

ESG投資におけるリスク軽減——サプライチェーン評価の進展と展望

Date: 2019年8月26日

By: グレゴリー・ルイス, ブルース・マクレナン

近年、資産運用業界ではESG投資（Environment（環境）、Society（社会）、Governance（ガバナンス）の頭文字に由来）が改めて脚光を浴びています。多くの投資家や投資ファンドがESGを取り入れるべく、投資戦略の見直し、改定を始めています。ESG投資といえば、これまでは環境投資の側面が注目の的となっていました、近時では、社会・ガバナンスの側面も同様に注目されるようになってきました。

こうした潮流の背景には、政府、民間団体、消費者、ひいては投資家が、企業に対して、ESGに沿って事業経営を積極的に進めることを強く求めるようになったことがあります。たとえば、調達先の選定に注意を払い、人々の健康や社会的利益（環境など）を害する要因をサプライチェーンから取り除くことが企業に求められるようになりました。すでに、いくつかの国では、サプライチェーンを監視し、積極的に管理することを企業に求める立法がなされており、企業は、倫理的な労働環境・事業経営を行う調達先を選択し、そうでない調達先との取引をやめるようになってきています。

このような動きは、製品を開発・製造・販売する事業会社のみならず、その株主である投資家にも影響を及ぼすようになってきました。投資先企業の事業活動や事業方針が人権保護、環境保全、労働、ガバナンスなどの法規制に違反していたり、社会風潮に照らして擁護しがたいものであったりすると、株主である投資家も、風評被害、さらには民事・刑事上の責任に晒されかねません。投資ファンドやそのファンドマネージャーは、株主として、この潜在的なリスクに備えることが必要になっています。

この潜在的なリスクに対応するため、先進的なファンドマネージャーは、次のような対策に目を向け始めています。（1）デューデリジェンスの判断要素として、ESGを取り込んだサプライチェーン評価方針を採用することで、ESG関連リスクを特定し、その経済的影響を評価する。（2）倫理的なサプライチェーン維持のための内部方針を設け、投資先企業による遵守の取り組みを監視する。（3）ファンド説明資料の投資リスクのセクションに、ファンドによるESG関連リスク評価の結果を詳述し、サプライチェーンのESG評価の開示を強化する。

ESGの進展を背景に、資産運用業界では倫理的なサプライチェーンの評価が広く議論されており、また、倫理的サプライチェーンの実現に向けた法律上の枠組みも世界的に広がっています。本稿では、まだESGについてよく知らないファンドマネージャーの方向けに、これらを概説していきます。

ESGの発展

ESGという言葉は、2004年に国連が発表した報告書“[Who Cares Wins](#)”で初めて使われました。この革新的な報告書は、国連と主要な金融機関による共同イニシアティブが取りまとめたもので、ESGは経済的に重要な価値があり、資本市場に取り込まれるべきという考えを前提に置いています。これは、社会的責任投資（SRI: Social Responsibility Investment）の進展に見られた従来の考え方が、道義的・倫理的問題のある投資先を避けるネガテ

イブ・スクリーニングに焦点を置き、経済的な価値の算定を伴わないものであったこととは対照的です。ESGという言葉が出現して以降、企業の情報開示などで、ESGとSRIはしばしば同様の意味で使われています。[1]

国連が報告書を発行して以来、ESG投資は加速度的に成長しています。社会責任投資の促進を目指す非営利団体「US SIF Foundation」の2018年の報告書“[2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends](#)”によると、2018年時点で、SRI資産の価値は、米国で運用されている全資産の四分の一を超えました（46.6兆ドルのうち12兆ドル）。この数字は、US SIF Foundationが前回調査報告を発行した2016年から2年間でおよそ38%増加しており、1995年の初回の報告書と比較すると実に18倍に増加しています。2018年7月11日付でGeorg Kell氏がForbesに発表した記事“[The Remarkable Rise of ESG](#)”によると、ESG資産はいまや世界中の職業投資家の運用資産のうち20兆ドルを占めていると見積もられています。

ESGが投資評価において重要であるという考えは、国連が支援する非営利組織The PRIによって大きく広がりを見せました。The PRIはPrinciples for Responsible Investment（責任投資原則）の頭文字に由来します。責任投資原則は6つの原則で構成され、「投資家による、投資家のための」原則と謳われています。The PRIは2006年4月に発足し、ウェブサイトによると、現在1,600のメンバーを抱え、その運用資産総額は70兆ドルに及んでいます。[3] PRIはメンバーに対し、6原則の遵守[2]や関連指標についてのデータ開示のプラットフォームを提供しています。PRI以外にも、ESG活動の様々な側面に着目したプラットフォーム（[Global Reporting Initiative](#), [International Integrated Reporting Initiative](#), [Sustainability Accounting Standard Board](#)など）やESG開示を補完するプラットフォームを提供する団体が続々と現れています。さらに、The PRI設立の翌年、国連貿易開発会議は、[持続可能な証券取引所イニシアティブ](#)（Sustainable Stock Exchange Initiative）を発足しました。世界中の46の証券取引所に対して、上場企業向けにESG開示に関する詳細なガイダンスを交付するよう促しています。このようなESG報告に関する新たな枠組みが、年次報告、企業のウェブサイト、証券取引所の開示情報といった旧来の情報源を補完し、またESGデータそれ自体を比較する基盤となっています。

これらの進展により、企業の法定情報開示・任意情報開示は、企業が倫理的投資原則に準拠していることを確認する主要なツールになってきました。政府が企業に情報開示を義務付ける法令・規則を制定しているとともに、The PRIのような業界団体が、企業や投資家に対し、ESG原則を取り入れ、法規制やESG開示プラットフォームを遵守するためのガイドラインを提供しています。企業や投資家の多くは、こういった透明性を高める取り組みが、コンプライアンスの観点のみならず、開示に積極的な企業の評価を高めることにもつながっていると感じてきています。そして、ESGの実績とリスクを評価して評価・採点するシステムを開発している業界団体も現れてきています。[4]

ESG開示は、典型的には、企業がもたらす気候変動への影響（環境側面）を最低限のラインとして、ダイバーシティと人権保護の取り組み（社会的側面）および従業員と企業統治（ガバナンスの側面）を取り扱います。これらの要素は、多くの投資家が企業の持続可能性や長期的な事業成長に重要と考えていたものです。従来のESG開示の多くは、企業自身のオペレーションにのみ焦点をあて、サプライチェーンにはあまり目が向けられていませんでした。サプライチェーンは非常に複雑で、かつ不明瞭な場合も多いため、その評価は難しく、またコストのかかるものでした。しかし、近年、サプライチェーンに関する事件が広く世間の注目を集め、結果として事業者が訴えられる事例がみられるようになりました。人権・環境訴訟は複数の国に飛び火し、サプライチェーンに大きな打撃を与えます。企業・投資家は、サプライチェーンに起因する風評リスクや訴訟リスク、さらには結果として生じる企業価値への大きなインパクトに対し、ますます敏感になっています。最近のいくつかの例として次の事例が挙げられます。

- 英国の大手スーパーマーケットが、自社ブランドのコンビーフの原料肉を供給する牧場に強制労働の疑いがあるとの報道を受け、販売を中止した。
- 米国の税関・国境取締局が、台湾企業の船舶が運び入れたマグロにつき、強制労働により飼育されたものとの情報を得たため、留置命令を発令した。
- 欧州連合 (EU) がタイに対し、タイ政府が移民漁業者の人身売買を根絶できなければ、タイからの魚介類輸入を全面的に禁止するとの警告をした。2015年、米国の海運企業に対し、強制労働の被害者への1,400万ドルの損害賠償判決が下され、同社は破産を申請した。これにより2つの大きな公的年金ファンドの投資資産7,000万ドルが危機にさらされた。これらのファンドは、破産競売を財政支援するとともに、和解費用2,000万ドルの貸付を余儀なくされた。
- 欧州最大級の民間投資会社が、投資先の小売事業者が取引するミャンマーの衣類工場が児童労働者を雇用していたとして、機関投資家からの質問にさらされた。この投資会社に対し、ある投資家（年金ファンド）は、投資基準に定めたESGリスクを軽減することを期待するとコメントした。

こうした事件がひとたび起これば、罰金、訴訟、損害保険料、調達先の入替えなどにより、事業コストの増大につながります。契約違反、製品の不買運動、調達先の喪失、資本の撤退がもたらす混乱は、事業継続性に対する脅威となり、企業価値に打撃を与えかねません。そのため、サプライチェーンの潜在的リスクに早い段階から着目し、強固に事前審査・監督する体制を構築することは、企業価値を毀損するESG関連事件から企業自身を守り、企業、そして投資家の、長期的な経済的成功を高める手段の一つであると、多くの会社とその株主はそのような見方をするようになってきています。

投資指標としてのサプライチェーンにおけるESGリスク

4,523の資産運用機関・資産保有機関の上級投資顧問を対象とした2017年2月の調査 [5] によると、回答者の82%がESGに関する情報を投資パフォーマンスの重要な判断材料として使用しています。また、近年のいくつかの調査では、機関投資家の多くが、ファンドマネージャーは投資先のサプライチェーンに潜むリスクを単に評価するのみではなく、積極的に対処すべきと考えるようになってきています。例えば、2015年のErnst & Youngの調査では、投資先のサプライチェーンにおいて、特定されたリスクへの対処が不十分な場合には、回答した機関投資家の88%が投資を再考するか、直ちに投資先から除外すると回答しています。

そのため、サプライチェーンにおけるESGデータをデューデリジェンスの検討項目に取り入れることは、環境問題・社会問題に敏感な投資家たちの資金を集めるための重要な要素になりえます。この点に関し、多くの投資家は、経済性や受託者責任の制約などの様々な理由からESG原則を投資プログラムの要素として採用していませんが [6]、それにもかかわらず、ESG投資の市場トレンドは非常に大きく、2012年に13.3兆ドルだった全世界のESG資産は、2016年には22.9兆ドルとなり、73%も増加しました。[7] McKinsey & Company [8] によると、2017年時点で、全世界の約四分の一以上の資産がESGデータを取り入れた投資基準のもとで購入されています。

サプライチェーン評価も含め、有効なESG投資戦略の導入にはいくつかの課題があり、多くの投資家やファンドマネージャーにとって、投資戦略とリスク低減の両面からESG全体を検討することは容易ではありません。ESG導入時に投資家やファンドマネージャーが直面する課題の多くは、ESGがまだ現在進行形で発展しており、標準的な定義がないことに起因しています。この不明確さにより、相互に矛盾するESG戦略のアップサイドポテンシ

ャルの評価・比較はもとより、ダウンサイドリスクの評価が輪をかけて困難になっています。[9] 事実、[Natixisによる2019年の調査](#)によると、調査対象の投資家のうち、社会的責任投資のために十分な情報を持っていると回答したのはわずか47%だけでした。[10]

現在のところ、ESGにどのような活動が含まれるかについて、業界内においても、法令や規則においても、統一的な定義・基準は存在しません。「ESG投資」の意味するところに広く認知された定義がないがために、投資家がESG戦略を取り入れたファンドのリターンを正確に評価することが難しくなっています。この空白地帯において、ファンドマネージャーは、幅広い活動を取り込んだ独自の定義を採用する傾向にあり、これは、特にESGの「社会」の側面で顕著です。例えば、あるファンドマネージャーはサプライチェーンに関するESGを自らのESG方針の一要素に加えるかもしれませんが、別なマネージャーは除外するかもしれません。サプライチェーンのESG評価を取り入れるファンドマネージャーであっても、あるマネージャーは持続的な部材調達のみを考慮するかもしれませんし、別なマネージャーは持続可能性と強制労働リスクの両方を考慮するかもしれません。

このように標準化がされていないことは、諸刃の剣でもあります。企業、投資家、ファンドマネージャーは、自らの投資哲学や投資目的に合致するESG方針を作り上げることができますが、一方で、投資家としては、与えられたESG投資戦略と予想される結果を評価することが難しくなります。こうした曖昧さがあることで、投資家は、ファンドが作成したESGデータに対して、[グリーンウォッシング\(Greenwashing\)](#)（実際にはESG原則に沿っていないのに遵守を謳うこと）ではないか、裏付けとなるデータが膨大となり証券委員会の記録保持規則に抵触しないか、といった疑念を持つようになってきました。また、複数のESG投資評価団体が、ひとつのファンドに対し大きく異なる評点を付けているため、どのファンドが最もESG投資に長けているかの判断は、多くの場合、投資家がどの調査を目にしたかに左右されることになります。これらの理由から、ファンドマネージャーは、サプライチェーンのESG評価方針を導入する際には、使用を表明した原則を丁寧に取り込み、また競合するファンドが採用する投資戦略をつぶさに分析する必要があります。

法規制の枠組み

企業に対し、サプライチェーンの参加者の行為に関する説明責任を負わせることを目的とした新たな法制度が、世界中の国で続々と導入されてきています。とりわけ、強制労働の領域が着目されており、現在みられる法規制は主に次の二種類に分類できます。一つは、「開示型」の法規制で、企業に対し、サプライチェーンにおける強制労働の調査・排除に向けた取り組みを文書で開示することを要求するものです。これに対し、「注意義務型」の法規制は、企業に対し、自らのサプライチェーンに強制労働またはその疑いを発見した場合に、根絶に向けた手段を積極的に講じることを求め、違反時には罰金や取締役に対する禁固刑など厳しい制裁が科されます。[11] サプライチェーンの透明性を求める規制は、当初は罰則を伴わない開示型の制度が主流でした（[カリフォルニア州](#)や[英国](#)など）が、近年は、多くの国・地域が罰則を伴う開示型制度や（[ニューサウスウェールズ](#)）、注意義務型の制度を採用するようになってきています（[フランス](#)、[オランダ](#)など。[ドイツ](#)、[フィンランド](#)でも法案審議中）。

どちらのアプローチであっても、法規制への違反は、投資先企業に対する多額の制裁金や企業価値の棄損という形で、ファンドの投資家に経済的なリスクを招きます。さらに重要なことに、投資家と違反企業の関係が深いと世間から見られている場合には、風評リスクも生じます。国や地域によっては、違反企業の取締役者に禁固刑を科す場合すらあります。言うまでもなく、これらのリスクに直面する可能性を考えれば、少なくとも強制労働禁止規制への遵守を盛り込んだサプライチェーン評価方針を導入することは検討に値するでしょう。

結論

ESG投資は、ファンドマネージャーにとって、「あちらを立てればこちらが立たず」という苦境として立ち現れています。積極的なESG投資戦略を導入することがどれだけの潜在的な経済価値をもたらすかを正確に評価することは困難です。そのため、多くファンド投資家は、ESG投資を避け、既に確立された安定性の高い経済分析手法に基づいた従来の戦略を引き続き採用することを選ぶかもしれません。しかしながら、サプライチェーンで生じるESG関連事件は、投資先企業のビジネス、さらには、投資家の投資リターンやファンドマネージャーの評判に深刻なダメージを与えかねません。もし、ファンドマネージャーが、サプライチェーンESG評価方針をリスク低減策として導入しなければ、このような潜在的なダウンサイドリスクに対して運を天に任せることになるでしょうし、また、言うまでもなく、ますますESGに敏感になってきている投資家から出資を呼び込むチャンスを、自ら限定することにもなります。

したがって、ESG投資それ自体はすべてのファンド投資戦略に適しているとは限りませんが、そうであったとしても、投資先を精査しポートフォリオを管理するにあたり、サプライチェーンのESG問題に関する潜在的なダウンサイドリスクは、ほぼすべてのファンドマネージャーが熟慮する必要があります。ファンドマネージャーが、サプライチェーンに影響を及ぼす法令・政策が世界的に拡大していることを認識し、潜在的な環境・社会（人権）・ガバナンスリスクについてサプライチェーンを評価・監視するための内部方針を採用すべきか検討することは、ますます重要性を増してきています。効果的な予防策をあらかじめ導入するにもコストがかかりますが、サプライチェーンから将来生じうる潜在的・破滅的な責任を被ることを避けられるのであれば、安いものかもしれません。

To read the English translation of this alert, [click here](#).

[1] 資産運用マネージャーの間では、ESGという用語はSRIという用語より広く使われている傾向にあります。特に投資ファンドマネジメントの文脈でその傾向は顕著です。しかし、上述したUS SIF Foundationのように、組織内の規程に従うなどの理由で、SRIを好んで使う組織もあります。

[2] 原則1：私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。

原則2：私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組み入れます。

原則3：私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。

原則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働きかけを行います。

原則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。

原則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。

[3] <https://www.unpri.org/>

[4] See, e.g., Thomson Reuters EIKON, Thomson Reuters ESG Scores (May 2018) and Guido Giese and Zoltan Nagy, *How Markets Price ESG*, MSCI ESG Research LLC (Nov. 2018).

[5] Amir Amel-Zadeh and George Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, published as a draft working paper by the Harvard Business School (Feb. 2017).

[6] 例えば、代替投資の世界的な業界団体であるManaged Fund Association (MFA)は、ウェブサイトにおいて、次のように述べています。「MFAは、過度に規範的な手段によって資産マネージャーにESGを投資に取り込むよう義務付けることに対し、もし年金機構や生命保険などの投資家の嗜好を反映しているものでないのであれば、これに警鐘を鳴らす。」同様に、Prequin Ltd.も、2018年のデータに基づきウェブサイト上に発表した“Will hedge Funds Ever Truly Embrace ESG Principle?”において、“ヘッジファンドの業界においては、...このテーマ

は明瞭さとは程遠く、ESGが自発的な投資のためのいち領域になりうるか、投資のマネージャーの見解も割れている。”

[7] Daniel B. Berkowitz et al, *ESG, SRI, and impact investing: A primer for decision-making*, VANGUARD RESEARCH (Aug. 2018), <https://personal.vanguard.com/pdf/ISGESG.pdf>.

[8] Sara Bernow et al, *From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal*, MCKINSEY INSIGHTS (Aug. 14, 2019, 4:31 PM), <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal>.

[9] See, e.g., Wayne Winegarden, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: An Evaluation of the Evidence*, PACIFIC RESEARCH INSTITUTE (2019), https://www.pacificresearch.org/wp-content/uploads/2019/05/ESG_Funds_F_web.pdf; Eshe Nelson, *Sustainable Investing Risks Becoming a Victim of Its Own Success*, QUARTZ (Dec. 13, 2018), <https://qz.com/1490365/esg-investing-risks-becoming-a-victim-of-its-own-success/>.

[10] Rebecca Moore, *Lack of Track Records Hinder ESG Investing*, PLANSPONSOR (May 23, 2019), <https://www.plansponsor.com/lack-track-records-hinder-esg-investing/>.

[11] 例えばオランダでは、児童労働注意義務法（the Child Labor Due Diligence Law）に繰り返し違反した企業は、刑事責任および過料・罰金の対象になります。本稿執筆現在において、この法令は、立法府の両議院を通過し、法令成立のための国王の承認を待っているところです。

This publication/newsletter is for informational purposes and does not contain or convey legal advice. The information herein should not be used or relied upon in regard to any particular facts or circumstances without first consulting a lawyer. Any views expressed herein are those of the author(s) and not necessarily those of the law firm's clients.