

ESG 投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正 — 日米欧のファンドの ESG ウォッシュ規制動向 —

板津 直孝

■ 要 約 ■

1. 金融庁は、2023年3月、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正し、ESG（環境、社会、ガバナンス）関連投資信託の範囲を定めるとともに、ESG 投信の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、具体的な検証項目を定めた。ESG ウォッシュが以前より懸念されていた上に、各国の規制当局が罰則を科す事例も発生していることが背景にある。
2. 欧州連合（EU）では、2019年12月、金融サービスセクターにおける「サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）」が採択され、2022年11月には、ESG ウォッシュの懸念を解消するために、ESG ファンド名のガイドラインに関する協議書が公表された。米国では、2022年5月、ファンド及び投資顧問会社の ESG 情報開示に関する規則の改正案に加えて、ファンドの「名称規則」の改正案が公表され、EU と同様にファンドに組み込む ESG 要因に定量的な閾値が設定された。
3. ESG ウォッシュの懸念に対しては、ESG 投信の定義の明確化と投資家に対する情報開示の充実が重要となる。ESG 投信の定義の明確化を図る手段の1つには、欧米で整備が進められているファンドに対する名称規則がある。ESG 投信の情報開示の充実では、投資の意思決定に有用な情報が投資家に提供され、ESG 要因の考慮の幅が明確になる。
4. 金融庁の監督指針では、定量的な閾値を設けるよりも、ESG 投信の情報開示を充実させ、ファンドの実態を把握できるようにすることを優先している。しかし、ESG ウォッシュの懸念を解消するためには、ESG ウォッシュ規制に加えて、投資先に対する ESG 情報開示の促進を優先させることが欠かせないと言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「ESG ファンド等に対する SEC の情報開示規制案—ESG ウォッシュの懸念と投資家保護—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年春号。
- ・磯部昌吾・富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始—遅延する細則策定と各社の対応—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号。

I 国際的な ESG ウォッシュの懸念と規制の整備

投資家の ESG（環境、社会、ガバナンス）戦略への関心が急速に高まる中で、ESG 関連の投資商品やアドバイザーサービスに多額の資金が流入している。アセットマネージャーは、ESG 関連の投資商品を開発・販売することで、増加する需要に対応している。しかし、ファンドやアドバイザーによって ESG の定義は大きく異なり、ESG 戦略の一部として使用されるデータ、基準、戦略にも大きな違いがある。

ファンドやアドバイザーはさまざまな方法で ESG 戦略を実施していることから、ファンドやアドバイザーの ESG に対する実際の考慮が、投資家の期待と一致しないという事態が生じる可能性がある。投資商品やサービスにおける ESG 要因の考慮が、ファンドやアドバイザーにより、実態以上に誇張されるという事例も指摘されている。これは、投資商品やサービスが環境又は ESG に配慮しているように見せかける、「グリーンウォッシュ」や「ESG ウォッシュ」と呼ばれている。ファンドの ESG ウォッシュについては、各国の規制当局が罰則を科す事例が発生している（図表 1）¹。

図表 1 ESG ウォッシュに関わる主な事例

<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年 5 月、米国証券取引委員会(SEC)は、特定のミューチュアルファンドの投資判断における、ESG(環境、社会、ガバナンス)の考慮事項に関する虚偽表示等で、米国の大手銀行の資産運用子会社に 150 万ドルの制裁金を科した。
<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年 6 月、ドイツ大手銀行傘下の資産運用会社は、ドイツの連邦金融監督機関(BaFin)と警察当局により、実際には ESG 評価が限定的な ESG ファンドを投資家に販売していた、グリーンウォッシュの嫌疑で調査を受け、CEO が辞任した。
<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年 10 月、オーストラリアの証券投資委員会(ASIC)は、証券取引所に提出された開示資料でのサステナビリティ関連の情報が、虚偽の内容を含むグリーンウォッシュに該当するとして、エネルギー会社に対して 5 万豪ドルの制裁金を科した。
<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年 11 月、SEC は、2 つのミューチュアルファンドと 1 つのラップアカウントの一種である SMA において、ESG 投資の方針や手順に不備があったとして、米国の大手金融機関の資産運用部門に対して、400 万ドルの制裁金を科した。
<ul style="list-style-type: none"> ● 2022 年 12 月、ASIC は、タバコ産業を除外するように構成されたファンドがタバコ販売会社を含めており、グリーンウォッシュに該当するとして、米国大手資産運用会社のオーストラリア子会社に対して、4 万豪ドルの制裁金を科した。

(注) SMA (Separately Managed Account) : 金融機関が、投資家から投資判断に関する一任を受けた上で、投資家の口座において、ポートフォリオの設計から運用に関するアドバイス、実際の売買・管理、アフターフォローまでを一括して提供するサービス。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ 各事例に関する出所は以下の通り。

SEC, “SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations,” May 23, 2022.

“CEO of Deutsche Bank’s DWS Resigns after Police Raid on Offices,” *The Wall Street Journal*, June 1, 2022.

ASIC, “ASIC acts against greenwashing by energy company,” October 27, 2022.

SEC, “SEC Charges Goldman Sachs Asset Management for Failing to Follow its Policies and Procedures Involving ESG Investments,” November 22, 2022.

ASIC “ASIC issues infringement notices against investment manager for greenwashing,” December 2, 2022.

ESG ウォッシュは以前より懸念されていたことから、国際的に ESG ウォッシュ規制の整備が進められている。日米欧の動向に焦点を当てると、欧州連合（EU）は、2019年12月、EU 規制下にある金融市場参加者と金融アドバイザーに対して、事業体レベルと金融商品レベルでサステナビリティ情報開示を要請する、「サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）」を公表した²。同規則では、金融商品レベルの開示内容において、金融商品を3種類に分類し、情報開示を要請している。

米国では米国証券取引委員会（SEC）が、2022年5月、ファンド及び投資顧問会社による ESG 要因の組み込みに関して、一貫性があり、比較可能で信頼できる ESG 情報を投資家に開示するための規則及び開示様式の改正案を公表した³。

日本においても金融庁が、2023年3月、ESG 投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正した。同改正指針は、ESG 投信の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、具体的な検証項目を定めている。

II 日本における ESG 投信に関する監督指針の改正

1. ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待

ESG ウォッシュが世界的に指摘されている状況の中で、金融庁は2021年11月以降、国内の資産運用会社37社と投資信託225本を対象に調査を実施し、2022年5月に「資産運用業高度化プロセスレポート 2022」において、「ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待」をとりまとめた。

資産運用会社において、提供する ESG 投信の特徴や運用プロセスの説明として「ESG 要因を考慮している」等の記載を行っている場合は、運用プロセス・アプローチの一層の強化を継続的に図るとともに、顧客が投資判断を適切に行えるよう、運用プロセスの実態に即して一貫性のある形で、明確な説明や開示を行うべきであるとしている。総論としては、2つの事項に留意し、取組みの改善・向上を図ることが期待されるとしている。

1) 運用プロセスの高度化と開示の充実

専門性を有する人材の確保を含めた必要な組織体制を構築しつつ、自社の提供する ESG 投信で企業価値に影響を与える ESG 要因をどのように特定・評価しているのか、ポートフォリオの決定にどのように活用しているのか、ESG 関連の事業機会の向上と事業リスクの低減に向けたエンゲージメント・議決権行使をどのように行っているのか等について、明確に説明できるよう、運用プロセスの高度化や開示の充実に取り組むべきであるとしている。

² Official Journal of the European Union, “Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019, on sustainability-related disclosures in the financial services sector,” December 9, 2019.

³ SEC, “Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices,” May 25, 2022.

2) 投資家の誤認の防止

企業分析の一要素として ESG 要素を考慮するにとどまる場合は、目論見書等において、ESG やサステナビリティ等を強調することにより、ESG を主たる特徴とする投資信託（例えば、ESG 要素を超過収益の源泉と位置付けて ESG 評価の高い銘柄を選定する投資信託や、環境や社会的効果の創出を目的とする投資信託等）であるかのような誤解を投資家に与えないようにすべきであるとしている。

2. 監督指針における ESG 投信に関する留意事項

金融庁は「ESG 投信を取り扱う資産運用会社への期待」に基づき、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の所要の改正を行い、投資家の投資判断に資するよう、ESG 投信の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、留意事項を定め検証するとした。

そして 2023 年 3 月、前述の通り監督指針の改正を行った。具体的な ESG 投信に関する留意事項としては、ESG 投信の範囲、開示、体制整備等が定められている。

1) ESG 投信の範囲

ESG 投信は、下記に該当する公募投資信託と定めている（図表 2）。なお、外部委託運用の場合は、投資戦略を踏まえ投資信託委託会社が適切に判断するとしている。

図表 2 ESG 投信の範囲

● ESG を投資対象選定の主要な要素としており、かつ
● 交付目論見書の「ファンドの目的・特色」にその旨を記載しているもの

(出所) 金融庁「『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』の一部改正（新旧対照表）」2023 年 3 月 31 日より野村資本市場研究所作成

2) 開示

ESG 投信の開示においては、以下の 6 点が監督当局による検証対象となる。

(1) 顧客誤認の防止

投資家に誤解を与えることのないよう、ESG 投信に該当しない公募投資信託の名称又は愛称に、ESG、SDGs、グリーン、脱炭素、インパクト、サステナブルなど、ESG に関連する用語が含まれていないか。また、ESG 投信に該当しない公募投資信託のうち、2023 年 3 月末までに設定されたものについて、その名称又は愛称に ESG に関連する用語が含まれている場合には、ESG 投信ではない旨を交付目論見書に明記しているか。

投資対象の選定において、財務指標等他の要素と並ぶ 1 要素として ESG を考慮する公募投資信託について、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」等の ESG に関する記載が、当該公募投資信託が ESG 投信であると投資家に誤認されるような誇張した説明となっていないか。

(2) 投資戦略

ESG 投信の交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、投資戦略に関する事項を記載しているか（図表 3）。

図表 3 ファンドの目的・特色の記載事項

● ESG の総合評価又は環境や社会の特定課題等、投資対象選定の主要な要素となる ESG の具体的内容
● 主要な要素となる ESG の運用プロセスにおける勘案方法（関連する基準や指標、評価方法等の説明を含む）
● 主要な要素となる ESG を運用プロセスにおいて勘案する際の制約要因やリスク
● 持続可能な社会の構築に向けて、環境や社会のインパクト創出を目的としている ESG 投信について、その目的、インパクトの内容、及び、目標とする指標・数値、方法論等を含むインパクトの評価・達成方法
● 投資信託委託会社として、ESG を主要な要素とする投資戦略に関連するスチュワードシップ方針がある場合には、当該方針の内容
● 上記について、詳細をウェブサイト等で開示する場合には、その参照先

（出所）金融庁「『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』の一部改正（新旧対照表）」2023年3月31日より野村資本市場研究所作成

(3) ポートフォリオ構成

ESG 投信の純資産額のうち、ESG を主要な要素として選定する投資対象への投資（時価ベース）を目標や目安としている場合、又は、ESG 投信の投資戦略において主要な要素となる ESG の評価指標について、目標や目安を設定している場合、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、当該比率やその他の計数を記載しているか。また、こうした目標や目安を設定していない場合、その理由を説明しているか。

(4) 参照指標

公募投資信託の運用において、特定の ESG 指数への連動を目指す場合、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、参照指数における ESG の勘案方法を記載しているか。

(5) 定期開示

ESG 投信の交付運用報告書（上場投資信託の場合には適時開示書類）及び交付目論見書の「運用実績」に、図表 4 の事項を継続的に記載しているか。

図表 4 定期開示における記載事項

● 純資産額のうち、ESG を主要な要素として選定した投資対象への投資(時価ベース)について、目標や目安とする比率がある場合には、実際の投資比率
● 投資戦略において主要な要素となる ESG の評価指標について、目標や目安を設定している場合には、その達成状況
● 持続可能な社会の構築に向けて、環境や社会のインパクト創出を目的としている ESG 投信について、インパクトの達成状況
● 投資信託委託会社として、ESG を主要な要素とする投資戦略に関連するスチュワードシップ方針がある場合、当該方針に沿って実施した行動
● 上記について、詳細をウェブサイト等で開示する場合には、その参照先

(出所) 金融庁「『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』の一部改正(新旧対照表)」2023年3月31日より野村資本市場研究所作成

(6) 外部委託

ESG投信の運用を外部委託する場合、外部委託先に対する適切なデューディリジェンスや運用状況の確認を行い、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」や交付運用報告書に、外部委託運用に関して上記(2)～(5)の内容を反映した開示がなされているか。また、これらの開示が困難な場合には、その理由を説明しているか。

3) 態勢整備等

ESG投信の態勢整備等においては、以下の2点が監督当局による検証対象となる。

(1) 組織体制

ESGに関連するデータやITインフラの整備、人材の確保等、ESG投信の投資戦略に沿った運用を適切に実施し、実施状況を継続的にモニタリングするためのリソースを確保しているか。ESG投信の運用を外部委託する場合には、上記のリソースの状況を把握する等、外部委託先に対するデューディリジェンスや上記2)(2)～(5)の内容の確認を行うための体制を整備しているか。

(2) ESG評価・データ提供機関の利用

公募投資信託の運用プロセスにおいて第三者が提供するESG評価を利用する場合や、自社のESG評価に第三者が提供するデータを利用する場合、ESG評価・データ提供機関の組織体制や評価の対象、手法、制約及び目的を理解する等、デューディリジェンスを適切に実施しているか。

監督指針は全体として、原理・原則を重視し、ESG投信に関する具体的な留意事項は監督当局の裁量に委ねている。監督当局の役割は、金融商品取引業者等の業務の健全性や適切性に係る問題を早期に発見するとともに、必要に応じて行政処分等の監督上の措置を行い、問題が深刻化する以前に改善のための働きかけを行っていくことにある。業務の健全

かつ適切な運営を確保することを目的に、監督指針を参照する金融商品取引業者等においては、監督当局の裁量の程度に留意することになる。

特に留意すべき点の1つは、ESG 投信の範囲として、ESG を投資対象選定の主要な要素としていることと定められているが、主要な要素とすることについての具体的な指針がないことである。具体的な定義がないことなどを背景に、ファンドの名称に関わる監督指針も定められていない。ファンドの名称規則は、ファンドの名称がファンドの投資とリスクを正確に反映することを保証することから、欧米では規則案等が公表されている。

III 欧米での ESG ウォッシュ規制の動向

前述の通り、ESG ウォッシュの規制では、欧米の動きが先行している。以下で、それらの概要を整理する。

1. EU における SFDR による金融商品の分類

SFDR は、EU 規制下にある金融市場参加者と金融アドバイザー向けの EU タクソノミーに基づく規則で、2021 年 3 月より順次適用されている。欧州委員会（EC）は、まずは環境分野に焦点を当て、環境的に持続可能な経済活動の分類である EU タクソノミー規則を 2020 年 6 月 22 日に公表した⁴。同規則は、環境的に持続可能な経済活動や金融商品に分類される基準を定めており、投資の対象となる経済活動がサステナブル案件と特定されるには、6つの環境目標について4つの要件を満たす必要がある（図表5）。

EU は、環境的に持続可能な経済活動を分類するグリーンタクソノミーに加え、社会的に持続可能な経済活動を分類するソーシャルタクソノミーの策定も進めている⁵。

図表5 環境的に持続可能な経済活動の分類基準

6つの環境目標 (EU タクソノミー規則第9条)
①気候変動の緩和、②気候変動への適応、③水と海洋資源の持続可能な使用と保護、④循環型経済への移行、⑤汚染の予防と管理、⑥生物多様性と生態系の保護と復元
4つの要件 (EU タクソノミー規則第3条)
<ul style="list-style-type: none"> ● 6つの環境目標のうち少なくとも一つに実質的に貢献する。 ● 6つの環境目標のいずれにも「著しい害を及ぼさない (Do No Significant Harm、DNSH)」。 ● 最低限のセーフガードを遵守して遂行する。 ● 科学的根拠に基づいた「技術的スクリーニング基準 (TSC)」に準拠する。

(注) 最低限のセーフガード：国際連合のビジネスと人権に関する指導原則等（同規則第18条）。

(出所) Official Journal of the European Union, “Regulation (EU) 2020/852,” June 22, 2020 より野村資本市場研究所作成

⁴ Official Journal of the European Union, “Regulation (EU) 2020/852,” June 22, 2020.

⁵ EC, “Final Report on Social Taxonomy,” February 28, 2022.

図表 6 SFDR における金融商品の分類

● 第 6 条 : 第 8 条及び第 9 条に該当しない一般的な金融商品
● 第 8 条 : 環境や社会の課題への取組みを促進する金融商品「ライトグリーン・ファンド」
● 第 9 条 : サステナブル投資を目的とする金融商品「ダークグリーン・ファンド」

(出所) Official Journal of the European Union, “Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019, on sustainability-related disclosures in the financial services sector,” December 9, 2019 より野村資本市場研究所作成

SFDR は、金融商品の環境と社会の ESG 課題に関する持続可能性について、情報開示の透明性を向上させ、ESG ウォッシュを防止すること目的としている。SFDR の第 3 条から第 5 条は金融機関の事業体レベルでの開示要件を定めている。第 6 条から第 11 条は金融商品レベルでの開示要件が示されている。

金融商品レベルでの開示要件では、金融商品を 3 種類に分類し、持続可能性に焦点を当てた金融商品の分類レベルを示している (図表 6)。第 8 条及び第 9 条の金融商品のどちらも、EU タクソノミー規制に沿った投資を意図したものであり、金融商品毎に投資先が EU タクソノミー規制に基づき、環境や社会に配慮していると認められる経済活動に従事する方法と程度を記述することを求めている。

第 8 条に分類される金融商品は、ライトグリーン・ファンドと言われ、環境と社会のいずれか又は両方の課題への取組みを促進する投資をポートフォリオのメインに据えたものである。第 9 条の金融商品は、より厳格にサステナブル投資をポートフォリオのメインに据えたものであり、ダークグリーン・ファンドとも呼ばれる。

しかし、SFDR のレベル 1 (本則) 及び SFDR のレベル 2 (細則)⁶には、第 8 条の金融商品及び第 9 条の金融商品の具体的な要件の定めがない。そのような中で、欧州証券市場監督局 (ESMA) は、2022 年 11 月、SFDR における金融商品の分類の実務において、ESG ウォッシュが生じる懸念があるとして、「ESG 及びサステナビリティ関連の用語を用いたファンド名のガイドラインに関する協議書」を公表し、2つの定量的閾値を設けた⁷。

1) ポートフォリオの 80%以上

ファンドの名称に ESG 関連の用語が含まれている場合、投資戦略に従って、投資の少なくとも 80%が、環境的・社会的特性又はサステナブル投資の目的を満たすために使用されるべきである。

つまり、SFDR 第 8 条の金融商品では、ファンドの名称に ESG 関連の用語が含まれている場合、ポートフォリオの 80%以上が、「環境的・社会的特性の目的」を満たす投資で占めることが求められる。第 9 条の金融商品では、ポートフォリオの 80%以上が、「サステナブル投資の目的」を満たす投資で占めることが求められる。なお、

⁶ 規制技術基準 (Regulatory Technical Standards, RTS) : SFDR の本則を補完するものであり、指標や開示手法の詳細、各条項の正確な意味合いや技術的基準などを定めた細則。

⁷ ESMS, “Consultation Paper on Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms,” November 18, 2022.

サステナブル投資の目的を満たす投資に分類されるためには、環境や社会的目的に貢献する経済活動への投資であり、かつ、投資先企業の適切なガバナンスに基づき、EUタクソミー規則第3条のDNSHの予防原則が確保されることが求められる。

2) ポートフォリオの50%以上

ファンドの名称に「サステナブル」という用語又は「サステナブル」という用語に由来する他の用語が含まれている場合、「1) ポートフォリオの80%以上」に基づく投資の少なくとも80%以内に、少なくとも最低割合の50%のサステナブル投資を割り当てる必要がある。

つまり、SFDR第8条でサステナブル投資を含む金融商品及び第9条の金融商品は、ファンドの名称に「サステナブル」又はそれに準ずる用語が含まれている場合、「1) ポートフォリオの80%以上」の閾値内において、ポートフォリオの50%以上が、サステナブル投資の目的を満たす投資で占めることが求められる。なお、第8条の金融商品は、サステナブル投資を含まない金融商品と、一部を含む金融商品があることから、当該閾値が定められている。

協議書では、定量的閾値に加えて、「パリ協定整合ベンチマーク（PAB）」⁸の除外基準からなる最小限の保護措置の適用を推奨している。同除外基準は、ポートフォリオから除外する企業を定めている（図表7）。

図表7 ポートフォリオから除外する企業

● 国際条約、協定、国連の原則、及び該当する場合は国内法で言及されている論争の的となる兵器の事業に関与する企業
● たばこの栽培と生産に関与する企業
● ベンチマーク管理者が、国連グローバルコンパクト(UNGC)の原則、経済協力開発機構(OECD)の多国籍企業行動指針に違反していると判断した企業
● 収益の1%以上を石炭関連事業から得ている企業
● 収益の10%以上を石油関連事業から得ている企業
● 収益の50%以上を天然ガス関連事業から得ている企業
● 温室効果ガス(GHG)排出原単位が100gCO ₂ e/kWhを超える発電事業から、収益の50%以上を得ている企業
● EUタクソミー規則第9条の6つの環境目標の1つ又は複数を著しく損なう企業

(出所) Official Journal of the European Union, “Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818 of 17 July 2020 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks,” December 3, 2020 より野村資本市場研究所作成

⁸ 低炭素で気候変動に強い世界経済へ資本を再配分することを目的とした指標グループ。

2. 米国における ESG ファンド等に対する情報開示規制案

SEC が 2022 年 5 月に公表したファンド及び投資顧問会社に対する ESG 情報開示規則案は、ポートフォリオにおいて ESG 要因を考慮している、登録投資会社（RIC）及び事業開発会社（BDC）⁹、登録投資顧問業者及び一部の未登録顧問業者に適用され、以下の通り ESG 情報開示を強化している（図表 8）。

SEC は、2022 年 5 月、ファンド及び投資顧問会社の ESG 情報開示に関する規則の改正案に加えて、1940 年投資会社法に基づく規則 35d-1、ファンドの「名称規則」の改正案を公表した¹⁰。

現行の名称規則では、特定の名称を持つファンドは、その名称が示す投資対象に資産の 80%を投資する方針を採用することが義務付けられている。改正案は、ファンドの名称が特定の特徴を持つ投資又は特定の特徴を持つ投資に焦点を当てていることを示唆する場合についても、ファンドの名称規則を適用するために、同規則の要件を拡大している。これには、ファンドの投資判断に 1 つ以上の環境、社会、ガバナンスの ESG 要因が組み込まれていることを示すファンドの名称なども含まれる。投資判断において 1 つ以上の ESG 要因を他の非 ESG 要因と並べて考慮しているが、ESG 要因が投資プロセスにおける他の要因よりも重要ではない場合、ファンドの名称に ESG の用語を含めることは、ESG 要因がより顕著な役割を果たすことを示唆しており、投資家を惑わせることになるからである。

図表 8 ファンド及び投資顧問会社の ESG 情報開示規則案の概要

<ul style="list-style-type: none"> ● ファンドの目論見書、年次報告書、アドバイザーのパンフレットにおける、ESG 戦略に関する追加の具体的な開示要件を要請する。
<ul style="list-style-type: none"> ● ESG ファンドに対して、階層化されたフレームワークによる表形式の開示手法を導入し、投資家が ESG ファンドを一目で比較できるようにする。
<ul style="list-style-type: none"> ● 一般的に環境に焦点を当てた特定のファンドに対して、ポートフォリオ投資に関連する GHG 排出量を開示することを要請する。

（出所）SEC, “FACT SHEET, ESG Disclosures for Investment Advisers and Investment Companies,” May 25, 2022 より
野村資本市場研究所作成

⁹ 1940 年投資会社法に基づき設立された、中堅企業や新興企業等の事業開発を金融面及び経営面からサポートする投資会社。

¹⁰ SEC, “Investment Company Names,” May 25, 2022.

IV ESG 投信の定義の明確化と情報開示の充実

1. ESG 投信の定義の明確化

ESG ウォッシュの懸念を引き起こす要因の1つとして、ESG 投信の定義の不明確さがある。ESG 投信における ESG 要因の考慮には、ESG 投信毎に幅があるからである。ESG 投信によって ESG 要因の考慮の幅が異なることから、投資家の期待と一致しないという事態が生じる可能性がある。ESG 要因の考慮が実態以上に誇張されるという懸念を引き起こさないためには、ESG 投信の定義の明確化と投資家に対する情報開示の充実が重要となる。

ESG 投信の定義の明確化を図る手段の1つには、欧米で整備が進められている ESG 投信に対する名称規則がある。名称規則では、ESG 投信のポートフォリオに ESG 要因を組み込むべき、80%などの定量的な閾値が設けられる。名称規則は、ESG 要因の考慮の幅をファンドの裁量のみ委ねないという点で、ESG 投信の定義が明確になる。

日本の金融庁の監督指針では、定量的な閾値を設けるよりも、まずは、ESG 投信の情報開示を充実させ、ファンドの実態を把握できるようにすることを優先している。ESG 投信に関して、投資の意思決定に有用な情報が投資家に提供されれば、それぞれの ESG 投信の定義が明確になり、不明確さにより引き起こされる ESG ウォッシュの懸念が解消されると言える。

2. ファンドの投資先の情報開示の充実

ESG 投信の名称規則や情報開示の充実に加えて、欠かすことができないもうひとつの措置として、投資先に対する ESG 情報開示の促進がある。

ファンド及び投資顧問会社は、ESG の考慮事項に関して意図しない虚偽表示を防ぐためにも、ファンドの投資プロセスの一部である投資先の ESG 評価を定期的実施している。欧米においては、今後、ファンドの名称規則とファンド及び投資顧問会社の ESG 情報開示に関する規則の改正案が採択されれば、これらに対応するためにも、従来以上に、投資先からの一貫性があり、比較可能で、信頼性のある ESG 情報が欠かせない。

EUでは、2022年11月、「企業サステナビリティ報告指令（CSRD）」が採択された¹¹。CSRD は、2014年に公表された非財務情報開示指令（NFRD）を大幅に改正するものであり、その目的は、企業の報告要件が「EU タクソノミー規則」と一貫していることを保証することにある。ファンド及び投資顧問会社は、投資先企業が CSRD に基づいて開示するサステナビリティ情報を利用することで、投資の意思決定に EU タクソノミー規則を考慮することができる。CSRD は、ファンド及び投資顧問会社が必要とする SFDR の報告要件

¹¹ European Council, Council of the European Union, “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting,” June 30, 2022.

を満たすための情報を、投資先企業に対して確実に報告させることを目的のひとつとしている。

米国では SEC が 2022 年 3 月、気候関連開示の強化と標準化を目的とした規則案を公表した¹²。同規則案は、SEC 登録企業に対して、年次報告書及び証券登録届出書において、気候関連の財務リスク及び財務指標の情報開示を義務付ける規則の修正を求めるものである¹³。既に SEC は、2010 年 2 月に「気候変動関連開示に関するガイダンス」¹⁴を公表していたが、同ガイダンスに代えて規則に基づく開示を義務付けようとしている。SEC は、現行の情報開示が投資家を保護する上で十分でないことから、投資家が投資の意思決定や議決権を行使する際に重要となる、気候関連情報の追加の開示要件が必要であると判断している。

日本では金融庁が 2023 年 1 月、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等を改正した。同改正では、「サステナビリティに関する企業の取組の開示」などに関して、有価証券報告書及び有価証券届出書での記載事項について定めている。欧米で優先して開示が要請される気候関連情報については、内閣府令等ではテーマ別開示要件としての定めがない。GHG 排出量の指標については、内閣府令等では義務的な開示を見送り、重要性の判断を前提としつつ、積極的に開示することが期待される旨を記述するのみに留めている。

CSRD では、スコープ 1 (GHG の直接排出)、スコープ 2 (電気等の使用に伴う GHG の間接排出)、スコープ 3 (その他の GHG の間接排出) のそれぞれの GHG 排出量の開示を求めている。SEC が公表した規則案においても同様に、小規模報告会社を除く SEC 登録企業に対して、全てのスコープ排出量の開示を要請している。投資先からの GHG 排出量は、ファンド及び投資顧問会社にとって、気候関連のリスクへのエクスポージャーを評価するための重要な指標だからである。

これら欧米の取り組みと比べると、内閣府令等の開示要件は、ESG 投信の情報開示の充実を強固に後押しするには、必ずしも十分ではない可能性がある。ESG 課題のなかでも気候関連開示の重要性が高まっていることを踏まえれば、ファンド及び投資顧問会社が ESG ウォッシュの懸念を解消するためには、投資先のサステナビリティ情報開示の充実が重要である。

¹² SEC, “The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors,” March 21, 2022.

¹³ 板津直孝「気候関連情報開示を要請する米国の動向—SEC が公表した特徴的な規則案—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年夏号参照。

¹⁴ SEC, “Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change,” February 2, 2010.