

投資商品のサステナビリティ開示基準を考える

目次

- I. はじめに
- II. 開示基準導入の背景
- III. 各国・地域のサステナビリティ開示基準
- IV. まとめ：投資商品のサステナビリティ開示基準の在り方

受託運用部 フェロー 岡本 卓万

I. はじめに

投資商品についてのサステナビリティ開示基準の策定が各国で進んでいる。背景としては脱炭素社会に向けた膨大な資金需要に応えるためのサステナブル・ファイナンス振興へのニーズと、それを阻害する要因となるグリーンウォッシュ問題への対応がある。

本稿では先行して施行されている EU SFDR、英国 SDR 案、米国 SEC 案、日本の金融庁監督指針を比較し、その類似点と違いを明らかにする。

各国の基準は投資家保護という観点で共通するものの、何を「サステナブルな投資」(本稿においては、“ESG”や“サステナビリティ”、“グリーン”など様々な呼ばれ方をされる、環境や社会を投資戦略の主眼に置いた投資を「サステナブルな投資」と呼ぶことにする)と定義するかというそもそもの考え方、あるいはトランジション・インベストメントやスチュワードシップの位置づけといった点において異なる部分もある。

国・地域によってこうした考え方や戦略の位置づけで相違が生じている理由は、「サステナブルな投資」の概念が確立されておらず、開示基準も発展途上にあることを示している。こうした状況を踏まえつつ本稿の最後に、投資商品のサステナビリティ開示基準の今後の発展に向けて筆者の意見を述べることにしたい。

II. 開示基準導入の背景

1. 脱炭素社会に向けた投資促進

2015年のCOP21(気候変動枠組条約締約国会議)において決議されたパリ協定によって、先進国、新興国を含む全ての国々が、産業革命以降の気温上昇を2℃以内に抑える努力を行うことが合意された。これを受けて世界中の国・地域で脱炭素社会を目指して産業構造の変革に向けた取り組みが始まっている。

いうまでもなく、この産業構造の変革には膨大な資金が必要である。OECDのレポートによれば2030年までに毎年6.9兆ドル(1ドル=130円として約900兆円)のグリーンインフ

ラへの投資が必要とされている。グリーンインフラだけで毎年日本の GDP を大幅に上回る額の投資が必要とされていくことになる。この膨大な必要資金を確保するためには、政府の資金だけでなく民間資金の動員が欠かせない。

民間の投融資資金をグリーンインフラや持続可能なプロジェクトに向かわせるための取り組みが各国・地域で進んでいる。先行している EU では、2018 年 3 月に「EU サステナブル・ファイナンス行動計画」の中で、ファイナンス分野における 10 の行動計画を策定・公表した。行動計画の中には、EU タクソノミーの策定、グリーンファイナンス商品の基準と認証の策定、サステナビリティのベンチマーク開発、機関投資家やアセットマネジャーの義務の明確化などが謳われ、ファイナンスを通じた脱炭素社会の実現に向けた EU 政策当局の決意が伺われる。

他の国・地域でも、脱炭素社会に向けたファイナンス促進策が策定されている。日本においては 2023 年 2 月に内閣府が公表した「GX 実現に向けた基本方針 ～今後 10 年を見据えたロードマップ～」において、2050 年カーボンニュートラルの実現に向け、今後 10 年間で官民 150 兆円超の GX(グリーン・トランスフォーメーション) 投資を実現するために、民間金融機関や機関投資家等による積極的なファイナンスが必要とした上で、①GX 分野における民間資金の呼び込み、②公的資金と民間資金を組み合わせた金融手法(ブレンデッド・ファイナンス)の開発・確立、③サステナブル・ファイナンスの推進、といった施策を推進していくとしている。

2. グリーンウォッシュ問題

「サステナブルな投資商品」の拡大がブームの状況を呈する一方で、グリーンな投資であるかのようにみせかける、いわゆるグリーンウォッシュの問題が顕在化した。良く知られているのは、DWS(ドイツ銀行グループのアセットマネジメント子会社)における事案である。内部でのアセスメントの結果、ESG インテグレーションを行う投資が対外報告より少ないという社内告発が発端となり、ついには検察・金融当局が DWS と親会社であるドイツ銀行を家宅捜索する事態に発展し、DWS の CEO が辞任する事態となった。

また、米国では ESG 情報の開示が不十分であったり、虚偽の情報を記載したとして、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンの資産運用子会社が 150 万ドルの制裁金を科された事案がある。日本でも「ESG」の名を冠した投資信託が、同じ投信会社が提供する別の投資信託と保有銘柄がほぼ同じであったことから、金融庁が「ESG 投信としての選定理由がわかりにくい」として、会社に対して説明を求めたと、一部の報道機関によって報じられた。

3. 投資商品のサステナビリティ開示基準制定の動き

脱炭素に向けた投資の促進と、グリーンウォッシュの問題の顕在化を受けて、各国のサステナブル投資開示基準の制定に向けた動きが加速している。その先駆けとなった EU の SFDR(サステナブル・ファイナンス開示規制)は 2021 年 3 月に適用を開始した。英国では SDR(サステナビリティ開示要件)と呼ばれる開示基準の検討が進んでおり、これまで 2 度

に亘り開示基準案を公表している。米国では2022年5月にSEC(証券取引委員会)が、ESG投資を行う投資会社などに対する追加的な開示の案を発表している。

我が国では、2022年5月に金融庁が公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2022」において、ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待として、組織体制の整備などと共にESG投信に関する開示の充実が謳われ、2023年1月には、「金融取引業者向けの総合的な監督指針」を改正案としてESG投信の開示強化策が示された。パブリックコメントを経て3月末には監督指針の改正が実施されている。

サステナブル投資における開示基準導入のドライバーとなっているのは、脱炭素社会に向けた投資促進とグリーンウォッシュ問題への対応という2つの要素があるが、この2つをどういうバランスで開示基準に組み入れるかで当局の対応が異なることになる。これを念頭に次節から各地域の開示規制内容をみていくことにする。

Ⅲ. 各国・地域のスステナビリティ開示基準

1. EU SFDR

EU SFDR(サステナブル・ファイナンス開示規制)は、2018年3月に公表された「EU サステナブル・ファイナンス行動計画」の具体策の一つとして、資産運用会社や機関投資家に対して運用商品などのサステナビリティ関連開示義務を定めたものである。

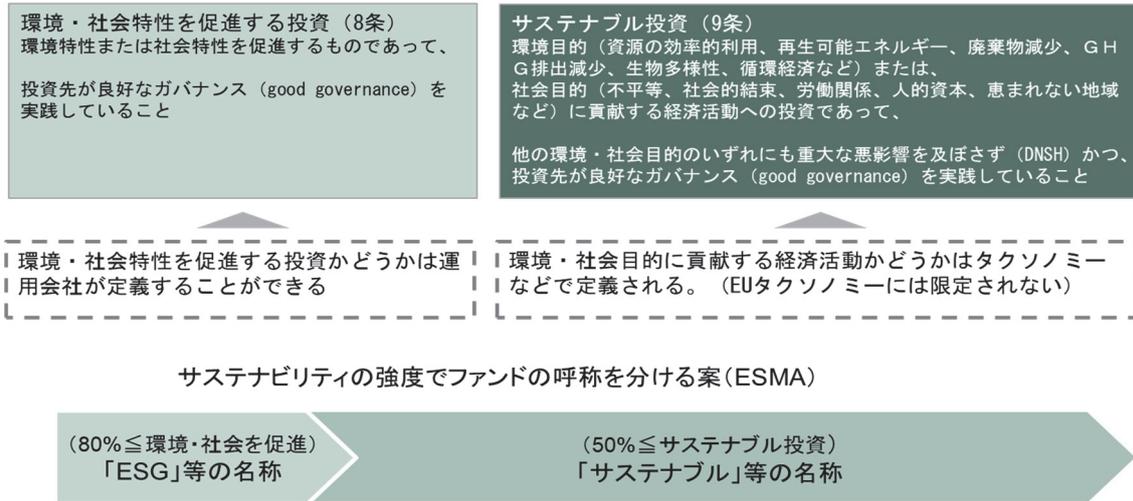
SFDRは2019年12月に制定され、2021年3月に適用が開始された。ところが導入時点では原則が定められたのみで、開示の具体的項目を定めたLevel IIと呼ばれる細則が未確定のまま実施された。その後細則が制定され2023年1月から適用されることとなったが、細則の開示要件が予想されたよりも厳しく、要件を満たすことが困難と判断する多くのファンドが自らサステナブル投資の看板を外し、より開示条件の緩い分類に移行するといった事態が発生している。

さて、SFDRでは「サステナブルな投資」をどのように定義しているか、図表1でみていくことにする。一言で表現するとSFDRは企業が外部の環境・社会に与える良い影響、すなわち正の外部性でサステナビリティを捉えるとともに、サステナビリティの強度で2段階に分けて定義を行っているといえそうだ。ちなみに「正の外部性」とは、経済学において使用される用語であり、一般的には「ある製品を生産または消費することによって得られる第三者の利益」を指すものである。

二段階の定義の一つ目はSFDR規制の9条で示される「サステナブル投資」である。これは環境目的または社会目的に貢献する経済活動への投資のことであるとされている。また、ある環境・社会目的に貢献するだけでなく、他の環境・社会目的のいずれにも重大な悪影響を及ぼさない(Do Not cause Significant Harm、略してDNSHと呼ばれる)ことや投資先が良好なガバナンス(good governance)を実践していることも併せて求められる。(実は「環境目的または社会目的に貢献する経済活動」とは具体的に何であるかについては明確になっていない。EUタクソノミーにもとづいて判定することが考えられるが、SFDRは判定基準についてEUタクソノミーに限定していない)。

もう一つは、サステナビリティの強度として「サステナブル投資」より弱い「環境・社会特性を促進 (promote) する投資」として8条で規定されている。「促進」に該当するかどうかは運用会社が独自に定義することができ、例えば自社の独自分析で企業に ESG 評価値を与え、その評価値が一定以上であることをもって「促進」に当たると判断することが可能である。

図表 1 : SFDR による「サステナブルな投資」の定義(二段階)



(出所)SFDR ほか各種資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

9条の条件を満たす投資を中心に構成されるファンドは「ダークグリーン」、8条の条件を満たす投資を中心に構成されるファンドは「ライトグリーン」と呼ばれる。8条の要件を満たす部分と9条の要件を満たす部分が混在する投資商品も考えられる。SFDRの細則の制定にも関わった ESMA(欧州証券市場監督局)は、環境・社会を促進する投資が80%以上を占めるファンドに対しては“ESG”という用語を、またサステナブル投資が50%以上の場合には“サステナブル”という用語を使用できるとする投資商品のラベル案を公表している。

これらはサステナビリティの強度に応じて分類し、わかりやすく色分けして表示する考え方といえよう。「サステナブルな投資商品」を普及・拡大させたい当局の意図の表れといえる。

次に、8条、9条に属する投資商品に求められる開示事項をみていく。これは契約前開示と呼ばれる日本でいう目論見書に相当するものである。図表2が、契約前開示事項を示したものである。契約前開示事項の具体的項目は、SFDRの細則(Level II)で規定されている。他の開示基準との比較を容易にするため、筆者の方で開示項目をカテゴリー別に分類・整理している。

SFDRが求める開示項目は8条に規定する投資、9条に規定する投資それぞれ別に定められているが、どちらも【サステナビリティ戦略】、【投資方針・戦略】、【資産配分】、【参照インデックス】といったカテゴリーをカバーしていることは共通している。

【サステナビリティ戦略】では、まず、全てのファンドに求められる開示要件としてサステナビリティリスクに関する説明がある。サステナビリティリスクとは、投資価値に重大な影響を与える可能性のある ESG 事象や条件のことである。

また、サステナブル投資目的の内容(9条の場合)あるいは促進する特性の内容(8条の場合)に加え、それらの達成度を測る指標の説明が求められる。投資を通じてどのようなサステナビリティ達成を目指すのかが説明されるわけだ。

【投資方針・戦略】では、投資方針・戦略・手法などの具体的説明が求められる。この辺りは通常の投資商品と同様であるが、特筆されるのはサステナビリティ投資目的を達成(あるいは環境・社会特性を促進)するため投資選択に用いられる必須要素(binding element)についての説明が求められることである。

【資産配分】の項目では、投資商品のサステナブル投資目的あるいは促進する特性に整合する投資の最低比率の開示などが求められる。

【参照インデックス】はインデックス運用の場合に開示が求められる項目で、具体的には参照インデックス自体が、環境・社会特性の促進やサステナブル投資目的と整合したものであることの説明が必要となる。

図表 2 : SFDR における投資商品開示事項(契約前開示)

環境社会特性を促進する投資 (8条)	サステナブル投資 (9条)
<p>【サステナビリティ戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資判断にサステナビリティリスクを統合する方法およびサステナビリティリスクの投資リターンへの影響評価 どんな環境・社会特性を促進するか。 当該促進の達成度を測るサステナビリティ指標 サステナビリティ要因への主たる悪影響 (PAI) 考慮の有無 <p>【投資方針・戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資戦略の説明 環境・社会特性促進の達成のため、投資選択に用いられる必須要素 グッドガバナンス実務の評価方針 投資戦略適用前に投資除外があるときの最低比率 <p>【資産配分】</p> <ul style="list-style-type: none"> サステナブル投資目的に整合する投資の最低比率および、環境・社会特性を促進する投資の最低比率などの資産配分 EUタクソミーの環境目的に整合する投資の最低比率など <p>【参照インデックス】</p> <ul style="list-style-type: none"> インデックス運用の場合、参照インデックスと環境・社会特性の促進との整合性、参照インデックスの市場からの乖離の程度 	<p>【サステナビリティ戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資判断にサステナビリティリスクを統合する方法およびサステナビリティリスクの投資リターンへの影響評価 どんなサステナブル投資目的を持つか 当該目的の達成度を測るサステナビリティ指標 サステナビリティ要因への主たる悪影響 (PAI) 考慮の有無 DNSH (他のサステナビリティへの悪影響) はないか <p>【投資方針・戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資戦略の説明 サステナブル投資目的達成のため、投資選択に用いられる必須要素 グッドガバナンス実務の評価方針 <p>【資産配分】</p> <ul style="list-style-type: none"> サステナブル投資目的に整合する投資の最低比率などを含む資産配分 EUタクソミーの環境目的に整合する投資の最低比率など <p>【参照インデックス】</p> <ul style="list-style-type: none"> インデックス運用の場合、参照インデックスとサステナブル投資目的との整合性、参照インデックスの市場インデックスからの乖離の程度

出所：SFDR ほか各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

SFDRの開示基準の根底にあるのは、サステナビリティ特性(正の外部性)の高い企業への投資を意識していること、また、9条に規定するサステナブル投資においては、サステナビリティ特性がタクソミーと紐づけされていることが指摘できよう。(SFDRはサステナビリティ特性の尺度をタクソミーに限定しているわけではないが、Level IIの開示内容にEUタクソミーに整合する投資の最低比率などを記載することが求められており、EUタクソミーへの紐づけがかなり意識されているといえよう)。

ここまでSFDRの開示基準をみてきたが、説明を読んでもわかりにくいと感じた方が多いのではないだろうか。同様の指摘が欧州の実務家からも出ている。どこまでがサステナブル

ルな投資とするかの基準について、どうやら EU は走りながら考えるというスタンスのようである。

例えば、企業活動がサステナブルかどうかを判定する EU タクソノミーは、SFDR の適用が始まった 2021 年 3 月時点では 6 つの環境目的が定まったのみで、各環境目的に貢献するかどうかを判定する基準は定まっていなかった。2023 年 1 月時点でも環境目的のうち気候変動関連の 2 つについてのみ基準が最終化し適用が始まったところである。最終化する直前には、ロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー供給不安から、原子力と天然ガス発電について一旦決まっていた基準の見直しが行われた。基準が政治的に変更される可能性にも投資家は備えなくてはいけなくなったのかもしれない。

また、投資先企業のサステナビリティデータの整備もこれから本格化する(欧州の企業サステナビリティ報告指令(CSRD)は暫定合意に至っているが、適用は 2024 年 1 月以降となる予定である)ところである。現時点では、タクソノミーのデータは未整備であり、今後整備され正確なデータが得られることで、それまでサステナブル投資だと考えていたものがそうではないと判明するといったことも起こるかもしれない。

走りながら考えるという EU の姿勢のために資産運用業界には混乱がみられる。本則(Level I)適用時点において、各運用会社は自社の運用商品が 8 条、9 条、それ以外のどれに該当するかについて一旦決定した。しかし、その後確定した細則(Level II)の開示要求が予想より厳しく、多くの運用会社で一旦 9 条に該当するとしたファンドを 8 条に格下げするといった動きが現れた。9 条だからと思って組み入れてしまった顧客はどうなるのだろうか。タクソノミーや細則が確定してから適用すればこのような事態はなかったわけで、適用を急いだ拙速感は否めない。

2. 英国 SDR

英国でも、SDR(サステナビリティ開示要件)と呼ばれる開示基準の検討が進んでいる。2021 年 11 月にディスカッションペーパー、2022 年 10 月にコンサルテーションペーパーと 2 度に亘り開示基準案公表と意見募集を実施した。本件に関して関係者の関心は高く、予想以上に様々な意見があったようで、ポリシーステートメント(政策綱領)の策定・発表は当初予定していた 2023 年第 1 四半期から第 3 四半期に延期されている。英国ではより慎重に投資商品のサステナビリティ開示の議論が進められているといえよう。

SDR による「サステナブルな投資商品」の定義は図表 3 に示すとおり、「金銭的利益をもたらすと共に、サステナビリティに関連する特性・テーマ・成果を、追求または主眼として構築する投資商品」とされる。「特性」というのはタクソノミーや ESG 評価を尺度とするものであろうし、「テーマ」は、例えば風力発電など特定の投資領域を指すものといえる。また「成果」は、特定の環境・社会的課題について具体的な成果を達成することを目的とするいわゆるインパクトファンドを念頭においたものである。この定義からわかるように、SDR は SFDR より広く「サステナブルな投資商品」を捉えているといえる。

SDR ではこれら投資商品を 3 つのカテゴリーに分類している。SDR ではサステナビリティの強さで分類するのではなく、投資目的の違いで分類している点が SFDR とは異なっ

ている。「サステナブル・フォーカス」は資産のプロファイルとして高水準のサステナビリティを維持することを目的としている。一方、「サステナブル・インプルーバー」は、サステナビリティの向上を目的とするファンドで、投資開始時点でサステナブルである必要はない。「サステナブル・インパクト」は、サステナブル成果の達成を目的としており、いわゆるインパクト投資を意識したものといえる。

また、消費者を意識した平易な開示に配慮していることも SDR の特徴である。図表 3 のように、分類された投資にはそれぞれわかりやすいラベルをつけることや、消費者向けの簡易な商品概要開示を行うことを提言している。個人に対してもサステナブル投資を普及・拡大していこうとする英国当局の思惑が感じられる。

図表 3：(英)SDR 案におけるサステナブル投資商品の定義と分類



出所：SDR 案より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に SDR が求める開示要件をみてる(SFDR と同様に契約前開示要件に絞っている)。図表 4 に示すとおり、全てのサステナブル投資商品に共通の開示要件と、サステナブル・インプルーバー、サステナブル・インパクトのそれぞれに定められる追加的開示要件という構成になっている。共通開示要件について開示カテゴリーに分類・整理してみると、【サステナビリティ戦略】や【投資方針・戦略】といった SFDR でも開示要請項目となっているものが並ぶ。

SFDR がない開示要件項目としては【スチュワードシップ】が挙げられる。SDR では、エンゲージメントや議決権行使を通じたスチュワードシップの発揮をサステナブル投資における投資アプローチの一つとしており、特にサステナブル・インプルーバーでは、投資先のサステナビリティ向上に向けた主要なアプローチとして重視している。

各開示項目についてより細かくみていく。【サステナビリティ戦略】では具体的かつ計測可能なサステナビリティ目標の開示が求められる。例えば、『当ファンドは、IT 技術による若者の教育成果向上に貢献すると考えられる商品・業務を提供する企業に集中投資するとともに長期の資本成長を目指す』といった風である。また、当該目標が投資パフォーマンスに与える影響と環境・社会的成果にどうつながるかの両方について説明が求められる。

【投資方針・戦略】に記載の第4項（サステナビリティ目標に反すると捉えられる虞のある資産への投資の説明）については説明が必要であろう。ファンド運営においては、リスク管理上の要請（例えば市場インデックスからの乖離リスクを抑制するなど）などから、サステナビリティ目標に沿ってはいない資産を一定程度組み入れる場合がある、こうした資産は一見すると「目標に反する投資」のようにみえる虞があるが、この場合組み入れの理由を説明することになる。

図表4：SDR案におけるサステナブル投資商品開示事項(契約前開示)

共通開示要件	
<p>【サステナビリティ戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティ目標(具体的かつ計測可能なもの) ・サステナビリティ目標の投資パフォーマンスへの影響 ・サステナビリティ目標が環境・社会的成果にどう繋がるか <p>【投資方針・戦略】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティ目標に沿った投資方針・投資戦略の詳細 ・投資可能ユニバースおよび資産のサステナビリティ特性目標達成のための資産選定基準 ・資産のサステナビリティ特性を継続的に決定・測定・監視・評価・報告する方針・手順 ・サステナビリティ目標に反すると捉えられる虞のある資産への投資の説明 	<p>【資産配分】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・目標資産構成(投資対象となる資産クラス、適切な報告プロセス、投資する(しない)資産の環境・社会特性) <p>【参照インデックス】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・(インデックス運用の場合)参照インデックスの構築手法、参照インデックスとサステナビリティ目標との整合の程度 <p>【スチュワードシップ】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業・ファンドレベルでのスチュワードシップ戦略および体制 ・企業とファンドでのスチュワードシップ戦略の違いの詳細 ・サステナビリティ成果を促すための具体的手法
<p>サステナブル・インプルーバーの追加開示要件</p> <ul style="list-style-type: none"> ・どの程度のサステナビリティ改善が達成できるなら投資可能となるかについての説明 	<p>サステナブル・インパクトの追加開示要件</p> <ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティ目標とTheory of Change[※]の整合 ・頑健なインパクト計測・提示の方法 ・エスカレーションプラン(ダイベストメント含む) ・どの程度のインパクトが達成可能なら投資対象とできるかについての説明

※Theory of Change (セオリー・オブ・チェンジ): どうやって、なぜ、望まれる変化が起こることが期待されるかについての包括的な説明のこと

(出所)SDR案より三菱UFJ信託銀行

英国はEUと同様に投資商品のサステナビリティ(正の外部性)を重視しつつ、そのアプローチとしては、単にサステナビリティ特性の高い資産への投資だけでなく、サステナビリティの改善や具体的な外部成果達成に焦点を当てたものなど、投資の多様性を意識して基準作りを進めていることが特徴といえよう。

3. 米国 SEC 案

米国ではSEC(証券取引委員会)が2022年5月、ESG投資を行う投資会社などに対する追加的な開示の案を発表している。議論を経て2023年10月に最終化の見込みである。

米国では「サステナブルな投資」をどのように定義しているのだろうか。米国SEC案では、そもそもサステナビリティではなくESGという用語を用いており、その定義もEUや英国とは隔たりがある。図表5に示すように、SEC案のESG投資の定義は「投資選定、またはエンゲージメント戦略において、一つ以上のESGファクターを重要または主要な考慮事項として着目する商品」となっている。EUや英国は正の外部性を要件としているのに対し、米国は投資プロセスに焦点をあてて定義しており、正の外部性を要件としていないことが特徴である(ちなみにPRI(責任投資原則)の「責任投資」の定義は「投資プロセスにおいてESG要素を考慮するもの」、とされており米国SEC案の定義

は“重要または主要な”という表現を除くと PRI の定義と同じものである)。

次に ESG 投資の分類だが、SEC 案では一つ以上の ESG ファクターを重点的に考慮するファンドを「ESG フォーカス」としているだけで、それ以上の分類は明示的には行っていない。ただし、ESG フォーカスのうち、特定のインパクト達成を目的とする投資商品について追加的な開示を要求しており、これをインパクトファンドと呼んで分類することができるだろう。

SEC 案の開示要件をみていくと、SFDR や SDR と同様に【投資方針・戦略】、【資産配分】、【参照インデックス】といった項目に分けられる。SDR にある【スチュワードシップ】についても開示が要求される(ただし、SEC 案ではスチュワードシップを重要な ESG 戦略として活用している場合にのみ開示が要求される)。

図表 5 : SEC 案における ESG 投資商品定義と開示事項(目論見書)

ESG投資商品の定義: 投資選定、またはエンゲージメント戦略において、一つ以上のESGファクターを重要または主要な考慮事項として着目する商品	
ESGフォーカス 一つ以上のESGファクターを重点的に考慮	インパクト 特定のESGインパクト達成を追求
開示要件 (目論見書)	
【投資方針・戦略】 <ul style="list-style-type: none"> ・戦略が着目するESGファクター ・組み入れるESG戦略をチェックボックスで選択し、それぞれについて概要を説明 <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/>インデックス追随 <input type="checkbox"/>特定のインパクト追求 <input type="checkbox"/>ポジティブスクリーニング <input type="checkbox"/>議決権行使 <input type="checkbox"/>ネガティブスクリーニング <input type="checkbox"/>エンゲージメント <input type="checkbox"/>その他 ・投資の評価・選定・除外において、内部の手法や外部プロバイダのデータをどのように使用したか ・参照した第三者のESGフレームワーク (UN SDGsなど) 【資産配分】 <ul style="list-style-type: none"> ・(スクリーニング手法において) ポートフォリオにおいてスクリーニングが適用された資産の割合 【参照インデックス】 <ul style="list-style-type: none"> ・(インデックス運用の場合) 参照インデックスがどのようにESGファクターを使用して組み入れ銘柄を決定しているか。 	【スチュワードシップ】 <ul style="list-style-type: none"> ・(ESG戦略として議決権行使・エンゲージメントを常時・積極的に活用する場合) ESG課題に関する追加的な議決権行使方針・エンゲージメント方針を説明 ・(議決権行使・エンゲージメントが戦略上重要でない場合、その旨記載) <div style="background-color: #e0f0ff; padding: 5px;"> インパクトファンドの場合の追加的な開示【インパクト戦略】 <ul style="list-style-type: none"> ・インパクトの概要とその達成を追求する方法 KPIを含むインパクトの進捗測定方法、進捗を測定するタイムホライズン、追求するインパクトと財務パフォーマンスとの関係 </div>

(出所)SEC より三菱 UFJ 信託銀行

しかし、【サステナビリティ戦略】については開示要件項目には含まれない。インパクトファンドの場合におけるインパクトの概要等の説明はサステナビリティの説明に近いといえるので、SEC 案ではインパクトファンドに限ってサステナビリティについての開示が要求されるといえるだろう。

このように、「サステナブルな投資商品」とは何かに対する考え方が、欧州と米国では異なる。欧州は正の外部性を持つことが重要視され、その開示が求められる。これに対して米国の ESG 投資は、投資プロセスにおいて ESG 要素を考慮することであり、正の外部性については(実際は存在することも多いだろうが)インパクトファンドを除いては開示を要求され

ない。欧州は投資商品に(金銭的利益を追求することは別に)外部性を求めているのに対し、米国は(インパクト投資を除いて)投資は金銭的利益を追求するものという考え方なのではないか。

また開示における重点の置き方も異なるといえる。欧州は投資の目的や成果といった事項を重視するのに対し、米国は投資プロセスにおいてどのように ESG が考慮されているかに関する詳細の開示に重点が置かれている。

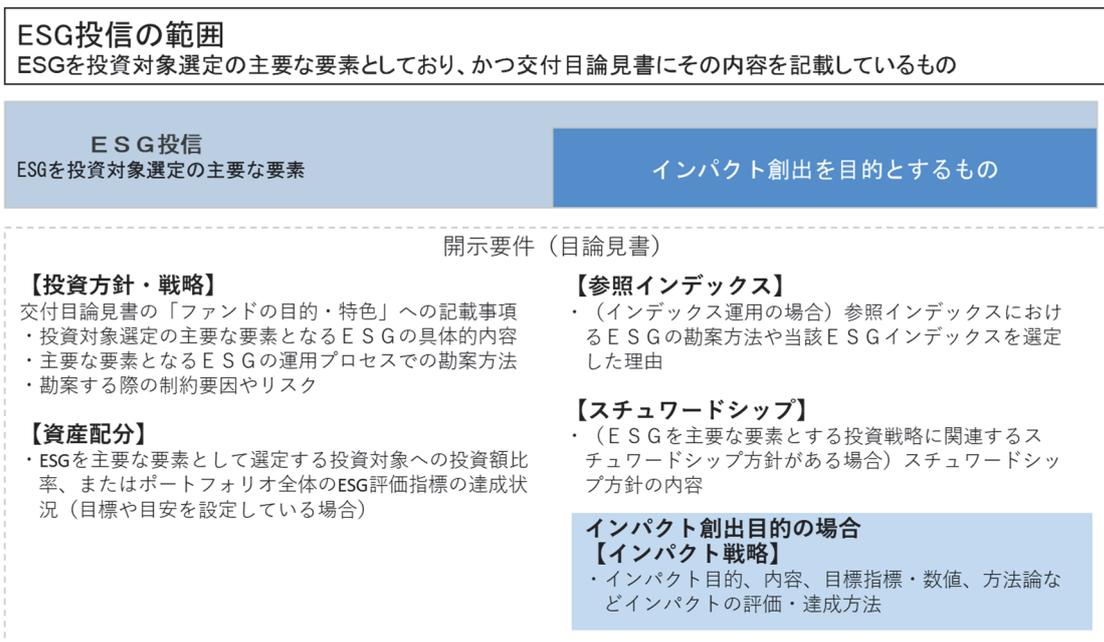
4. 日本 金融庁監督指針

最後に日本を取り上げる。2022年5月に金融庁が公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2022」において、ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待として、組織体制の整備などと共に ESG投信に関する開示の充実が謳われた。その後、2023年1月に「金融取引業者向けの総合的な監督指針」の改正案として ESG投信の開示強化策が示され、パブリックコメントを経て3月末には監督指針の改正が実施されている。かなりスピード感のある取り組みで、日本はEUに続いて ESG投資商品の開示が要求される国となった。

とはいえ、「投信の交付目論見書の作成に関する規則」などの法令で詳細に定めることはせず、行政の監督指針として大枠を定めるにとどめたのは、投資商品のサステナビリティ開示についてまだまだ流動的な部分が多く、詳細な法制化は時期尚早と考えているからではないか。

更に、金融庁監督指針による ESG投資商品定義と開示事項を見ていく(図表6)。一言でいうと SEC案と類似性が高い。投資商品の定義は、「ESGを投資対象選定の主要な要素としており、かつ交付目論見書にその内容を記載しているもの」となっており、ESGという用語を使用している点、ESGを投資における主要な要素としている点など SEC案と類似した表現となっている。

図表6：金融庁監督指針における ESG投資商品定義と開示事項(目論見書)



(出所)金融庁HPより三菱UFJ信託銀行

少し異なるのは、SEC案が「投資選定またはエンゲージメント戦略において・・・ESGを考慮」となっているのに対し、金融庁監督指針は「投資対象選定の・・・」となっており、エンゲージメントだけではESG投資商品とはならない点であろう。また、金融庁の指針は公募投資信託だけを対象にしていることも広く投資商品をカバーするSFDRやSEC案との違いといえよう。

開示要件もSEC案と類似している。SEC案の方が【投資方針・戦略】においてチェックボックスなどを利用してより具体的な説明内容を定めているなど違いが指摘できるが、先ほど指摘したとおり、投資商品のサステナブル開示はまだ流動的な部分が多いと考えると、細かな開示項目まで定めない監督指針の在り方は理解できるものである。

5. 各国の開示基準の比較

図表7に各国・地域の開示基準の比較を示した。比較してみると、具体的な開示項目は共通する部分が見られる一方、サステナブルな投資の概念や商品分類の考え方といった基本的背景でずいぶん違いがあるといえる。

図表7：国・地域による開示基準比較

	(EU)SFDR	(英)SDR案	(米)SEC案	(日)金融庁
「サステナブルな投資」の概念	サステナビリティ特性(タクソノミ)の高い事業への投資	サステナビリティの特性・テーマ・成果を追求・主眼とする投資	投資選択・エンゲージメントにおいてESGを主要な要素とする投資	投資選定においてESGを主要な要素とする投資
商品の分類方法	サステナビリティ特性の強さで分類	投資目的で分類	(投資目的で分類)	(投資目的で分類)
対象とする商品	広く対象とする	広く対象とする	広く対象とする	公募投信
サステナビリティ戦略	○	○	×	×
投資方針・戦略	○	○	○	○
開示項目				
資産配分	○	○	○	○
参照インデックス	○	○	○	○
スチュワードシップ	×	○	○	○
インパクト戦略	×	○	○	○

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

まず、「サステナブルな投資」の概念について比較する。SFDRにおいては、サステナビリティ特性(正の外部性)の高い事業へ投資を行うことだといえる。特に9条ファンドにおいてはサステナビリティがタクソノミーに紐づけられる傾向にあるといえる。このため、現時点ではサステナビリティ特性が低いものの将来的には向上を見込める企業への投融資、いわゆるトランジション・インベストメントは「サステナブルな投資」に分類できるか、という難しい部分がありそう(8条ファンドでは運用会社独自に定義できるので、分類可能なものかもしれない)。

SFDR基準がトランジション・インベストメントの阻害要因となることへの懸念については、EU内でも声が上がっている。ESMA(欧州証券市場監督局)と主要な関係者との意見調

整の役割を担う SMSG(証券・市場ステークホルダーグループ)は、ESMA のファンドネーミング案への回答に際して「トランジション・インベストメントをポートフォリオに含めることが8条、9条ファンドでは認められない事態になれば、欧州のサステナブル・ファイナンスにおいて環境に対しインパクトをもたらすことはできないだろう」と警告している。

英国 SDR もタクソノミーを利用するものの、サステナビリティ特性の改善が見込める企業への投資(サステナブル・インプルーバー)をサステナブル投資商品のカテゴリーとして認めていることが SFDR との違いである。また、サステナビリティ特性に着目した戦略だけでなく、サステナビリティテーマやインパクトに着目した戦略についてもサステナブルな投資の概念に含めており、「サステナブルな投資」をより広範囲に捉えているといえる。

米 SEC 案や日本の金融庁監督基準では、ESG 要素を投資における主要な要素とすることを以ってサステナビリティ投資と捉えており、EU や英国とは異なるアプローチをとっている。米国や日本ではトランジション・インベストメントに着目したファンドも、ESG 要素を投資における主要な要素としていけば、「サステナブルな投資」に分類することは可能であろう。

次に、商品の分類とラベリングの方法について比較する。ラベリングに最も積極的なのは英国 SDR で、個人投資家を意識したラベルデザインなども考案している。SDR はサステナビリティ特性の高いもの、サステナビリティ特性の向上を目指すもの、具体的なインパクトを目指すものといった投資目的によって投資商品を分類・ラベリングしている。EU SFDR はラベリングを規定していないが、ESMA(欧州証券市場監督局)がラベリングルールを提案しており、これはサステナビリティの強度の順でラベル付けしているといえそうだ。

米国 SEC や日本の金融庁監督指針は商品の分類について言及していないが、インパクト投資について追加的な開示事項を定めるなど、強いていえば英国 SDR と似た考え方のように思われる。

全体的にはラベリングに積極的な欧州とそこまで意識しない米日の図式といえる。欧州がラベリングに積極的な理由は、主に個人投資家に対して「サステナブルな投資商品」の特徴をわかりやすく表示することで、投資商品の組み入れ判断を容易にし、ひいてはサステナブル・ファイナンスへの投資を振興したい意向があるものと考えられる。これに対して米日は、開示ルールはどちらかというとなら投資家保護が主要な目的であると捉えているものと思われる。

また、開示項目の比較を行うと、【サステナビリティ戦略】について、米国や日本は開示が要求されない(インパクト投資の場合を除く)。正の外部性についての開示よりも、投資プロセスにおいてどのように ESG が考慮されているかについての詳細な説明が重視される。この傾向は米国で特に強く、投資プロセスをスクリーニング、議決権行使、エンゲージメント、インパクト追求といった項目に分けたうえで、各項目で ESG がどのように考慮され戦略に組み入れられるかを説明することが求められる。米日の開示基準は投資家保護を主眼としているため、投資プロセスの詳細な開示により重点を置いていると考えることができる。

開示項目のうちスチュワードシップについて、SFDR のみが開示について言及していない

ことが特筆される。エンゲージメントや議決権行使を通じて企業に持続的な成長を促すという意味で、スチュワードシップ活動は、長期投資家にとって重要な投資戦略になりつつある。特にトランジション・インベストメントにおいては、スチュワードシップ活動を通じた投資先企業のサステナビリティ特性の向上が投資戦略において欠かせない。これについての記載がない点を見ると SFDR はトランジション・インベストメントを軽視していることが伺える。

IV. まとめ：投資商品のサステナビリティ開示基準の在り方

1. 開示基準の比較からみえてくるもの

本稿では、各国・地域の投資商品のサステナビリティ開示基準を比較してきた。これら基準は開示項目で見ると共通する部分が多くみられるが、「サステナブルな投資」の概念という基本的な部分で相違がある。こうした相違は、国・地域ごとに「サステナブルな投資」に期待するものが違うことを示している面もあれば、単に「サステナブルな投資」という新たな概念に対する考え方の収斂をみていないということもあるだろう。

この章では、各国・地域の開示基準の違いについて、その背景を探ると共に投資商品のサステナビリティ開示基準の在り方について考えることにする。

2. 「サステナブルな投資」の概念の違い

「サステナブルな投資」といっても国・地域でその概念が異なる。EU や英国では、それはいわゆる正の外部性(企業活動が環境・社会に与える良い影響)を指している。したがって開示項目としても環境や社会に与える影響(あるいは影響しそうな企業の特性)の開示が重視される。

一方、米国や日本における「サステナブルな投資」は、ESG 要素を主要な観点とする投資を指し、(インパクト投資を除いては)正の外部性は必須要素ではない。開示項目としては投資プロセスにおいてどのように ESG 要素が考慮されるかを説明することになる。なお、2006 年に制定された責任投資原則(PRI)による定義は後者に近い。

こうした違いの背景には、「サステナブルな投資」が投資実務に浸透してきた歴史的経緯に関係すると思われる。欧州では古くから SRI(社会的責任投資)の発想から、投資において倫理的に問題のある投資先をあらかじめ除外するといったことが受け入れられてきた(この場合投資収益より倫理が優先する)と思われる。つまり、投資において外部性を意識することが受け入れられてきたといえよう。

一方で米国や日本は、2006 年の責任投資原則をきっかけに、主としてアセットオーナーが「サステナブルな投資」を受け入れてきた。アセットオーナーは受託者責任を負っているが、米日では、受益者の金銭的利益の最大化が受託者責任であるとされることから、アセットオーナーにとって投資において外部性を考慮することに対するハードルがある。欧州と米日の間の「サステナブルな投資」概念の違いは、以上のような背景で説明できるのではないか。

米日において個人投資家の「サステナブルな投資」に対する関心が高くなっている。特に Z

世代の人々は、正の外部性についての関心が高いとも聞く。米日においても「サステナブルな投資」の概念が次第に変わっていくかもしれない。

国・地域で「サステナブルな投資」の概念が異なるとはいえ、両者は重なり合う部分も多い。ESG 要素を主要な考慮として選択した銘柄はサステナビリティ(正の外部性)が高い傾向があるし、逆もまた然りだからだ。

3. タクソノミーの使い方

EU では持続可能な経済活動を分類する仕組みとして EU タクソノミーを制定しており、タクソノミー的発想を投資商品に持ち込もうとしている。SFDR では、9条に規定する「サステナブル投資」を含む場合など、EU タクソノミーに整合する投資の最低比率の開示などが求められる。タクソノミーと紐づけることで、投資資金がより持続可能な経済活動に流れ込み、正の外部性を通じて持続可能な環境・社会が実現することを狙っているのであろう。

一方でタクソノミーの使い方には注意が必要だ。タクソノミーはあくまで現時点での経済活動を評価したものであり、将来どうなるかを示すものではないからだ。投資の本質は将来に向けた成長や変化のポテンシャルを評価するところにある。タクソノミーの将来に向けた向上の可能性が高い企業へ投資することで、サステナビリティ特性と企業価値の持続的な向上が達成できる。トランジション・インベストメントの発想がまさにこれである。

SFDR では、タクソノミーの使い方が硬直的であり、結果としてトランジション・ファイナンスの重要性を無視してしまっているのではないか。ESMA(欧州証券市場監督局)と主要な市場関係者との意見調整を行う役割をもつ SMSG も同様の懸念を指摘していることは既に述べたとおりである。

英国も EU と同様にタクソノミーを投資商品のサステナビリティ開示に利用しようとしているが、その使い方はより柔軟である。英国では高水準のサステナビリティを目指す「サステナブル・フォーカス」ファンドがある一方で、現時点ではサステナビリティ特性が低くても継続的なサステナビリティ特性の向上を目指すファンドを「サステナブル・インプルーバー」として「サステナブルな投資」の範疇に含めている。

4. 市場型パッシブにおけるスチュワードシップの重要性

ファンドの投資先の GHG(温室効果ガス)排出量を抑えることで、グリーンな投資であると謳うファンドがある。同様に他のサステナビリティ指標について高い指標値を目指すファンドは非常に多く、「サステナブルな投資」を標榜するファンドの標準スタイルになっている。

ファンドの GHG(ないしは炭素強度)を抑えることはそれほど難しくはない。GHG 排出の多い一部の企業を除外すればよいのだ。いわゆるダイベストメントである。しかし、株式におけるダイベストメントは、対象企業の株主が他に移転する効果しかなく、むしろスチュワードシップを発揮できなくなる(その企業に対し株主として GHG 排出抑制を促すことができない)。

当該企業の成長性に疑念があるという理由で GHG 排出の多い企業からダイベストメントするというのはリターンを追求する投資家としてならば適切な行動といえるが、投資を通じ

て環境を良くする効果をもたらしたいならば、単純なダイベストメントは逆効果になる可能性がある。重要なのは GHG 排出抑制に消極的な(いわゆる出遅れ組の)企業に対しスチュワードシップを発揮して脱炭素に向けた企業行動を促すことだ。スチュワードシップの発揮を通じ、企業の成長性の回復と GHG 排出抑制の道筋をつけることができる。

GHG 排出を例に挙げたが、他のサステナビリティ指標でも同様な議論が可能である。あるサステナビリティ指標の高い企業に投資するだけでは、環境・社会全体のサステナビリティを高める効果としては逆効果になる可能性がある。重要なのは、スチュワードシップを通じてサステナビリティで出遅れた企業へ行動を促し、市場全体を底上げすることだ。

こうした市場を底上げするスチュワードシップ活動に取り組むことができるのは、市場連動型パッシブの運用者である。アクティブファンドや ESG インデックスには、出遅れ銘柄が含まれていることは殆どないからだ。つまり、投資を通じて環境・社会を良くするには、市場連動型パッシブにおけるスチュワードシップの発揮が重要であるというのが筆者の考えである。

翻って各国・地域のサステナブル投資の商品開示基準を見ると、市場連動型パッシブはそもそも「サステナブルな投資商品」として位置づけられることはなさそうである。底上げ型のスチュワードシップの効果への認識もまだまだ低い。市場連動型パッシブを「サステナブルな投資商品」として認定すべきだとは言わないが、市場連動型パッシブにおけるスチュワードシップ活動が正当に評価されないと、投資を通じた持続可能な環境・社会実現の加速は難しいと考える。

5. ラベリングの意義

グリーンウォッシュの観点から「サステナブルな投資商品」全体に対して分かりやすいラベリングを行う意義は大きい。各国・地域で“サステナブル”を謳う投資商品に一定のお墨付きを与えることは、特に個人にとって投資商品を安心して組み入れることができる効果が期待できる。

一方で、「サステナブルな投資商品」をさらに分類・ラベリングする意義はあるだろうか。EU はサステナビリティの強度により分類・ラベリングを、英国はサステナブル目的の違いで分類・ラベリングをおこなっているが、こうしたラベリングは果たして投資家ニーズを満たしているだろうか。

「サステナブルな投資商品」に対する投資家ニーズは実にさまざまなものがある。新たな超過収益の源泉としてのニーズ、持続可能でない投資対象には投資したくないというニーズ、「グリーン」な企業にだけ投資したいというニーズ、正の外部性について明示的な成果を求めるニーズ、(二次電池、風力発電など)特定のサステナブルテーマへの集中投資など実に多様であり、また今後も種類が増え続けるだろう。

こうした多様でかつ今後も変化していくニーズに応じて適切なラベリングを行うのは非常に難しい。「サステナブルな投資」全体のラベリングはともかく、それ以上に細かく分類・ラベリングすることは監督当局の仕事ではないのかもしれない。米日の当局がラベリングについて踏み込むことはしなかったのはうなずける。投資の分類・ラベリングについては今後も

模索が続きそうだ。

6. 「サステナブルな投資」の厳格化の影響

グリーンウォッシュ問題への対応として、各国・地域のサステナブル投資に関する開示基準は厳格化している。そのため、「サステナブルな投資」とされる投資商品の範囲は狭まっている。今後日本でも、ファンドの愛称から“ESG”や“サステナブル”といった用語を外す動きが広がる可能性がある。顧客の誤認防止の観点から、これは必要な措置といえる。

一方で、「サステナブルな投資」の範囲が狭まることで、これらがニッチ化してしまうことを懸念する。せっかく一般投資家の認知度や関心が高まってきた「サステナブルな投資」であるが、厳格化によって「一部の人のための特殊なファンド」と受け取られる虞には留意したい。

持続可能な環境・社会の実現には膨大な資金が必要である。「サステナブルな投資」をニッチな領域に閉じ込めるのではなく、むしろ全ての投資がサステナビリティの実現に向かっていくことが望ましい。そのためには、個々のファンド単位ではなく、運用会社全体での「サステナブルな投資」への取り組みの開示を充実させ、広く顧客に理解してもらうことが重要ではないか。

(2023年5月23日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ”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”, Official Journal of the European Union, Nov. 27 2019
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>
- ” COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2022/1288 of 6 April 2022”, Official Journal of the European Union, Apr. 6 2022
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288>
- ”SMSG advice to ESMA on the ESAs’ Call for Evidence on Greenwashing”, ESMA Securities and Market Stakeholder Group, Jan.18 2023
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-01/esma22-106-4384_smsg_advice_on_greenwashing.pdf
- ” SMSG advice to ESMA on ESMA’s consultation on Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms”, ESMA Securities and Market Stakeholder Group, Feb.21 2023

- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511_SMSG_Advice_to_ESMA_on_Funds%27_Names.pdf
- ”Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels”, UK Financial Conduct Authority Consultation Paper CP22/20, Oct. 2022
<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp22-20-sustainability-disclosure-requirements-sdr-investment-labels>
 - ”Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels”, UK Financial Conduct Authority Consultation Paper CP22/20, Oct. 2022
 - ”Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices”, Federal Register Vol. 87, No. 117, Jun. 17 2022
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-06-17/pdf/2022-11718.pdf>
 - 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の一部改正」, 金融庁, 2023年3月31日
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/shouken/20230331-2/02.pdf>
 - 『ブームの踊り場に来た ESG 投資②(三菱 UFJ 年金情報 2023 年 1 月号)』 三菱 UFJ 信託銀行 [2023]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）