

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs 投資に焦点を当てて」

秋 葉 武

1. 研究の背景と問題の所在
2. ESG投資の概要
3. SRI（社会的責任投資）の歴史
 - (1) アメリカにおけるSRIの生成と展開
 - (2) 日本におけるSRIの生成と展開
4. ESG投資の誕生と普及
 - (1) ESGの登場——“ESGは儲かる”——
 - (2) ESG台頭の背景—資産運用における投資戦略のパラダイム転換—
 - (3) 2015年のパリ協定採択とPRI署名の急増
 - (4) 日本のESGの動向——GPIFのPRI署名（2015年）と民間生損保会社
 - (5) ネットゼロに向けた新たなグローバルな枠組みの登場
5. おわりに

1. 研究の背景と問題の所在

本研究ではこれまで共済理論研究会で取り扱われることのなかった「（共済を含む）保険業界の資産運用」を「ESG投資」に焦点を当ててみていく。

民間の生損保会社は①保険引受業務 ②（機関投資家として）資産運用業務という業務を行っており、両者に高い関心を持っている。日本の共済団体も同様に2つの業務を行っている。つまり組合員から掛金（保険料）を預かり、それを「アセットオーナー（Asset Owner）」¹として運用・管理している。

1 アセットオーナーは機関投資家のうち、年金基金や銀行、保険会社等の金融機関、財團等、資産を保有する組織を指す。

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs投資に焦点を当てて」

ただし、共済団体は法的制約もあり、民間生損保会社と比べて「安全資産」の運用比率が高い。資産運用における裁量が限られていることもあり、「アセットオーナー」「機関投資家」としての自覚は必ずしも高くなかった。

しかし、日本で2010年代半ば以降、資産運用を取り巻く外部環境が大きく変化した。2016年の日銀のマイナス金利導入により、「安全資産」の代表格である日本国債での安定的運用が困難になった。そこで保険会社は、日本国債の代替商品として「為替ヘッジ付外国債券」で積極的に資産運用をすることになった。また国内外株式といった「リスク性資産」の運用を拡大した。一部の共済団体もそれに追随した。しかし、2022年以降世界的な高インフレとなり、それを抑制するため日本を除く世界の各国政府は金利を大きく引き上げた。これにより、日本と海外の短期金利差が拡大し、「為替ヘッジ付外国債券」のヘッジコストは大きく上昇し、利回りは実質的にマイナスとなってしまった。日本の保険会社にとって、一定の利回りのつく「安全資産」での運用は困難となっている。

厳しさを増す経営環境下で²、共済団体もアセットオーナーあるいは機関投資家としてより自覺的になり、資産運用業務の強化する必要がある。具体的には安全資産のみならず「リスク性資産」への関心を高める必要があるのではないかだろうか。本稿ではそれを「ESG投資」を手がかりに見ていくこととする。Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の頭文字をとったESGは、機関投資家や個人の資産運用に非財務的な要素を組み込むことだ。Bloomberg社によれば、2025年には世界の資産運用残高の3分の1がESG投資になるともいわれる³。ESG投資は「サステナブルファイナンス（Sustainable Finance）」の一形態ともいえる。

2 加えて、損害保険分野の保険引受業務では、自然災害の増加もあり保険金支払額の増加、そして再保険料率が上昇している。

3 「ESG資産、2025年には53兆ドルに達する可能性—世界全体の運用資産の3分の1」 2021年2月21日 <https://about.bloomberg.co.jp/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/> 2023. 9. 1 閲覧。

2. ESG投資の概要

資産運用にESG要素を組み込む「ESG投資」は具体的にどのようなアプローチが行われているのだろうか。ESG投資を推奨するGlobal Sustainable Investment Alliance (GSIA)⁴は下記の7つに分類している。

- ① ESGインテグレーション
- ② エンゲージメント・議決権行使
- ③ 國際規範に基づくスクリーニング
- ④ ネガティブ・スクリーニング
- ⑤ ポジティブ・スクリーニング
- ⑥ サステナビリティ・テーマ型投資
- ⑦ インパクト／コミュニティー投資

① ESGインテグレーションとは、ESG投資で最も一般的なもので、自らが機関投資家として投資するプロセスにESGの要素を組み入れることだ。つまり、投資先を選ぶ際、財務的なリターンのみならず、これら要素を加えて投資先を選ぶ。

② エンゲージメント・議決権行使とは、投資先企業の役員会への働きかけ、株主提案、議決権行使を通して、ESG要素を含む経営を求めるものだ。大株主でもある機関投資家は、投資先企業に対して働きかけを行える。近年では例えば、気候変動対応について環境NGOと連携する事例が増えており、それは日本でも同様だ。欧洲に比べて気候変動対応、脱石炭に消極的といわれる日本の産業界でも2020年に「みずほショック」といえる事態があった。日本の環境NGO「気候ネットワーク」は（石炭火力発電所・石炭開発等の）石炭投融資への投融資金額が日本最大である「みずほファイナンシャルグループ

4 世界各地域のESG投資協会7団体が加盟しており、ESG投資の統計報告書「Global Sustainable Investment Review (GSIR)」を隔年で発行している。 GSIA HP <https://www.gsi-alliance.org/> 2023. 9. 1閲覧。

(以下、みずほFG)」に対して気候ネットワークは2020年3月、株主としてみずほFGに対し、気候関連リスクおよびパリ協定の目標に整合した投資を行うための計画を開示するよう求める株主提案を提出した⁵。同年6月の株主総会で同提案は国内外の機関投資家の35%の賛成を得て、日本の産業界、金融界に衝撃を与えた⁶。これ以降、他の金融機関や資源開発会社は脱石炭コードマップをはじめとする気候変動対応に力を入れるようになった。

③ 國際規範に基づくスクリーニングとは、ILO(国際労働機関)、国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)といった国際機関、そしてアムネスティ(Amnesty)、ヒューマン・ライツ・ウォッチ(Human Rights Watch)といったNGOが提唱する、環境破壊や労働者的人権侵害等に関する国際規範を基準に、基準に達していない企業を投資対象から除く投資手法だ。例えば、日本マクドナルドは「人権デューディリジェンス(Due Diligence)」(人権への負のリスクを特定し、リスクを分析・評価して適切な対策を策定・実行する過程)に基づいて、継続的な取引を望む取引先に対してその工場で働くベトナム人技能実習生に対する処遇改善を求めていた。具体的には、実習生自身が負担している手数料を今後取引先(雇用者)が負担するよう求めた。ILOの民間職業仲介事業所条約では、工場で働く労働者の手数料は雇用者負担となっている。ベトナムがILO条約を未批准のため現状(実習生自身の手数料負担)は違法ではないものの、日本マクドナルドは今後問題になるリスクを考えたのだ⁷。

④ ネガティブ・スクリーニングとは、投資(investment)の対義語、Divestment

5 気候ネットワークプレスリリース 2020年3月16日「みずほフィナンシャルグループの株主として日本初の気候変動に関する株主提案を提出」

<https://kikonet.org/content/17087> 2023.9.1閲覧。

6 気候ネットワークプレスリリース 2020年6月25日「多数の海外投資家がみずほFGに対する気候ネットワーク株主提案を支持」<https://kikonet.org/content/17587> 2023.9.1閲覧。

7 「人権対応、国際標準に 日本マクドナルド取締役 宮下建治氏」『日本経済新聞社』2023.1.23。

(ダイベストメント)とも言う。SRI（3章参照）でも行われてきたが、ESG要素に基づいて投資対象として相応しくない企業から投資撤退をすることだ。例えば、機関投資家である第一生命は2019年から石炭・武器製造会社を投資対象から除外し、2020年から石油・ガス企業を除外している。

⑤ ポジティブ・スクリーニングとは、ESGパフォーマンスの良い企業に投資をするものだ。例えば、メディアの実施する「ESGランキング」で常に上位の丸井グループは2016年にESG推進部を設置し、粘り強く経営改革に取り組むようになった。2019年、「インクルージョン（包摂）」を強く意識した「ビジョン2050」を設定し、重点テーマとして「お客様のダイバーシティ&インクルージョン」「ワーキング・インクルージョン」「エコロジカル・インクルージョン」「共創経営のガバナンス」を掲げてビジネスを行うようになった（図表1 参照）⁸。

⑥ サステナビリティ・テーマ型投資とは、主要事業が自然エネルギー発電所の開発といったESG要素と強く重なる企業への投資を指す。例えば日本の（株）レノバや、アメリカのネクステラ・エナジー（NextEra Energy）への投資だ。

⑦ インパクト／コミュニティ投資とは、地域社会等における社会・環境的課題へのインパクト創出と金融リターンの達成の両立を目指す投資だ。日本では、例えば再生可能エネルギーの普及等を目指して東京都が発行する「東京グリーンボンド」⁹への投資などがそれに相当する。

なおESGと類似した概念として、日本社会では2019年頃から国連が設定した「SDGs」という用語が急速に広まった。そのため、「ESG投資」を敢えて「SDGs投資」というたう金融商品まで登場しているが、先進国では日本固有の現象だ。

8 丸井グループ・サステナビリティHP

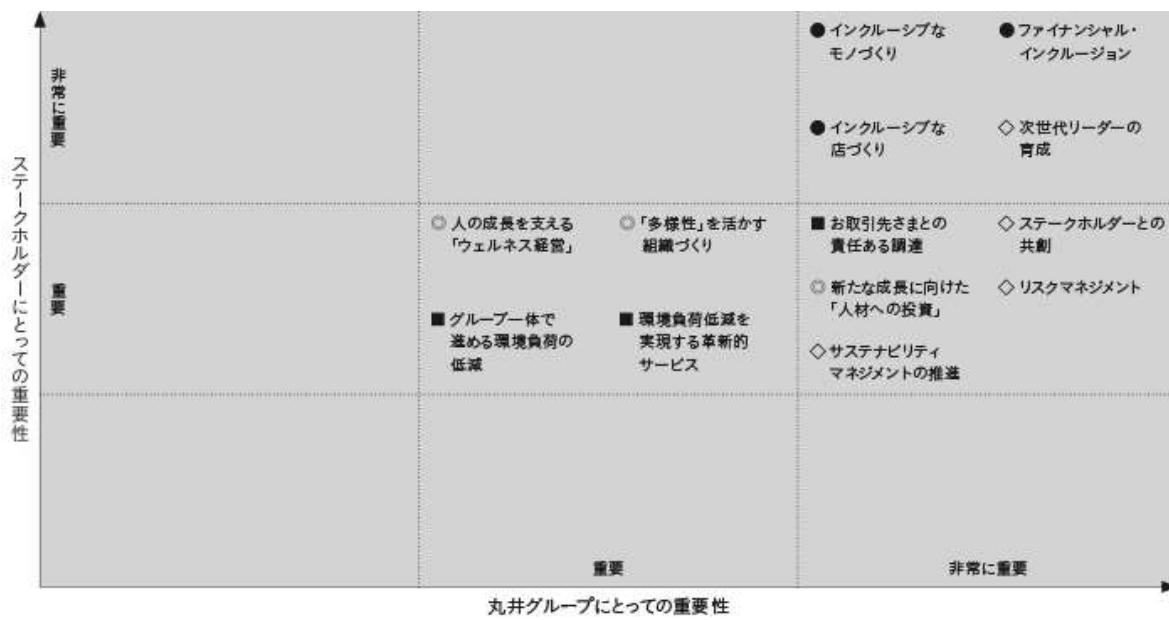
<https://www.0101maruigroup.co.jp/sustainability/> 2023.9.1閲覧。

9 東京都・東京グリーンボンドHP

https://www.zaimu.metro.tokyo.lg.jp/bond/tosai_ir/tosai_ir_gb.html 2023.

9.1閲覧。

図表1 丸井グループの重点テーマのマトリクス



● お客様のダイバーシティ&インクルージョン ○ ワーキング・インクルージョン ■ エコロジカル・インクルージョン ◇ 共創経営のガバナンス

(出所)「丸井グループの重点テーマのマトリクス」 丸井グループ・サステナビリティ HP <https://www.0101maruigroup.co.jp/sustainability/> 2023.9.1閲覧。

SDGsは、2000～2015年に国連が設定した「MDGs（ミレニアム開発目標）」、つまり発展途上国における「極度の貧困と飢餓の撲滅」「普遍的な初等教育の達成」「幼児死亡率の引き下げ」等8つの目標の後継となる。目標を17に増やし、「ジェンダー平等」「気候変動」といった先進国共通の目標も含むようになったため、国連に強く親近感を抱いている日本社会で広く受け入れられた。しかし、日本以外の先進国では、SDGsという用語自体の認知度が低い。グローバルな資産運用の世界では「ESG」が標準であることを留意しておく必要がある（松岡 2023参照）。更に重要なのは、組織マネジメントとの関係だ。ESGは組織経営の根幹であり、企業・協同組合において経営企画部門が統括しなければならない。それに対して、組織経営と直接関係のない活動を多く含むSDGsは組織の社会貢献部門（協同組合でいえば組合員活動部が相当）が統括可能といえる¹⁰。

10 この点については、松岡ほか（2023）が多様な視点から論じている。

3. SRI（社会的責任投資）の歴史

ESG投資のように、機関投資家や個人の資産運用に非財務的な要素を組み込む動きは前世紀からある。代表的なものとしてCSR（企業の社会的責任）を考慮した投資をすべきという「社会的責任投資（Socially Responsible Investment：以下SRIとする）」が挙げられる。ESG投資の前身ともいえるSRIは倫理的な限られた機関投資家と個人の間で展開されてきた。

(1) アメリカにおけるSRIの生成と展開

SRIは1908年に米国メソジスト教会が教会の年金基金としてWespath Investment Managementを設立したことに端を発する。同基金はメソジスト派の教義に基づき、アセットオーナーとして資産運用でたばこ、アルコール、ギャンブルなど教義に反する内容の業種を投資対象から排除した（岡本 2023, 1 頁）。同様の動きは欧州各国のメソジスト教会にも広がり、英国では1939年に教会の年金運用において教義に反する企業を投資対象から外したとされる（林 2019, 6 頁）。1928年には公募型株式投資信託Pioneer Fundが発売され、アルコール、たばこといった「罪ある株（sin stock）」を投資対象から外した。

米国では1960年代後半以降、公民権運動、ベトナム反戦運動、消費者運動といった社会運動が盛んになるなか、NPO・NGOが企業の社会的責任を問い合わせ始めた。GM（ゼネラル・モーターズ）に対する1970年の「キャンペーン GM」、つまり取締役会に女性・黒人の不在、大気汚染対策の努力軽視を問題視するキャンペーンが展開された（森 2005）。また非人道的なナパーム弾を製造し続けたダウ・ケミカル社に対して製造中止を求める株主提案が行われた。

キリスト教会も社会運動の影響を受け、1971年各教会が宗派を超えてアセットオーナーとして企業に社会的責任を働きかけるNPO「宗派間センター」

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs投資に焦点を当てて」

(Interfaith Center on Corporate Responsibility : ICCR) が設立された。企業の環境対策や（当時アパルトヘイト政策を行っていた）南アフリカ共和国に進出していた企業に対し、積極的なエンゲージメント（議決権行使・株主行動・公共政策への働きかけ等）といった手法を用いてビジネスの変革を求めた¹¹。同時期に米国的一部の大学基金や公務員年金基金もアセットオーナーとして社会的スクリーニングを行い、軍需関連企業や南アフリカ共和国に進出する企業の株式を売却した。

上述のキリスト教会のような倫理的・規範的なアセットオーナーによる直接的な投資だけではなく、1971年SRI専門の資産運用機関（Asset Management Firm）も誕生する。社会的スクリーニングに基づいた投資信託Pax Fund¹²が開発され、発売された。Pax Fundはアセットオーナーだけでなく個人投資家も購入可能で、個人投資家もSRIに参入できるようになった。1976年、SRI運用機関としてカルバート・インベスト・マネジメント（Calvert Investment Management）が誕生し、その後アセットオーナー、個人投資家向けに投資信託が開発された。こうしたSRI運用会社の登場によって、アセットオーナーはより多額の資産をSRIで運用することが可能になった。

1980年代、SRI推進の動きはさらに広がる。カリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employee's Retirement System : CalPERS）（1932年設立）がSRIに取り組み始めたのだ。CalPERSは同州公務員向けの公的年金基金で、58兆円（2022年3月末）と全米有数の資産規模を誇る。日本の地方公務員共済組合連合会の資産規模を大幅に上回っている。CalPERSは「もの言う株主」として投資業界で世界的に著名だ。1980年代からパッシブ運用（市場の指數やポートフォリオに連動する）の一環として、投資先企業のガバナンスへの関与を始めた。

11 ICCR HP <https://www.iccr.org/> 2023. 9. 1 閲覧。

12 同ファンドは現在、Impax Sustainable Allocation Fundとして販売されている。Impax Asset Management HP <https://impaxam.com/> 2023. 9. 1 閲覧。

また同時期にアセットオーナー、運用機関だけでなく、NPO・NGOもSRI推進に取り組み始める¹³。米国では1989年、大型タンカー「エクソン・バルディーズ号」によるアラスカ湾原油流出事故を契機に、SRIに关心を寄せる投資家らと環境活動家によってNPO「Ceres (セリーズ)」が設立された。Ceresは機関投資家と連携しながら、ビジネスを持続可能なものにするシンクタンク、助言団体として役割を果たしていくことになった¹⁴。

1999年には初のSRI株式指数であるDow Jones Sustainability Indexがダウジョーンズ社（米国メディア企業）とスイスのSRI評価機関SAM Sustainability Group¹⁵によって開発された。SRI評価機関は投資先候補となる数千社の企業のSRI情報を収集、評価して、アセットオーナー及び資産運用機関に投資判断の情報を提供する（水口 2017, 28頁）。

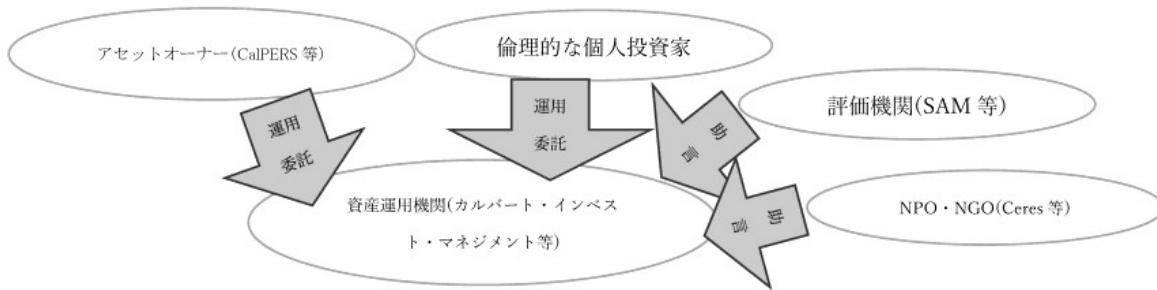
このようにアセットオーナー、資産運用機関だけでなく、NPO・NGO、評価機関といった多様なアクターがSRI推進に取り組み始めたことでSRIのエコシステムが出来上がり（図表2参照）、投資家がSRIに取り組みやすくなったりといえる。ただし、SRIは巨額の運用資産を持つ年金基金にはCalPERSを除いて普及しなかったといってよい。受託者責任（Fiduciary duty）のある多くの年金基金は、SRIは通常の投資と比べて収益性を低下させるのではという疑念を持っていました。それ故、SRIは資産運用において主流になりえなかった。

13 例えば、アメリカのNPO「Council on Economic Priorities (CEP)」（1969年設立）は消費者運動として各企業の社会的責任を検証してきたが、この頃からSRIの視点から格付け評価も行い始めた（環境省 2001参照）。

14 Ceres HP <https://www.ceres.org/> 2023. 9. 1閲覧。

15 SAMは1995年にスイス・チューリッヒに設立されたSRI評価機関のパイオニアの一つ。2020年にS&Pグローバル社に買収された。

図表2 2000年当時のアメリカのSRIのエコシステム



(2) 日本におけるSRIの生成と展開

一方、日本におけるSRI推進の動きは、NPO・NGOから始まる。上述の「エクソン・バルディーズ号」によるアラスカ湾原油流出事故を契機にCeresといったNPO・NGOが「バルティーズ原則」を作った¹⁶ことに刺激を受けて、1993年、日本で市民団体「バルティーズ研究会」が発足した。同会は日本に企業の社会的責任（CSR）、環境報告書（Environmental Report）、社会的責任投資（SRI）等の動きを産業界やメディアに紹介してきた。後述するように日本で実際にSRIの金融商品が開発されるようになるなか、同研究会のメンバーらは投資家や金融機関の支援を受けて2003年日本におけるSRIの普及を目指して「社会的責任投資フォーラム」を設立した（2004年にNPO法人化）。同団体は2016年に「日本サステナブル投資フォーラム」に名称を変更し、2007年から『日本SRI年報』（隔年）、2015年から『日本サステナブル投資白書』¹⁷を発行し、SRI推進に大きな役割を果たしていくことになる。

日本初のSRI金融商品は、資産運用機関（アセットマネジメント）による個人投資家対象の商品開発で始まった。1999年に個人投資家向けに環境関連企

16 バルティーズ研究会は、1989年、大型タンカー「エクソン・バルティーズ号」によるアラスカ湾原油流出事故を契機に、企業に対して環境問題に関する遵守すべき事項を定め、自発的に環境保護に取り組むよう交渉した文書「バルティーズ原則」（のちに「セリーズ原則」に改称）を日本に紹介した。NPO法人循環型社会研究会HP <https://junkanken.com/> 2023. 9. 1閲覧。

17 同白書は2015、2017、2020、2022年に刊行されている。NPO法人日本サステナブル投資フォーラムHP <https://japansif.com/> 2023. 9. 1閲覧。

業への株式投資を行う「日興エコファンド」（運用機関・日興アセットマネジメント）、「損保ジャパン・グリーン・オープン」（運用機関・SOMPOアセットマネジメント）が発売され、他社も追随して同様のSRIファンドを設定・販売するようになった。2007年にSRIファンドの資産残高は1兆円を超え、2008年に年間25本以上のSRIファンドが新規設定され、日本の個人投資家にSRIが浸透していった。

SRIの市場が生まれたことを背景に、欧米同様に日本でもSRI評価機関が生まれ、日本初の日本企業対象のSRI株価指数ができた。それが、2003年に公表された「モーニングスター社会的責任投資株価指数（MS-SRI）」だ。アメリカ発の投資信託評価機関でもあるモーニングスター社は、SRI評価機関であるNPO法人パブリックリソースセンター¹⁸と共同で株価指数を開発した¹⁹。

インデックス作成プロセスでは、まずパブリックリソースセンターが組入対象の国内上場企業全社（約4,000社）に対し、アンケート調査等の実施によって定性スクリーニングを行い、社会性評価基準に基づく個別銘柄の総合評価及び分野別評価を行う。これにより組入対象候補企業群としての銘柄数は約200社に絞り込まれる（図表3参照）。この200社をモーニングスター社が流動性に関する評価基準により定量スクリーニングにかけ、最終的に組入銘柄150社を絞り込み、これが株価指数になるという方法がとられた。

18 パブリックリソースセンターは、2013年から公益財団法人パブリックリソース財団として活動している。現在、SRI評価業務を行っていない。

19 モーニングスター社は同指数開発に当たり、提携するSRI評価機関を2011年からパブリックリソースセンターから（株）東洋経済新報社に変更している。

図表3 「モニングスター社会的責任投資株価指数（MS-SRI）」の社会性に関する主な評価基準

- ① ガバナンス/アカウンタビリティ（経営理念、ガバナンス、法令順守、コミュニケーション等）
- ② マーケット（消費者・取引先対応、顧客満足、調達方針等）
- ③ 雇用（労使関係、人材育成、基本的人権の保護等）
- ④ 社会貢献（地域社会への貢献、NPO・NGOとの協働等）
- ⑤ 環境（環境マネジメント、環境コミュニケーション等）

(出所) 野村アセットマネジメント『モニングスターSRIインデックス・オープン 投資信託説明書（交付目論見書）』2010.3を筆者が加筆修正

しかし、このSRIファンドブームは投資信託の回転売買を促す販売会社の方針によって、急速に下火となる。これら投資信託の解約が急増し、2011年には資産残高2千億円台となり（同、22頁）、多くの投資信託商品が償還されざるを得なくなってしまった。バブルは弾けたといえる。個人投資家は投資信託に代わって、世界銀行やJICAの発行する途上国のワクチン購入や教育支援といった「社会貢献型債券」に関心を寄せ、これら債券が個人投資家向けのSRIの主力商品となっていました。

一方、日本では巨額な資産を持つ機関投資家（年金基金、民間生損保会社等）はSRIに 관심を寄せず、アメリカのCalPERSのような先鋭的な機関投資家も現れなかった。

4. ESG投資の誕生と普及

日本、そして世界でもSRIは資産運用の主流にならなかった。それが実際に大きく変化するのが2010年代だ。変化の大きな呼び水となったのが、国連環境計画（United Nations Environment Programme：以下UNEPとする）と世界の

主要金融機関によって、2006年4月に責任投資原則（Principles for Responsible Investment：以下PRIとする）が生まれたことだ。PRIはESG投資を推進する6原則の名称であると同時に、それを推進するNPO法人の名称でもある。UNEPから独立したPRIはESG投資で中心的な役割を果たしていくことになる。

(1) ESGの登場——“ESGは儲かる”——

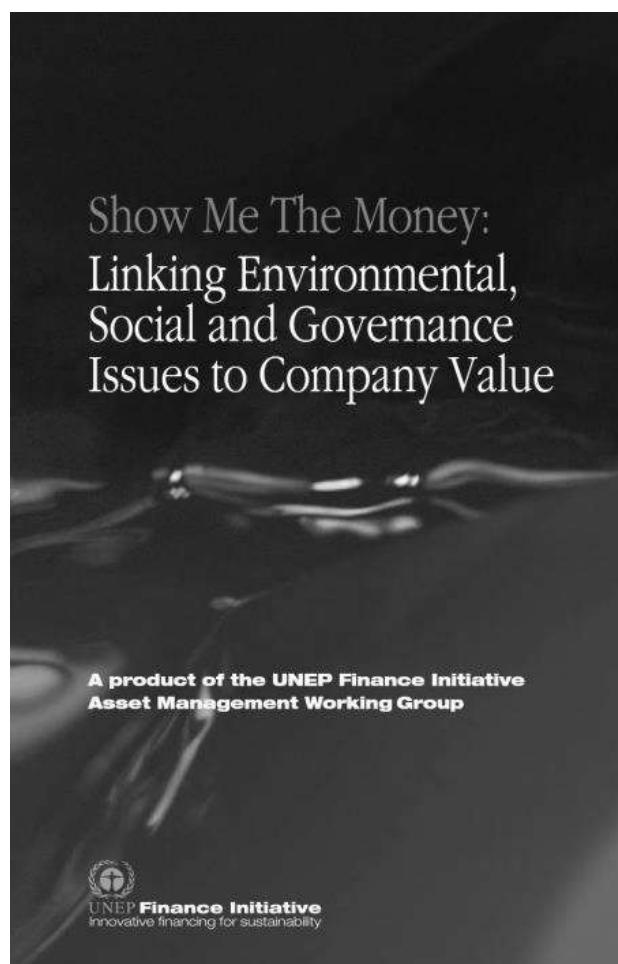
ESG（環境、社会、ガバナンス）という用語は2004年、UNEP・世界の主要なアセットオーナー（銀行・保険会社・年金基金等）・資産運用機関（アセットマネジメント）によって本格的に提唱された（United Nations Environment Program Finance Initiative, 2004）。1992年から「地球サミット（国連環境開発会議）」を開催する等、「持続可能な開発」をリードしてきたUNEPは、世界のサステイナビリティにおける金融機関の重要性に目をつけ、世界各国の大手銀行、そして大手保険会社に呼びかけ、金融イニシアティブ（UNEP F I）を作った。資本主義の中核ともいえるこれらアセットオーナーは、財務のリスク評価に長けている反面、環境（Environment）をはじめとする長期的視野の非財務のリスク評価指標を欲していた。そこでUNEP F Iは2004年、BNPパリバ（仏）、ABNアムロ（蘭）、三菱UFJ信託銀行（日）といった巨大な資産運用機関（アセットマネジメント）も巻き込むことに成功し、彼らの声を取り入れながら非財務のリスク評価を行う枠組みを開発する。Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の頭文字をとり、ESGという概念を明確にした（藤井 2021, 8-11参照）。そして、2006年、UNEP F I資産運用機関ワーキンググループは、1,000頁にも及ぶ報告書「Show Me the Money : Linking Environmental, Social and Governance Issues to Company Value」を発行した（写真1）。「Show Me the Money（金を見せろ）」というタイトルにあるように、ESGを積極的に推進すること自体が、収益追求と同じように企業価値向上につながると言い切ったのである。この宣言によって、社会課題の解決を目指すことは、資産運用会社が課される「受託者責任（フィデュ

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs投資に焦点を当てて」

ーシャリー・デューティ)」に違反するのではないか、という機関投資家の声は沈黙した（山手 2023, 37頁）。

そして彼らは同年、ESGを具体的に実現するために「PRI（責任投資原則）」という仕組みを作りだす。SRIがキリスト教会やNPO・NGOに主導されて発展してきたのに対して、ESGを主導していくのは上述の資産運用機関、アセットオーナーといった世界の主要な金融機関、ウォール街の金融エリート達だった。そして、彼らがESGを先導する主目的は「資産運用パフォーマンスの向上」だ（同、38頁参照）。

写真1 UNEP F I 資産運用機関ワーキンググループの報告書



(2) ESG台頭の背景——資産運用における投資戦略のパラダイム転換——

それではなぜ世界の主要な金融機関はESGを先導するようになったのだろうか。これについて、機関投資家向け運用コンサルタントであるLukomnik et al. (2021)、そして山手 (2023, 36–62頁) が「 α アクティビズム」「 β アクティビズム」を手がかりに下記のように説明している。

資産運用を取り巻く外部環境が激変したことで、投資戦略が大きく変わらざるを得なかつたことがESG台頭の背景にある。つまり、第2次世界大戦後の資産運用機関の投資戦略は、 α アクティビズム（ポートフォリオ組成や選別投資した銘柄による超過リターン）だった。 α アクティビズムの代表的な資産運用機関がアメリカのウォーレン・バフェット率いるバークシャー・ハサウェイ (Berkshire Hathaway) だ。

これに対して β アクティビズムはインデックス・ファンド（パッシブファンド）といった「市場全体の成長から得られるリターン」(山手 2023, 42頁) を指す。ルコムニクらは金融工学といったテクノロジーの進化等で、戦後の投資の収益率における「個別株投資によるリターン (α)」は、 β のリターンの3分の1に過ぎないことを示した。バフェットの信奉する「選別投資」よりも、「市場全体の成長」こそが重要になったと示したのだ。

1950年代当時、米国の株式市場で（アセットオーナーといった）機関投資家が保有する株式は10%未満だった。しかし、先進国を中心に公的年金制度が拡充されたこともあり、現在（長期運用を旨とする）年金基金を筆頭とする機関投資家は株式の80%以上を保有するようになった。その代表的な金融商品はアメリカで1970年代に開発された「インデックス・ファンド」、そしてETF（上場投資信託）である。アメリカのS&P500や日経平均株価（日経225）といった株価指数に連動するインデックス・ファンドやETFが資産運用の中心となった。個別企業の株価が上昇するには「企業価値の収益向上」よりも「インデックス・ファンド及びETFに組み入れられる」ことが遙かに重要なことになったといえる（同、47–49頁参照）。

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs投資に焦点を当てて」

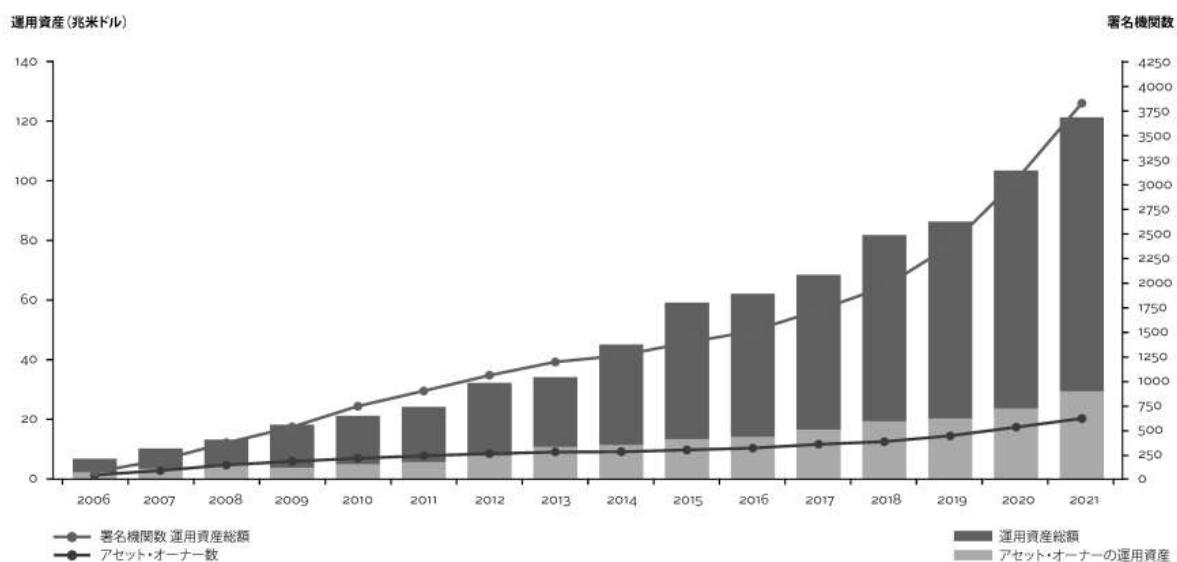
「巨大なインデックス・ファンドの値動きは、もはや世界経済の体温そのものであり、これを増進する手段は世界経済の長期持続的な成長しかない。持続的な社会の実現がひたすら求められる」（同49頁）。

上述のように大手の機関投資家は世界中のあらゆる大手企業等に投資する「ユニバーサルオーナー」に変貌した。つまり彼らは事実上市場全体に投資するため、企業活動を原因とする環境・社会・ガバナンスといった「負の外部性」にさらされることになる²⁰。このコストを低減するためには、ESG投資を推進する以外に選択肢はない（同50—51頁参照）。

アセットオーナーと資産運用機関はSRIに及び腰だったが、PRIは彼らに「ESG要素は収益追求にも有効」と説くことに成功した。そしてESG推進の受け皿となったPRIの署名機関数は増加していく。発足当初、署名した機関は68だったが、2012年には1,000を超えた。2020年には3,000超となり、署名したアセットオーナーと資産運用機関による資産運用総額は100兆ドルを超えた（図表4参照）。2022年の署名機関数は5,000超となった。

20 PRI（2021, 5頁）は環境・社会・ガバナンスに関して、財務上に大きな影響を与えた具体的な事例として、石油会社B P社のメキシコ湾原油流出事故（2010年）、フォルクスワーゲン社の排ガス不正（2015年）、フェイスブック（現メタ社）の約8,700万人の個人情報流出（2018年）を挙げている。いずれも企業価値を大きく毀損（株価の下落）し、投資家は損害を被ったことになる。

図表4 PRIの署名機関数と運用資産（2021年4月現在）



(出所) PRI (2021) 『責任投資原則』 5頁

PRIに署名した金融機関は、社内に責任投資委員会を設置し、責任投資に関する基本方針、プロセス、体制を整備し、投資分析や商品開発、議決権行使の際にESG課題を考慮した取り組みを行うことになる。

2021年現在、アセットオーナーの中でも特に巨額の運用資産を持つ世界の上位20の年金基金のうち、13基金がPRIに署名している（図表5）（御代田2021, 340頁）。こうした結果、2025年には世界中の全運用資産の3分の1がESG投資になると予想される（1章参照）。ESG投資は投資のメインストリームとして定着しつつあるといってよいだろう。

また4-(5)で述べるように、現在、PRI以外に様々なグローバルな枠組みが新たに登場している。ただし、PRIは資産規模に応じた年会費制度、ESG経営に向けたロードマップの明快さなどによって多くの支持を集めている。ネットゼロに向けた最も著名な枠組みであることに変わりはない。

図表5 資産運用額上位20の年金基金

運用資産順位	基 金 名 称	国	資産額（単位：100万米ドル）
1	年金積立金管理独立行政法人 (GPIF)	日本	\$ 1,374,499
2	ノルウェー政府年金基金 (GPFG)	ノルウェー	\$ 982,293
3	米連邦政府職員退職年金基金	米国	\$ 578,755
4	韓国国民年金基金	韓国	\$ 573,259
5	オランダ公務員年金基金 (ABP)	オランダ	\$ 461,682
6	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	米国	\$ 376,859
7	中国国家社会保障基金	中国	\$ 325,002
8	カナダ年金基金 (CPPIB)	カナダ	\$ 287,410
9	中央積立基金	シンガポール	\$ 286,963
10	オランダ厚生福祉年金基金 (PFZW)	オランダ	\$ 248,326
11	カリフォルニア州教員退職年金基金 (CalSTRS)	米国	\$ 230,209
12	ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	\$ 213,241
13	従業員積立基金	マレーシア	\$ 201,687
14	ニューヨーク市公務員年金基金	米国	\$ 200,805
15	地方公務員共済組合連合会	日本	\$ 199,522
16	フロリダ州職員退職年金基金	米国	\$ 174,721
17	テキサス州教職員退職年金基金	米国	\$ 153,126
18	従業員積立基金	インド	\$ 145,372
19	オンタリオ州教職員年金基金 (OTPP)	カナダ	\$ 140,123
20	デンマーク労働市場付加年金基金 (ATP)	デンマーク	\$ 129,110

(出所) 御代田 (2021)²¹を筆者が加筆修正。網掛けはPRI未署名。

21 データはWillis Towers Watson (2019) による。

(3) 2015年のパリ協定採択とPRI署名の急増

2015年以降、ESG投資の潮流は加速していく。同年、COP21（国連気候変動枠組条約第21回締約国会議）で、炭素排出量をゼロにする「2050年ネットゼロ」、つまり「地球の平均気温上昇を2°Cより十分低い水準に保つ」「産業革命以前に比べ1.5°C以内に抑える努力をする」を世界共通目標とするパリ協定が採択され、5年後の2020年に本格的に施行されることになった。当時、世界的な干ばつや内政の不安定化を背景に、欧州にはアフリカや中東諸国から多数の難民が押し寄せることになり（2015年欧州難民危機）、「気候安全保障（Climate Security）」が大きな政治課題となっていた。こうした外部環境の変化のなか、PRIの署名機関数は加速度的に増加し、金融業界で自社の資産運用プロセスにESGを組み込むことが一般化していった。既にESGの前身のSRI時代にエコシステムができあがっていた（図表2参照）こともあり、ESGは急速に普及し、投資先企業もESGを意識した経営を行うようになった。

(4) 日本のESGの動向——GPIFのPRI署名（2015年）と民間生損保会社

上述のようにPRI署名に代表されるESG投資は、欧米の機関投資家主導で行われていた。日本では大手機関投資家である損保ジャパンがアセットオーナーとして2006年にPRI発足直後に署名した。また同年ニッセイアセットマネジメント（資産運用機関）もPRIに署名した。その後、2011年に東京海上アセットマネジメント（資産運用機関）、2012年に東京海上日動火災保険（アセットオーナー）が署名したものの、日本の金融業界に本格的に広がる気配は薄かった。2-(2)で触れたように、当時、ESGの前身といえるSRI投資の主体は個人投資家だったといえる。

こうしたなか、2010年代半ばに日本の機関投資家を取り巻く外部環境、内部環境に大きな変化がみられた。

外部環境でみれば、第1にパリ協定の採択（前節参照）によって、グローバルに事業展開を行っている国内の機関投資家、そして投資先である企業も

ESGを意識せざるを得なくなった。

第2に、金融庁による「日本版スチュワードシップ・コード」(2014年)等によって「責任ある機関投資家」、つまり機関投資家が投資先企業との建設的な対話を通してその持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任が求められるようになり、金融業界に変化の兆候が見られ始めた。

こうしたESGをめぐる外部環境の変化と並び、内部環境も激変した。それが、世界最大の年金基金であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が2015年PRIに署名し、ESG投資を本格化させたことだ。100年先を見据えた「超長期投資家」であるGPIFは、運用資産額156兆円、保有銘柄5,114銘柄（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）とほぼ全ての国内外主要企業の株式を保有するユニバーサルオーナーである（2017年度末時点）（年金積立金管理運用独立行政法人2017, 1頁）。

GPIFは現世代だけでなく次世代の被保険者に積立金を残し、受託者責任を果たすため、これら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の最小化、つまりESG（環境・社会・ガバナンス）の考慮が重要と考え、PRIに署名したのである（同, 4頁）。署名後、ESGへの取り組みを本格化させ、他のアセットオーナーや投資先企業と対話をする「企業・アセットオーナーフォーラム」の設置などに積極的に取り組んだ。またGPIFの資産運用を受託する機関投資家にもスチュワードシップコードとESG投資に真剣に取り組むよう働きかけた（荒井 2018, 3－4頁）。

またGRIFに続き2016年に企業年金連合会²²もPRIに署名し、日本を代表する2つの公的年金基金がESG投資に取り組みだしたことでも大手機関投資家に影

22 厚生年金基金を10年未満で脱退した人（中途脱退者）等への年金給付を一元的に行う他、企業年金間の年金通算事業、年金給付の原資となる保有資産の運用を行っている。

響を及ぼしたとされる（同、4頁参照）。これ以降、総資産400兆円以上を超える民間生命保険業界、総資産32兆円以上の民間損害保険業界でPRIに署名する企業が増え、ESG投資が本格化する²³。

2017年、生保業界1位で資産75兆円超、日本の上場企業571社に投融資する日本生命もPRIに署名し、現在日本のはほぼ全ての大手生保がPRIに署名している。こうしたなか、業界団体である生命保険協会は、投資対象となる企業に対してESGを促す活動を始めている。

2017年度より生命保険会社が連名でアセットオーナーとしての課題意識を企業に伝える「協働エンゲージメント」を始めた。2018年度より「ESG投融資推進ワーキンググループ」「スチュワードシップ活動ワーキンググループ」を設置した²⁴。2つのワーキンググループを通じて各社の取組・態勢の高度化推進や、「協働エンゲージメント」の実施、両ワーキンググループ共同での提言レポートの策定等を実施している。「協働エンゲージメント」とは投資対象となる企業に対して、生保各社が連名で機関投資家としての課題意識を伝えるものだ。例えば、現在「株主還元の充実」と並び、「ESG情報の開示充実」「気候変動の情報開示充実」という3つのテーマで上場企業151社を対象に実施した。「気候変動の情報開示充実」としては、温室効果ガス排出量上位約50社を対象に、①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示、②2050年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減のロードマップの策定・開示を促し、脱炭素に向けた取組を促した。なお、既に開示済の企業に対しても、①については定期的な分析の見直しや高度化、②については必要に応じて開示の充実を促した（生命保険協会 2023）。

各社の取り組みもみておこう。日本の保険業界においてESGで先行すると

23 データは生命保険協会 2021, 24頁及び日本損害保険協会 2022, 69頁より。

24 「ESG投融資推進ワーキンググループ」には現在20社が参加している。「スチュワードシップ活動ワーキンググループ」には現在11社（朝日生命、かんぽ生命、ジブ・ラルタ生命、住友生命、第一生命、大樹生命、大同生命、太陽生命、日本生命、明治安田生命）が参加している。

いわれる第一生命は、「気候変動エンゲージメント」として自社の投融資ポートフォリオで温室効果ガス排出量上位約50社とエンゲージメントを続け、脱炭素を促している。また「気候変動問題の解決に資する投融資の推進」として排出削減インパクト（2024年度における年間温室効果ガス排出削減貢献量約150万トン）を計測した上で、投融資の中期目標額（2024年度までに9,500億円）を設定した。さらに、「トランジション・ファイナンス」に関する取り組み方針²⁵を設定した。

(5) ネットゼロに向けた新たなグローバルな枠組みの登場

ネットゼロは世界の共通目標となり、PRIだけでなく様々なグローバルな枠組みが作られた。例えば、国際金融の規制、監督等を担う「金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）」²⁶が「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）」を立ち上げた。2017年、企業の気候変動への取組みや影響に関する財務情報についての開示のための枠組み最終報告書を公表した²⁷。2020年10月には「TCFDサミット2020」がオンライン開催され、会議に出席した菅義偉第99代首相は同月26日の所信表明演説で、「2050ネットゼロ」を宣言した。

また金融業界のネットゼロを目指す枠組みとして2021年「グラスゴー金融

25 トランジション・ファイナンスとは温室効果ガス多排出産業を中心に、ネットゼロに向けた長期的な移行戦略を進めること。

第一生命は下記の取組方針を決めた。
①社会全体の長期的なカーボンニュートラルの実現を優先した投資行動を選択します
②投資判断に際しては、トランジション・ファイナンスに関する国内外の主要な指針へ準拠していることに加え、運用収益の確保の観点とともに、企業のトランジション戦略の妥当性・実現可能性を精査します
③企業のトランジション戦略を精査する際に用いる判断基準については、トランジションを取り巻く外部環境や技術革新の状況等を踏まえて、継続的に見直しを行います
④トランジション・ファイナンスの具体的検討に際して得た知見をベースに、エンゲージメントを通じて、企業のトランジション戦略の改善や取組みの実効性向上を促します

26 日本では財務省、日本銀行、金融庁が構成員である。

27 TCFD HP <https://www.fsb-tcfd.org/> 2023.10.1閲覧。

同盟（Glasgow Financial Alliance for Net Zero：GFANZ）」²⁸が発足した。傘下にはネットゼロを目指す銀行による「ネットゼロ・バンキング・アライアンス（Net Zero Banking Alliance）」、保険会社による「ネットゼロ・インシュランス・アライアンス（Net Zero Insurance Alliance）」、アセットオーナー（年金基金や保険会社）による「ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス（Net Zero Asset Owner Alliance）」等がある。「ネットゼロ・インシュランス・アライアンス（Net Zero Insurance Alliance）」には、日本生命、第一生命等が加盟している。

5. おわりに

本稿で論じたように、資産運用をめぐる外部環境が大きく変わった結果、機関投資家である保険会社にとってESG投資が収益を生む重要なものになってきた。共済団体においても2022年11月にJA共済連²⁹のPRIへの署名、こくみん共済 coop（全国労働者共済生活協同組合連合会）のESG投資の強化（2022年度にグリーンボンドのほか、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを取得）（こくみん共済 2023）のように徐々に広まりつつある。

共済団体はこれまで保険引受業務において、民間生損保と異なる「共済らしさ」「協同組合らしさ」を模索してきた。しかし、保険商品販売において差別化を図るのはますます難しくなっている。その点で、各共済団体が資産運用業務において、自団体の理念に応じてESG投資を強化する。（あくまで仮にだが）JA共済連が「持続可能な農業」への関連投資を更に増やす、あるいは、こくみん共済 coop が投資先企業の労働者の権利が保障されるよう協働エンゲージメントを行うといった取り組みは、民間生損保との差別化、「共済

28 GFANZ HP <https://www.gfanzerocom/> 2023.10.1閲覧。

29 JA共済連は長期の予定利率固定型を主力商品とするため、株式投資を本格的に行っている。資産運用における株式投資の比率は2.7%で、日本の上場企業33社の大株主になっている。

「保険業界の資産運用——ESG／SDGs投資に焦点を当てて」

らしさ」を發揮しやすいといえるかもしれない。各共済団体は組合員活動や社会貢献活動を越えて、ESGをどう経営に反映させるかが問われている。

(立命館大学産業社会学部教授)

(本稿は2023年3月10日開催の研究会報告の内容に加筆修正をしてまとめたものである。)

引用参考文献

- 荒井勝 (2018) 「機関投資家の動向」『日本サステナブル投資白書2017』NPO 法人 日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) 事務局.
- Global Sustainable Investment Alliance (2020), *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020*.
- 林孝宗 (2019) 「イギリスにおける会社の非財務情報の開示と社会的責任(1) ——労働者に関する情報開示と情報開示による行為規制——」『平成法政研究』23(2), 1–34.
- 環境省 (2001) 『事業者の環境パフォーマンス指標——2000年度版——』.
- こくみん共済 coop (2023) 『2023版 FACT BOOK』
- Lukomnik, Jon and James P. Hawley (2021), *Moving Beyond Modern Portfolio Theory : Investing That Matters*, Routledge.
- 松岡真宏ほか (2023) 『ESG格差——沈む日本とグローバル莊園の繁栄——』
日本経済新聞出版
- 松岡真宏 (2023) 「イントロダクション」, 松岡ほか, 前掲書.
- 御代田有希 (2021) 「国際比較を通じたESG投資の拡大要因——推進主体に着目して——」『一橋法学』20(3), 319–380.
- 水口剛 (2017) 『ESG投資——新しい資本主義のかたち——』日本経済新聞出版.

- 森祐司 (2005) 「米国年金基金の株主行動と社会的責任投資（前編）」『年金ニュースレター』2005年5月号.
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (2017) 『平成29年度 ESG活動報告』.
- 日本損害保険協会 (2022) 『ファクトブック2022 日本の損害保険』.
- 岡本卓万 (2023) 『サステナブル投資の歴史』 MUFG.
- PRI (2021) 『責任投資原則』.
- 生命保険協会 (2021) 『2020年版 生命保険の動向』.
- 生命保険協会 (2023) 『生命保険会社の資産運用におけるGXに向けた取り組み』.
- 吉田喜貴 (2018) 「個人投資家の動向」『日本サステナブル投資白書2017』NPO 法人 日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) 事務局.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative (2004) , *Who Cares Wins : The Global Compact Connecting Financial Markets to a Changing World.*
- Willis Towers Watson (2019), “The Thinking Ahead Institute’s Asset Owner 100 —The most influential capital on the planet,”Thinking Ahead Institute.
- 山手剛人 (2023) 「ESGは誰のためにあるのか」松岡ほか, 前掲書.