

## 早期に ESG デューデリジェンスを行い、リスク最小化とメリット最大化を図る

キンバリー・D・ハイメズ

企業はもはや、環境、社会、コーポレートガバナンスのデューデリジェンスを無視することはできません。これに伴うリスク、報酬、影響があまりにも大きいからです。

ESG 格付けの出現から、米国証券取引委員会(SEC)の「Climate and ESG Task Force」などの政府の取り組みまで、リスクモデルには今や環境、社会、ガバナンスへの影響が組み込まれるようになっていきます。ESG パフォーマンスが優れる組織は、資本へのアクセスがしやすくなり、取締役および役員(D&O)保険をより有利な条件で購入し、より優れた財務業績を達成するようになってきています。

一方、ESG の管理が不十分な企業は、株主、訴訟当事者、規制当局から不必要な注目を浴びることになります。

教訓となる話はたくさんあります。ドイツ銀行の資産運用部門は、昨年、「グリーンウォッシング」と呼ばれる誇大な環境配慮を謳ったとの疑いで規制当局の調査を受け、株式が急落するなど、環境問題の影響を受けました。また、CBS などといった大企業で、人財マネジメントの不備に起因する社会的不祥事が繰り返され、ニュースを賑わしています。

また、米司法省による企業犯罪の取締りへの再注力、特に外国公務員への贈賄を罰する米国の海外腐敗行為防止法(FCPA)違反の分野に焦点を当てていることからわかるように、ガバナンスリスク、特に汚職や贈収賄に関するリスクは最前線にあるといえます。

合併および買収取引の前、サプライチェーン監査、定期的な企業監査において ESG デューデリジェンスを導入することで、ESG の影響を取り巻くリスクを軽減し、長期的には ESG パフォーマンスの向上をサポートすることができます。

### ESG の進化

ESG エコシステムはここ数年で急速に進化しました。2006 年に国連が提唱した「責任投資原則(PRI)」を反映して、ESG には、2015 年に国連総会で採択された 17 の国連持続可能な開発目標によって表明された概念の多くも組み込まれています<sup>1</sup>。

当初、規制当局は ESG に関する企業の情報開示の義務付けを敬遠していましたが、民間団体がその隙間を埋めるように参入してきました。その結果、CDP Global、Climate Disclosure Standards Board (気候変動開示基準審議会)、Global Reporting Initiative、International Integrated Reporting Council(IIRC) (国際統合報告評議会)、Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (持続可能性会計基準審議会)の 5 つの組織による開示フレームワークが現在の主要な ESG 情報開示の指針となっています。2021 年 6 月、複数存在するフレームワークの合理化を図るため、IIRC は SASB

□

<sup>1</sup> <https://sdgs.un.org/goals>

と合併し、Value Reporting Foundation となり、SASB 基準、すなわち 77 の業界別サステナビリティ会計基準を採用しました。

同じ頃、EU の Sustainable Finance Disclosure Regulation (サステナブルファイナンス開示規則(SFDR)) が施行され、金融サービス機関に対して一定の ESG 関連の開示が義務付けられるようになりました。SEC は近くに、気候関連情報開示のための独自の必須の枠組みの概要を説明する予定です。

同様に、International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS 財団) は、上記の 5 団体の情報開示基準を基礎とし、基準の統一を目的として各団体のフレームワークを検討する International Sustainability Standards Board (国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)) の設立を発表しました。11 月 3 日、グラスゴーで開催された国連気候変動枠組条約第 26 回締約国会議(COP26)において、日本や米国を含む 38 カ国政府が ISSB 規格への支持を表明しました。

このような動向のすべては、サステナビリティ報告においてより一貫性のある業界別の固有の比較可能な指標と基準の明確化に向けた ESG 情報開示の方向性を示しています。

これらの ESG 基準は、企業の開示と相まって、株主が投資先を決定する際に使用する ESG 格付けに反映されます。格付けの分野は小規模な格付け組織の乱立で混乱していますが、S&P グローバル社が Robeco Schweiz AG の ESG 格付け事業を買収するなど、大手格付け機関もこの分野に参入してきています<sup>2</sup>。

その他の目立った ESG 格付け機関としては、Morgan Stanley Capital International Inc.、Sustainalytics、State Street Global Advisors Inc.、Refinitiv 等があります。これらの機関による ESG 評価は、従来は基準がなく予測が困難であったビジネスの成否に関わる ESG 要素について、予測を助ける指標となるものです。

### 強力な ESG パフォーマンスに対するメリット

企業がサステナビリティにおいて優れた実績を有していれば、高い ESG 格付けという形で反映されることが多く、これに遅れをとっている企業より、ますます競争に打ち勝っていくことができるようになってきています。強力な ESG パフォーマンスは、リスク軽減を意味します。

そのため、ESG の評価が高いほど、信用格付けも高いという相関関係があります<sup>3</sup>。同様に、サステナビリティのパフォーマンスが高ければ、企業は資本市場へのアクセスが向上し、投資家や銀行から優遇されるようになります<sup>4</sup>。強力な ESG パフォーマンスは、D&O 賠償責任保険の条件改善につながる可能性もあります<sup>5</sup>。

□

<sup>2</sup> <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/media-center/press-release/sp-global-acquires-the-esg-ratings-business-of-robecosam>

<sup>3</sup> <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>

<sup>4</sup> *Id.*

<sup>5</sup> <https://www.wsj.com/articles/esg-gains-could-buy-better-terms-in-insurance-program-11635073200>

企業のサステナビリティ・パフォーマンスが業績に短期的・長期的なメリットをもたらすようになってきています。いろいろな研究結果が出されるたびに、サステナブルつまり持続性のある企業は ESG 評価の低い企業よりも業績が優れていることが多いことが示されています<sup>6</sup>。マッキンゼー・アンド・カンパニーは、2,000 件以上の研究を総括し、「環境、社会、ガバナンスの問題に注力する企業は、価値創造に足かせを経験せず、…むしろその逆で、強力な ESG 方針はより高い株主資本利益と相関している」と述べています<sup>7</sup>。

ESG 格付けにより、持続可能性の影響に関する透明性が高まる中、ESG に抵抗感を持ち、ESG パフォーマンスの向上に向けた掛け声倒れに終わり、それ以上の動きを拒む企業には、相応のリスクがあると言えます。

## ESG を無視した場合のリスク

### 「E リスク」

温室効果ガスの排出から、資源の枯渇、廃棄物管理に至るまで、環境リスクの面では、気候関連の開示や環境に与える不均衡な影響に関連して、企業のエクスポージャーが拡大しています。

グリーンウォッシング（製品、サービス、慣行の環境保護への取り組みを誇張すること）に関しては、規制当局も株主も同様に警戒を強めています。ドイツ銀行の資産運用部門である DWS グループでは、2021 年 8 月下旬、元幹部が同社が投資商品をグリーンウォッシングしているという告発をしたため、SEC とドイツ連邦金融監督庁（BaFin）から規制調査を受け、株価が下落しました。これはグリーンウォッシングへの警戒感の高まりの現れです。

その後まもなく、9 月に、SEC は、気候変動の開示に関するサンプルレターを Web サイトに掲載しましたが、その後、グリーンウォッシングの懸念に対処するために、さまざまな企業に同様のレターを送信したと報告されています<sup>8</sup>。SEC はこのサンプルレターの中で、気候変動に影響を与える事業から生じる重要な訴訟リスクや予想される風評リスクも評価・開示するよう、企業に警告しています。

エクソン モービル コーポレーションのように、誤った情報開示に端を発した気候関連訴訟で原告が前進し始めたことで、既にこうした訴訟リスクを経験した企業もあります。エクソン社は概ねこのような訴訟の棄却に成功していますが、2018 年のテキサス州北部地区連邦地方裁判所での *ラミズ v. エクソン モービル コーポレーション* では提訴棄却申立てが認められませんでした。年金基金側の原告は、炭素の代替コストの開示について重大な虚偽表示を行ったとする証券詐欺訴訟を起しましたが、エクソン社側の棄却申立てを却下させることに成功しました。この訴訟は現在係争中です。

□

<sup>6</sup> <https://www.fidelityinternational.com/editorial/blog/chart-room-the-clear-link-between-esg-and-returns-bbf01a-en5/>

<sup>7</sup> <https://www.barrons.com/articles/the-100-most-sustainable-companies-51581095228>

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>

<sup>8</sup> <https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-climate-change-disclosures>

風評リスクという点でも、企業は、特に環境正義に関する懸念がある場合、気候変動の悪影響を受けて、風評被害や時価総額の減少を経験しています。この夏、非営利団体 As You Sow は、S&P500 の人種問題への公正さに関するスコアカードで、エクソン社を最下位に格付けしました<sup>9</sup>。黒人が多く住む地域に有害化学物質を放出していた過去を理由に、エクソン社のランキングは否定的に報道され、それに伴い株価も下落しました。数日後に公開された Sustainalytics によるエクソン社の ESG 評価は「高リスク」となっていました。

## 「s リスク」

社会的リスクとしては、社会的に職場での嫌がらせや偏見の問題への取り組みが高まっている中、人的資本の管理が不十分な事例がニュースを賑わしています。

フォックステレビのセクハラ騒動から、CBS ネットワークの勤務環境を取り巻く現在進行中の疑惑のニュースまで、社会的失敗は増え続けるばかりです。CBS の場合、2018 年に CBS の前 CEO であるレス・ムーンベスが性的違法行為を行ったとの申立てに続いて、株価が7%下落しました<sup>10</sup>。さらに長期にわたる内部調査は、企業内が酷く陰湿な雰囲気にも包まれているとの主張にまで拡大し<sup>11</sup>、CBS のハラスメント防止ポリシーの遵守に関する不実記載が株価下落につながったとする株主の株価下落訴訟に至りました<sup>12</sup>。このような訴訟が継続する中、2021 年初頭には CBS で職場の驚くべき悪環境を訴える新たな申し立て、そしてそれに伴う新たな差別の主張が再浮上しています。

最近では、人気ゲームパブリッシャーのアクティビジョン・ブリザード社が同様の有害な職場環境を作り出したという疑惑や職場への悪影響に直面しています。

これらの例から明らかなように、従業員との関係に関わる社会的リスクは、早急に対処・是正しなければ、あっという間に勢いを増し、株主価値の喪失につながる可能性があります。

もう1つの社会的考慮事項は、サプライチェーンの持続可能性であり、企業のサプライヤーに関連する人権侵害、汚職、環境被害などの問題がクローズアップされています。最近の調査によると、持続可能な多国籍企業と称される企業であっても、そのサプライヤーの多くが、供給先の多国籍企業が期待する ESG 関連の基本的な基準を遵守していないことが判明しています<sup>13</sup>。特により川下のサプライヤーでの慣行が問題視されました。

数年前に Apple Inc. や Dell Inc. が、危険な労働条件のサプライヤーから材料を調達しているという報道が流れたように、確かにこれまでもサプライヤー問題は多くのネガティブな報道をもたらしてきました。しかし、もし今、そのような報道が表面化すれば、企業の ESG パフォーマンス全体をも損なうような事態にみまわれることとなります。

□

<sup>9</sup> <https://www.asyousow.org/press-releases/2021/8/11/environmental-racism-metrics-as-you-sow-racial-justice-scorecard>

<sup>10</sup> <https://www.thewrap.com/cbs-stock-drops-sexual-misconduct-story-looms/>

<sup>11</sup> <https://www.latimes.com/entertainment-arts/business/story/2021-01-24/cbs-television-stations-peter-dunn-racism-sexism>

<sup>12</sup> <https://www.law360.com/articles/1077183/cbs-hit-with-stock-drop-suit-over-sexual-harassment-claims>

<sup>13</sup> “The Missing Link? The Strategic Role of Procurement in Building Sustainable Supply Networks,” by Verónica H. Villena, Production and Operations Management (May 2019); “On the Riskiness of Lower-Tier Suppliers: Managing Sustainability in Supply Networks,” by Verónica H. Villena and Dennis A. Gioia, Journal of Operations Management (December 2018).

## 「G リスク」

最後に、最近の顕著なガバナンスリスクは、特にカリフォルニア州法 979 条やナスダック規則 5605(f)、5606、5900-9 を受けて、賄賂・汚職対策、データプライバシー、取締役会の多様性に集中しています。

特に腐敗防止は、バイデン大統領の政権下で一貫して司法省の焦点となっています<sup>14</sup>。実際、バイデン政権下で解決された最初の海外腐敗行為防止法案件の 1 つは、買収した子会社の買収前の FCPA 違反に対する承継権を購入した企業であるアメック・フォスター・ウィラー・エナジー社に関するものでした<sup>15</sup>。

*SFO v. Amec Foster Wheeler Energy Ltd.* では、英国を拠点とする親会社の買収した子会社が、グローバルな和解の一環として、SEC に約 2,270 万ドルの制裁金と判決前利息を、米司法省に対して 1,800 万ドルの罰金を、英国の英国重大不正捜査局(Serious Fraud Office) に対しては起訴猶予合意契約の一部として 1 億 300 万ポンドを支払うことに同意しました。司法省との解決策の一環として、親会社と子会社の両方がコンプライアンス・プログラムを強化し、強化されたプログラムについて政府に報告することに同意しました。

### ESG 調査はどのような場合に考慮すべきか？

マッキンゼー・アンド・カンパニーによると、持続可能性のパフォーマンスを取り巻くリスクと見返りに照らして、多くの経営幹部や投資専門家は、ESG 問題で実績を持つ企業を買収するために約 10% のプレミアム(中央値)を支払う意思があることを示しています<sup>16</sup>。

同様に、ESG の実績が乏しい企業を買収する場合には、妥当なディスカウントの対象となります。このディスカウントの必要性を発見することが、ESG デューデリジェンスが解決する問題の一つなのです。デューデリジェンスプロセスを早期に開始することで、法的に守られた秘匿特権の下での徹底したデューデリジェンスプロセスを実現することができます。

では、企業はどのような場合に ESG デューデリジェンスを検討するべきなのでしょう。

### 1: 取引前の M&A デューデリジェンス

上記のように、ESG デューデリジェンスは、ターゲット企業の ESG プロファイルが買収企業のプロフィールと相補的か相反的かを評価するのに役立つことがあります。弁護士は、それぞれの要素の重要性を評価して、対象企業の業界や事業拠点に最も関連性の高いリスクを分析したレビューを構築することができます。

□

<sup>14</sup> Top Enforcement Officials Eye Individual Prosecutions, Crypto, Law360, [https://www.law360.com/whitecollar/articles/1435304?cn\\_pk=1d280246-88f6-4491-913f-d01ccd449a97&utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=custom](https://www.law360.com/whitecollar/articles/1435304?cn_pk=1d280246-88f6-4491-913f-d01ccd449a97&utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=custom)

<sup>15</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-112>;  
<https://www.justice.gov/opa/pr/amec-foster-wheeler-energy-limited-agrees-pay-over-18-million-resolve-charges-related-bribery>

<sup>16</sup> <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>

環境影響を優先するデューデリジェンス審査の場合もあれば、社会資本や人的資本の管理を優先し、労働者の権利、労働力の多様性、倫理的な調達に関する調査に重きを置く行う審査もあります。ほぼすべての場合において、海外事業がある場合は、FCPA デューデリジェンスを実施する必要があります。同様に、ターゲット企業による開示は、正確性を慎重に検討し評価する必要があります。その際に、環境への影響、サプライヤーの行動規範、サイバーセキュリティ、多様性と包括性に関する ESG 関連ポリシーも精査する必要があります。

正しく実施されれば、取引価格の見直しや取引全体の見直しに値するような問題が発見されるはずで、腐敗防止の観点からは、このような買収前のデューデリジェンスを行うことは、その後の規制調査における緩和要因と見なされます。

## 2: サプライチェーンのデューデリジェンス

M&A 以外でも、企業のサプライチェーンで倫理的な調達方法が守られているかの健全性をチェックすることは、悪い評判が立ったり不正確な情報開示に関連するリスクを減らすためにも推奨されます。

アウトソーシングやオフショアリングを含む多層構造のサプライチェーンがますます複雑化しているため、企業は直接取引のあるサプライヤーと川下のサプライヤーの両方をレビューの対象に含める必要があります。

状況に応じて、このようなレビューでは、データ収集/分析、現地訪問、情報請求を含む定期的なデューデリジェンスを行い、サプライヤーの行動規範の遵守を確認する必要があります。

## 3: ESG 監査

ESG 監査は、予防策であれ危機への対応であれ、差し迫った ESG 報告義務化に向けて準備しようとする大企業のみでなく、スタートアップ企業も検討すべきものです。

従来は環境関連の監査が中心でしたが、これからは労働力とガバナンスの問題を検討する必要があります。社会的問題を抱える企業の中には、人財マネジメントの問題が表面化した後に、人種平等監査やハラスメント防止監査を行う企業もあれば、ブラックロック<sup>17</sup>やシティ<sup>18</sup>のように、ESG への配慮が高まる中、予防的にこのような監査を検討し始めた企業もあります。

つまり、ESG デューデリジェンスを実施することは、M&A やそれ以降における企業価値の向上とリスクの軽減に役立つのです。また、ESG の問題がデューデリジェンス完了後に発生したとしても、合併や重要な情報開示の前に ESG デューデリジェンスが行われたことを示すことができれば、特に政府の調査の可能性がある場合には、間違いなく企業にとって有利な要素となるでしょう。

本稿の原文(英文)につきましては、[Early ESG Due Diligence Can Minimize Risk, Maximize Reward](#) をご参照ください。

□

<sup>17</sup> <https://fortune.com/2021/04/06/blackrock-racial-audit-corporate-diversity-inclusion-race-at-work/>

<sup>18</sup> <https://blog.citigroup.com/2021/10/citi-will-conduct-a-racial-equity-audit/>

## Legal Wire

早期に ESG デューデリジェンスを行い、リスク最小化と報酬メリット最大化を図る

---

### 本稿の内容に関する連絡先

**奈良房永**（日本語版監修）  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1187  
[fusae.nara@pillsburylaw.com](mailto:fusae.nara@pillsburylaw.com)

**Kimberly D. Jaimez**  
725 South Figueroa Street, 36<sup>th</sup> Floor  
Los Angeles, CA 90017  
+1.213.488.3637  
[kimberly.jaimez@pillsburylaw.com](mailto:kimberly.jaimez@pillsburylaw.com)

### Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

**田中里美**  
[satomi.tanaka@pillsburylaw.com](mailto:satomi.tanaka@pillsburylaw.com)

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.  
© 2022 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.