

ESG と受託者責任—適切な投資家対話に向けて

森 明彦

ESG という言葉をご存じだろうか。投資関係の業務に携わっておられる方々には先刻ご存じと思われるが、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（企業統治）の頭文字を取ったもので、投資先企業の選定にあたり、財務パフォーマンスのみならず、こうしたより広範囲の問題にどれだけ責任を持って携わっているかを判断する際の項目を示したものである。従来は、こうした観点は企業の利潤追求とは別のベクトル、即ちどちらかといえば、社会の「公器」たる企業の社会的責任（CSR）や社会貢献の文脈で論じられることが多かったように思う。勿論そうした観点は重要ではあるが、そうした位置づけであったが故にこれまでは——特に投資家との関係においては——ESG が余り中心的に語られることはなかった。しかし、あることをきっかけに ESG に対する世間の注目がにわかに強まっている。それは昨年 9 月の GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）による国連責任投資原則（PRI ; Principles for Responsible Investment）への署名だ。

GPIF については 2014 年 5 月のスチュワードシップコード（責任ある投資家の諸原則）の受け入れにより、明示的に「責任ある投資家」として企業価値向上に向けた一定の役割を果たすこととなったが、更に同法人が PRI にも署名したことで、運用を受託するアセットマネジメント会社においても、今後実際の投資に際して、こうした ESG の観点をより明確に意識する必要性が生じてきている。

しかし投資家にとって、この ESG とスチュワードシップ（受託者責任）の関係整理は容易ではない。というのも、上記のように「ESG 考慮」を企業の「利潤追求」と別個の相反するベクトルとして捉えると、投資プロセスに企業の ESG 問題を組み込むことは、リターン最大化を追求すべき投資家の利害と相反することとなり、むしろ受託者責任に背きかねない（換言すれば ESG は運用資産の価値を損なわない範囲でしか考慮が許されない）という考え方がこれまで強く支持されてきたからだ。この 2 者を相反事象と捉える場合、投資家サイドから見れば、そうした考えは当然無理からぬことであろう。

このジレンマを如何に解いて行くのか。鍵の一つは「時間軸」にあると思われる。即ち、短期的利益のみを追求すれば ESG は利益相反事象となりかねないが、中長期的な持続的成長から利益を得ていくと考えるのであれば、ESG への配慮は sustainability 確保を通じてトータルな利益向上に寄与する（むしろ不可欠な要素ですらある）ということだ。特に年金運用など長期の資金運用の場合、このことはより明確に意識されて然るべきであろう。一方、企業サイドにおいても、そういった要素を中長期的の価値創造ストーリーとして投資家にきちんと示していくことも重要である。例えば自動車産業における安全への取り組み、食品企業における環境保全への取り組み、新興国等への進出企業における社会的配慮などは、当該企業や産業が安定的発展を遂げるための基礎的インフラであるとも言える。こうした情報を例えば統合報告等を活用してきちんと投資家に示していくことも、ESG が中長期的な投資収益最大化と両立する（むしろそれを確固たるものにしていく）ことを証明する有効な手段になるはずだ。

しかし実際の評価の仕方など実務面での課題は多い。「ESG インテグレーション」と、それを含めた開示や対話能力の向上、これが今後の投資・ガバナンス改革「第二ステージ」の主要テーマになっていくことだろう。

2016 年 3 月 22 日