規範と解釈されているが、規制は ESG 要因を組み込むことを明示的に求めるものとはなっていない。

12 厚生年金基金は、厚生年金の一部を代行する企業年金である。かつては日本の企業年金制度の中心的存在だったが、2013 年の法改正以降、新たな基金の創設は禁止され、既存の基金の解散が進められている。

1 企業年金

(1) 企業年金連合会

企業年金連合会（PFA）はDB企業年金の中途脱退者の資金管理¹³を行うことで日本のDB企業年金制度におけるポータビリティ機能の中心的な役割を果たしている。会員の中から選挙で選ばれた企業年金の代表者からなる評議員会が最高意思決定機関である。評議員会によって選任された理事会がPFAの業務の執行に責任を負っている。

また、PFAは、会員に対して（企業年金に関する）出版、助言、研修などのサービス提供を行っている。PFAは、制度改善、税制改革など政策面でも積極的に活動しており、スチュワードシップ責任に関しては、厚生労働省と共に検討会を設置するなど、企業年金に対する啓蒙を行ってきた。

PFAは日本のコーポレートガバナンス向上において先駆者であった。今から約20年前に国内株式運用においてガバナンスを強化する取り組みを開始した。2016年からエンゲージメント活動を外部委託しており、2017年には日本の大手資産運用機関数社とともに機関投資家協働対話プログラムに参加し協働エンゲージメントに取り組んでいる。

2016年5月、PFAは日本版スチュワードシップ・コードを受入れるとともにPRIに署名している。PFAにおける全ての内外株式のアクティブ運用にはESG要因を取り込んでおり（ESGインテグレーション）、パッシブ運用ではエンゲージメントに重点を置いている。また、内外債券の運用ではグリーンボンドなども投資しているほか、再生可能エネルギーやマイクロファイナンスなどへの投資も行っている。運用スタイルはアクティブ運用が中心である。独自の調査に基づき海外の運用機関にも委託し、年金債務を考慮した政策アセットミックスに対する超過収益の獲得を目指して運用している。早くからプライベート・エクイティへの投資を開始し、インフラ、不動産、デット投資などのプライベート・アセットやヘッジファンドにも活発に投資している。

(2) DB 企業年金

歴史的に我が国のDBは退職金制度¹⁴から移行したものが多し。DBを運営する事業主等はDBを年金制度を運営するアセットオーナーとしてではなく、人事制度における主要な福利厚生の一つとして意識する傾向にある。また、DBの資産運用はすべて資産運用機関等へ委託することが原則となっている。

最近まで、我が国の私的年金は全体として責任投資に消極的であった。これはごく少数の私的年金しかPRI署名していないことからわかる。しかしながら、ESGに言及した2017年のDBガイドライン¹⁵の改訂に続いて、2020年3月のスチュワードシップ・コード再改訂版では「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）」の考慮が規定されることになった。DB年金によるスチュワードシップ・コード受入れも近年進んでおり、アセットオーナーの責任投資についての認識も着実に高まりつつある。

PFAが実施した調査によると、「回答した企業年金数269の約3～4割が、運用機関から、議決権行使状況、投資先企業の状況、エンゲージメント方針や実施状況、利益相反を管理するための方針、スチュワードシップ活動に関する自己評価等の報告や説明を受けている。このことから、まだスチュワードシップ・コードを受け入れていない企業年金においても、スチュワードシップ活動のなんらかの取組を実施していることが伺われる」¹⁶。

ニッセイアセットマネジメント社のアンケート調査結果では、224の主要DB年金のうち、およそ三分の一がESG関連投資を「採用済」又は「前向き（検討中）」と答えた。この割合は2017年度以降毎年増加している¹⁷。また業界誌である「年金情報」の記事でも、DBの4割がESG特化型運用に関心を抱いていると報じられ、アセットオーナーの関心がここに来て急激に高まっていると報じられている。¹⁸

13 中途脱退者とは離職等によってDB企業年金の加入員資格を失った者のことである。中途脱退者はそれまで加入していた企業年金から老齢年金を受けることはできないが、規約に定める要件に該当すれば脱退一時金を受けることができる。将来年金給付を受けるためには、脱退一時金相当の財源をPFAが新たに加入した企業年金に移換する必要がある。PFAは中途脱退者の年金給付を引き継ぎ、複数企業年金を中途脱退した者の通算センターとなっている。なお、2022年5月より企業型DCの中途脱退者の資産管理も可能となる。

14 日本では、一定の年齢（大半が60歳）に到達した勤労者は退職一時金を受け取って会社を辞める雇用慣行が広がっていた。財源は企業内で帳簿上の積立として準備されることがしばしばであった。今日でも退職金の慣行は残っているが、受け取った後も65歳あるいはそれ以上まで会社に残って働く勤労者が多い。

15 確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）

16 2020.11 厚生労働省年金局企業年金・個人年金課からの回答書

17 2020年11月ニッセイアセットマネジメントからの回答書

18 格付投資情報センター「年金情報」2020年12月7日号「ESG投資本格化の機運」

DB 企業年金全体の資産配分としては、PFA 調査によると日本株、外国株ともに減少する傾向にあり、2020 年 3 月末時点の企業年金の内外国株への比率はそれぞれ 9.1%、12.1% となっている（図 3）。また、日本の大手企業グループで最大の退職給付資産は 3 兆円を少し超える額である。しかしながら、こ

の金額は有価証券報告書によるものであり、退職一時金に充てられる額も含む場合があることに注意が必要である（表 5）。大手年金はいずれも PRI には署名していないが、大手金融機関の企業年金の場合には、その母体の金融機関が PRI の署名者となっている。

図 3：DB の資産構成の推移

出所：企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2019 年度概要版）」

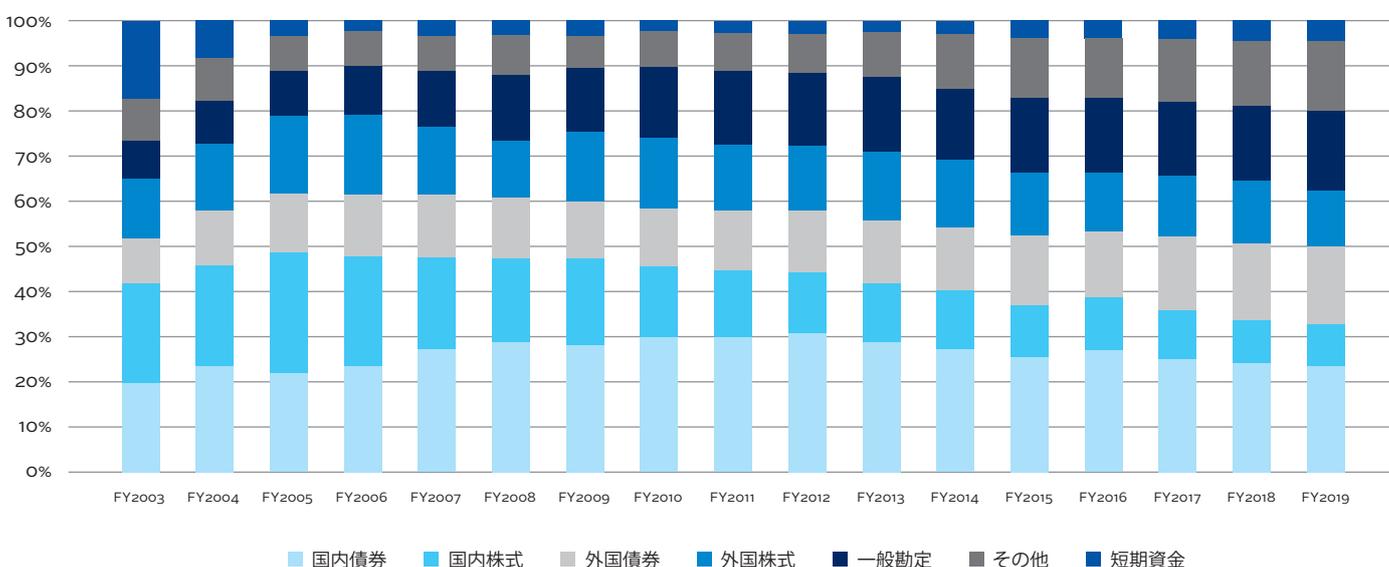


表 5：日本企業の退職給付資産の資産残高上位 10（2020 年 3 月）

出所：上場企業の有価証券報告書

母体企業	年金資産残高	母体企業	年金資産残高 (10 億円)
三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	3,043	富士通	1,391
トヨタ自動車	2,382	日立製作所	1,368
みずほフィナンシャルグループ	2,225	パナソニック	1,364
本田技研工業	2,036	三井住友フィナンシャルグループ	1,319
日本電信電話	1,886	三菱電機	1,042

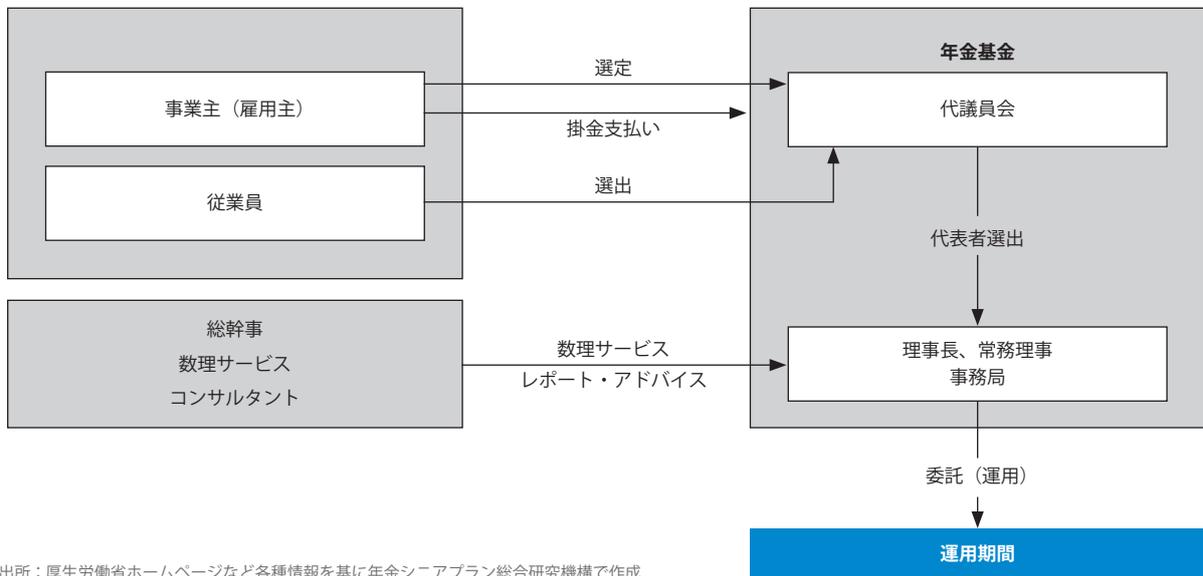
注：各社の有価証券報告書の退職給付資産額を記載しており、確定給付企業年金 (DB) の残高だけでなく、内外の連結対象会社の退職給付資産額を含み、退職一時金に充てられる額を含む場合がある。

(3) DB バリュチェーン

DB では事業主が年金資産運用及び給付支払いの最終的な責任を負っている。資産は事業主から独立して、外部積み立てされているが、制度の受託者は事業主である。DB には二つのタイプがある：①事業主と加入者代表によって設立された企業年金基金が実施主体になる基金型と②事業主が加入者代表の合意の下で実施する規約型である。基金型の場合、事業主

と従業員は同数の代議員を選出する。事業主が指名した代議員が理事長を含む理事の半数を選任し、従業員が選任した代議員が残りの半数を任命する。代議員会が意思決定機関であり、理事は年金の執行に責任がある。ガバナンスと意思決定を示すバリュチェーンを図示すると以下の通りとなる(図4)。

図4：DB バリュチェーン (基金型)



出所：厚生労働省ホームページなど各種情報を基に年金シニアプラン総合研究機構で作成

企業年金の年金数理その他の年金サービスに関して「総幹事会社」(総幹事)が重要な役割を果たしており、中小規模の企業年金に対して、ワンストップサービスを提供している。特に小規模のスポンサーは、投資や従業員福利厚生アドバイザーとして総幹事を利用する傾向にある。一方、規模の大きな企業年金では資産運用コンサルティングや年金数理などの業務は、運用コンサルティング会社や専門の事務サービス会社など、より多様なサービスプロバイダーを利用している。総幹事は信託銀行、生命保険会社が務めている。

企業年金の資産運用において、信託銀行、生命保険会社と並んで、投資顧問会社も多様な投資商品を提供する上で重要な役割を果たしている。特に、規模の大きな企業年金では投資顧問会社の受託ウェイトが高くなる傾向にある。

(4) DC 企業年金

DC 制度は 2001 年に制定され、事業主が企業型 DC を運営できる制度である。企業型 DC に拠出するのは事業主が原則だが、事業主は、拠出限度額の半分以内で、かつ事業主の拠出額以内で、従業員が拠出することをマッチング拠出として規約で定めることができる。従業員が投資商品を選択し、投資リスクを負う一方、事業主は従業員のために可能な限り投資教育を行う「努力義務」がある。平均掛金額は約 16 万円なので平均的な給与に対して 5%弱の掛金となっている¹⁹。

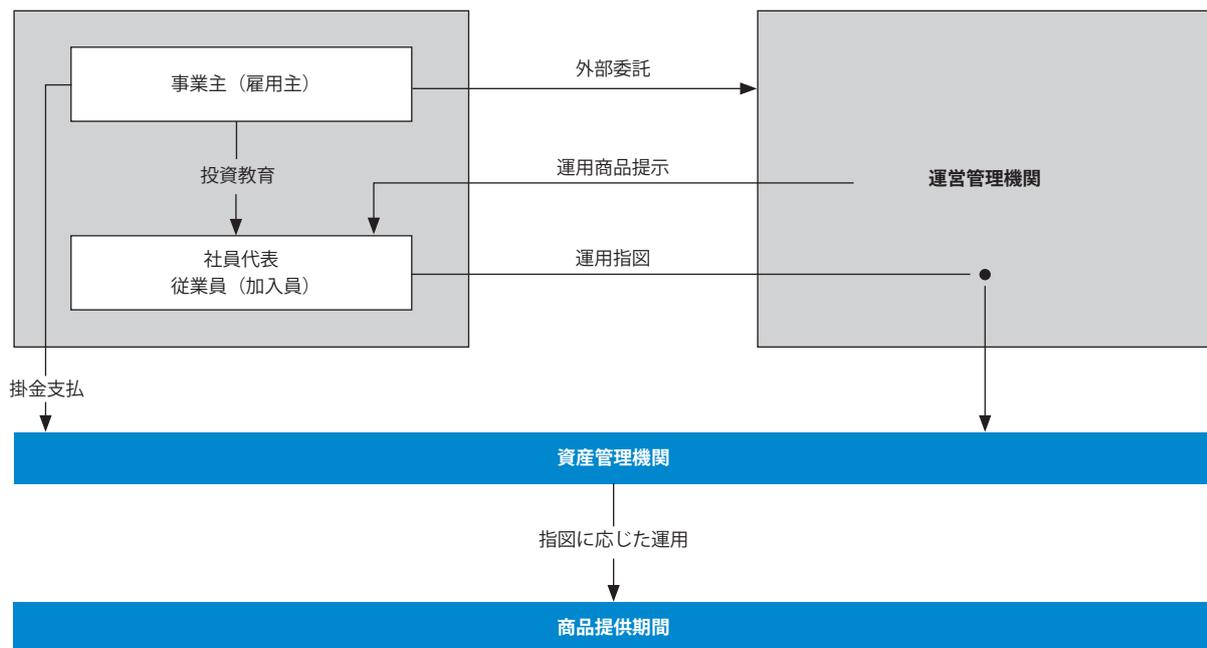
19 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料 (2020.3 末)」p9、厚生労働省「令和元年賃金構造基本統計調査」男女計 307.7 千円

(5) DC バリューチェーン

DC 制度では事業主は運営管理機関（銀行、信託銀行、生命保険会社、証券会社等）及び資産管理機関（信託銀行）を指名する。運営管理機関と資産管理機関は制度設計及び投資決定についての従業員支援において重要な役割を果たす。日本では、各専門機関が運営管理、資産管理、運用商品提供（販売）など定義された機能を実行することが求められている。この仕組みは、運営管理機関に対し加入員に運用商品を提供する際に特定の運用商品を推奨することを禁止することで、利益相反を排除することを目的としており、もっぱら加入員の為に運

用商品が選べるように制度設計されている。また、信託銀行など独立した機関に資産管理を委託することで、加入員が投資した資産は母体企業との倒産隔離が図られている。このような機能分離は、日本の DC 制度を加入員にとって信頼できるものにするを目的としている。一方で、専門組織が複数存在するため、事業主、サービス提供機関、DC 加入員間のコミュニケーションが不十分になるなど、システムが複雑になりすぎたり、ガバナンス問題が生じる可能性がある（図 5）。

図 5：企業型 DC のバリューチェーン



出所：厚生労働省ホームページなど各種情報を基に年金シニアプラン総合研究機構で作成

責任投資という点では、加入員が関心を持つことが重要であり、その点で運用商品を提示する運営管理機関の役割が決定的に重要である。近年、DC 制度運営における事業主のガバナンス不足が指摘されている。いわゆるクロス・セリングが DC のガバナンスに影響を与えるおそれがあることから、厚生労働省は現在、運営管理機関に対し投資商品ライン・アップをそれぞれのホームページ上に開示することを求めている。また、このため、2016 年の DC 法改正では、事業主に運営管理機関を 5 年ごとに再評価することが義務付けられた。厚生労働省は DC ガバナンスの一層の強化に取り組んでいる。

責任投資という点では、加入員が関心を持つことが重要であり、その点で運用商品を提示する運営管理機関の役割が決定的に重要である。近年、DC 制度運営における事業主のガバナンス不足が指摘されている。いわゆるクロス・セリングが DC のガバナンスに影響を与えるおそれがあることから、厚生労働省は現在、運営管理機関に対し投資商品ライン・アップをそれぞれのホームページ上に開示することを求めている。また、このため、2016 年の DC 法改正では、事業主に運営管理機関を 5 年ごとに再評価することが義務付けられた。厚生労働省は DC ガバナンスの一層の強化に取り組んでいる。

DCに自動的に加入した従業員の中にはデフォルトファンド（積極的にファンドを選択しない貯蓄者のために選択されたファンド）に割り当てられる者もいる。デフォルトファンドが法的に運用の選択肢に加えられて2年ほどしか経っていない。デフォルトファンドを設定するDCプランは増加している

ものの、デフォルトファンドとしてESGラベル付きの投資信託を提示しているDCプランは現在ない。企業型、個人型DCともに、日本株（10.9%、11.4%）と海外株（8.3%、11.4%）の配分比率がほぼ同じである（表6）。

表6：DC資産配分（2020年3月末時点、資産の割合、%）

出所：運営管理機関連絡協議会

	株式ファンド		バランス・ファンド	債券ファンド		預金	保険	その他
	国内	海外		国内	海外			
企業型	10.9%	8.3%	17.6%	6.2%	4.3%	36.1%	15.6%	1.0%
個人型	11.4%	11.4%	13.0%	3.8%	3.5%	35.9%	18.0%	3.0%

ESGの名を冠する29本もの投信、残高6,900億円が利用可能になっており、そのうち11本は2020年の立上げである。そのうち、最も人気を集めた投信はマンモスESG投信で、その額は2020年10月で6,600億円にのぼっており、責任投資への関心の高まりを伺うことができる²⁰。しかしながら、DC制度において運用商品の入れ替えに事務手続きで大きな負担を要する。これが、運用商品を従来のものからESG投信に入れ替える上で一つの障壁となっている。

(6) 経済団体及び労働組合

日本経済団体連合会（経団連）は、我が国の最も重要で、影響力のある経済団体の一つである。経団連ではデジタルイノベーションを通じて社会問題の解決とSDGs実現に取り組む「Society 5.0²¹ for SDGs」を立ち上げている。2020年3月には東京大学及びGPIFとの共同研究報告を公表し、SDG目標の達成にはESG投資の進化がカギを握ると強調した。また、会員企業等に対し、コーポレートガバナンスで要求される情報開示を促進し、投資家との建設的な対話を勧奨している。さらに、企業年金によるスチュワードシップ活動の強化を提言している。

日本労働組合総連合会（連合）は2010年12月に「ワーキングキャピタル責任投資ガイドライン」を策定し、労働組合は、企業年金などのワーキングキャピタルの所有者としての責任と権利を再確認し、責任投資に積極的に取り組むべきの方針を明確にした。この方針のもとで、連合はGPIFにも責任投資を呼びかけた。また、日本版「スチュワードシップ・コード」についても、2014年2月に制定されて以来、年金基金が遵守すべきであると主張している。このような経団連という経営組織と連合双方によるこうした取り組みが、日本における年金基金による責任投資をさらに後押しすることが期待されている。

20 モーニングスター “ESG/SDGs funds have excellent compatibility with DC, and new settings are trending one after another” 2020年10月11日 <https://ideco.morningstar.co.jp/column/029899.html>

21 「デジタル革新を通じて実現する、サステナブルで人間中心の未来社会を意味するコンセプト」（経団連回答 2020.10）

2 個人年金

(1) 国民年金基金連合会（国基連）

国民年金基金（2020年3月現在、資産残高3.9兆円、加入員数34万9千人²²）は厚生年金に加入できない自営業者などが任意で加入する個人年金制度（確定給付型）で、同制度の資金を運用する準政府機関である国民年金基金連合会（国基連）が運営している。日本版スチュワードシップ・コードを受入れており、運用機関の選定・評価においてESG要素を考慮しているがPRIには署名していない。国基連は「投資先企業におけるESG要素を適切に考慮することは、中長期的なリスク調整後の収益率の拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するものであり、投資にESG要素を考慮することの意義は大きい」²³と考えている。そして、運用受託機関に対し「運用戦略に適したサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）に関する課題がどのように考慮されているかを明確に示すこと」²⁴を求めている。

会員の代表者と外部の有識者からなる評議員会が最高意思決定機関であり、評議員会によって任命された理事会が受託者であり国基連の執行に責任を負っている。国基連の資金運用はすべて外部への委託運用である。

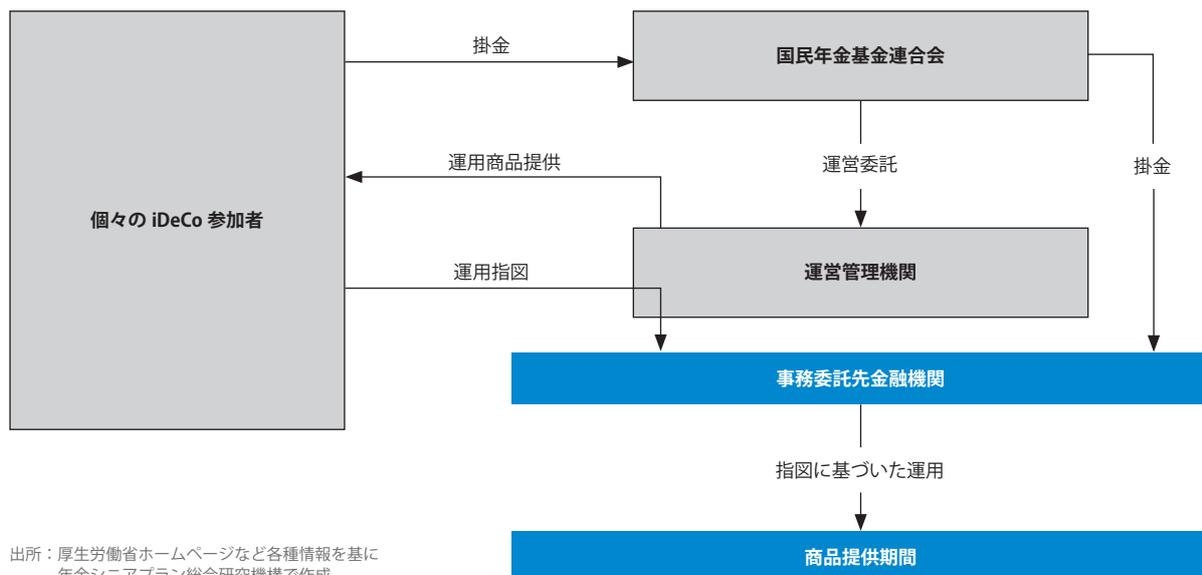
(2) 個人型確定拠出年金制度（iDeCo）

個人型確定拠出年金制度は、2001年の発足から2016年までは、対象者が自営業者や企業年金のない従業員に限定されていたため、加入者数の増加は緩やかなペースであった。しかし、2016年に「iDeCo(イデコ)」という愛称が付された以降、マーケティング活動の成功と加入対象範囲の拡大のため、加入者が急増している。

iDeCoに加入を希望する者は国基連に申し込む必要がある。加入者は、国基連が契約する社の中から自分の運営管理機関を選択する。勤労者が企業型DCを実施する会社を退職した場合、その人のDC資産は、再就職先の企業年金に移管される場合を除き、自動的に国基連に移換される。移換された資産は、その者がiDeCoを始めるまでは運用されない。ESG関連投信に資金が流入しているのは企業型DCで触れたが、iDeCoの運用商品の選択肢としてのESG関連商品はわずかな数に留まっている。

iDeCoは、資産形成のためにどう投資するかは加入者が選択する。60歳まで拠出し、その後に給付を受け取ることができる²⁵(図6)。

図6：iDeCoバリューチェーン



出所：厚生労働省ホームページなど各種情報を基に
年金シニアプラン総合研究機構で作成

22 国基連「業務報告」<https://www.npfa.or.jp/org/pdf/r1gyoumu.pdf>

23 国民年金基金連合会スチュワードシップ活動原則 3-(8) https://www.npfa.or.jp/org/pdf/stewardship_activity2020.pdf

24 国民年金基金連合会スチュワードシップ活動原則 https://www.npfa.or.jp/org/pdf/stewardship_activity2020.pdf

25 国基連 iDeCo 公式サイト <https://www.ideco-koushiki.jp/>

第4部 サービスプロバイダー

日本においてもサービスプロバイダーは年金制度において重要な役割を果たしている。公的私的とも年金の資産運用は基本的に外部の運用機関に委託されている。また中には、その運用機関を評価するため、運用コンサルタントを採用している年金基金等もある。

1 運用機関

年金資産の外部委託運用は比較的少数の運用機関の手にゆだねられている。日本の上位10社の運用機関が、公的、私的DBともに、外部委託資産の約8割を受託しているが、運用機関はセグメントごとに異なる(表7-1)。私的DB年金の投資一任勘定²⁶だけを取上げると上位10社でその比率は私的DB年金総資産の約2割となる(表7-2)。DC年金については、上位10社の運営管理機関によってその9割が受託されており、さ

らに受託資産集中度合が高まる傾向が見られる(図7)。これに対し、豪では大手10社が、外部委託されている年金資産の50%を管理している。米国では、DBトップ10運用機関で外部委託資産の20%を占めており、DCの場合は50%である。日本以上に資産運用大手に極めて集中している国は、上位3社が外部委託年金資産の70%以上を保有している英国だけである。

表7-1：上位10位までの金融サービス会社

出所：公的年金（確定給付型）R&I年金情報2020年8月3日号、私的年金（確定給付型）R&I年金情報2019年7月1日号および8月5日号、DCについてはR&I年金情報2020年10月5日号（企業型と個人型を合算）

RANK	公的年金（確定給付型）の受託会社	資産額（十億円）、2020年3月末	私的年金（確定給付型）の受託会社	資産額（十億円）、2019年3月末（注）	DC運営管理機関	資産額（十億円）、2020年3月末
1	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	24,605.2	三井住友信託銀行	14,499.4	三井住友信託銀行	3,391.6
2	三井住友トラスト・アセットマネジメント	18,739.3	三菱UFJ信託銀行	13,196.4	みずほ銀行	2,353.0
3	アセットマネジメントOne	18,462.0	日本生命	6,929.2	三菱UFJ信託銀行	2,151.9
4	ブラックロック・ジャパン	16,177.2	みずほ信託銀行	6,246.6	日本生命保険	1,729.3
5	三菱UFJ信託銀行	14,990.6	第一生命保険	3,681.1	野村證券	1,222.6
6	りそなアセットマネジメント	11,419.1	明治安田生命保険	3,432.2	ジャパン・ペンション・ナビゲーター	941.5
7	三井住友信託銀行	9,937.3	りそな銀行	3,338.8	第一生命保険	727.0
8	野村アセットマネジメント	7,125.0	ニッセイアセットマネジメント	2,041.4	東京海上日動火災保険	637.4
9	りそな銀行	4,867.1	アセットマネジメントOne	1,623.8	損保ジャパンDC証券	581.2
10	リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン	4,647.8	住友生命保険	1,617.9	りそな銀行	423.1

注：信託、生保の投資一任勘定以外の2020年3月末データが入りできなかったため、2019年3月末現在で作成。参考までに表7-2として、投資一任勘定の2020年3月末の値を示す。

26 投資一任勘定とは、投資運用業務に従事する事業者、顧客に代わって投資判断や投資に必要な権限を委ねる契約

表 7-2：私的年金（確定給付型）の投資一任勘定

出所：日本投資顧問業協会 統計資料

RANK	投資一任業者	資産額（十億円）、2020年3月末
1	ニッセイアセットマネジメント	1,939.3
2	三井住友信託銀行	1,927.8
3	三菱 UFJ 信託銀行	1,643.7
4	東京海上アセットマネジメント	1,588.1
5	三井住友 DS アセットマネジメント	1,565.7
6	アセットマネジメント One	1,484.3
7	日立投資顧問	1,364.4
8	野村アセットマネジメント	1,353.5
9	ブラックロック・ジャパン	1,268.6
10	ラッセル・インベストメント	1,252.3

大手運営管理機関は日本の DC 年金制度において責任投資を促進する上で大きな役割を担っている。上位 10 社は一つを除き、全て PRI に署名している。

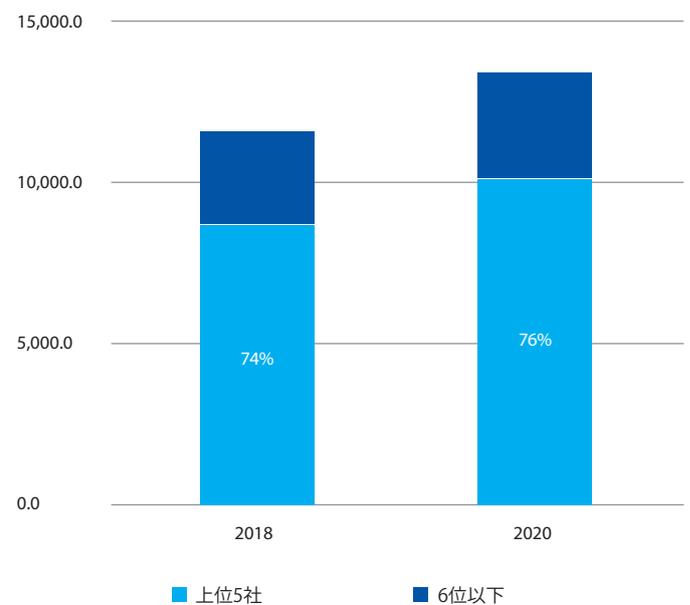
DB 年金のすべての主要な受託運用機関は GPIF の資産運用も行っている。そのため、株式だけでなく、債券やインフラ投資などの他の資産クラスについても、ESG 要素を組み込みつつある。GPIF は、スチュワードシップ活動原則に沿った ESG インテグレーションが運用受託機関に期待されていることから、今後、ESG を投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に組み込んでいるかを評価することとした、と述べている²⁷。

また、我が国の資産運用業界ではスチュワードシップ活動に関し、アセットオーナーと運用機関のコミュニケーションの充実を図るための報告様式の統一などの実務課題の解決に向けた自主的な取組みを、JSI（ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ）が提唱している。こうした活動の拡大が日本におけるスチュワードシップ活動を含む責任投資を促進することが期待されている。²⁸

日本に本社を置く資産運用機関は近年、責任投資への取り組みを大幅に強化している。しかし、英国の NGO であるシェアアクションの 2020 年の調査によると、日本の運用機関は主要な国際的な運用機関には ESG の実施面で遅れをとっていると指摘されている。

図 7：企業型 DC 運営管理機関受託資産（10 億円）

出所：格付投資情報センター「年金情報」2018 年 9 月 17 日号および 2020 年 10 月 5 日号



27 GPIF 「2019 年度業務概況書」 p 80 https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp2.pdf

28 ShareAction report 2020: <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

2 運用コンサルタント等

我が国の年金運用は、外部委託運用とすることが原則であるため、各年金制度運営者にとって運用機関の選定、評価は非常に重要な判断である。この点をサポートするため、年金基金等が運用コンサルタントを採用していることは、主として大手の企業年金では一般的である。直近の PFA 調査では企業年金の 30%が運用コンサルタントを利用している²⁹ (表 8)。豪のスーパーファンドによるコンサルタント使用比率と同様の水準である。法的に「適切なアドバイス」を受ける義務のある年金基金を持つ英国では、投資コンサルタントの利用がより普及している。同様に、米国では、機関投資家の資産の大部分が投資コンサルタントのアドバイスの対象となっている。

日本の投資コンサルタントは大規模の年金でより頻繁に活用されている。運用コンサルタントは、グローバル企業の日本法人、金融機関の系列会社および独立系の会社の 3 つのグループに分類される。

2020 年 3 月に改訂されたスチュワードシップ・コードでは、年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者に対し、利益相反管理体制の整備・公表が求められることになった。また、この資産運用コンサルタントは、厚生労働省の DB ガイドラインでは、金融商品取引法上の投資助言業の登録を受けた者でなければならないとされている。

表 8：資産規模別企業年金の運用コンサルティング会社との契約状況（回答のあった 929 制度の契約率 30.5%）

出所：企業年金連合会、企業年金実態調査（2019 年度概要版 2020 年 12 月 24 日）P18 より転載

資産規模	比率
30 億円未満	3.6%
30 億円～ 50 億円	9.1%
50 億円～ 100 億円	19.8%
100 億円～ 200 億円	28.0%
200 億円～ 300 億円	45.1%
300 億円～ 500 億円	51.5%
500 億円～ 1000 億円	65.3%
1000 億円以上	67.5%

29 企業年金連合会 企業年金実態調査（2019 年度概要版 2020 年 12 月 24 日）P18

第5部 法規制の枠組み

日本では、公的及び私的年金制度についていくつかの法律が制定されている。これらを実施するため、内閣によって政令が、厚生労働省によって施行規則が定められている。所管当局からの通知が、行政的ガイドラインとして、これらの法令を補い、あるいは、解釈するために用いられることがしばしばある。コンプライ・オア・エクスプレインの手法を用いたプリンシプル・ベースのソフト・ロー・アプローチが、2014年にはスチュワードシップ・コード、2015年にはコーポレートガバナンス・コードにおいて、それぞれ正式に採用された。

日本では、環境省が10年以上前からサステナビリティのための政策作りを先導してきた。環境省は2011年10月に策定された「21世紀金融行動原則³⁰」作りに大きな役割を果たしたが、この原則は、持続可能な社会の形成に必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針である。2020年12月現在、年金基金の資金を管理している信託銀行や保険会社を含む285の機関が当原則に署名している。このように、持続可能なシステムのために環境省は資金の流れを変えようとしてきたのである。

環境省は、持続可能なプロジェクトへの年金資産を含む資金の流れを充実させるための推進力として「ESG」を重視している。気候リスクをシステムリスクと見なす動きが国際的に急速に拡大していることから、環境省は公的および企業年金やその他の機関投資家によるグリーンボンドを含む「ESG投資」の拡大を呼びかけてきた。

2020年後半、菅義偉首相は2050年までに日本がカーボンニュートラルになるという目標を発表した³¹。この目標の一環として、「規制改革やその他の政策措置を総動員してグリーン投資をより一般的なものにする」ことが掲げられている。日本の年金制度の公的年金セクターへの高い資産集中度と政府の直接的なコントロールによって、金融サービスプロバイダーがより決定的な役割を果たす、より断片的で市場主導型の国のシステムと比較して、日本の年金制度がこのような目的を抜きん出て実現することを可能にするかもしれない。

1 公的年金各法

公的年金各法（国民年金法及び厚生年金保険法）においては、年金積立金の運用は「専ら被保険者の利益のために」行うことが規定されている。これについて厚生労働省は専ら被保険者の利益のためという目的を離れて運用を行うことは禁止されているとしている。ESG要素が他の政策目標のためなのかどうかという点は、公的年金が責任投資を行う上で以前は一つの大きな課題であった。責任投資に関して、公的年金について定められた関連するルールが、厚生労働省及び他の共済組合所管3省³²によって2014年に定められた積立金基本指針である。積立金基本指針は、公的年金の積立金運用の基本的な枠組みを形作るものであり、積立金基本指針においては、運用収益を確保する手段としてESG投資を個別に検討することが認められている。さらに、GPIFだけでなく他の共済組合にも適用される法的な強制力がある。

積立金基本指針は2020年2月に改正され、今は「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）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行う。」とされている³³。「専ら被保険者の利益のために」の規定は、忠実義務を表している。改正された積立金基本指針ではGPIFや共済組合に対してESG要因を投資に統合するため、必要な取組を行うことを求めている。しかしこれらの要因をどのように組み込むかについては各年金の裁量に委ねている。GPIFの投資原則はESG投資に関しては積立金基本指針とまったくの同文である。

30 <https://pfa21.jp/aboutus>

31 https://japan.kantei.go.jp/99_suga/statement/202010/_00006.html

32 財務省、総務省、文部科学省

33 積立金基本指針第32条、GPIF投資原則第4条

2 私的年金の規制

かつて、私的年金については、法令上「ESG」に言及する規定はなかった。その代わりに、雇用主及び基金型の理事について、忠実義務などの責任が法定されており、ESG投資は受託者責任に反するのではないかという見方がむしろ優勢であった。しかし近年状況は変わってきており、DBガイドラインが2017年に改正され、運用受託機関の選定に当たっては、それらのスチュワードシップ・コード受入れやESGに対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましいと明示された。現在ではこのような考え方は規範だと広く解釈されており、検討を始める企業年金も増えているが、DBガイドラインはESG要因を明示的に組み込むことを求めるものではない。厚生労働省も各企業年金が運用受託機関の選任や運用商品の選定の際にESG要素をどう取り込んでいくかを、それぞれの企業年金において十分に検討することを期待しており、そのような企業年金が増えてきている。

3 スチュワードシップ及びコーポレートガバナンス

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードは法的拘束力のない規範的な基準である。両コードに署名した企業には、「コンプライ・オア・エクスプレイン」に基づき、コードの原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するよう求めている。両コードでは年金制度とそのサービスプロバイダーに期待される活動等についても言及されており、日本の年金がESG投資を促進する上でも、大きな影響を与えている。「両コードは企業の持続的成長を投資家及び企業の両者が促進する『車の両輪』として機能する」³⁴と言われる。スチュワードシップ・コードは直近では2020年に、コーポレートガバナンス・コードは2018年に改正された。これらの改正によってESGについての記載がより明瞭になった。

金融庁は、「インベストメントチェーン全体の機能発揮のためには、最終受益者の最も近くに位置する企業年金等のアセットオーナーに実効的なスチュワードシップ活動を促すといった、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動が重要と考えている。また、サステナビリティへの配慮についても、アセットオーナーが、運用機関にサステナビリティの配慮を促すためにも非常に重要な役割を果たしている」³⁵としている。また厚生労働省も企業年金がスチュワードシップ・コードを受入れることを奨励しており「企業年金にとっても、スチュワードシップ活動を受入れ、中長期的な投資リターンの拡大を図ることは、高齢期の所得確保という企業年金の基本的役割と合致し、受給者の期待にも沿うもので、大きな意義を有する³⁶」と指摘している。

34 PRI "Briefing on sustainable finance policy in Japan" https://dwtyzx6upklls.cloudfront.net/Uploads/k/y/y/policybriefingjapan20201014en_387326.pdf

35 2020.12 金融庁からの回答書

36 2020.11.4 厚生労働省年金局企業年金・個人年金課からの回答書

第6部 政策立案者と業界への提言

年金の理事や事務局は、構造的およびガバナンスの観点から、責任ある投資家として、積極的なスチュワードとして望ましい社会的・環境的成果をもたらす経済活動に資本の配分をする能力を備えているべきである。しかし、既存の政策や構造は、アセットマネージャーや投資コンサルタント、その他のサービスプロバイダーに対して、受益者にポジティブな結果をもたらすよう指示する事の出来る機関投資家の力を奪っていることが非常に多い。インセンティブの不整合、ガバナンス問題、および年金からの影響力と方向性の欠如が、サステナビリティへの障壁となっている。

本稿で特定された年金制度の課題に対処するために、PRI は次の8つの働きかけを提案する：

厚生労働省など規制当局は次のことを行う必要がある。

1. 年金規制を2050年のネット・ゼロ・コミットメントなどサステナビリティの目標に合わせるためのさらなる措置を検討する。これには気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）勧告に基づいた年金報告を導入することも含まれよう。
2. 投資の意思決定にESG問題を体系的に組み込み、スチュワードシップ活動を実施し、受益者にそのアプローチを開示することを年金に対して要求する。
3. 適正かつ適切なガバナンス体制を通じて、サステナビリティに関連するものを含め、加入員の最善の利益のために年金制度が運営されることを確保する。
4. 企業型DCの事業主に、労働組合と協力してガバナンス責任を果たすよう要求する。
5. すべての運営管理機関がスチュワードシップ活動を行い、投資オプションに関する情報を顧客や受益者に開示することを求める。

業界団体（PRIを含む）：

6. ユニバーサル・アセットオーナー間の体系的なサステナビリティの諸課題に関する国際的および国内的な調整をさらに促進する。
7. 教育、ツール及び協働エンゲージメントの仕掛けを使用して、さまざまな種類と規模の年金をサポートすることによって責任投資のさらなる高度化を図る。これにはPFAや他の組織が、企業年金に技術的なアドバイスや能力開発サポートを提供することも含まれる。
8. 資産運用機関やサービスプロバイダーの方針、プロセス、商品、サービスが、顧客や受益者のサステナビリティのニーズを確実に満たすよう、彼らとの連携を促進する。

PRIは、解決策を作り出すために、上記の働きかけに関する政策立案当局、学術関係者、業界団体からのフィードバックを歓迎する。

奥付

著者

- ニコライ・ハルカー・ペデルセン
シニア・スペシャリスト、サステナブル・マーケット、PRI
- 鳥居夏帆
シニア・ポリシー・スペシャリスト、PRI
- 三木隆二郎
公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構
- 福山圭一
公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

編集者

- デビッド・ウィガン、PRI

デザイン

- ウィル・スチュワート、PRI

責任投資原則 (PRI)

PRI は、6つの責任投資原則を実行に移すため、自らの国際的な署名機関ネットワークと連携しています。PRIの目的は、環境、社会、ガバナンス (ESG) 課題への投資の影響を理解し、署名機関が、これらの課題を投資や保有の意思決定に統合するのを支援することです。PRIは、署名機関およびこれらの署名機関が活動する金融市場や経済、そして、最終的には、環境および社会全体の長期的な利益につながる行動をとっています。

の責任投資原則は、自主的かつ意欲的な一連の投資原則であり、ESG課題を投資慣行に組み込むための潜在的な行動のメニューを提供しています。本原則は、投資家のために投資家により策定されました。本原則を実施していく中で、署名機関は、より持続可能なグローバル金融システムの開発に貢献しています。

詳細についての参照先：www.unpri.org



PRIは、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEPFI) と国連グローバル・コンパクトと連携した投資家イニシアティブです。

国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)

UNEP FIは、国連環境計画 (UNEP) とグローバル金融部門の独自のパートナーシップです。UNEP FIは、持続可能性と財務パフォーマンスを関連付けて強化するため、持続可能な発展に関する UNEP FI ステートメントの署名機関である 200 以上の金融機関および様々なパートナー組織と緊密に連携しています。同業者ネットワーク、調査および研修を通して、UNEP FIは、金融機関業務のあらゆるレベルにおいて、環境・持続可能性のための最善の慣行の適用を特定、促進、実現するという使命を果たしています。

詳細についての参照先：www.unepfi.org



国連グローバル・コンパクト

国際連合グローバル・コンパクトは、世界各国の企業に対して、それぞれの業務および戦略を、人権、労働、環境および腐敗防止の分野で一般に受け入れられている 10 の原則に従うよう、また、国連の目標および持続可能な発展の目標を支持する行動を取るよう、呼びかけています。国連グローバル・コンパクトは、責任ある企業慣行の策定、実施、開示を主導する基盤です。2000年に始まったこの取り組みは、企業の持続可能性イニシアティブでは世界最大であり、160か国、8,800を超える企業、4,000以上の企業以外の団体、80以上のローカル・ネットワークが参加しています。

詳細についての参照先：www.unglobalcompact.org

