

機関投資家の責任ある企業行動

OECD 多国籍企業行動指針に基づくデュー・
ディリジェンスに関して考慮すべき重要な事項

(仮訳)

※本翻訳は参考のための仮日本語訳であるため、正確には原文を参照のこと。

本出版物を引用する際は以下のとおり記載すること。

OECD (2017), Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises

本書は OECD 事務総長の責任において発行されている。本書に表明する意見および本書に採用する議論は、必ずしも OECD、加盟国政府または欧州連合の加盟国の公式見解を反映するものではない。

本書に掲載する文書および地図は、あらゆる領土の地位や主権を、国際的な境界設定や国境を、また、あらゆる領土や都市、地域の名称を害するものではない。

序文

本書「機関投資家の責任ある企業行動：OECD 多国籍企業行動指針に基づくデュー・ディリジェンスに関して考慮すべき重要な事項」は、機関投資家とその投資ポートフォリオでの人権や労働者の権利、環境、汚職に関連する負の影響を防止し、またはそれに対処するため、OECD 多国籍企業行動指針のデュー・ディリジェンスに関する勧告を実施するのを支援するものである。本書は、デュー・ディリジェンスのプロセスの各段階でアセットマネージャーやアセットオーナーのとるべき重要な行動を特定し、デュー・ディリジェンスの取り組みに影響を与えうる投資セクター固有の課題、既存の実務慣行、規則など考慮すべき重要な事項について検討を行っている。

OECD ガイドラインに沿ってデュー・ディリジェンスを実施することによって、投資家はその投資による社会と環境への負の影響を回避することができるだけでなく、財務リスクや社会的評価のリスクを回避し、顧客と受益者の期待に応え、気候や持続可能な開発に関する世界的な目標に貢献することもできる。環境、社会、ガバナンスの、長期的投資価値の推進要因を考慮しないことは、投資実務において受託者責任違反とみられつつある。2015 年のパリ協定の採択以降、投資家は、そのポートフォリオの気候リスクを管理するよう期待する声の高まりに直面している。国際金融機関もまた、持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けて 4,000 億米ドルを動員する計画を示唆している。強固なデュー・ディリジェンスのプロセスは、責任ある行動をし、最終的には SDGs 目標の達成に貢献するプロジェクトや企業に対し投資が行われるのを一層確実なものにすることができる。

本書は、大手投資機関を含む金融セクター、政府、市民社会、国際機関ならびにその他の専門家の代表 50 名以上からなるマルチステークホルダーアドバイザリーグループとの緊密な協議を経て作成された。本書は、2015 年 10 月 23 日にロンドンで、また 2016 年 2 月 23 日にニューヨークで開催された専門家ワーキング会合で投資実務家から提供された情報も活用している。OECD 責任ある企業行動に関する作業部会が 2017 年 1 月 23 日に本書を承認し、その後 2017 年 2 月 8 日に OECD 投資委員会がこれを承認した。

本書は、OECD が、金融セクターで事業を行っている企業の責任ある企業行動に関して期待される事項を明らかにするために実施している取り組みの一部である。OECD は、他のセクター、具体的には採取産業、特に紛争地域および高リスク地域からの鉱物、衣類・履物、ならびに、農業において企業がデュー・ディリジェンスを実施することを支援するのに適合したガイダンスも策定した。

目次

はじめに	7
1. OECD 指針における主な考慮事項を理解すること	11
1.1 OECD 指針における「ビジネス上の関係」	11
1.2 OECD 指針におけるデュー・ディリジェンスの実施	16
1.3 OECD 指針におけるリスクに基づく優先順位付け	18
1.4 OECD 指針における関連ステークホルダーとのエンゲージメント	19
1.5 OECD 指針における是正	19
2. 機関投資家の投資における OECD 指針の実施	21
2.1 責任ある企業行動を投資家の方針と経営システムに組み込む	21
2.2 デュー・ディリジェンスの実施：実際の、および潜在的な負の影響の特定	26
2.3 デュー・ディリジェンスの実施：負の影響の防止、軽減に努める	32
2.4 デュー・ディリジェンスの実施：追跡および結果の伝達による説明	43
2.5 是正を支援するプロセス	45
おわりに	49
附属書 1 用語	50
附属書 2 一般的な投資バリューチェーン	53
附属書 3 アセットクラスおよび投資戦略	57

ボックス

ボックス 1 OECD 多国籍企業行動指針について	7
ボックス 2 OECD 多国籍企業行動指針における負の影響	12
ボックス 3 OECD 多国籍企業行動指針に基づく金融セクターにおける「ビジネス上の関係」の範囲と適用	14
ボックス 4 上場株式会社におけるビジネス上の関係と G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則	15
ボックス 5 ESG の統合	23
ボックス 6 RBC 戦略を遂行する企業の財務パフォーマンスの改善	24
ボックス 7 国連が支援する PRI コラボレーション・プラットフォーム	27
ボックス 8 機関投資家における RBC リスクの情報源	28
ボックス 9 各国連絡窓口の声明	29
ボックス 10 証券取引所と OECD 多国籍企業行動指針に基づくデュー・ディリジェンス	30
ボックス 11 ESG インデックス	33
ボックス 12 投資スチュワードシップの一部としてのエンゲージメント	34
ボックス 13 少数株主のエンゲージメントと NCP の個別事例	39
ボックス 14 除外と投資引き揚げ	40
ボックス 15 NCP の個別事例手続き：予想される内容	47

表

表 1	実際の、および潜在的な負の影響の特定：アセットクラス別、投資戦略別の実践事項	31
表 2	負の影響の防止および軽減に努める：アセットオーナー、投資運用会社別に推奨される実践事項	42
表 3	負の影響の防止および軽減に努める：アセットクラス別、投資後の投資戦略別の実践事項 ...	42
表 4	デュー・ディリジェンスの説明：アセットオーナー、投資運用会社別の実践事項	45
表 5	是正を支援するプロセス：アセットオーナー、投資運用会社別の実践事項	48

図

図 1	OECD 多国籍企業行動指針における負の影響への対処	35
図 2	ビジネス上の関係を終了させる時期の決定	41

はじめに

背景

OECD 多国籍企業行動指針（OECD Guidelines for Multinational Enterprises。以下「OECD 指針」という）は責任ある企業行動（responsible business conduct：RBC）（ボックス 1）に関する最も包括的な国際的文書である。

ボックス 1 OECD 多国籍企業行動指針について

OECD 多国籍企業行動指針（以下「OECD 指針」という）は 1976 年の「OECD 国際投資および多国籍企業に関する宣言」（以下「宣言」という）を構成する 4 つのパートの一つである。宣言の中で参加政府は、開放的で透明な国際的投資環境の確保と経済的・社会的発展に対する多国籍企業の積極的な貢献の奨励を目的とする OECD 指針の原則と基準を多国籍企業が遵守するよう勧告している。OECD 指針は数回にわたって改訂されており（直近では 2011 年）、適用可能な法律及び国際的に認められた基準と合致した、RBC のための自発的な原則及び基準を提供する。ただし、OECD 指針を遵守する諸国は、指針を実施するための拘束力あるコミットメントを行う。宣言の参加政府は現在 47 で、OECD 加盟の 35 か国と OECD 非加盟の 12 か国からなる。OECD 指針が自主的なものであるとの理解は、OECD 指針の「適用」や「対象範囲」など重要な用語の使用に影響する。OECD 指針は、RBC を構成する内容について各国政府が支持している勧告としては最も包括的なものであり、情報開示、人権、雇用および労使関係、環境、贈賄および汚職の防止、消費者利益、科学・技術、競争、租税などすべての主要な RBC の領域を対象としている。同指針は、国連ビジネスと人権に関する指導原則（UN Guiding Principles for Business and Human Rights：UNGPs）の勧告と完全に整合している。同指針は、企業が自ら原因となり、または助長している負の影響を回避し、またこれに対処すること、およびビジネス上の関係を通じて自己の製品、事業、サービスと直接結びついている負の影響を防止または軽減するよう努めることを期待している。その趣旨に沿って、企業は自らの事業において、およびビジネス上の関係全体を通して、負の影響に関するデュー・ディリジェンスを実施する。

OECD 多国籍企業行動指針に関する理事会決定に従って、参加国は、普及活動を行い、照会を処理し、行動指針の実施に関連して生じた問題である個別事例の解決に寄与することにより、行動指針を更に効果的にするため、各国連絡窓口（National Contact Point：NCP）を設立することを求められている。

OECD 指針は経済のすべての産業やセクターに適用されるが、金融セクターに直接言及するものではない。OECD 指針で使用される用語の一部は、投資バリューチェーンにおける投資家や投資先企業よりも、（製造される製品などの）サプライチェーンにおける供給者と購買者を対象としている。投資家と投資先企業の関係は購買企業と供給企業の関係とは質的に異なっている。前者では、両者の間に事業運営上、または契約上の直接的な結びつきはないが、投資家は持ち分（ownership）を通して投資先に影響を及ぼすように努めることができる。とはいえ OECD 指針の勧告は、金融セクターや民間の投資会社を含めすべてのセクターに適用される。

「金融セクターでの責任ある企業行動」に関する OECD プロジェクトは、金融セクターの企業が、既存の実務を基礎とし、また実際の実務や規則、セクター固有の特性を考慮して、金融サービスプロバイダーの様々なタイプに関して、OECD 指針で勧告されたデュー・ディリジェンスを実施するための実務的で適切な方法を構築して OECD 指針を実施することを支援するものである。本書はこのプロジェクトの一つの結果であり、金融サービスプロバイダーの一つのカテゴリーとしての機関投資家が OECD 指針の中で勧告されているデュー・ディリジェンスを実施するうえで考慮すべき重要な事項について検討する。

目的

本書は、投資家が投資バリューチェーンに沿って OECD 指針の勧告を実施するために役立つ材料を機関投資家やそのステークホルダーに提供する。具体的には、OECD 指針の下でのデュー・ディリジェンスとは何を意味するかを説明し、プロセスの各段階で考慮すべき重要な事項を検討することによって機関投資家を支援しようとするものである。

OECD 指針の下でのデュー・ディリジェンスは、機関投資家が通常認識しているものとは異なる特殊な意味を有している。OECD 指針の下での「デュー・ディリジェンス」とは、OECD 指針が対象とする事項に関するいわゆる「負の影響」（人権、労働、環境、贈賄およびその他の廉潔性への影響など）を特定し、防止し、軽減し、説明するプロセスである。OECD 指針の下でのデュー・ディリジェンスは連続的、継続的に行われるべきであり、OECD 指針で対象とされた課題に関連するリスクを回避し対応することを目的とするべきである。しかし、投資においてデュー・ディリジェンスとは、ある投資の実施またはアセットマネージャーの任命に先立ち、法的リスクおよび財務リスクを特定し評価するためのプロセスとして一般的に考えられている。読者は、同一の用語に対して異なる意味が付与されていることに留意されたい。このため、RBC 課題を検討する際に投資の専門家とステークホルダーの間で混乱や誤解が生まれる可能性がある（附属書 1 も参照）。

範囲

本書は、機関投資家である投資運用会社やアセットオーナーに関連するデュー・ディリジェンスの取り組みについて説明するものである。本書は、投資を促進する事業体（例えば、市場調査会社、上場企業に関する調査を提供し、取引を執行し、新規証券発行を引き受け、新規株式公開に関する調査を提供する投資銀行、証券取引所、インデックスプロバイダー）の固有の取り組みについては概説していない。ただし、OECD 指針はこれらの事業体にも適用されるため、本書はこれらにとっても有用な参照文書になりうる。

本書は関連する場合に、アセットオーナーと投資運用会社に分けて、また個別のアセットクラスごとに、特に該当する方法を示すようにしている。個別のアセットクラスには公開株式（証券取引所に上場されている企業の株式）、社債（企業債務またはローン）、プライベートエクイティ（未上場企業の株式）、インフラ（空港、道路、再生可能エネルギー施設への未上場ファンドの投資、またはこれらの資産への直接投資）、不動産（未上場の不動産投資ファンドまたは不動産に対する直接投資）が含まれる。附属書 3 は、これらのアセットクラスに関する参考情報を提供している。実務上、投資家は投資戦略やアセットクラスを組み合わせる用いることがあり、カテゴリーの境界がはっきりしないこともありうる。このような場合には、複数の方法を組み合わせる用いることができる。

最後に、機関投資家は他の企業とまったく同様に、自らの行動を通して負の影響の原因となったりそれを助長したりしている場合があるが（例えば、自社の従業員に関連する労働への負の影響など）、本書は投資先企業に係わる負の影響に関してデュー・ディリジェンスを実施する場合に焦点を当てている。（セクション 2.3 内の、*影響との関係を理解すること*、も参照）

利点

OECD 指針に基づくデュー・ディリジェンスの実施により期待される利点として、以下のものなどがある。

- OECD 指針、国連ビジネスと人権に関する指導原則（UNGP）、および国連が支援する責任投資原則（PRI）などのその他の関連枠組みを実施する能力の向上
- 投資家が OECD 指針の期待に答えていること、および持続可能な開発に前向きな貢献をしていることを「認識し示すこと（knowing and showing）」

- RBC 基準（OECD 指針など）に関する顧客（投資運用会社の場合）や受益者・加入者（年金基金などのアセットオーナーの場合）の期待に応える能力の向上
- 重大となり得る投資リスクの理解と管理の向上（セクション 2.1 内の、*財務的重要性と RBC リスクとの整合性を認識すること*、を参照）

本書の性質

本書は新たな行動基準の策定を意図するものではなく、OECD 指針のデュー・ディリジェンス勧告を実行しようと努める機関投資家のために、多様なビジネス上の関係による複雑さと投資家の事業に関連する法律、政策、市場の状況を踏まえながら、実務的に考慮すべき事項について概説するものである。「金融セクターにおけるビジネス上の関係」という用語の範囲および適用に関しては、OECD 責任ある企業行動に関する作業部会（ボックス 3）で既に検討済みである。

本書で提示される取り組みは、企業統治上の義務や受託者責任ないしプルードントパーソン原則（Prudent Person Principle）を含め機関投資家の法的義務に影響を与えることはない。OECD 指針のもとでは、「国内法の遵守は、企業の第一の義務である。（中略）国内法と規則が行動指針の原則および基準と相反する場合には、国内法の侵害とならない最大限の範囲で、企業はそうした原則及び基準を尊ぶ方策を追求すべきである。」¹

OECD 指針の勧告を実施する具体的な方法は企業によって異なりうる。金融機関は、その事業戦略において OECD 指針の遵守をうまく遂行することができる適切な方法を検討すべきである。本書で提示される諸方法の目的は、投資家が OECD 指針を遵守するのを支援することにある。

構成

本書冒頭の「はじめに」は、本書の背景、目的、範囲、性質、およびデュー・ディリジェンスを実施することによって投資家にもたらされ得る利点について説明する。

セクション 1 は、OECD 指針の主要な勧告について概説する。

セクション 2 は本書の中核をなし、デュー・ディリジェンスの主要な構成要素および投資家が OECD 指針を実施し、デュー・ディリジェンスを実施するうえでの考慮事項について述べる。各サブセクションはデュー・ディリジェンスのプロセスまたはデュー・ディリジェンスを支える重要なプロセスの異なる段階に対応しており、各段階で推奨される行動例の一覧を投資家向けに特別な修正を加えたうえで示している。具体的には以下のものが含まれる。

- RBC 方針および経営システム
- 実際の、および潜在的な負の影響の特定
- 実際の、および潜在的な負の影響の防止、軽減に努めること
- (a) デュー・ディリジェンスおよび進捗状況の追跡、および (b) 情報開示や、適切である場合には影響を受けたステークホルダーとの対話を通じて努力と結果を伝えることにより、負の影響にどのように対処したかの説明がなされること
- 企業が負の影響の原因となっていたりそれを助長したりしている場合に是正すること

¹ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 1 章「定義と原則」第 2 項

各サブセクションはまた、投資の領域においてこれらの行動を実施するうえで考慮すべき重要な事項についても述べている。また、関連する場合に、これらの行動がアセットオーナーやアセットマネージャーによって、また異なる投資クラスや投資戦略によって実際にはどのように違ってくる可能性があるかについて概説している。

最後に、本書は複数の附属書を添付しており、以下に関する追加的情報を提供している：1) 用語の OECD 指針での用法と機関投資家での一般的な用法との違い（附属書 1）、2) 一般的な投資バリューチェーン（附属書 2）、3) 様々な投資戦略とアセットクラス（附属書 3）。

これらの附属書は、投資の実務家ではないが機関投資家の投資と関連して RBC 課題にかかわる可能性がある OECD 各国連絡窓口（National Contact Points : NCP）²、政策立案者、労働者、労働組合、市民社会などのステークホルダーのために説明用の情報を提供する意図で作成されている。

² NCP は、2011 年に改訂された OECD 多国籍企業行動指針に関する理事会決定に従って、普及活動への取り組み、照会処理および OECD 指針の実施に関して発生する個別事例の問題の解決に寄与することにより、OECD 指針の効果を強化する役割のために設立されている。NCP は OECD 指針を広めるために本書を使用することができるが、本書は個別事例の問題提起の根拠として使用されることを意図していない。OECD 指針、OECD 多国籍企業行動指針の実施手続きに関する注釈第 25 項も参照。

1. OECD 指針における主な考慮事項を理解すること

本セクションでは、OECD 指針でなされている企業に対する主な勧告を概説する。これらの勧告は機関投資家を含めすべての経済セクターに当てはまる。しかし、実際の適用は実施主体である企業の特長（セクター、規模、リスクなど）に応じて異なるであろう。関連する場合に、指針の勧告に関する全般的な説明に続いて、機関投資家への影響を概略的に検討している。セクション 2 では、機関投資家の投資に関連する勧告の適用についてさらに詳しく述べ、アセットオーナーやアセットマネージャーに固有の取り組みとしてどのようなものが考えられるかについて説明している。

1.1 OECD 指針における「ビジネス上の関係」

OECD 指針は 2011 年に改訂され、RBC に関して UNGP に沿った新たな勧告がなされた。企業は以下を行うべきである、と OECD 指針は述べている。

- 「自企業の活動を通じ、OECD 指針に規定されている事柄に対して、負の影響の原因となったり助長したりすることを回避し、そのような負の影響が生じた場合には対処すること」、かつ、
- 「企業は負の影響を助長していないが、にもかかわらずビジネス上の関係によって負の影響が自らの事業、製品、またはサービスと直接結びついている場合には、その負の影響の防止し軽減するように努めること。これは、その負の影響の原因となった企業から、その企業とビジネス上の関係を有する他の企業へ責任を転嫁しようとするものではない。」³

本書において、責任ある企業行動のリスクあるいは「RBC リスク」とは、OECD 指針が対象とする課題に関する負の影響のリスクをいう（ボックス 2）。投資家は「ESG リスク」という用語をよく使う。「RBC」と「ESG」の基準は、どちらも環境、社会およびガバナンスの考慮事項に関するものである。しかし、RBC リスクとは、具体的には、OECD 指針の対象となる課題に関連する負の影響、言い換えれば、会社自体ではなく、社会や環境に対するリスクを指す。⁴ ESG リスクと RBC リスクとは対象範囲の点で若干の差異がありうるため、投資家は指針の内容を理解しようと努め、重複や相違点を確実に評価する必要がある⁵（ボックス 2 と附属書 1 も参照）。

³ OECD 多国籍企業行動指針 II、第 11～12 項

⁴ ESG リスクの特定は、投資家がコストや株価へ潜在的な影響を計算するための指標として利用することが多いのに対し、RBC リスクの特定はデュー・ディリジェンスの構成要素であり、それらのリスクに対応するための積極的な行動を起こすために用いられる。

⁵ OECD 指針の概要については、Responsible Business Conduct Matters、http://mneguidelines.oecd.org/MNEguidelines_RBCmatters.pdf を参照。

ボックス 2 OECD 多国籍企業行動指針における負の影響

OECD 指針は RBC に関する原則および基準を定めるとともに、様々な社会的に懸念される事項について企業が負の影響への関わりを回避し、またこの関わりに対処するために実施することが期待される措置についても定めている。この中に含まれるものとして特に挙げられるのは、持続可能な開発、情報開示、人権、労働者および労使関係、環境、優れたガバナンス、贈賄、贈賄要求および金品の強要の防止という形での倫理的行動、ならびに消費者利益に関連する課題である。OECD 指針の各章は、企業が回避し対処すべき潜在的な影響（リスク）と実際の影響の種類をより詳細に説明している。従って、OECD 指針を実施しようとする投資家は、その各章が対象とする課題について自らのポートフォリオに関してデュー・ディリジェンスを実施することになるため、これらの課題すべてを理解するためにまず同指針を読むことから始めるべきである。

多くの企業にとって「リスク」という用語は、財務リスク、操業上のリスク、社会的評価のリスクなど主に当該企業にとってのリスクを意味する。企業は競争企業と比べた市場における自己の地位や企業イメージ、長期的な生き残りに関心があるため、リスクを検討する場合は通常自らに対するリスクが対象となる。しかし、OECD 指針は、企業が原因となったり、助長したり、または直接的に結び付いたりしている負の影響のリスク（およびリスクが現実化する場合には、社会や環境への影響）に関わっている。したがって、この取り組みは外部に向かうアプローチである。¹

¹ OECD 多国籍企業行動指針（2011）、一般方針に関する注釈第 14 項

OECD 指針は企業に対し、ビジネス上の関係を通じて自己の事業、製品またはサービスに直接結びつく影響を防止または軽減しようと努めることを期待していることから、企業の責任範囲は自己の事業や活動を越え、そのバリューチェーンにも拡大した。OECD 指針は、この勧告によって、負の影響の原因となり、またはそれを助長している事業体からビジネス上の関係に関して企業へと責任を転嫁する意図はないことを明記している。⁶これは、ビジネス上の関係に関して企業が負う責任への重要な制限である。同指針によれば、企業は別の事業体が原因となったか、または助長した負の影響に自ら対処することはできないかもしれないが、優先順位に基づきその事業体に対し負の影響を防止または軽減するように影響を及ぼすか、促す努力をするべきである（投資家についての詳細はセクション 1.3 および 2.3 を参照）。

具体的には、OECD 指針は企業に対し、「単独あるいは他の事業体と共同で、適当な場合には、負の影響を防止または軽減するため、負の影響を引き起こしている事業体に影響を及ぼすためレバレッジを行使する」ことを勧告している。⁷レバレッジは、「被害の原因となっている事業体の不正な実務慣行を改変させる能力を企業が有する場合」⁸に存在するとみなされる。実際には、このレバレッジは企業が自らまたは他の者と共同で行う幅広い範囲の実務的措置を含むものと考えられている。

したがって、OECD 指針の下では、バリューチェーン内の各企業は自らの行動と影響について責任を負っている。企業、この場合には投資家は、一般的にはビジネス上の関係を有する事業体の行動に責任を負わず、むしろ当該事業体に影響を及ぼしたり、促したりする努力を含めた自らの行動に責任を負う。企業がビジネス上の関係を通じて自らの活動に結びついている影響を防止、または軽減するべく努めるという期待は、負の影響の原因となっている事業体の責任とは別個のものであり、これを補完する関係にある。本質的には、企業の努力は、影響の原因となり、またはそれを助長している

⁶ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章第 11～12 項

⁷ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章第 12 項、一般原則に関する注釈第 20 項、第 4 章第 3 項、人権に関する注釈第 43 項。OECD 指針におけるレバレッジは投資の場合とは異なる意味を有し、影響を及ぼしたり促したりする行為ではなく企業の財務状況を指すことがある（附属書 1 も参照）。

⁸ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章、一般原則に関する注釈第 19 項

バリューチェーン内の事業体が責任に応えようとする努力を補強するものであり、重ねて実施したり覆したりするものではない。

ビジネス上の関係に関する機関投資家の責任

OECD は、金融セクターにおけるビジネス上の関係の範囲と適用に関する文書において、投資家と投資先企業との関係を少数株主である場合を含め OECD 指針に基づく「ビジネス上の関係とみなすことができる」と既に結論付けている⁹（この問題に関連してボックス3を参照）。したがって、少数株主であるとしても、社会または環境に対する特定の影響の原因となったりそれを助長したりしている企業の株式を所有または管理する結果として、当該投資先企業が原因となり、または助長している負の影響に直接結びついている場合がある。言い換えれば、投資家自身のポートフォリオにRBCリスク（潜在的影響）またはRBCによる実際の影響が存在するということは、非常に多くの場合、この投資先企業との「ビジネス上の関係」を通じて自らの事業、製品、サービスと「直接的な結びつき」があるということの意味する¹⁰（セクション2.3内の、影響との関係を理解すること、も参照）。

結果的に、投資家はRBCリスクをその投資プロセス全体を通じて考慮すること、そして負の影響を防止または軽減するよう投資先企業に影響を及ぼすため、いわゆる「レバレッジ」を当該投資先企業に行使することが期待されている。しかし、投資家はこれらの負の影響に自ら対処する責任を負わない（セクション2.3を参照）。

⁹ 「OECD 多国籍企業行動指針に基づく金融セクターにおける『ビジネス上の関係』の範囲と適用」を参照。OECD 指針と UNGP に関する専門家も同じ結論に達しており、この解釈を支持している。「OECD 多国籍企業行動指針および国連ビジネスと人権に関する指導原則の金融セクターへの適用に関する専門家書簡および声明」2014年を参照。これらの文書は以下で入手できる：<https://mneguidelines.oecd.org/global-forum/GFRBC-2014-financial-sector-document-2.pdf>

¹⁰ 一部の限られた場合においては、投資に係わる企業が原因となった負の影響が投資家自身の事業、製品またはサービス（例えば、投資家自身のポートフォリオ）と直接的に結びついていないこともある。例えば、投資家がジョイント・ベンチャー（JV）企業の株式またはその他の持分を取得する場合、当該投資家はJV企業と投資家・投資先のビジネス上の関係に入ることになる。だが、JVパートナーの1社が別個の無関係なプロジェクト（すなわち、当該投資家が投資、所有その他の関係を有していないプロジェクト）を通じて負の影響（強制労働など）の原因となったりそれを助長したりしているとしても、当該投資家はJVへの投資を通じてその強制労働という影響と直接的に結びついてはいない。だが、JV企業が行うプロジェクトでも同様な行為が起きるリスクがありうるため、もし当該投資家がこの状況に気付いたならば、JVへの「継続的なデュー・ディリジェンスの強化」のきっかけとなるはずである。

ボックス3 OECD 多国籍企業行動指針に基づく金融セクターにおける「ビジネス上の関係」の範囲と適用

文書「OECD 多国籍企業行動指針に基づく金融セクターにおける『ビジネス上の関係』の範囲と適用」は、OECD 責任ある企業行動に関する作業部会の 2014 年 3 月 20 日の会議で承認された。この文書は以下の分析を含んでいる。

- ・ 「指針は勧告であって法的強制力を有していないため、『ビジネス上の関係』という用語の意味に制約を設けていない。指針は勧告であり支持国はできるだけ広い範囲で遵守すると約束しているため、厳密な定義をする必要はない」
- ・ 「指針は『ビジネス上の関係』という用語について幅広く記述している。指針は主要な用語について非網羅的に記述しているため、その用語の使用可能性あるいは『範囲』はセクターや特定の企業の種類、特定のビジネス上の関係の種類に限定されていない。したがって、少数株主の株式所有は、指針自体に明記されていなくても原則として指針におけるビジネス上の関係と見ることができる」
- ・ 「企業による指針の遵守は自主的なものであり法的な強制力を有していないが、このために指針が遵守されることへの期待が減じることはない。金融機関は、その事業戦略において指針の遵守をうまく遂行することができる適切な方法を検討するべきである」

「政府系ファンドや中央銀行も含め少数株主としての金融機関の役割の問題については、このセクター固有の特性と実務的および法的な懸念や制約を十分に考慮する必要がある。この点は、金融セクターにおいて指針がどのように遵守されるかを理解するうえで重要である」

一部の法域では、投資家は独占禁止法上の懸念から投資先企業の取締役会や経営層に正式に「影響を及ぼす」ことが認められていない場合がある。ただし、こういった場合であっても投資家は、すでに一般的に行われているように、RBC リスクに関する課題や懸念を表明するために投資先企業とのエンゲージメントを通じて RBC を促すことができる。OECD 指針は、すべての企業にとって第一義的な義務は国内法に従うことであるから、OECD 指針の勧告が現地法令に抵触する場合には企業は国内法に違反しない最大限の範囲で OECD 指針の勧告を尊重するよう努めるべきである、としている。もっとも、OECD 指針はその勧告が多くの場合で法律の範囲を上回っていることを認識している。¹¹

投資家がレバレッジを行使して投資先企業に影響を及ぼすために用いることができる方法は広範囲にわたる。これらは、投資先企業との直接のエンゲージメントに限定されるものではなく、必要に応じて、時間をかけて責任ある投資先企業に資金を振り向けること、特定の RBC リスクを対象とした業界イニシアティブにかかわること、地域に固有な課題あるいは企業固有の課題に関して集团的行動をとること、なども含んでいる。何が適切であるかは、投資家の特性や投資戦略（アクティブ投資かパッシブ投資か、など）、関連する規制上の義務によって異なる。また、このようなレバレッジは、優れた企業統治の枠組みの中で行使されることが重要である（ボックス 4）。これらの問題はセクション 1.2 でより詳細に検討される。

¹¹ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 1 章「定義と原則」第 2 項

ボックス4 上場株式におけるビジネス上の関係と G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則

OECD 指針は、G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則から導かれる、良き企業統治の慣行を企業が適用するよう勧告する¹。同原則は親会社の取締役会に対し、企業に対する戦略的指導と経営の効果的な監視を確実に行うこと、そしてステークホルダーの利益を考慮に入れつつ企業と株主に責任を負うことを求めている。

企業はその株主とは別個の法人である。この法人は、すべての株主によって指名され、すべての株主を代表する取締役会によって運営される。これを受け、取締役会は、すべての株主に代わって企業の経営者を独立して監督する機能を有している。同様に、株主総会は、すべての株主の意見が意思決定に反映されるようにするための場である。企業の経営層と取締役会は、すべての株主を代表して行動しなければならないため、少数株主が特定の行動をとるように会社に指示することはできない。

G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則によると、「実際問題として、株主の投票で企業を運営することはできない。株を保有する団体は、利益や目標、投資期間、能力の異なる個人や機関から構成されている。さらに、企業の経営層は、事業決定を迅速に行うことができなければならない。こういった現実や、急速に動き常に変動する市場で企業の業務を運営する複雑さに照らせば、株主は企業活動を管理する責任を負うとは期待されていない。企業の戦略と運営の責任は、通常、取締役会と、取締役会によって選任され、動機付けられ、必要な場合には交代させられる経営層の手に委ねられる」²

とはいえ、G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則は、「企業統治の枠組みや企業に対する監督全体の有効性と信頼性が、投資先企業に対し十分な情報に基づいて株主権を活用し、持分機能を効果的に行使する機関投資家の意欲と能力に大きく依存している」ことも認識している。

「年金基金、集団投資スキーム、保険会社の一部の活動など受託者の立場で行動する機関やその代理人として行動するアセットマネージャーにとって、議決権は顧客に代わって行う投資の価値の一部とみなすことができる。持分権の行使の懈怠は投資家にとって損失となる可能性があるため、投資家は機関投資家として従うべき方針について認識しているべきである」³

「もっとも、株主総会での投票は株主のエンゲージメントの一方法にすぎない。取締役会や経営層との直接の接触や対話も、株主が頻繁に利用するエンゲージメントの方法である。こうした機関投資家と企業の間で行われる対話は奨励されるべきである」³

総合すると、G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則は、投資家が投資先企業の事業を管理することはできないとしつつも、投資先企業とのエンゲージメントを通じて株主権や持分機能を行使する責任があるとしている。

注記

- ¹ G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則は、金融系、非金融系とも上場企業を対象を絞っている。適用可能と考えられる範囲で、これらの原則は株式を非公開とする企業でも企業統治を改善するための有用な手段となりうるであろう。
- ² G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則（2015）第2章：株主の権利と公平な取扱いおよび主要な持分機能
- ³ G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則（2015）第3章。機関投資家、株式市場およびその他の仲介機関

1.2 OECD 指針におけるデュー・ディリジェンスの実施

上述したとおり、OECD 指針は、原則を定めるとともに、様々な社会的懸念事項について企業が負の影響への関わりを回避し、またこの関わりに対処するために実施することが期待される措置について定めている。OECD 指針は、企業がかかる負の影響への関わりを回避し、またこの関わりに対処するため「デュー・ディリジェンス」を実施することを期待している。デュー・ディリジェンスとは、企業が「事業の意思決定およびリスク管理システムの不可分の一部として実際の、および潜在的な負の影響を特定、防止、軽減し、いかに対処したかを説明することができるプロセス」（強調部分は筆者）として理解されている。¹²デュー・ディリジェンスは、企業が OECD 指針に基づき責任ある行動をしていることを「認識し示す」ことを可能にするもので、RBC の重要な側面である。

OECD 指針によると、デュー・ディリジェンスには、1)実際の、および潜在的な負の影響の特定、2)負の影響の防止または軽減、3) (a) 実績の追跡調査、(b) 結果の伝達を通じて負の影響がいかに対処されたかを説明すること、が含まれる。OECD 指針には、様々な要因を企業が考慮に入れ勧告を修正・調整することを認める柔軟性があると想定されるため、「説明」におけるコミュニケーションの要素が重要な役割を担い、企業は OECD 指針の実施を実証するため、すなわち実施していることを「示す」ため、負の影響にどのように対処したかについて公表するか、または伝達する。

RBC を関連の企業方針または投資方針および経営システムに組み込むことは、デュー・ディリジェンスのプロセスを効果的で信頼が置けるようにすることに寄与する。したがって、この組み込みが正しく行われることは、デュー・ディリジェンスが実施されることを示す重要な予兆となる。

企業が負の影響の原因となり、またはそれを助長する場合には是正を可能にするプロセスを整備しておくことも、デュー・ディリジェンスを可能にし、補完するために必要な支援要素である。

また、ステークホルダーとのエンゲージメントは責任ある企業行動として別個に期待されるとともに、デュー・ディリジェンスを支援するための重要なプロセスでもある。この点は後述する。

デュー・ディリジェンスは、継続的な、能動的でかつ受動的な、プロセス重視の活動である。また、状況は変化し、その結果、負の影響も変化するため、デュー・ディリジェンスは事業、製品、サービスの全ライフサイクルを通じて実施されるべきである。つまり、デュー・ディリジェンスは、今後見込まれるビジネス上の関係や取引に関する当初の調査に限定されるべきではなく、RBC リスクを特定し潜在的な負の影響を防止または軽減するための体系的な措置の確立を通じて、またビジネス上の関係や関連の事業の継続的監視を通じて積極的に適用されるべきである。

OECD 指針によれば、「とられるべき具体的措置など、特定の状況に相応しいデュー・ディリジェンスの性質および範囲は、企業の規模、事業の内容、OECD 指針の具体的勧告、ならびに負の影響の深刻性などの要因により影響を受ける」¹³

投資先企業に関連する負の影響に関するデュー・ディリジェンス

本書の核心部分である次のセクションでは、投資先企業に関連する負の影響に関して、機関投資家の投資において利用できるデュー・ディリジェンスの取り組みを説明することに重点を置いている。重要なのは、投資家は、投資先企業に代わってデュー・ディリジェンスを実施することを期待されているわけではないという点である。各投資先企業も自らのデュー・ディリジェンスを実施するべきである。投資家に期待されているのは、自らのポートフォリオにある RBC リスクや影響を特定、防止、軽減するためにデュー・ディリジェンスを実施することである。

¹² OECD 多国籍企業行動指針、一般方針に関する注釈第 14 項

¹³ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章、注釈第 15 項

機関投資家に関するデュー・ディリジェンスは、多くの実務的措置とデュー・ディリジェンスの有効性を確保するための支援的措置を含んでいる。

- RBCを投資家の関連方針と経営システムに組み込むこと
- 投資ポートフォリオおよび今後見込まれる投資における実際の、および潜在的な負の影響を特定すること
- 適切な場合には、負の影響の原因となった投資先企業に対し、当該影響を防止または軽減させるように影響を及ぼすためレバレッジを行使すること
- (a) ポートフォリオ内のRBCリスク・影響の管理に関する投資家自身の実績を追跡し、
(b) 適切な形で結果を伝達することを通じて、負の影響への対処がどのように行われているかを説明すること¹⁴
- 投資家が負の影響の原因となり、またはそれを助長した場合に是正を可能にするプロセスを整備しておくこと

さらに、デュー・ディリジェンス・プロセスは、ビジネス上の関係全体を通じて相互補完的であるべきである。投資のバリューチェーンの全ての事業体がデュー・ディリジェンスを実施し、そのことをそのデュー・ディリジェンスに依存しているバリューチェーンの他の事業体に伝達している限り、デュー・ディリジェンスを二重に実施する必要はない。ただし、バリューチェーンの他の事業体が実施したデュー・ディリジェンスの質や信頼性の判断や補完的な行動が必要かどうかの判断は、バリューチェーンの各事業体が行うことになるであろう。例えば、

- 投資ポートフォリオのスクリーニングを通したリスクの特定は、アセットマネージャーとアセットオーナーの一方がリスクの特定を有効かつ適切に実施し他方に伝達する限り、両方が実施する必要はない。
- リスクの高いセクターで事業を行っているがデュー・ディリジェンスの適切な実施を実証することができる企業に投資家が投資をしている場合、当該投資家は当該企業に関してリスクをさらに特定する必要はないであろう。デュー・ディリジェンスに関する報告は、主要経済国の中で、あるいはこれらの国から事業を行う企業にとって規制要件となりつつある。¹⁵

投資におけるデュー・ディリジェンスの性質と範囲は、投資事業体の性質、その投資ポートフォリオの規模や性質、特定の投資との関係（例えば、投資先企業の持ち株比率、投資期間、関連情報へのアクセス、意味のある影響力を行使できる可能性）によっても変化する可能性がある。デュー・ディリジェンスの取り組みは、対象とする機関投資家の種類および対象とするアセットクラスや投資戦略の種類によって異なる可能性がある。アセットクラスや投資戦略によるデュー・ディリジェンスの取り組みの違いについてはセクション2でさらに検討する。

¹⁴ 適切な伝達に関する詳細についてはセクション2.4を参照

¹⁵ 例えば、サプライチェーンのデュー・ディリジェンスなどに関する企業の報告を要求する*非財務情報および多様性の情報の開示に関するEU指令*、企業の事業やサプライチェーンにおける奴隷や人身売買を管理するためのデュー・ディリジェンスのプロセスに関して企業が報告することを義務付ける2015年英国現代奴隷法、紛争地域から特定の鉱物を調達しているかどうかの報告を企業に義務付ける米国ドッドフラック法セクション1502。

1.3 OECD 指針におけるリスクに基づく優先順位付け

企業がそのビジネス上の関係に関連するすべての負の影響を直ちに特定し、対応することは常に可能なわけではない。この点に関して、OECD 指針も「企業が多数のサプライヤーを有する場合、負の影響のリスクが最も重大である一般的領域を特定し、このリスク評価に基づきデュー・ディリジェンスに関してサプライヤーを優先順位付けすることが奨励される」と明らかにしている。¹⁶したがって OECD 指針は、企業がデュー・ディリジェンスの取り組みを「リスクベースアプローチ」を用いて優先順位付けすることを期待している。

負の影響の重大性または深刻性は、影響の規模、範囲および是正不能性として理解される。

- **規模**とは、負の影響の重さをいう。
- **範囲**とは、影響の及ぶ範囲であり、例えば、現在または将来において影響を受ける人々の人数や環境被害の広がりなどである。
- **是正不能性**とは、影響を受けた人々や環境を、負の影響を受ける前と同等の状況に回復できる限度をいう。

OECD 指針自体は、負の影響の深刻性の順位付けを試みていない。影響の規模や範囲が大きければ大きいほど、「是正可能」ではなくなるということがよくあるが、これらの性質を複数具備するからといって影響が「深刻」であるとみなされるとは限らない。ただし往々にして影響の規模または範囲が大きいかほど、影響の「是正可能性」は低下する。深刻な影響には、特定のセクターで一般的に見られる危険な労働条件や、地域社会の暮らしや健康を脅かす広範な環境悪化を含むことができる。

最も深刻な影響を構成するのは、企業、そのセクター、そのビジネス上の関係に特有なものであろう。

リスクベースのアプローチはまた、OECD 指針を尊重しようとする企業がその勧告のすべてを同時に実施できないかもしれないという点を認識している。したがって、企業は最も深刻なリスクを優先し、時間をかけて体系的に適用を拡大していくように取り組むことが求められる。

企業は、リスクの重大性に基づいてデュー・ディリジェンスを優先順位付けするべきであるが、一方、特定されたリスクにどのように対応するかは「企業が自らのサプライヤーの行動を変更させる力は現実的な限界」によって左右される。「特定されたリスクへの適切な対応を決定するにあたっての関連する他の要素には、負の影響の深刻性および蓋然性、ならびに企業にとっての当該サプライヤーの重要性が含まれる。」¹⁷

投資家におけるリスクベースの優先順位付け

投資家はそのポートフォリオに多数の投資先企業を有していたり、投資のために幅広い企業を評価したりしている場合が多いため、負の影響のリスクが最も重大である一般的領域を特定するためには優先順位付けが重要であると判断するであろう。そして、投資家は、このリスク評価に基づき、さらなるデュー・ディリジェンスのため投資先企業を優先順位付けすることになる。RBC に関する投資家の方針は、リスクを優先順位付けする戦略とその理由を策定し伝達するうえで重要である。（セクション 2.1 も参照）

¹⁶ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章、注釈第 16 項

¹⁷ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 2 章、注釈第 21 項

OECD 指針によると、投資家はデュー・ディリジェンスのために、負の影響の深刻性または重大性を考慮して投資先企業を優先順位付けすべきである、ただし、かかる取り組みが受託者責任などの国内法上の義務に準拠している場合に限る。（セクション 2.1 内の、*財務的重要性と RBC リスクとの整合性を認識すること*、を参照）。また、特定されたリスクにどのように対応するかを検討する際、投資家は、負の影響の重大性に加えて投資家にとっての投資先企業の重要性や投資先企業に対するレバレッジの限界の可能性も考慮に入れることができる。（セクション 2.3 内の、*行動の優先順位付け*も参照）

1.4 OECD 指針における関連ステークホルダーとのエンゲージメント

OECD 指針では、企業は「地域社会に重大な影響を及ぼし得る事業または他の活動のための計画および意思決定に関して、関連するステークホルダーの見解が考慮される有意義な機会を提供するため、そうしたステークホルダーとエンゲージメントすること」を奨励されている。¹⁸ 「ステークホルダーとのエンゲージメントには、会合、ヒアリング、協議手続きなどを通じた関連ステークホルダーとの双方向的なエンゲージメントプロセスを伴う。効果的なステークホルダーとのエンゲージメントは、双方向のコミュニケーションを特徴とし、双方の参加者の誠実さに依拠する。¹⁹

ステークホルダーとのエンゲージメントは、RBC として期待される重要な行動であるが、デュー・ディリジェンスを実施する重要な手段でもある。ステークホルダー自身も自己または周囲への潜在的または実際の影響を特定するのに役立つ重要な知識を提供する可能性がある。影響を受けるステークホルダーの価値観や優先順位は、影響を評価し適切な回避措置や軽減措置を特定するうえで不可欠な考慮要素である。

投資家によるステークホルダーとのエンゲージメント

機関投資家の直接のステークホルダーにはその受益者も含まれる。受益者たる事業体は、デュー・ディリジェンスの取り組みの構築や RBC 方針の策定にできる限りかかわるべきである。さらに、投資先企業の行動によって最も影響を受ける者もステークホルダーに含めることができる。もっとも、投資家によるこれらステークホルダーとの関与の程度は、デュー・ディリジェンスがどのように優先順位付けされているかによる。適切である場合に、また深刻な負の影響が生じる重大なリスクがある場合に、投資家はリスク対応の策定に役立てるため、これらのステークホルダーとエンゲージメントすることができる（セクション 2.2 および 2.3 も参照）。

1.5 OECD 指針における是正

OECD 指針では、企業が負の影響の原因となり、またはそれを助長している場合、これらの影響に対処することが期待されている。デュー・ディリジェンスのプロセスは、負の影響の回避に重点を置いているが、企業はまた、関連する場合に、問題を解決し、再発しないようにし、被害を受けた人々や環境に補償や修復を提供するなど、**是正を提供**したり**是正の提供**に協力したりすることができるシステムや取り組みも必要としている。

「司法的または国による非司法的な仕組みとの協力が必要となる状況もある。他方、企業活動により潜在的に影響を受けた者のための運用レベルでの苦情処理の仕組みは、正当性、利用の容易性、予測可能性、衡平性、OECD 指針との適合性、透明性という中核基準を満たすとともに、合意に基づ

¹⁸ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 2 章第 14 項

¹⁹ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 2 章、注釈第 25 項

く解決を求めての対話とエンゲージメントを基礎とする場合には、そのようなプロセスを提供する効果的な手段となり得る。」²⁰（セクション 2.5 も参照）

是正と投資家

是正は、企業が負の影響の原因となったりそれを助長したりしている状況で期待される。投資家が、投資先企業が原因となっている影響を助長しており、是正の責任を負うといった状況もあり得る。こういった状況は、特定のジェネラルパートナーシップ（**General Partnerships**）などのように投資家が企業の経営権を実質的に握っている場合に生じる可能性がある。もっとも、投資先企業から生じた負の影響に関しては、投資家はほとんどの場合において負の影響の原因となったりそれを助長したりしておらず、負の影響と直接結び付いているだけであろう。結果として、投資家は是正の提供を期待されていないが、優先順位に基づいて防止、軽減に努めるべき責任の一環として、投資先企業に対し是正を提供するように促す努力をするべきである（セクション 1.3 および 2.5 も参照）。

²⁰ OECD 多国籍企業行動指針第 4 章、注釈第 46 項

2. 機関投資家の投資における OECD 指針の実施

2.1 責任ある企業行動を投資家の方針と経営システムに組み込む

RBC を機関投資家の方針と経営システムに組み込むことは、OECD 指針ではデュー・ディリジェンスの正式な構成要素として勧告されていないが、OECD 指針で想定されるデュー・ディリジェンス活動の有効性と信頼性の確保に役立つ。以下では、RBC を投資家の方針と経営システムに組み込むために投資家がとり得る行動について説明する。機関投資家は、株主に対し合理的なリターンを確保する義務を負う会社組織と、資産を運用しその資産の所有者（アセットオーナー）の利益に沿った行動をする法的義務を負う投資組織を有する場合が多い。利益相反を回避するため、一般的にこれら 2 つの組織は別個の方針と統治構造を有する。したがって、ここで挙げた投資家の行動には、関連する場合に会社組織と投資組織それぞれに対する個別の勧告が含まれている。

投資家の行動

- 以下のような RBC に関する投資家の方針（RBC 方針）の制定。
 - 国際的な RBC 基準（OECD 指針、国連責任投資原則など）の遵守を投資家にコミットさせる。
 - アセットマネージャーの場合、RBC に関連する労働者（すなわち、従業員）やビジネス上の関係に関する期待事項を明示する。この期待の中には、投資先企業が OECD 指針などの国際的な RBC 枠組みに従って事業を行うべきであるという期待を含めることができる。
 - アセットオーナーの場合、外部の投資運用会社との関係にデュー・ディリジェンスの考慮を組み込むための手続きを含める。
 - デュー・ディリジェンスに対する機関投資家の取り組みを記述する。
 - ステークホルダーとのエンゲージメントに対する機関投資家の取り組みを記述する。
 - 関連する内外の専門家から知見を得ている。
 - 機関投資家の会社組織の方針に関しては、機関投資家の最上位のレベルで承認されている。
 - 公開され、伝達されている。
- RBC 実施状況の説明責任をファンドマネージャーに割当て、RBC に関して内部的にファンドマネージャーに報告するシステムを構築する。
- 機関投資家のための RBC リスク管理システムを導入
- 投資の意思決定に RBC に関する事項を統合。例えば、投資の意思決定において、必要とされる場合に、RBC リスクに関する調査を実施する手続きを明確にする。かかる調査が必要とされる場合、調査はアセットクラスや投資戦略によって異なる可能性がある。
- 機関投資組織における内部統制の構築：RBC 目標の設定とこれら目標に対する実績のレビュー、適切な情報システム、実施手続き。例えば、
 - 投資チームのデュー・ディリジェンスのプロセス、ならびに実際のおよび潜在的な負の影響への対応について、これらの有効性を追跡調査する手続きを整備すること
 - 知識ベース（knowledge base）を構築すること（RBC の情報、活動、意思決定に関する記録管理など）。例えば以下を含むことができる。

- 投資ポートフォリオで特定された RBC リスクの登録（苦情処理の仕組みを通じて報告された RBC リスクまたはインシデントを含む）
- 投資先企業の RBC 実施状況の評価
- 投資先企業および/またはステークホルダーとのエンゲージメントの記録

→ 機関投資家内のデュー・ディリジェンスに関連するすべての部門、拠点（分析部門、調査部門、法務部門など）に対し、適切な支援とリソースを提供

他のメカニズム（例えば、労働者との社会的対話、社内紛争解決制度、内部通報制度、運用レベルでの苦情処理の仕組み）から得られる知見に基づいて継続的改善を図るため、会社部門と投資運用部門の間でフィードバック・ループを構築

投資家が考慮すべき重要な事項

既存の枠組みの上に構築

投資家の中心的役割の一つに財務リスクの分析と測定があるため、投資家は財務リスク管理に関する堅固な枠組みを既に確保している。加えて、多くの投資家は、ESG 要因のポートフォリオ分析への統合や取引プラットフォーム、リスクプラットフォームにおける ESG シグナルの自動化などにより、環境や社会問題を投資プロセスの様々な段階および運用モデルの様々な次元に組み入れるための枠組みを既に確立している。

OECD 指針が期待する投資家による RBC リスクベースでのデュー・ディリジェンスの実施は、既存のリスク管理枠組みを通じて実現可能である。²¹ただし、この枠組みが投資家自身や投資先企業のリスクだけでなく、RBC リスクも対象としていることが条件である。以下で詳細に検討するとおり、財務上の重要性和 RBC リスクの間には強い連関が見られることが多く、そのため RBC リスク管理を既存の財務リスク分析・管理へ統合することは有益となり得る。ボックス 5 は、グローバルな機関投資家が中核的な投資分析に ESG リスク分析を組み込んでいる方法をいくつか示している。ESG 基準は財務リスクを特定する目的で使用されることが多いが、RBC リスクを考慮する場合もこれらのプロセスに基づくことができるであろう。

²¹ OECD 多国籍企業行動指針、一般方針第 10 項

ボックス 5 ESG の統合

一部の機関投資家は、特定のファンドの戦略を考える場合に ESG 基準を明示的に考慮している。個別に ESG ファンド（例えば、ESG インデックスに関するボックス 11 を参照）を保有する投資家がいる一方、投資ポートフォリオ全体を通して ESG 基準の統合を目指している投資戦略もある。ESG 基準が意思決定プロセスの一部となることを確実にするために、投資戦略が問題とされることがある。ESG 要因が投資の分析と意思決定に統合されるようにするため、ファンドマネージャーが責任投資イニシアティブを指揮するスタッフと意見交換をすることもある。PRI¹で説明されている統合方法は以下のとおりである。

- ファンダメンタル戦略（伝統的戦略とも呼ばれる）：投資家は、予測した財務情報（例えば、収益、営業費用、資産の簿価、資本的支出）あるいは企業評価モデル（例えば、配当割引モデル、割引キャッシュフロー・モデル、調整後現在価値モデル）を、予想される ESG 要因の影響を考慮して調整することができる。
- 定量的戦略（システマティック戦略とも呼ばれる）：クオンツマネージャーは価値、規模、モメンタム、成長、ボラティリティなどの要因とともに ESG 要因を統合したモデルを構築することができる。
- スマートベータ戦略（ストラテジックベータ、オルタナティブベータ、ファクター投資とも呼ばれる）：ESG 要因およびスコアをポートフォリオ構築におけるウェイトとして用いることによって、リスク調整後超過リターンを創出し、またダウンスイドリスクを軽減し、および/またはポートフォリオの ESG リスク特性を強化することができる。
- パッシブ戦略（インデックス戦略とも呼ばれる）およびエンハンストパッシブ戦略（エンハンストインデックス戦略とも呼ばれる）：パッシブ投資の ESG リスク特性全体あるいは特定の ESG 要因へのエクスポージャーは、インデックス構成ウェイトを調整するか、そのように調整されたインデックスに連動させることによって削減することができる。

¹ PRI (2016) 「A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing」 (株式投資のための ESG インテグレーション実践的ガイド)、<https://www.unpri.org/download?ac=10>

財務的重要性と RBC リスクとの整合性を認識すること

投資家は受託者責任またはこれと同等の法的義務（プルーデントパーソンルールなど）に基づき、顧客または受益者の財務的利益のために行動しなければならない。OECD 指針は、その勧告が多くの場合国内法を上回っているが、国内法に抵触するべきではないことを認識している。

こういった財務的利益の判断で重要であると考えられるのは、動的な見方である。投資に関連する RBC 課題の重要性は、法令や政策の変更、リスクやリスクの理解の変化、特定の企業や産業による社会的、環境的、経済的影響の変化、社会的な（および受益者の）期待や規範の変化によって、時間の経過とともに変化する。投資家は、RBC 課題の分析を投資プロセスの不可欠な一部とすることで、特定の投資に係わるリスクや機会を完全に評価することが可能になる。

RBC リスクが深刻である場合、これらのリスクは財務上も重要なリスクとなっていることが多い。同様に、RBC の強力な実践が財務パフォーマンスをより強力にするという関係にあることが実証されている（ボックス 6）。また、早い段階で RBC リスクを管理することによって、このリスクが財務的により重要な影響を及ぼすようになるのを回避できる確率も高くなる。この点は、投資家や規制当局にしだいに認識されつつある。

ボックス 6 RBC 戦略を遂行する企業の財務パフォーマンスの改善

RBC に投資対効果があることは、長年にわたり様々な研究や事例で実証されてきた。

直近では、ドイツ・アセット・マネジメントとハンブルク大学が行ったメタスタディによると、研究（2,200 の個別研究）の約 90%が、ESG と企業の財務パフォーマンス（corporate financial performance : CFP）との間に非負（non-negative）の相関関係を見出している。さらに重要なのは研究の大部分が正の関係を報告しているという点である。ESG の CFP に対する正の影響は長期にわたって安定しているように見える。¹

同様に、18 年以上にわたって企業業績を追跡したハーバード・ビジネス・スクールの調査では、業績を株価の推移と実際の会計数値で測定すると、堅固な ESG システム・実務をもつ「高い持続可能性」（"high sustainability"）の企業の業績が「低い持続可能性」の企業を上回ることが判明した。²

1972 年から 2002 年までに発表された社会的に責任ある企業行動と企業業績との関係を測定した 127 の研究を調べた別のメタスタディによると、これらの研究のほぼ半数が企業の社会的パフォーマンスと財務パフォーマンスとの間に正の相関関係があると指摘している。負の相関関係を示した研究は 7 件のみであった。28 件の研究では有意な関係性が報告されず、また 20 件では結果がまちまちであったと報告されている。³

注記

- ¹ Gunnar Friede、Timo Buschi、Alexander Bassen（2015）ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies、Journal of Sustainable Finance & Investment、第 5 巻、2015 年 4 号
- ² Eccles G.R.、Ioannou I.、Serafeim G.（2011 年 11 月）"The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance"ハーバード・ビジネス・スクール
- ³ Joshua D. Margolis、James P. Walsh. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives、Business Administrative Science Quarterly、第 48 巻、第 2 号（2003 年 6 月）、268~305 ページ

過去 10 年間に投資のあり方と公共政策が変化した結果、投資家は RBC または ESG の課題が財務上の重要性をもつ場合にはこれらを統合しなければならない（ただし、社内外の政策、法律、規則の遵守を条件とする）という積極的責任を負うようになってきた。²²一部の政府（カナダ、南アフリカなど）は、こういった場合には投資家は社会的、環境的問題を考慮に入れるべきであると明確に示している。米国では、エリサ法（Employee Retirement Income Security Act : ERISA）に基づく年金プランに関して、ESG の課題が投資の経済的価値にとって重要である場合には、これらの課題が受託者の分析の一部を構成することが労働省の指針において明確化された。²³国連環境計画・金融イニシアティブ、国連グローバル・コンパクトおよび PRI による最近の調査 *UNEP Inquiry into the Design of a Sustainable Finance System*（持続可能な金融システム的设计に関する UNEP 調査）は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、ドイツ、日本、南アフリカ、英国における受託者責任を分析し、「環境、社会、

²² 国連グローバル・コンパクト、国連環境計画・金融イニシアティブ、責任投資原則、UNEP Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System (2015), 'Fiduciary Duty in the 21st Century'
www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf

²³ 米労働省、Interpretive Bulletin (IB 2015-01) on [Economically Targeted Investments \(ETIs\) and Investment Strategies that Consider Environmental, Social and Governance \(ESG\) Factors](http://www.dhs.gov/eis/etis) (2015)。国連環境計画、国連グローバル・コンパクト、PRI (2015) Fiduciary Duty in the 21st Century、9 ページを参照、
www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf

ガバナンスの問題を含む長期的投資価値を高める要因への考慮を怠ることは、受託者責任の不履行である」と結論付けた。²⁴

投資家もまた、長期的投資に関心を向けるようになっており、環境的、社会的問題が財務に及ぼす長期的影響を認識しつつある。こういった認識は、企業を監視し、また企業に関与するように投資家を促すスチュワードシップ・コードやイニシアティブの策定に反映されている。

RBC リスクを管理するための方針を策定し、RBC リスクの回避および対処という目的を中核的事業運営に取り入れることは、一般的に投資家が受益者の利益や期待を代表する能力を妨げることはなく、逆にこの能力に役立ち貢献するとみられる。²⁵

一部の投資運用会社は、顧客から RBC 課題を考慮するように明示的に要求または指示がある場合に限り RBC 課題を考慮すればよいと考えるかもしれない。²⁶アセットオーナーと投資運用会社の間で方針や委任内容に RBC 課題を体系的に包含することは、デュー・ディリジェンスを通じた RBC リスクの管理が関連の受益者の利益と期待に応えるものであることを明示するうえで有用であろう。

優先順位を示すために方針を利用

RBC 方針の策定は、投資家が RBC リスク管理に関する優先順位を伝達し説明するための有用な方法であると考えられる。投資家は様々な企業に幅広く投資していることが多い。大規模な投資家の場合、投資ポートフォリオは市場全体を反映したものとなっていることもある。結果として、投資家はその投資ポートフォリオを通じて広範な負の影響と直接結びついている可能性がある。投資家はそのポートフォリオの中にある最も深刻なリスクを特定するのはかなり困難を伴うことがある。投資家の方針は、負の影響の管理に関する特定の RBC の優先順位を伝達し、こういった優先順位がどのように決定されたのかを説明するためのツールとして利用することができる。例えば、投資家はその方針の中で、気候変動の影響の規模、範囲、是正不能性や、これを優先課題とすべきであるという規制当局や顧客からの示唆を考慮して、気候変動リスクを優先課題とすると示すことができる。

優先順位付けの根拠を策定するに当たって、投資家は受益者、アセットマネージャーの場合であれば顧客、さらに RBC 課題に詳しい労働者団体や市民社会組織など、関連ステークホルダーと協議するのが望ましい。²⁷この協議は、関連ステークホルダーの観点を反映した RBC リスクがもつ深刻性を取り入れて優先順位を設定するのに役立つであろう。

²⁴ 国連環境計画、国連グローバル・コンパクト、PRI (2015) Fiduciary Duty in the 21st Century、9 ページ www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf

²⁵ OECD は、機関投資家の受益者に対する責任、この責任が ESG 要因の投資決定への統合に関してもつ意味、および ESG 要因が予想投資パフォーマンスに与える影響について調査。詳細については、OECD (2017)、Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors を参照、<https://www.oecd.org/investment/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>

²⁶ 同上

²⁷ G20/OECD 企業統治原則は、従業員とその代表団体をステークホルダーとして明示的に認識している。G20/OECD 企業統治原則 (2015) 第 4 章を参照。

2.2 デュー・ディリジェンスの実施：実際の、および潜在的な負の影響の特定

デュー・ディリジェンスのプロセスにおけるこのステップの目的は、投資家が投資ポートフォリオ全体で潜在的な、または実際の負の影響を特定し、次いで評価するのを支援することにある。まず、特定を通じて投資家は自らが直接結びついている可能性がある問題の範囲を理解しようと努め、次に、これらの問題を優先順位付けし、必要に応じて対応する。以下では、投資家が、投資ポートフォリオ内の企業を通して結びついている可能性がある負の影響を特定し評価するためにとりうる行動例が示されている。

投資家の 行動	<ul style="list-style-type: none">➔ 投資に関する RBC リスクの特定を既存のプロセスに統合すること（例えば、投資に先立つ定性的・定量的リスク評価、投資の意思決定やアクティブオーナーシップ（ACTIVE OWNERSHIP）（アセットクラスに応じた）への情報提供）➔ 高リスクとみられる地域、セクター、製品、サプライチェーン段階に基づき RBC リスクの潜在的領域を特定するため、投資ポートフォリオを積極的にスクリーニングすること（投資の前と後に、戦略との関係でスクリーニングが適切なアセットクラスに対して実施）
--------------------	---

投資家が考慮すべき重要な事項

実際の、および潜在的な影響に関してリスクベースのアプローチを適用

多くの投資家は大規模な投資ポートフォリオを持っているため、投資先企業の RBC リスクを継続的に特定することは非常に困難である。リスクベースのアプローチを適用するということは、大規模なポートフォリオを有する投資家が最も重大な負の影響のリスクがある一般的領域を特定し、この評価に基づき、必要に応じてさらに精査するために投資先企業を優先順位付けすることを意味する。言い換えれば、投資家はポートフォリオをスクリーニングして最も重大な RBC リスクのある一般的領域を特定し、より詳細な調査を個別的または集団的に実施するための基礎としてこの情報を利用することができる。

投資家は、より深刻な RBC リスクと実際に関わっている、あるいは関わる可能性が高い投資先企業に対して、デュー・ディリジェンスの一環としてより詳細な調査を実施すべきである。フォローアップや追加の事実調査は、投資家自身のデスクリサーチ、専門的な調査サービス、共同のデータベース、エンゲージメントテクニックを利用したり（ボックス 7、8）、優先順位の高い投資先企業の RBC 課題への対処方法について追加の情報を得るため当該企業に直接エンゲージメントしたり（例えば、投資先企業に対する、特定の情報の提供、アンケートへの回答、現地視察などの要請）することによって行うことができる。投資家は共同で、こういった状況にある企業にアプローチしたり、当該企業に関するより多くの情報を収集したりすることができる。例えば PRI コラボレーション・プラットフォームなどの仕組みを利用することができる（ボックス 7）。

一部のパッシブ投資については、投資前の精査のために詳細な情報を得るのは難しいと認められることから、投資家は最も重大な RBC リスクのある領域を特定し、とりうる行動に関して情報を得るために、パッシブ投資を一般的なリスクスクリーニングに含めるべきである（セクション 2.3）。

リスクベースのアプローチは以下の要因を考慮することができる。

- 投資先企業の属するセクターや当該企業の事業の性質に関連する RBC リスク（アパレル工場の労働・作業条件など）
- 投資先企業の母国や事業を行っている国に関連する RBC リスク。以下を含む。

- 投資先企業が事業を行っている地の社会経済的要因（例えば、紛争後の地域、多数の移民や難民を抱えている国）
- 投資先企業が事業を行っている地の統治状況（例えば、汚職の問題や脆弱な法の支配）
- 投資先企業自体に関連する RBC リスク（例えば、従業員との紛争の歴史があったり環境関連のパフォーマンスが悪かったりするなど RBC 課題に関する過去の成績が悪いこと）
- 投資家の RBC 方針で特定された優先事項（該当する場合）

ボックス 7 国連が支援する PRI コラボレーション・プラットフォーム

コラボレーション・プラットフォームは上場企業、政策立案者、投資チェーンの他の行動主体とエンゲージメントをしている投資家にかかわる様々なグローバルなエンゲージメントの取組を提供している。

コラボレーション・プラットフォームへの投稿には以下のものがある。

- 企業宛て共同書簡への署名の招待
- 詳細な調査および投資家向けガイダンスの提案
- 特定の ESG 関連テーマに関する投資家と企業のエンゲージメントに参加する機会
- 政策立案者との対話を促進する要求
- 今後の株主総会決議への協力の要請

PRI コラボレーション・プラットフォーム、<https://collaborate.unpri.org/>

情報不足に対し複合的なアプローチで対応

RBC リスクに関する情報の隔たりは投資家にとって課題である。世界に推定 8 万社ある多国籍企業のうち、環境・社会パフォーマンス報告書を公表している企業は約 5 千社~1 万社にとどまると推定される。²⁸さらに、非財務報告に関する既存の規則やこれらの報告規則に関する規制当局の監視と執行の有効性や投資家への価値が疑問視されている。²⁹RBC 課題に関する企業の情報開示は多くの場合でまだ貧弱であるため、投資家がポートフォリオ内の企業が直面する RBC リスクやそのリスクが適切に対処されているかどうかを完全に理解するのは難しい場合がある。

ESG リサーチサービスは対象範囲が拡大するとともに内容が高度化しており、投資家にとっての RBC 情報の出発点となることができる。ESG リサーチサービスは、様々な ESG の課題に関する企業の実績に加えて、国際的な環境・社会基準に関連して発生するインシデント（事件）や論争も対象としている。ただし、ESG リサーチサービスは投資家のポートフォリオの全部、あるいは潜在的な RBC リスクのすべてを対象とするとは限らない。

²⁸ 持続可能な証券取引所イニシアティブ（2014）、Report on Progress、<https://sseinitiative.org/publication/sustainable-stock-exchanges-report-on-progress-2014/>

²⁹ Shorter, G.(2013).SEC Climate Change Disclosure Guidance: An Overview and Congressional Concerns、www.fas.org/sgp/crs/misc/R42544.pdf

投資家は、ポートフォリオに存在するすべての RBC リスクを常に特定し、認識していることはできないかもしれない。しかし、情報不足に直面したときに実際の、および潜在的な影響を特定するために、既存の情報とともに様々な方法の組み合わせを利用することができる。RBC 課題は静的なものではないので、投資家はこれらの課題に関する情報を継続的にアップデートしていく必要もある。

リサーチサービスを利用すれば、このサービスの対象企業に関して投資家のポートフォリオをスクリーニングして RBC リスクを特定することができる。ポートフォリオ内の企業で ESG リサーチサービスが対象としていないか、または十分に調査していない企業については、上述したリスクベースのアプローチを使うことができる。積極的なリスクベースのスクリーニングに加えて、ポートフォリオ内の企業に危険信号を発するよう投資家に注意喚起してくれる苦情処理の仕組みやその他の報告プラットフォームを利用することもできる。ボックス 8 では、機関投資家は RBC リスクを特定するために情報源の組み合わせをどのように利用できるかを説明している。

ボックス 8 機関投資家における RBC リスクの情報源

機関投資家は投資に先立つデュー・ディリジェンスを通して、また継続的な RBC リスクの監視を通してポートフォリオ内の RBC リスクを積極的に特定することができる。RBC の情報源としては、社外の RBC 市場調査会社、社内の財務アナリストまたは責任投資の専門家、特別に委託した調査、公開情報またはピアネットワーク (peer networks) の共有情報、共同イニシアティブなどがある。一部の機関投資家は、企業レベル・業界レベルで RBC データの社内データベースを保有しており、アナリストはこのデータを財務評価データとともに利用することができる。

情報の信頼性の評価

RBC 情報の信頼性または客観性に関しては評価が難しい場合がある。特定された RBC リスクの信頼性を確保するためには、投資家は信頼できる既存の情報やリソース、例えば市場調査サービス、専門的なインデックス、信頼できる国際機関、市民社会、メディアの報告書などに頼るべきである。苦情処理の仕組みを通じて提出されたクレームに関する信頼性を評価するため、投資家は提出基準と、苦情の信頼性の評価方法に関する方針を策定することができる。その際、評価基準が公表されること、および不必要に煩雑にならないことに留意する必要がある (苦情処理の仕組みに関する詳細についてはセクション 2.5 を参照)

深刻な負の影響が発生する可能性が特定された場合、投資家は苦情を検証ないし調査するため、国家機関・国際組織・NGO からの報告書、メディア報道、業界の文献、ボックス 9 で説明する各国連絡窓口 (NCP) の声明など追加の情報源を参考にすることができる。

ボックス 9 各国連絡窓口の声明

各国連絡窓口（NCP）は、当事者が OECD 指針の勧告を遵守していないと申し立てる苦情（「個別事例」と呼ばれる）を提出し、この問題に関する調停による対話を行うことができる場を提供する。NCP はこれらの手続きの結果を記載した声明を発表するが、この文書は重要な RBC リスクの情報源となり得る。例えば、NCP 手続の終了時に公表される声明は問題となっている課題が解決されたかどうかを示すことができる。一部の NCP は、OECD 指針を企業が遵守したかどうかに関する決定を含めている。さらに、多くの NCP は最終声明で勧告を盛り込み、また進捗状況を追跡するために勧告のフォローアップを実施する場合もあり、投資家は投資先企業とのエンゲージメントにおいてこれらを参考にすることができる。個別事例に関する OECD のデータベース (<https://mneguidelines.oecd.org/database/>) には、NCP の仕組みに持ち込まれたすべての個別事例の要約と NCP 声明へのリンクが含まれている。

究極的には、投資家の実際の、または潜在的な RBC リスクのエクスポージャーについて情報を提供するため特定が実施される。したがって、RBC リスクまたは影響に関する情報または苦情は、RBC リスクベースでのデュー・ディリジェンスの取り組みに基づくさらなる調査やより緊密なエンゲージメントを開始するにあたって完全に立証されている必要はない。

投資家がより詳細な評価を実施すると決定した場合、被害を評価し適切な対応を策定するうえでステークホルダーとの協議は有用であるとみられる。誰がステークホルダーであるかは、問題となっている負の影響にかかっている。例えば、グローバルな労働組合連合会とその関連の個別労働組合は影響を受けた労働者を代表することが多く、様々な労働問題や人権問題に関して情報や専門的知識の提供源となることができる。

RBC 情報の質と利用可能性を高めるため積極的に取り組む

投資家は情報不足に対応する一つの方法として、投資先企業からより多くの情報を得ることを段階的に求め、RBC リスクに関するより多くの開示を促進するために個別あるいは共同の努力をすることについて検討することができる。この努力は、この種の情報の利用可能性を高めるための既存の業界イニシアティブに参加することで実現することができる。例えば、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）は 800 社以上の投資家の賛同を得て、企業の温室効果ガス排出量や気候関連リスクに関する情報を提供している。またこの努力には、RBC リスクの高いセクターや国に所在する比較的規模の小さい企業に関連する RBC リスクといった特定の課題に対処するイニシアティブの開発やこれへの関与も含まれる。

インデックスプロバイダーや取引所など投資を促進する事業体も RBC リスクに関連する追加情報の収集に寄与することができる。特にその多くがすでに OECD 指針など RBC の期待に従っている可能性があるからである（ボックス 10）。

ボックス 10 証券取引所と OECD 多国籍企業行動指針に基づくデュー・ディリジェンス

証券取引所は民間セクターの資金調達、投資機会の創出、企業統治など経済の中で多くの役割を担っており、現在では、より持続可能な資本市場の発展に貢献するようになっている。歴史的には、大半の取引所はその会員が所有する非営利組織であった。現在では、取引所の過半数が相互組織ではなくなり、自ら上場企業となる取引所が増えている。こういった変化や取引所間の激しい競争を踏まえ、証券取引所の自主規制という伝統的役割は進化し続けており、一部の取引所は証券規制当局と規制責任を共有したり、証券規制当局に当該責任を委譲したりするに至っている。企業は、取引所に上場するためには上場ルールに従わなければならないが、これらのルールの監督は国によって異なっている。OECD 指針によれば、取引所と企業の間には「ビジネス上の関係」が成立している。そのため、デュー・ディリジェンスへの期待が生じる。

PRI、UNCTAD、UNEP 金融イニシアティブ、および国連グローバル・コンパクトによる共同事業である持続可能な証券取引所イニシアティブ（Sustainable Stock Exchanges Initiative：SSE）は、取引所が投資家や規制当局、企業と共同でどうすれば ESG の課題に関して企業の透明性を高め、最終的にそのパフォーマンスを改善させることができ、持続可能な投資を促進することができるかを探るためのピア・ツー・ピア型の学習プラットフォームである。

SSE は、証券取引所がより持続可能な資本市場の創出に貢献する活動を強化しつつあると報告している。SSE には現在 60 のパートナー取引所があり、合計で 3 万社以上が上場し時価総額は 55 兆米ドル以上に上る。調査した 50 か国のうち 8 か国で ESG 要因に対応するステewardシップ・コードが導入され、この 8 か国中 6 か国は自主規制ベース、2 か国は「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースである。13 か国では政府の施策として、投資プロセスで ESG 要因をどのように考慮しているか開示することをアセットオーナーに要求している。

実際の、および潜在的な負の影響を特定し評価するためのアセットクラス別の方法

表 1 は、様々なアセットクラスについて、投資の前と後に、投資運用会社が投資先企業に関連した負の影響を特定するための方法をいくつか概略的に示している。アセットオーナーまたはアセットマネージャーは、外部の投資運用会社を任命する場合、その投資運用会社が実際の、および潜在的な負の影響を特定するための適切な方針および手続きを定めていることを確認するべきである。また、これらの方針および手続きを投資運用会社が実施していることを継続的に監視するべきである。

表 1 実際の、および潜在的な負の影響の特定：アセットクラス別、投資戦略別の実践事項

	上場株式		債券		プライベートエクイティ、不動産、インフラ	
	アクティブ	パッシブ	社債	国債	ファンド	直接投資
投資前	RBC リスクを特定するための調査を実施し、リスクの深刻性に応じて優先順位付けする。	RBC 情報の必要性および RBC リスク予想についてインデックスプロバイダーと協議することを検討する。	RBC リスクを特定するための調査を実施する。		<p>LP*：ファンドに委託する前、ファンドマネージャーに関するデュー・ディリジェンスに RBC リスクを含める。</p> <p>GP**：RBC リスクを特定するため、投資に先立ち個別企業に関する調査を実施する。</p>	RBC リスクを特定するための調査を実施する。
投資後	<p>リスクベースアプローチを用いて、公開市場ポートフォリオ全体（上場株式、上場債券、アクティブ・パッシブを問わない）を定期的にスクリーニングし、顕在化した RBC 課題を特定する。</p> <p>さらなるエンゲージメントを通じて、ポートフォリオにある RBC リスクの高い企業を特定しさらに精査する。</p>	<p>リスクベースアプローチを用いて、インデックスまたは投資商品に含まれる市場ポートフォリオ（上場株式、上場債券、アクティブ・パッシブを問わない）を定期的にスクリーニングし、顕在化した一般的 RBC 課題を特定し、フォローアップのための優先順位付けを行う。</p>	<p>リスクベースアプローチを用いて、インデックスまたは投資商品に含まれる市場ポートフォリオ（上場株式、上場債券、アクティブ・パッシブを問わない）を定期的にスクリーニングし、顕在化した一般的 RBC 課題を特定し、フォローアップのための優先順位付けを行う。</p>		<p>LP：GP の継続的監視に RBC リスクを含める。</p> <p>GP：ポートフォリオ内の企業の継続的監視に RBC リスクを含める。</p>	投資の継続的監視に RBC リスクを含める。

*LP (Limited Partner)：未公開株式、不動産、インフラのファンドのアセットオーナーあるいは最終投資家を指す。

**GP (General Partner)：ファンドを運用する事業体であり、投資のために企業または資産を選択し、継続的に投資の状況を監視する。（これら様々な行動主体の役割に関する追加的な説明については、附属書 3 を参照）

2.3 デュー・ディリジェンスの実施：負の影響の防止、軽減に努める

投資家は、ポートフォリオ全体における実際のおよび潜在的な負の影響を特定すると、そこで収集した情報を活用して、優先順位に基づき潜在的な影響を防止、軽減するための行動に移ることができる。この手順は、投資家が OECD 指針の期待に応えることができるようになるために欠かせないものである。以下では、実際のおよび潜在的な負の影響を防止、軽減するために投資家ができる行動を示している。

投資家の 行動	防止の適切な方法として、以下のものが考えられる。
	→ 投資マニフェストに RBC 要件を明示、および投資に先立ち RBC 条件を明示（いかなる場合でも（議論のある武器などを扱う特定の企業またはセクターへの）投資を禁止する排他的方針、投資先企業に関連するデュー・ディリジェンスの要件など）
	→ 投資家が一定程度企業の経営権を握っている場合（未公開株、不動産、インフラにおけるジェネラルパートナーなど）において、投資家にとって可能であり、かつ規制上の義務に従っているときには、投資先企業が契約条項や RBC 方針に違反する場合に投資家に法的なレバレッジの行使を許容する旨の契約書またはその他の合意書の文言を通じて、投資先企業にデュー・ディリジェンスと RBC 基準の遵守へのコミットメントを強く要求すること
	→ 投資見込み先をスクリーニングし、高い RBC リスクを有する企業または排他的方針の対象になる企業を除外すること
	→ 他の方法を補完するものとして、規制上の義務に基づき実行できる範囲で、RBC の実施状況が悪い企業に資金を向けないため、ESG インデックス（ボックス 11）に投資すること
	→ 他の方法を補完するものとして、また全体的課題に対処する方法として、RBC 目標を有する業界イニシアティブまたはマルチステークホルダーイニシアティブに参加すること（例えば、PRI コラボレーション・プラットフォーム、UNEP 金融イニシアティブ、気候変動に関する投資家ネットワーク、コーポレート・サステナビリティ・レポート連合） ¹
	→ 機関投資家による長期投資ファイナンスに関する G20/OECD ハイレベル原則に基づいて策定されたような、環境的、社会的課題の財務への長期的影響を認識した長期投資戦略を利用すること。
	→ 投資先企業の RBC 課題の管理を改善するため、積極的なエンゲージメントの実施
	実際の、または潜在的な負の影響が特定された場合の適切な対応として、以下のものが挙げられる：
	→ RBC リスクの軽減努力を行っている過程において、投資先企業との関係を継続すること。例えば、企業との「エンゲージメント」を通じ、負の影響を軽減するために以下のようなレバレッジを行使する。 <ul style="list-style-type: none">● 手紙、Eメール、および/または電話により投資先企業と連絡すること● RBC に関する問題について意見を表明するため、実務レベル、上級管理職レベル、および/または取締役レベルで企業と対面での会合● RBC に関する問題について意見を表明するため、定例株主総会に出席し発言すること● RBC に関する問題について意見を表明するため、議決権を行使● 他の投資家と共同で、RBC に関する問題に関してレバレッジを行使● RBC 課題について規制当局や政策立案者とのエンゲージメント

- 特定された領域（例えば、国、商品、セクターの円卓会議、マルチステークホルダーイニシアティブ、現場でのプログラム）における負の影響の防止、軽減を目指している地理的、あるいは課題を絞ったイニシアティブに参加すること
- ➔ アクティブ戦略の場合、特定された RBC リスクに照らして適切な場合には投資ポジションを削減すること、および投資先企業に対し投資を削減した理由を明確に伝えること。企業の最初の反応が前向きでない場合、エンゲージメント活動の強度を高めること
- ➔ アクティブ戦略の場合、投資を一時的に引き上げる一方で、適切かつ可能な場合には RBC リスクの軽減を継続して遂行すること
- ➔ アクティブ戦略の場合、軽減の試みに失敗したあと、または軽減が実現不可能であると投資家が判断したとき、または負の影響が深刻であることを理由として、投資を引き上げること
- ➔ パッシブ戦略の場合、投資家にとって可能かつ規制上の義務に従っているときに、極めて深刻な影響を伴う投資を回避するため投資戦略を見直すこと（例えば、パッシブインデックスから撤退すること、投資家が特定した深刻なリスクを除外するように調整された、または適合したインデックスに投資すること

¹ PRI コラボレーション・プラットフォーム <https://collaborate.unpri.org/>

ボックス 11 ESG インデックス

ESG インデックスは、ESG 要因に全部または部分的に基づきウェイト付けしたインデックスである。これらの場合、インデックスの構築を支える ESG 調査は、インデックスプロバイダー（またはインデックスプロバイダーが契約した ESG 情報専門の提供会社）によって行われる。一般的な ESG インデックスやサステナビリティインデックスは、パッシブ投資資産全体のごく一部を占めているにすぎない。しかし、気候変動の財務的影響についての認識が高まるにつれ、企業の炭素集約度に応じてウェイト付けされたインデックスへの関心が高まっている。例えば、代表的なインデックスプロバイダーの一つである MSCI は現在、その主力の従来型インデックスに関して（つまり、専門的な低炭素インデックスだけに限らず）カーボンフットプリント情報を提供している。情報は個別企業レベルではなくインデックスレベルで提供されている。

投資家が考慮すべき重要な事項

スチュワードシップ活動と防止・軽減

機関投資家の投資との関連でいうスチュワードシップの概念はおおむね、投資先企業に対する投資家の強化されたエンゲージメントと継続的な監視を意味する。投資家のスチュワードシップという概念は 2008 年の金融危機を受けて生まれ、英国の場合でいえば 2012 年の英国スチュワードシップ・コードの策定によって初めて公式なものとなった。このコードの下で、投資家は以下を約束する。

- スチュワードシップ責任を果たす方法に関する方針を公表すること
- スチュワードシップに関連する利益相反の管理に関して堅固な方針を定めること。この方針は、
 - － 公表されるべきである
 - － 投資先企業を監視する

- いつ、どのようにスチュワードシップ活動を強めるかについて明確なガイドラインを定める
- 適切な場合には、進んで他の投資家と共同行動をとること
- 議決権行使および議決権行使活動の開示に関する明確な方針を定めていること
- スチュワードシップおよび議決権行使活動について定期的に報告すること³⁰

スチュワードシップ活動の中には、特に防止および軽減の文脈でデュー・ディリジェンスの下で勧告されている活動と酷似しているものがある。ただし、目的は少し異なっていることがある。³¹ (投資スチュワードシップの説明についてボックス 12 を参照)

ボックス 12 投資スチュワードシップの一部としてのエンゲージメント

エンゲージメントは、RBC リスクへの企業の取り組みを評価したり、RBC 基準に沿って防止・軽減戦略を促進したりするのに役立つことから、投資スチュワードシッププログラムの中核となっている場合が多い。

スチュワードシップの大部分は、企業の経営層がよりよく行動して課題を解決するように関与し支援することである。大規模な機関投資家は、毎年 RBC 課題に関して数百から数千の投資先企業と関与するであろう。この関与には、執行役員や取締役など企業経営層との、また適切な場合には他の株主との会合、株主総会への出席、株主提案に関する議決権行使などが考えられる。

影響との関係を理解すること

実際の、または潜在的な負の影響が特定された場合、投資家はこの影響の自らとの関係を理解するように努めるべきである。投資家の負の影響との関係（すなわち、投資家がこの影響の原因となったりそれを助長したりしているのかどうか、またはビジネス上の関係によって直接結びついているのかどうか）は、考慮すべき重要な事項である。この関係しだいで、投資家に対処すべき責任をもっているのか、言い換えれば何らかの形の是正を行うべき責任を負っているのかどうかが決まるからである。図 1 では、OECD 指針の下で、影響との関係に基づき予想される種々の対応を概観している、

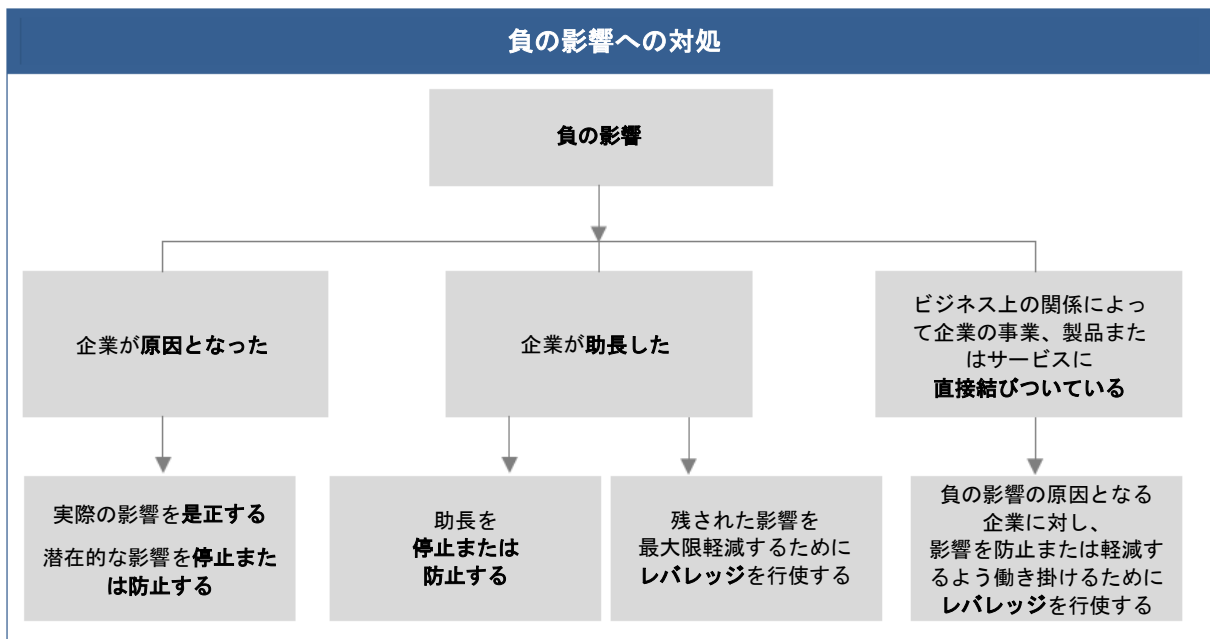
OECD 指針では、企業が負の影響の「原因となる」のは、企業の活動または活動しないことと負の影響とが直接つながっている場合である。「負の影響を『助長する』とは助長が実質的である場合をいうと解釈されるべきで、別の企業が負の影響の原因となることを生じさせ、促進し、または動機付ける活動を意味し、小さなまたは些末な要因は含まない」。³²最後に、企業の事業、製品、サービスも、ビジネス上の関係を通して負の影響と「直接結びつく」可能性がある。

³⁰ 英国財務報告評議会（2012）英国スチュワードシップ・コード、
[https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf)

³¹ スチュワードシップ活動は一般に、指針で定義される負の影響の防止、軽減よりも、株主への長期的なリスク調整後リターンの向上を目的としている。

³² OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 2 章、一般方針に関する注釈第 14 項

図1 OECD 多国籍企業行動指針における負の影響への対処



一般的に、特に上場株式である少数株主の関係が OECD 指針における負の影響の実質的な助長につながる可能性は低い。そのため、少数株式を保有する機関投資家が投資先企業で負の影響を「助長する」ことはほとんどないであろう。ただし、企業の持ち株比率の比較的高い投資家が、経営層に指図したり影響を与えたりしようと積極的に関わった結果として負の影響がもたらされる場合には、負の影響を助長している可能性がある。

低い持ち株比率の株式が機関投資家の預かり運用資産の大部分を占めていることから、本書では、投資家はその投資を通して直接的に被害と結びつく場合に関連する問題に焦点を当てることとする。少数株主の株式保有は OECD 指針のもとではビジネス上の関係とみなされる可能性がある。投資家は、少数株主である場合も含め、企業の株式を所有または管理する結果として当該投資先企業が原因となっているかまたは助長している負の影響に直接結びついている場合がある。言い換えれば、投資家自身の投資ポートフォリオにおける RBC リスク（潜在的影響）または実際の RBC 影響の存在は、ほとんどの場合、直接の結びつきがあることを意味する（脚注 10 も参照）。

影響を防止または軽減する責任は企業から投資家に転嫁しない

OECD 指針は、ビジネス上の関係によって自社の事業、製品またはサービスに直接結びついている負の影響を防止または軽減しようと努めることを期待しているが、この期待は「負の影響の原因となっている企業からその企業とビジネス上の関係を有する他の企業へ責任を転嫁しようとするものではない」と強調している。³³

投資先企業が自ら原因となるか、または助長している負の影響を防止または軽減する責任は変わらない。投資家は、リスクが発生した場合に、負の影響を防止、軽減するための行動を起こすよう投資先企業に影響を及ぼすため、レバレッジを構築し、これをできる限り行使することが期待されてい

³³ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章第 12 項

る。³⁴また、投資家が負の影響の防止および軽減に努める方法は、対象となるアセットクラスや戦略の種類、投資ポートフォリオにおけるポジション、規制の状況によって異なるであろう。このように、ビジネス上の関係においては、デュー・ディリジェンスは投資家が負の影響の防止または軽減に努める方法である。企業、この文脈では投資家は、一般的にビジネス上の関係を有する事業体の活動に責任を負わず、むしろ当該事業体に影響を及ぼし、または働きかける努力などの自らの行動に責任を負う（レバレッジの限界も参照）。

負の影響に対処する責任は投資先から投資家に転嫁させることはできない。影響の原因となっている投資先に対するレバレッジを欠く（または使い尽くした）投資家は、投資先との関係を維持するか投資を引き上げるかを選択することができる。投資先企業からの投資の引き上げと投資の継続は、本書で述べたリスクベースの優先順位に従って適切な結論となる可能性がある。関係の継続を選択する場合、投資家はリスク軽減に継続的に努めていることを説明し続けるべきであり³⁵、また関係継続に伴う社会的評価のリスク、財務リスク、法的リスクを認識するべきである。（投資引き上げと除外の検討も参照）

このアプローチはコーポレート・ガバナンス原則を反映している。この原則によれば、企業の業務を指揮する第一義的な法的責任は取締役会と経営層にある一方で、投資家には投資先の企業に対し十分な情報に基づいて株主権を活用し、持分機能を効果的に行使する責任がある（ボックス4）。

行動の優先順位付け

セクション 1.2 で述べたとおり、投資におけるデュー・ディリジェンスの性質と範囲は、投資事業体の性質、その投資ポートフォリオの規模や性質、特定の投資との関係（例えば、投資先企業の持ち株比率、投資期間、関連情報へのアクセス、意味のある影響力を行使できる可能性）によって変化し得る可能性がある。企業が多数のサプライヤー、この場合は投資先企業を抱えている場合、OECD ガイドラインではリスク評価に基づいて取組の優先順位を決めることが奨励されている。³⁶優先順位付けは、どのように行動を順序付けするのがよいか、またデュー・ディリジェンスに関する企業のリソースをどのように用いるかを決定するもので、すべての負の影響を一度に特定して対応することはできないことを認めている。投資家はデュー・ディリジェンスに関して最も深刻な影響を優先するように努めるべきであるが、一方で、より広範な投資先企業や投資先の行動を対象とするために、RBC リスクを監視し、優先順位付けの判断を評価し、時間をかけて可能かつ必要な範囲で行動を積み重ねるべきである。

セクション 2.1 で検討したとおり、投資先企業との間にある潜在的な負の影響は非常に幅広いいため、投資家は優先順位付けについての自らの方針を策定し明示することもできる。この方針は、RBC リスクの深刻性を評価する根拠を含め十分に説明されるとともに、OECD 指針の勧告に沿って外部に（例えば、年次報告書の公表やウェブサイトを通じて）伝達されるべきである。

実際の、または潜在的な負の影響を防止または軽減する方法を決定するうえで、影響の深刻性を考慮することに加えて以下の基準が関連することもある。

- 投資先企業が投資家にとってどの程度重要なものであるか、それは、当該企業にとっての課題の重要性、ひいては投資家にとっての課題の重要性が参考になる可能性が高い。

³⁴ 正式な「影響を及ぼす」行為が禁止されている国・地域では、投資家は国内法に違反しない限りで、防止や軽減の努力を求める勧告を守るよう努めるべきである。詳細に関しては本書の「はじめに」を参照。

³⁵ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第2章、一般方針第10項および一般方針に関する注釈第22項

³⁶ OECD 多国籍企業行動指針第2章第12項、一般原則に関する注釈第16項

- 防止や軽減のための様々な方法のリソースとの兼ね合い
- 同一の課題に関連して同一企業とのエンゲージメントが他の投資家によって既に実施されているか。この基準は取組が重複しないようにするためのものである。
- 負の影響に関する情報がどの程度確実なものか。これは、深刻なリスクの可能性あることを知らせる情報の真正性を検証するために信頼の置ける試みがなされるべきである、ということの意味する
- 投資先企業の行動に変化を起こさせる投資家の能力に存する実際上の限界（レバレッジの限界も参照）

レバレッジの限界

RBC リスクが特定された場合、当該企業に対して影響力を行使する（RBC リスクを軽減するためにいわゆるレバレッジを用いる）投資家の能力は多くの要因から影響を受ける可能性がある。例えば、

- 大規模な機関投資家であっても多くの企業で少数株主にとどまっている可能性がある。
- 上場企業の場合、企業の株主構成や一部の国における企業統治の規則・実務慣行が少数株主、特に外国人少数株主が影響力を行使する妨げとなる場合がある。例えば、企業は株主に限られた情報しか与えず、また経営へのアクセスを限定する場合がある。実際、例外的な場合に限り、株主は株主全体として、企業の取締役会に特定の行動をとるよう指示する正式な権限を有する。³⁷
- 影響力を行使する能力はアセットクラスの特性によって制約を受ける可能性がある。例えば、社債または国債の投資家が債券を発行した企業や政府に影響を及ぼす機会は非常に限られているであろう。債券投資家は、企業が一定の種類の投資を行う能力を制限するコベナンツ（条件）を債券発行時のローン契約に含めることができる。また、債券保有者は債務不履行や破産の際に権利を有する。しかし、債券保有者が企業の日常的活動に対し継続的に影響力を行使する能力は限定的である。個々の債券保有者が政府に対して有する影響力はさらに限られている。
- パッシブ投資運用会社は、インデックスから企業を除外することについて顧客の同意を必要とする場合がある。
- 多くの場合で、投資の引き揚げは投資商品あるいは投資戦略の性質から不可能である。またすべての場合に適切であるとは限らないが、投資家が関与していなければ、企業に慣行を変えるように説得する声が他にないこともよくある。
- 企業へのアクセスは、投資家が現地事務所や関連の言語スキルをもつスタッフを有するか否かによって制限されることもある。
- 企業が負の影響を防止または軽減する意思をまったく示さないこともある。

OECD 指針は、「[ビジネス上の関係を有する事業体の] 行動を変更させる [投資家の] 力には現実的な限界がある」と認識している。³⁸負の影響の原因となっている企業に対して投資家が有する

³⁷ G20/OECD 企業統治原則第 2 章、株主の権利と公平な取扱いおよび主要な持分機能

³⁸ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 2 章、注釈第 21 項

レバレッジの程度は、当該企業に行動を起こすよう説得するために投資家に何ができるか考えるうえで参考になるが、投資家がデュー・ディリジェンスを実施し自らが有する何らかのレバレッジを効果的に行使すべきかどうかを考えるうえでは関係がない。³⁹例えば、

- 未公開株、インフラ、不動産ファンドでは、ジェネラルパートナー（GP）は一般的に、上場企業の少数株主よりも大きな影響力を行使することができる。ポートフォリオ内の企業または資産の過半数の株式を保有する GP は、当該企業を支配している。どちらの場合でも、当該ファンドの投資家である LP は、GP と共同でポートフォリオ内の企業に影響を及ぼすことができる場合がある。
- 少数株主は、企業に対して単独でレバレッジをもつことができる。ただし、他の株主と協働することにより（例えば、PRI コラボレーション・プラットフォームを通じて）さらに大きなレバレッジを得ることができる場合もある。
- 投資家は、OECD 指針などの RBC 基準の実施を促進するため、単独でも共同でも規制当局や政策立案者、市民社会組織に働きかけることができる。

³⁹ 同上。注釈第 20 項および OECD（2014）Due diligence in the financial sector: adverse impacts directly linked to financial sector operations, products or services by a business relationship も参照、<https://mneguidelines.oecd.org/rbc-financial-sector.htm>

ボックス 13 少数株主のエンゲージメントと NCP の個別事例

投資家のエンゲージメントによって解決することに成功した NCP の事案がいくつかある。例えば、オランダの NCP に持ち込まれた 2015 年の事案は製薬会社の Mylan に関するもので、米国の刑務所で死刑執行目的の薬物注射に使用される同社製品の販売に関連する人権への影響が問題となった。この特定事案に関する最終声明で、NCP は「一部 [投資家] による対話と撤退が同社の行動の改善に寄与したとみられる」と述べている。¹

最も著名な NCP の事案の一つは英国 NCP に持ち込まれたもので、石油探査会社の Soco がコンゴ民主共和国の世界遺産であるヴィルンガ国立公園での探査の中止を約束したことで解決した。この成功の大部分は、英国 NCP での調停プロセスと並行して行われた Soco の投資家の徹底したエンゲージメントに帰することができる。²

注記

¹ オランダ NCP (2016 年 4 月)、Final Statement Bart Stapert, attorney, vs Mylan
www.oecdguidelines.nl/documents/publication/2016/4/11/bart-stapert-attorney-vs-mylan.

² 英国 NCP (2014 年 7 月)、Final Statement following agreement reached in complaint from WWF International against SOCO International plc,
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/847321/uk-ncp-final-statement-complaint-from-wwf-international-against-soco-international-plc.pdf

投資引き上げおよび除外の検討

OECD 指針では、負の影響が特定されたときの適切な対応として、軽減の試みが失敗したあと、または軽減が実現不可能であると投資家が判断したとき、または投資家の方針が除外を指示しているとき、あるいは単純に負の影響が深刻であることを理由に投資を引き上げることができる。⁴⁰このような投資引き上げは、投資家の有するレバレッジが限定的である場合や、限定的でなくても長期にわたりエンゲージメントを強化したが負の影響の防止や軽減に失敗した場合にも起きる可能性がある。

投資引き上げが適切な対応であるかどうか決定する際に考慮すべき要因としては、企業に対する投資家のレバレッジ、企業との関係が投資家にとってどれくらい重要なものか、影響の深刻性、企業との関係を終了することが負の影響をもたらすかどうか、などが挙げられる。この決定は、アセットクラスや戦略の性質⁴¹、さらに関連する国・地域の受託者責任またはプルーデントインベストメントに関する法律で理解されている意味で投資引き上げがプルーデント（慎重）であるかどうかにもかかっている。⁴²

また、投資家は特定の状況下における「拡大されたエンゲージメント」の内容について、投資家の規模やリソースの水準、投資の大きさ、負の影響の深刻さを考慮して判断するべきである。一般的

⁴⁰ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章第 22 項

⁴¹ 特定の企業からの投資の引き上げは、その投資がパッシブインデックスを通じて行われている場合には不可能なときがある。しかし、投資家は、インデックスからの撤退、あるいは投資家によって特定された深刻なリスクを除外するように調整された、ないし適合したインデックスへの投資を検討することができる。

⁴² ESG 投資が受託者責任と両立するかどうかに関する議論の大部分は、注意義務、特にプルーデントインベストメントの慣行の解釈にかかっている。機関投資家は、投資引き上げが確立された市場のベンチマークからの逸脱を伴うため、慎重に投資する義務に違反するのではないかと考えるかもしれない。しかし、規制枠組みは機関投資家が ESG 要因をその投資ガバナンスに統合することを認めている。OECD (2016)、
http://www.oecd.org/environment/cc/Analytical_Report_on_Investment_Governance_and_the_Integration_of_ESG_Factors.pdf

に負の影響が深刻であればあるほど、投資家が関係を終了すべきかどうかの決定を下す前のより早い段階で変化が現れる必要がある。

OECD 指針によれば、大半の場合、投資引き揚げは最後の手段として用いられるか、あるいは最も深刻な負の影響のときに限定されるべきである。⁴³ただし、一部の 경우에는、除外が負の影響に対する最初の対応となってもよい。例えば、一部の機関投資家は、非常に大きな損害を与えているかシステミックな負の影響を生じさせる可能性がある産業や製品について除外方針を掲げている（ボックス 14）。

ボックス 14 除外と投資引き揚げ

多くの投資家は、特定の影響または基準と結びついた除外または投資引き揚げ方針を定めている。例えば、一部の投資家は、クラスター兵器、対人地雷、化学・生物兵器の生産または石炭生産に関わっている企業に関して除外方針を定めている。投資家は、OECD 指針または国連グローバル・コンパクト原則などの一定の基準に照らして自己のポートフォリオ内の企業のパフォーマンスをレビューすることもできる。これらの基準に違反する企業がエンゲージメントに無反応であり、その行動を改善しない場合には、投資の引き揚げを検討することができる。

負の影響の原因となったり、それを助長したり、またはそういったことをするリスクのある企業を投資家は自己のポートフォリオに残すと結論付ける場合もあり得る。投資の引き揚げが特に難しい場合や、不可能な場合すらあるだろう（例えば、パッシングポートフォリオがプールされている場合や、投資運用会社の顧客が投資引き揚げは適切であるとは同意しない場合）。また、企業がレバレッジを行使し続けている場合、投資引き揚げによって当該企業はエンゲージメントを行っている投資家を失う可能性があるため、適切とはいえないときがある。最後に、企業が重要なビジネス上の関係や投資先となっている場合もある。国連指導原則によると、その企業の事業にとって必要不可欠な製品またはサービスを提供し、適当な代替供給源が存在しない場合、その関係は極めて重要なものとみなすことができる。投資との関連では、この関係性が特定の投資先企業に当てはまる可能性は低いですが、ポートフォリオを適切に分散化するうえで必要な一定の規模やセクターの企業群（例えば、時価総額の大きいエネルギー企業）について当てはまる可能性がある。

図 2 は、負の影響の原因となったりそれを助長したりしている企業とのビジネス上の関係をいつ終了させるかについての意思決定ロジックを示している。かかるロジックに従うのに先立ち、ビジネス上の関係の終了（または投資の引き揚げ）が投資家の法的または規制上の要件に抵触していないかどうかについて分析する必要がある（脚注 44）。

⁴³ ビジネス上の関係に関する適切な対応として、軽減の試みが失敗したあと、または軽減が実現不可能であると企業が判断したとき、または単純に負の影響が深刻であることを理由に、最後の手段としてサプライヤーとの関係を解消することが含まれる。OECD 多国籍企業行動指針（2011）、一般方針に関する注釈第 22 項

図2 ビジネス上の関係を終了させる時期の決定

	レバレッジあり	レバレッジ不足
重要なビジネス上の関係	<p>①</p> <ul style="list-style-type: none"> 侵害が継続・再発するリスクを軽減する 失敗した場合、ステップ2に進む 	<p>②</p> <ul style="list-style-type: none"> レバレッジを強化するように努める 失敗した場合、侵害が継続・再発するリスクの軽減に努める 失敗した場合、関係を終了することを検討する**、または関係継続によって生じるかもしれない結果を認識し、侵害を軽減するために行った努力を明示する
重要でないビジネス上の関係	<p>③</p> <ul style="list-style-type: none"> 侵害が継続・再発するリスクを軽減するよう試みる 失敗した場合、関係を終了するための措置を取る* 	<p>④</p> <ul style="list-style-type: none"> 侵害が継続・再発するリスクを軽減するためにレバレッジを強化するための合理的な選択肢について評価する 不可能な場合または失敗した場合、関係の終了を検討する*

* 関係を終了する決定にあたっては、その決定が人権に及ぼす負の影響の可能性についてなされた信頼できる評価を考慮に入れるべきである。

** 関係が重要であるとみなされる場合、とるべき適切な行動を評価する際に影響の深刻性も考慮されるべきである。

投資家は、負の影響の原因となったりそれを助長したりしている企業に投資し続けると決定する場合には、OECD 指針に基づくデュー・ディリジェンス活動に関する説明責任の一環として社内的にその経緯を報告すべきである（セクション 2.4）。投資家はまた、知識データベースの保持などを通じて投資を監視し続けるべきであり、状況が変化する場合、または OECD 指針のすべての勧告全体に対応する投資家の長期戦略の一環として、この決定を見直すべきである。

負の影響の原因となったり、それを助長したりしていると特定された企業に投資し続けることは、投資家に社会的評価のリスクや潜在的財務リスクをもたらす場合がある。⁴⁴ こういった場合には、投資継続の決定について、また、この決定が投資家の RBC 方針と優先順位付けにどのように整合しているのか、影響を軽減するためにレバレッジを行使しようとしてどのような行動がとられつつあるのか、そして投資を今後どのように監視し続けていくのかという点について、公に説明することが投資家の利益に沿うであろう。

実際の、および潜在的な負の影響を防止、軽減するためのアセットクラス別の方法

表 2 および 3 は、アセットオーナーおよびアセットマネージャーのために、またアセットクラス別に負の影響を防止、軽減するための最新のグッドプラクティスを示すものである。アセットオーナーは、外部の投資運用会社を任命する都度、その投資運用会社が負の影響を防止および軽減するための適切な方針と手続きを定めていることを確認するべきである。また、これらの方針および手続きを投資運用会社が実施していることを継続的に監視するべきである。

⁴⁴ 国連指導原則、指導原則 19、注釈「負の影響が続く中で企業が関係を継続する限り、企業は影響を軽減しようとする自らの継続的努力を実証できるようにしていくべきであり、また関係の継続から生じる（社会的評価の、金融上、法律上の）結果を受け入れる準備ができていくべきである」

表2 負の影響の防止および軽減に努める：アセットオーナー、投資運用会社別に推奨される実践事項

		ビジネス上の関係を結ぶ前	ビジネス上の関係を結んだ後
防止・軽減の努力	アセットオーナー	アクティブ投資およびパッシブ投資：投資運用会社の方針およびシステムがRBCリスクの防止・軽減を目指すものであることを確認する。投資運用会社との契約に適切な要件を含めることができる。	アクティブ投資およびパッシブ投資：RBCリスクの防止・軽減に努める行動がなされていることの確証を得るために投資運用会社を監視する。
	投資運用会社	方針やシステムが投資先企業のRBCリスクの防止・軽減を目指すように定められていることを確認する。	アクティブ戦略 ：企業とRBCリスクベースのエンゲージメントを実施し、RBCリスクの防止・軽減に努める。 パッシブ戦略 ：実行可能であれば、投資商品を見直し、RBC目的を有するイニシアティブに参加する。

表3 負の影響の防止および軽減に努める：アセットクラス別、投資後の投資戦略別の実践事項

	上場株式		債券		プライベートエクイティ、不動産、インフラ	
	アクティブ	パッシブ	社債	国債	ファンド	直接投資
投資先企業とのエンゲージメント	個別および/または共同の、適切な場合には強化された、必要であれば長期にわたる、エンゲージメント	個別および/または共同の、投資先企業とのエンゲージメント	個別および/または共同の、影響を及ぼす正式な権限を欠くことを考慮した、エンゲージメント	個別および/または共同の、影響を及ぼす正式な権限を欠き個別の投資家が政府に影響を及ぼす可能性は限られていることを考慮した、エンゲージメント	ジェネラルパートナーによるエンゲージメント	エンゲージメント
投資引き揚げ	エンゲージメントが失敗した場合に投資引き揚げを検討する。	深刻な影響がある場合にインデックスからの投資引き揚げが実際上可能かどうかを検討する。特定されたRBCリスクを回避するために特別に適合したインデックスに再投資する。	深刻な影響の場合に、実際上可能であれば投資引き揚げを検討する。			
ビジネス上の関係	エンゲージメントが失敗し、かつ投資引き揚げが不可能または不適切と判断された場合、投資し続けることの根拠を適切な水準の詳しさで説明する。					
公共政策への影響	RBC問題に関する公共政策に影響を及ぼす個別および/または共同の活動（企業の情報開示、国際的規範や基準など）を通じて、積極的なエンゲージメントを行う。					

2.4 デュー・ディリジェンスの実施：追跡および結果の伝達による説明

投資家は、事業全体およびビジネス上の関係の負の影響にどう対処したかについて、(a) 追跡および (b) 結果の伝達によって説明するべきである。追跡は、投資家がいかに影響を管理しているかを「認識し示すこと」の「認識」の部分にあたる。伝達は、投資家がいかに影響を管理しているかを「認識し示すこと」の「示す」部分にあたる。以下に、デュー・ディリジェンスの説明の構成要素となり得る活動を示している。

投資家の 行動	デュー・ディリジェンスのプロセスに関する内部的な説明責任を追跡し、ファンドマネージャーに報告すること。例えば以下を含むことができる。
	→ 投資家の RBC 方針またはその他の RBC に関するコミットメント（PRI に基づくものなど）に照らして、投資家自身の実績を追跡すること
	→ ポートフォリオ全体を通じた負の影響に関するリスク特定の方法と全般的な結果
	→ 特定された負の影響を防止、軽減しようとする投資先企業の努力を監視すること
	公に、およびステークホルダーに伝達すること。公表は以下に関する情報を含めることができる：
	→ デュー・ディリジェンスの取り組みを含む投資家の RBC 方針
	→ 投資家の RBC 方針およびデュー・ディリジェンスの取り組みが様々なアセットクラスでどのように実施されているか
	→ 投資家を実施したエンゲージメント活動
	→ 投資家がエンゲージメント活動を実施した企業
	→ 特定の企業とのエンゲージメントの結果
→ 投資引き揚げに関する決定	
→ 投資先企業の株主総会における投資家の議決権行使の記録および投資先企業に関する議決権行使の指針	
→ 今後の投資家の RBC 計画および目標	

投資家が考慮すべき重要な事項

透明性と機密保持のバランスをとること

OECD 指針は、企業が「実際の、および潜在的な負の影響にどのように対処しているかを説明すること」を勧告している。⁴⁵これは、投資家のコミットメントとこれに対応するデュー・ディリジェンスのプロセスに関する報告および伝達によって達成することができる。ただし、商業上の機密保持およびその他の競争上またはセキュリティ上の懸念事項に十分配慮して行う必要がある。

例えば、国内法が特定の情報開示を禁止したり、保護されるべき商用情報の領域を大枠で定めていたりする場合がある。投資運用会社とその顧客の間での契約でも、特定の情報の開示が禁止されている場合がある（顧客を特定できる情報など）。さらに、投資家の保有商品に関する特定の情報の開

⁴⁵ OECD 多国籍企業行動指針（2011）、一般方針第 10 項

示も、その投資商品の価値を損なう行動をとる方向に他の投資家を誘導する可能性がある。これは、非常に大規模な投資家にとって特に懸念される点であろう。

とはいえ、投資家は機密保持に関する懸念に配慮しつつ、できる限り自らのデュー・ディリジェンスのプロセスを説明するよう努めるべきである。機密保持への配慮としては、以下が考えられる。

- 機密情報へのアクセスを情報提供者が承認した者に限定すること
- 情報源を匿名化すること
- 可能であれば、情報を共有しなかったことに関する正当な説明ないし弁解を提供すること
- 第三者又は革新的技術を利用して、重要な情報の開示を許容しつつ商業上の機密データを保護すること。例えば、特定の情報を集約して、または具体的な投資家と投資先企業との関係を特定しないで開示するなど。

透明性と効果的なエンゲージメントのバランスをとること

投資家は、報告をどのように、また、いつ行えば結果の改善につながるかという点を考慮に入れることができる。例えば、投資家は特定の開示をすることで自己の活動の有効性が損なわれるかもしれないと判断することがある（エンゲージメントに関する開示がエンゲージメントの有効性を危うくする可能性がある場合など）

非財務情報の開示に対する法律および受益者の期待

報告はまた、報告対象者の優先事項に応えるとともに、規制上の報告義務に応えなければならない場合もある。例えば、RBCの報告義務は一般的になりつつある（例えば、フランスのエネルギー転換法第173条。また、英国スチュワードシップ・コードなどのように様々な国が「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースに関連する方針や活動の開示を投資家に要求している）。報告に関する規制に加えて、投資家はその顧客である受託者や加入者（年金基金の場合）の期待に基づいて、あるいは自らの方針、例えば国連PRI署名機関の場合はPRIの報告枠組みの要件に基づいて報告を作成しなければならないときもある。

透明性を通じたリスクの軽減

デュー・ディリジェンスのプロセス、優先順位の決定方法の根拠、および一定の場合に投資家が負の影響の原因となったり、それを助長したりしている企業への投資を維持する選択をとりうる理由に関して積極的に公表することは、どのように投資家がOECD指針の勧告を実施しようとしているのか、また、なぜ一定の場合に完全にはそうし得ないのかという点を伝達するのに貢献することができる。これらの点に関する透明性と明確な伝達は、投資家が誠実に、かつ、できる限りOECD指針の勧告を適用しようとする取り組みを示すのに寄与することができ、またステークホルダーグループによる批判やNCPの仕組みに持ち込まれる個別事例への関わりを回避しやすくすることができる（ボックス15以下も参照）。

影響の対処方法を説明するための具体的な方法

表4は、デュー・ディリジェンスを説明するための方法をアセットオーナーおよび投資運用会社それぞれについて概略的に示している。これらの方法は特定のアセットクラスまたは投資戦略に固有のものではない。

表 4 デュー・ディリジェンスの説明：アセットオーナー、投資運用会社別の実践事項

説明	アセットオーナー	方針、手続き、および RBC リスクを特定し防止・軽減するためにとられた活動に関して受益者に対し、および必要に応じて公的に開示する。 デュー・ディリジェンスのプロセスが実施されたこと、ならびに RBC リスクおよび負の影響が特定され適切に対応されたことを検証するための手順を確立する。
	投資運用会社	方針、手続き、および RBC リスクを特定し防止・軽減するためにとられた活動に関して、合意をした顧客に対し、および必要に応じて公的に開示する。 デュー・ディリジェンスのプロセスが機関投資家によって実施され、RBC リスクおよび負の影響が特定され適切に対応されたことを検証するための手順を確立する。

2.5 是正を支援するプロセス

デュー・ディリジェンスを実施する目的の中心は、実際の負の影響を回避することにある。負の影響が実際に発生し、企業がその影響の原因となったか、それを助長したときには是正が求められる。是正は OECD 指針に基づくデュー・ディリジェンスの正式な構成要素ではないが、デュー・ディリジェンスを可能にし、これを補完するために必要な支援要素である。

上述したとおり、投資家が、OECD 指針が対象とする負の影響の「原因となる」またはそれを「助長する」場合、投資家は是正を通してその影響に対処すること、および、いかに対処したかを説明することが期待されている。⁴⁶例えば、機関投資家はその従業員の一人を差別した場合、是正することが期待される（例えば、補償金の提供、謝罪、元の職への復帰）。投資家が、投資先企業が原因となった影響を助長しては是正の責任を負う場合がある。こういった状況は、特定のジェネラルパートナーシップなどのように投資家が企業の経営権を実質的に握っている場合に生じる可能性がある。しかし、投資先企業から生じる負の影響に関しては、ほとんどの場合、投資家はその負の影響に直接結びついているにすぎない。結果として、投資家は是正することを期待されていない。とはいえ、防止および軽減に努めるべき責任の一環として、投資先企業に対し是正するように説得する努力をすることはできる。

また、ほとんどの場合、投資家は投資先企業の影響に関しては是正を提供することを期待されていないが、問題となっている負の影響に関連する対話ないし調停のプロセスへの参加を妨げられるべきではない。例えば、このような調停プロセスへの参加によって、RBC に関連する管理システムあるいはデュー・ディリジェンスのプロセスを強化できる方法を特定しやすくすることができる。以下では、投資家が自らこういった影響の原因となったりそれを助長したりしたとみなした場合に是正を可能にするためのプロセスをあらかじめ定めておくようにするために、どのような行動がとられるべきであるかを示している（セクション 2.3 内の、影響との関係を理解すること、も参照）。

投資家の行動	関連する場合には、是正を可能にするプロセスが構築されるべきである。このプロセスには以下の事項を含むことができる。
	→ 司法手続きまたは国による非司法手続きとの協力
	→ 運用レベルでの苦情処理の仕組みの構築

⁴⁶ OECD 多国籍企業行動指針第 2 章第 14 項

投資家が考慮すべき重要な事項

苦情処理の仕組みの構築

人権の章では、企業が「人権に対する負の影響の原因となったかそれを助長したと識別した場合、この影響に関する正当な是正プロセスを提供するか、そのプロセスを通じた協力を行うべきである」と定めている。⁴⁷このプロセスには司法手続きや国による非司法手続きと運用レベルでの苦情処理の仕組みの両方を含めることができる。苦情処理の仕組みの構築はRBCリスクの早期警告システムとして機能することができ、また投資家が実際に負の影響の原因となったりそれを助長したりしている場合やデュー・ディリジェンスを適切に実施していない場合には是正のためのプラットフォームとして機能することもできる。苦情処理の仕組みは、OECD 指針の人権の章で定められている基準を反映するべきである。この人権の章は、国連指導原則の原則 31 に沿うものであり、苦情処理の仕組みが正当性、利用の容易性、予測可能性、衡平性、透明性、OECD 指針との適合性という中核基準を満たすとともに、合意に基づく解決を求めての対話とエンゲージメントを基礎とするべきである、と定めている。⁴⁸

各国連絡窓口とのエンゲージメント

各国連絡窓口（NCP）は、OECD 指針の実施に関連して生じた問題である「個別事例」の解決に寄与するための討議の場を提供する。⁴⁹NCP は、仲介または調停等、合意に基づく非敵対的な紛争解決手段の利用を提案するものであり、法的判断ではなく当事者間の合意による解決を主たる目的としている。OECD 指針は NCP とその運用枠組みについて述べているが、どのように NCP を設置するかについては加盟国に多くを委ねている。現時点では、NCP の組織と機能に関して大きな違いが見られる。⁵⁰

NCP は制裁を科したり、直接補償を提供したり、当事者に調停や仲介プロセスへの参加を強制したりすることはできない。とはいえ、NCP 制度は重要な結果を生み出すことができる。NCP は事案を終結するにあたって、最終的な声明（勧告を含むことができる）を発出しなければならない。一部の NCP は、企業の行動が OECD 指針を遵守していたかどうかについて決定を下している。NCP は、自らが行った勧告への対応に関して当事者にフォローアップを行うことができる。⁵¹また、一部の国では、公共調達を決定する場合や経済外交または輸出信用の形で企業に公的支援を提供する場合など経済的な意思決定をする際に NCP の声明が考慮されている。⁵²

⁴⁷ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 4 章人権、第 6 項

⁴⁸ OECD 多国籍企業行動指針（2011）第 4 章人権、注釈第 46 項

⁴⁹ OECD 多国籍企業行動指針、2011。手続手引き、セクション C

⁵⁰ 全般的に以下を参照、OECD (2016) OECD Guidelines for Multinational Enterprises: The National Contact Points from 2000 to 2015。以下より入手可能、<http://mneguidelines.oecd.org/OECD-report-15-years-National-Contact-Points.pdf>。

⁵¹ OECD 多国籍企業行動指針（2011）、手続手引きに関する注釈第 36 項

⁵² 例えば、指針に参加している 25 か国は、輸出信用機関への申請の審査において NCP 声明を考慮に入れると報告している。カナダの 2014 年企業責任戦略では、企業は NCP の仕組みへの参加を奨励されており、「CSR のベスト・プラクティスを実施しておらず NCP 紛争解決プロセスへの参加を拒否している企業に対するペナルティとして、外国市場でのカナダ政府の支援は撤回される」

ボックス 15 NCP の個別事例手続き：予想される内容

NCP は、産業界、労働者組織、その他非政府組織およびそれ以外の利害関係者を支援するために討議の場を提供し、OECD 指針の遵守に関して提起された問題を効率的かつ時宜を得た方法で、適用される法律に準拠して取り扱う。

一般的に、問題は、その問題が生じた国の NCP によって取り扱われる。OECD 指針の下では、複数の参加国で行われる企業活動または異なる参加国に拠点を置く企業グループの活動によって問題が生じた場合、関わっている NCP は、どの NCP が当事者を支援するうえで主導的役割を担うかについて合意するために協議すべきである。主導する NCP は他の NCP と協議すべきであり、他の NCP は主導する NCP から要請されたときには適切な支援を提供すべきである。

各個別事例の手続きは、問題提起の初期評価から始まる。NCP はこの評価の一環として、提起された問題に関する情報入手またはフィードバックのために関係企業に連絡することができる。個別事例手続きに係る投資家はこの時点で初めて、問題提起書で提起された問題を理解し対応する機会を得ることになる。

一部の NCP は、個別事例の当事者名およびその事実と状況を記述した初期評価声明を公表しているが、そうしていない NCP もある。問題提起書が初期評価に続きさらに検討される場合、NCP は、当事者間で合意に達することを目的とする非公開手続きを通じて当事者に対し仲介または調停の提供を申し出る。この手続きを通じて、当事者はそれぞれの見解を交換し、説明する機会を与えられる。この手続きでは、NCP を仲介人として交えて当事者間で 1 回または複数回の会合が開かれることがある。専門の調停機関を利用する NCP もある。

個別事例手続きは、NCP による最終声明または報告で終了する。

提起された問題は更なる検討に値しないと NCP が決定した場合、声明には少なくとも、提起された問題の説明と NCP の決定の理由が記載される。

当事者が合意に達した場合、声明には少なくとも提起された問題、当事者を支援するために NCP が開始した手続き、合意に達した時期が記載される。声明には、関係当事者が記載に合意した限りにおいて合意の内容に関する情報が記載される。

合意に達しない場合または当事者が手続きに参加する意思がない場合、声明には少なくとも提起された問題、NCP が提起された問題を更なる検討に値すると決定した理由、当事者を支援するために NCP が開始した手続きが記載される。適切である場合には、合意に達することができなかった理由を記載することもできる。

NCP は OECD 指針の実施に関する勧告を適宜行うことができ、その場合、この勧告は最終声明に記載されることとされている。またこの勧告への対応に関して当事者にフォローアップを行うことができる。

多くの NCP は、最終声明が公表される前に個別事例の当事者がこれを点検し意見を述べることを認めている。

NCP制度に持ち込まれる投資家が関連する個別事例の件数は急増している。2000～2010年では、金融サービスプロバイダーに関係する個別事例は持ち込まれた全事例の8%にすぎなかった。2011年以降この数字は17%に増加し、金融セクターは2014～2015年に提出された個別事例で最も多く登場したセクターであった。⁵³

投資家は、NCP手続きに協力するべきである。プロセスは建設的となるように作られているので、これに関与することは投資家の利益になりうる。このプロセスは、企業行動を改善するための当事者間の合意を促進することを目的としている。NCPプロセスへの関与は、デュー・ディリジェンスを実施している投資家の努力を説明する機会となり得るし、またRBCリスクの管理に関する潜在的な課題について討議する機会ともなり得る。

NCPの個別事例手続きに関与しなければ、投資家はこうした問題を非敵対的な環境のもとで討議する機会を失うことになる。上述したとおり、投資家にとってNCPの声明は個別事例手続きにかかわった投資先企業に関する有用な情報源ともなり得る（ボックス9）。NCPプロセスへの関与に関する情報はボックス15に記載されている。

投資家にかかわる個別事例は、国境を越えるため困難を伴う可能性がある。個別事例が複数の異なる国で発生している問題にかかわっている場合、関係国のNCPは個別事例について協議し協力するものと期待されている（ボックス15）。

是正を可能にするプロセスに対する具体的アプローチ

是正を可能にするためのグッドプラクティスはアセットオーナーや投資運用会社によって異なるものではなく、またアセットクラスや投資戦略によって異なるものでもない。表5は、投資戦略やアセットクラスにかかわらずアセットオーナーと投資運用会社の両方にとって是正を可能にする一般的方法を示している。

表5 是正を支援するプロセス：アセットオーナー、投資運用会社別の実践事項

是正	アセットオーナー	アセットオーナーと投資運用会社はともに、投資にかかわる実際の、または潜在的な負の影響についてステークホルダーが注意喚起することができる仕組みを構築することができる。投資家は、投資家と負の影響との関係について運用レベルの、あるいは外部の苦情処理の仕組みを通じて懸念を表明した当事者と協力することが奨励される。
	投資運用会社	

⁵³ OECD（2016）、OECD多国籍企業行動指針の年次報告2015年

おわりに

OECD 指針では、投資家はデュー・ディリジェンスを実施して負の影響を特定、防止、または軽減し、負の影響への対処方法を説明することが期待されている。OECD 指針が推奨するデュー・ディリジェンスのプロセスは、OECD 指針が対象とする事項に関する負の影響のリスクを投資家が評価しこれに対応するのに貢献することができる。また、デュー・ディリジェンスは財務リスクや社会的評価のリスクを回避し顧客や受益者の期待に応えるのにも貢献することができる。機関投資家はそのデュー・ディリジェンスの取り組みに影響を及ぼし得る独自の特徴を有している。第一に、投資家は産業や地域を問わず様々な企業に投資を行うことができる。そのため、ビジネス上の関係から負の影響に結びつく可能性がある。また、投資家は高度に規制されており、なによりもまず事業を行っている国・地域の法的義務に対応しなければならない。最後に、投資先企業に対する影響力は、投資家の投資戦略の性質やその他の要因によって制約を受ける可能性がある。

投資家および各自のポートフォリオの特徴は、OECD 指針に基づくデュー・ディリジェンスの実施に投資家がいかに取り組むかということに影響を及ぼすが、投資家がデュー・ディリジェンスの実施を期待されているかどうかということについて影響を及ぼすものではない。投資家は、投資先企業の間で RBC を促進するのに重要な役割を担っている。実際、これは OECD 指針の勧告の下で企業に期待されていることである。投資家は、投資先企業の間で RBC を促進する点に関してすでに重要な結果を達成している。適切にデュー・ディリジェンスを実施することによって、投資家はそのリスク管理プロセスを強化するのみならず、RBC を世界的に促進するのに貢献するであろう。

附属書 1 用語

OECD 指針には機関投資家が通常使用している用語が含まれている。しかし、この共通の用語の意味と適用は、OECD 指針の場合と機関投資家の場合とで異なっている。それが最も顕著なのは OECD 指針で強く期待されている「デュー・ディリジェンス」で、この用語は投資セクターでもその他のセクターでも共通の「専門用語」となっているが、その意味は OECD 指針における意味とは異なっている。理解を促進するために、以下のリストは、OECD 指針と機関投資家において関連する用語がもつ異なる意味を示している。

リスク	
OECD 多国籍企業行動指針での用法	<p>◎OECD 指針の意味における「リスク」とは、OECD 指針が対象とするすべての事項（例：情報開示、人権、雇用および労使関係、環境、贈賄、贈賄要求および金品の強要の防止、ならびに、消費者利益）に関する実際の、または潜在的な「負の影響」の存在を意味する。</p> <p>財務リスクではなく、OECD 指針の勧告が尊重されない場合における負の影響のリスク（例：労働者または公衆の健康および安全、生活に対する悪影響等）を意味する。</p>
機関投資家の一般的用法	<p>◎投資家にとっての「リスク」とは、投資先企業および投資家に対する悪影響の可能性をいう。この影響は通常、金銭的な影響であり投資の価値と関係している。リスクは、投資家による規則の不遵守のリスクに関連する場合もある。しかし、こういったリスクは一般に、投資家への金銭的な悪影響とも関連している。</p> <p>「リスク」という用語の最も一般的な用法は、個々の投資が予想された収益を生み出さない可能性や、パフォーマンスを測定する基準となるベンチマークのパフォーマンスと比較したときの個々の投資やポートフォリオ全体の財務パフォーマンスの変動を含んでいる。「リスク」は、資本の絶対的損失、つまりベンチマークと比較した相対的損失にとどまらない損失の可能性を指す場合もある。</p> <p>その他のリスクとしては以下が挙げられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> - 市場リスク（システミックリスクとも呼ばれる）：市場全体に影響を及ぼす要因による損失の可能性 - 信用リスク：債券の発行体が予定された利払いをすることができないリスク - カウンターパーティーリスク：契約の相手方がその義務を履行しないリスク（デリバティブ契約の場合など） - 為替リスク：為替レートの変動により損失を被るリスク
用法の違いと本書での適用	<p>リスクに関するこれら 2 つの理解の主な違いは、それぞれが言及する影響の性質である。OECD 指針では、幅広く投資先企業にとっての外的リスク、すなわち負の影響のリスク（例：人権、労働および環境に対する負の影響のリスク）を意味する。機関投資家の場面では、リスクは投資先企業または投資家にとって内在的な金銭的な影響をいう。</p> <p>◎明確にするため付言すると、本書では、機関投資家が一般的に理解するリスクを「財務リスク」と呼ぶ。本書では、OECD 指針で理解される「リスク」を責任ある企業行動のリスクあるいは「RBC リスク」と呼ぶ。RBC リスクは関係企業に（正または負の）金銭的影響も有する可能性があるため、RBC リスクは財務リスクでもある。</p>

デュー・ディリジェンス

<p>OECD 多国籍企業行動指針での用法</p>	<p>④ 「デュー・ディリジェンス」とは、企業が、事業上の意思決定およびリスク管理システムの不可欠な部分として、企業の実際のおよび潜在的な負の影響を特定し、防止し、軽減するとともに、これら負の影響へどのように対処するかについて説明責任を果たすプロセスです。*</p> <p>状況は変化し、負の影響も同様であるため、デュー・ディリジェンスは、能動的でも受動的でもある継続的なプロセス指向の活動であり、事業、製品およびサービスのライフサイクル全体を通じて実施されるべきである。このことは、デュー・ディリジェンスが、潜在的なビジネス上の関係または取引の初期の調査に限定されるべきではなく、RBC リスクを特定し、潜在的な負の影響を防止または軽減するための体系的な手段の確立、ならびに、ビジネス上の関係および関連する事業の継続的監視も通じて、積極的に適用されるべきであることを意味する。</p> <p>デュー・ディリジェンスは、企業が負の影響に関して自らが何を行っているかを「認識し、示す」プロセスであるため、責任ある企業行動の重要な側面である。</p> <p>* この文脈での RBC リスクおよび負の影響は社会や環境への被害（上述した「負の影響」）に関連するものをいう。</p>
<p>機関投資家の一般的用法</p>	<p>④ 投資家にとっての「デュー・ディリジェンス」は、一般的に、投資を行う前に潜在的リスクや債務を特定するために実施されるプロセスと理解されている。</p> <p>この用語は未上場（プライベート市場）投資（プライベートエクイティ（PE）や不動産ファンドなど）に関連して使用されることが圧倒的に多い。上場（公開市場）投資（証券取引所で取引されている株式など）に関連する投資決定の前に行われる情報収集については、「調査（research）」と呼ぶのが一般的である（もっとも「デュー・ディリジェンス」と呼ぶこともある）。「投資前のスクリーニング」という用語が、より詳細な調査を実施するのに先立って投資見込み先としての企業や銘柄を判別する初期段階を指して使われることもある。こういったすべての場合でデュー・ディリジェンスが RBC 課題を対象とすることもある。</p> <p>デュー・ディリジェンスはまた、アセットオーナーが資産の一部の運用のために外部の投資運用会社を任命するプロセスでの財務的健全性、内部システムの完全性、関連規制の遵守に関する評価を指すこともある。</p> <p>また、投資家はその取引相手（例えば、投資インデックスのプロバイダー、店頭取引（非公開の交渉による取引）の相手方）に関してデュー・ディリジェンスを実施することもある。投資が行われた後、投資家はその投資の「監視（monitoring）」を行う。個別企業の監視が含まれる場合もある。アセットオーナー（年金基金や保険会社など）は、その投資の管理を 1 社以上のアセットマネージャーに委託した場合、そのパフォーマンスを監視する。この場合、「デュー・ディリジェンス」の用語が用いられることはない。</p>
<p>用法の違いと本書での適用</p>	<ul style="list-style-type: none"> OECD 指針と機関投資家の観点におけるデュー・ディリジェンスの意味の間の主な相違点は、OECD 指針の下ではデュー・ディリジェンスが継続的なプロセスである一方で、投資実務では特定の投資を行う前、またはアセットマネージャーの任命の前に実施されるものであることである。 デュー・ディリジェンスは、OECD 指針の下では、問題を特定だけでなく、問題を積極的に管理し、それについて説明責任を果たすプロセスでもある一方、投資実務では取引を予定している場合に行われることが多く、単に問題を特定するために使用されるプロセスを意味する。 OECD 指針の下では、デュー・ディリジェンスは RBC リスクの回避とそれへの対応を目的としている一方で、投資実務においては上述したとおり、財務リスクを特定することを目的とする。 <p>⇒ 本書は OECD 指針の下で理解されるデュー・ディリジェンスのみについて議論しており、デュー・ディリジェンスへの言及はすべて、OECD 指針の意味において理解されるべきである。</p>

レバレッジ

<p>OECD 多国籍企業行動指針での用法</p>	<p>⑤ 「レバレッジ」とは、影響を及ぼす力を与える優位性をいう。OECD 指針の観点からは、負の影響の原因となり、またはそれを助長している他者の実務慣行に変化をもたらす企業の能力を意味する。</p> <p>企業がビジネス上の関係を通じて負の影響に直接結びついていることが判明した場合には、OECD 指針の下では、単独または適切な場合には他の企業と協力して、負の影響の原因となっている事業者に当該影響を防止または軽減するよう影響を及ぼすために、そのレバレッジを行使することが期待される。</p>
<p>機関投資家の一般的用法</p>	<p>⑤ 投資家にとっての「レバレッジ」とは、(i) 投資の潜在的回収率を高めるための様々な金融商品または証拠金などの借入資本の利用、および(ii) 企業の資産を調達するための負債。負債が自己資本より著しく多い企業はレバレッジが高いと考えられる。</p> <p>「レバレッジ」という言葉は、「影響力」のより口語的な意味で用いられることもある。</p>
<p>用法の違いと本書での適用</p>	<p>機関投資家におけるレバレッジの口語的理解は OECD 指針の場合と同じで影響力という意味をもっている。</p> <p>しかし、OECD 指針におけるレバレッジは、負の影響の原因となりまたはそれを助長している当事者の不正な実務慣行に変化をもたらすことを意図しているが、投資におけるレバレッジは投資の潜在的な回収率に影響を与えることを意図している。</p> <p>加えて、投資の場合、「レバレッジがある (leveraged)」という言葉は、影響を及ぼす行為ではなく企業の資金調達の状態を説明するために用いる場合がある。</p> <p>⑤ 本書では、レバレッジは OECD 指針における意味で理解されるべきである。</p>

責任ある企業行動

<p>OECD 多国籍企業行動指針での用法</p>	<p>⑤ OECD 指針の下では、「責任ある企業行動」とは、企業が：a) 持続可能な開発の達成を視野に入れた経済面、環境面および社会面の発展に対し、積極的な貢献をすべきであること、ならびに、b) 自企業の活動を通じた負の影響を回避し、それに対処するとともに、ビジネス上の関係によってその事業、製品またはサービスと直接結びついている負の影響の防止または軽減に努めるべきであることを意味する。</p>
<p>機関投資家の一般的用法</p>	<p>⑤ 「環境、社会、ガバナンス」(ESG) 基準は、社会的意識の高い投資家が投資をスクリーニングするために用いる企業の事業運営に関する一連の基準である。</p> <p>環境基準は、企業が自然環境の管理人 (steward) としてどのような役割を果たしているかを示すものである。社会基準は、企業が従業員、サプライヤー、顧客、および事業を行っている地域社会との関係をどのように管理しているかを調べるもので、人権や労働者の権利も含まれている場合が多い。ガバナンスは、会社の企業統治 (リーダーシップ、役員報酬、監査、内部統制、株主権) を扱っている。ESG 基準によって選ばれた銘柄を購入したい投資家は社会的責任ファンドを通じて、または ESG サービスプロバイダーを利用することによって購入することができる。</p>
<p>用法の違いと本書での適用</p>	<p>RBC と ESG 基準の範囲は関連している。どちらも社会的、環境的配慮に関係しているが、RBC の対象範囲の方が広く、また RBC は OECD 多国籍企業行動指針で示された基準や勧告と結びついている。ESG 基準は、RBC リスクではなく主に財務リスクを特定するために用いられる (上記参照)。</p>

附属書 2 一般的な投資バリューチェーン

以下の図は、投資バリューチェーンに馴染みがないかもしれない読者に一般的な投資バリューチェーンを示すためのものである。描かれたバリューチェーンは、分かりやすくするために単純化されている。

図 A2.1.アセットオーナーが一部の資産を自社内で運用

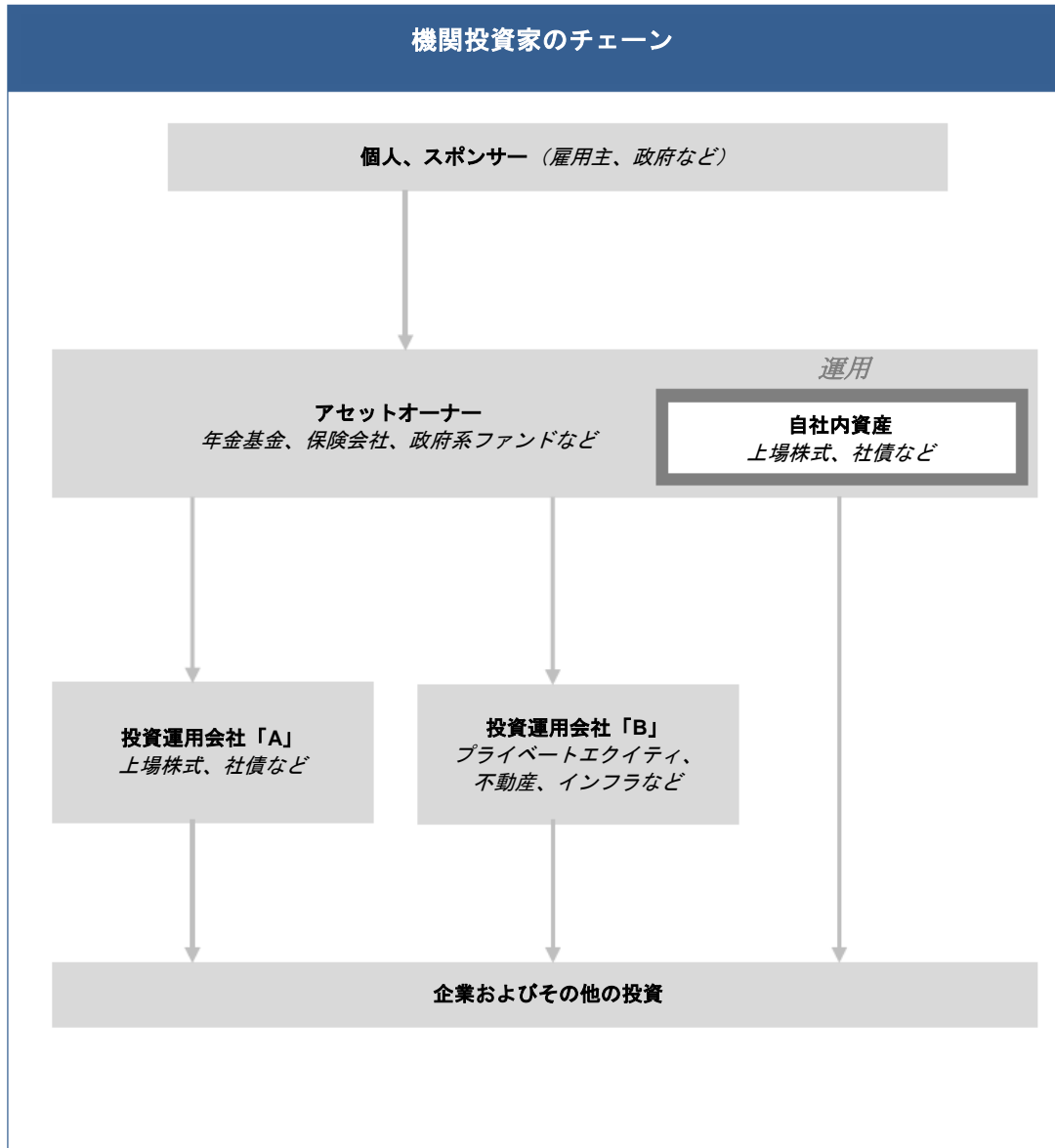


図 A2.2.アセットオーナーがポートフォリオ全部を運用会社1社に外部委託

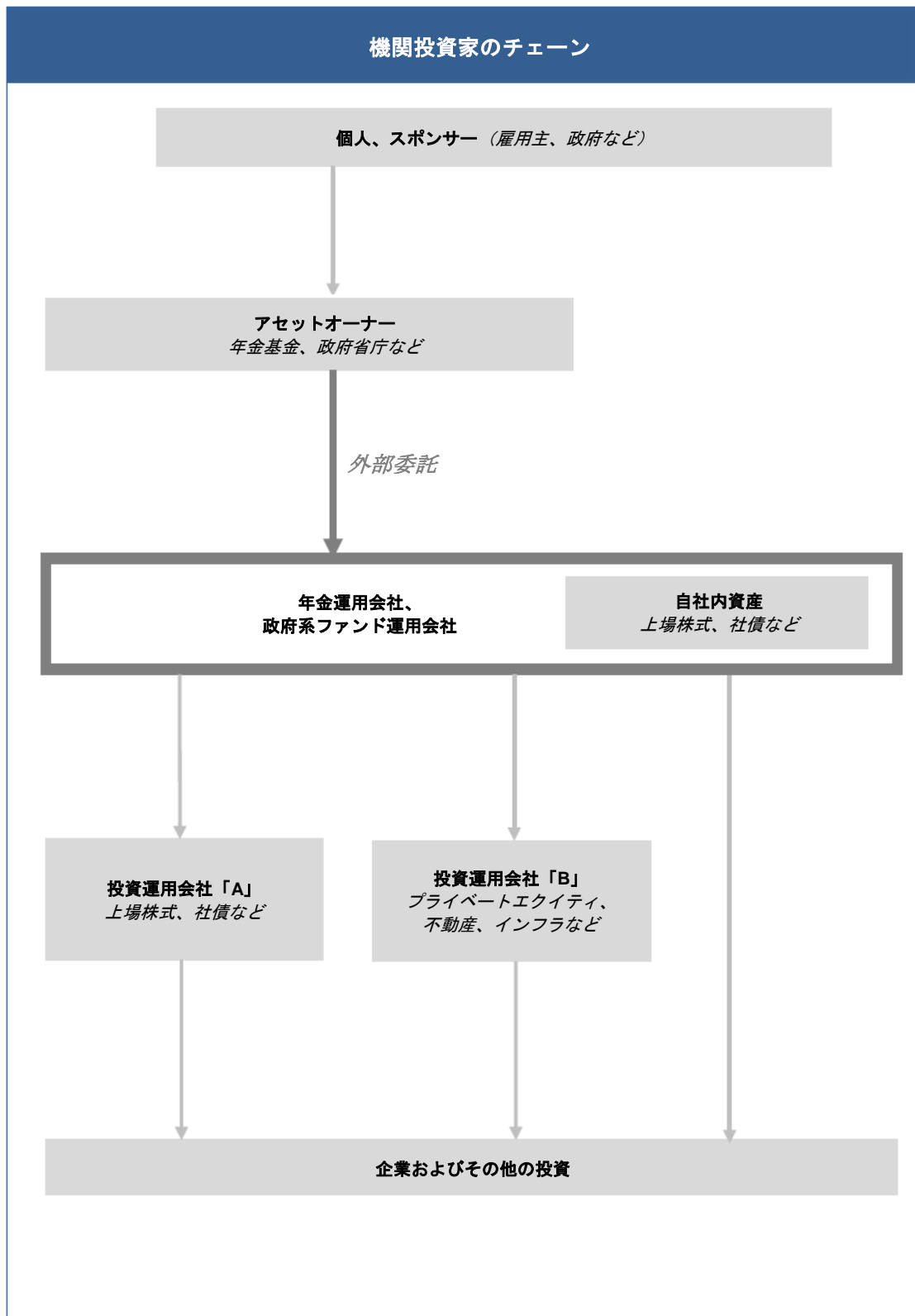


図 A2.3.アセットオーナーがポートフォリオ全部を複数の運用会社に外部委託

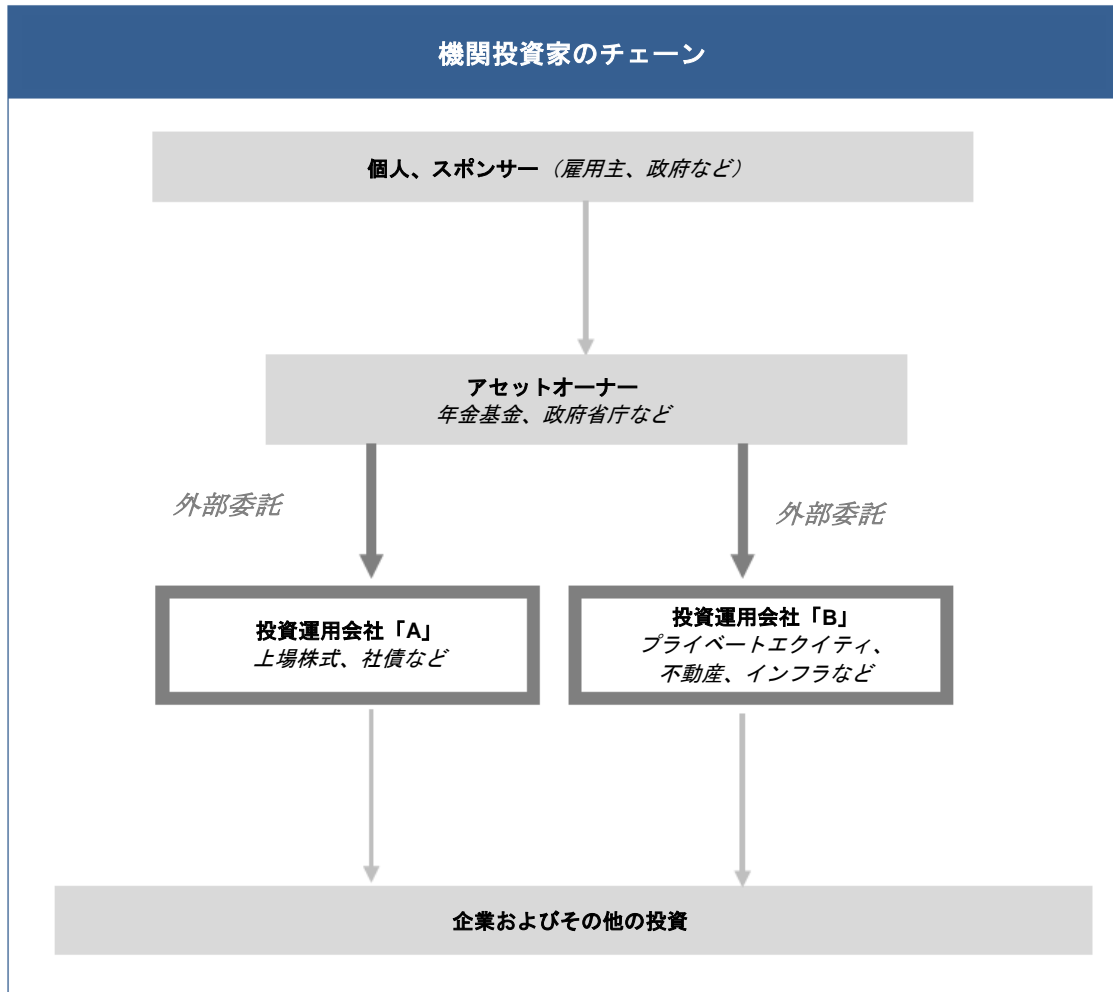
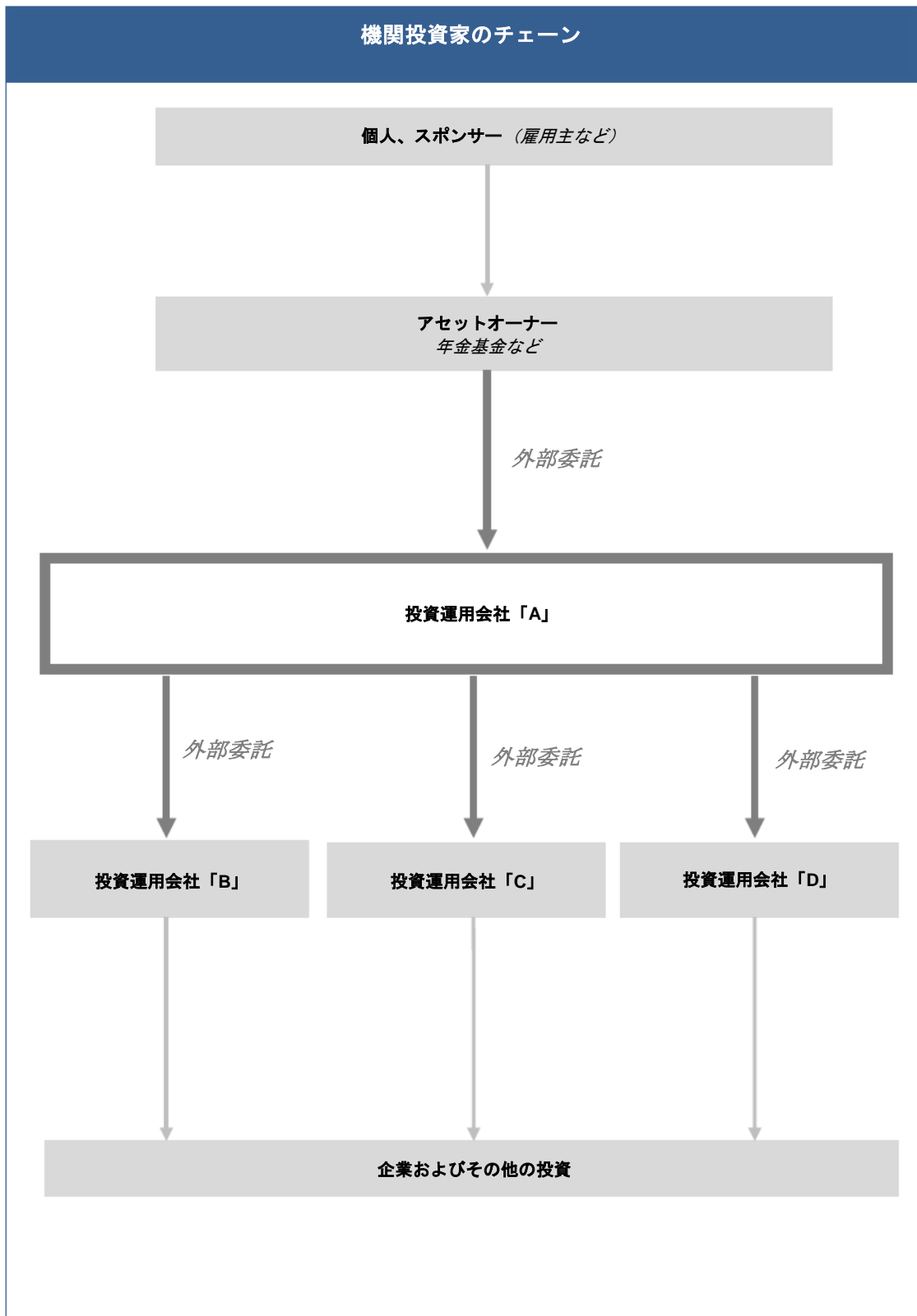


図 A2.4.アセットオーナーがファンド・オブ・ファンズ方式により外部委託



附属書 3 アセットクラスおよび投資戦略

本リストは、アセットクラスおよび戦略ならびにそれらの投資前と後の特徴について説明するものである。説明は分かりやすくするために単純化されている。

上場株式 – ファンダメンタルアクティブ投資

投資家は、証券取引所で取引されている企業の株式を購入する。大規模な投資家の場合、異なるアクティブ運用のポートフォリオに数百の企業の株式を保有することもある。

◎ 投資前の特徴

投資の意思決定は、企業とその将来性、特に業績、株価、（場合によっては）配当支払いの見直しに関する調査に基づいて行われる。調査は、専門のデータ提供会社やセルサイドアナリスト（証券会社）からの情報を通常用いる財務分析、企業戦略・製品・市場・研究開発計画・経営陣・競争相手の分析、および金利、成長見通し、消費者トレンドなどの一般的な市場環境に基づいて実施される。このプロセスには通常、企業に対する投資家の理解を深めるため経営陣との対話が含まれる。特に顕著に表れている RBC 課題についてはこの調査プロセスで対象とすることができる（巨額の環境関連債務、あるいはステークホルダーに関する事業上の重大な課題への対応の実績など。例えば、天然資源関連企業がプロジェクトを効果的に執行するために現地の環境問題や地域社会の問題を管理する能力）。RBC を非常に重視する投資家は、この投資前の段階で RBC に関する企業の方針や実績をより詳細に調査する。

◎ 投資後の特徴

株式の保有を継続するか、売却するか、買い増すかを決定するため、投資家は企業とそのパフォーマンスを監視する。この作業には通常経営陣との対話が含まれる。RBC を非常に重視する投資家は、企業との間で、特に重要な課題を対象とした会合を別途開くのに加えて、RBC 課題にのみ焦点を当てた会合を開くこともある。

アクティブ投資家による売買の意思決定は企業の株価に影響を及ぼす。株価の変動は、株価と連動する役員報酬や、株式での資金調達を用いた買収によって拡大していく企業の能力に影響する。そのため、売買の決定、あるいはこのような決定の予想が企業経営に影響を及ぼすことがある。

投資家は、年次株主総会で役員報酬、決算の承認、合併・買収、環境・社会問題に関する株主提案などの事項に関して議決権を有している。

この市場への影響力と正規の権利の組合せは、原則としてアクティブ投資家に対し企業行動に影響を及ぼすための潜在的な力を与える。

上場株式 – パッシブ投資

投資家は、投資インデックスに含まれるすべての企業の株式を購入する。インデックスは、株式市場全体の構成および財務パフォーマンスを代表するように選択された多数の企業から構成されている。最も広範に利用されるグローバルなインデックスの一つである MSCI オール・ワールド・インデックスは 2,477 銘柄で構成されている (www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-acwi.pdf)。最大級のパッシブ投資家はこれよりも多くの企業の株式を保有しており、最も規模の大きい投資家になると最大約 1 万社の株式を保有している。

投資前の特徴

投資家は、同じようなパフォーマンスを実現したいと考える特定の市場に応じたインデックスを選択する。投資家はインデックスの構築方法がそのニーズに合っていること（個別企業のウェイトの決定方法など）を点検し、インデックスプロバイダーに関してデュー・ディリジェンス（規制の遵守状況など）を実施する。

投資家は、インデックスのウェイトに比例した株式を購入する。投資は、個別企業に関する具体的な調査に基づくのではなく、純粋にこのウェイトに基づいて決定される。投資前に、投資家と企業との間で接触はない。

少なくとも市場全体のパフォーマンスに匹敵するという大半の投資家が有する核心的な目標を達成する方法として、パッシブ投資は低コストと効率性から近年かなり広がっている。

現在、ESG やサステナビリティに特化したインデックス（企業の炭素集約度を反映したもの、など）を利用することができる。気候変動の影響への意識が高まるにつれて、低炭素インデックスはアセットオーナーの関心を集めつつある。もっとも、より一般的な ESG インデックスが主流の投資家らによって広く利用されているわけではない。

投資後の特徴

投資家は企業を監視し、優先度が高い場合には経営陣と対話することもある。投資家は少数株主の通常の権利を有する。投資家はインデックスにおける企業のウェイトの変化を反映する目的でのみ株式を売買する。企業の時価総額が低くなり過ぎたため当該企業がインデックスから除外される場合、投資家はその株式をすべて売却する。

社債 – ファンダメンタルアクティブ運用

投資家は、企業が発行する債券を購入する。大規模な投資家の場合、異なるアクティブ運用のポートフォリオに数百の企業の債券を保有していることもある。

投資前の特徴

投資の意思決定は、企業およびその将来性、特に業績見通しやその債務が不履行となる可能性に関する調査に基づいて行われる。調査は、アクティブ運用の上場株式に関して実施される調査と同様の領域を対象とし、経営陣との対話を含むこともある。

投資後の特徴

債券の保有を継続するか、売却するか、買い増すかを決定するため、投資家は企業とそのパフォーマンスを監視する。この作業には経営陣との対話が含まれることもある。投資家は年次株主総会で議決権を有しない。債券保有者の企業に対する影響力は限られている。売買の決定は企業の株価に影響を及ぼさない。

社債－パッシブ投資

投資家は、投資インデックスに含まれるすべての債券を購入する。インデックスは、債券市場全体の構成および財務パフォーマンスを代表するように選択された多数の債券から構成されている。

◎ 投資前の特徴

投資家はインデックスのウェイトに比例した債券を購入する。投資は、個別企業に関する具体的な調査に基づくのではなく、純粋にこのウェイトに基づいて決定される。投資前に、投資家と企業との間で接触はない。

◎ 投資後の特徴

投資家が企業を監視する可能性は低い。投資家はインデックス内の個別の債券を売却することはできない。投資家は年次株主総会で議決権を有しない。投資家の企業に対する影響力は限られている。

プライベートエクイティ－ファンド

プライベートエクイティファンドは、専門の投資運用会社（ジェネラルパートナー（GP）と呼ばれる）が運用する。GP はファンドを設立するために、アセットオーナー（リミテッドパートナー（LP）と呼ばれる）から資金を集める。GP は未上場企業の株式を購入する。

◎ 投資前の特徴

投資の意思決定は GP が行い、企業およびその将来性、特に業績見通しや投資家の持分の価値に関する調査に基づいて行われる。調査は、アクティブ運用の上場株式に関して実施される調査と同様の領域を対象とし、常に経営陣との対話を含む。

◎ 投資後の特徴

GP は、当該企業の売却時期を決定するために企業およびそのパフォーマンスを監視する。この作業には常に経営陣との対話が含まれる。個々のプライベートエクイティファームが過半数の株主となり、取締役会に少なくとも 1 つの席を持つことができる。大株主は会社を支配する。他の最大規模の投資家も取締役会に席を持っている。

LP はポートフォリオに含まれる企業と直接接しない。ファンドにどの企業が含まれているかを LP が知らない場合もある。契約条件の確定後は、ファンドに対する LP の影響力は限られている。ファンド内の最大規模の LP は、リミテッドパートナーアドバイザリーコミッティー（LPAC）に参加する。LPAC は「ファンドが存続している期間中、利益相反および LP の同意や承認を必要とするファンド運営文書の重要な変更など、具体的な課題について GP に助言する目的で設置される。GP は、運営上の事項や投資に関連する事項について LP の意見を求めるため、LPAC との協議を選択することもできる」。LP は GP を監視し、定期的に会合をもつ。LP は GP に対し、特定の行動（RBC 課題に関するポートフォリオ内企業とのエンゲージメントなど）をとるよう指示することはできない。しかし、GP に適切な行動をとるよう促すことができ、また具体的な状況下で何が行われたかを質問することができる。

プライベートエクイティ－直接投資

大規模なアセットオーナーは、直接プライベートエクイティに投資する場合がある。つまり、ファンドを通さずに未上場企業に直接投資する。

◎ 投資前の特徴

投資家は企業に関する徹底的な調査を実施する。調査は、アクティブ運用の上場株式に関して実施される調査と同様の領域を対象とし、常に経営陣との対話を含む。

◎ 投資後の特徴

投資家は過半数の株主となることができ、通常、当該企業の取締役会に少なくとも 1 つの席を持っている。大株主として会社を支配する。

インフラファンド

インフラファンドは、専門の投資運用会社（ジェネラルパートナー（GP）と呼ばれる）が運営する。GP はファンドを設立するために、アセットオーナー（リミテッドパートナー（LP）と呼ばれる）から資金を集める。GP は、港湾、空港、有料道路、病院、学校、風力発電所、太陽光発電所などのインフラ資産を所有・運営する非上場企業の株式を購入する。各企業はインフラ資産を一つ以上所有し運営している。

投資前の特徴

投資の意思決定は GP が行い、企業・資産およびその将来性、特にユーザー手数料から得られる利益の見通しや投資家の持分の価値に関する調査に基づいて行われる。調査は常に経営陣との対話を含む。

投資後の特徴

GP は、売却の可否や売却の時期を判断するため、企業・資産およびそのパフォーマンスを監視する。この作業には常に経営陣との対話が含まれる。個々のインフラ投資運用会社が過半数の株主となり、取締役会に少なくとも 1 つの席をもつことができる。他の最大規模の投資家も取締役会に席を持っている。取締役会に席を持つ投資家が企業を直接支配する。

LP はポートフォリオ内の企業・資産と直接接しない。契約条件の確定後は、ファンドに対する LP の影響力は限られている。

インフラ直接投資

大規模なアセットオーナーは、直接プライベートエクイティに投資する場合がある。つまり、ファンドを通さずに未上場企業に直接投資する。

投資前の特徴

投資家は企業に関する徹底的な調査を実施する。

投資後の特徴

投資家は過半数の株主となることができ、通常、当該企業の取締役会に少なくとも 1 つの席を持っている。したがって、投資家は企業に対しかなりの影響力を行使することができる。

不動産ファンド

不動産ファンドは、専門の投資運用会社（ジェネラルパートナー（GP）と呼ばれる）が運用する。GP はファンドを設立するために、アセットオーナー（リミテッドパートナー（LP）と呼ばれる）から資金を集める。GP は、不動産（オフィス、小売、物流、住宅など）を開発し運営する未上場企業の株式を購入する。各企業は一つ以上の不動産を所有し運営している。

投資前の特徴

ファンド運用会社による投資の意思決定は、企業・資産およびその将来性、特に賃料から得られる収益や、資本価値の上昇可能性に関する調査に基づいて行われる。

投資後の特徴

投資家は、運用の改善の要否や売却の可否、売却時期を決定するため、企業・資産およびそのパフォーマンスを監視する。この作業には常に当該資産に関して直接責任を負う経営陣との対話が含まれる。個々の不動産投資運用会社が当該運営企業の過半数の株主となり、取締役会に少なくとも 1 つの席を持つことができる。他の最大規模の投資家も取締役会に席を持っている。LP はポートフォリオ内の企業または資産と直接接しない。契約条件の確定後は、ファンドに対する LP の影響力は限られている。

不動産 – 直接投資

大規模なアセットオーナーは、直接不動産に投資する場合がある。つまり、ファンドを通さずに個別の不動産に直接投資する。

☉ 投資前の特徴

投資家は企業に関する徹底的な調査を実施する。

☉ 投資後の特徴

投資家が過半数の株主である場合、不動産の運用にかなりの影響力を行使することができる。

国債 – ファンダメンタルアクティブ運用

投資家は、政府の発行する債券を購入する。

☉ 投資前の特徴

投資の意思決定は、当該国およびその将来性、特に経済の見通しやその債務の不履行の可能性に関する調査に基づいて行われる。調査は、当該国の政府または中央銀行との対話を含むこともある。

☉ 投資後の特徴

債券の保有を継続するか、売却するか、買い増すかを決定するため、投資家は当該国とそのパフォーマンスを監視する。この作業には政府または中央銀行との対話が含まれることもある。個々の投資家が当該国に及ぼす影響力は極めて限られている。

国債 – パッシブ投資

投資家は、投資インデックスに含まれるすべての債券を購入する。インデックスは、国債市場全体の構成および財務パフォーマンスを代表するように選択された多数の債券から構成されている。

☉ 投資前の特徴

投資家はインデックスのウェイトに比例した債券を購入する。投資は、個々の国に関する具体的な調査に基づくのではなく、純粋にこのウェイトに基づいて決定される。投資が行われる前に、投資家と政府ないし中央銀行とが接触することはない。

☉ 投資後の特徴

投資家が当該国を監視する可能性は低い。投資家はインデックス内の個別の債券を売却することはできない。個々の投資家が当該国に及ぼす影響力は極めて限られている。

