

# 年金積立金運用における

## ESG 投資の意義

慶應義塾大学経済学部 駒村康平研究会

2015 年度 年金班

青山 裕哉

大堀 啓太

小島 美帆

亀下 恵里花

幡野 千帆

※駒村康平研究会の許可なく、本論文の内容を転載、引用することを禁じます。

また、本論文の内容に関しまして何かご質問等ございます場合は下記までご連絡下さい。

代表者名 PC アドレス： [ch.orchestra6425@gmail.com](mailto:ch.orchestra6425@gmail.com)

## 目次

序章 問題意識	p.5
第1章 日本の年金制度と積立金運用	p.7
第1節 年金制度の変遷	p.7
第1項 公的年金制度の始まり	p.7
第2項 国民皆年金制度の導入	p.7
第3項 低成長に合わせた年金制度	p.8
第4項 有限均衡方式への転換と社会保障・税の一体化改革	p.9
第5項 現行の修正積立方式とマイナンバー制度	p.9
第2節 少子高齢化	p.10
第1項 高齢化	p.10
第2項 少子化	p.11
第3項 少子高齢化への関心	p.14
第4項 女性の労働力率と出生率	p.15
第3節 年金積立金の運用	p.16
第1項 GPIFの沿革	p.16
第2項 GPIFの位置づけ～年金積立金のあり方～	p.18
第3項 GPIFの管理運用実績	p.22
第4項 GPIFの問題点	p.24
第2章 ESG投資	p.26
第1節 ESG投資とは	p.26
第1項 ESG投資とはそもそも何か	p.26
第2項 起源と発展	p.28
第3項 投資手法	p.31
第2節 投資家へのメリット	p.33
第1項 リターンについて	p.33
第2項 事業主に与える影響	p.37
第3項 短期的パフォーマンス追求の弊害	p.37
第3節 事業主へのメリット	p.39
第1項 企業の信頼・イメージの向上	p.39
第2項 消費者のESG項目に対する意識	p.40
第3項 投資家の意識改革	p.41
第4節 今後の課題	p.42
第1項 ESG項目内の関心度の違い	p.42
第2項 投資金の使い道	p.43

第3項	GPIFの動向	p.43
第5節	他国の事例	p.44
第1項	アメリカの事例	p.44
第2項	スウェーデンの事例	p.46
第3章	日本に適したESG投資	p.52
第1節	積立金運用とESG投資の相性	p.53
第1項	相性の悪い点、問題点	p.53
第2項	相性の良い点	p.57
第2節	年金との財政面でのつながり	p.58
第3節	社会変革の手段としてのESG投資	p.59

## < 図表 >

- 図 1-2-1 高齢化の推移と将来推計
- 図 1-2-2 出生数及び合計特殊出生率の年次推移
- 図 1-2-3 年齢 3 区分別人口の割合の推移
- 図 1-2-4 我が国の人口ピラミッド
- 図 1-2-5 日本の未来が暗いと考える理由（複数回答）
- 図 1-2-6 女性労働力率と出生率
- 図 1-2-7 日本とアメリカ・オランダ・ノルウェーの女性労働力率と合計特殊出生率の推移
- 図 1-3-1 GPIF による年金積立金管理運用の仕組み
- 図 1-3-2 基本ポートフォリオの変遷
- 表 1-3-1 日本版コードと英国コードの対比
- 図 1-3-3 自主運用開始からの累積収益額と運用資産額の変遷
- 表 1-3-2 運用実績 収益率
- 表 1-3-3 平成 20 年度（2008 年度）と平成 26 年度（2014 年度）のポートフォリオと収益
- 図 2-1-1 ESG 投資の総投資額に対する地域別の割合
- 図 2-1-2 責任投資原則に署名する機関投資家数と運用資産額
- 表 2-1-1 PRI と GPIF における取組方針との比較
- 表 2-2-1 ESG 銘柄選定企業
- 図 2-2-1 ESG 銘柄インデックスの試算
- 図 2-2-2 MS-SRI と TOPIX のインデックス
- 図 2-2-3 TOPIX と ESG ポートフォリオのリターンの比較
- 表 2-2-2 なでしこ銘柄として挙げられている企業
- 図 2-2-4 なでしこ銘柄の株価上昇率と日経平均株価の上昇率の比較
- 図 2-3-1 自社の企業価値を正しく評価されているか（経営者に対する意識調査）
- 図 2-3-2 消費者として心掛けている行動
- 表 2-4-1 企業評価や投資判断を行う際に重視している ESG 情報の内訳
- 図 2-5-1 アメリカでの SRI 投資額
- 図 2-5-2 スウェーデンの年金構造
- 図 2-5-3 日本の年金構造
- 図 2-5-4 公開されている対話記録の例
- 図 3-1-1 受託機関関係図
- 図 3-3-1 機関投資家が ESG 投資を行う関係図

## 序章 問題意識

今日の日本で問題になっており、最優先で解決しなければならないものの1つに「少子高齢化問題」がある。日本の人口減は2011年に始まったとされ、現在では全人口に占める高齢者（65歳以上とする）の割合は25%を超え、実に日本人の4人に1人は高齢者になったのである。国立社会保障・人口問題研究所の推計によると、この割合は今後も長期的に増加し、2035年には33.4%と日本人の約3人に1人は高齢者になるとされている。この割合は現役世代の減少も暗示しており、老齢年金制度も今日まで数々の改革が行われてきたが限界も見えてきている。我々は以上の問題を踏まえ、以下に示す段階を踏みこの問題に対する解決策を提示する。

### 論文の要旨

1961年から国民皆年金として自分たちが現役世代で保険料として支払っていたものを積み立て、受給開始年齢に達した時に給付されるというシステムであった「積立方式」であるが、物価の変動等の理由により、場合によっては本来の目的である高齢者の生活を支えることができないことが問題視された。現在の日本の年金制度では、現役世代が老齢世代の給付金を賄うという「賦課方式」が採用されている。「積立方式」と比較されるこの「賦課方式」であるが、インフレや給付水準の変化に対応しやすいというメリットが挙げられる一方、現役世代と老齢世代の割合に変化が生じると保険料や給付額に直接影響するというデメリットがある。具体的には高齢化が進行すると、現役世代の割合が減るので現役世代の保険料が上がる、もしくは高齢者の年金給付額が減る、またはその両方が生じる事となる。しかし、日本は「完全賦課方式」ではなく、一部で「積立方式」を残した「修正積立方式」を採用している。平成12年度までは「積立金」を旧大蔵省へ預け、その金利収入を得ることによって財源を増やしていたが、13年度以降現在は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）へ積立金を寄託し、GPIFが債券や株式などを分散投資し運用している。

そこで我々は長期的に段々と進行する高齢化に対応すべく、この年金積立金の運用方法について環境(Environmental)・社会(Social)・企業統治(Governance)の3つの頭文字「ESG」という観点から解決策を提案したい。年金積立金の運用を主に株式投資で行い、更にその投資先に社会的責任を果たしている企業を選択することによって莫大な収益増加は見込めないが、長期的持続可能な恩恵を受けることができると考えた。多くの投資家は従来、所謂「財務データ」と呼ばれる時価総額等の変動の傾向を読み投資を行ってきたが、近年の環境変化に伴い、それだけでは予測が難しくなっている。ここで我々が着目したのが環境、社会、企業統治の3つを指標とする「ESG投資」である。すでに欧州をはじめ浸透しているこの投資方法であるが、日本においてはまだ珍しく、これを指標にしている機関投資家は少ない。機関投資家であるGPIFがこの「ESG投資」を行うことによって、日本

にこれが浸透し積立金を長期的に増やすとともに、日本の企業が透明性を高める結果になると考える。また、この ESG 項目を「少子高齢化対策」をしている企業に着目する事により、企業は少子高齢化対策へ配慮する事になり、日本国内の企業でその流れが出来上がれば少子高齢化に伴う諸問題解決の一助となると我々は考える。ESG 項目に対する企業努力が進めば、投資家が投資先として ESG 項目に配慮する企業を選択する様になり株価上昇へとつながる。それは従業員の賃金上昇にもつながり、これがまた最終的に年金財源の増大をもたらすことを我々は示していく。

## 論文の構成

第 1 章では、我が国の公的年金制度の変遷と近年深刻な社会問題となっている少子高齢化、それに加えて年金積立金の現在の運用方法や現在に至るまでの運用方法の変化について述べる。まず、第 1 節では我が国の公的年金制度の起源から現代の年金制度に至るまでを解説する。第 2 節では少子高齢化に話を移し、少子高齢化の現状や少子高齢化に対する国民の意識の高さを示す。第 3 節では積立金運用の実績を踏まえつつ、年金積立金運用独立行政法人（GPIF）が抱える問題点についての考察も行う。

第 2 章では、ESG 投資全般について解説する。第 1 節では ESG 投資の起源と発展等 ESG 投資とはそもそも何なのかについての説明を行う。第 2 節と第 3 節では ESG 投資が投資家、事業主それぞれにもたらす利点を述べ、第 4 節では ESG 投資の今後改善していくべき課題について考察する。これらを前提としたうえで第 5 節では、アメリカとスウェーデンの ESG 投資への取り組み例について紹介する。

第 3 章では第 2 章で挙げた ESG 投資をどのように日本に適した形で実現していくか、その方法を提示する。第 1 節では積立金運用と ESG 投資との相性の良い点、悪い点について述べる。そして第 2 節と第 3 節では、ESG 投資が年金財政と社会問題の両方に資することを示す。具体的には、第 2 節で少子高齢化に伴う年金財源負担の高齢世代と勤労世代の世代間格差の是正について述べ、第 3 節では ESG 項目の中に少子高齢化に資する判断基準を取り入れることで、その面で貢献している企業への投資を促し、結果として我が国の少子高齢化の歯止めの案となることを提言する。

# 第1章 日本の年金制度と積立金運用

本章では我が国の公的年金制度の変遷や近年深刻な社会問題となっている少子高齢化について論じる。また、年金積立金の運用方法がどのように変化してきたか、そして、現在運用を担っている年金積立金管理運用独立行政法人がどのような運用を行っているのかを考察していく。

## 第1節 年金制度の変遷

### 第1項 公的年金制度のはじまり

日本の公的年金制度のはじまりは明治初期の恩給制度である。恩給制度は、国が一定年月公務に従事した軍人や官吏に対して、退職時に支払う恩恵的な給与であり報償的給付の意味合いが強かった。恩給制度は軍人を対象としており、一般国民向けの最初の年金制度は、1939年に始まった船員保険からである。1942年には厚生年金の前身である積立方式の労働者年金保険制度が創設された。その2年後には第二次世界大戦により、労働者の士気を高めるために制度が拡充されて厚生年金保険法と改称される。戦後、新憲法にあわせて厚生年金保険の全面的見直しが行われ、1954年の新法では年金給付への定額部分の導入、男子の老齢年金支給開始年齢の55歳から60歳への引き上げなど、現在の厚生年金により近い制度が誕生した。また、保険料率が戦後の暫定料率のまま据え置かれたことで、この新法から財政方式は完全積立方式から一部賦課方式を採用した修正積立方式に修正された。修正積立方式では、5年ごとに保険料率が引き上げられる段階保険料率が採用されており、「受給者と労働人口の比を考慮しながら、政府が弾力的に財政運営ができるメリット」<sup>1</sup>や「積立方式よりも少ない積立金ですむため、インフレにより積立金が目減りするリスクを限定できる」<sup>2</sup>というメリットがある。修正積立方式は戦後の混乱期における一時的な対応で、いずれは完全積立方式に移行することを目標とした。

### 第2項 国民皆年金制度の導入

1961年には国民年金制度が創設され、誰もがいずれかの公的年金に加入する国民皆年金の体制が確立することとなる。国民年金は基本的に拠出制を原則としており、定額の納付と給付、保険料免除制度と高率の国庫負担が導入された。高度成長に伴い物価上昇が激化すると、国民年金は1万円年金など、給付水準が引き上げられた。その後も物価の高騰による年金の実質価値の低下により、1973年には、景気に年金給付額が左右されないための自動物価スライド制度の導入や5万円年金と呼ばれる標準報酬の再評価が実施されるなど、給付水準の充実が進められるようになった。「大幅な給付増額と併せてその実質価値を維持

---

<sup>1</sup> 駒村康平(2003)p.46

<sup>2</sup> 駒村康平 1に同じ p.46

する画期的な改革」<sup>3</sup>であったこの年は福祉元年と呼ばれる。しかし、「このように給付を急速に引き上げる一方で、少子化、長寿化という人口「リスク」の存在は無視されていて、さらに高い経済成長が今後も続くという甘い見通しを前提としていた」<sup>4</sup>ため、高齢化と出生率の低下による保険料率の引き上げや支給開始年齢の引き上げが遅れた。その結果、積立方式で始まった公的年金制度は実質的に賦課方式に近い現在の制度の姿になったのである。政府の「甘い見通し」は後に制度に大きな影響を及ぼすこととなる。

### 第3項 低成長にあわせた年金制度

1973年には厚生、国民両年金に自動物価スライドが導入され、5万円年金が実現した同年の秋、オイルショックによりインフレが加速し、日本の経済は大打撃を受けることとなる。物価の高騰により年金の実質価値が低下し年金制度も影響を受けることとなる。また、1970年代前半の第2次ベビーブーム以降、合計特殊出生率、出生数ともに減少している。つまり、日本はそれまで予想しなかった低い成長率に対応した年金制度の修正が必要となった。そこで、1976年に財政再計算が2年早めて実施され、社会の変化を踏まえた再評価率の改定などの給付改善と保険料の引き上げを主な内容とする改正が1976年に行われる。この改正により給付費の3分の1が国庫負担となった。

この後も改正が繰り返され、1985年の年金制度改革により基礎年金が導入され、それまで分立した制度であった厚生年金、共済年金、国民年金が一元化された。「全国民に共通の基礎年金を創設し、厚生年金や共済年金を基礎年金に上乗せする二階部分の報酬比例年金として再編成」<sup>5</sup>され、更に第三号被保険者制度もこの時にはじめてできたため、「この大改革は今日および将来に向けての基礎的な礎となった」<sup>6</sup>とされている。

1989年には完全物価スライド制が導入された。それまでも1973年に導入された物価スライド制により、物価変動率が5%を超えた場合に給付額を変動させていたが、新たな完全物価スライド制では5%の枠が撤廃された。

また、年金の支給開始年齢は1944年の制度開始当初から段階的に引き上げられており、1994年の改正では定額部分、2004年の改正では報酬比例部分の支給開始年齢が60歳から65歳に引き上げられた。みずほ総合研究所によると「将来の長寿化が予想されているなか、今後も一定の年金給付額を維持していくためには、支給開始年齢の更なる引き上げにより、平均受給期間を短縮することも有力な選択肢となる」<sup>7</sup>ため、本格化した高齢化により悪化した年金財政を立て直すための重要な改革であった。

このようなスライド方式などによる給付水準の引き下げが行われ、「90年代に入って、ようやく年金給付抑制への機運が高まったが、実際の改革は不十分であった。将来のきわめ

<sup>3</sup> 城戸喜子 『日本の公的年金制度・政策とそれらを巡る研究の生成・発展』 p.39

<sup>4</sup> 駒村康平(2014)p.107

<sup>5</sup> 駒村康平(2003)p.50

<sup>6</sup> 城戸喜子 『日本の公的年金制度・政策とそれらを巡る研究の生成・発展』 p.45

<sup>7</sup> みずほ総合研究所 『年金支給年齢の更なる引き上げ』 p.30



て深刻な高齢化が予想されているにもかかわらず、日本の年金改革は10年遅れ<sup>8</sup>ていた。

#### 第4項 有限均衡方式への転換と社会保障・税の一体化改革

2004年の年金改革では新たに財政検証が導入され、最終的な保険料水準固定の下で自動的に給付水準を調整するマクロ経済スライド制が採用された。更に、これまでの永久均衡方式にかわって有限均衡方式が導入される。

有限均衡方式は厚生労働省の「持続可能な安心できる年金制度の構築に向けて」によると「現時点での財政計算において、給付と負担の均衡を図るべき期間を既に生まれている世代が概ね年金受給を終えるまでの期間として、すなわち100年程度（16年財政再計算時は95年）の期間について、給付と負担の均衡を図る方式<sup>9</sup>と定義されている。この方式を導入することで、「人口動態や経済環境の変化を定期的にモニターするだけでなく、こうした将来の保険料率引き上げの可能性をも念頭に置いて、必要な措置を十分な時間的ゆとりをもって検討できる」<sup>10</sup>のである。

2012年には社会保障・税の一体化改革に伴う年金改革が行われ、被用者年金の一元化により「厚生年金に国家公務員、地方公務員および私学教職員も加入して、基礎年金、2階部分の年金給付と保険料は厚生年金に統一」<sup>11</sup>されることになった。また、消費税率引き上げを行いその増収分を含む消費税収は全て社会保障財源化されることになり、基礎年金国庫負担割合は2分の1に引き上げられた。他にも、子ども・子育て支援関連の法案等が可決され、社会保障の安定化と充実を目指している。

#### 第5項 現行の修正積立方式とマイナンバー制度

現行の財政方式について、国務大臣の田村憲久氏は「今般の制度は修正賦課方式で、賦課方式部分と積立方式を持っており、これ、ハイブリッド型であるのが我が国の年金方式でありまして、少子化に若干弱いですがけれども、しかし積立てがありますから、この積立金をうまく取り崩していけば少子化に十分対応できる。そして、積立金というものが仮に若干運用が失敗したといたしましても、賦課方式の部分で後世からの応援がありますから、その部分、完全に失敗して積立方式で毀損をするということがないわけでありまして、そういう意味からいたしますと、ハイブリッドという意味では両方のいい部分を取り入れ<sup>12</sup>していると述べている。田村氏の発言にある「修正賦課方式」は賦課方式と積立方式の両方の性格を持っていることから、修正積立方式とほとんど同じ意味で使われている。

2015年10月からはマイナンバー制度が開始され、国民一人ひとりに共通番号が通知さ

<sup>8</sup> 駒村康平(2014)p.59

<sup>9</sup> 厚生労働省 『持続可能な安心できる年金制度の構築に向けて』

<sup>10</sup> 井口直樹(2010)p.128

<sup>11</sup> 駒村康平(2014)p.84

<sup>12</sup> 「第185回国会 厚生労働委員会 第8号」

<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/sangiin/185/0062/18511280062008c.html> (最終閲覧日：2015年10月23日(金))

れている。マイナンバーによって社会保障の情報化がすすめば、「自分の将来年金額の見通しが提供されることにより、過大でも過少でもない貯蓄をすることが可能になる」<sup>13</sup>と考えられている。一方で、情報漏洩などの問題が発生するリスクが高まったため、今後セキュリティを強化し国民の不安を取り除く必要がある。

## 第2節 少子高齢化

少子高齢化の問題は現在日本が直面する最も深刻な問題とされており、年金制度に大きく影響している。第2節では、少子化と高齢化それぞれについての日本の現状について触れ、この問題に対する関心度の高さや出生率と女性労働力率の相関について考察する。

### 第1項 高齢化

現在日本が直面している少子高齢化の問題はどうなっているのだろうか。まず「高齢化」について見ていく。「高齢化」とは「人口に占める65歳以上の割合が増えること」<sup>14</sup>であるため、その要因は少子化と長寿化による人口比率の偏りだといえる。

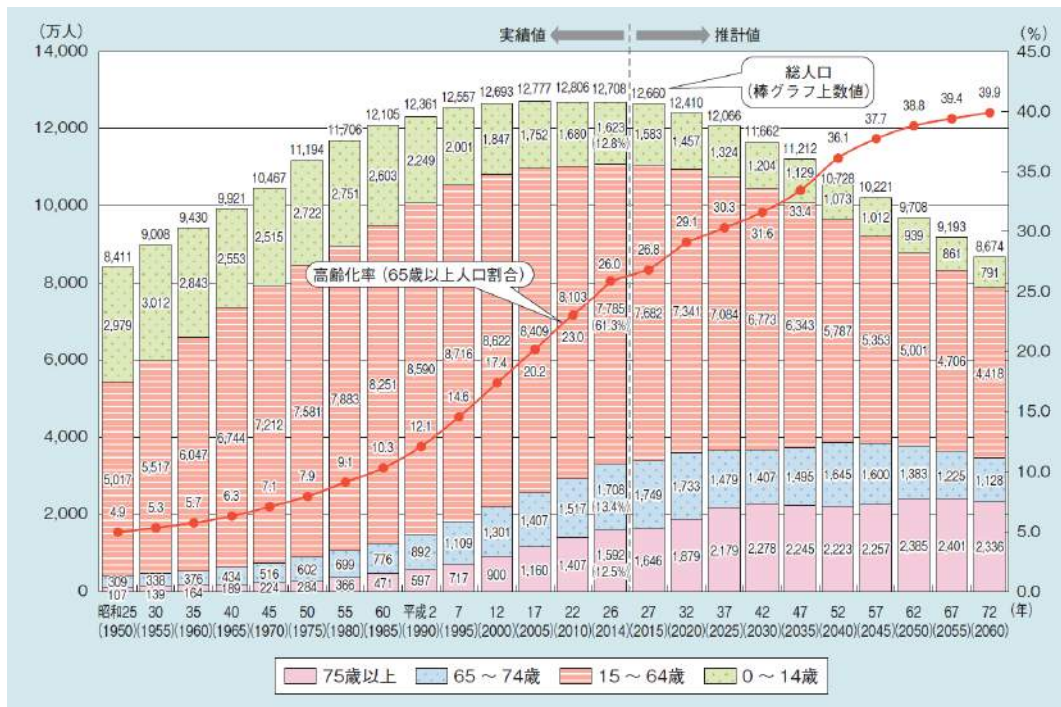
図1-2-1は内閣府の公表した「平成27年版高齢社会白書」のものである。「高齢化の推移と将来推計」を示しており、平成26年10月1日時点の65歳以上の高齢者の人口は過去最高となり、総人口に占める割合である高齢化率も26.0%と過去最高となった。この図によれば2040年に65歳以上の人口が頭打ちになり、減少していくと推計されている。しかし、総人口は減少するため高齢化率は上昇し続け、2060年には39.9%になると考えられる。

---

<sup>13</sup> 駒村康平(2014)p.94

<sup>14</sup> 駒村康平(2009)p.23

図 1-2-1 高齢化の推移と将来推計



出所：内閣府『平成 27 年度版 高齢社会白書』

## 第 2 項 少子化

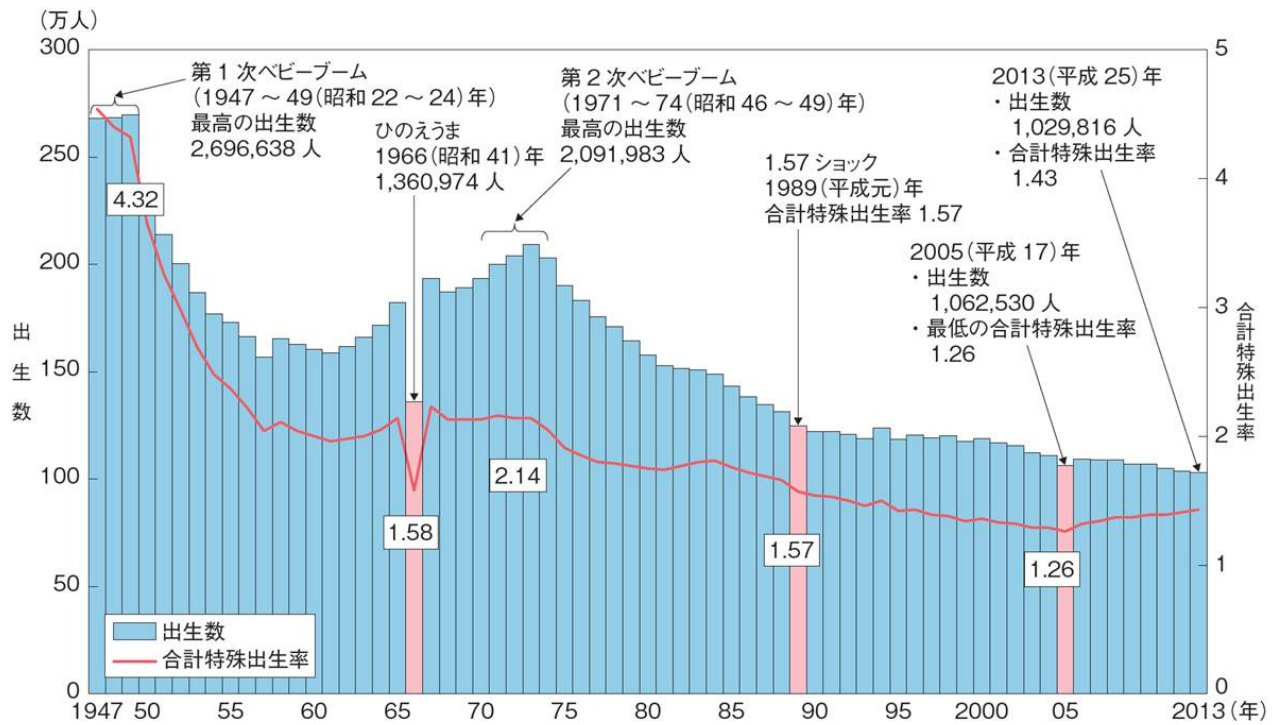
高齢化の要因として挙げられているのが「少子化」である。「少子化」という語が日本でよく使われるようになったのは、経済企画庁の「平成 4 年度版国民生活白書」の中で「出生率の低下やそれに伴う家庭や社会における子ども数の低下傾向」<sup>15</sup>を意味する単語として「少子化」が使われてからである。図 1-2-2 は厚生労働省が発表した日本の「人口動態集計」である。第一次ベビーブームだった 1940 年代後半の合計特殊出生率は 4 を上回っていたが、それ以降は急激に低下し、また第二次ベビーブームで一度回復したものの、現在に至るまで出生率は減少傾向である。

2013 年の出生率は 1,029,816 人となっており、前年と比べ 7,415 人減少し過去最低の数値となっている。一方「ある期間（1 年間）の出生状況に着目したもので、その時点における各年齢（15～49 歳）の女性の出生率を合計したもの」<sup>16</sup>である合計特殊出生率は過去最低の 2005 の 1.26 よりは高く 1.43 ではあるが、人口置換水準の 2.07 以下である上の、欧米諸国と比較するとかなり低い。

<sup>15</sup> 経済企画庁 『平成 4 年版国民生活白書』

<sup>16</sup> 厚生労働省 <http://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/jinkou/geppo/nengai04/sankou1.html>

図 1-2-2 出生数及び合計特殊出生率の年次推移



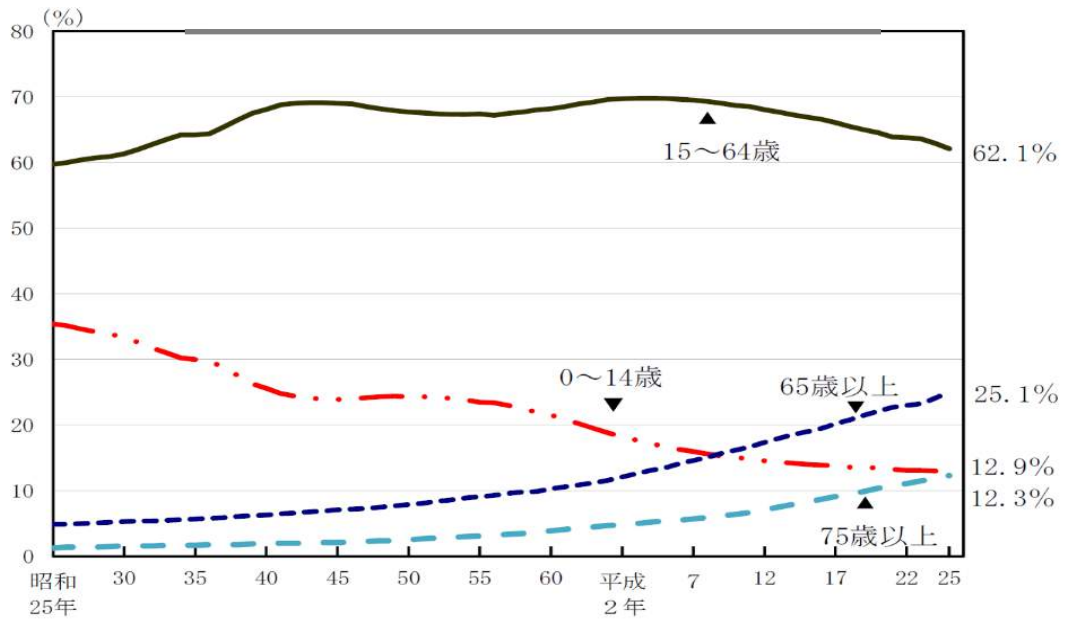
出所：厚生労働省「人口動態統計」<sup>17</sup>

また、生産年齢人口の構成割合についても確認しておきたい。図 1-2-3 は「年齢 3 区間分別人口の割合の推移」を示しており、2013 年は生産年齢人口である 15～64 歳が 62.1%、老年人口である 65 歳以上が 25.1%となっている。生産年齢人口の人口構成を人口ピラミッドで見ると、図 1-2-4 の人口ピラミッドからも分かるように、現在団塊世代が 65 歳前後であり引退を迎えようとしている。更に団塊ジュニア世代は 40 歳前後であり、生産年齢人口は中高年層が増大しており、少子化により若年層が減少していることがわかる。

<sup>17</sup>厚生労働省「人口動態統計」

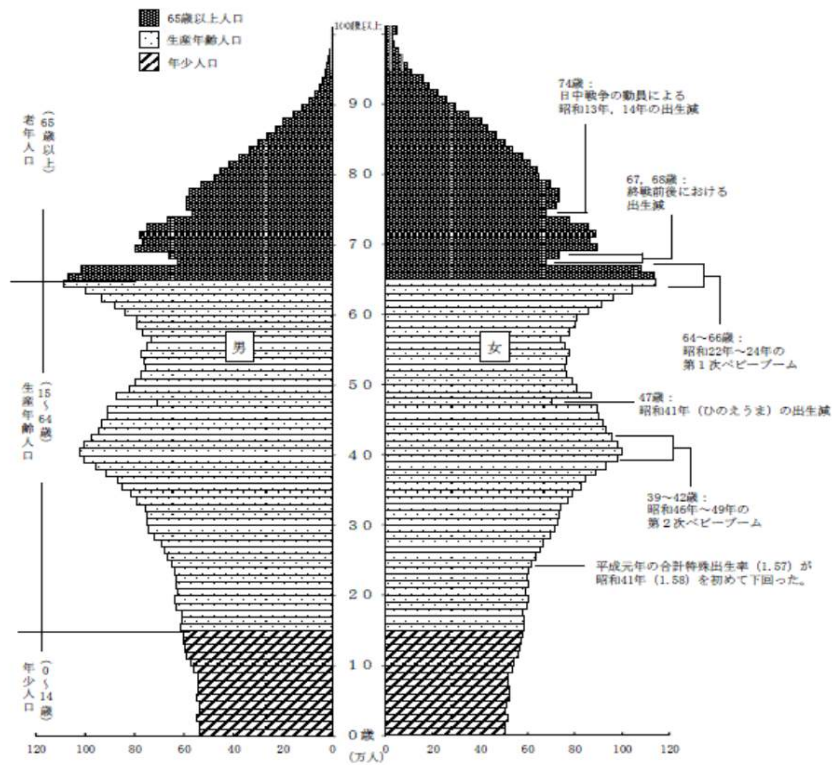
<http://www8.cao.go.jp/shoushi/shoushika/whitepaper/measures/w-2015/27pdfhonpen/pdf/s1-2.pdf> (最終閲覧日：2015 年 10 月 13 日 (火))

図 1-2-3 年齢3区分別人口の割合の推移



出所：総務省統計局「人口推計」<sup>18</sup>

図 1-2-4 我が国の人口ピラミッド



出所：総務省統計局「人口推計」<sup>19</sup>

<sup>18</sup>総務省統計局 「人口推計」

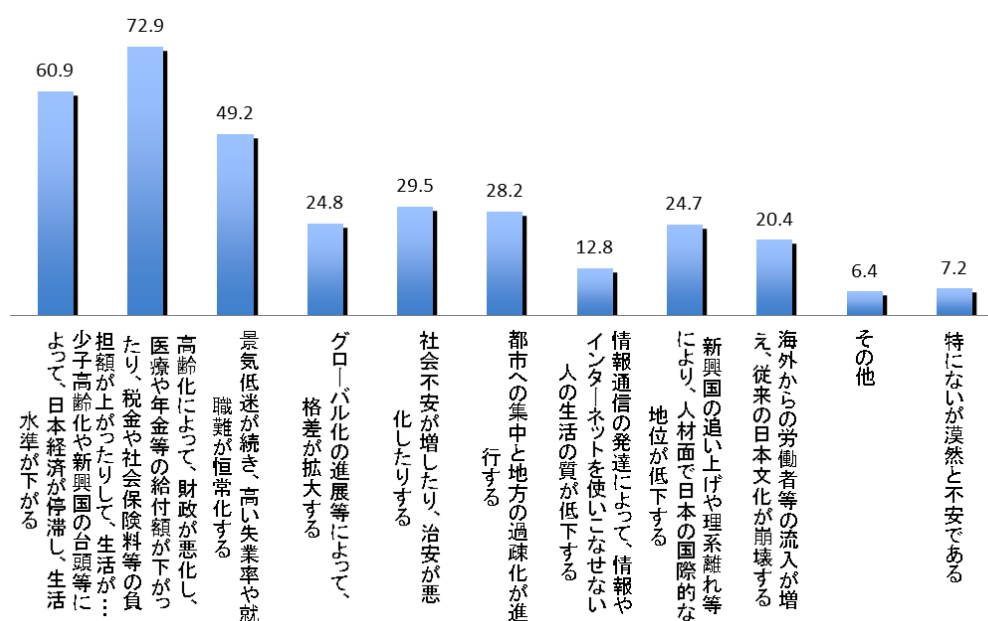
<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/2013np/> (最終閲覧日：2015年10月14日(水))

### 第3項 少子高齢化への関心

最後に、少子高齢化が社会にもたらす影響について説明する。修正積立方式を採用している日本の年金制度では、少子高齢化は賦課方式の部分に大きな影響を与える。高齢者の年金受給額を現役世代で賄っていくには「現役世代がいまよりもっと保険料を負担するか、あるいは高齢者世代が譲歩して年金額を抑制するか、という選択をしなければならない」<sup>20</sup>のである。つまり、このまま少子高齢化が深刻化すれば年金制度は上手く機能しなくなる恐れがあるのだ。

また、図 1-2-5 は厚生労働省が実施した「若者の意識の調査」の結果であり、「日本の未来は明るいという意見に対してどう思うか」という質問に「どちらかといえばそう思わない」「そう思わない」と答えた 45.1%の 15 歳～39 歳の男女に対し、そう思う理由について聞いたものである。高齢化による財政悪化や社会保障制度に対する不安を挙げた人が全体の 72.9%にのぼり、少子高齢化が未来の社会保障の担い手である若者世代に不安を与えていることがわかる。

図 1-2-5 日本の未来が暗いと考える理由(複数回答)



出所：厚生労働省「若者の意識に関する調査」をもとに筆者作成

<sup>19</sup>総務省統計局 「人口推計」

<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/2013np/> (最終閲覧日：2015年10月14日(水))

<sup>20</sup> 駒村康平(2009)p.102

#### 第4項 女性労働力率と出生率

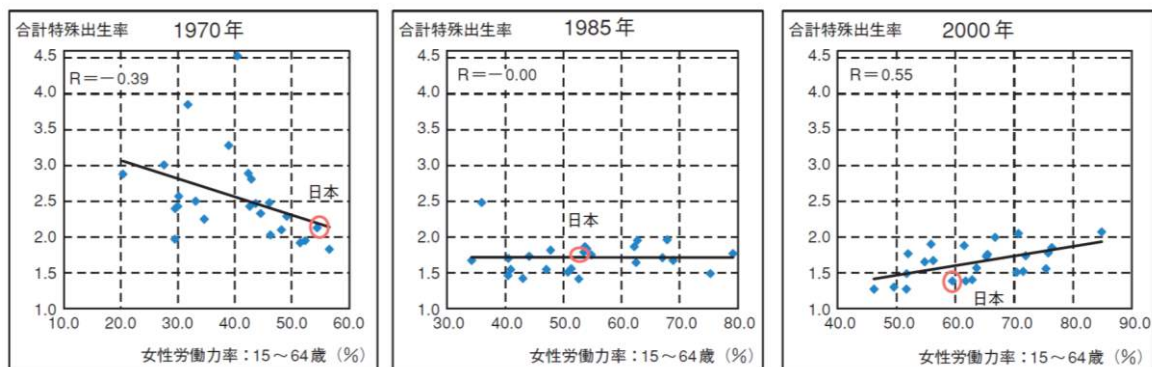
近年、日本では女性の社会進出が進んだことによる晩婚化や未婚化が少子化の原因として挙げられる。では、女性労働力率と出生率を同時に上昇させることは不可能なのだろうか。図1-2-6は合計特殊出生率と女性労働力率の相関を示しており、1970年、1985年、2000年のOECD加盟24か国のデータを比較したものである。

1970年時点では、日本の女性労働力率は54.38と他国と比べて高く、全体としては女性労働力率が高いほど出生率が低い傾向があった。一方、2000年時点では、日本の女性労働力率は1970年時点の数値を維持しているが、合計出生率は1970年の2.13から1.36に低下している。全体では女性労働力率と出生率が正の相関をとるようになっている。

図1-2-7はオランダ、ノルウェー、アメリカ、日本の4国の合計特殊出生率と女性労働力率の移り変わりを示したグラフである。日本は他の3国と比べて30年間で女性労働力率の伸びは小さく、合計特殊出生率も大幅に低下していることが読み取れる。

他国と日本を比較してわかるのは、仕事と育児が両立できる環境が整っていれば、女性の社会進出と出生率の回復を同時に達成することが可能であるということだ。

図1-2-6 OECD加盟24か国における女性労働力率と合計特殊出生率

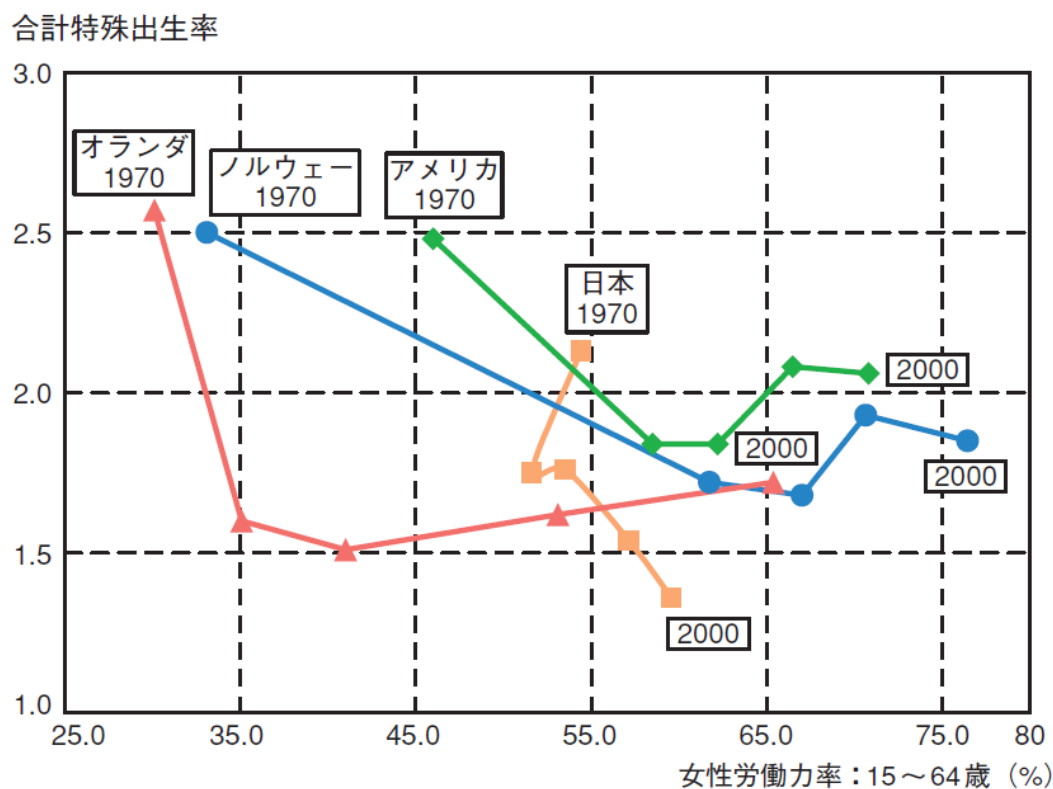


出所：内閣府男女共同参画局<sup>21</sup>

<sup>21</sup>内閣府男女共同参画局 「女性の労働力率と出生率の国際比較」

[http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/whitepaper/h18/web/danjo/html/column/column08.html](http://www.gender.go.jp/about_danjo/whitepaper/h18/web/danjo/html/column/column08.html) (最終閲覧日：2015年10月22日(木))

図 1-2-7 日本とアメリカ・オランダ・ノルウェーの女性労働力率と合計特殊出生率の推移



出所：内閣府男女共同参画局<sup>22</sup>

### 第3節 年金積立金の運用

積立金は保険料拠出者が収めた保険料のうち、年金給付に使われずに残った資金を累積したものであり、「経済的な「蓄え」とは言えないが、勤労世代が消費を我慢して政府を経由して高齢者に移転し、高齢者がそれで生活するという「合意の蓄積」<sup>23</sup>である。また、修正積立方式における積立金の役割については「修正積立方式の下では積立方式の下ほどではないものの、保険料（率）の急激な上昇を緩和することも可能」<sup>24</sup>である。つまり、積立金を効率よく運用し運用収益を得ることで、年金給付の改善や将来の現役世代の保険料負担軽減の余地が生まれるのだ。

#### 第1項 GPIFの沿革

<sup>22</sup>内閣府男女共同参画局 「女性の労働力率と出生率の国際比較」  
[http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/whitepaper/h18/web/danjyo/html/column/column08.html](http://www.gender.go.jp/about_danjo/whitepaper/h18/web/danjyo/html/column/column08.html)（最終閲覧日：2015年10月22日（木））

<sup>23</sup> 玉木伸介(2004)p.116

<sup>24</sup> 井口直樹(2010)p.97



そもそも GPIF とは「年金積立金管理運用独立行政法人」のことで、英語で「government pension investment fund」 いう。世界最大の機関投資家であり、日本の公的年金の積立金を管理・運用している機関である。以下の年表を用いて詳しく説明していく。

昭和 36 年 11 月 25 日 年金福祉事業団設立

昭和 61 年 4 月 18 日 年金資金運用事業を開始

財政投融资借入による年金資金の運用を開始

平成 13 年 4 月 1 日 年金資金運用基金の設立

厚生労働大臣から寄託された年金資金の運用を開始

平成 18 年 4 月 1 日 年金積立金管理運用独立行政法人の設立

年金 積立金の管理・運用業務を担う機関として設立

出所：GPIF 公式 HP<sup>25</sup>

かつて、公的年金積立金は大蔵省の資金運用部に全額預託されていた。預託金は財政投融资に使われ、公共事業の原資に充てられた。高度成長期であった当時、この運用方法は年金当局にとって「積立金の運用に頭をひねる必要もリスクを取る必要も誰かに運用手数料を払う必要もなく、ある程度の収益性のある安全な運用手段」<sup>26</sup>であった。しかしその後、急速な円高をむかえ預託金利が引き下げられたこともあり、年金積立金の高利運用が求められるようになった。

昭和 36（1961）年、年金福祉事業団ができた当初は資金運用しておらず、福利厚生事業（保護施設の建設、整備・住宅資金の貸付）を行っていた。借入により資金運用を始めたのは昭和 61（1986）年で今日の GPIF につながっている。本格的に公的年金の自主運用が開始されたのは平成 13（2001）年で年金福祉事業団が廃止され、年金資金運用基金ができた。その後 2006 年独立行政法人となり、運用の仕組みは年金資金運用基金を引き継いでいると言われている。また、2001 年から自主運用が始まった。自主運用は「年金の保険者たる厚生労働大臣が、年金積立金に最もふさわしい方法で直接運用する仕組み」<sup>27</sup>のことであり、資金運用部の時のように借入れを行う間接的な運用とは大きく運用方法が変更された。既存の預託金は順次償還され 2008 年に償還が完了した。

独立行政法人として GPIF が設立されたことの意味は 2 つあると慶應義塾大学准教授小幡氏は述べている。1 つは「実はまだ歴史が浅いこと」<sup>28</sup>であると述べている。歴史が浅い、つまり、発展途上である為流動的でさまざまな方向へ変わっていきける可能性を秘めている

<sup>25</sup> 年金積立金管理運用独立行政法「沿革」

<http://www.gpif.go.jp/about/profile.html>（最終閲覧日：2015 年 10 月 20 日（火））

<sup>26</sup> 駒村康平(2014)p.53

<sup>27</sup> 一般財団法人 厚生労働統計協会 『保険と年金の動向 Vol.61 No.14 2014/2015』 p.159

<sup>28</sup> 小幡績 『GPIF 世界最大の機関投資家』 p.22

というのである。2つめは「独立行政法人としての制約を8年間強く受けてきたということ」<sup>29</sup>であるという。政府の利権の巢窟とならないように独立行政法人化され、独立行政法人改革が進むにつれより積立金運用に特化し、効率化されコスト削減がなされてきた。

## 第2項 GPIFの位置づけ ～年金積立金のあり方～

図1-3-1はGPIFによる年金積立金管理運用の仕組みを示している。図1-3-1のように「年金積立金管理運用独立行政法人は、厚生年金保険法（昭和29年法律第115号）及び国民年金法（昭和34年法律第141号）の規定に基づき厚生労働大臣から寄託された積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的」<sup>30</sup>としている。運用資金の一部は自家運用されており、国内債券を中心にわずか7ファンドである。しかし、GPIFの職員は専門知識を持たないため、その他の大部分の運用は運用受託機関に委託している。そのため運用受託機関数は37社76ファンドとなっている。GPIFにとって厚生労働大臣は顧客であり、上司でもある。また「顧客が厚生労働大臣という単一の主体であり、国民全体の意向を踏まえている、というこの構造が、GPIFの組織や行動に大きな影響を与えている」<sup>31</sup>という事からも普通のファンドとは違い、ライバルがないのが特徴として挙げられる。

---

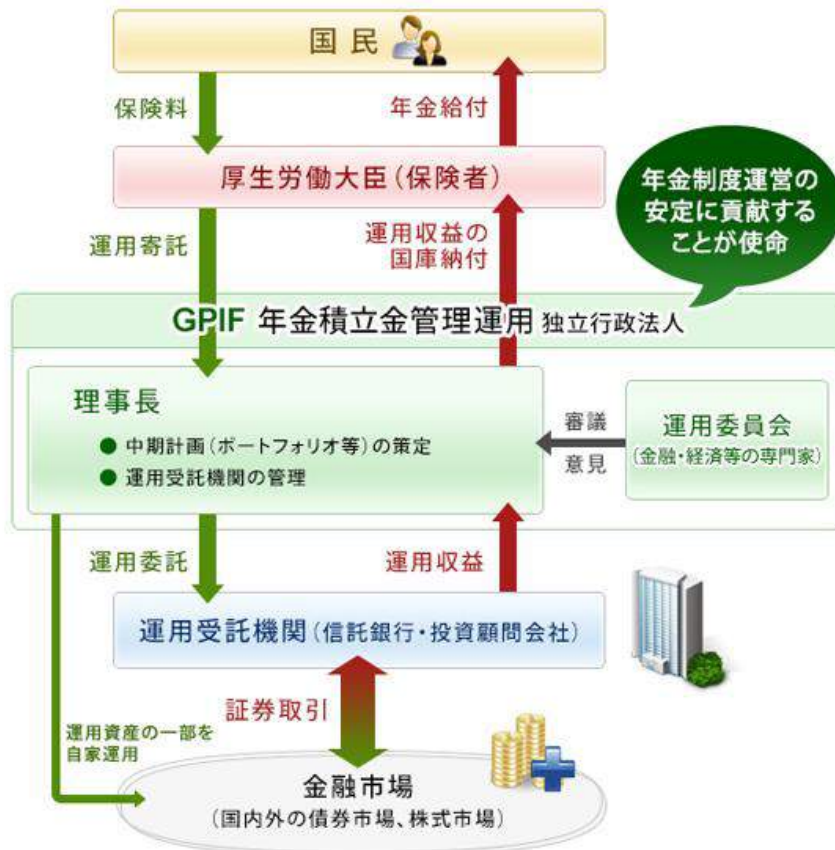
<sup>29</sup> 23に同じ

<sup>30</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「当法人のご紹介」

<http://www.gpif.go.jp/about/profile.html>（最終閲覧日：2015年11月10日（火））

<sup>31</sup> 小幡積『GPIF 世界最大の機関投資家』p.33

図 1-3-1 GPIF による年金積立金管理運用の仕組み



出所：GPIF『年金積立金の運用の仕組み』

年金積立金運用に関する法律は「厚生年金保険法」「国民年金保険法」「年金積立金管理運用独立行政法人法」の3つがある。

「被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」<sup>32</sup>と厚生年金保険法に規定され、GPIFに対しては「運用は、安全かつ効率的に行わなければならない」<sup>33</sup>と年金積立金管理運用独立行政法人法（以下 GPIF 法とする）に規定されている。つまり、「長期的、安全かつ効率的な運用」が重要である。これは積立金を運用するにあたって最も法律上最も基本的な要請となっている。

また、厚生労働省により定められた『中期目標』においては、「財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保すること」<sup>34</sup>が求められている。

<sup>32</sup> 厚生年金保険法

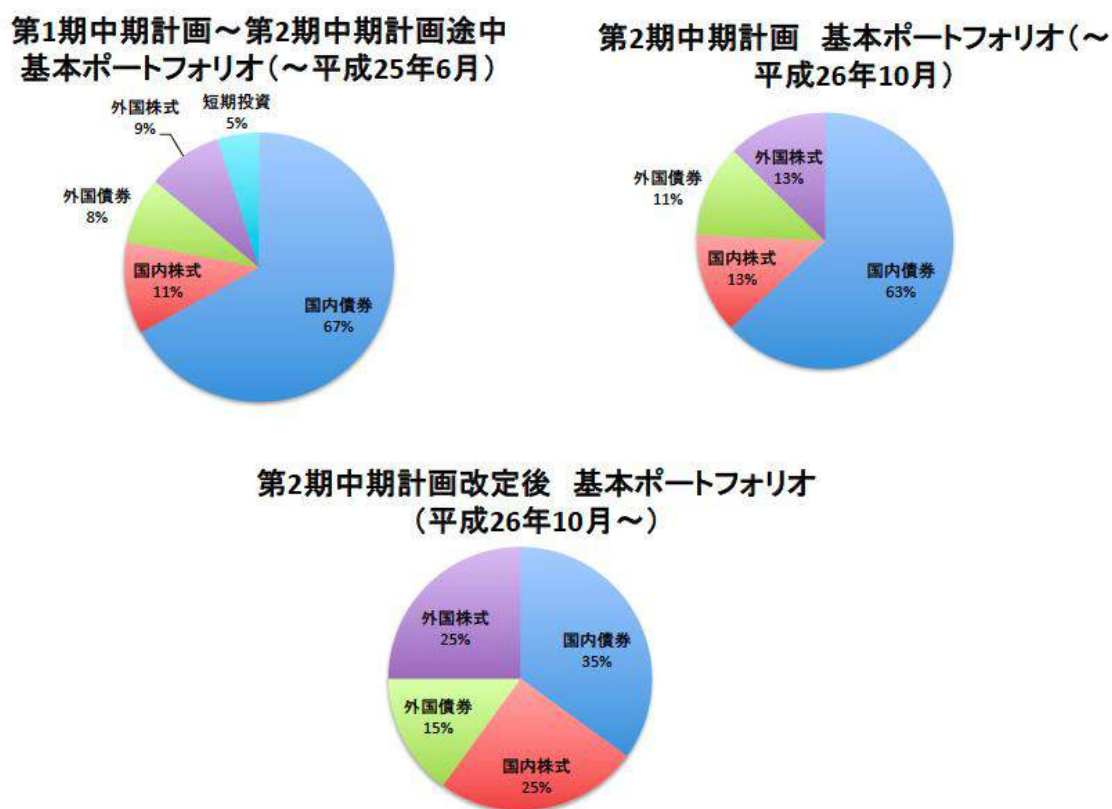
<sup>33</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人法

<sup>34</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人 「年金積立金運用に対する年金制度からの要請」

<http://www.gpif.go.jp/operation/foundation/request.html>（最終閲覧日：2015年11月10日（火））

厚生労働省の中期目標を達成するために、GPIFは「中期計画」<sup>35</sup>を立てなければならない。中期目標も中期計画も通常5年間のものが作られる。中期計画の中で重要となるのが「基本ポートフォリオ」<sup>36</sup>の設定である。時代を追うごとにGPIFの改革によって少しずつポートフォリオが変わってきている。(図1-3-2)「第1期中期計画～第2期中期計画途中まで」(～2013年6月)では国内債券が67%と大きく占めていた。しかし、年々国内債券のポートフォリオは減少し、GPIF改革によって改定された「第2期中期計画」2014年10月～)をみると国内債券は35%にとどまり、国内・外国株式は共に25%と増加した。この変遷からわかるように近年「分散投資」<sup>37</sup>が進められてきた。

図1-3-2 基本ポートフォリオの変遷



出所：GPIF 『平成26年度業務概況書』より筆者作成

GPIF改革によってポートフォリオにおける株式の割合が大きくなったと述べた。GPIFが世間から注目されるようになったのは、安倍晋三首相が、GPIF改革は「アベノミクスの三本の矢」のうちのひとつであり、成長戦略の目玉であると発表したからである。主に海

<sup>35</sup> 「第1期中期計画」「第2期中期計画」がある。

<sup>36</sup> 資産構成割合のことである。国内債券・国内株式・外国債券・外国株式等からなる。

<sup>37</sup> 国内外国の債券や株式に分散して投資すること。

外に向けてアピールしている色が強く、ダボス会議<sup>38</sup>で日本の成長戦略の目玉として公表した。この発表には、「政府の財政状態が厳しいため、この資金を利用して景気浮上、株価上昇につなげようという、自分のお金を使わずにいかにか政策効果を上げるか」<sup>39</sup>という意図が組み込まれている。

GPIFは2014年5月「スチュワードシップ責任を果たすための方針」<sup>40</sup>への受け入れを表明した。「スチュワードシップ責任」とは、「機関投資家が、投資先企業などとの建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的なリターンの拡大を図る責任」<sup>41</sup>である。スチュワードシップとは、「他人の財産を預かる者にとっての、預かった財産をその他人のために適切に管理する責務」<sup>42</sup>という意味であり、この意味のもと、英国で2010年に規範化されたものがスチュワードシップ・コードである。今回GPIFが受け入れたのはこのスチュワードシップ・コードを日本版スチュワードシップ・コードとして独自のコードに変更したものである。表1-3-1は日本版コードと英国コードの対比である。両者はよく似ているが、日本版コードの「第7原則については日本独自のもの」<sup>43</sup>である。英国版コードは2008年の金融危機を受けて制定されたが、日本版コードはアベノミクスの第三の矢である「成長戦略」の一環で制定された。そのため、日本版コードには第7原則をはじめとして、「持続的成長」というワードが多く見られ、成長志向が強いものとなっている。

---

<sup>38</sup> 年に1度スイスのダボスで行われる。経済界、政界の有力者が集まる。

<sup>39</sup> 小幡績『GPIF 世界最大機関投資家』p.27

<sup>40</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「スチュワードシップ責任を果たすための方針」  
<http://www.gpif.go.jp/public/policy/pdf/houshin.pdf> (最終閲覧日：2015年11月10日(火))

<sup>41</sup> 『週刊社会保障』No.2805 2014年12月15日 福山圭一 p.54

<sup>42</sup> 36に同じ

<sup>43</sup> 『週刊社会保障』No.2805 2014年12月15日 福山圭一 p.55

表 1-3-1 日本版コードと英国コードの対比

表 日本版コードと英国コードの対比

日本版コード	英国コード
投資先企業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を拡大を図るために、	最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、
1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

出所 『週刊社会保障』（年金シニアプラン）

GPIFは「平成27年9月16日、資金運用においてESG（環境、社会、ガバナンス）の視点を反映させる国連責任投資原則の署名機関になりました。」<sup>44</sup>と発表し、この旨を安倍首相が国連サミットで発信した。ここから、海外に対してアピールし日本経済の向上を図ろうとしていることが見て取れる。

この国連責任投資原則については第2章で述べることとする。

### 第3項 GPIFの管理運用実績

第2項でGPIFは「長期的、安全かつ効率的な運用」が重要であると述べた。第3項ではGPIFの運用実績について見ていきたいと思う。

図1-3-3は自主運用開始からの累積収益額と運用資産額の変遷を示したものである。平成20年度（2008年度）で一時落ち込んでいるものの累積収益は大きく上昇傾向にある。運用資産額も安定して上昇している。平成26年度（2014年度）は累積収益額が50兆7,338億円、運用資産額は137兆4,769億円となっている。

また、運用資産額の変遷のグラフからは、財投債が年々減っているのがわかる。

<sup>44</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「国連責任投資原則への署名について」  
[http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf)（最終閲覧日：2015年10月31日（土））

図 1-3-3 自主運用開始からの累積収益額と運用資産額の変遷



出所：GPIF 『平成 26 年度業務概況書』

表 1-3-2 は年度別の収益率について示したものである。実質的な運用利回りは自主運用開始から 14 年間で 3.11%、独立行政法人化されてからは 9 年間で 3.68%となっていることがわかる。また、財政計算上の前提を満たしている。平成 26 年度（2014 年度）は過去最大の収益率と言われているが、12.24%という数字の大きさが見て取れる。

表 1-3-2 運用実績 収益率

管理運用法人の運用実績

		(単位：%)															
		13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	直近9年間 (年率)	14年間 (年率)
実績	名目運用利回り (借入金利息及び運用手数料等控除後)	-4.01	-6.69	7.61	2.91	9.57	3.52	-4.69	-7.61	7.88	-0.27	2.29	10.21	8.62	12.24	3.37	2.76
	名目資金上昇率	-0.27	-1.15	-0.27	-0.20	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-4.06	0.68	-0.21	0.21	0.13	0.99	-0.30	-0.34
	実質的な運用利回り	-3.75	-5.61	7.90	3.11	9.76	3.51	-4.63	-7.37	12.44	-0.95	2.51	9.98	8.48	11.14	3.68	3.11

財政計算上の前提

		(単位：%)															
		13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	直近9年間 (年率)	14年間 (年率)
財政 計算 上の 前提	名目運用利回り	4.00	4.00	0.80	0.90	1.60	2.30	2.60	3.00	1.47	1.78	1.92	2.03	2.23	1.34	2.07	2.14
	名目資金上昇率	2.50	2.50	0.00	0.60	1.30	2.00	2.30	2.70	0.05	3.41	2.66	2.81	2.60	1.00	2.17	1.88
	実質的な運用利回り	1.46	1.46	0.80	0.30	0.30	0.29	0.29	0.29	1.42	-1.58	-0.72	-0.76	-0.36	0.34	-0.09	0.25

- (注1) 管理運用法人の名目運用利回りは、承継資金運用勘定の損益を含む借入金利息額及び運用手数料等控除後の収益率です。  
(注2) 管理運用法人の運用実績に記載している名目資金上昇率は、平成25年度までは厚生労働省「平成25年度年金積立金運用報告書」を前提とし、26年度は厚生労働省より入手しています。  
(注3) 財政計算上の前提に記載している各項目の年度別の数値は、平成13年度と14年度は厚生労働省「厚生年金・国民年金平成11年財政再計算結果」を、15年度から20年度までは厚生労働省「厚生年金・国民年金平成16年財政再計算結果」を、21年度から25年度までは厚生労働省「平成21年度年金積立金運用報告書」を前提としています。26年度は厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し(平成26年財政検証結果)」を前提としており、名目資金上昇率は物価上昇率+資金上昇率(実質(対物価))、名目運用利回りは名目資金上昇率+実質的な運用利回りから算出しています。  
(注4) 実質的な運用利回り(財政計算上の前提における平成26年度を除く。)は  $\{(1 + \text{名目運用利回り} / 100) / (1 + \text{名目資金上昇率} / 100)\} \times 100 - 100$  で算出しています。  
(注5) 名目運用利回り及び名目資金上昇率の直近9年間(年率)及び14年間(年率)は、各年度の幾何平均(年率換算)です。

出所：GPIF 『平成26年度業務概況書』

第4項 GPIFの問題点

表 1-3-3 は平成20年度(2008年度)と平成26年度(2014年度)のポートフォリオと収益の比較である。ポートフォリオと収益額の間関係を見てみると問題点が浮上する。

2014年度は収益率が12.27%、収益額が15兆2.922億円となっていて過去最大の収益となっている。特徴としては、ポートフォリオは分散していて、債券よりも株式の方が大きな収益となっている。国内債券の収益率は1-2%となっているのに対し、国内株式は30%以上となっている。

一方2008年度は、全体の収益率は-7.57%とマイナスとなっている。ポートフォリオは国内債券が大きく占めているが、収益率は2%を満たしておらず、ポートフォリオの大きな割合に対してこの収益率の値はかなり小さい。2008年度全体の収益率がマイナスであるのは、株式が原因であるの一目瞭然である。国内と外国の株式ポートフォリオは合わせて20%に満たないにもかかわらず、30%以上の損失を出している。

2008年度がマイナスとなった要因は「リーマンショック」である。安定した国内債券中心のポートフォリオでは小さな利益しか得ることができない。そのため、近年は「分散投資」が進められ、GPIF改革がなされてきた。このように株式投資のリターンに対する期待が高まっているが、過去に株式の占める割合が小さいポートフォリオで、収益が大きくマイナスとなったのである。「小さなポートフォリオが与える大きな損害」、それが株式投資のリスクである。近年「中国バブルの崩壊」が囁かれているが、ふたたび「リーマンシ



ック」のような経済界に打撃を与える事象が起きたら、株式投資が増えているなか、2008年度よりも大きな損害に見舞われるだろう。

GPIFは2015年9月に2015年度の4月～6月期の運用実績を発表しており、2兆6489億円の収益を上げたことが示されている。しかし、ここには中国のバブル崩壊から生じた世界同時株安の影響は盛り込まれていない。GPIFの国内株式の構成割合は23.39%で、金額にすると約33億円である。<sup>45</sup>これを基に世界同時株安の影響を計算すると、GPIFが国内株式市場の指標の1つとしている日経平均株価が2万円台から1万7000円台までおよそ15%下落したことから考えて、約5兆円の損失を被ったことになる。またGPIFは外国株式も保有しているため、5兆円よりも多くの損害を被る可能性もある。経済評論家の中には、国内株式と外国株式の両方の損失を合わせると10兆円近くになると述べる者もいる。このように金融危機が起きた際のGPIFの損失額は莫大であるといえ、分散投資が進む今、どのような株式に対して投資するかが重要である。そこで我々は今後の株式投資に関するリスク管理から『ESG投資』に着目した。

表 1-3-3 平成 20 年度（2008 年度）と平成 26 年度（2014 年度）のポートフォリオと収益

		平成 20 年度				平成 26 年度			
		運用資産額 (億円)	資産構成比	収益額 (億円)	収益率	運用資産額 (億円)	資産構成比	収益額 (億円)	収益率
国内 債券	(市場運用)	618.887	52.61%	8.700	1.35%	516.915	37.60%	15.957	2.76%
	(財投債)	250.888	21.33%	3.189	1.18%	50.122	3.65%	1.098	1.63%
国内株式		113.986	9.69%	-50.613	-35.55%	316.704	23.04%	69.105	30.48%
外国債券		100.135	8.51%	-6.213	-6.75%	181.815	13.23%	18.884	12.70%
外国株式		90.781	7.72%	-48.547	-43.21%	100.772	21.88%	47.863	22.27%
短期資産		1.608	0.14%	3		8.441	0.61%	15	
合計		386.014	100.00%	-93.481	-7.57%	1,374.769	100.00%	152.922	12.27%

出所：GPIF『平成 26 年度業務概況書』より筆者作成

<sup>45</sup> GPIF「資金運用業務概況書」[http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h17\\_q4.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h17_q4.pdf)（最終閲覧日：11月18日（水））

## 第 2 章 ESG 投資

前章では日本の年金制度や積立金について述べ、年金積立金管理運用独立行政法人 GPIF の説明をしてきた。第 2 章では積立金運用に関連して大きなテーマとなる、ESG 投資についての説明を行っていく。

### 第 1 節 ESG 投資とは

第 1 節では、そもそも ESG 投資とは何なのか、どのような変遷を経てそのような投資が行われてきたのか、についての説明を述べていく。

#### 第 1 項 ESG 投資とはそもそも何か

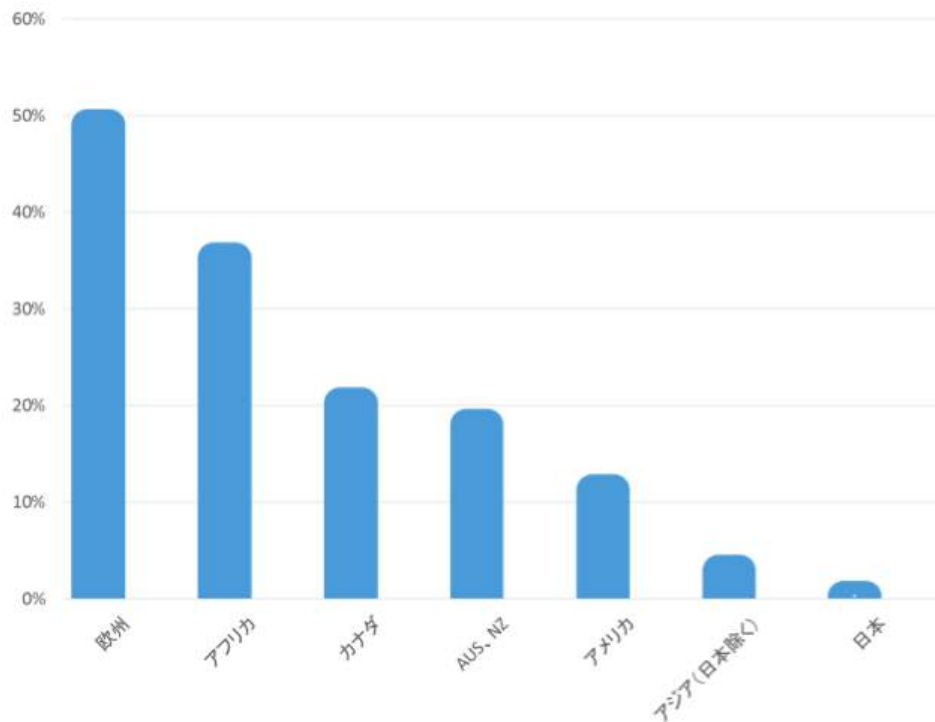
近年環境面に対する問題や、コーポレート・ガバナンスへの関心度の高まりなどから ESG 投資への注目度は世界的に高くなってきている。図 2-1-1 は、ESG 投資の総投資額に対する地域別の割合を示した図である。ヨーロッパが 1 番高く 49%、アフリカで 35.2%、カナダで 20.2%、オーストラリアとニュージーランドで 18%、アメリカで 11.2%という割合となっているが、日本を除くアジアでは 2.9%、日本のみでは全体の 0.2%と、世界各国との取り組みへの積極性の差が表れている<sup>46</sup>。各国の ESG 投資額の比率に比べ、日本では現状としてまだ浸透していないということが見て取れるだろう。

---

<sup>46</sup> 「GSIA 公式ホームページ」

<http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf#search=Global+Sustainable+Investment+Review+2012>(最終閲覧日:2015年11月7日(土))

図 2-1-1 ESG 投資の総投資額に対する地域別の割合



出所：GSIA より筆者作成

そもそも ESG 投資という言葉自体日本国内では認知度が低いのが現状である為、まずはその言葉の説明から始めていく。ESG 投資とは、環境を表す **Environmental** の E、社会を表す **Social** の S、企業統治を表す **Governance** の G の頭文字をとった言葉で、それら ESG の面での課題に対して、企業が適切に配慮・対応し、それと同時に投資家がそれらの取り組みを評価して投資を行うことを言う。環境面に関して言えば、二酸化炭素の排出量削減・自然エネルギーの活用・地雷撤去の問題などが挙げられる。社会面で言えば、女性が働きやすい環境作りへの取り組みや人権・地域問題、企業統治の面では、コンプライアンスの問題・資本の効率を重視した経営などが例として挙げられる。

ESG 投資の考え方としては、ESG 項目に配慮している企業へ投資家が積極的に投資を行うことで、地球環境問題や社会的な課題の解決・改善の促進、さらには資本市場の健全な育成・発展につながると考えられている。環境問題の改善が進むことで、企業の透明性が高まり、投資家はその企業に投資するようになる。そして企業の資本が更に増加することで、より環境問題へ着手することが出来る、という循環が期待されている。

## 第2項 起源と発展

ESG 投資の始まりとしては 1920 年代に始まった SRI が発端とされる<sup>47</sup>。SRI とは Socially Responsible Investment の頭文字をとったもので、社会的責任投資と呼ばれるものである。SRI という考え方がまず浸透した後に、そこから派生して ESG という考えができてきたと考えられている。ヒアリング調査から、ESG という概念は SRI から、宗教等の倫理的概念を取り除いたものと我々は定義した。

まず、1920 年代にアメリカで武器、ギャンブル、アルコール、たばこ等に携わっている企業に対し、キリスト教的な観点から投資すべきでないと思われた場合にはそれらの企業には投資しないというネガティブ・スクリーニングと呼ばれる手法がなされた。投資手法については次の項で説明するが、倫理的に見て援助すべきでないと思われた企業は、これによって投資対象から外されることになった。教義である平和主義や禁酒、禁煙という観点から、これらの産業に投資することによって利益を得るということは非倫理的な行為であり、教義に反すると考えられていたからである。これがまず、SRI の始まりと考えられている。

続いて 1960 年代になると、株主行動が注目されるようになる。第二次世界大戦後、公民権運動や自然環境保護運動、反アパルトヘイト運動、反戦運動などの社会的運動が盛り上がり、その対策の一つとして株主行動が注目されたのである。1969 年にはナパーム弾を製造している企業に対して、実際にナパーム弾の製造中止を求めるような株主提案がなされた。また 1971 年にはアパルトヘイト政策を行っていた南アフリカ共和国から撤退を求める株主提案もされている。このような、企業の行動に直接影響を与えるような株主行動は現在も継続して行われており、エンゲージメントと呼ばれるようになった。

以上述べてきたように、倫理的目線や社会運動としての SRI が行われていく中で、1990 年代になると初めて ESG に近い概念ができていき始める。これは、環境や社会、企業統治への配慮がそれ以前に比べ急激に注目を集め始めたからである。それ以前までは環境保全への関心は世界的に見て低く、企業が環境保全へ積極的に取り組んだとしても、それは企業へのメリットどころか余分なコストになってしまうと考えられてきた。しかしながら、1996 年に国際標準化機構 ISO が環境マネジメントシステムを発行し、それを導入する企業が急増した。環境面への考え方がそれまでとは変化したことで、企業が積極的に環境保全へ取り組むことが、企業のイメージや利益、生産性、効率性を上げるのだという意識が広がることとなる。近年懸念されている、二酸化炭素の排出量や産業廃棄物の削減などは当時まだ取り上げられていなかった。環境面だけでなく、商品の安全性の問題・女性の雇用問題・内部告発等、企業内での問題も顕在化し、社会的側面や企業統治の面でもそれらが企業に与える影響が大きいのだと広く理解されるようになった。このような背景から、ESG 面への意識が高まるようになる。

そして、ESG 投資市場を拡大させることになったのが、2006 年 4 月に当時の国連事務総

---

<sup>47</sup> 谷本寛治「社会的責任投資入門」p10

長であったコフィー・アナンが発案した責任投資原則（PRI）である。PRI とは、世界 12 カ国から 20 の大手機関投資家を招聘し、これらの機関投資家とそれをサポートする投資コミュニティ、国際機関、政府機関や学者などの専門家の協力のもと発足されたものである。解決すべき課題を ESG の 3 つの分野に整理し、ESG 項目に配慮した責任投資を行うと定められた。このとき初めて ESG 投資という言葉が正式に使われ、認識され始めるようになったと言える。

PRI の内容としては、主に 6 つの宣言から構成されている。以下が、PRI より引用した 6 つの責任投資原則である。

「1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。

2 私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習に ESG 問題を組み入れます。

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。」<sup>48</sup>

この責任投資原則によって、機関投資家はアセット・オーナーの利益を最大限に考慮すべきであるという大前提を理解し、ESG 項目が投資パフォーマンスに影響するということを考慮するようになった。内容を大別すると 2 つあり、まず機関投資家は投資活動の際は ESG の課題を組み込むこと、そして活動報告や報告義務が設けられていること、の 2 つである。PRI はあくまで法的拘束力の無い規範であるが、署名した機関投資家はどの程度実施しているかを確認・評価し報告する義務がある。もしこの義務を果たせなかった場合には、PRI の枠組みから除外される可能性もある。PRI の狙いとしてはこれに署名した機関が ESG への取り組みを積極的に行い実績を重ねることで、ESG 投資の有効性を実証し、その普及拡大を図ることにある。

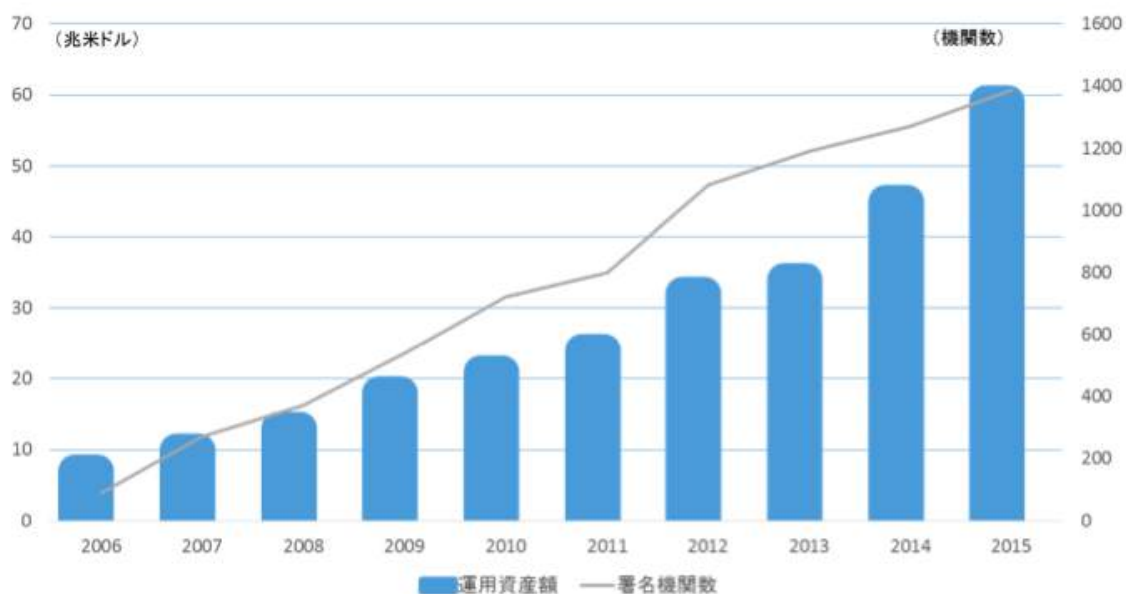
図 2-1-2 は 2006～2015 年の各 4 月時点での、責任投資原則に署名する機関投資家数と運用資産額を示したグラフである。PRI が発足された 2006 年 4 月から、順調に増加していることが分かる。初めの時点では署名機関数は 200 にも満たず、運用資産額も 10 兆米ドルを下回っていたが、2015 年 4 月には署名機関数は約 1400、運用資産額は約 60 兆米ドルまで上昇している。つまり、PRI の発足によって ESG 投資という概念が正式に広く認知され、

<sup>48</sup> 「PRI 日本語版ホームページ」

<https://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/ref01.pdf#search='PRI+%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%8E%9F%E5%89%87'>（最終閲覧日：2015 年 11 月 7 日（土））

それ以降世界的に注目を集めるようになった。

図 2-1-2 責任投資原則に署名する機関投資家数と運用資産額



出所：PRI データより筆者作成

そして、日本では 2015 年 9 月 28 日、GPIF は資産運用において ESG の取り組みに優れた企業へ投資を行う ESG 投資推進の一環として、PRI に署名したことを発表した。表 2-1-1 は国連責任投資原則と GPIF における取組方針をまとめた表である。

表 2-1-1 PRI と GPIF における取組方針との比較

出所：GPIF「国連責任投資原則への署名について」<sup>49</sup>

	国連責任投資原則	GPIFにおける取組方針
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。	・運用受託機関(国内株式、外国株式)におけるエンゲージメント活動におけるESGの適切な考慮について評価することを業務方針に明記し、公表する。
2	私たちは、活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。	・公表している「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を変更し、ESGの適切な考慮を明記する。 (注)GPIFは法令により株式の直接保有ができないため、運用受託機関を通じてESGに取り組むこととする。
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。	・運用受託機関が行うエンゲージメント活動の中で、投資先企業におけるESGの課題への対応方針について説明を求めます。
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。	・運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況及び活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める。
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。	・国連責任投資原則のネットワークの活動に参加する。
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。	・国連責任投資原則で求められる報告書を作成し、報告する。 ・毎年度、運用受託機関の取組状況のヒアリングを含むGPIFの取組みを公表する。

日本国内の公的年金ではこれが初めての署名となる。この内容は、安倍首相によって国連サミットの全体会合の演説で公表された。GPIFは従来から株式投資においてスチュワードシップ責任を果たすためのさまざまな活動を通じて、被保険者が中長期的な投資収益の拡大を図るという考え方のもと、日本版スチュワードシップ・コードに基づいた取り組みを行ってきた。スチュワードシップ責任を踏まえた上で、GPIFはESG課題に対して3つの取り組みを示している。1つ目は、エンゲージメント活動の中で、これまで以上にESGを考慮した企業価値の向上や持続的成長のために自主的な取り組みを行うことである。2つ目はGPIFのESGに対する考え方を明確にするためにPRIに署名することである。3つ目は、それに伴って過去の運用実績も参考にした上で、超過収益が獲得できるという十分な根拠を得てからアクティブ運用などは行うことである。したがって、上図のGPIFにおける取組方針はそのようなスチュワードシップ・コードを踏まえて、設定されたものである。PRIに署名をした年金基金や運用会社等の数は2015年4月の時点で約1400ほどであるが、日本においてはまだ30程度にとどまっている。したがって、世界最大の機関投資家であるGPIFがPRIに署名したことで、これまではあまり日本では浸透していなかったESG投資への取り組みが活発に行われることが強く期待できる。

### 第3項 投資手法

投資のプロセスに財務的情報だけでなくESG項目も加えて投資を行う手法は数多く存在する。今項ではその中でも、代表的なものを4つピックアップした上で、説明を行っていく。

<sup>49</sup>年金積立金管理運用独立行政法人「国連責任投資原則への署名について」

[http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf)(最終閲覧日:2015年11月7日(土))

### (1) ネガティブ・スクリーニング

前項でも説明したが、ネガティブ・スクリーニングとはある一定の基準を定め、その基準に満たないような企業や業種は投資対象から除く手法の事である。例えばタバコ排除スクリーニングであれば、タバコ製品やタバコ製造に必要な材料を製造加工する業者、およびこれらを販売している企業をすべて排除するというものである。しかしながら、これが行き過ぎてしまうとタバコ製造会社に電力を供給する電力会社や、IT システムを納入したコンピューターメーカー、タバコを販売する小売店などがすべて排除対象となってしまう為現実的ではない。したがって実際には、タバコ製品の製造のみにかかわる企業に限定するか、販売にかかわる企業を対象を広げる場合でも、タバコ製品やタバコ関連企業への売上比率が一定割合以上の企業を排除対象とする、制限型のネガティブ・スクリーニングが行われている。例としてタバコを挙げたが、投資対象から取り除かれる基準は他にも多く設定されていることがあり、それらすべてに当てはまらないように企業は意識しなければならない。

### (2) ポジティブ・スクリーニング

ネガティブ・スクリーニングとは対照的に、特定の事業やサービスを排除するのではなく環境保全や社会貢献などに積極的な取り組みを行っている企業に対して、それらの企業を投資対象として評価するのがポジティブ・スクリーニングの考え方である。特定の業者を排除しない代わりに、各業種において優れた取り組みを行っている企業を選び出す。一言に優れたといっても客観的に判断可能な指標が必要となるため、多くの場合は評価項目を定めたとえで採点を行い、包括的に企業の環境対応度を評価している。それぞれの分野の取り組みすべてで一定以上のレベルに達した企業は評価される。具体的には、生活必需品供給量、社会に長期的に役立つ高品質製品の提供、エネルギーや節約保全への対応、顧客やサプライヤーとの友好的関係が築けているか、など多くの評価対象が設定される<sup>50</sup>。

### (3) インテグレーション

インテグレーションとは、企業の環境保全や社会面など ESG の面での取り組みに関する非財務情報を企業評価に取り込む手法のことである。企業が開示している CSR 報告書の情報や、ESG 評価機関が提供している情報など、財務情報だけでなく非財務情報も統合して企業を評価し、投資対象として適切かどうかの選定を行う。具体的には、企業の外部データをベースにマネジメントとの対話やセクター内での比較を踏まえ定性判断を加えた ESG レーティングを投資銘柄に付与し、運用判断に活用するなどの利用のされ方がある。インテグレーションによって、通常の投資プロセスに ESG 分析を組み込むことや、ポートフォリオ全体に ESG 投資を反映させることなどが期待できる。

### (4) エンゲージメント

エンゲージメントとは、投資家の発言権を行使して、直接的かつ柔軟に経営者の規律付けを可能にするもので、株主と企業との建設的・友好的対話、株主提案、議決権行使など

<sup>50</sup> エイミー・ドミニ「社会的責任投資」p63



の様々なアプローチを指す。つまり、年金基金や運用機関が、企業に対して所有者として積極的に行動することができると言える。企業との「目的をもった対話」（エンゲージメント）を通じて、企業価値向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図ることが狙いとなっている。対話により投資家が企業に対し、より良い経営へとつながるような行動を促すことで企業価値の向上が見込めると考えられている。

## 第2節 投資家へのメリット

前節で ESG 投資が近年注目を集めている投資方法であることは述べたが、ESG 投資そのものが投資家、または事業主にどのような影響を与えることになるのかについて理解している人は少ない。次章で ESG 投資が年金財政における世代間格差の是正や少子高齢化という社会問題の解決に資することを示す前段階として、以下第2節～第4節で ESG 投資が有するメリットと課題について述べておきたい。

### 第1項 リターンについて

2012年7月に東京証券取引所グループ（現日本取引所グループ）から発表された「ESGで企業を視る」というレポートにおいて、いくつかの企業が ESG 銘柄として選定されており、その選定は、「東証市場第一部銘柄を対象に、TOPIX17業種毎に ESG スコアの高い銘柄を、大型株と中小型株からそれぞれ抽出し、ROE が業種平均以上かつ最も高い銘柄をスクリーニング」<sup>51</sup>することにより行われている。この選定基準のもと選出されたのが表 2-2-1 の企業である。

表 2-2-1 ESG 銘柄選定企業

社名	業種	社名	業種
アサヒグループホールディングス	食品	KDDI	情報通信・サービス
出光興業	エネルギー	大阪瓦斯	電力・ガス
東レ	素材・化学	東京急行電鉄	運輸・物流
ツムラ	医薬品	伊藤忠商事	商社・卸売
日産自動車	自動車・輸送用機器	ファーストリテイリング	小売
アサヒホールディングス	鉄鋼・非鉄	三菱UFJフィナンシャルグループ	銀行
小松製作所	機械	リコーリース	金融
日本電産	電機・精密		

出所：東京証券グループ（現日本取引所グループ）「ESGで企業を視る+YOU」（2012）

より筆者作成

<sup>51</sup> 「ESGで企業を視る+YOU」 <http://plusyou.tse.or.jp/theme/001/pdf/esg.pdf>（最終閲覧日：2015年11月5日（木））

これらの企業を選出したのはグッドバンカーという SRI 調査会社である。SRI 調査にあたっては、企業へのアンケートや企業が公開している情報、ヒアリングなどの情報収集を通じ、さらに外部委員を含めた評価委員会の合議によって最終的な格付けを行っている<sup>52</sup>。

ここに挙げられている企業は ESG に貢献している企業である。そこで、一部の企業の取り組みを実際に紹介する。

アサヒグループホールディングスでは取り組みの一つとして対象商品の売上げ 1 つにつき 1 円を自然や環境、文化財などの保全に役立てている。過去 8 回、このプロジェクトを実施しており、累計総額は約 24 億円となっている。他にも循環型社会への貢献や、従業員のスキル向上のための研修を実施する等の活動に取り組んでいる<sup>53</sup>。

また、日産自動車では社会貢献活動として環境への配慮、教育、人道支援の 3 分野について特に重点的に取り組むことを定め、金銭面だけでなく技術面での貢献も視野に入れて活動している<sup>54</sup>。

このように東証のレポートで選出された企業は様々な活動を通して、ESG に貢献している。ではこれら“ESG 銘柄”のリターンはどの程度のものなのだろうか。図 2-2-1 は ESG 銘柄のインデックスの試算を示したものである。

図 2-2-1 ESG 銘柄インデックスの試算



出所：東京証券取引所グループ（現日本取引所グループ）

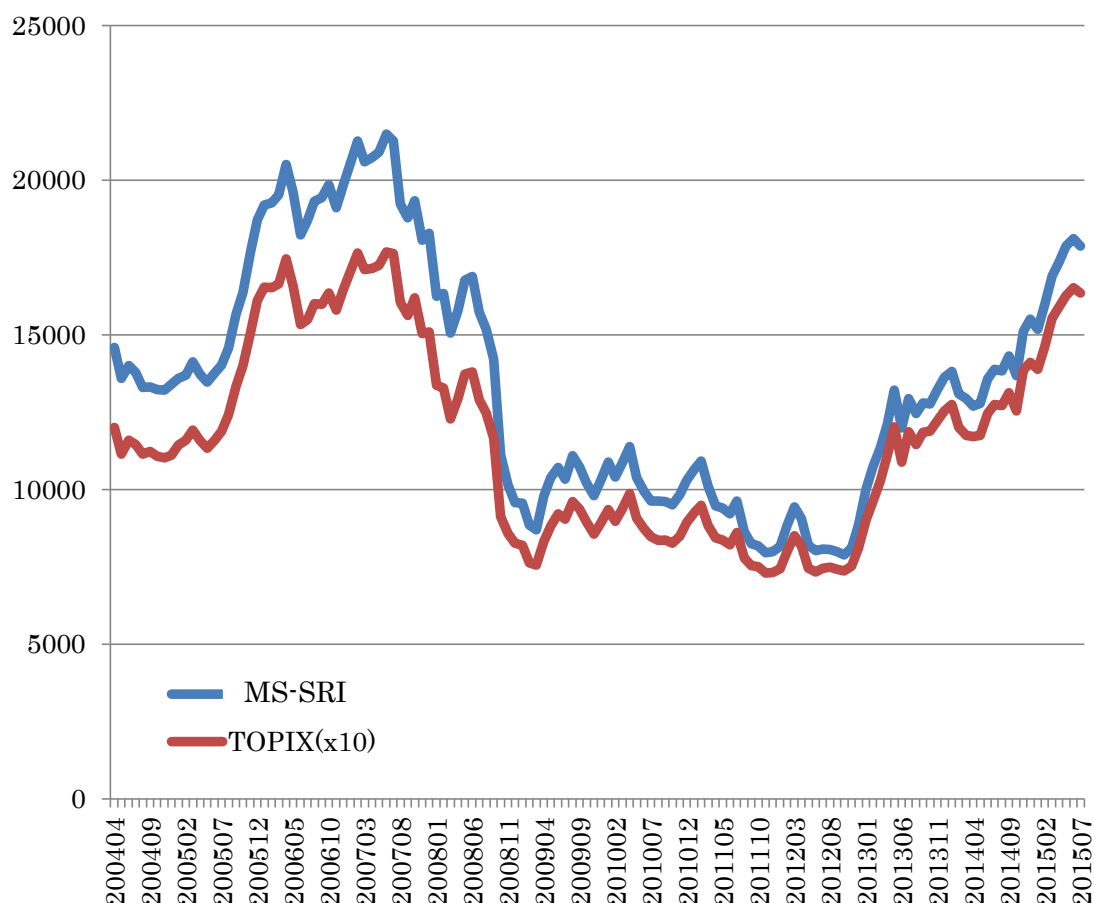
<sup>52</sup> 「ESG で企業を視る+YOU」 <http://plusyou.tse.or.jp/theme/001/pdf/esg.pdf>（最終閲覧日：2015年11月5日（木））

<sup>53</sup> 「アサヒグループホールディングス」 <http://www.asahigroup-holdings.com/csr/>（最終閲覧日：2015年11月5日（木））

<sup>54</sup> 「日産自動車」 <http://www.nissan-global.com/JP/CSR/STRATEGY/PHILANTHROPY/>（最終閲覧日：2015年11月5日（木））

図 2-2-1 から分かることは、2 つある。1 つ目は、どの時期を見ても ESG 銘柄の方がパフォーマンスが良くさらに 2009 年 4 月から 2012 年 4 月にかけて、ESG 銘柄と TOPIX のパフォーマンスの差が徐々に大きくなっているということである。2 つ目は、2008 年 9 月に起きたリーマンショックの際、ESG 銘柄は TOPIX よりも下がり幅が少し緩やかであり、リスクの低減効果を有する可能性があるということである。この 2 つの結果をより確実に実証するために別のグラフも紹介する。

図 2-2-2 MS-SRI と TOPIX のインデックス



出所：「モーニングスター社会的責任投資株価指数データ<sup>55</sup>」、TOPIX データより筆者作成

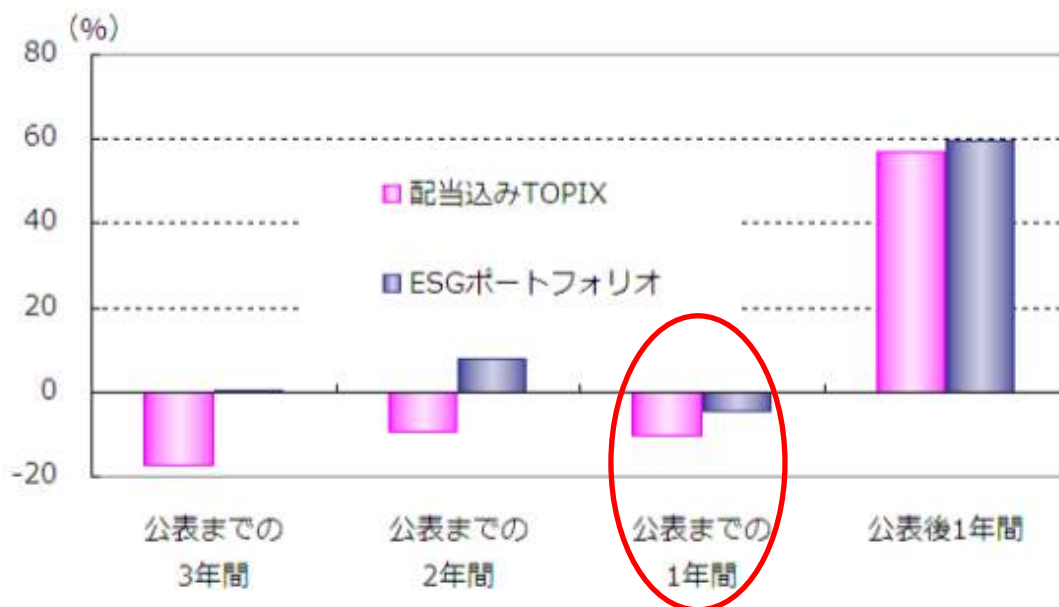
<sup>55</sup> <http://plusyou.tse.or.jp/theme/001/pdf/esg.pdf> (最終閲覧日：2015 年 10 月 25 日 (日))

<sup>56</sup> 「MS-SRI モーニングスター社会的責任投資株価指数」 <http://www.morningstar.co.jp/sri/> (最終閲覧日：2015 年 10 月 25 日 (日))

図 2-2-2 のグラフは「MS-SRI (モーニングスター社会的責任投資株価指数)」という指標を用いて、2004 年～2015 年の期間の TOPIX とのインデックスの差を示したものである。MS-SRI とは、モーニングスター社が考案した指標で、2015 年 7 月時点において清水建設やキッコーマン、伊藤忠商事など 150 社<sup>57</sup>が選出されており、東洋経済新報社が国内の上場・公開企業の CSR に対する取り組みを評価したものを基にモーニングスター社が SRI インデックスを構成し、インデックス算出等の管理や運営を行っているものである<sup>58</sup>。このグラフを見ても、MS-SRI のインデックスが絶えず TOPIX よりも良いインデックスを示していることがわかる。

次に図 2-2-3 では、ESG 投資には運用リスクの低減効果があることを示したい。この図は、先ほど紹介した「ESG で企業を視る」という東証のレポート発表前後の株式パフォーマンスについて示したものである。公表前、公表後どの期間をとっても ESG 銘柄の方が良いパフォーマンスを出しているが、特に注目したいのは、「公表までの 1 年間」という期間である。この期間は ESG 銘柄のポートフォリオ(「ESG で企業を視る」で選定された企業)も TOPIX もマイナスのパフォーマンスとなっている。しかし、TOPIX が-10%ほどであるのに対し、ESG 銘柄は-4%~-5%ほどに抑えられている。つまり、運用に失敗したとしても ESG 投資であればリスクを抑えることができる。

図 2-2-3 TOPIX と ESG ポートフォリオのリターンの比較



出所：大和総研 東証「ESG で企業を視る」公表後の株式パフォーマンス (2013) <sup>59</sup>

<sup>57</sup> 150 社一覧 [http://www.morningstar.co.jp/sri/xls/MS\\_SRI\\_20150724.xls](http://www.morningstar.co.jp/sri/xls/MS_SRI_20150724.xls)

<sup>58</sup> 「MS-SRI モーニングスター社会的責任投資株価指数」 <http://www.morningstar.co.jp/sri/> (最終閲覧日：2015 年 10 月 25 日 (日))

<sup>59</sup> [http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20130906\\_007654.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20130906_007654.html) (最終閲覧日：2015 年 10 月 25 日 (日))

以上より ESG 投資のリターンに関するメリットを整理すると、ESG 銘柄のリターンは TOPIX のリターンよりも良いこと、長期的に株を保有し続けた際により ESG 投資は有効性が高いこと、そして最後にリスクの低減効果を有すること、という 3 点にまとめることができる。

## 第 2 項 事業主に与える影響

企業にとって大きな影響を与える可能性のある存在として、投資家が挙げられる。なぜなら、一般的に投資家は企業の株を所有することで株主となり、その企業の利益を少しでも良くするように経営に関わっていくことになるからである。このように企業に大きな影響を与える可能性のある投資家が積極的に ESG 項目を高く評価すれば、企業でもその面の CSR 活動の促進に努めようという動きが活発になるはずである。CSR 活動の例としては、より高品質な商品作りやサービスの提供を心がける、また環境への負荷を軽減するための対策、女性の労働力を上手く活用するように企業の方針転換すること等が挙げられる。このような活動が日本全国に広がっていけば、社会全体の持続可能性を高めることにつながる。社会全体の持続可能性が高まり、企業の社会貢献が進めば投資家はもちろん日本全体にとってのメリットとなるといえる。

## 第 3 項 短期的パフォーマンス追求の弊害

第 1 章第 3 節でも述べたが、リーマンショックが起こった際に年金積立金の運用ポートフォリオでわずかな投資割合だった株式が、投資のほとんどを占めていた国債よりもはるかに大きな損害を出したことから、ハイリスクハイリターンの株式に投資することの危険性が認識されるようになった。特に GPIF のように国民から預けられている資金を運用しているような場合には、他の機関投資家よりもリスク回避への責任が重大であるため、短期的なパフォーマンスのみの追及は避けるべき投資行動ではないだろうか。それに加えて、莫大な規模の投資を行う機関投資家は一度投資した資本を簡単に投資先から回収することはできず、自然と長期的な投資になってしまう。このような特徴を持つ機関投資家にとって、ESG 項目は長期的な視点で投資判断をする際の良い指標として用いることができると考えられる。

ESG 投資が短期よりも長期のパフォーマンスの獲得に長けていることを表す 1 つの例として、なでしこ銘柄の短期・長期それぞれのパフォーマンスと日経平均株価を比較したものをここで示したい。なでしこ銘柄として挙げられている企業は表 2-2-2 の 26 社である。☆のマークが付いている企業は、2 年連続でなでしこ銘柄として選出された企業である。

そして図 2-2-4 が 2014 年に発行された日本経済新聞に載せられていたデータを基になでしこ銘柄の株価上昇率と日経平均株価の上昇率の比較を行ったものである。これを見るとわかるように、過去 1 年という短期間では日経平均株価の方が高い上昇率を示しているが、過去 5 年間という長期間ではなでしこ平均株価の方が日経平均株価よりも高い上昇率を示

している。このことから、なでしこ銘柄の方が長期間の投資における株価の上昇率は高く、長期間の投資に適していることがわかる。

表 2-2-2 なでしこ銘柄として挙げられている企業

認定企業(2年連続)	認定企業	
☆旭硝子	武田薬品工業	ブリヂストン
☆KDDI	ANA ホールディングス	三菱商事
☆住友金属鉱山	大阪ガス	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ
☆東京急行電鉄	オリックス	東京海上ホールディングス
☆東レ	IHI	日本郵船
☆ニコン	国際石油開発帝石	野村ホールディングス
☆日産自動車	ツクイ	トッパン・フォームズ
	カルビー	LIXIL グループ
	ローソン	日立製作所
	JFE ホールディングス	

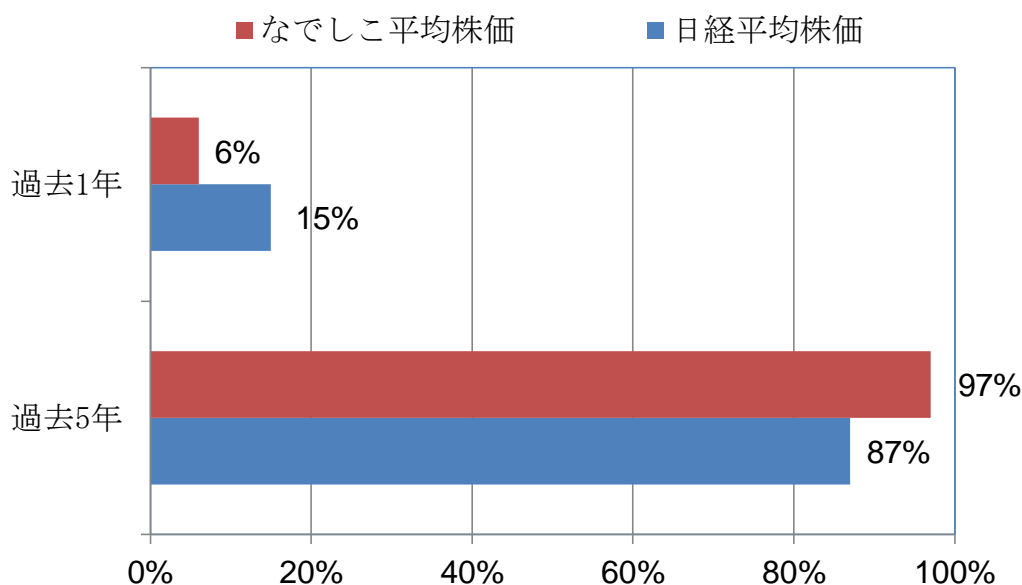
出所：日本経済新聞「相場に惑わぬ投資眼『ESG』で有望株を買う」（2014）

より筆者作成<sup>60</sup>

<sup>60</sup> 日本経済新聞

<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXZZO6852028019032014000000>

図 2-2-4 なでしこ銘柄の株価上昇率と日経平均株価の上昇率の比較



出所：日本経済新聞「相場に惑わぬ投資眼『ESG』で有望株を買う」(2014)  
より筆者作成<sup>61</sup>

### 第3節 事業主へのメリット

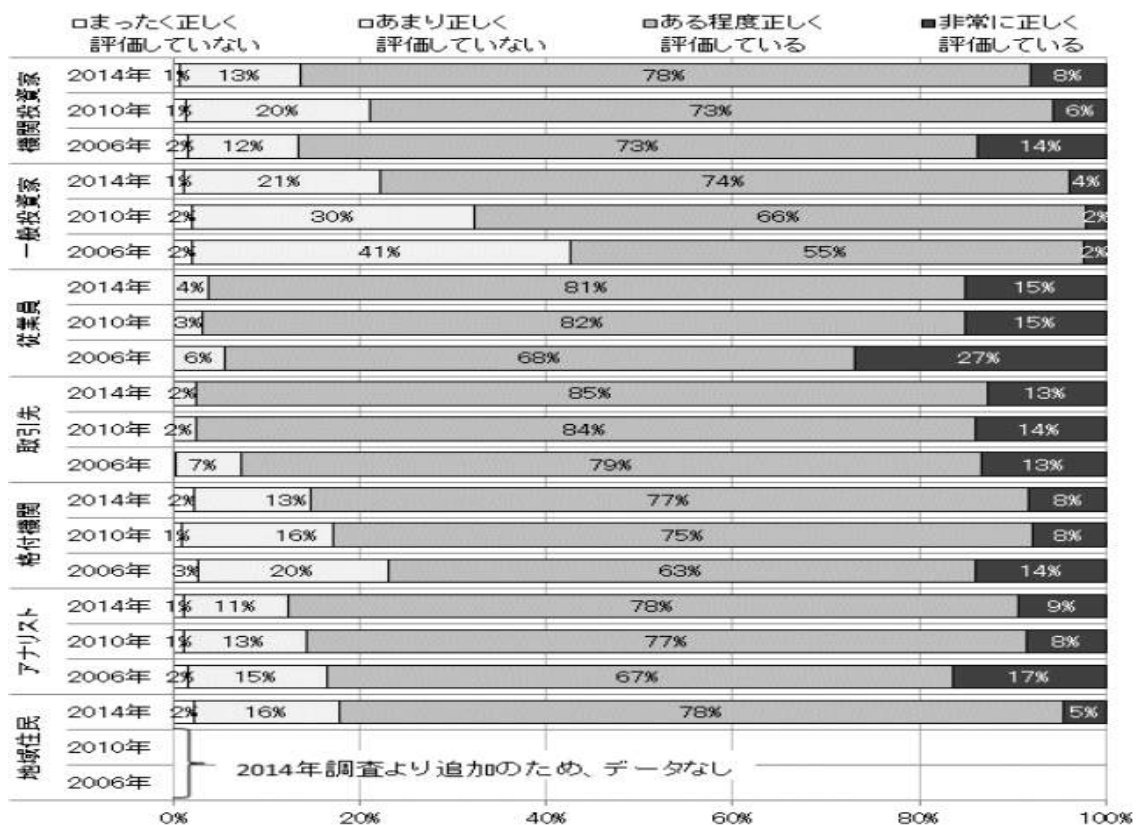
第2節では ESG 投資がもたらすであろう投資家へのメリットについて主に述べたが、ESG 投資は投資家だけではなく、事業主にもメリットがあると考えられる。第3節では ESG 投資がもたらす事業主へのメリットについて述べたい。

#### 第1項 企業の信頼やイメージの向上

企業が ESG 項目と関わりのある CSR 活動などを積極的に行い、その活動内容を広く一般に公開することにより消費者や投資家はその企業は今後どのような活動をし、またどのような成果を上げるのかなどを気にかけるようになれば、企業に対する関心を喚起することができる。また、積極的に環境や社会への貢献を行っていることが外部にアピールすることは、消費者に対して企業価値を判断するための情報提供をしていくことにつながるとも言える。企業の真の価値を広く理解してもらうことが出来れば、企業のイメージアップや信頼性の向上にもつながると考えられる。そして、最近ではこういった非財務面での企業側の取り組みに対して機関投資家や一般投資家などから正しい評価を受けることが出来ていると感じる企業も増えている。それを示したのが図 2-3-1 である。

<sup>61</sup>日本経済新聞「相場に惑わぬ投資眼『ESG』で有望株を買う」  
<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXZZ06852028019032014000000>（最終閲覧日：2015年10月25日（日））

図 2-3-1 自社の企業価値を正しく評価されているか（経営者に対する意識調査）



出所：経済同友会「日本企業のCSR」（2014）

図 2-3-1 は経済同友会が発表したもので、東日本大震災以降の企業経営者の意識調査の結果をまとめており、「下記のそれぞれの評価者が、貴社の企業価値（財務面に限らず、非財務面を含めて評価される総合的な企業価値）を正しく評価していると思いますか。」<sup>62</sup>という問いに対する経営者の回答を示している。

このグラフからは、およそ 8 割以上の経営者が非財務情報も含めた自社の企業価値について正しく評価されていると感じていることがわかる。つまり、ESG 項目を高めるためのコストはきちんと評価されており、無駄にはなっていないということである。

## 第 2 項 消費者の ESG 項目に対する意識

何年も前から、地球温暖化やその対策等が懸念されてきたこともあり ESG 項目の中でも特に環境に対する消費者の意識は高まってきているといえる。その例としては消費者庁の調査結果に示されている「消費者として心掛けている行動」<sup>63</sup>が挙げられる。図 2-3-2 の右

<sup>62</sup>公益社団法人経済同友会「日本企業の CSR」

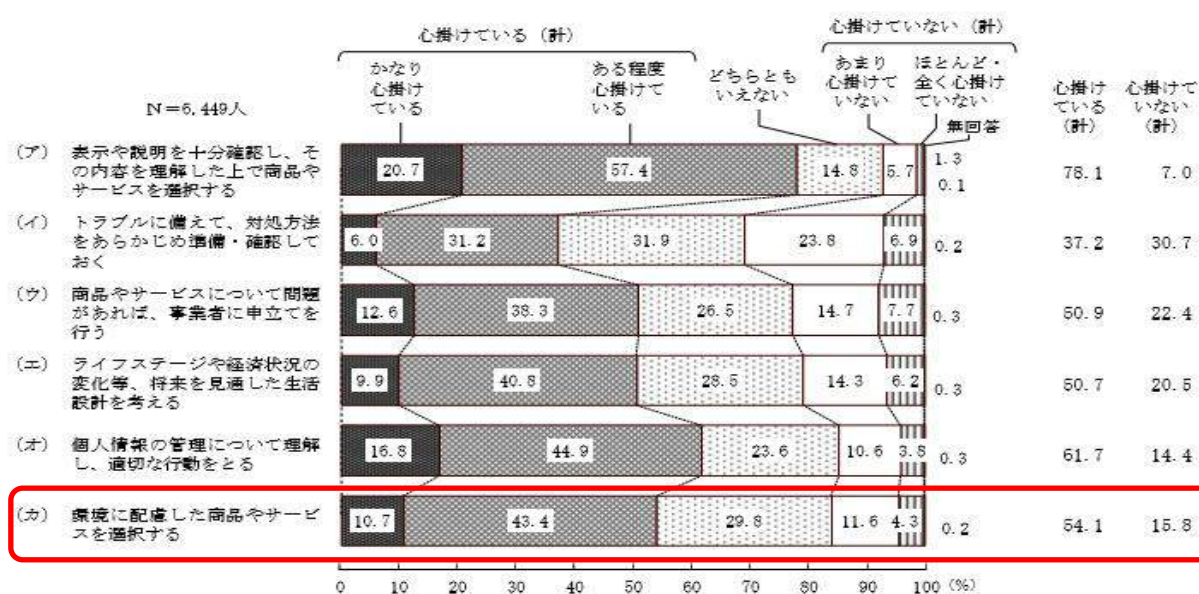
<http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2014/pdf/140514a.pdf>（最終閲覧日：2015 年 10 月 25 日（日））

<sup>63</sup>消費者庁「消費者意識基本調査」



側に書いてあるように、「かなり心掛けている」と「ある程度心掛けている」を「心掛けている」として1つにまとめると、(ア)「表示や説明を十分理解し、その内容を理解した上で商品やサービスを選択する」の78.1%、(オ)「個人情報の管理について理解し、適切な行動をとる」の61.7%に続いて3番目に(カ)「環境に配慮した商品やサービスを選択する」と答えた消費者が54.1%が多かった。

図 2-3-2 消費者として心掛けている行動



出所：消費者庁『消費者意識基本調査』(2014)

このように消費者の間で環境面に対する意識は身近なところから徐々に高まってきているということがわかる。この事実を踏まえると、環境の分野で CSR 活動を積極的に行えば企業の業績にもつながる可能性があると言えるのではないだろうか。これは企業にとってその分野での CSR 活動に取り組む良いインセンティブになると考えられる。

### 第3項 投資家の意識改革

投資家がどのような基準で投資を行っているかという情報は事業主にとって重要なものだが、反対に事業主側が自社のアピールしたい点を明確に投資家に伝えることで、投資家の投資判断項目に影響を与えることはできないだろうか。もしそれが可能ならば、財務情報のほかにも ESG 項目のような非財務情報を自社のアピールポイントとして事業主側が積極的に公表すれば、今までは財務情報しか気に留めていなかったような投資家も新たな投資判断項目としての ESG 項目を重視し始めるきっかけとなると考えられる。そして、この

[http://www.caa.go.jp/adjustments/pdf/150619\\_kekka.pdf](http://www.caa.go.jp/adjustments/pdf/150619_kekka.pdf) (最終閲覧日：2015年10月25日(日))

ように投資家の意識を変えられることができれば事業主側も利益を出すことばかりに執着しなくなり、新たな商品開発などに力を入れやすくなる。これは財務情報と非財務情報を合わせた企業価値の上昇に大いに役立つと考えられる。

## 第4節 今後の課題

ここまで ESG 投資が投資家と事業主にもたらすメリットについて述べてきたが、ESG 投資自体はまだ日本では広がっておらず、ESG 投資に関する課題も多くある。第4節では ESG 投資の今後の課題について述べていく。

### 第1項 ESG 項目内の関心度の違い

前述したように日本人は、環境への関心はとても高い。しかし、ESG の項目のうち S (社会) についての関心は低いといえる。その原因としては、日本は他国の人権問題や人種問題という分野に関して疎いことが挙げられる<sup>64</sup>。表 2-4-1 は企業判断や投資判断を行う際に投資家が何に注目しているのか、その内訳を表したものである。これを見ると、投資信託などにおいてベンチマークの運用成績よりもよいリターンを出そうとする積極的な運用戦略のことを指す「アクティブ運用」において、「重視している」とされた ESG 項目は、投資先の企業の「ガバナンス・リスク管理体制の整備」(G 企業統治に当たる)は 24.0%と内訳比率が最も高いのに対し、「人材育成・活用(若手・女性・高齢者等)」(S 社会に当たる)は 8.0%と下から 3 番目と関心が低いことがわかる。

表 2-4-1 企業評価や投資判断を行う際に重視している ESG 情報の内訳

	重視している			
	アクティブ戦略		パッシブ戦略	
CO2削減、廃棄物削減への取り組み	0	0.0%	0	0.0%
環境配慮型製品の創出・提供	3	12.0%	0	0.0%
サプライチェーンへの配慮	1	4.0%	0	0.0%
人材の育成・活用(若手・女性・高齢者等)	2	8.0%	0	0.0%
ガバナンス・リスク管理体制の整備	6	24.0%	2	8.0%
コンプライアンス問題の発生と改善策	5	20.0%	1	4.0%
非財務情報の開示レベル	3	12.0%	0	0.0%
CSR活動の内容	1	4.0%	0	0.0%
CSR活動にかけているコスト	0	0.0%	0	0.0%

出所:年金シニアプラン総合研究機構「ESG投資に関する運用会社アンケート結果」(2013)

<sup>64</sup> 三井住友信託銀行 Corporate Social Responsibility Report (2010)

このように社会に関する貢献は日本ではあまり重要視されていない傾向がある。そのため、社会に関する ESG 項目を効果的に活用するためには、他の財務情報、例えば「女性の人材育成を行ったことにより業績が上がった」などといったような投資家が興味を持てるような情報と共に公開していくことが重要である。つまり、ESG 項目のような非財務情報は積極的に公開するだけでなく、開示の仕方にも戦略を練る必要があると考えられる。

## 第 2 項 投資金の使い道

ある企業の CSR 活動に目をつけてその活動をもっと進めてほしいという思いでその企業に投資したとしても、自分の投資金がいったい何に使われているのかは投資家からは確認することが出来ない。これは特に環境問題や社会問題を少しでも改善したいと考えて投資を行っているような個人投資家にとって違和感がある。そして、このような違和感が投資の妨げとなっている。

この問題への 1 つの対処法としては「インパクト投資」が挙げられる。インパクト投資とは、教育や福祉などの社会的な課題の解決を図ると共に、経済的な利益を追求する投資行動の事である<sup>65</sup>。この投資方法ならば、自分が投資した資金が具体的にどのようなプロジェクトに使われているのかがわかるため、個人投資家も自分が貢献したいと思う分野を選んで安心して投資を行うことが出来る。ESG 投資とは方法は違うが、環境問題や社会問題に貢献したいという思いから投資を行っている点は同じである。機関投資家のように多くのお金を投資しなくてもはっきりと社会貢献をすることが可能であるという点でとても有効な投資方法であるということが出来る。

## 第 3 項 GPIF の動向

日本で ESG 投資が思うように広まっていない原因の 1 つに他の投資家に与える影響が大きい機関投資家が ESG 投資を積極的に行っていないということが挙げられる。GPIF でも長い間 ESG 投資に関する議論は行われてこなかった。ESG 投資がすでに活発に行われている世界の国々では、公的年金の積立金を運用している基金等が他の投資家よりも一足早く ESG 投資を積極的に行い、それを見た他の投資家が後に続いて、国内で徐々に ESG 投資が進んでいくというパターンがほとんどである。しかし、日本では個人投資家や前述したインパクト投資などがむしろメインで機関投資家はその流れに置いていかれてしまっているような印象がある。

このように今までは比較的影の薄い存在だった機関投資家も最近になって少しずつ ESG 投資に対して前向きな姿勢を見せ始めている。2015 年 4 月 1 日に発表された GPIF の中期目標には、「株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素で

---

<sup>65</sup> G8 インパクト投資タスクフォース <http://impactinvestment.jp/impactinvestment/>（最終閲覧日：2015 年 11 月 2 日（月））

あるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、検討すること。」<sup>66</sup>と示した。さらに第2章第1節でも述べたように、PRI（国連責任投資原則）にGPIFが署名したことも同時に表明した。このように世界最大の機関投資家がESG投資の導入に積極的に乗り出したことで今後日本でもESG投資が広まっていく可能性が高まったといえる。

## 第5節 他国の事例

第5節では、実際に海外ではどのようにESGの側面に対して取り組みを行っているのか、その具体例を挙げていく。日本と比較して、他国ではESG投資の発展による成功例も数多く見受けられる。

日本の年金基金に関しては、2007年度の段階でSRIを組み入れているのはわずか6.9%にとどまっており、さらに組み入れている基金の半数以上で組み入れ比率が5%未満となっているのが現状である。したがって、本節では実際に海外でESG投資が進められている事例を参照していき、参考としていく<sup>67</sup>。代表的な2国として、積立金の規模が莫大であるアメリカ、ESG投資が国内で広まっているスウェーデンの2国について、導入に至った経緯や投資手法、実績などについて考えていく。

### 第1項 アメリカの事例

アメリカの年金基金においての特徴としては、ESG投資を行う上で、法規制を定めている場合が多い、ということが挙げられる。州法によって、スーダン・イランに関連した企業へのダイベストメント（投資排除）を定めている州が数多く見受けられる。カリフォルニア州法ではそれだけではなく、環境投資への要請についても定めている。法による規制を定めることで、ESG投資が発展しやすい環境が整えられている。

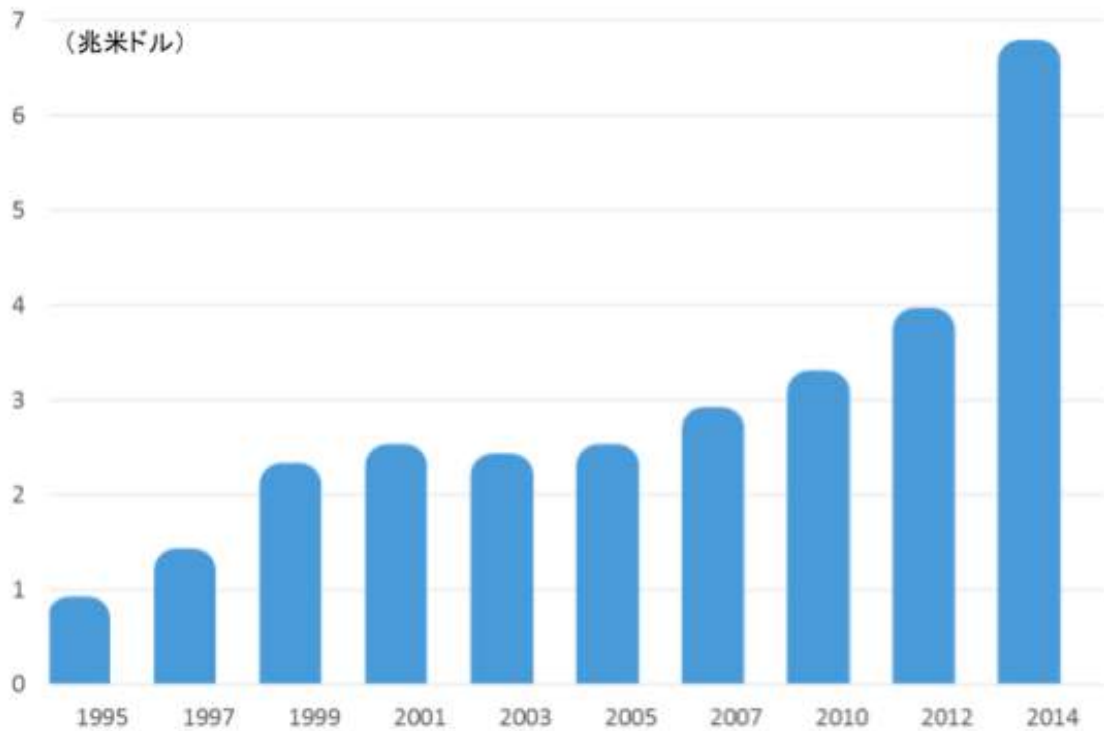
また、アメリカの年金基金のESG投資に対しての基本方針としては、「経済的リターンを優先する」もしくは「経済的リターンを損なわない上で取り組む」という理念が最優先である。問題企業の改善は市場全体の向上につながり、最終的には自分たちのポートフォリオの長期リターンの向上につながる、という意見が多く見受けられている。

また、近年のアメリカではESG投資の市場規模が急激に拡大していると言える。図2-5-1は、アメリカでのSRI投資額を表したグラフである。

<sup>66</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人中期目標（2015年4月1日）

<sup>67</sup> US SIF「US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014」  
「[http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)」  
（最終閲覧日 2015年11月7日）

図 2-5-1 アメリカでの SRI 投資額



出所：US SIF “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014<sup>68</sup>” より  
筆者作成

2012年初めには、SRI投資額はまだ3.74兆ドルだったものが、2年後の2014年初めには6.57兆ドルまで実に76%も拡大していることが分かる。近年でのアメリカでのESG投資への取り組みがいかに進んでいるかがこのグラフから読み取れるだろう。

では次に、実際にどのような取り組みを行っているか見ていく。アメリカでは公的年金基金が州ごとや対象者によって分かれている場合が多いため、本論文では例として、全米最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）での取り組みについて考えていく。CalPERSは2009年7月末の時点での資産総額は1904億米ドルであり、加入者数は49万人、受益者数110万人以上、所属団体数は約2600にまで及ぶ大型の年金基金である。資金力だけでなく、積極的な運用姿勢であることもまたCalPERSの特徴であり、その動向への全世界からの注目度も大変高いと言えるだろう。

CalPERSでは法規制の面において、社会、環境面に対して法的な規制が設定されている。社会面においては先ほど述べたスーダン関連企業への投資規制で、スーダンで活発に事業活動を展開している企業に対して投資することを禁じ、またスーダン関連企業へのすべて

<sup>68</sup> US SIF “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”  
[http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)（最終閲覧日：2015年11月7日）

の投資について、州議会へと報告する義務を課している。環境面に関しても、環境投資の実施が要請されている。具体的には、環境に関する企業の情報開示の推進、プライベートエクイティによるクリーンエネルギー関連企業への投資、株式資産の一部を環境スクリーニングファンドに配分すること、不動産ポートフォリオにおける省エネ推進、が実施の要請をされている。

次に、CalPERS で実際に行われている ESG 投資の実施手法について見ていく。大きく分けると、実行されている投資手法は 5 種類で、第 1 節第 3 項で述べたネガティブ・スクリーニング、インテグレーション、エンゲージメントに加え、コーポレート・ガバナンス・ファンド、環境テーマ・ファンドが主に実施されている。コーポレート・ガバナンス・ファンドとは、外部アセット・マネージャーへ運用を委託することと、外部パートナーの協力を得て自家運用することの 2 つで構成されている。2009 年 6 月の時点で 37 億米ドルの投資を行っており、コーポレート・ガバナンスを推進している。環境テーマ・ファンドとは、その名の通り環境に対して適切な取り組みを行っている企業や、環境面を配慮したビルなどの不動産などに対し、優先的に投資するもので、ポジティブ・スクリーニングと似た投資アプローチである<sup>69</sup>。

以上説明してきたように、日本の年金基金と制度は違えども、CalPERS では積極的に ESG 投資へと取り組んでいる。規模の大きな機関投資家が積極的に動くことで、他の投資家へと自然に働きかけることができるのである。これは、GPIF においても同じことだと言えるのではないだろうか。アメリカでの事例を参考にしつつ、次項ではスウェーデンの例について見ていく。

## 第 2 項 スウェーデンの例

### (1) 基本的な年金制度

スウェーデンの公的年金制度は、国庫負担で賄われている最低保障年金部分と労使折半の保険料で賄われている所得比例年金部分との財政方式の異なる 2 つの部分から出来ている。最低保障部分は、被保険者期間や所得水準が原因で給付水準が低い者の最低限度の生活を保護するために設けられている。一方で、所得比例部分の保険料は個人所得の 18.5%を占めており、そのうちの 16%が賦課方式の確定拠出型年金、残りの 2.5%が積立方式の確定拠出年金になっている。そして、スウェーデンの公的年金制度の 1 つの特徴として挙げられるのが自動収支均衡機能を備えていることである。この自動収支均衡機能とは、賦課方式部分の保険料を 16%に固定して、年金基金の長期的な支払い能力を維持するため、負債と資産の均衡を考慮して給付額を変動させる機能のことである。

また賦課方式部分については、人口変動や経済的ショックによる給付の変動を抑えるための緩衝材としての役割を持つ積立金も存在する。この積立金の運用を行っているの

---

<sup>69</sup> 「カルパース公式ホームページ」

<http://www.calpers.ca.gov/> (最終閲覧日：2015 年 11 月 7 日 (土))

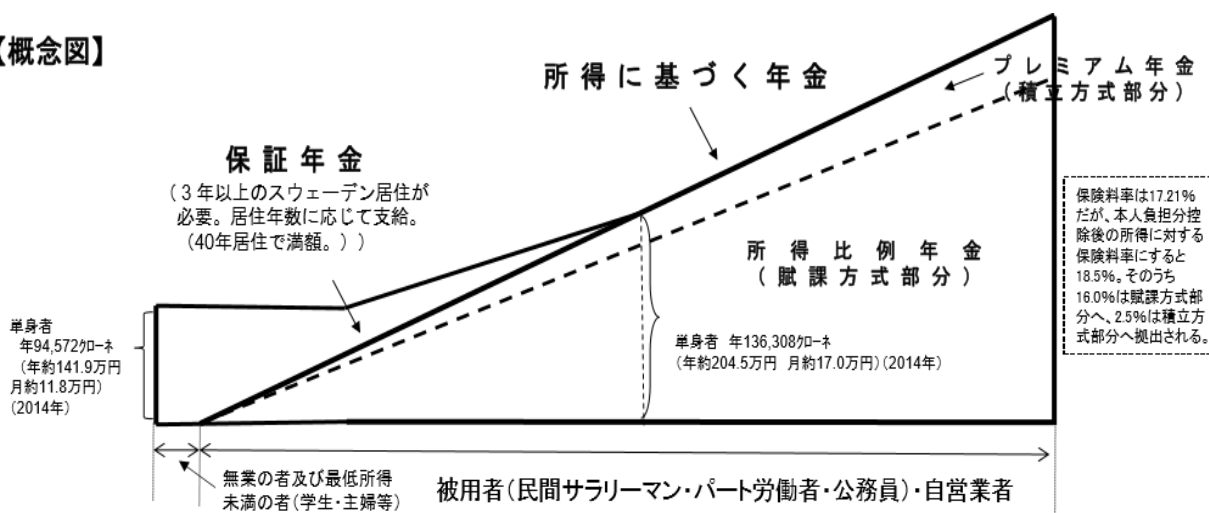
が AP 基金である。この AP 基金は出生率の低下と高齢化の影響により 2003 年から取り崩しが始まっている。

## (2) 積立金運用における日本との相違点

積立金運用に当たっては、日本とスウェーデンにおいて大きな差異がある。スウェーデンの AP 基金は所得比例年金部分の積立金しか運用しない。つまり、最低保障年金部分の給付については運用結果の影響を受けることはない。そして、万が一運用において損失が発生した場合には将来世代にその損失を先送りすることなく、自動収支均衡機能で調整することがあらかじめ決められている。それに対して日本の年金積立金運用機関である GPIF は、積立金の原資である厚生年金保険料と国民年金保険料が基礎年金の財源をも含んでいるために基礎年金部分まで含めて運用してしまっている。日本の年金の最低保障部分を担う基礎年金が積立金運用結果の影響を受けるということは、実質的に最低保障の役割を果たせていないことになる。さらに、日本にはスウェーデンの自動収支均衡機能のようなものが存在しないためリスク管理が不十分であり、どの世代が運用リスクを負うのかが明確にされていないため将来世代に負担が先送りされる可能性もあり、将来の現役世代の保険料負担を大きくしないという本来の積立金運用の目的とは違う結果を生み出すことになる可能性もある。(また、図 2-5-3 については 2015 年 10 月から 2 階部分が厚生年金に一元化されている。)

図 2-5-2 スウェーデンの年金構造

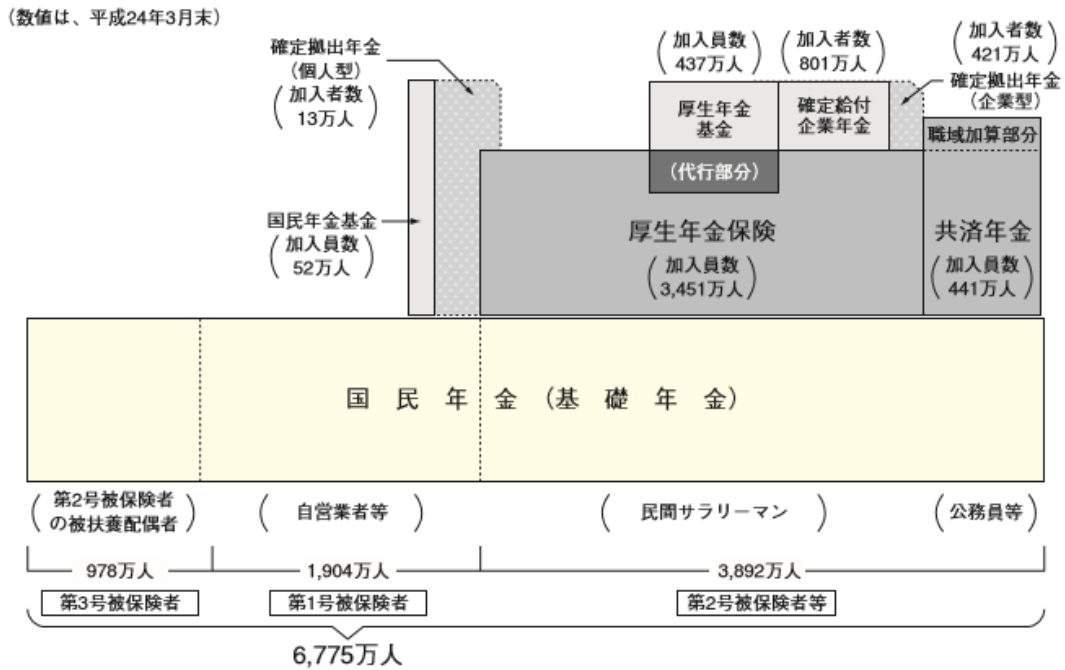
### 【概念図】



出所：厚生労働省 「スウェーデンの年金制度の概要」<sup>70</sup>

<sup>70</sup> 厚生労働省 <http://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/pdf/shogaikoku-sweden.pdf> (最終閲覧日：2015年11月5日(木))

図 2-5-3 日本の年金構造



- (注) 1 厚生年金基金、確定給付企業年金及び私学共済年金の加入者は、確定拠出年金（企業型）にも加入できる。  
 2 国民年金基金の加入員は、確定拠出年金（個人型）にも加入できる。  
 3 第2号被保険者等は、被用者年金被保険者のことをいう（第2号被保険者のほか、65歳以上で老齢又は退職を支給事由とする年金給付の受給権を有するものを含む。）

出所：厚生労働省『厚生労働白書』（2013）<sup>71</sup>

### (3) 政府主導の ESG 投資

同項 (1) でも名前が出てきたが、日本の GPIF のように年金の運用を行っているのがスウェーデンの AP 基金である。今後日本でも年金積立金の運用で ESG 投資を積極的に活用していくためには、すでに ESG 投資を盛んに行っているスウェーデンの AP 基金について詳しく知ることは重要なことである。よって、ここからは AP 基金のガバナンスやどのようにして AP 基金に ESG 投資が受け入れられていったのかについて詳しく述べたい。

#### ① AP 基金のガバナンス

AP 基金には AP1~4 と AP6、AP7 の計 6 基金があり運用の仕方はそれぞれの基金が独自に定めている。これらの基金はスウェーデン政府からの監視を受けており、政府から運営方針などの指示も受けている。また、政府に対して報告書の提出も行っている。運用結果は年毎に政府に報告され、政府は過去 5 年間の運用結果を評価する。その他にも、外部

<sup>71</sup> 厚生労働省『厚生労働白書』（2013）



の独立監査法人などに基金の監査をさせ、その結果についても政府に報告されることになっている。

## ②ESG 投資考慮への流れ

AP 基金が ESG 投資を始めたきっかけは 2001 年に施行された国民年金基金法にある。その中で AP 基金の投資行動についても規定されており、「①年金被保険者の利益のため、リスク水準を低く抑えることを前提に長期的なリターンを最大化すること<sup>72</sup>②高いリターンの達成という第一の目標を犠牲にすることなく、倫理と環境を考慮すること<sup>73</sup>」と定められたのである。しかし、この法律の中で具体的に ESG 投資を行うことについて定められていたわけではなかった。よって、どのようにこの目標を達成するかは各 AP 基金に委ねられたが各基金が受け取っている保険料はスウェーデンの全労働者が支払っているものなので、AP 基金の独断で自由に投資先を決定することは多くの反発を招くことが予想された。そのことを考慮した結果、最終的に自国の批准している国際条約を基準に投資対象を決定することにしたのである<sup>74</sup>。

このようにスウェーデンでは政府が定めた法規に基づいて投資を行うというところから ESG 投資が始まったことを考えると、政府主導の ESG 投資であったといえる。

## (4) ESG 投資の実施方法

### ①ESG 投資への取り組み姿勢

AP 基金では万が一 ESG に関して問題のある企業の株を所有していたとしてもすぐに売却せずに、その企業との対話を通じて内部から変化させることができないかをまず考える。この企業との対話を通じて内部からその企業を改善させるという部分が、AP 基金が最も重要だと考えていることである。

### ②具体的な実施方法

主に ESG 投資を行っているのは AP1~4 の 4 つの基金であるが、投資の意思決定は AP1~4 の各基金の代表者で構成される倫理協議会が中心となって行っている。手順は次のとおりである<sup>75</sup>。

- 1, ポートフォリオにおけるスクリーニング
- 2, 違反事例の分析
- 3, 企業との対話

通常は行動を別に行っている AP 基金だが、投資先の企業の選定に関しては 4 基金が共同して行っている。このおかげで効率性も向上し、同じように ESG 投資に携わりたいと考えて

<sup>72</sup> The Swedish National Pension Funds Act(2000:192)(Chapter 4, section 1)

<sup>73</sup> Government bill 1999/2000:46 The AP Funds in the Reformed Pension System, section 7.1

<sup>74</sup> 財団法人年金シニアプラン総合研究機構 (2010) P.92

<sup>75</sup> 財団法人年金シニアプラン総合研究機構 (2010) P.93

いる海外の機関投資家とも連絡を取り合い、上手く連携していくことが出来る。

### ③企業との対話（エンゲージメント）

ここではまず、なぜスウェーデンが企業との対話を重視する体制をとるようになったかについてから述べたい。ESGに関して何か問題のある企業を見つけたとき、なぜすぐに売却せず、まず対話をするのかというところ、それはAP基金が保有する株式総額の10%が石油関係の銘柄であったというところから理由がある。石油関係の銘柄は少なくとも環境を害する可能性のある銘柄でありESGに反した投資先ともいえるため、当初はすべて売却することも考えていたが、果たしてそうすることがハイリターン、ローリスクにかなうのかどうかには疑念があった。そしてAP基金はすべてを売却するのはリスクが高すぎると判断し、対話により企業行動の改善を促すことを重視することにしたのである。対話を進めるところでは各基金同様の見解だったが、アプローチの仕方はそれぞれ異なっていた。例えば、AP1は国際条約に違反する企業は他国の企業が多いというところに着目して、国際的な対話の方針をとったのに対し、AP2～4は国内企業との対話から始めた<sup>76</sup>。

### ④対話記録の公開

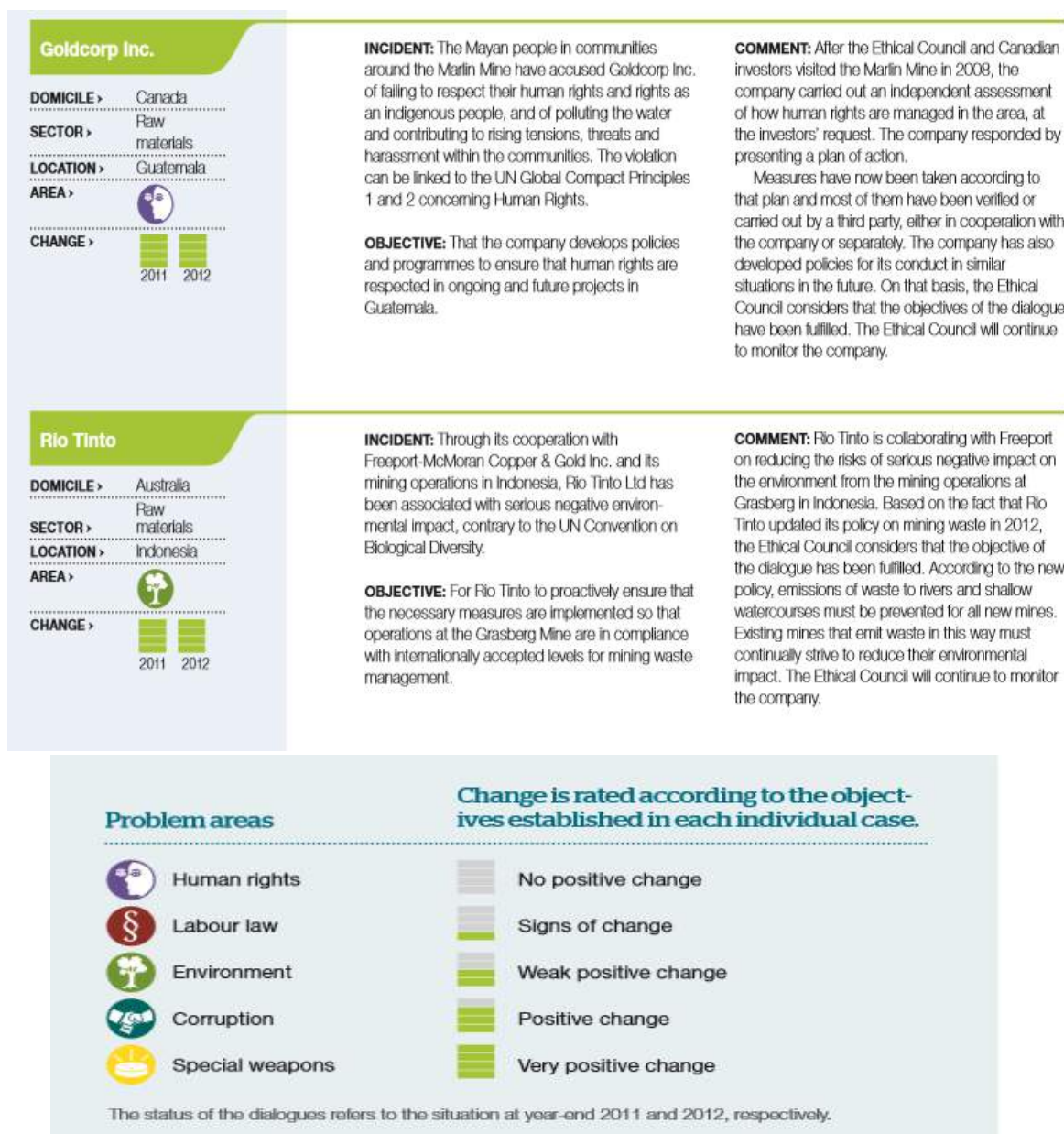
このように企業との対話に力を入れているAP基金では、企業との対話記録を倫理協議会の年次報告書で公開している。そこには、図2-5-4のように対象企業名、対話を行っている理由、今後の目標、対話の進展具合などが記されている。ここでどの程度対話の結果を公開するのかは、企業と倫理協議会との信頼関係にも関わってくる問題であるため、慎重な判断が必要であると考えられている<sup>77</sup>。

---

<sup>76</sup> 財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2010）P.95

<sup>77</sup> 76に同じP.95

図 2-5-4 公開されている対話記録の例



出所：Ethical Council（2012）Annual Report 2012

⑤ ESG における今後の AP 基金の課題

AP 基金では、自国が批准している国際条約に反していないということを条件に ESG 投資を実施している。しかし、その 1 点のみに集中するのではなく今自国ではどのような ESG が必要とされているのか、また ESG 項目の数値化が難しいため、曖昧な部分はどうか等 ESG 項目をいかに判断していくのかという判断基準を明確にすることが望まれている。

#### (5) 日本とスウェーデンの ESG 投資に対する意識の差異

ここではまず、GPIF が定めている投資原則とスウェーデンの AP 基金の投資行動に制約を課している AP 基金法を比較してみたいと思う。

日本の GPIF が定めている投資原則を抜粋して示すと、「年金事業の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な視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」<sup>78</sup>と示されている。一方で、スウェーデンの AP 基金法では 2001 年の年金改革に伴う法改正で、「低リスクの下での長期リターンの最大化」かつ「倫理と環境も考慮」することが定められており、スウェーデンの AP 基金はこの任務に照らして適切と考える運用目標を自ら設定することになった。このように両者はどちらも「長期的利益の獲得」と「低リスク」な投資を心掛けている。しかしこの 2 つのポイントを満たすと考えられる ESG 投資への取り組み方は日本と北欧で温度差がある。この温度差はなぜ生まれるのだろうか。

年金シニアプラン総合研究機構へのヒアリング調査によると、2 つの要因が浮き彫りとなった。1 つ目の要因は国民性や国民の関心度である。環境問題や社会問題といった言葉にはなじみがあっても ESG 投資という投資方法があることを知っている人は日本ではまだ多くない。さらに、アメリカやスウェーデンの国民は確信があれば論拠がなくても投資に踏み切ってしまうことが多い。それに対し、日本人はもともと慎重な性格で投資に対してもきちんとした論拠がない限り投資を行わない。したがって、日本でも ESG 投資を普及させるためには、「ESG 投資では長期的に安定した利益を得られる」ということを実証的に調査した結果を大々的に発信していく必要がある。2 つ目の要因は、日本には ESG 投資と年金は別物だという考えが根強くあるということである。環境問題や社会問題への対策といったものは年金基金が手助けするものではないという意見が多い。これに対してスウェーデンなどでは持続可能な社会構築を国家戦略として掲げて様々な面で持続可能性を反映しているため、その一環として公的年金で ESG に配慮した投資を行うことには国民からの反対も特になく、社会的にごく自然なこととして受け入れられている。

このような違いが日本と北欧の ESG 投資に対する温度差を生み出しているのである。

---

<sup>78</sup> 「年金積立金管理運用独立行政法人」[http://www.gpif.go.jp/about/pdf/philosophy\\_03.pdf](http://www.gpif.go.jp/about/pdf/philosophy_03.pdf)（最終閲覧日：2015 年 11 月 5 日（木））

## 第3章 日本に適した ESG 投資

本章では2章で挙げた ESG 投資をどう日本の問題に即した形で実現していくかを提言したい。また、GPIF 主導で ESG 投資を行うことによる利点を示す。第1節では積立金運用と ESG 投資の相性、第2節では年金積立金運用を ESG 投資にて行うことによる財政面の利点、第3節では機関投資家である GPIF が ESG 投資を行う事による社会への影響を提言する。本論文の主張は本章第2節、第3節で述べる2本を大きな柱としている。

### 第1節 積立金運用と ESG 投資との相性

本節では、年金積立金運用と ESG 投資との相性を問題点、合致する点の両方の側面からアプローチして述べていく。第1項で相性の悪い点及び、問題点を提示している。ここで問題点に挙げているものについては関係機関の公式な発表を踏まえた上で我々の解釈を示した。また、公式発表についての矛盾を指摘できる点においては、矛盾点を指摘することどまった。第2項では、相性の良い点について3つの観点から述べている。第1章で挙げた年金積立金、第2章で挙げた ESG 投資それぞれの特性、特徴を合わせ検討する。

#### 第1項 相性の悪い点、問題点

ESG 投資と積立金運用の相性の悪い点、問題点として『受託者責任』と『議決権行使』という2つの点から示していく。

##### (1)受託者責任

受託者責任の概念は、信託に淵源を持つ英米法から生まれた。米国の企業年金に対しては、エリサ法（連邦法）により企業年金関係者に受託者責任を義務付けた。受託者責任には『忠実義務』という義務を含んでいる。元の米国の企業年金においては「投資、議決権行使等における他事考慮の禁止」「利益相反の恐れがある行為の禁止とその例外」「慎重な専門家の観点からの運用の在り方」<sup>79</sup>を例に挙げている。GPIF による公式なレポートによると、GPIF 法により以下の条文で定められている。

### 年金積立金管理運用独立行政法人法（平成十六年六月十一日法律第五号）

#### 第1章 総則

（管理運用法人の目的）

**第三条** 年金積立金管理運用独立行政法人（以下「管理運用法人」という。）は、厚生年

<sup>79</sup> 「受託者責任等について」

[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihosho-utantou/0000066899.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihosho-utantou/0000066899.pdf)（最終閲覧日：2015年11月2日（月））

金保険法（昭和二十九年法律第百十五号）及び国民年金法（昭和三十四年法律第四百四十一号）の規定に基づき厚生労働大臣から寄託された積立金（以下「年金積立金」という。）の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とする。

（役員等の注意義務）

**第十一条** 管理運用法人の役員及び職員は、年金積立金が厚生年金保険及び国民年金の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げてその職務を遂行しなければならない。

2 理事長及び理事は、管理運用業務に関する職務の執行に際しては、委任を受けて他人のために資産の管理及び運用を行う者であってその職務に関して一般に認められている専門的な知見に基づき慎重な判断を行うものが同様の状況の下で払う注意に相当する注意（第二十二条において「慎重な専門家の注意」という。）を払わなければならない。

3 理事長及び理事は、管理運用業務について、この法律、厚生年金保険法 若しくは国民年金法、これらの法律に基づく命令若しくは通則法 若しくはこの法律に基づいてする厚生労働大臣の処分又は管理運用法人が定める業務方法書その他の規則を遵守し、管理運用法人のため忠実にその職務を遂行しなければならない。

出所：「年金積立金管理運用独立行政法人法」（一部抜粋）<sup>80</sup>

この定めによると、「積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とする。」とある。更には、第十一条の定めにより、運用する積立金は被保険者から徴収した保険料の一部である故に、その運用には責任がある旨が示されている。また、この GPIF 法の条文中に触れられている『厚生年金保険法』には積立金の運用について以下の条文が示されている。

## 第四章の二 積立金の運用

（運用の目的）

**第七十九条の二** 年金特別会計の厚生年金勘定の積立金（以下この章において「積立金」という。）の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保

---

<sup>80</sup> 「年金積立金管理運用独立行政法人法」

[http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxrefer.cgi?H\\_FILE=%95%bd%88%ea%98%5a%96%40%88%ea%81%5a%8c%dc&REF\\_NAME=%94%4e%8b%e0%90%cf%97%a7%8b%e0%8a%7%97%9d%89%5e%97%70%93%c6%97%a7%8d%73%90%ad%96%40%90%6c%96%40&ANCHOR\\_F=&ANCHOR\\_T=](http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxrefer.cgi?H_FILE=%95%bd%88%ea%98%5a%96%40%88%ea%81%5a%8c%dc&REF_NAME=%94%4e%8b%e0%90%cf%97%a7%8b%e0%8a%7%97%9d%89%5e%97%70%93%c6%97%a7%8d%73%90%ad%96%40%90%6c%96%40&ANCHOR_F=&ANCHOR_T=)（最終観覧日：2015年11月1日（日））

険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来に渡って、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

出所：「厚生年金保険法」（一部抜粋）<sup>81</sup>

この定めにおいても、注目すべきは「専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という箇所である。第2章で示した通り、ESG投資においては、企業の財務データの変動のみを考慮するのではなく、環境・社会・企業統治の3つの観点から投資先の判断基準を設けるというものである。従来の投資家による判断基準は主に財務データの変動のみに偏っていたが、この判断基準をESGにすることによって、本来の運用の目的は被保険者の利益を追求すべきもとされている積立金運用について問題が生じる。ESGを投資判断基準に入れるということは、当然利益面の考慮もあるが、利回りを最優先しているとは決して言えないのである。詳しくは後述するが、GPIFが2015年9月に国連の責任投資原則に署名したことから『ESG投資を積極的に行う』方針を打ち出した。ここから、GPIFは長期的に安定した利回りに重きを置き、本来の運用目的の一つ『被保険者の利益』を最優先するという箇所からは少し外れた方針を示したと我々は解釈した。GPIFは受託者責任を果たす為にこの旨を積立金の出資者である国民に時間をかけ、誤認識がないように説明する責任がある。

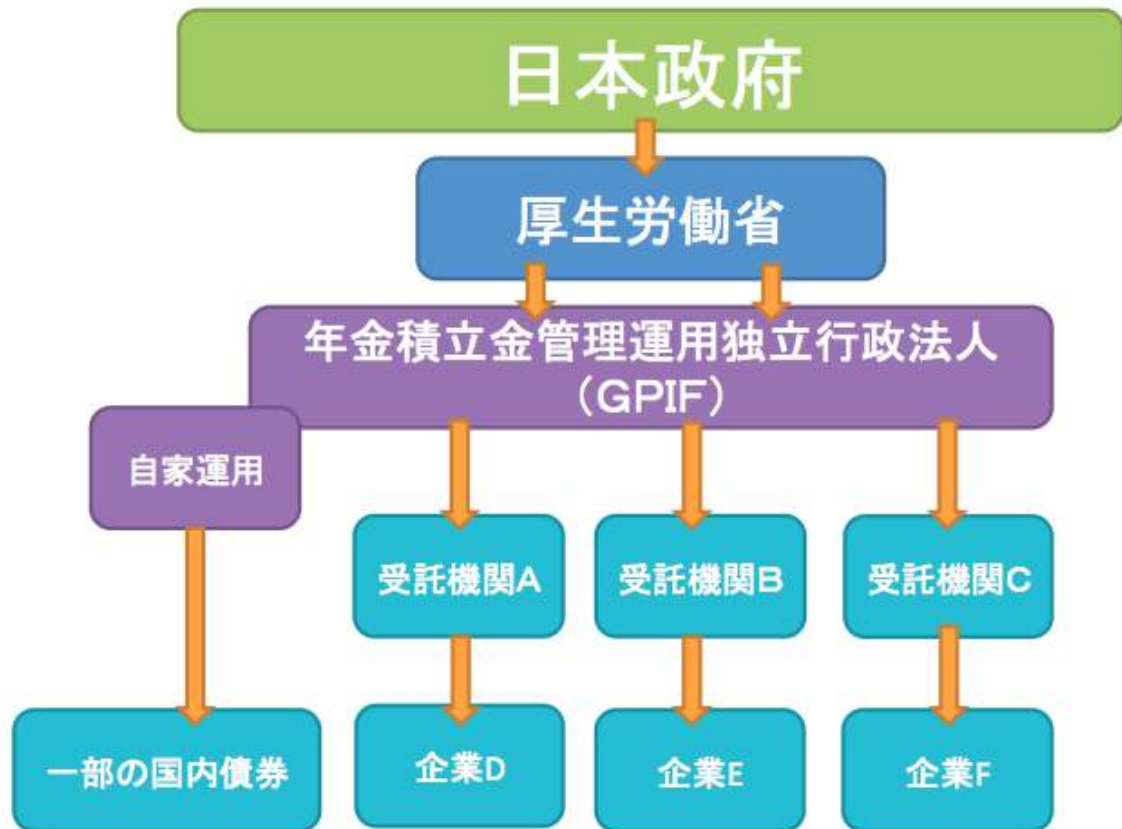
## (2)議決権行使

議決権とは、株主の権利として、会社の経営方針などに対して決議できる権利のことである。通常株式会社の経営方針は株主総会で決議される。この株主総会にて、株主は自分の保有する株式の数に応じて議決権を持ち、保有する株の割合が半分を超えていれば事実上経営の方針を決めることが出来る。年金積立金を運用する際にESG投資を行う事は、つまりESGの項目について努力している企業を選択し投資するのと同時に、議決権を行使してESGの項目に関してCSR活動を行う方針へと導くことも意味している。GPIFが議決権行使を行う際に問題になるのは、国が民間企業の経営に干渉してしまうのではないかとこの点である。以下の関係図にて詳しく説明する。

---

<sup>81</sup> 「厚生年金保険法」 <http://law.e-gov.go.jp/htldata/S29/S29HO115.html>（最終閲覧日：2015年11月1日（日））

図 3-1-1 受託機関関係図



出所：筆者作成

図 3-1-1 にあるように、GPIIF は厚生労働省管轄下の機関であり、委託された年金積立金においては、GPIIF が独自に運用する自家運用と、受託機関に更に委託するという 2 通りの方法を取っている。前者の自家運用部分については一部の国内債券のみに絞り、また市場の動きを示すベンチマーク通りに運用を行うパッシブ運用という方法を取っているため議決権を行使する状態にはなりにくいと考えられる。

現在、GPIIF は約 140 兆円超もの額を運用資産として扱う（2015 年度第 1 四半期末時点）世界一の機関投資家である。従って積立金運用に関して、議決権の大半を握ってしまうことが容易に想像できるだろう。そして厚生労働省は国の機関であるので、この議決権を行使した場合においては、自由経済日本国において国が受託機関を通じて間接的に経営に干渉してしまう結果となる。この問題については、第 1 章 3 節で示した「スチュワードシップ・コード」に GPIIF が署名したことにより、方針を明らかにした。GPIIF の発表した文書によると「議決権行使においてはコーポレートガバナンスの重要性を認識し、運用受託機関に対して、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを運



用ガイドラインにより示し、各運用受託機関において具体的な議決権行使の方針を作成し、これに基づき適切に行使するよう求めています。なお、年金積立金管理運用独立行政法人は、民間企業の経営に直接影響を及ぼさないように配慮し、個々の議案に対する判断を直接行わず、株主議決権の具体的な行使は運用受託機関に委ねることとしています。<sup>82</sup>とある。この文書からは、長期的な株主利益の最大化を目的とするならば議決権を行使する旨が示されている。

更には、2015年9月に GPIF は国連の責任投資原則（以下 PRI とする）に署名した。表 2-1-1 のように PRI に GPIF 独自の解釈と方針を示し、運用受託機関について積極的に PRI 加盟及び、ESG 投資を推進していく旨の文書を発表した。GPIF は自家運用において株式を直接保有し議決権を行使するという訳ではない。しかし、受託機関にはこのような決まりが無い為、受託機関が行使する議決権の強制力を我々は問題視している。文書によると「運用受託機関が行うエンゲージメント活動の中で、投資先企業における ESG の課題への対応方針について説明を求める。」「運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況及び活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める。」<sup>83</sup>とあり、第 1 章 3 節で示したスチュワードシップ・コードと併せて解釈すると ESG 投資を考慮し、議決権行使は運用受託機関に委ねる事になるので我々は国が経営に影響を大きく与える心配はないと考える。

## 第 2 項 相性の良い点

積立金運用と ESG 投資における相性の良い点について、『持続可能性』『機関投資家』という 2 つの側面から詳しく述べる。

### (1) 持続可能性

相性の良い点の 1 つ目として、持続可能性という点が挙げられる。第 1 章第 2 節で述べた様に、少子高齢化はある日突然やってくる訳ではなく、数十年かけて段階的に訪れる社会問題である。従って年金財政においても、長期的に安定した財源が求められている。一方、第 2 章第 2 節で述べた様に ESG 投資も、広く行われてきた短期的な投資に対して比較的ローリスクであり、長期的に利益を得る事の特徴としている。この様な長期に持続的な利益を得る事ができるという点でこの両者の求めている利益と投資方法が合致しており、相性が良い点と言える。

---

<sup>82</sup> 「日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況及び株主議決権行使状況の概要（平成 26 年 4 月～6 月）について」 [http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting\\_h26.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting_h26.pdf)（最終閲覧日：2015 年 1 月 1 日（日））

<sup>83</sup> 「国連責任投資原則への署名について」 [http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf)（最終閲覧日：2015 年 11 月 1 日（日））

## (2)機関投資家

2つ目は機関投資家としての性質が挙げられる。投資家という大きな括りを区別すると『個人投資家』と『機関投資家』の2つに分ける事が出来る。前者における特徴としては、運用資金が比較的少額なケースが多いので機動的で迅速な運用が可能であり、短中期的に投資を行う事が挙げられる。後者においては、運用資金が高額なため、短期的な売買が難しく自然と長期的な投資となるのが特徴である。また、受託者責任から低リスクな投資が求められる。GPIFは先ほど述べた様に140億円超を扱う世界一の機関投資家であるので、必然的に長期的にリターンがあり、低リスクな投資が求められる。この特徴にESG投資は合致している。また、年金シニアプランへのヒアリング調査から、機関投資家としてのGPIFがESG投資を行う事は、他の投資家に影響を与える事に加え、企業年金運用の指標にもなるという結果も得られた。

## 第2節 年金と財政面でのつながり

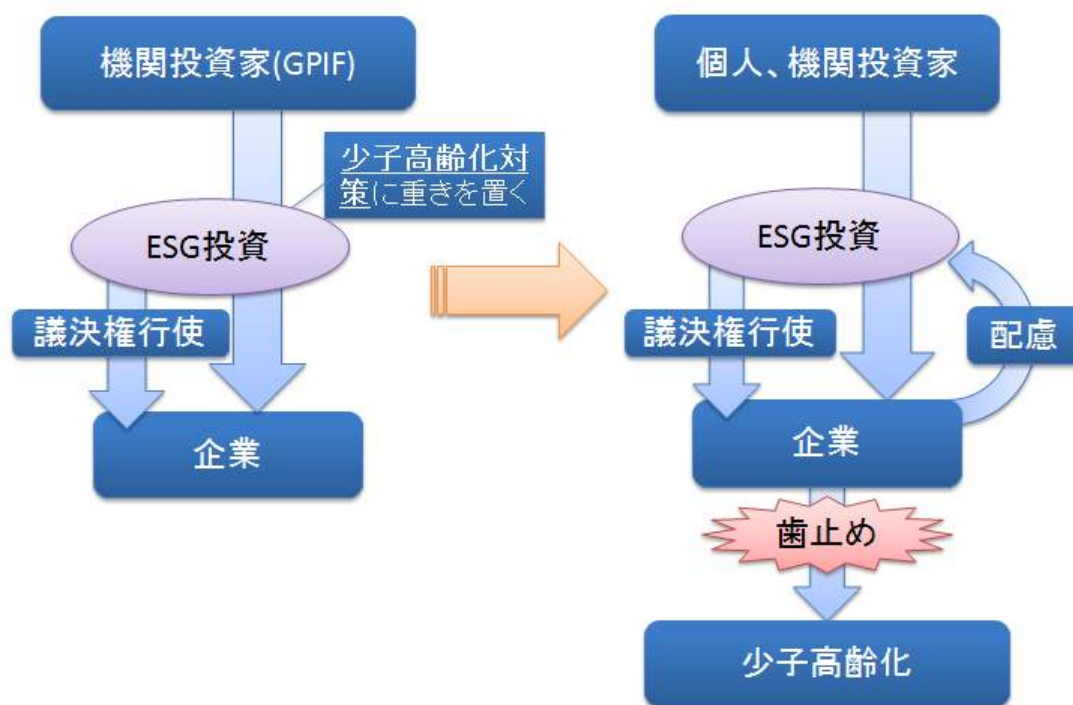
本節では本論文の根幹の1つである、ESG投資を行う事により生じる財政面での利益について提言する。第2章でも述べたようにESG投資の大きなメリットは、長期的に安定した利益を得ることが可能でかつ運用リスクの低減効果も有している事である。このメリットは年金積立金運用にESG投資を導入していくにあたりとても大切なメリットである。年金積立金は国民が納めている保険料の一部を積み立てているもので、いわば国民から預かっている資金である。したがって、その運用においては大きな損失を出すことなく安定した収益を上げ、国民の利益に資する必要があるといえる。この点において、ESG投資は非常に有効な投資手法になると考えられる。

それに加えて、第1節で述べたようにGPIFとESG投資にはいくつかの親和性があることを踏まえると年金積立金の運用でESG投資を活用することで、長期持続的で安定した収益の確保が可能になると予想される。それが実現できれば、世代間格差が是正できるのではないかと我々は考える。現在年金財政は5年に1度見直しを行い、今後100年先を予測して調整することになっている。しかし、少子高齢化に伴い、2017年までは保険料が上がり現役世代の負担が増え、また高齢化が進行し続けると、給付額が減額され被保険者にも負担がかかる。前者においては、現役世代が将来への不安を感じざるを得ない状況であり、また2017年までで保険料が高止まりするとされているが今後の財政検証等によりこの決まりが必ずしも守られるとは限らない。後者においても多くの方が約45年にもわたり保険料を払い続け、いざ給付を受ける立場になって減額されたら必ず不満の声がでる筈である。我々はこの現役世代、高齢世代間の格差を、どちらかまたは両方が負担を背負うという状況を改善したく、ESG投資を提言する。

### 第3節 社会変革の手段としての ESG 投資

第2節で ESG 投資と積立金運用の財政面での利点を挙げた。本節では本論文の根幹の2つ目にあたる、ESG 投資を通じた日本社会の問題解決について提言する。以下の図 3-3-1 は機関投資家が ESG 投資を行う関係図である。この図 3-3-1 を用いて詳しく述べる。

図 3-3-1 機関投資家が ESG 投資を行う関係図



出所：筆者作成

第1節で述べたように、機関投資家が巨額な資金を使い ESG 投資を行う事は、企業年金並びに他の機関投資家、個人投資家にも多くの影響を与えることがヒアリング調査からわかった。図 3-3-1 の左側の図にあるように、影響力を有する GPIF が受託機関を通じて ESG 投資を行う事で、投資先である企業は、その受託機関が投資基準とする ESG に対して配慮した CSR 活動を行う事となる。

ここで、我々は ESG 項目の中でも『少子高齢化』に重きを置いて CSR 活動を行っている企業に ESG 投資をすることを提言する。我々が少子高齢化に着目した ESG 投資を選んだのには大きく 2つの理由がある。まず1つ目に、我々の問題意識が少子高齢化に伴う年金問題にあるという点である。少子高齢化に起因する年金財政への懸念から、財政確保の

方法を考えた。よってこの根源である少子高齢化が解決へ向かえば年金財政も安定へと向かっていくはずである。2つ目は、図 1-2-5 で示した様にこれから勤労世代の中心となる若者の社会問題への関心度が最も高いという点である。

次に少子高齢化対策の具体的な指標を考えていきたい。我々は主な対策の例として、女性・高齢者・若者の雇用対策を考えた。雇用対策をすることにより、労働力人口が増え、年金財政が安定へと向かう。第 1 章 2 節で示した様に日本の出生率は下降の一途をたどっており、世界で比較しても相当低い値になっている。少子化に歯止めをかける為には女性の雇用環境を整える事が肝要である。従来、日本では夫が働き妻は専業主婦という構図が当たり前であったがバブルが崩壊して以来、景気の低下から共働き世帯が増えており、少子化の要因になっている。この状況が少子化へと大きく結びついている。よって我々は具体的な例として女性の雇用体制、環境を改善できれば少子化に歯止めをかけることが出来ると考えた。

高齢者雇用においても、元気でまだ働ける高齢者が給付される側から保険料を払う側に回れば年金財政をその分確保することが出来る。また、まだ働く元気があるにも関わらず、雇用してもらえていない高齢者に対しても給料の他に生き甲斐を創出することが出来る。

これらの例で示した様に、最初は GPIF 主導で時には議決権を使用しつつ ESG 投資を行い、他の投資家もその流れに従うようになれば、投資先の企業もそれに配慮するようになり、投資家は更にその配慮している企業に投資するという好循環が出来上がる。この好循環は、少子高齢化改善につながると考え我々は ESG 投資に年金積立金を使用することを提言する。

## 終章

我が国の公的年金制度は 1961 年に国民年金制度が創設されたことにより国民皆年金の体制を確立させた。しかし、少子化や長寿化といった人口問題はあまり重視されておらず、さらに当時の高い経済成長率を今後も維持し続けるという政府の「甘い見通し」<sup>84</sup>が原因で年金財政を維持するための改革は後ろ倒しにされていった。そして少子高齢化が長寿化による高齢者人口の増加と、出生率の低下による少子化が影響で今後もますます進んでいくことを考えると、修正積立方式をとっている我が国の年金制度は大きな打撃を受ける。年金制度の持続可能性を高めるためには高齢世代か勤労世代かのどちらかが「痛み」を感じる改革を行わなければならない、特に勤労世代にとっては保険料の増額、将来の給付水準の低下という 2 つの面で大きな負担となる<sup>85</sup>。これらは高齢世代と勤労世代の世代間格差につながる。また、高齢化による財政悪化や社会保険制度に対する若者の不安はとても高く、少子高齢化という社会問題を放置しておくことはできない。

このような中で、年金積立金運用の意義は高まってきているといえる。積立金運用で得られた利益を年金の給付原資として活用することができれば、高齢世代にも勤労世代にも「痛み」を与えずに年金の持続可能性を高めることができるからである<sup>86</sup>。しかし、その積立金運用にも問題点がないとは言えない。GPIF 改革後の現在の積立金運用はその収益の大部分を株式運用に頼っている。しかし、2008 年のリーマンショックの際には資産構成比が 10%に満たない国内株式が約 -36%の損失を出している。これは資産構成比が 50%を超える国内債券の損失の割合を大きく上回っている。年金積立金という国民から預かっている資金を運用していることからしても、リーマンショック時のような大きな損失は今後避けるべきである。

少子高齢化に端を発した我々が考える年金財政の負担の世代間格差の是正、または高齢世代・勤労世代の両者に共通する負担の軽減の必要性は高まっている。さらに、少子高齢化に歯止めをかけるための新たな政策の提言も求められている。

これらの問題を解決するために我々は「ESG 投資」という新たな投資方法を提示した。ESG 投資にはリターンの良さだけでなく長期持続的な収益の獲得やリスクの低減といった多くの利点があり、投資家・事業主の双方にメリットのある投資方法であると述べた。

私たちは世界最大の機関投資家である GPIF から ESG 投資を広めていくことが重要だと考えた。この点については、先日安倍首相が国連サミットの全体会合の場で ESG に配慮した投資を公的年金運用にも取り入れると表明したことから、今後日本でも ESG 投資が広まっていくだろう。

このことを前提に我々は、ESG 投資が年金財政の改善と社会問題の解決に資するという

---

<sup>84</sup> 駒村康平 (2014) p.107

<sup>85</sup> 玉木伸介 (2004) p.118,119

<sup>86</sup> 85 に同じ

ことを本論文の中で2つの大きな柱と位置付けた。

1つ目の柱は ESG 投資を積立金運用で活用し、長期持続的に安定した収益を得るという点である。積立金運用で安定的に収益を得ることができれば前述したような「痛み」を伴う改革を行うことを避けることができるため、世代間格差の是正や高齢世代・勤労世代の負担の軽減に役立つ。

2つ目の柱は ESG 項目の中でも特に「少子高齢化」に重きをおいて、CSR 活動等を行っている企業に投資を行っていくことである。GPIF のような機関投資家が受託機関を通じて ESG 投資に積極的に乗り出せば、企業は受託機関が投資基準とする ESG 項目に配慮した活動を行うはずである。雇用対策を行うことにより、少子高齢化の弊害といえる労働力不足を解消することにつながる。

ここまで積立金運用で ESG 投資を行うことの意義について述べてきたが ESG 項目の中には数値化等を行えない項目もあり、基準が曖昧となってしまうがちな課題もある。また我々自身が ESG 投資という新たな投資方法に興味を持ち、実践していくという努力も必要不可欠である。年金財政や少子高齢化は我々全員に関わる問題であり、その問題を解決へと導く1つの視点として「ESG 投資」の今後の重要性を強調して、この論文を締めることとする。

## 参考文献

### 書籍

- 井口直樹 (2010) 「日本の年金政策 負担と給付・その構造と機能」 ミネルヴァ書房
- エイミー・ドミニ (2002) 「社会的責任投資 投資の仕方ですべてを変える」 アテネ社
- 小幡績 (2014) 「GPIF 世界最大の機関投資家」 東洋経済社
- 駒村康平 (2003) 「年金はどうなる 家族と雇用が変わる時代」 岩波書店
- 駒村康平 (2009) 「大貧困社会」 角川 SSC 新書
- 駒村康平 (2014) 「日本の年金」 岩波新書
- 谷本寛治 (2003) 「SRI 社会的責任投資入門 市場が企業に迫る新たな規律」 日本経済新聞社
- 玉木伸介 (2004) 「年金 2008 年問題」 日本経済新聞社

### Web ページ

- 内閣府「平成 27 年度版 高齢社会白書」  
[http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/zenbun/27pdf\\_index.html](http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/zenbun/27pdf_index.html)  
[http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/zenbun/pdf/1s1s\\_1.pdf](http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/zenbun/pdf/1s1s_1.pdf) (最終閲覧日：2015 年 10 月 13 日 (火))
- 厚生労働省「人口動態統計」  
<http://www8.cao.go.jp/shoushi/shoushika/whitepaper/measures/w-2015/27pdfhonpen/pdf/s1-2.pdf> (最終閲覧日：2015 年 10 月 13 日 (火))
- 総務省統計局「人口推計」  
<http://www.stat.go.jp/data/jinsui/2013np/> (最終閲覧日：2015 年 10 月 14 日 (水))
- 城戸喜子「日本の公的年金制度・政策とそれらを巡る研究の生成・発展」  
<http://www.ipss.go.jp/syoushika/bunken/data/pdf/19964604.pdf#search='1976%E5%B9%B4%E8%B2%A1%E6%94%BF%E5%86%8D%E8%A8%88%E7%AE%97'> (最終閲覧日：2015 年 10 月 14 日 (水))
- みずほ総合研究所「年金支給年齢の更なる引き上げ」  
<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0801-2.pdf#search='%E5%B9%B4%E9%87%91%E6%94%AF%E7%B5%A6%E9%96%8B%E5%A7%8B%E5%B9%B4%E9%BD%A2+1994'> (最終閲覧日：2015 年 10 月 22 日 (木))
- 厚生労働省「持続可能な安心できる年金制度の構築に向けて」  
<http://www.mhlw.go.jp/houdou/2003/11/h1117-1a.html> (最終閲覧日：2015 年 10 月 22 日 (木))
- 厚生労働省「スウェーデンの年金制度の概要」  
<http://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/pdf/shogaikoku-sweden.pdf> (最終閲覧日：2015 年 11 月 5 日 (木))
- 厚生労働省「厚生労働白書」  
<http://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/kousei/14-1/dl/gaiyou.pdf#search='%E5%8E%9A%E7%94%9F%E5%8A%B4%E5%83%8D%E7%99%BD%E6%9B%B8'> (最終閲覧日：2015 年 11 月 5 日 (木))
- 経済企画庁「平成 4 年版国民生活白書」  
<http://www5.cao.go.jp/seikatsu/whitepaper/h4/wp-pl92-000m1.html> (最終閲覧日：2015 年 10 月 22 日 (木))
- 内閣府男女共同参画局「女性の労働力率と出生率の国際比較」  
[http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/whitepaper/h18/web/danjo/html/column/column08.html](http://www.gender.go.jp/about_danjo/whitepaper/h18/web/danjo/html/column/column08.html) (最終閲覧日：2015 年 10 月 22 日 (木))

厚生労働委員会「第185回国会 厚生労働委員会 第8号」  
<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/sangiin/185/0062/18511280062008c.html> (最終閲覧日: 2015年10月23日(金))

年金積立金管理運用独立行政法人「公式ホームページ」  
<http://www.gpif.go.jp/> (最終閲覧日: 2015年11月10日(火))

年金積立金管理運用独立行政法人「沿革」  
<http://www.gpif.go.jp/about/profile.html> (最終閲覧日: 2015年10月20日(火))

年金積立金管理運用独立行政法人「年金積立金運用に対する年金制度からの要請」  
<http://www.gpif.go.jp/operation/foundation/request.html> (最終閲覧日: 2015年11月10日(火))

年金積立金管理運用独立行政法人「スチュワードシップ責任を果たすための方針」  
<http://www.gpif.go.jp/public/policy/pdf/houshin.pdf> (最終閲覧日: 11月10日(火))

年金積立金管理運用独立行政法人「国連責任投資原則への署名について」  
[http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf) (最終閲覧日: 10月31日(土))

年金積立金管理運用独立行政法人「平成26年度業務概況書」  
[http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26\\_q4.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h26_q4.pdf) (最終閲覧日: 2015年10月10日(土))

年金積立金管理運用独立行政法人「当法人のご紹介」  
<http://www.gpif.go.jp/about/profile.html> (最終閲覧日: 2015年11月10日(火))

「GSIA 公式ホームページ」  
<http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf#search=Global+Sustainable+Investment+Review+2012> (最終閲覧日: 2015年11月7日(土))

「PRI 日本語版ホームページ」  
<https://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/ref01.pdf#search=PRI+%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%8E%9F%E5%89%87> (最終閲覧日: 2015年11月7日(土))

US SIF「US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014」  
「[http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)」  
(最終閲覧日 2015年11月7日(土))

「カルパース公式ホームページ」  
<http://www.calpers.ca.gov/> (最終閲覧日: 2015年11月7日(土))

年金積立金管理運用独立行政法人「国連責任投資原則への署名について」  
[http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf) (最終閲覧日: 2015年11月7日(土))

「ESGで企業を視る+YOU」  
<http://plusyou.tse.or.jp/theme/001/pdf/esg.pdf> (最終閲覧日: 2015年11月5日(木))

「アサヒグループホールディングス」  
<http://www.asahigroup-holdings.com/csr/> (最終閲覧日: 2015年11月5日(木))

「日産自動車」  
<http://www.nissan-global.com/JP/CSR/STRATEGY/PHILANTHROPY/> (最終閲覧日: 2015年11月5日(木))

「MS - SRI モーニングスター社会的責任投資株価指数」  
<http://www.morningstar.co.jp/sri/> (最終閲覧日: 2015年10月25日(日))

「モーニングスター 選定150社一覧」  
[http://www.morningstar.co.jp/sri/xls/MS\\_SRI\\_20150724.xls](http://www.morningstar.co.jp/sri/xls/MS_SRI_20150724.xls) (最終閲覧日: 2015年10月25日(日))

大和総研「東証「ESGで企業を視る」公表後の株式パフォーマンス」  
[http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20130906\\_007654.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-news/20130906_007654.html) (最終閲覧日: 2015年10月25日(日))

日本経済新聞「相場に惑わぬ投資眼『ESG』で有望株を買う」



<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXZZO6852028019032014000000>  
(最終閲覧日：2015年10月25日(日))

公益社団法人経済同友会「日本企業のCSR」  
<http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2014/pdf/140514a.pdf> (最終閲覧日：  
2015年10月25日(日))

消費者庁「消費者意識基本調査」  
[http://www.caa.go.jp/adjustments/pdf/150619\\_kekka.pdf](http://www.caa.go.jp/adjustments/pdf/150619_kekka.pdf) (最終閲覧日：2015年10月25  
日(日))

「G8インパクト投資タスクフォース」  
<http://impactinvestment.jp/impactinvestment/> (最終閲覧日：2015年11月2日(月))

「受託者責任等について」  
[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu  
\\_Shakaihoshoutantou/0000066899.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000066899.pdf) (最終閲覧日：2015年11月2日(月))

「年金積立金管理運用独立行政法人法」  
[http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxrefer.cgi?H\\_FILE=%95%bd%88%ea%98%5a%96%40%88%ea%81%5a%8c%dc&REF\\_NAME=%94%4e%8b%e0%90%cf%97%a7%8b%e0%8a%7%97%9d%89%5e%97%70%93%97%a7%8d%73%90%ad%96%40%90%6c%96%40&ANCHOR\\_F=&ANCHOR\\_T=](http://law.e-gov.go.jp/cgi-bin/idxrefer.cgi?H_FILE=%95%bd%88%ea%98%5a%96%40%88%ea%81%5a%8c%dc&REF_NAME=%94%4e%8b%e0%90%cf%97%a7%8b%e0%8a%7%97%9d%89%5e%97%70%93%97%a7%8d%73%90%ad%96%40%90%6c%96%40&ANCHOR_F=&ANCHOR_T=) (最終閲覧日：2015年11月1日(日))

「厚生年金保険法」  
<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S29/S29HO115.html> (最終閲覧日：2015年11月1日(日))

「日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況及び株主議決権行使状況の概要(平成26年4月～6月)について」  
[http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting\\_h26.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting_h26.pdf) (最終閲覧日：2015年11月1日(日))

#### 論文

一般財団法人 厚生労働統計協会 (2015) 「保険と年金の動向」 Vol.61 No.14

福山圭一 (2014) 「週刊社会保障」 No.2805

松永悠子 (2014) 「損保ジャパン日本興亜 RM レポート Issue 108」

財団法人 年金シニアプラン総合研究機構 (2010) 「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」

三井住友信託銀行 (2010) “Corporate Social Responsibility Report”