

資産運用におけるサステナビリティに関連した  
実務、方針、手続及び開示に関する提言  
最終報告書



**OICU-IOSCO**

証券監督者国際機構代表理事会

**FR08/21**

**2021年11月**

注意：本レポートは英語版の原文を日証協事務局が翻訳したものであり、その内容はIOSCO事務局が検証したものではありません。原文は以下をご参照ください。

NOTE: This Japanese translation is a translation of the original English-language version and its content has not been verified by the IOSCO General Secretariat. For the original, please see <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>

出版物は以下から入手できます。  
証券監督者国際機構ウェブサイト [www.iosco.org](http://www.iosco.org)  
©証券監督者国際機構 2021 無断複写・複製・転載を禁じます。  
出典が明記されている場合には、簡単な抜粋を作成または翻訳することができます。

# 目次

エグゼクティブサマリー .....	1
第1章　はじめに.....	4
第2章　アセットマネージャーによるサステナビリティ関連実務および企業レベルの開示に対する規制アプローチ .....	11
第3章　投資商品の開示に対する規制アプローチ.....	26
第4章　金融・投資家教育.....	47
第5章　課題.....	52
第6章　提言.....	57
別紙1　用語集.....	62
別紙2　ワークストリーム2の市中協議文書に対する意見.....	63

## エグゼクティブサマリー

近年、気候変動および ESG（環境・社会・ガバナンス）リスクがもたらす重大な経済・財務上の影響について認識が高まっている。ESG 投資およびサステナビリティ関連商品の増加に伴い、一貫性のある比較可能で判断に有用な情報の必要性およびグリーンウォッシュのリスクなどの課題が生じている。また、利害関係者は、パリ協定に基づく気候変動に関する目標達成に向けた世界的な取組みにおいて決断力をもって行動するよう金融市場の監督当局に求めている。世界各国の規制当局および政策立案者は、アセットマネージャーがサステナビリティ関連のリスクと機会をどのように考慮したらよいのかといったサステナブルファイナンス関連の課題に対処すべく、それぞれの規制・監督上の役割において、気候変動リスクを含むサステナブルファイナンス関連の問題を調査している。

国際的には、業界関係者、投資家、規制当局および政策立案者は、サステナビリティ関連のリスク、機会および影響に対処してサステナビリティ関連開示の改善を促すための取組みを強化している。

証券監督者国際機構（IOSCO）のサステナブルファイナンス・タスクフォース（STF：Task Force on Sustainable Finance）が作成した本最終報告書（以下、「本報告書」）は、2021年6月30日に公表された「資産運用におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続及び開示に関する提言案」と題する市中協議文書（以下、「本件市中協議文書」）に基づいている<sup>1</sup>。本報告書は、証券に関する規制当局および政策立案者に向けた5つの提言を示すことで、資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示を改善することを目的とする。これらの提言は、規制当局や政策立案者がその権限および国内の規制枠組みと一貫したサステナビリティ関連の規則や規制の策定を検討する際に考慮する可能性のある分野のリストを提供することを目的とする。

本件市中協議文書に対して計45件の回答が寄せられた。これらの回答の概要は本報告書の別紙2に記載している。回答者は概ねIOSCOの作業結果を支持しており、本件市中協議文書で示した提言に大筋で同意している。IOSCO 代表理事会は、受領した回答に感謝しており、当該回答を考慮して本報告書を作成した。

本件市中協議文書の公表後に受領した意見を反映した最終的な提言は以下のとおりである。

**提言 1：アセットマネージャーの実務、方針、手続および開示** 証券規制当局や政策立案者は、  
(a) サステナビリティ関連の重要なリスクと機会に関係した実務、方針および手続の策定と実行、ならびに (b) 関連する開示に関し、アセットマネージャーに対する規制・監督上の期待を設定することを検討すべきである。

**提言 2：商品情報の開示** 証券規制当局や政策立案者は、(a) サステナビリティ関連商品について、および (b) すべての商品の重要なサステナビリティ関連リスクについて、投資家の理解向上を促すよう商品レベルの開示を改善させるために、既存の規制要件もしくは指針の明確化や拡大、または必要であれば新たな規制要件もしくは指針の策定を検討すべきである。

**提言 3：監督と執行** 証券規制当局や政策立案者は、アセットマネージャーおよびサステナビリティ関連商品が規制要件と執行手段を遵守しているかどうかについて、当該要件の違反に対処す

<sup>1</sup> IOSCO 代表理事会の 2021 年 6 月 30 日付け市中協議文書「資産運用におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続及び開示に関する提言案（CR01/2021 Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management）」は、以下にて入手可能。<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD679.pdf>

る目的で監視・評価を行うための監督手段を持つべきである。

**提言 4：用語** 証券規制当局や政策立案者は、世界の資産運用業界における一貫性を確保する目的で、ESG 手法に関係するものを含むサステナブルファイナンスに関する共通の用語と定義を策定するよう業界関係者に促すことを検討すべきである。

**提言 5：金融・投資家教育** 証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連の金融・投資家教育を促進すること、または、適用可能であれば、既存のサステナビリティ関連の取組みを強化することを検討すべきである。

本報告書では、最終的な提言の提示に加え、STF による実態調査の結果も盛り込んだ。アセットマネージャーの企業レベルでの実務および開示についてサステナビリティ関連の要件を定めている法域において、その要件は、ガバナンス、投資戦略、リスク管理および指標と目標に大きく分類することができ、中でもガバナンス要件はこれらの法域で最も一般的に見られることが分かった。

さらに、商品レベルでサステナビリティ関連の開示要件を定めている場合においては、要件の対象となる開示分野には一定の共通性があるものの、その実施と範囲には法域間で違いがある。

実態調査に回答した法域の約半数は、サステナビリティに特化した規則を定めておらず、現在はサステナビリティに特化していない既存の規則を代用してアセットマネージャーレベルおよびサステナビリティ関連商品レベルでのサステナビリティ関連のリスクと機会に対処している。この規制アプローチを取る主な理由としては、(i) サステナビリティ関連商品は現地市場のわずかな割合を占めるに過ぎず、(ii) 既存の規則はアセットマネージャーレベルおよびサステナビリティ関連商品レベルで適切にサステナビリティ関連のリスクと機会に対処していることが挙げられた。

一方で、現在、STF メンバー法域の過半数は（サステナビリティに特化した要件のある法域においてさえも）サステナビリティ関連の不正に対処するのに既存の監督・執行手段に依存していることも調査結果で分かった。

メンバー法域の過半数は、金融・投資家教育について、グリーンウォッシュ、誤解を招く広告および誤情報を投資家がより良く特定できるよう投資家意識を向上させ、サステナブルファイナンスの主流化を助けるなどの面で、サステナブルファイナンスの一翼を担うことができると考えている。

最も一般的な金融・投資家教育の取組みはサステナビリティ関連の商品に特化したものであり、金融・投資家教育コンテンツを広める主な基盤はインターネットであった。金融・投資家教育の主な対象者は個人投資家であるが、すべての市場参加者と社会全体を含めることにも関心が集まっている。特に、IOSCOが年次で開催する世界投資者週間（WIW）では、本年はサステナブルファイナンスにおける投資家教育と投資家保護の重要性に対する意識を向上させるために、サステナブルファイナンスを取り扱った。

本報告書は、6つの章から構成され、**第1章**の導入部分から始まる。**第2章**ではアセットマネージャーレベルの実務および関連する開示に関する規制アプローチを検討する。アセットマネージャーのサステナビリティ関連の実務および企業レベルの開示は、ガバナンス、戦略、リスク管理および指標と目標に大別され、「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言」（以下、「TCFD フレームワーク」）<sup>2</sup>と一貫性がある。**第3章**では商品レベルの開示に関する規制アプローチを取り扱う。第2章および第3章では、アセットマネージャーレベルおよび商品レベルでの

<sup>2</sup> <https://www.fsb-tcfid.org/recommendations/>

グリーンウォッシュの種類を検討して例を示す。第 4 章ではサステナブルファイナンスにおける金融・投資家教育の役割を検討し、規制当局が実施している取組みの概要を示す。第 5 章では企業レベルでのデータ不足、情報提供機関および ESG 評価機関の増加に起因する問題、用語および表示・分類の一貫性の欠如、重要性（マテリアリティ）に関する理解の相違、技能・専門性不足、ならびに変化を続ける規制アプローチなどの既存の課題を取り扱う。本報告書では STF が行っている他の業務との相乗効果についても検討する。最後に、第 6 章では証券規制当局および政策立案者に対する IOSCO の最終的な提言を示す。

# 第1章 はじめに

## A. 背景

2020年4月、IOSCOは、市場参加者がサステナビリティおよび気候変動に関連した問題に対処するのを支援する目的で「サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割」と題する報告書を公表した<sup>3</sup>。同報告書では(i)複数かつ多様なサステナビリティの枠組みと基準が存在すること、(ii)持続可能な活動について共通の定義がないこと、および(iii)グリーンウォッシュなどの投資家保護の課題が生じていることを明らかにした。

また、同報告書は、国境を超えて業務を行う発行体およびアセットマネージャーは、異なる規制制度の対象となる、または複数の地域もしくは国際的な第三者の取組みに参加することがあると示している。多くの場合において一貫性のない目的と要件を伴う幅広い規制制度および第三者の取組みは、持続可能な事業活動に伴うリスクと機会を利害関係者が十分に理解するのを妨げ、市場の細分化につながる可能性がある。

同報告書は、気候・環境関連リスク管理に係る銀行および保険会社の監督当局向けの指針に関して「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク(NGFS)」が行っている作業にも言及し、これはアセットマネージャーを規制する当局の観点からさらに検討を深めることができると指摘している。

これらの課題に対処するため、IOSCOは(i)発行体およびアセットマネージャーが行うサステナビリティ関連の開示を改善し、(ii)取組みの重複の回避および関係する規制・監督アプローチの調整強化のために他の国際機関と協働し、(iii)透明性、投資家保護および他のサステナブルファイナンス内の問題のケーススタディと分析を行う目的でSTFを設置した。

STFは、これらの目的を達成するために以下の3分野で作業を行っている。

- ワークストリーム1：発行体のサステナビリティ関連の開示
- ワークストリーム2：アセットマネージャーのサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示
- ワークストリーム3：ESG評価機関およびESGデータ提供機関

2021年6月30日、IOSCOはワークストリーム2<sup>4</sup>の成果物である本件市中協議文書を公表した。本件市中協議文書を裏付けるために、同ワークストリームは、以下を含む数々の実態調査を行った。

- i) アセットマネージャーおよび商品の両レベルにおけるサステナビリティ関連の実務と開示に関する規制・監督上のアプローチ、ならびに同分野での規制・監督当局による監視についてのSTFメンバーを対象とした調査<sup>5</sup>
- ii) STFメンバー法域におけるグリーンウォッシュおよび不適切販売の事例の蓄積、ならびに

<sup>3</sup> IOSCO代表理事会の2020年4月14日付け最終報告書「サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割 (FR04/2020 Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO)」は、以下にて入手可能。  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>

<sup>4</sup> ワークストリーム2のメンバーは、オーストラリア証券投資委員会(ASIC)、ベルギー金融サービス市場局(FSMA)、ブラジル証券取引委員会(CVM)、フランス金融市場庁(AMF)、香港証券・先物取引監察委員会(SFC)、カナダ・オンタリオ州証券委員会(OSC)、ポルトガル証券市場委員会(CMVM)、スウェーデン金融監督庁、スイス連邦金融市場監督機構(FINMA)、英国金融行為規制機構(FCA)および米国証券取引委員会(SEC)である。

<sup>5</sup> 計22のうち19の規制当局がこの調査に回答した。

これらの事例から得た教訓およびグリーンウォッシュまたは不適切な販売に対処するために講じられた手段または施策

- iii) サステナビリティ関連の問題についての既存および計画済みの金融・投資家教育の取り組み、直面した障害、サステナブルファイナンスに関する金融・投資家教育の役割および IOSCO による本分野での貢献の可能性に関する、STF メンバーおよび「個人投資家に関する IOSCO 委員会」（IOSCO 第 8 委員会（C8））の調査<sup>6</sup>

受領した回答の分析を基に、本件市中協議文書では、アセットマネージャーレベルおよび商品レベルでのグリーンウォッシュの種類を検討して例を示し、アセットマネージャーによるサステナビリティ関連の実務および企業と商品の両レベルでの開示に対する STF メンバーのさまざまな規制アプローチを記述した上で、サステナビリティ関連の金融・投資家教育の現状の概要を示した。本件市中協議文書は、この分野における課題についても論じており、資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示を改善するために提言を提示している。

本件市中協議文書の市中協議期間は 2021 年 8 月 15 日に終了した。受領した意見の概要は別紙 2 に記載している。

本報告書では、証券規制当局や政策立案者に対する IOSCO の最終的な提言を示す。また、本最終報告書の各章は本件市中協議文書の各章を反映しているが、以下の変更が加えられている。

- 第 2 章および第 3 章では、規制要件または指針の追加・変更計画の概要を示すなど、アセットマネージャーおよび商品レベルでのサステナビリティ関連の実務と開示についてメンバー法域が取った規制アプローチの変更点を反映する変更が加えられた。
- 第 4 章では、今後の IOSCO による金融・投資家教育の取り組みを含める変更が加えられた。
- 第 5 章では、グリーンウォッシュその他の投資家保護上の懸念の一因となる、サステナビリティ関連商品市場の成長に伴う課題領域として識別された領域での展開を反映する変更が加えられた。
- 第 6 章では、受領した意見を反映して更新された最終的な提言を示す。

本報告書で共通して使用される用語の用語集は、別紙 1 に記載する。

## B. STF の他のワークストリームとの相乗効果

アセットマネージャーは、サステナビリティ関連情報のエコシステムで以下の重要な役割を担っていることから、IOSCO の 3 つの STF ワークストリームのすべてにおいて特別に考慮されている。

- i) サステナビリティ関連情報の利用者としてのアセットマネージャー
- ii) 認可を受けた金融機関および顧客から受託した資産の受託者としてのアセットマネージャー。これにより、規制上の報告および顧客志向の報告が必要となる
- iii) 株主その他の幅広い利害関係者に向けて企業レベルの開示を行う上場企業としてのアセットマネージャー

特に、上場会社でもあるアセットマネージャーは、(i) 株主その他の利害関係者と (ii) 潜在的および既存の投資家顧客という、2 種類の異なる対象者に対して企業レベルの開示を行う。後者は本報告書で取り扱うが、前者はワークストリーム 1 の報告書が取り扱う<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> 22 の規制当局がこの調査に参加した。

<sup>7</sup> STF ワークストリーム 1 の報告書は、2021 年 6 月 28 日に公表されており、以下にて入手可能。  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD678.pdf>

アセットマネージャーは、投資運用プロセスの一部として、企業の ESG に係るリスク、進捗および実績を評価および監視するために ESG データを入手して処理する必要がある。結果として、サステナビリティに関してアセットマネージャーが行う企業レベルおよび商品レベルの開示は、発行体および第三者データ提供会社が開示する ESG データの品質、信頼性および正確性に依存する。

本報告書の元となる本市中協議文書に対して寄せられた意見では、アセットマネージャーがより品質の高い発行体レベルのサステナビリティ関連情報を投資判断プロセスの一部として入手でき、最終的に投資家に対してサステナビリティ関連のより意味ある開示が行えるよう、企業による開示の順序・優先付けを行う必要性が明らかであると強調されている。

IOSCO は、国際財務報告基準（IFRS）財団が国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設立に向けて動いていることから、投資家ニーズの充足を促すために世界的なサステナビリティ基準を策定し、各法域がサステナビリティ関連の開示要件を定める、または施行する際に考慮する健全なベースラインを設定することを念頭に、ワークストリーム 1 を通じて IFRS 財団と協働した。

IFRS 財団は企業価値創造を重視した投資家志向のサステナビリティ関連の開示基準のグローバルなベースラインを提供できるであろうし、各法域は報告義務の一部として国内の法的枠組みと一貫性のある形で適宜それを組み込むことまたは積み上げの基礎とすることを検討できるであろうと、IOSCO はみている。これにより、サステナビリティ関連情報の国際的な一貫性および比較可能性が促進され、同時に監査・保証の枠組みを策定する基礎も構築できるであろう。

IOSCO は、国際基準の検討、採用、適用またはその他の利用を行うに際し、個々の法域にはそれぞれ異なる国内の取決めがあることを認識している。個々の法域が、法域をまたいで一貫性と比較可能性をもつサステナビリティの開示を促進できるよう、それぞれの国内規制の枠組みの中でどのように共通のグローバルベースライン基準を採用、適用または別の方法で利用できるかを検討することが重要となる。

IOSCO は、気候変動から着手し、企業価値に重点を置いた投資家志向の基準を策定する TCFD フレームワークなどの既存のサステナビリティ関連の報告原則、枠組みおよび指針の内容を活用するよう ISSB に強く促した。

IOSCO は、世界的な包括的報告制度の確立には「ビルディングブロック（積み上げ）」アプローチで取り組むことを推奨している。これにより、投資家志向で企業価値創造にとって重要な一貫性と比較可能性のあるサステナビリティ関連情報のグローバルベースラインを提供でき、同時により広範なサステナビリティ上の影響を把握する報告要件に関する相互運用性に柔軟性をもたらすことができるだろう。

ここ数カ月の間に、IFRS 財団の技術的準備ワーキンググループ（TRWG : Technical Readiness Working Group）は、気候を初めとする将来のサステナビリティ関連の開示基準に係る提言の策定に取り組んでいる。これらの提言は、2020 年 12 月に主要なサステナビリティ報告機関から成る団体が公表した気候関連の財務開示基準のプロトタイプ<sup>8</sup>に積み上げる形で策定されており、これにより ISSB はサステナビリティ関連の開示基準の策定を勢いよく開始できるであろう。IOSCO は、TRWG の提言が ISSB によるサステナビリティ関連の開示基準の策定に際して健全な基礎となるかどうかを評価することを念頭に、IOSCO の技術専門家グループ（Technical Expert Group）を通じて、この作業に密接に関与している。

IOSCO は、発行体はその法域において行うサステナビリティ関連の報告の手引きとするために、

---

<sup>8</sup> [https://29kjwb3arnds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Reporting-on-enterprise-value\\_climate-prototype\\_Dec20.pdf](https://29kjwb3arnds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Reporting-on-enterprise-value_climate-prototype_Dec20.pdf)

国境を超えて使用する（国内での使用の可能性も有り）目的で ISSB が発行する今後の基準に賛同する可能性を検討する予定である。賛同するには、当該基準が強固なガバナンスおよび判断に有用な内容に関する IOSCO の期待を満たしている必要がある。

IFRS 財団の下部組織となる ISSB にとって重要なこれらの要素は、サステナビリティ報告の国際的な一貫性、比較可能性および信頼性を向上させる投資家重視のサステナビリティ基準のグローバルベースライン実現に向けた IFRS 財団の取組みに係る構想と期待を詳しく記述するワークストリーム 1 の報告書で取り扱っている<sup>9</sup>。

今後、IOSCO は、当該将来基準の監査可能性、および ISSB 新基準の下で既存の監査・保証の枠組みがサステナビリティ関連情報の保証をどの程度支援できるかを、今後検討していく。

アセットマネージャーが行う企業および商品レベルのサステナビリティに関連した開示は発行体による開示に依存していることから、企業のサステナビリティ報告の統一化を向上させ、進捗させるためのワークストリーム 1 の取組みは、アセットマネージャーによる開示に直接影響を与える。

さらに、リスク管理、投資戦略および新たな市場指数の開発における ESG 評価と指標の果たす役割が増大していることに鑑み、IOSCO はワークストリーム 3 を通じて ESG データ・ESG 評価機関の役割についても取り扱っている<sup>10</sup>。ワークストリーム 3 が公表した市中協議文書は、ESG 評価およびデータ商品の信頼性、比較可能性および解釈可能性の向上、手法の透明性、利益相反の管理、ならびに ESG 評価機関およびデータ提供機関と ESG 評価またはデータ商品の対象となる企業との関係など、幅広いトピックを扱っている。ESG 評価・データはアセットマネージャーが利用することから、ワークストリーム 3 の着眼点は、ワークストリーム 2 の作業に極めて重要である。この作業は企業レベルでのデータの信頼性および比較可能性の欠如に対処するための IOSCO の取組みを補完する。ワークストリーム 3 の市中協議文書に関するフィードバックの受付期間は 9 月初旬に終了しており、最終報告書の策定作業が現在行われている。

## C. グリーンウォッシュに関する世界的な展開および新たな懸念事項

### i. 市場展開

ブルームバーグ インテリジェンスによると、世界の ESG 資産は 2025 年までに 53 兆米ドルを超える勢いで拡大しており、これは予測される運用資産総額 140.5 兆米ドルの 3 分の 1 を上回る<sup>11</sup>。サステナビリティ関連商品の増加およびその背景にある勢いは世界の資産運用業界におけるパラダイムシフトの推進力となっている。よって、アセットマネージャーは現在サステナビリティ関連の機会を利用して、過去に前例のない速さで個人投資家および機関投資家の両方を対象とした新たなサステナビリティ関連商品を開発している。

さらに、新型コロナウイルス感染症の世界的流行によって、サステナブル投資に対する投資家需要の高まりが加速した。サステナブルファンドへの世界の資金流入額は、2020 年第 1 四半期に 410 億米ドル、第 3 四半期には 830 億米ドルに達し、その資金流入額の大部分を欧州が占めた<sup>12</sup>。サステナブル商品への投資額は、2020 年第 4 四半期に過去最高額に達した。モーニングスターに

<sup>9</sup> 脚注 7 と同様。

<sup>10</sup> STF ワークストリーム 3 の市中協議文書は、2021 年 7 月 26 日に公表されており、以下にて入手可能。  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD681.pdf> 最終報告書は策定中であり、完了次第、以下にて入手可能となる。[www.iosco.org](http://www.iosco.org)

<sup>11</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/#:~:text=As%20of%20September%2C%20the%20U.S.,%25%20of%20smart%2Dbeta%20flows.&text=The%20%242.2%20trillion%20ESG%20debt,of%20the%20past%20five%20years.>

<sup>12</sup> <https://graphics.reuters.com/GLOBAL-FUNDS/SUSTAINABLE/xlbgvydgpq/index.html>

よると、サステナブルファンドへの世界の流入額は2020年第4四半期に88%増加して1,523億米ドルに達した<sup>13</sup>。資金流入額の割合では、欧州が約80%と引き続き最も大きな割合を占め、米国が2020年第3四半期から12%増の13.4%でこれに次いだ。残りの資金流入額111億米ドルは、カナダ、オーストラリアとニュージーランド、日本およびアジアが占め、2020年第2四半期から90億米ドル増となった<sup>14</sup>。さらに2021年第1四半期には、世界のサステナブル投資ユニバースへの純資金流入額は1,853億米ドルとなり、欧州がその79.2%を占め、次いで米国が11.6%を占めた<sup>15</sup>。

グリーンボンド、ソーシャル・リンク・ボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、グリーン・モーゲージ証券、グリーンローンおよびサステナビリティ・リンク・ローンなど、サステナビリティ関連の金融商品も市場で急増した。モーニングスターのデータによると、2020年第4四半期の商品開発は過去最高を記録し、欧州および米国以外の国々の37本を含む196本の商品が新たに設定され、2020年12月末までにサステナブルファンド数はアクティブ運用およびパッシブ運用を合わせて世界で4,153本にまで増加した。アセットマネージャーは、従来型商品をサステナブル商品に移行させることにも注力し、欧州では少なくとも250本のファンドがサステナブル商品に移行された。モーニングスターの報告書によると、ESG志向の投資家は資産クラスとして引き続き株式を選好し、これらの投資家は2020年第4四半期に前四半期比で倍増の820億米ドルを欧州の株式ファンドに投資した<sup>16</sup>。2021年第1四半期には、株式ファンドへの資金流入額は898億米ドルと欧州の大部分を占め、次いで債券ファンド商品への資金流入額が337億米ドルであった<sup>17</sup>。モーニングスターによると、2021年第2四半期、アセットマネージャーは引き続き既存の従来型商品をサステナブル商品に移行させ、177本の新たなサステナブル商品が世界で設定され、正式にESG要因を考慮するファンドの総数は4,929本に達した<sup>18</sup>。

## ii. 規制上の展開

近年、気候変動およびESG（環境・社会・ガバナンス）リスクがもたらす重大な経済・財務上の影響について認識が高まっている。ESG投資およびサステナビリティ関連商品の拡大に伴い、一貫性のある比較可能で判断に有用な情報の必要性およびグリーンウォッシュのリスクなどの課題が生じている。また、利害関係者は、パリ協定に基づく気候変動に関する目標達成に向けた世界的な取組みにおいて決断力をもって行動するよう金融市場の監督当局に求めている。

世界各国の規制当局および政策立案者は、その国内の規制権限に沿ってサステナブルファイナンス関連の課題に対処すべく、その規制・監督上の役割において、気候変動リスクを含むサステナブルファイナンス関連の問題を調査している。

サステナビリティ関連のリスクと機会を投資プロセスおよびサステナビリティ関連商品に取り入れる方法を検討するアセットマネージャーを支援する自主的な基準および枠組みの開発も進んだ。TCFDフレームワーク、国連責任投資原則（PRI）、CFA協会の「投資商品のESG開示基準（ESG Disclosure Standards for Investment Products）<sup>19</sup>」など、アセットマネージャーを含む多くの市場参加者を対象とした既存および提案されている自主的なサステナビリティ関連の基準と枠組みは多数ある。

---

<sup>13</sup> [https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Global\\_ESG\\_Q4\\_2020\\_Flows.pdf](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Global_ESG_Q4_2020_Flows.pdf)

<sup>14</sup> 脚注8と同様。

<sup>15</sup> [https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/global-esg-q1-2021-flow-report.pdf?utm\\_source=eloqua&utm\\_medium=email&utm\\_campaign&utm\\_content=27223](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/global-esg-q1-2021-flow-report.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign&utm_content=27223)

<sup>16</sup> 脚注8と同様。

<sup>17</sup> 脚注8と同様。

<sup>18</sup> 脚注12と同様。

<sup>19</sup> CFA協会は、草案を2021年5月に公表した。公開草案は、以下のサイトでアクセス可能。  
<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/ethics/exposure-draft-cfa-institute-esg-disclosure-standards-for-investment-products.ashx> 同基準の最終版は2021年11月の発行が見込まれている。

気候関係の財務開示に重点を置く 2017 年 6 月公表の TCFD フレームワークは、政府、規制当局、株式取引所、銀行、保険会社および投資家など、金融業界および他の利害関係者の両方から最も幅広く賛同を得ている枠組みである。これまでに、世界 78 カ国に 1,900 を超える TCFD 支持者がいる。TCFD の報告枠組みは、企業の開示に重点を置いた提言に加え、戦略とリスク管理の分野における指針を含むアセットマネージャーに対する具体的な提言も盛り込んでいる。TCFD は、アセットオーナー、アセットマネージャー、銀行および保険会社が利用・開示する将来予測に関する気候関連の指標の進化について理解を深める目的で市中協議を開始した。この協議に対して寄せられた意見は 2021 年 3 月に公表された<sup>20</sup>。2021 年 6 月、TCFD は、(i) 指標・目標・移行プランに関するガイダンス案 (TCFD の附属書 (Annex) の改定も提案) ならびに (ii) ポートフォリオアラインメントの計測に関する技術的補足文書の 2 つの追加文書に対する意見を求めた。これらの市中協議は 2021 年 7 月に終了し、「指標・目標・移行プラン」に関する TCFD ガイダンスは 2021 年 10 月に公表された<sup>21</sup>。

機関投資家およびアセットマネージャーの間で広く自主的に採用されている他の民間イニシアティブには、PRI 署名機関向けの報告枠組みがある。PRI 署名機関は、6 つの「責任投資原則」の採用と実施を約束し、これには ESG 課題を投資実務に組み込むこと、および 6 つの原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関する報告を行うことが含まれる。これまでに、運用資産額で 120 兆米ドルに相当する世界の 4,000 近くの機関が PRI に署名している。TCFD フレームワークの要素は、最初に 2018 年度の投資家向け PRI 報告フレームワークに盛り込まれ、その大部分は 2021 年度 PRI 報告フレームワークのコア要素として更新されている。「コア (core)」に分類される質問は報告義務の対象であり、その回答は公表される。「コア」要素に対する回答は評価され、PRI 署名機関の全体評価報告書が作成される。

国際監督・規制機関は、同様に世界で一貫性、比較可能性および信頼性のある開示を推進する必要性を強調しており、TCFD フレームワークを、程度は異なるが、ベースラインとして参照している。これには、気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク (NGFS)<sup>22</sup>、金融安定理事会 (FSB)<sup>23</sup>および保険監督者国際機構 (IAIS) が含まれる<sup>24</sup>。

開示のためのコンバージェンス (収斂) 推進における展開および関心の高まりが加速していることから、政府および規制当局が最近行ったアセットマネージャーの開示に関するいくつかの発表では TCFD フレームワークを参照していた。さまざまな政府および規制当局による TCFD フレームワークを参照した発表および予定される変更のスケジュールを以下に示す。

---

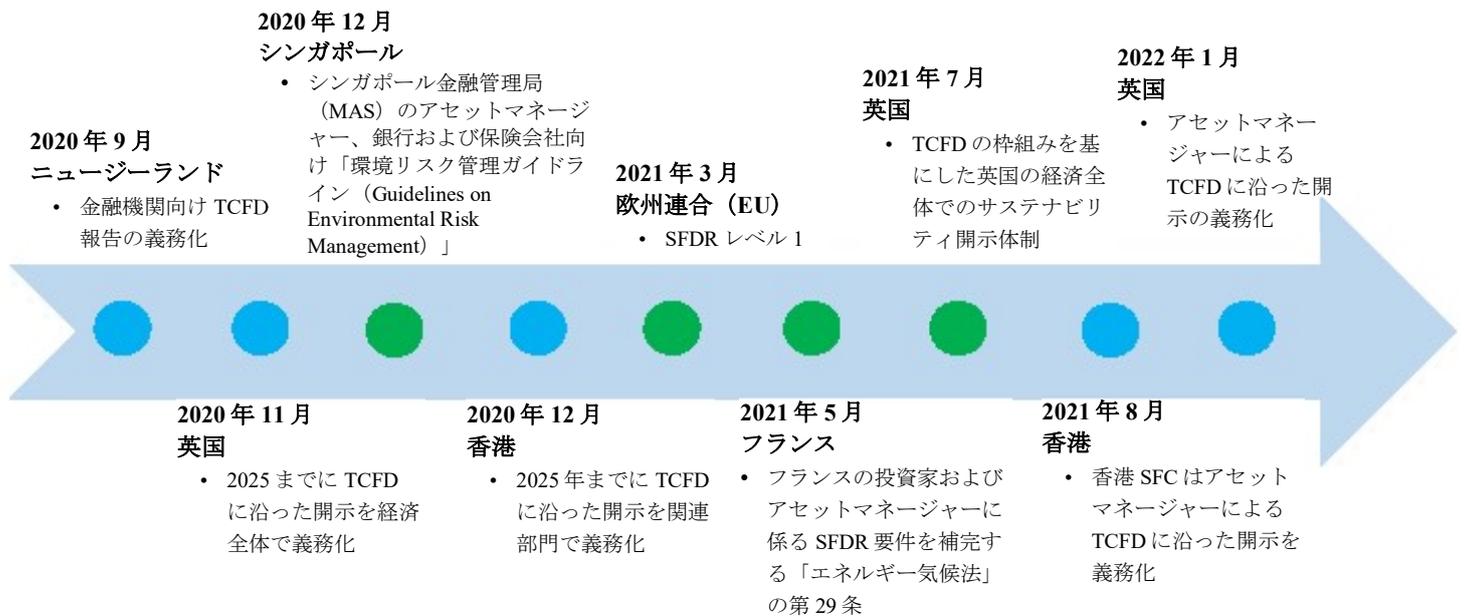
<sup>20</sup> TCFD 出版物「将来の予測に関する財務指標の市中協議サマリー (Summary of the Forward-Looking Financial Metrics Consultation)」(2021 年 3 月) は以下にて入手可能。[https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics\\_Targets\\_Guidance-1.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics_Targets_Guidance-1.pdf)

<sup>21</sup> TCFD 出版物「指標・目標・移行プランに関するガイダンス (Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans)」(2021 年 10 月) は以下にて入手可能。[https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics\\_Targets\\_Guidance-1.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics_Targets_Guidance-1.pdf)

<sup>22</sup> 「監督当局者向け手引書 (Guide for Supervisors)」は以下にて入手可能。[https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_guide\\_for\\_supervisors.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_guide_for_supervisors.pdf)

<sup>23</sup> FSB の 2020 年 12 月プレスリリースは以下にて入手可能。<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P221220.pdf>

<sup>24</sup> 「気候関連財務情報開示タスクフォースの提言の実施に関する論点書 (Issues Paper on the Implementation of the TCFD Recommendations)」第 42 段落。以下にて入手可能。<https://www.iaisweb.org/file/88991/issues-paper-on-the-implementation-of-the-tcdf-recommendations>



注：緑の丸は現行の政策を示す。

### iii. グリーンウォッシュ

本報告書の目的において「グリーンウォッシュ」はサステナビリティ関連の実務またはサステナビリティ関連投資商品の特性を不実表示する行為をいう。「環境に優しい（グリーン）実績を競って宣伝する」中で、一部のアセットマネージャーは対象となる投資戦略または株主実務に実質的な変更を加えることなく、商品をサステナブルであると表示して誤解を招くおそれがある<sup>25</sup>。募集要項に使用された不適切な特定のサステナビリティ関連の用語から、企業のサステナビリティ関連のコミットメントに関する不実表示、意図的に商品のサステナブルな影響を不実表示する不当なマーケティング行為まで、これらの実務の範囲と程度は多岐にわたる可能性がある。

第 2 章および第 3 章では、さまざまな種類のグリーンウォッシュをアセットマネージャーおよび商品の両レベルで検討する。第 5 章では、グリーンウォッシュおよび他の投資家保護の懸念事項の一因となる、サステナビリティ関連商品の市場の成長に伴う課題のいくつかを検討する。

アセットマネージャーおよび商品の両レベルでのサステナビリティ関連の開示は、入手できる限りでは、必ずしも一貫性がある、比較可能な、または判断に有用な情報につながっていない。これらはすべて、サステナブル商品に関する共通の合意された用語および投資家教育がないことと相まって、グリーンウォッシュおよび投資家による混同のリスクを生じさせた。この結果、投資家がサステナビリティの観点から自身の期待に満たない商品を購入するおそれがあり、この市場セグメントにおける投資家の信頼感を徐々に損なうおそれがある。よって、この領域における IOSCO の作業が必要となっている。

<sup>25</sup> ShareAction 「限界点 (Point of No Returns)」 (2020 年 3 月)、オンライン：<https://shareaction.org/research-resources/point-of-no-returns/>.

## 第2章 アセットマネージャーによるサステナビリティ関連実務および企業レベルの開示に対する規制アプローチ

サステナブル投資への需要は、法域により異なる速度で拡大している。気候関連リスクおよび他のサステナビリティ関連リスクの影響は、法域により異なる形および度合いで現れてきている。また、新型コロナウイルス感染症の世界的流行に起因する混乱により、サステナビリティ関連のリスクがオペレーショナルリスクや財務リスクの原因となる事実が浮き彫りになった。

これらに対処する規制当局の共通の出発点は、気候関連のリスクと機会を含む非財務のサステナビリティ関連問題に伴う財務的影響に関して意識を向上させることであつた。この領域で規制措置を講じる理由として STF メンバーが示した最も一般的な理由は以下のとおりである。

- 気候変動は財務リスクの原因および金融システムの安定性を脅かす潜在的な原因となることが次第に認識されてきている<sup>26</sup>。金融規制当局は、これら 2 つの要因が組み合わさることから、問題に対処すべく、さらなる措置を講じる可能性がある。
- サステナビリティ関連商品の数と運用資産額は急増しており、その増加に伴いグリーンウォッシュのリスクも高まっている。

サステナビリティ関連実務および企業レベルの開示に対する規制当局による現在の規制アプローチは、これらの問題に対処することを目的としている。

本章では、(a) アセットマネージャーレベルでのさまざまな種類のグリーンウォッシュを検討して例を示し、(b) アセットマネージャーレベルでのサステナビリティ関連の実務と開示に対するメンバー法域のさまざまな規制アプローチの概要を示し、これらのアプローチがいかによりグリーンウォッシュの防止に役立つ透明性とアカウントマネージャーによる説明責任の向上を促すかを説明し、(c) この領域でメンバー法域が用いる監督・執行手段を検討して例示する。

### A. アセットマネージャーレベルのグリーンウォッシュの種類と例

アセットマネージャーレベルで発生する可能性のあるグリーンウォッシュの考え得る種類の非網羅的なリストを各種類の例と共に以下に示す。

#### i. アセットマネージャーがそのプロセスでサステナビリティ関連のリスクと機会を考慮する程度や範囲を正確に反映しないマーケティングコミュニケーション

この種の潜在的なグリーンウォッシュは、組織としてサステナビリティにコミットしているか（役員レベルでのジェンダー多様性の確保、事業戦略に対するサステナビリティ関連リスクを評価するリスクガバナンス体制の確立など）もしくはアセットマネージャーとしてコミットしているか（ESG 戦略の商品への適用など）またはその両方を行っているかなど、アセットマネージャーのコミットメントの程度や範囲について過大表示する、または不明瞭なメッセージを伝える形で生じることがある。

<sup>26</sup> FSB 「気候変動の金融安定に対するインプリケーション（The implications of climate change for financial stability）」（2020年11月）および NGFS の「第1回統合レポート（First Comprehensive Report）」（2019年4月）一部の法域において、気候関連リスクの財務上の影響についての体系的な評価に関する資産運用業界内のリスク管理実務は現在のところ限定的である可能性を示す証拠がある。例えば、香港証券・先物取引監察委員会（SFC）の「ESG 要因の資産運用への統合に関する調査（Integrating Environmental, Social and Governance Factors and Climate Risks, in Asset Management）」（2019年12月）を参照されたい。以下にて入手可能。  
<https://www.sfc.hk/web/files/ER/ENG%20Survey%20Findings%20Report%2016%2012%202019.pdf?msclkid=66f6150eafbdl1ec895ff1f6beac5d44>

## 例

ESG 基準をファンドの投資プロセスに考慮しないアセットマネージャーが、そのウェブサイトおよびマーケティング資料において、ファンドが ESG 投資戦略を行っていない、または気候関連のリスクを考慮していないことを明確にせず、サステナビリティ関連の取組み（TCFD への参加など）およびサステナビリティに関する見解に言及する。

アセットマネージャーが、そのサステナビリティ関連のコミットメント（除外方針の実行、グリーンファンドの開発など）を、コミットメントの範囲、潜在的な限界および当該アセットマネージャーの事業・戦略全体に与える実際の影響を明確にせずに記述する。

## ii. アセットマネージャーがその公的なサステナビリティ関連のコミットメントを果たさない

起こり得る別の種類のグリーンウォッシュは、アセットマネージャーが公的なサステナビリティ関連のコミットメントを果たさないことである。アセットマネージャーは、サステナビリティ関連の公的コミットメントを、メディアに好意的に報道されるために、または広報目的で行うが、当該コミットメントを果たさない、またはその達成に向けた進捗を見せないおそれがある。

世界最大規模のアセットマネージャー75社の責任投資に対するアプローチに関する2020年3月のランキングと分析によると、これらの75社すべてがPRI署名機関であるが、うち51%については資産全体に適切に責任投資を組み込んでいる証拠はほとんどなく、PRI署名機関の中には責任投資の取組みを、形式的に要件を満たすためのものとして使用している機関があることが示された<sup>27</sup>。また、同報告書によると、TCFDフレームワークへの賛同を表明したが同フレームワークに従った報告書をまだ発行していないアセットマネージャーのうち、次報告年度における実行を計画しているのはわずか38%であることが分かっており、TCFDフレームワークの公的な賛同表明は必ずしもアセットマネージャーによる実際の行動を示さないことを示唆している。

PRI署名機関であるアクティブ運用のアセットマネージャーを対象とした別の調査では、ファンドレベルのESGスコアが改善したファンドは少数であり、他の多くはファンドレベルのESGスコアに影響する目立った投資先変更を行わずにPRI署名機関の地位を利用して資金を呼び込むことに成功していることが明らかになった<sup>28</sup>。

3つ目の調査は、PRI A+評価のアクティブ運用アセットマネージャーを対象としたもので、アセットマネージャーはTCFDに賛同して気候変動を投資プロセスに組み込んでいることを開示するが、多くの場合、化石燃料に関する開示を行わない、または科学に基づく削減目標（SBT）の設定や他の方法でポートフォリオをパリ協定に合致させるなどの確実な形で脱炭素戦略にコミットしていないことが分かった<sup>29</sup>。

## 例

アセットマネージャーがメディアに好意的に報道されるためにサステナビリティ関連の開示枠組みに対する公的コミットメントを表明するが、継続的にそれらの枠組みを遵守しない

<sup>27</sup> ShareAction 「限界点：世界最大規模アセットマネージャー75社の責任投資へのアプローチ（Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment）」（2020年3月）  
<https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

<sup>28</sup> SSRN、Kim、Yoon（2020年）「アクティブ運用者によるESGコミットメントの分析：国連責任投資原則からの証拠（Analyzing Active Managers' Commitment to ESG: Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment）」は以下にて入手可能。<https://papers.ssrn.com/Organizations/Homepage.cfm?orgid=284328>

<sup>29</sup> Lee、K.、Gauthier、M.（2021年）「2021年責任投資慣行レビュー（2021 Review of Responsible Investment Practices）」WWF

## B. アセットマネージャーレベルのサステナビリティ関連実務および開示に対する規制アプローチ

本サブセクションでは、アセットマネージャーレベルのサステナビリティ関連の実務と開示に対するメンバー法域のさまざまな規制アプローチの範囲と内容の概要を示し、これらのアプローチがいかにグリーンウォッシュの防止に役立つ可能性のある透明性とアカウントマネージャーによる説明責任の向上を促進できるのかを説明する。

### i. 強制力の程度

IOSCO 調査に対するメンバー法域の回答では、サステナビリティに特化したさまざまな規制アプローチがみられた。企業レベルのサステナビリティ関連の実務と開示の規制枠組みの一部は、サステナビリティ関連に特化していない規則に基づいており、他方で新たにサステナビリティに特化した法律または指針を採用した規制枠組みもある。

ガバナンス、投資運用およびリスク管理という調査分類全体で、新興・先進市場の両方を含む回答者のうち半数がその法域ではサステナビリティに特化した規則は定められていないと回答している。

これらの法域は、アセットマネージャーの企業レベルでのサステナビリティに特化した規則が定められていない主な理由として、既存の規制制度が既にサステナビリティ関連の実務と開示に適用されるアセットマネージャーレベルの期待を盛り込んでいることを挙げている。一部の回答者は、サステナビリティに特化した規則が現在定められていない理由として、世界的な基準と定義が存在しないこと、サステナビリティ投資市場が萌芽期にあること、および規制当局が発展途中の市場に過大な負荷をかけないように意識していることも挙げている。

サステナビリティに特化されていない既存の規則を利用するアプローチを補完するために法域が用いている質的政策には、気候関連のリスクと機会が考慮されるように投資・リスク管理プロセスを強化することについて公的メッセージを発信し、アセットマネージャーとのエンゲージメントを行うなどがある。

#### 地域トレンド—IOSCO アジア太平洋地域委員会サステナブルファイナンス・ワーキンググループ (APRC SFWG)

APRC SFWG は、メンバー法域を対象としてサステナブルファイナンスについての規制アプローチに関して調査を行った。この APRC SFWG の調査により、香港、日本およびシンガポール (IOSCO の STF メンバー) を含む多くの法域が、リスクの特定・評価・管理にサステナブルファイナンス事項を考慮するようアセットマネージャーに期待していることが分かった。これらの法域の例は、本章で検討する。

インドネシア金融庁 (OJK) は、サステナブルファイナンス行動計画 (Sustainable Finance Action Plan) を作成して提出することをアセットマネージャーに要求しており、同計画には最低でも、(i) 商品やサービスの開発、(ii) 金融サービス機関 (FSIs) による内部能力の構築、または (iii) サステナブルファイナンス原則を支持する金融サービス機関 (FSIs) の組織・リスク管理・ガバナンス・標準業務手続の調整を記載しなければならない。

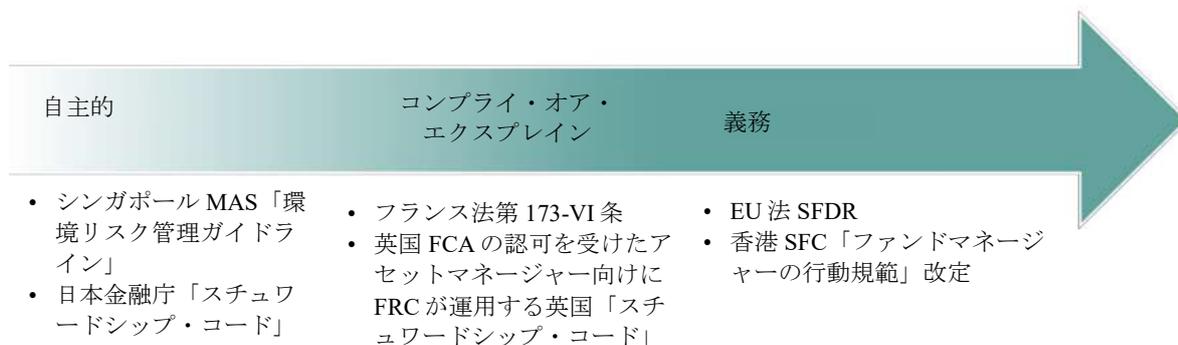
サステナビリティに特化した規則を定めている法域が取るアプローチの強制力の程度にはばらつきがある。STF メンバー内では、自主的なものから、コンプライ・オア・エクスプレイン (遵守する、または遵守しない場合は説明する) が求められるもの、義務化されているものまで、さまざまな規制アプローチがみられた。

調査結果によると、証券規制当局がアセットマネージャーに係るサステナビリティに特化した要

件を定めている場合において、それらの規制アプローチの大部分は、コンプライ・オア・エクスプレインまたは義務として実施されている。

既存の規則に依拠する法域については、一部の規制当局はアセットマネージャーのサステナビリティ関連の問題に関する監督上の期待を伝えるために、自主的ガイドラインを策定しているか、またはスチュワードシップ・コードに依拠している。

以下の図表は、政策の選択肢を検討する規制当局が利用できる、さまざまなアプローチを示す。



#### a. 自主的アプローチ

既存の規則に依拠する法域については、一部の規制当局はアセットマネージャーのサステナビリティ関連の問題に関する監督上の期待を伝えるために、自主的ガイドラインを策定しているか、またはスチュワードシップ・コードに依拠している。

シンガポール金融管理局（MAS）は 2020 年 12 月に対象アセットマネージャー向けの環境リスク管理に関するガイドラインを発行した。MAS ガイドラインは、特定の機関または個人の行動に適用される原則である「ベストプラクティス基準（best practice standards）」を定めている<sup>30</sup>。

日本では、日本版スチュワードシップ・コードの別称で知られる「『責任ある機関投資家』の諸原則」が 2020 年に改定され、機関投資家の投資運用戦略と一貫したサステナビリティに関する考慮事項が追加された<sup>31</sup>。日本版スチュワードシップ・コードの受入れは自主的な判断であり、同コード自体は法律ではなく、法的拘束力もない。しかし、受入れ機関はコンプライ・オア・エクスプレインのベースでコード遵守の透明性を提供するよう期待される。

#### b. コンプライ・オア・エクスプレインのアプローチ

多くの法域がコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチを取っている。

フランスでは、金融機関による気候関連その他の ESG リスク開示を増加させること、ならびに機関投資家のポートフォリオをフランスの気候戦略および国際的な気候戦略の両方に沿わせることを目的とした「グリーン成長のためのエネルギー転換法」の第 173-VI 条でコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチが取られている。アセットマネージャーにさらなる透明性要件を課し

<sup>30</sup> MAS ガイドライン「監督アプローチと規制手段（Supervisory Approach and Regulatory Instruments）」（2020 年 12 月）は以下にて入手可能。 <https://www.mas.gov.sg/regulation/MAS-Supervisory-Approach-and-Regulatory-Instruments>

<sup>31</sup> ESG 要素を含む中長期的な持続性として定義されるサステナビリティおよび国連の 17 の持続可能な開発目標、「『責任ある機関投資家』の諸原則」 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf> (2020 年 3 月)

てフランスの枠組みを改定した「エネルギー気候法」の第 29 条<sup>32</sup>もコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチを取っている。同改定により、気候関連リスクの開示が強化されると共に生物多様性関連の問題が追加されて、欧州連合（EU）の「サステナブルファイナンス開示規則」（SFDR）要件（詳細は後述）が補完された。また、TCFD の戦略の柱である、ガバナンス、リスク管理および指標と目標に関する開示構成になっている。

さらに、英国金融行為規制機構（英国 FCA）は、「業務執行に関する基準（COBS : Conduct of Business Sourcebook）」により、認可企業に対して英国財務報告評議会（FRC）の「スチュワードシップ・コード」の受入れをコンプライ・オア・エクスプレインのベースで開示するよう要求している<sup>33</sup>。英国スチュワードシップ・コードの署名機関として対象となる投資運用会社は、その受託責任を満たす際に、気候変動を含む重要な ESG 要因を考慮するよう期待される。英国スチュワードシップ・コードの署名機関として認められるには、企業は英国財務報告評議会（FRC）が定める適用要件を満たす必要がある。申請者は、該当する報告期間について、どのように 12 原則すべてを適用し、期待される報告に対応したかを説明するスチュワードシップ報告書を提出しなければならない。英国スチュワードシップ・コードに照らして報告を行う署名機関は「アプライ・アンド・エクスプレイン」（適用し、適用を説明する）のベースで報告を行う<sup>34</sup>。

### c. 義務化のアプローチ

一部のメンバー法域は法令または規制指針により要件を義務化している。

SFDR<sup>35</sup>は、法的措置による義務化のアプローチの一例である。本報告書の公表時点では、原則主義のレベル 1 のみが施行されている。レベル 2 の開示を構成する規制技術基準（Regulatory Technical Standards : RTS）は 2022 年 7 月に施行される予定である<sup>36</sup>。SFDR では、アセットマネージャーを含むすべての金融市場参加者は、サステナビリティリスク<sup>37</sup>を投資の意思決定プロセスに組み込むことに関する方針を開示しなければならない。金融市場参加者は、サステナビリティ要因に関する投資判断の「主要な悪影響（principal adverse impacts）」を考慮しているかどうかについても開示を要求され、大企業はより詳細な開示を要求される。

2021 年 8 月、香港証券・先物取引監察委員会（香港 SFC）は、「ファンドマネージャーの行動規範（FMCC : Fund Manager Code of Conduct）」の改定版、および集団投資スキーム（CIS）を管理するファンドマネージャーがその投資・リスク管理プロセスにおいて気候関連リスクを考慮し、適切な開示を行うにあたり期待する基準を定める通達を発行している。香港 SFC は、当該要件について 2 段階アプローチを取っており、（1）集団投資スキーム（CIS）を管理するすべてのファンドマネージャーにガバナンス、投資運用、リスク管理および開示を対象とするベースライン要件の遵守を要求し、また、（2）月間 CIS 資産運用額が 80 億香港ドル（約 10.3 億米ドル）以上の大規模ファンドマネージャーに当該ベースライン要件およびリスク管理と開示に関する追加要件を課すより厳格な基準の両方を遵守するよう要求している。

<sup>32</sup> <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2021/06/08/publication-of-the-implementing-decree-of-article-29-of-the-energy-climate-law-on-non-financial-reporting-by-market-players>

<sup>33</sup> COBS 2.2.3 : FRC スチュワードシップ・コード受入れの開示（Disclosure of commitment to the Financial Reporting Council's Stewardship Code）

<sup>34</sup> 「英国スチュワードシップ・コード 2020（The UK Stewardship Code 2020）」  
[https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code\\_Final2.pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf) FRC は申請した 189 機関のうち合格したのは 125 機関という厳しい審査を実施の上、署名機関を掲載した「英国スチュワードシップ・コード 2020」の署名機関リスト <https://www.frc.org.uk/news/september-2021/frc-lists-successful-signatories-to-the-uk-steward> を 2021 年 9 月 6 日に公表した。

<sup>35</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

<sup>36</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com\\_letter\\_to\\_ep\\_and\\_council\\_sfdr\\_rts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfdr_rts.pdf)

<sup>37</sup> 「サステナビリティリスク」とは、環境、社会またはガバナンスの事象または条件であり、発生した場合に実際または潜在的に重要な負の影響を投資価値に与えるものをいう。（SFDR Article 2 (22)）

## ii. プロポーショナルリティ原則

監督上の期待および新たな規制を策定する際に、一部の規制当局は、一定の規則変更を段階的に導入する、または小規模の資源が乏しい企業による遵守コストを軽減することを目的として、プロポーショナルリティ原則を考慮した。プロポーショナルリティ原則のアプローチでは、企業の労働力規模（従業員の数など）<sup>38</sup>、財務規模（運用資産額など）<sup>39</sup>、リスク特性、および相互依存性を考慮することがある。

通常プロポーショナルリティでは、実施時に (i) 小規模企業により長い移行期間を認める場合は、段階的な移行期間、および (ii) 大規模企業に対して、サステナビリティ関連リスクに対するより厳格なアプローチおよびより詳細な開示が適用される。しかし、気候関連リスクの観点からは、小規模な金融機関のリスクヘッジエクスポージャーは必ずしも相対的に低いとは限らないことに留意されたい。小規模企業は、その事業モデルおよび保有する投資によっては、気候関連リスクの悪影響を受ける可能性のある特定の資産クラス、セクターまたは地域に投資先が集中しているおそれがある。

## iii. サステナビリティの範囲

回答者の約半数が、気候と環境の問題に対処するための方針を、他のサステナビリティ関連の問題を扱う方針に加えて定めていると報告している。サステナビリティの範囲には違いがあるものの、回答者の多くは気候変動の財務的影響に重点を置いて気候最優先のアプローチを活用していると報告している。さらに踏み込んで環境と社会への影響の分野を含めたアプローチを取っていると示した回答者もあった。

例としては、香港 SFC による気候最優先のアプローチから、気候の領域を超えて生物多様性、汚染および土地利用などの他の環境問題まで報告範囲を拡大しているシンガポール MAS のガイドラインなど多岐にわたる。他の例には SFDR があり、SFDR に基づくサステナビリティ要因は、環境、社会および従業員に関する事項、人権尊重、腐敗防止および贈収賄防止に関する事項まで網羅している。

## iv. 要件の内容

アセットマネージャーレベルのサステナビリティ関連の実務と開示に関する規制・監督上の期待と要件の内容は、アセットマネージャーの開示に係る TCFD フレームワークに沿って通常 (a) ガバナンス、(b) 投資戦略、(c) リスク管理、および (d) 指標と手段の主要 4 分野を網羅している。

本サブセクションでは、メンバーの現在の規制・監督上の期待と要件を検討する。複数の法域がベストプラクティスを検討し、報告基準の国際的展開を注視し、サステナビリティに特化した規則の必要性を考慮する過程にあることから、上述の期待と要件に追加する、または変更を加えるメンバーの計画についても記述する。一部の法域は、サステナビリティに特化した規則の概略について現在評価している段階にある<sup>40</sup>。

<sup>38</sup> EUでは、SFDRに基づき、500人以上の従業員を擁する企業は投資家に対し (i) 気候と環境ならびに (ii) 社会と従業員に関する事項、人権の尊重、腐敗防止および贈収賄防止に関する事項に係る投資判断の主要な悪影響を開示し、サステナビリティ要因の助言を提供しなければならない。従業員数が500を下回る企業は、コンプライ・オア・エクスプレインのベースでの対応を選択することができる。

<sup>39</sup> 香港 SFC は、「ファンドマネージャーによる気候関連のリスクの管理と開示に関する市中協議の結論 (Consultation Conclusions on the Management and Disclosure of Climate-related Risks by Fund Managers)」において、CIS 運用資産額が 80 億香港ドル (約 10.3 億米ドル) 以上の大規模ファンドマネージャーに対して、すべてのファンドマネージャーに適用されるベースライン要件に加え、より厳格な基準を遵守するよう要求した。以下にて入手可能。  
<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=EN&refNo=20CP5>

<sup>40</sup> 例えば、米国では、証券取引委員会 (SEC) は 2021 年 Agency Rule List を公表して、ESG の主張と関連開示を含む

## a. ガバナンス

調査結果から、サステナビリティに特化した要件を定めている回答者メンバー法域において、ガバナンス要件は最も一般的な分野であることが分かった。

ガバナンス体制は、組織全体で一貫性をもってサステナビリティ関連の機会とリスクを特定するのに役立つ。取締役会と上層経営陣はアセットマネージャーがその戦略、事業計画および商品を決断する際に極めて重要な役割を果たしている。その役割には、短長期的なサステナビリティ関連のリスクと機会の特定、当該リスクと機会が当該アセットマネージャーの戦略、事業計画および商品に与える実際および潜在的な影響の評価、ならびにサステナビリティ関連の目標に向けた当該アセットマネージャーの進捗の監視が含まれる。

ガバナンスの開示により、アセットマネージャーの顧客は、アセットマネージャーのサステナビリティへのコミットメントについて、適当な取締役会および経営陣が適切に注意を払っているかどうか、ならびにサステナビリティ関連の実務は組織のガバナンス体制および経営プロセスに組み込まれているかどうかを評価することができ、アセットマネージャーレベルでのグリーンウォッシュ防止に役立つ。

第1章で検討したとおり、アセットマネージャーが上場企業の場合、その非財務情報の開示は (i) 株主その他の利害関係者、および (ii) アセットマネージャーの顧客の2種類を明確な対象者としている<sup>41</sup>。ガバナンスの開示は両者の情報ニーズに対応することができ、アセットマネージャーは同一情報を両者に向けて報告することでコスト効率を享受すると共に一貫性を確保できる可能性がある。

上場企業に係る気候関連開示の要件は、近年に著しい展開を見せた。この点は、STF ワークストリーム 1 が作成した報告書で広く検討されている。アセットマネージャーが上場企業でもある場合、アセットマネージャーは規制要件や上場規則に基づきコーポレートガバナンス開示の対象となる。

法域の過半数は、上場企業であるアセットマネージャーに係る一般的なコーポレートガバナンス開示要件に加え、投資運用業務を行う認可を受けている企業に係るガバナンスおよび関連開示に関する法律、規制ガイドライン、コード（規範）等の規則を定めている。これらの既存規則の目的は、概してアセットマネージャーが顧客の最善の利益となるよう業務を行い、利益相反を効果的に管理し、そしてアセットマネージャーおよびその運用資産に係る財務その他のリスクの特定・評価・開示を行うための方針と手続を定めるよう確保することである。

例えば、米国では、「1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）」の規制要件により、ファンドの取締役会はコンプライアンス・プログラムの一環として明文化された方針と手続を採用しなければならない。サステナビリティ関連の開示とガバナンスに係る連邦証券法違反を防止できるよう合理的に設計された方針と手続をファンドが定めている場合、ファンドの取締役会は当該方針と手続をレビューする責務を負う。また、ルール 38a-1 に基づき、ファンドの方針と手続の適切性を年次でレビューすること、およびファンドの方針と手続の管理責任を負うコンプライアンス最高責任者（Chief Compliance Officer）を任命することも要求される。

サステナビリティに特化した規則を定めている法域は、さまざまな規制アプローチを採用してい

---

ESG 要因に関して、投資会社および投資顧問会社向けの規則を SEC が提案する旨の提言を SEC スタッフが検討していることを示した。

<sup>41</sup> 「はじめに」に記載の相互参照

る。例えば、2019年12月、ドイツ連邦金融監督庁（BaFin）はアセットマネージャーを含む金融機関のサステナビリティリスクに関する指針を発行した<sup>42</sup>。同ガイドランスでは、金融機関のマネジメント・ボードに対し、物理的リスクと移行リスクを含む重要なサステナビリティリスクおよび同リスクが金融機関の事業に与える潜在的な影響を理解し、同リスクの管理責任を割振ることを期待する旨を定めている。

2020年12月、シンガポール金融管理局（MAS）は、アセットマネージャーが採用できる健全な環境リスク管理の実務を示すガイドラインを発行した。同ガイドラインでは、アセットマネージャーによる環境リスクの管理と開示、および環境リスクをアセットマネージャーの投資リスク管理の枠組みに組み込むことについて、取締役会および上層経営陣が有効な監督を維持するよう期待している。

英国では、受託責任に関係したガバナンス上の期待は主に「英国スチュワードシップ・コード」（2020年）にその概要が示されている。英国スチュワードシップ・コードは英国財務報告評議会（FRC）が監督するが、英国FCAはその認可を受けたアセットマネージャーが英国スチュワードシップ・コード受入れの性質を開示し、コードを受け入れない場合には代替的な投資戦略を開示することを期待している。

2021年8月、香港SFCはFMCCを改定し、ファンドマネージャーの取締役会および上層経営陣が投資・リスク管理プロセスへの気候関連の考慮事項の組み入れを監督し、運用資産に伴う環境関連のリスクを管理するための十分な統制と手続を定めることを求める通達を発行した。新要件は段階的に実施され、2022年8月に大規模ファンドマネージャーを対象として第1段階の実施が開始され、2022年11月に他のファンドマネージャーを対象として実行される。

#### 要件の追加・変更計画

マレーシア証券委員会（SC）は、アセットマネージャーを含む資本市場仲介者向けコーポレートガバナンスに関する規制枠組みを強化することを予定している。これには、サステナビリティに係る重要なリスクと機会を戦略計画で検討することを要求する資本市場仲介者向けコーポレートガバナンス・ガイドラインの発行が含まれる。

英国FCAは、英国の規制当局と政府の合同TCFDタスクフォースの一員として、アセットマネージャー、生命保険会社およびFCA規制対象の年金提供者を対象としたTCFDに沿った企業・商品レベルでの開示規則の義務化を提案する市中協議文書を2021年6月に公表した<sup>43</sup>。同市中協議は2021年9月に終了した。英国FCAは、同規則を2021年末までに最終確定することを目指しており、2022年1月1日から大企業を初めとして段階的に新たな義務の効力を発生させることを目指している。

#### b. 投資戦略

投資戦略の実務と開示に関するサステナビリティ関連の要件は、サステナビリティ関連の重要なリスクと機会がアセットマネージャーの投資戦略および投資プロセスに組み込まれる方法を取

---

<sup>42</sup> BaFin「サステナビリティリスク：BaFinがガイドランス通知を公表（Sustainability risks:BaFin publishes Guidance Notice）」（2019年12月）。以下にて入手可能。  
[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2019/meldung\\_191220\\_MB\\_Nachhaltigkeitsrisiken\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Meldung/2019/meldung_191220_MB_Nachhaltigkeitsrisiken_en.html)

<sup>43</sup> Gov.uk、頁26「英国政府当局合同TCFDタスクフォースの中間報告（Interim Report of the UK's Joint Government Regulator TCFD Taskforce）」（2020年11月）。以下にて入手可能  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/933782/FINAL\\_TCFD\\_REPORT.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/933782/FINAL_TCFD_REPORT.pdf)

り扱う（関連性があれば使用するデータと手法も含む）。

この分野における実務は、アセットマネージャーおよび商品の両レベルでサステナビリティ関連のコミットメントに沿った顧客管理を行う上で重要である。

投資戦略に関係したサステナビリティ関連の開示は、さまざまな重要な目的を果たす。例えば、投資におけるサステナビリティ関連のリスクと機会を管理する方法について顧客に透明性を与え、顧客はその実務がアセットマネージャーによるサステナビリティ関連の主張とコミットメントを裏付けるかどうかを評価できる。また、これらの開示は、アセットマネージャーが公的コミットメントおよび投資家向けコミュニケーションにおいて述べている実務と方針を実施したかどうかを規制当局が評価して、その主張の正確性を判断する上で役立つ情報となる。

よって、この分野における実務と開示の両方が、アセットマネージャーおよび商品のレベルでのグリーンウォッシュ防止に役立つ。

多くのメンバー法域がサステナビリティに特化していない既存の規則をこの分野でサステナビリティ投資に従事するアセットマネージャーに適用している。

他の法域では、この分野でサステナビリティに特化した規則を定めている。例えば、SFDR はアセットマネージャーが投資に関するデューデリジェンスを行う際にサステナビリティリスクの関連性を考慮して文書化することを要求している。アセットマネージャーは、投資判断プロセスまたは助言へのサステナビリティリスクの組み入れに関する方針の開示をそのウェブサイトを含めるよう要求されている。サステナビリティ関連リスクは該当しないとみなす場合には、それを説明しなければならない。SFDR は、投資判断におけるサステナビリティに関する考慮事項の開示原則も定めている<sup>44</sup>。

もう1つの例は、2020年12月に発行されたMASの「環境リスク管理ガイドライン」であり、同ガイドラインでは、該当する環境リスクの考慮事項を、それらを重要と評価した場合にリサーチおよびポートフォリオ構築のプロセスに組み込むことをアセットマネージャーに期待している。

前述のFMCCの改定および通達で示された期待基準のとおり、香港SFCは、対象ファンドマネージャーに対し気候関連リスクの関連性と重要性を特定するプロセスを採用し、それらのリスクがいかに戦略に影響を与えるかを考慮して投資管理プロセスに組み込むことを要求する予定である。気候関連リスクがファンドの投資戦略に与える影響の重要性を評価する際に、ファンドマネージャーは、企業の性質・規模・複雑性・リスク特性およびファンドが採用する投資戦略にふさわしい、定量的もしくは定性的または両方を組み合わせたアプローチを採用することを推奨されている。ファンドマネージャーは、当該リスクの重要性を評価したことを示す適切な内部記録を保管し、該当しないと判断した気候関連リスクについては適用除外の開示をすることを期待されている。

#### 要件の追加・変更計画

前述のとおり、英国FCAは、アセットマネージャー、生命保険会社および英国FCA規制下の年金提供者を対象とした企業・商品レベルのTCFDに沿った開示規則に関する市中協議文書を公表しており、同規則を2021年末までに最終確定させることを目指している。英国政府は、英国でのTCFDフレームワーク実施に加え、英国全体の企業および金融サービス機関に対しサステナビリティ事項から生じるリスクと機会およびサステナビリティ事項に与える影響を投資商品レベルも含めて開示するよう要求するサステナビリティ開示制度を導入する計画を2021年7月に発表した。

<sup>44</sup> SFDRの第3条および第4条を参照されたい。

### c. リスク管理

重要な投資リスクおよびオペレーショナルリスクの特定・評価・監視・管理プロセスなどのリスク管理は、アセットマネージャーが担う責任の中核分野である。

サステナビリティ関連問題の重要性が増すなか、特に気候リスクを含むサステナビリティ関連のリスクの評価・管理プロセスの監督を強化する必要性が認識されてきている。サステナビリティ関連のリスクは、信用リスク、市場リスク、流動性リスク等の財務リスクを通して顕在化することがある。投資家によるサステナビリティ重視の期待を満たさないアセットマネージャーにおいては、評判リスクおよび事業リスクが生じる場合もある。よって、サステナビリティ関連のリスク管理の実務は、単独の実務とみなされるべきではなく、既存のリスク管理の基盤とプロセスに組み込む必要がある可能性がある。これらの実務には、シナリオ分析およびストレステストが含まれる場合がある。

この分野での開示は、アセットマネージャーがリスク管理プロセスにおいてサステナビリティに対処する方法について、投資家に透明性をもたらし、また、投資家および規制当局がアセットマネージャーのリスク管理実務がサステナビリティ関連の主張と開示を裏付けるかどうかを評価する上で役立つ可能性がある。これはアセットマネージャーレベルでのグリーンウォッシュ防止に役立つ可能性がある。

法域の過半数は、サステナビリティに特化されていない、すべてのアセットマネージャーに適用されるリスク管理に関する一般的な要件を定めている。例えば、オンタリオとケベック（カナダ）では、アセットマネージャーレベルでのリスクを管理するための統制・監督体制に関する要件を定めている。

同様に、オーストラリアの認可アセットマネージャーは、「会社法（Corporations Act）<sup>45</sup>」に基づき適切なリスク管理体制を継続して維持する義務を負う。オーストラリア証券投資委員会（ASIC）は、この義務を満たす方法に関する指針<sup>46</sup>を公表しており、同指針では責任法人（RE：Responsible Entity）は投資家に対し「リスク管理体制の重要側面の概要をウェブサイトや年次報告書などで公表することで、投資家に対する透明性を強化」できると示している。

米国では、登録投資顧問会社は「1940年投資顧問業法」および同法に基づき採用された規則の違反を防止するために合理的に設計されたコンプライアンス方針・手続を採用しなければならない。これらの方針と手続の設計にあたり、投資顧問会社は、まず自社の具体的な業務に照らして自社およびその顧客にとってリスクとなる利益相反その他のコンプライアンス要因を特定した上で、それらのリスクに対処する方針と手続を設計しなければならない。投資顧問会社がこれらの方針と手続の一部としてサステナビリティリスクを計測して監視するプロセスを設定している場合には、コンプライアンス最高責任者は当該方針を管理し、その適切性と有効性を年次でレビューする必要がある。

一部の法域では、リスク管理に関するサステナビリティに特化した要件を定めている。欧州では、現行法である「譲渡可能証券の集団投資事業指令（UCITS指令：Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities Directive）」、「オルタナティブ投資ファンド運用者指令（AIFMD:Alternative Investment Fund Managers Directive）」および「金融商品市場指令（MiFID II：Markets in Financial Instruments Directive）」を改定してサステナビリティリスクをファンド管理に組み込む目的で、委任法令（Delegated Acts）が2021年8月に施行された。

<sup>45</sup> オーストラリア政府「会社法（Corporations Act）」Section 912Aは、以下にて入手可能。  
[https://www.legislation.gov.au/Details/C2013C00003/Html/Volume\\_4#\\_Toe344127131](https://www.legislation.gov.au/Details/C2013C00003/Html/Volume_4#_Toe344127131)

<sup>46</sup> ASIC「規制ガイド259：責任法人のリスク管理体制（Regulatory Guide 259:Risk management systems of responsible entities）」（RG 259）は以下にて入手可能。<https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-259-risk-management-systems-of-responsible-entities/>

この分野でのサステナビリティに特化した要件の一部は、指針、行動規範またはスチュワードシップ・コードとして発行されている。また、リスク開示に関する要件は商品レベルでも課されており、これは第3章で検討する。

上述のとおり、2019年12月に公表されたドイツ連邦金融監督庁（BaFin）のサステナビリティリスクに関するガイダンス通知（Guidance Notice）にはアセットマネージャーを含む BaFin 監督下企業の優れた実務が記述されている。これらの要件には、サステナビリティ関連リスクをリスクの特定・管理・制御プロセスに組み入れ、サステナビリティ関連リスクを適切に反映するために既存の内部ストレステストまたはシナリオ分析の手段を評価することが含まれる。

BaFin のガイダンス通知には、企業が物理的・移行リスクによって生じる不利な事象またはシナリオに耐え得る能力を調査するためにストレステストに特定の感応度分析とシナリオ分析を含むことができ、また、将来的に起こり得る事態を反映したシナリオも考慮して長期的なシナリオ分析をもっと活用するべきであると示されている。ストレステストおよびシナリオ分析の結果は、定量的に、および監督対象の企業の背景によっては定性的に解釈してもよい。よって、これらの手法による結果を説明や報告の出発点とすることができる。

2020年12月に MAS が発行したガイドラインでは、MAS は受託責任はアセットマネージャーが環境リスクを管理する際に活用できる主要な手段の1つであると認識している。アセットマネージャーは、健全な受託責任の実行は、その直接的もしくは集団的な投資先とのエンゲージメントまたは議決権行使を通じて投資先企業の企業行動に影響を与えることができるため、環境リスクの考慮事項を受託責任の枠組みに組み込むことが推奨されている。アセットマネージャーは、そのエンゲージメント努力を裏付ける適切な文書を保管し、受託者責任を果たすための取組みについて報告することが期待されている。

香港 SFC は、「ファンドマネージャーの行動規範（FMCC）」を改定して、環境関連リスクをファンドマネージャーが既存のリスク管理の枠組みに組み込むべき種類のリスクの1つに含めることで、他のリスクと同様に扱われるようにした。香港 SFC は、ファンドマネージャーに対し、(i) 該当する気候関連リスクを特定し、(ii) 特定されたリスクが各投資戦略および各ファンドに与える潜在的な影響を評価し、(iii) それらのリスクを継続的に監視して管理するために、有効な体制、方針および手続を定めて維持することを要求している。香港 SFC は、より厳格な基準の一部として、大規模ファンドマネージャーに対しては、異なる気候変動シナリオ下での投資戦略の気候関連リスク耐性を評価する際のシナリオ分析の関連性と有用性を評価することも要求している。評価の結果、関連性と有用性があるとみなされた場合、大規模ファンドマネージャーは、合理的な期間内にシナリオ分析を実施することが期待される。ファンド業務全体の責任を担う大規模ファンドマネージャーは、エンゲージメント方針の開示も要求されている。

#### 要件の追加・変更計画

前述のとおり、英国 FCA は、アセットマネージャー、生命保険会社および英国 FCA 規制下の年金提供者を対象とした企業・商品レベルの TCFD に沿った開示規則に関する市中協議文書を2021年6月に公表している。英国政府は、英国での TCFD フレームワーク実施に加え、英国全体の企業および金融サービス機関に対しサステナビリティ事項から生じるリスクその他を投資商品レベルも含めて開示するよう要求するサステナビリティ開示制度を導入する計画を発表した。

#### d. 指標と目標

指標と目標は、ある時点の計測である過去実績（backward-looking）指標、および推定である将来予測（forward-looking）指標・目標に大きく分類できる。

指標と目標およびその基礎となる手法の開示は、投資家および規制当局がアセットマネージャー

によるサステナビリティ関連のリスクと機会の計測・監視方法を理解するのに役立つ。さらに、同開示により、投資家の投資保有が資金調達源となっている、または投資保有の結果として生じるサステナビリティ関連の影響に関する情報、およびアセットマネージャーがサステナビリティ関連目標を達成している度合いに関する情報を、投資家に提供できる。

この発展途上の指標と目標の分野に特に関連性のある業界の取組みがいくつかあり、将来予測の金融セクター指標に関する 2021 年 3 月に終了した TCFD の市中協議がその 1 つである<sup>47</sup>。TCFD の市中協議は、本報告書の第 1 章で記述したとおり、TCFD フレームワークに言及する証券規制当局が増加してきており、NGFS 下の他の金融当局<sup>48</sup>および金融安定理事会（FSB）<sup>49</sup>も同フレームワークに言及していることから、特に関連性がある。TCFD は、指標と目標に関するより広範な追加のガイダンス案、およびポートフォリオに合致させるツールを 2021 年 6 月にさらなる市中協議のために公表し、「指標・目標・移行プラン」に関する TCFD ガイダンスが 2021 年 10 月に公表された<sup>50</sup>。

投資運用業界内におけるネットゼロに対するコミットメントの勢いが加速したことで、特に金融機関による目標設定の手法および投資ポートフォリオのネットゼロ戦略を明確にする必要性が浮き彫りになった。科学に基づく削減目標イニシアティブ（SBTi：Science Based Targets Initiative）およびネットゼロ投資フレームワーク（Net-Zero Investment Framework）は、この新興分野における手がかりとなる可能性がある。

香港 SFC は、前述の通達において、大規模ファンドマネージャーに対し、より厳格な基準の一部として、そのファンド投資先に関するスコップ 1 およびスコップ 2 の温室効果ガス排出量をデータが入手可能な場合または合理的な見積りが可能な場合に特定する合理的な措置を取り、その計算手法および基礎となる仮定を定義することを要求している。ファンド全体の業務の責任を担う大規模ファンドマネージャーは、そのファンド投資先に関するスコップ 1 およびスコップ 2 の温室効果ガス排出量を開示し、その計算手法、基礎となる仮定および限界を評価・対象投資の割合（ファンドの純資産額に対する割合）と共に示すことを要求されている。

#### 要件の追加・変更計画

2021 年 2 月、欧州銀行監督機構（EBA）、欧州保険・年金監督当局（EIOPA）および欧州証券市場監督局（ESMA）（以下、「各種欧州監督機関（ESAs）」）は、SFDR に沿った開示の内容、手法および表示に関する規制技術基準（RTS）案を含む最終報告書を公表した<sup>51</sup>。RTS 案には、義務化されるサステナビリティ要因に関する投資判断の主要な悪影響（PAI：principal adverse impact）の記述に使用する報告書式が含まれている。この開示は気候と環境、ならびに社会と従業員に関する事項、人権尊重、腐敗防止および贈収賄防止に関する事項に関係した悪影響についての一連の指標に重点が置かれている。これらの指標は、金融市場参加者による評価結果に関係なくサステナビリティ要因に関する投資判断の主要な悪影響の特定に使用する共通の中核指標（義務）、ならびに追加的に行う主要な悪影響の特定、評価および優先順位付けに使用する追加的な指標（選択）に分けられる。この要件により、投資家および潜在的投資家は、より情報に基

<sup>47</sup> 脚注 20 と同様。

<sup>48</sup> NGFS 提言 5：確実に国際的に一貫性のある気候・環境関連の開示を実現する。NGFS は、確実に国際的に一貫性のある気候・環境関連の開示枠組みを重要視している。NGFS メンバーは団体として TCFD 提言の支持を誓っている（「第 1 回統合レポート」（2019 年 4 月））

<sup>49</sup> FSB 「FSB は IFRS 財団および当局に対し TCFD 提言を気候関連財務リスク開示の基礎とするよう推奨（FSB encourages the IFRS Foundation and authorities to use TCFD’s recommendations as the basis for climate-related financial risk disclosures）」（2020 年 12 月） <https://www.fsb.org/2020/12/fsb-encourages-the-ifs-foundation-and-authorities-to-use-tcfd-recommendations-as-the-basis-for-climate-related-financial-risk-disclosures/>

<sup>50</sup> 脚注 21 と同様。

<sup>51</sup> ESMA 「規制基準案に関する最終報告書（Final Report on draft Regulatory Standards）」（2021 年 2 月）は、以下にて入手可能。 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_03\\_joint\\_esas\\_final\\_report\\_on\\_rts\\_under\\_sfdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf)

づいた判断を行えるように異なる金融市場参加者のサステナブル投資に対するアプローチを理解し、比較することができるであろう。当初の遅れがあり、各種欧州監督機関（ESAs）は、RTSを2022年7月1日付で適用すべく尽力している。

前述のとおり、英国 FCA は、アセットマネージャー、生命保険会社および英国 FCA 規制下の年金提供者を対象とした企業・商品レベルの TCFD に沿った開示規則に関する市中協議文書を2021年6月に公表している。英国政府は、英国での TCFD フレームワーク実施に加え、英国全体の企業および金融サービス機関に対しサステナビリティ事項から生じるリスクと機会およびサステナビリティ事項に与える影響を、関連性がある場合には適宜指標と目標も含めて開示するよう要求するサステナビリティ開示制度を導入する計画を発表した。この開示制度には投資商品レベルの開示も含まれる見込みである。

規制上の展開に加え、TCFDは将来に関する財務セクターの指標に関する市中協議の概要<sup>52</sup>を公表し、続いて2021年10月に「指標・目標・移行プラン」に関するガイダンス<sup>53</sup>を公表した。

#### v. 監督・執行手段

証券規制当局は、アセットマネージャーまたは商品レベルのサステナビリティへのコミットメントについて、虚偽の誤解を招く情報の提供などの不正行為を取り締まる目的で、サステナビリティを含む分野で違反者を罰する証券法令上の権限を与えられている。

IOSCO 調査への回答によると、メンバー法域の過半数は（サステナビリティに特化した要件のある法域においてさえも）サステナビリティ関連の不正に対処するのに既存の監督・執行手段に依存している。

例えば、香港では、証券先物法（SFO）が香港 SFC の権限、役割および責務を定める主な法律である。香港 SFC は、同法に基づき、さまざまな事項について指針を提供する目的でコードまたはガイドラインを公表することができ、その1つがファンドマネージャーの行動規範（FMCC）である。FMCC その他のコード不遵守がある場合、ファンドマネージャーが認可継続に適切・適格であるかを検討する際にそれが考慮される場合がある。よって、コード不遵守により、香港の規制下にある業務を実行する認可の取消しに至り、懲罰措置の対象となる可能性がある。

シンガポールでは、MAS が運用するファンドに関する法律と規制はサステナビリティ関連のファンドを含むすべてのファンドに適用され、MAS は募集要項における虚偽の誤解を招くサステナビリティ重視の開示などの違反が生じた場合に措置を取る権限を有している。

オーストラリアの ASIC は、サステナビリティ分野のアセットマネージャーまたはサステナビリティ関連商品による規制要件の遵守および違反に対処するために適用できる一般的な監督手段を備えている。責任法人（RE）および退職年金受託者は AFS（Australian Financial Services）ライセンスを維持することを要求されている。AFS ライセンスは、「会社法（Corporations Act）」に基づき金融サービスに関する法律を遵守する要件などの制限を課す。ASIC は、サステナビリティ関連商品を含む集団投資スキームに適用される「会社法」および「ASIC 法」の規定を遵守させる広範な権限も有する。これらの権限には、RE および退職年金受託者の AFS ライセンスの取消し、変更または停止、ならびに RE 役員に対する禁止、罰金、懲役等の民事・刑事執行措置を取ることが含まれるが、これらに限られない。

また、規制当局は、サステナビリティに関係した開示、主張その他の公的コミットメントに照らしたアセットマネージャーのプロセスと実務のレビューを開始した。

---

<sup>52</sup> 脚注 20 と同様。

<sup>53</sup> 脚注 21 と同様。

例えば、フランス金融市場庁（フランス AMF）<sup>54</sup>は、事業行動および開示に関する要件の遵守を評価するためにテーマに基づく資産運用会社のレビューを実施した。フランス AMF の 2019 年テーマに基づくレビューではサステナブル投資ファンドをもつアセットマネージャーに重点が置かれ、既存のプロセスと開示との一貫性がレビューされた。イタリア国家証券委員会（CONSOB）は、リスクベースの評価枠組みを使用した定期レビューを実施している。一方で、マレーシア SC は、アセットマネージャーがサステナビリティ関連の考慮事項をその事業とプロセス、特に投資運用に盛り込んでいる状況について現時点の実務を理解するために、質問票に基づくレビューを実施した。

米国では、米国証券取引委員会（SEC）は、気候その他の ESG 関連情報に対する需要増加に対応するために包括的なアプローチをとっている<sup>55</sup>。SEC 審査部門（Division of Examinations）が定めた 2021 年の優先項目には、気候および ESG の一層の重視が含まれ<sup>56</sup>、その方法には投資家の最善の利益および期待との合致を確保するために ESG ファンドによる議決権行使の方針と実務を審査すること、ならびに気候変動に伴う物理的その他の関連リスクの上昇を踏まえて企業の事業継続計画を審査することが含まれる。さらに、SEC 執行部門（Division of Enforcement）内に気候・ESG タスクフォース（Climate and ESG Task Force）が設置され<sup>57</sup>、同タスクフォースは ESG 関連の不正行為の積極的な発見に務める予定であり、当初の重点事項は現行法に基づく発行体の気候リスク開示における重要な差異または虚偽表示の特定、ならびに投資顧問会社およびファンドの ESG 戦略に関係した開示・コンプライアンス上の問題の分析である。

フランス AMF は、SFDR の施行に先立ち、同国のアセットマネージャーについて、既存の開示要件に基づく開示の水準と品質および当該要件の実施以降にみられた進捗をレビューした。ガイドラインおよび提言を含むいくつかの報告書が発行された。また、フランス AMF は 2020 年後半に国内金融機関による気候関連のコミットメントを調査した国内当局の最初の合同年次報告書を公表した。特に重視している領域に、企業全体で石炭を排除する既存方針の実施があった<sup>58</sup>。

各種欧州監督機関（ESAs）は、SFDR 適用に関する合同監督宣言<sup>59</sup>を発行し、市場関係者は実施スケジュールに従い開示義務を遵守するよう期待されている。また、各国の管轄当局は、市場参加者および財務顧問による SFDR の遵守について、秩序だった効果的な監督に向けて準備を行うことが期待されている例えば、デンマーク金融監督庁（DFSA）は、サステナビリティ問題に特化した新チームを設置した<sup>60</sup>。新たに設置された DFSA のサステナブルファイナンス部門（Sustainable Finance Unit）は、SFDR に関連した既存の監督手段の活用を模索している。これにはテーマに基づく検査、リスクベースのアプローチでの監督および規則に違反した企業の公表などの執行措置が含まれる。

英国では、ファンド認可手続において質の低い申請書を目にした英国 FCA は、ESG に関する主張を行うファンドの設計、提供および開示に関する期待を重ねて伝えた。2021 年 7 月、英国 FCA は、消費者向けコミュニケーションは明確で公正かつ誤解を招かないことを含む既存規則を参照

<sup>54</sup> <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/spot-inspection-campaigns/summary-spot-inspections-sri-management-systems-asset-management-companies-and-integration-esg>

<sup>55</sup> 米国 SEC 「気候および ESG のリスクと機会に対する SEC の対応（SEC Response to Climate and ESG Risks and Opportunities）」は、以下にて入手可能。<https://www.sec.gov/sec-response-climate-and-esg-risks-and-opportunities>

<sup>56</sup> 米国 SEC 「SEC 審査部門が 2021 年審査優先項目を発表（SEC Division of Examinations Announces 2021 Examination Priorities）」は以下にて入手可能。<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-39>

<sup>57</sup> 米国 SEC 「SEC が気候・ESG 問題に注力する執行タスクフォース設置を発表（SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues）」 <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-42>

<sup>58</sup> <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/coal-policies-paris-financial-centre-participants-banks-insurers-asset-managers-first-joint-acpramf>

<sup>59</sup> ESMA 「合同 ESAs 監督宣言—SFDR（Joint ESAs Supervisory Statement - SFDR）」は以下にて入手可能。[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_06\\_joint\\_esas\\_supervisory\\_statement\\_-\\_sfd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_06_joint_esas_supervisory_statement_-_sfd.pdf)

<sup>60</sup> Nordsip 「監督当局の SFDR に対する初期アプローチ（Supervisory Authorities' Early Approaches to SFDR）」は以下にて入手可能。<https://nordsip.com/2021/03/19/early-supervisory-authorities-approaches-to-sfd/>

した指導原則を示す認可ファンドマネージャー会長宛てレターを発行した<sup>61</sup>。

---

<sup>61</sup> 「認可 ESG・サステナブル投資ファンド：品質と明確性の改善（Authorised ESG and sustainable investment funds: improving quality and clarity）」（[fca.org.uk](https://www.fca.org.uk)）は以下にて入手可能。  
<https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-chair-letter-authorised-esg-sustainable-investment-funds.pdf>

### 第3章 投資商品の開示に対する規制アプローチ

本章では、(a) 商品レベルでのさまざまな種類のグリーンウォッシュを検討して例を示し、(b) サステナビリティ関連商品に係る商品レベルの開示に対する各メンバー法域のさまざまな規制アプローチの概要を示して当該アプローチがいかにグリーンウォッシュ防止に役立つかを説明する。

#### A. 商品レベルのグリーンウォッシュの種類と例

商品レベルで発生する可能性のあるグリーンウォッシュの考え得る種類の非網羅的なリストを各種類の例と共に以下に示す。

##### i. 商品のサステナビリティに関連した名称とその投資の目的や戦略が合致しない

商品レベルでのグリーンウォッシュの考え得る種類の1つ目は、商品の名称とその投資の目的や戦略が合致しないことである。これは、商品の名称が主にサステナビリティ重視の商品であることを示す一方で (i) 当該商品の投資目的ではサステナビリティが言及されない、(ii) 当該商品は ESG 戦略を限られた方法のみで用いており、サステナビリティを重視していない、または (iii) 当該商品がサステナビリティを考慮するかどうかについてアセットマネージャーが裁量権をもつ、という形で発生する可能性がある。

- a. 商品の名称でサステナビリティに言及するが、その投資目的ではサステナビリティに言及しない

商品の重点と目的を伝える上で商品名は重要であることから、商品の投資目的でサステナビリティに言及していないにもかかわらず、商品名でサステナビリティに言及する行為は、投資家の誤解を招いてサステナビリティを重視しないが重視するように見える商品を購入させるおそれがある。

##### 例

商品の名称に「ESG 要因」が含まれるが、その投資目的には主に世界の株式に投資することで値上がりを目指すとのみ記載される。

商品の名称には「サステナビリティ」の言葉が含まれるが、その投資目的では財務実績にしか言及しない。

- b. 商品の名称でサステナビリティに言及するが、ESG 戦略の利用は限られている

名称でサステナビリティに言及するがサステナビリティを主に重視せず、ESG 戦略を限られた方法でのみ用いる商品は、投資家はその名称に基づいて実際より高いサステナビリティ重視を期待するおそれがあり、投資家の誤解を招く可能性がある。

##### 例

商品名に「ESG」を含むが、問題となっている武器への投資を排除するネガティブスクリーニング戦略の使用は限られており、他の投資戦略においても ESG 要因を大きく考慮していない。

- c. 商品の名称でサステナビリティに言及するが、当該商品がサステナビリティを考慮するかどうかについてアセットマネージャーが裁量権をもつ

上述のシナリオと同様に、名称でサステナビリティに言及する商品でありながら、サステナビリティを考慮するかどうかについてアセットマネージャーに裁量権を与えている商品は、投資家が

当該商品はサステナビリティに十分コミットしているとその名称に基づき期待するおそれがあり、誤解を招く可能性がある。

**例**

商品の名称に「サステナビリティ」が含まれるが、その開示ではアセットマネージャーは ESG 要因を投資戦略に考慮することがあると述べるに留まり、実際のコミットメントではない。

**ii. 商品の投資目的や戦略を正確に反映しないマーケティング**

商品レベルで他に起こり得るグリーンウォッシュの種類は、投資の目的や戦略を正確に反映しない商品マーケティングである。この行為の一般的なバリエーションには (i) サステナビリティ関連商品でない商品をサステナビリティ関連商品であると示す、(ii) ESG の 1 要素のみを重視する商品を ESG の 3 要素すべてを重視していると示す、および (iii) 商品が ESG 戦略を用いる程度と性質を不実表示する行為などが挙げられる。

- a. サステナビリティ関連商品でない商品をサステナビリティ関連商品であるとしてマーケティングを行う

この種のグリーンウォッシュのバリエーションの 1 つは、商品のマーケティング資料では商品はサステナビリティを重視していると示す一方で当該商品の開示文書で開示される投資の目的や戦略ではサステナビリティに言及しない行為である。これにより、その表示からサステナビリティを重視するように見えるが実際は重視しない商品を投資家が購入するおそれがある。

**例**

ESG 商品としてマーケティングが行われる商品であるが、当該商品の運用者は ESG 評価・データにアクセスできるのに、それらを投資プロセスに考慮せず、非 ESG 商品に用いる戦略と同様の戦略のみを用いている。

業界団体の責任投資商品リストに含まれることで責任投資商品としてマーケティングが行われる商品であるが、その開示文書で開示される投資目的には責任投資への言及がない。

この行為は、サステナビリティ関連商品であると必ずしも明示せずにマーケティングが行われる場合でも、当該商品のマーケティング資料で投資家にサステナビリティ関連商品であると信じさせるような形でサステナビリティ関連実績が強調されていれば発生し得る。これにより、サステナビリティ関連商品に投資したいと考える投資家は、あるサステナビリティ指標のある時点での実績は良いが、サステナビリティ関連であることを目的としない商品を誤って購入するおそれがある。このような商品は、サステナビリティ関連を目的としていないため、その後サステナビリティ指標が低迷するおそれがある。

**例**

商品ウェブサイトでは ESG 評価を示して ESG 尺度の実績が高い商品であると特定することで ESG 重視を示唆するが、当該商品の名称、投資目的および戦略ではサステナビリティまたは ESG に全く言及しておらず、また、当該商品はサステナビリティに関する考慮事項をすべての商品に適用するアセットマネージャーにより運用されていない。

- b. 3 つの ESG 要素すべてを重視する商品としてマーケティングが行われているが、1 つの要素のみを重視している商品

このバリエーションは、すべての ESG 要素を重視する商品としてマーケティングが行われているが、実際には 1 つの要素のみを重視している商品である。これにより、ESG の全要素に対応した商品に投資したいと考える投資家を混乱させ、投資家は誤って 3 要素のうち 1 つのみを重視する商品に投資してしまうおそれがある。また、投資家が意図する ESG 要素と異なる ESG 要素を重視する商品に投資するおそれもある。

**例**

ESG の 3 要素すべてを重視する商品としてマーケティングが行われているが、開示文書では当該商品は水質のみを重視していると示され、社会もしくはガバナンスの問題に重点を置いていない、またはそれらの問題に関する裏付け情報がない。

**c. 商品の ESG 戦略を用いる程度と性質が広告される内容と異なる**

このバリエーションは、特定の ESG 戦略を用いることをその戦略を実際に用いる方法を反映しない形で強調して、サステナビリティ関連商品のマーケティングを行うことである。このバリエーションに含まれるシナリオは、(i) 当該戦略の利用に上限を設定している、(ii) 当該商品は広告された投資戦略を実際に使用しない、もしくは異なる種類の投資戦略と一緒に使用する、またはその両方、および (iii) 投資戦略の重要な側面がマーケティング資料に目立つ形で開示されていないことである。これにより、投資家は商品がサステナビリティ関連の目的を達成する方法について誤って理解し、その理解に基づいて当該商品に投資するおそれがある。

**例**

インパクト投資商品としてマーケティングが行われているが、実際にはインパクト投資を行わず、基礎的なネガティブスクリーニングのみ採用している。

商品は、そのウェブサイトにおいて、独自の脱炭素投資戦略を用いた、気候変動リスクおよび低炭素経済への移行を投資家が管理するための投資の選択肢であるとしてマーケティングが行われている。当該商品ウェブサイトには、その独自の戦略の結果として、当該商品は石炭関係の活動に大きく関わっている企業は投資先として保有しないだろう（つまり、石炭の保有ゼロ）と記載されている。しかし、この記述には、発電源としての再生可能資源の利用はごくわずかな割合で、残りの大部分は一般炭その他の石炭発電を利用する企業にも投資できるなど、石炭の保有ゼロの主張に対し広範囲の例外事項を当該商品に定める脚注が付されている。

商品のマーケティング資料には、その社会的責任投資の目的を達成するために投資先企業とのエンゲージメント、議決権行使および株主提案を行うと示されているが、当該商品の目論見書では投資戦略の開示でこれらの手法を開示しておらず、商品の開示文書にて開示する商品の議決権行使の概要では社会的責任投資の目的達成のために議決権行使がどのように利用されているのか説明されていない。

**iii. サステナビリティ関連の投資の目標や戦略に従わない商品**

商品レベルで起こりうるグリーンウォッシュの 3 つ目の種類は、サステナビリティ関連の投資目的と戦略を掲げるが、それらの目的と戦略に実際は従わない商品である。これにより投資家は、そのサステナビリティ関連の目的を満たすように見えるサステナビリティ関連の投資目的と戦略を掲げるが、実際には当該目的を満たさない商品に、投資するおそれがある。

この不実施は、意図的に行われる可能性もあるが、コンプライアンス実務が貧弱であるなど、おろそかな資産運用の結果として発生する可能性もあることに留意したい。前者のシナリオは、おそらく最も典型的な商品レベルのグリーンウォッシュの種類であり、投資家に対して実行すると述べた内容を意図的に実行しない商品である。後者のシナリオでは、グリーンウォッシュを行うという前者のような意図はないが、意図的に行われるこの種のグリーンウォッシュと同じ結果に

至る可能性がある。

**例**

石油・ガス業界に関与するすべての企業を排除するためにネガティブスクリーニング投資戦略を用いると主張する商品が、実際にはそのポートフォリオに石油・ガス業界の企業の証券を保有している。

**iv. 商品のサステナビリティ関連の実績と結果について誤解を招く主張**

商品レベルで起こり得る別の種類のグリーンウォッシュとして、商品のサステナビリティ関連の実績について誤解を招く主張をすることがあり、これにより投資家がサステナビリティ関連の実績に関する誤った認識に基づいて商品を購入するおそれがある。この種の誤解を招く主張の例としては、(i) サステナビリティ関連の結果に関する主張（ポートフォリオ温度またはインパクトなど）、(ii) 商品の投資戦略と特定のサステナビリティ関連ポートフォリオの結果との間に直接的な関連性が実在するとの主張、および (iii) アセットマネージャーまたは商品が好意的に表示されるよう開示要素を操作することが挙げられる。

これは、おそらく最も一般的なグリーンウォッシュの一種である。2019年6月発行の報告書によると、欧州連合（EU）のグリーンをテーマとする100商品の主な情報文書およびマーケティング資料を分析したところ、当該商品の85%がインパクト投資をマーケティングで主張する一方で、誤解を招かないとみなされた商品はわずか2%であった<sup>62</sup>。同報告書によれば、商品の投資戦略は結果として環境に良い影響を与えるというのが最も一般的な主張であった。

**例**

その商品に投資することで、リサイクルを行う、完全菜食主義になる、または車に乗らない選択をするよりも大きな二酸化炭素排出削減を達成することができると主張するが、その主張を裏付ける証拠が開示されず、かつ当該インパクトを計算または計測する方法（計算に使用される仮定を含む）の説明を欠く商品。

商品に投資された資金1ユーロにつき一定数の健康器具が貧しい地域に配達されると直接的な結果を主張するが、その主張に対し証拠が示されていない商品。

**v. 開示の欠如**

商品のサステナビリティ関連の側面で開示が欠如していることで、グリーンウォッシュにつながる可能性がある。これには、商品に関して (i) 商品の投資戦略の一部として指数および ESG スコア・評価を用いるなどの投資戦略の開示、(ii) 議決権行使および株主エンゲージメントの利用の開示、ならびに (iii) サステナビリティ関連の実績と結果に関する開示を欠くことが含まれる。この行為により、投資判断に重要なサステナビリティ関連の側面に関する情報を欠いている状態で投資家が投資判断を行うおそれがある。

開示を欠くすべてのケースがグリーンウォッシュの例であるとは限らないことに留意したい。ただし、グリーンウォッシュまたはグリーンウォッシュの可能性は、商品のサステナビリティ関連の側面について投資家の混乱または誤解を招く開示の欠如がある際に発生する。

<sup>62</sup> 2° Investing Initiative 「インパクトウォッシュが労せず儲ける：金融商品の EU エコラベル基準案の分析 (An Analysis of the Draft EU Ecolabel Criteria for Financial Products)」2019年6月、頁26。 <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2019/06/2019-Paper-Impact-washing.pdf>

a. 商品の投資戦略に関する開示の欠如

指標の利用（1つまたは複数の指標を参照する指数連動その他の商品）ならびに ESG スコアや評価（「自社」と第三者のスコア・評価の両方）などの商品の投資戦略に関する開示がないことで、投資家は商品がその投資目的を達成する方法（商品の投資先を選定する母集団である投資ユニバースを含む）および商品がその選定を行う方法（ポートフォリオ企業のサステナビリティに関する実績を評価するために用いる評価基準を含む）に関する誤った印象に基づいて商品を購入するおそれがある。

特に、商品の投資戦略に関する記述を欠いていることで、当該商品に許容される投資先に関して投資家の混乱または誤解が生じ得る。例えば、一部の投資家は、サステナビリティ関連商品について、一定の国、業界、セクターまたは発行体に対する投資を不適切な投資とみなす可能性がある。しかし、サステナビリティ関連としてマーケティングが行われている商品であっても、それらの国、業界、セクターまたは発行体への投資を許されている場合があり、例えば当該商品が特定の発行体のサステナビリティ実務を改善するために株主エンゲージメントの利用を目指しているなど、もっともな理由がある場合がある。この点は、投資の目的と戦略の開示において、当該商品はサステナビリティに配慮しているとは見えない国、業界、セクターまたは発行体に投資する場合があること（それらの国、業界、セクターまたは発行体の特定を含む）を述べ、その投資理由を説明することで、投資家に対して明確にすることができる。しかし、そのような開示が存在しない、または不明確な場合、投資家は商品が行う可能性のある投資の種類に関する誤った印象に基づいて商品を購入するおそれがある。

さらに、商品の投資戦略に関する開示の欠如には、商品に用いるデータまたは手法の限界について開示しないことも含まれる可能性がある。これには、商品に用いるデータに伴う不確実の程度を開示しない、および炭素排出量の計算、特に「スコープ 3」の排出量の考慮など、サステナビリティ関連のデータ作成における仮定と概算の使用を開示しないことが含まれる可能性がある。

例

商品の投資戦略では「パリ協定との整合性（Paris alignment）」が主張されているが、「パリ協定との整合性」が何を意味するのか、および当該商品がそれを達成する方法は明確にしていない。

商品の開示文書では、重要な ESG 上の問題がある、またはリスクとリターンの特性が貧弱な投資先は除外すると記載するのみで、ネガティブスクリーニングのプロセスを説明していない。

深刻な ESG 関連の違反に関与する企業は除外する可能性があるとして述べている商品であるが、何が深刻な ESG 関連の違反に該当するのかは説明・記述されていない。

定量的な複数要因モデルを用いると開示されている商品であるが、その目論見書の投資戦略の開示では、当該モデルに使用する ESG 要因を記述・説明していない。

特定指標の組合せを参照する商品であることが目論見書に簡潔に記述されているが、当該指数に使用する ESG 要因に関する記述がない。

名称で気候変動に言及する指数連動商品であり、その重要事項説明書（KIID）において当該商品はクライメートトランジション（低炭素社会への移行）に貢献する企業に投資すると明記しているが、開示文書では選択指数がクライメートトランジションに貢献する企業に投資する目的をどのように満たすのかに関し限られた情報しか提供していない。

商品の開示文書において、当該商品が投資ユニバースの決定に利用する第三者の ESG 評価が何を表すのか、商品の投資目的と戦略の文脈においてどのように解釈すべきなのか、および評価の出所を説明していない。

マーケティング資料では ESG 要因を投資戦略に考慮すると強調している商品にもかかわらず、一定の「罪ある株式 (sin stock)」セクターの組入比率が大きく、投資戦略の開示において一定の「罪ある株式」に投資する可能性があることを説明していない。

「サステナビリティ」を名称に含む商品であるが鉱業および石油などの問題となっているセクターに投資しており、その投資戦略の開示では、そのような投資が行われる可能性および理由について明確に説明していない。

#### b. 商品が議決権行使および株主エンゲージメントを利用することに関する開示の欠如

議決権行使および株主エンゲージメントの方針など、商品が議決権行使および株主エンゲージメントを利用することに関する開示がないことで、投資家は、当該商品がそのサステナビリティ関連の目的を達成するための手段として議決権行使および株主エンゲージメントを利用する性質と程度について、誤った理解に基づいて当該商品を購入するおそれがある。十分な開示がないことで、アセットマネージャーが議決権行使および株主エンゲージメントを利用して達成しようとする事項について、充足できない、または充足される予定のない期待を投資家がもつおそれがある。

一部の法域において議決権行使に関する不十分な開示が多いことに関して懸念の声が上がっている。前述の 2020 年 6 月報告書によると、レビュー対象のアセットマネージャー75 社のうち投資先企業の年次株主総会で行使された議決権の記録を開示したのは 55%に留まり<sup>63</sup>、議決権行使の判断理由について開示しているアセットマネージャーはわずか 17%であった。同報告書は、「議決権行使はアセットマネージャーによる受託責任および他の一般的な責任投資への積極的なコミットメントについてアセットオーナー、顧客および他の利害関係者が得ることのできる唯一の計測可能な証拠であることが多い」ことに鑑み、当該統計結果を懸念事項として強調している<sup>64</sup>。

また、株主エンゲージメントの活動に関する開示が不十分であることも懸念事項として挙げている。同報告書によると、レビュー対象となったアセットマネージャーの大半がサステナビリティ関連の株主エンゲージメントを合算として報告しているが、エンゲージメントとその結果に関する詳細はほとんど提供していない<sup>65</sup>。特に、同報告書によると、当該アセットマネージャーのうちサステナビリティ関連の株主エンゲージメント活動について一切情報を公表していないアセットマネージャーは 36%、顧客に対してのみ情報提供しているアセットマネージャーは 8%だった。一方で、当該アセットマネージャーのうち、39%はそのエンゲージメント活動に関して限定的な開示を行っており、通常はいくつかのエンゲージメントを短く例示するか、またはエンゲージメント数のトピックごとの詳細な内訳を開示している。当該アセットマネージャーのうち、サステナビリティ関連の株主エンゲージメントの代表的なサンプルを報告書に含めていたのは、わずか 17%だった。最後に、エンゲージメント数またはエンゲージメント対象企業を報告していたアセットマネージャーはわずか 52%、エンゲージメントの性質について情報を提供していたアセット

<sup>63</sup> ShareAction 「限界点：世界最大規模アセットマネージャー75 社の責任投資へのアプローチ (Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment)」 (2020 年 3 月) 頁 33。  
<https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

<sup>64</sup> ShareAction 「限界点：世界最大規模アセットマネージャー75 社の責任投資へのアプローチ (Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment)」 (2020 年 3 月) 頁 34。  
<https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

<sup>65</sup> ShareAction 「限界点：世界最大規模アセットマネージャー75 社の責任投資へのアプローチ (Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment)」 (2020 年 3 月) 頁 35。  
<https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

マネージャーは数社のみであった。

また、この分野では進捗がある程度みられるものの、PRI A+の評価を得ているアセットマネージャーのすべてがエンゲージメントに関する時限ある目的を設定している、またはエンゲージメントの進捗と結果を開示しているとは限らない<sup>66</sup>。

**例**

議決権行使の完全な記録を開示せず、一部の企業について株主として行った特定の議決権行使のハイライトまたはコメントのみを提供する商品。

**c. 商品のサステナビリティ関連の実績と結果に関する開示の欠如**

商品のサステナビリティ関連の実績と結果に関する開示の欠如には、(i) 商品のサステナビリティ関連の実績と結果に関して、いかなる種類の定期的報告をも行っていない場合、(ii) 商品のサステナビリティ関連の実績と結果に関して全体像を示さない限られた報告のみを行っている場合、および (iii) サステナビリティ関連の実績に関して商品が受賞した賞または認定に関して説明しないことで投資家が好ましい実績の表れと解釈するおそれがある場合が含まれる。

これらの行為により、投資家は、自身にとって重要な特定のサステナビリティ関連の目標を達成する、または達成していると信じる商品に、当該商品が当該目標を達成できているかどうかを検証する方法がない状態で、または場合によっては当該商品のサステナビリティ関連の実績と結果について誤解を与えられた状態で、当該商品に投資するおそれがある。

**例**

投資対象は特定の「グリーン」な特性をもつ企業であると記載される商品であるが、それらの特性に関する主要目的達成指標（KPI）を定期実績報告に含めていない。

国連の持続可能な開発目標のいくつかに合致した実社会のサステナビリティ目標を特定する商品であるが、当該サステナビリティ目標を達成する方法および達成の程度を示す数値証拠を示しておらず、目標達成のために講じた措置について限られた証拠または実例しか提供していない。

「倫理的」として認証を受けている旨が開示されている商品であるが、当該認証の裏付けとなる記述が提供されていない。

**B. 投資商品の開示に対する規制アプローチ**

本サブセクションでは、幅広いトピックに関する商品レベルでのサステナビリティ関連の開示に対するメンバー法域のさまざまな規制アプローチの範囲と内容について概要を示し、それらの要件がいかにグリーンウォッシュ防止に役立つかを説明する。

**i. 要件の範囲**

全体としては、かなりの数の法域では、サステナビリティ関連商品にのみ適用される要件ではなく、すべての種類の商品に適用される、義務化された一般的な開示要件を定めている。

サステナビリティ関連商品に特化した要件ではなく、すべての商品に適用される一般的な開示要件

<sup>66</sup> Stampe, J. ほか (2020 年)、「RESPOND (レジリエントで持続可能なポートフォリオ)」WWF、Lee, K.、Gauthier, M. (2021 年)、「2021 年責任投資慣行レビュー (2021 Review of Responsible Investment Practices)」WWF

を定めている法域がある主な理由としては、(i) 当該一般要件が適切にサステナビリティ関連商品に対応している、および(ii) 一部の法域ではサステナビリティ関連商品は商品全体のわずかな割合を占めるに過ぎず、よってサステナビリティに特化した規制制度は必要がないことが挙げられる。

しかし、サステナビリティ関連商品のみ適用される要件を定めている法域も多い。例外はいくつかあるが、このような要件は義務化されていることが多い。

たとえば、香港では、「SFC 認可のユニットトラストおよびミューチュアルファンドのファンドマネージャーへの ESG ファンドに関する通達 (Circular to Management Companies of SFC-Authorised Unit Trusts and Mutual Funds for ESG Funds) <sup>67</sup>」(以下、「香港 SFC 通達」)に基づく要件は ESG 要因(国連グローバル・コンパクトの原則、国連の持続可能な開発目標または世界もしくは国内で認められている他の ESG 基準もしくは原則)を主要な重点投資分野として投資の目標や戦略として盛り込む香港 SFC 認可ファンド(以下、「SFC 認可の ESG ファンド」)に適用される。マレーシアでも同様の要件が「サステナブル投資ファンドおよび責任投資ファンドに関するガイドライン (Guidelines on Sustainable and Responsible Investment Funds) <sup>68</sup>」(以下、「SRI ファンド・ガイドライン」)に定められており、サステナビリティ上の考慮事項を 1 つ以上盛り込み、SRI ファンド・ガイドラインに基づく「SRI ファンド」の資格を得ようとするファンドに適用される。

サステナビリティ関連商品に特化した要件を定めている法域の中には、商品がサステナビリティを重視する程度によって異なる要件を定めている法域もある。

例えば、欧州連合 (EU) 加盟法域では、SFDR に基づき<sup>69</sup>、「他の特性に加え、環境または社会的特性、あるいはその両方を促進する」商品(以下、「**第 8 条商品**」)には、「サステナブル投資を目的とする」商品(以下、「**第 9 条商品**」)とは異なる開示要件が適用される。

別の例として、フランスは、個人投資家向けのマーケティングに非財務の考慮事項を用いる投資商品に係る最低基準を 2020 年に導入している。この方針の目的は、基準を組み入れるファンドが急増していることに鑑み、グリーンウォッシュのリスクを削減することである<sup>70</sup>。商品の非財務の投信運用アプローチ(つまり、ESG 投資戦略の利用)が「重大な関与 (significantly engaging)」の場合、「重大でない関与 (non-significantly engaging)」の場合、またはどちらの基準も満たさない場合では、それぞれ異なる要件が適用される。「重大な関与」のアプローチを取る商品(以下、「**主要コミュニケーション商品**」)のみが、非財務の特性をコミュニケーション(名称を含む)の主要な部分に使用することができる。「重大な関与」のアプローチを採用せずに非財務基準をその運用において考慮する商品(以下、「**限定コミュニケーション商品**」)は、非財務基準の考慮について限られた方法でのみ伝えることができ、非財務の特性に関する情報は目録見書以外においてのみ表示することができる。

## ii. 要件の内容

本サブセクションでは、商品レベルでの開示に関するメンバー法域により異なる規制要件の内容について検討し、それらの要件がいかにグリーンウォッシュ防止に役立つかを説明する。また、メンバー法域における、これらの要件に追加する、または変更を加える計画についても述べる。

全体としては、多くの法域で商品レベルの開示に関してサステナビリティに特化した要件を課すこと、またはサステナビリティに特化した指針を示すことを検討している。これらの法域の中に

<sup>67</sup> <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=21EC27>

<sup>68</sup> <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=9a455914-71db-4982-a34b-9a8fc7df79b5>

<sup>69</sup> <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

<sup>70</sup> AMF Position DOC-2020-03. <https://www.amf-france.org/en/regulation/policy/doc-2020-03>

は、それらの要件または指針が必要かどうかを判断するための研究とレビューを行っている法域があり、また、この領域での国際的な基準、ベストプラクティスおよび他法域の経験を調査している法域もある。商品レベルの開示の特定分野に関する既存の要件に追加する、または変更加える具体的な計画は後述する。

#### a. 商品認可

通常、商品の認可においては、一般向けに証券を販売しようとする新しい商品について、一定の最低開示要件を満たすために必要な申請書や募集要項を提出するプロセスが実施され、その上で何らかの形で規制当局によるレビューまたは承認が行われる。

商品認可制度は、商品開示のさまざまな分野を取り扱う後述のサブセクションで検討するが、最低開示要件を課すことでグリーンウォッシュ防止に役立つ可能性がある。

多くの法域は、サステナビリティ関連商品を含むすべての商品に適用される一般的な商品認可要件を定めている。これらの法域の一部では、一般向けに証券を販売しようとする商品については、特定の開示要件を満たす目論見書その他の募集要項を提出しなければならない。例えば、米国では、ファンドは投資の目的と戦略、手数料、リスクおよび実績などの重要情報を開示する目論見書の提出を要求される。他の法域では、商品について一定の開示要件を満たす申請書を規制当局に提出すること要求される。

いくつかの法域では、サステナビリティ関連商品に特化した商品認可要件を定めている。これらの法域の一部では、サステナビリティ関連商品としての認可に先立ち、サステナビリティ関連商品について申請書を提出して一定のサステナビリティ関連の開示要件を満たすことが要求されている。例えば、香港では、香港 SFC 通達により、SFC 認可の ESG ファンドとして認識されることを望む新規または既存の SFC 認可ファンドのための認可プロセスが定められており、このプロセスでは香港 SFC 通達の遵守を確認し、一定の開示基準および定期的な評価・報告の要件を満たすことが求められる。同様に、マレーシアでは、「SRI ファンド」の資格を得ようとする新規ファンドおよび既存ファンドの両方に関する特定の認可要件を定めており、SRI ファンド・ガイドラインに遵守した申請書のマレーシア証券委員会（SC）への提出、および一定の開示要件を満たすことが求められる。他の法域では、サステナビリティ関連商品について、目論見書などの募集要項で一定のサステナビリティに特化した開示要件を満たすことのみを要求している。これらの法域の中には、要求される開示の程度を判断する閾値または基準を定めている法域もある。例えば、EU 加盟法域では、商品が第 8 条商品と第 9 条商品のどちらなのかによって、契約前開示におけるサステナビリティ関連の開示要件が異なる。

英国 FCA は、ESG 投資商品の設計、提供および開示に関する指導原則を示す認可ファンドマネージャー会長宛てレターを発行した<sup>71</sup>。この指導原則の目的は「公正・明確かつ誤解を招かない」開示の要件を含む既存の規則の解釈において企業を支援することである。英国 FCA は、認可申請を行う新規ファンドまたは目的を変更するファンドが英国 FCA の規制要件を確実に満たすのを助ける目的で、承認段階で企業に課題を呈するために当該指導指針を利用している。

#### 要件の追加・変更計画

欧州委員会は、2021 年 7 月に公表したサステナブルファイナンス戦略<sup>72</sup>において、第 8 条商品について最低限のサステナビリティ実績を保証して SFDR の統一的な適用を強化し、低炭素経済へ

<sup>71</sup> <https://www.fca.org.uk/news/speeches/building-trust-sustainable-investments>

<sup>72</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>

の移行努力の動機付けとなるよう、サステナビリティの最低基準または基準の組合せを提案することを示した。

## b. 名称設定

名称設定の要件は、商品の名称で伝える言葉とメッセージに関する限定要素を設定する。要件には、例えば商品名が誤解を招かないようにするために、商品の名称と投資目的との間に一貫性を確保することが含まれる場合がある。

サステナビリティ関連商品の名称設定に関する要件は、商品名を通してサステナビリティ関連商品であることを自称する商品が正確にそのサステナビリティ重視を反映するよう確保することで、グリーンウォッシュの防止に役立つ。

いくつかの法域では、サステナビリティ関連商品に特化していない一般的な名称要件を定めている。オンタリオとケベック（カナダ）などの一部の法域では、一般的な要件は商品の名称とその投資目的・戦略との間の一貫性を確保することに重点を置いている。米国では、ファンド名称はすべて「名称規則（Names Rule）」の対象であり、同規則はファンド名が特定の種類、業界または地理を重視する投資であることを示す場合に当該ファンドは少なくともその 80%の資産を名称に示す種類、業界、国または地域に投資しなければならないと定めている<sup>73</sup>。ファンドは、その名称の一部に「著しく不当、または誤解を招くと米国 SEC が認める語」を採用することも禁じられている。サステナビリティ重視のファンドは、他のファンドと同様にこれらの要件と禁止事項の対象となる。

他の法域では、一般的な名称設定の要件は他の懸念事項も包括する。例えば、中国ではファンドの名称でその種類と投資特性を示さなければならない、国もしくは公共の利益を害する、投資家を欺くもしくは投資家の誤解を招く、または他の方法で他者の法律上の権利および利益を侵害する文言を含めることはできない。

多くの法域は、サステナビリティ関連商品の名称決定に関する特定の要件を定めている。例えば、香港では、ファンドの名称およびマーケティング資料における ESG または同様の他の用語の使用は当該ファンドの ESG 特性を他の特性に照らして正確かつ比例的に反映すべきであり、ESG 特性を過大表示または過度に強調すべきでないとして香港 SFC の通達（Circular）が定めている。香港 SFC は、通常 SFC 認可の ESG ファンド以外のファンドが ESG ファンドを名乗ることまたは ESG ファンドとしてマーケティングを行うことを予期していない。フランスでは、主要コミュニケーション商品のみが非財務の特性をその名称で言及することができる。また、英国 FCA は 2021 年 7 月にサステナブルファンドの設計、提供および開示に関する指導原則を発行し、原則 1 でサステナブルファンドの名称設定に関して要求される具体的な考慮事項を定めている。

## 要件の追加・変更計画

ポルトガル証券取引委員会（CMVM）は、ファンドの認可・登録制度の枠組み内で、サステナブルをファンド名称で言及するには、当該ファンドはポートフォリオの大部分を ESG 手法に従い投資しており、資産選定アプローチを開示して当該ファンドの監視を可能にする客観的な基準にコミットしなければならないと定める要件を課すことを検討中であると表明している。

---

<sup>73</sup> 投資会社法セクション 35 (d) および投資会社法に基づくルール 35d-1

### c. 表示と分類

表示と分類の要件は、名称の範囲を超えて商品が表示または分類される方法に関して限定要素を設定する。表示には、例えば ESG または SRI のラベルや第三者認定の使用が含まれる。分類には、商品分類制度において ESG 商品の種別を使用することが含まれる。

サステナビリティ関連商品の表示と分類に関する要件は、開示文書またはマーケティング資料におけるサステナビリティ関連の表示または商品種別の使用によりサステナビリティ関連商品であると自称する商品が、サステナビリティ重視であることを正確に反映するよう確保することで、グリーンウォッシュ防止に役立つ。いくつかの法域では、サステナビリティ関連商品に特化した表示と分類の要件を定めている。

欧州連合（EU）では、EU のタクソノミー規制（Taxonomy Regulation）（以下、「タクソノミー規制」<sup>74</sup>）により環境上持続可能な商品に係る分類要件を定めている。タクソノミー規制は、金融商品を含む経済活動が環境上持続可能に該当するかどうかを判断する具体的な基準を定め、経済活動が公的な尺度・基準・表示の目的において環境上持続可能に該当するかどうかを判断するのに同基準を適用するよう EU およびその加盟法域に要求している。今後導入が予定される規制技術基準（RTS）に基づき、環境上持続可能な活動の定義に関連した追加要件が課されると見込まれる。

さらに、フランス AMF は、主要コミュニケーション商品は環境・社会・ガバナンスの品質目標の達成基準に関する憲章、コードまたは表示を遵守するよう提言している。また、SRI の表示を使用し、SRI としてマーケティングを行う商品について、フランス AMF は SRI ラベル認証を取得するよう提言している。この提言は、フランスで 2015 年に制定された公的な SRI ラベルの使用に関する潜在的な混乱に対処することを目的として策定された。

### 要件の追加・変更計画

2021 年 7 月、英国政府は経済全体に適用されるサステナビリティ開示制度を導入する計画および消費者が投資商品を見比べるのに役立つサステナブル投資ラベルの導入に向けて英国 FCA と協働する計画を発表した。2021 年 10 月には、これらの計画の詳細を示すロードマップ<sup>75</sup>が発表された。

### d. 商品募集要項での投資目的の開示

商品募集要項または契約前開示での投資目的の開示に関する要件は、主に商品の投資目的の開示を求めること、および開示の性質を明記することを目的としている。

商品の名称決定、表示、分類およびマーケティング資料に関する要件を組み合わせることで、どの ESG 要素を商品が重視しているか、およびサステナビリティは商品が主に重視する点であるかどうかを含め、商品のサステナビリティ関連の投資目的の性質と程度に透明性を与えることで、投資目的に関する開示はグリーンウォッシュ防止に役立つ。

多くの法域では、投資目的の開示について、サステナビリティ関連商品に特化していない、広範な商品に適用される一般的な要件を定めている。例えば、オンタリオとケベック（カナダ）では、

<sup>74</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>

<sup>75</sup> [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/1031805/CCS0821102722-006\\_Green\\_Finance\\_Paper\\_2021\\_v6\\_Web\\_Accessible.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1031805/CCS0821102722-006_Green_Finance_Paper_2021_v6_Web_Accessible.pdf)

目論見書で他ファンドと区別できる基本的な性質または特徴を示す情報を含むファンドの基本的な投資目的を開示するようすべてのファンドに要求している。米国では、すべての登録ファンドに目論見書で投資目的を記載するよう要求している。その結果、一部のファンドは該当する場合にサステナビリティ関連の要因に言及することができる。

サステナビリティ関連商品に特化して投資目的の開示要件を定めている法域では、概して商品募集要項または契約前開示で商品のサステナビリティ関連の投資目的を開示することを要求している。例えば、香港では、SFC 認可の ESG ファンドの募集要項で ESG 重視の記述を開示しなければならない。フランスでは、フランス AMF は主要コミュニケーション商品についてその規制上の文書で運用の非財務側面を記述する投資目的を開示することを要請している。

英国 FCA は、非財務目的を設定するファンドまたは非財務のリターン達成を目指すと述べるファンドは、それらを目論見書または重要情報文書に公正で明確かつ誤解を招かない形で示し、目的を達成しているかどうかを測る方法を明確にすべきであるとする、FCA ハンドブックに規定されていない指針を政策声明 (Policy Statement) PS19/4<sup>76</sup>で発行した。EU 加盟法域では、第 9 条商品のサステナビリティ関連投資の目的が環境要因に特化している場合または第 9 条商品が炭素排出量削減を目的に掲げている場合の、具体的な投資目的開示要件を定めている。

#### e. 商品募集要項での投資戦略の開示

商品募集要項または契約前開示での投資戦略の開示に関する要件は、主にサステナビリティ関連の投資戦略を含む商品の投資戦略の開示を求め、および開示の性質を明記することを目的としている。これらの要件では、投資ユニバース、投資選定プロセス (使用する ESG 戦略の種類、該当する場合には使用する指数と ESG スコア・評価、その使用の程度および手法など)、使用するサステナビリティ基準、使用する ESG 戦略の範囲についての開示について扱う場合がある。また、同要件は商品の投資戦略の一部として議決権行使および株主エンゲージメントを利用することの開示を扱う場合もあり、この点は本章で後述する。

投資戦略の開示に関する要件は、商品が用いる ESG 戦略 (議決権行使および株主エンゲージメントを含む) の性質と程度、商品が投資先を選定する投資ユニバース、ならびにどの国、業界、セクターまたは発行体に商品が投資できるかなど、商品がサステナビリティ関連の目的を達成する方法に関し投資家に明確性をもたらすことで、グリーンウォッシュ防止に役立つ。これには、どの指数または ESG スコア・評価を商品が使用しているか、その使用の程度、ならびに当該指標および ESG スコア・評価の基準となる手法に関する明確性を投資家にもたらすことが含まれる<sup>77</sup>。これらの種類の開示要件は、商品がサステナビリティ関連の目的を達成する方法および商品が投資できる投資先の種類について投資家が誤った印象に基づいて商品を購入するのを防止するのに役立つ可能性がある。

多くの法域では、投資戦略の開示について、サステナビリティ関連商品に特化していない、広範な商品に適用される一般的な要件を定めている。例えば、中国では、サステナビリティ関連ファンドおよびグリーンファンドを含むテーマに基づくファンドは、その投資戦略をファンド契約で特定して明確にし、ファンド運用において当該戦略に従わなければならない。米国では、すべての登録ファンドは、主な投資対象である、または投資対象となる予定の証券の種類など、投資戦略に関する開示を行うよう要求されている。

一部の法域では、商品の投資戦略の一部として指数を使用することに関係した一般的な開示要件

<sup>76</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-04.pdf>

<sup>77</sup> 脚注 10 と同様。

が定められている。例えば、ベルギーでは、商品が指数を使用する方法を説明することが要求されている。他の例としてはモロッコがあり、各ファンドの目論見書にファンドがベンチマークとして使用している指数を開示することを要求している。

サステナビリティ関連商品に特化して投資戦略の開示要件を定めている法域の大半では、概して商品がサステナビリティ関連の投資目的を達成する方法の説明を最低要件として求めている。さらに、EU では、サステナビリティ関連の投資目的を設定しないが環境と社会のいずれかまたは両方の特性を促進する第 8 条商品についても、それらの特性を満たす方法を説明するよう求めている。

これらの最低要件以外でも、法域により異なるサステナビリティ関連商品の投資戦略の側面に関して特定の開示要件が定められている。

### 1. 投資ユニバース

一部の法域では、商品が投資先を選定する投資ユニバースに関する開示を求めている。例えば、フランスでは、主要コミュニケーション商品および限定コミュニケーション商品の両方について非財務分析を行う対象となる投資ユニバースを表示しなければならない。

### 2. 投資選定プロセス

多くの法域において、使用する ESG 戦略の種類を含む商品に採用する投資選定プロセスの開示を要求している。例えば、フランス AMF は、主要コミュニケーション商品について、(i) 実施するアプローチの種類、(ii) 使用する選定・運用方法に関する表示、(iii) さまざまな戦略の意義および当該アプローチにより一定のセクターの選定に至り得るかどうかの表示、ならびに (iv) 非財務の特性を検討するプロセスの概要および財務戦略と比較した順位付けを、開示するよう提言している。香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、投資戦略の投資プロセスにおいて拘束力のある要素および意義など、ファンドが採用する ESG 投資戦略について、および ESG 基準を検討するプロセスの概要（例えば、当該 ESG 基準の測定に使用する手法、投資戦略と比較した順位付け、および検討する最も重要な ESG 基準の例など）について、開示を要求されている。

一部の法域では、ネガティブスクリーニングの使用に関して特定の開示が求められる。香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、除外方針を採用しているかどうかと、使用する除外の種類を記述することが求められている。スウェーデンでは、投資ユニバースについて、特定の企業を支持または除外するかをファンド規則で明確にしなければならないと定めている。

### 3. サステナビリティの基準または考慮事項

多くの法域では、商品に使用するサステナビリティの基準または考慮事項の開示を要求している。例えば、マレーシアでは、SRI ファンドは国連グローバル・コンパクトの原則、1つもしくは複数の国連の持続可能な開発目標（国連 SDGs）または他の環境・社会・ガバナンス要因など、投資戦略の一部として採用したサステナビリティの考慮事項を開示しなければならない。同様に、香港では、SFC 認可の ESG ファンドはその考慮する ESG 要因、および ESG 重視の達成度の測定に使用している ESG 基準を開示しなければならない。

他の例としてはオーストラリアがあり、環境・社会・倫理上の考慮事項または労働基準を考慮する商品発行者は、当該労働基準または環境・社会・倫理上の考慮事項の概要を示さなければならない。EU 加盟法域では、第 8 条商品は商品の投資先が関係する環境と社会のいずれかまたは両方の特性を開示することを要求される。また、フランス AMF は、グリーンボンド、ソーシャルボ

ンドまたはサステナビリティボンドのファンドは、グリーンボンドまたはソーシャルボンドの選定について準拠する基準の説明を開示するよう提言している。フランス AMF は、主要コミュニケーション商品について、採用する主な非財務基準の一覧を目論見書に、分析した最も重要な非財務基準のいくつかの例を重要事項説明書（KIID）に記載することも提言している。

スウェーデンでは、基準の開示に加え、ESG またはグリーンを名称に含むファンドは客観的に判断可能な選定基準を使用しなければならないと定めている。

#### 4. ポートフォリオによるサステナビリティ重視の度合い

多くの法域では、商品のポートフォリオがサステナビリティと関連する度合いについての開示が要求される。例えば、オーストラリアでは、商品について労働基準または環境・社会・倫理上の考慮事項が投資の選定、維持または回収に考慮される程度を開示することが要求される。香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、証券その他の投資について、ESG 重視の程度に応じた期待比率または最低比率を開示しなければならない。フランスでは、主要コミュニケーション商品および限定コミュニケーション商品の両方について、商品が採用する最低限の計測可能な目標およびポートフォリオの非財務分析の最低比率の開示を要求している。

EU 加盟法域では、第 8 条商品および第 9 条商品のどちらもタクソノミー規制に沿った投資を意図したものであり、それらの商品に対して、その投資先がタクソノミー規制に基づき環境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。また、第 8 条商品については、「著しく害さない（do no significant harm）」の原則は環境上持続可能な経済活動の EU 基準を考慮する商品の投資先にも適用され、その他の投資先は当該 EU 基準を考慮していない旨を契約前開示にて開示することが要求される。

#### 5. 指数の使用

一定の法域では、商品の投資戦略の一部として指数を使用することの開示について具体的な開示要件が定められている。例えば、香港では、ESG 重視を達成する目的である指数を参照 ESG ベンチマークとして指定し、指定した参照ベンチマークに照らして ESG 重視度を測定しようとする場合、SFC 認可の ESG ファンドは指定した参照ベンチマークがどのように自ファンドと関係性があるのかを説明しなければならない。

EU 加盟法域では、第 8 条商品および第 9 条商品がある指数を参照ベンチマークとして指定している場合、(i) 第 9 条商品については指定された指数が商品の目的とどのように合致しているのかに関する情報、第 8 条商品については指定された指数は商品が促進する環境的特性・社会的特性のいずれかまたは両方と一貫性があるのか、およびどのように一貫性があるのかに関する情報、(ii) 第 9 条商品について、その目的と合致する指定の指数が広範な市場指数と異なる理由およびどのように異なるのかに関する説明、ならびに (iii) 当該指数の計算に用いる手法をどこで入手できるのかについての表示を、開示しなければならない。

#### 要件の追加・変更計画

欧州委員会は、絶えず変化を続けるサステナビリティ指標の性質とそれらの計測に使用する方法を考慮して、ESG ベンチマークを創設する実現性を評価する予定であることも表明している。欧州委員会のこの評価は、既存の ESG 関連ベンチマーク、ベストプラクティスおよび欠点を検討する調査、ならびに EU の ESG ベンチマークの最低基準によって裏付けられる予定である<sup>78</sup>。

また、EU は、2021 年末までに、商品をタクソノミー規制に合致させる程度について、計画およ

<sup>78</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>

び実績の事前開示を義務化して第 8 条商品および第 9 条商品の開示枠組みを強化する予定である。

f. 議決権行使および株主エンゲージメントの開示

商品による議決権行使および株主エンゲージメントの利用に関する開示に係る要件は、主に当該利用に関する開示を要求すること、および開示の性質を定めることを目的としている。これらの要件は、商品の議決権行使および株主エンゲージメントの方針に関する開示を対象とすることがあり、当該方針の入手先および商品が過去に行った議決権行使および株主エンゲージメントの記録の開示などが含まれる。

議決権行使および株主エンゲージメントに関する開示に係る要件は、2 つの面でグリーンウォッシュ防止に役立つ。まず、販売前の商品募集要項およびマーケティング資料に係る当該要件は、投資家に透明性をもたらす、商品が議決権行使および株主エンゲージメントを商品のサステナビリティ関連の投資目的を達成するための手段として利用する性質と程度または利用しないことに関して投資家の誤解を招くのを防ぐ可能性がある。次に、定期報告における当該開示要件は、説明責任を促進し、よって商品の議決権行使および株主エンゲージメントの記録が、商品が掲げるサステナビリティ関連の目的と矛盾する、または当該目的を達成しない場合に投資家は気づくことができる。

過半数の法域では、すべての商品に適用される議決権行使および株主エンゲージメントに関する一般的な開示要件を定めている。これらの要件には、例えば商品の議決権行使および株主エンゲージメントの方針を策定して具体的な開示要件に従い当該方針を開示し、年次で株主エンゲージメントおよび議決権行使の記録を開示することが含まれる。

例えば、ブラジルでは、自主規制に基づき、ファンドの目論見書、規約またはフォームには (i) 運用者は議決権行使方針に従うことの表明を記載し、(ii) 当該方針が掲載されるウェブサイトを特定し、(iii) 当該議決権行使方針の目的を記述しなければならない。日本では、アセットマネージャーは企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果を開示するよう要求されている。

一部の法域では、サステナビリティ関連商品に特化した議決権行使および株主エンゲージメントに関する開示についての要件を定めている。例えば、香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、適用可能であれば議決権行使方針を含むエンゲージメント方針を開示することを要求されている。また、フランス AMF は、規制上の文書およびマーケティング文書でエンゲージメント方針が存在することに言及する商品については、株主エンゲージメントの詳細、特に議決権行使と対話についての報告を記載する文書にアクセスする手続を明記することを提言している。

フランスを含む EU 加盟法域など、一部の法域では、サステナビリティに特化した議決権行使および投資先企業とのエンゲージメントの開示要件が商品レベルではなくアセットマネージャーレベルで課され、フランスでは EU 規則に加えてポートフォリオ運用会社レベルでの株主エンゲージメント方針の開示に関する提言も発行している。

要件の追加・変更計画

シンガポール MAS は、優良な企業行動の形成ならびにエンゲージメント、議決権行使およびセクターでの協働を通じた投資先企業に関する環境リスクの管理を支援する目的で、アセットマネージャーが健全に受託者責任を遂行するための期待事項を定めるガイドラインを提案した。

また、米国では、ファンドの議決権行使の記録開示を向上させるための選択肢を検討中であるとの発表があった。

## g. リスク開示

この分野の要件は、サステナビリティ関連商品のリスク開示および全種類の商品のサステナビリティ関連のリスクを扱う。

サステナビリティ関連商品のリスク開示に関する要件は、一定の投資種類への集中および第三者提供機関へのサステナビリティ関連評価の依存など、商品のサステナビリティ重視により生じる固有リスクを含むサステナビリティ関連商品のすべての重要リスクの開示に対処する。

サステナビリティ関連でない商品を含む全種類の商品のサステナビリティ関連リスクの開示に関する要件は、サステナビリティ関連の問題がそれらの商品にどのように影響を与えるのかという疑問に対処する。この種のリスク開示には、気候変動リスクおよび贈収賄・腐敗リスクなど、サステナビリティ関連の問題から生じるあらゆるリスクが含まれる可能性がある。

サステナビリティ関連商品に係るすべての重要リスクの開示に関する要件は、商品に伴う潜在的リスクおよびそのリスクが商品のサステナビリティ関連を含む実績に与える影響を投資家がより良く理解できるようにすることで、グリーンウォッシュ防止に役立つ。たとえば、クライメートトランジションに貢献する企業に投資する指数連動商品について、選定指数と連動することに伴うリスクに関する開示（ファンドがその目的を達成する能力にどのような影響を与えるかを含む）は、当該商品がその投資目的を達成できるかどうか、およびどう達成するかに関して投資家に明確な理解をもたらすことができる。これらの種類の要件は、商品がそのサステナビリティ関連の目的を達成するにあたり課題に直面するかどうかを理解せずに投資家が商品を購入するのを防ぐのに役立つ可能性がある。

また、サステナビリティ関連商品およびサステナビリティ関連でない商品の両方に係るサステナビリティリスク開示に関する要件は、情報の非対称性低減に役立ち、サステナビリティ関連問題がどのように投資に影響するのかを投資家が十分な情報に基づいて判断するのを助ける。

いくつかの法域は、サステナビリティ関連ファンドまたはサステナビリティ関連リスクに特化されていないリスク開示に係る一般的な要件を定めている。例えば、英国 FCA は、一定の取引に固有のリスクの性質を一般顧客（private customer）が理解できるように企業が責任ある措置を講じること確保するための要件、および販売前通知と目論見書でのリスク開示に関する要件を定めている。米国では、すべての登録ファンドは目論見書で主なリスクの概要を記載することを含む投資リスクの開示を要求されている。

多くの法域では、サステナビリティ関連商品に適用される特定のリスク開示およびすべての商品に適用されるサステナビリティ関連リスクの開示など、サステナビリティに特化した開示要件を定めている。

### 1. サステナビリティ関連商品に適用される特定のリスク開示

サステナビリティ関連ファンドに係るリスク開示に関する要件は、気候リスク、トランジションリスク、集中リスクなど、特にサステナビリティ関連であることから生じる固有リスクに重点を置いている。例えば、香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、使用する手法とデータの限界、標準化されたタクソノミーの欠如、投資選定における主観的判断、第三者の情報源への依存、特定の ESG 重視の投資への集中など、ファンドの投資戦略に伴うリスクまたは制限の記述を募集要項に含めなければならない。

### 2. すべての商品に適用されるサステナビリティ関連のリスク開示

サステナビリティ関連リスクの組入れに関する開示要件では、概して、サステナビリティ関連リスクが投資判断を含む商品の投資アプローチ全体にどのように組み入れられているのかについての検討と説明が要求される。例えば、EU では、SFDR はサステナビリティリスクの組入れについての開示に関する要件を定めている。商品の契約前開示には (i) サステナビリティリスクが投資判断に組入れられる方法、および (ii) サステナビリティリスクが商品のリターンに与えると予想される影響の評価結果を記載しなければならない。サステナビリティリスクは該当しないとみなす場合には、その理由を契約前開示で説明しなければならない。

#### 要件の追加・変更計画

英国 FCA は、アセットマネージャーの企業レベルおよび商品レベルでの TCFD に沿ったリスク開示に関して市中協議を行っており、その規則を 2021 年末までに最終確定させる予定である。英国政府は、英国での TCFD フレームワーク実施に加え、英国全体の企業および金融サービス機関に対しサステナビリティ事項から生じるリスクと機会およびサステナビリティ事項に与える影響を投資商品レベルも含めて開示するよう要求するサステナビリティ開示制度を導入することを計画している。

香港 SFC は、より判断に有用で気候に関連したリスク指標を投資家に提供し、TCFD の指標開示に関する提言に合致させるために、大規模ファンドマネージャーにファンドのポートフォリオの炭素排出量の開示を要求する新たな要件を発行した。データが入手可能な場合、大規模ファンドマネージャーは、ファンドのポートフォリオのスコープ 1 およびスコープ 2 の温室効果ガス排出量をその計算手法、仮定および限界と共に開示する相応の努力を期待される。

#### h. マーケティング資料およびウェブサイトでの開示

この分野の要件では、マーケティング資料とウェブサイトの内容と形式など、商品マーケティング資料およびウェブサイトでの開示について取り扱う。

サステナビリティ関連商品に係る、ウェブサイトを含む、公正で偏りがなく一貫性のあるマーケティング資料およびコミュニケーションは、商品のマーケティングが不正確ではなく、誤解を招かないものであるよう確保することで、グリーンウォッシュ防止に役立つ。

大半の法域では、特にサステナビリティ関連商品のマーケティング資料およびウェブサイトに関する要件を定めていない。しかし、これらの法域はすべての種類の商品に係るマーケティング資料およびウェブサイトに関する一般的な義務要件を定めている。

例えば、マレーシアでは、資本市場商品および関連サービスの広告宣伝活動に関するガイドラインを定めている。モロッコでは、ミューチュアルファンドに関するすべてのマーケティング資料について公表前にモロッコ資本市場局 (Moroccan Capital Markets Authority) の認可を受けなければならない。シンガポールでは、ファンドの広告と出版物について、虚偽の記載または誤解を招く記載を禁じており、ファンドユニットについて公正かつ偏りのない見解を示すよう要求している。米国では、投資顧問会社の広告 (ウェブサイトを含む) は重要事実についての不実の記載または虚偽もしくは誤解を招く記載が禁止されており<sup>79</sup>、投資ファンドも、詐欺防止条項および重大な虚偽表示もしくは記載漏れの禁止を含むマーケティング活動を規定する数々の規則と規制の対象になっている。

一部の法域では、サステナビリティ関連商品のマーケティング資料およびウェブサイトに係る特定の義務要件を定めている。

<sup>79</sup> 投資顧問業法ルール 206(4)-1 およびセクション 206 (一般的な詐欺防止条項)

## 1. マーケティング資料

一部の法域は、サステナビリティ関連商品の規制上の文書と比較したマーケティングコミュニケーションの内容に係る要件を定めている。例えば、EU 加盟国では、マーケティングコミュニケーションは SFDR の他の開示要件に基づく情報と矛盾することを禁じられている。フランスでは、SFDR に基づく要件に加え、商品が一定の最低基準を満たさない場合および非財務の特性が商品の規制上の文書に含まれていない場合は、非財務の特性を個人投資家に販売される商品のマーケティング資料に含めることはできない。

いくつかの法域では、サステナビリティ関連商品のマーケティング資料に係る特定の要件を定めている。例えば、フランス AMF<sup>80</sup>は、商品の非財務戦略の潜在的な限界に関する警告は商品に有利な要因と同じ程度目立つ方法で表示するよう提言している。集団投資の財務実績に対する非財務側面の貢献に関するコミュニケーションは、客観的な要因にも基づき、長期的に一定して一貫性があり、連続した結果を表示すべきとされている。

スウェーデンでは、サステナブル商品のマーケティングでファンドの投資先はネガティブ選定基準に基づき選定されていると主張する場合は、当該商品について、その投資先企業の売上のうち望ましくない事業活動に関連している可能性があるのは 5%以下であることを投資家に対して明示しなければならない。

EU 加盟法域（独自の要件も定めているフランスを含む）など、いくつかの法域では、前述の通り、サステナブル商品としてマーケティングを行うために金融商品が満たさなければならない一定の要件を定めている。さらに、スウェーデンでは、倫理的ファンドマーケティング委員会（Ethical Fund Marketing Committee）がファンドをサステナブルであるとしてマーケティングを行うための資格要件を定める助言文書を発行している。

## 2. ウェブサイト

一部の法域では、サステナビリティ関連商品に係るウェブサイトでの開示に関する要件を定めている。例えば、EU では、第 8 条商品および第 9 条商品に該当するファンドは、一定のサステナビリティ関連の開示をそのウェブサイトで公表して維持することが要求され、当該開示では (i) 商品の環境・社会的特性またはサステナブル投資の目的の記述、および (ii) 情報源、対象資産の選別基準、環境・社会的特性の計測または商品がサステナビリティに与える影響全般の計測に使用するサステナビリティ指数など、環境・社会的特性またはその商品に選定したサステナブル投資の影響を評価、計測および監視するのに用いる手法に関する情報などが要求されている。

香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、適宜、募集要項での開示を補完するために投資家に対してファンドの追加情報を開示すべきであるとし、当該追加情報には (i) ファンドのライフサイクルを通して ESG 重視度を計測して監視する方法および関連する内外の管理の仕組み、および (ii) ESG 重視度およびファンドによる ESG 重視達成度を計測する手法の記述などが含まれる。これらの開示は、ファンドマネージャーのウェブサイト上または他の方法で開示される。

また、フランス AMF は、非財務報告は SRI、ESG または社会的責任をテーマとするファンドのウェブページから容易にアクセス可能とし、少なくとも年次で更新するよう提言している。

---

<sup>80</sup> <https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/Position/Information%20to%20be%20provided%20by%20collective%20investment%20schemes%20incorporating%20non-financial%20approaches.pdf>

## 要件の追加・変更計画

EU では、RTS が最終確定され実行された時点で、それによって、ウェブサイトおよび定期報告でのサステナビリティ指標ならびに環境または社会的特性の促進およびサステナブル投資の目的に関連した情報の内容、手法および表示が規定される見込みである。

さらに、ポルトガル CMVM は、ポートフォリオの大部分を ESG 手法に従い投資する投資ファンドのみがサステナビリティ関連の特徴を宣伝またはマーケティング（ウェブサイトまたはその他の方法で）できると規定するガイドラインおよび提言を公表予定であると表明している。

英国 FCA は、TCFD に沿った開示は顧客および消費者が開示に容易にアクセスできるように企業の事業に係る主要なウェブサイトの目立つ場所に公表すること（ホームページからのリンクを貼り付けるなど）を提案した。

### i. コンプライアンスおよびサステナビリティ関連の実績の監視

この分野の要件は、アセットマネージャーまたは規制・監督機関が実施する (i) 商品の投資目的の遵守に関する監視および (ii) 商品の実績に関する監視を扱う。これには、例えばアセットマネージャーが商品の投資目的達成（実績目標の達成を含む）を確保するために商品のポートフォリオを監視して評価する要件および規制当局が商品の投資目的の遵守を監視する要件が含まれる。これらの種類の要件は、上述の定期的なサステナビリティ関連の報告とは異なる。

上述のとおり、商品が掲げるサステナビリティ関連の投資目的・戦略を達成しないことは、一種のグリーンウォッシュである可能性がある。商品のコンプライアンスおよびサステナビリティ関連の実績を監視する要件は、商品がサステナビリティ関連の実績目標を含むサステナビリティ関連の投資目的を達成するよう確保することで、グリーンウォッシュの防止に役立つ可能性がある。

大半の法域は、サステナビリティ関連商品のコンプライアンスおよびサステナビリティ関連の実績の監視に関する特定の要件を定めていないが、すべての商品に適用される一般的な監視またはコンプライアンス要件を定めている。例えば、米国では、登録ファンドの取締役会による明文化された方針と手続の採用および最高コンプライアンス責任者の任命に関する要件、ならびに当該方針と手続の適切性の年次レビューに関する要件が定められている。

商品の投資目的の遵守確保に特化した監視要件を定めている法域はほとんどない。その一例が香港であり、香港では SFC 認可の ESG ファンドのマネージャーは、ファンドが掲げる ESG 重点・要件を引き続き満たすよう確保するために定期的にファンドの投資先を監視して評価するよう期待される。

しかし、すべての商品に適用される要件であれ、サステナビリティ関連商品に特に適用される要件であれ、メンバー法域は概してサステナビリティの実績を含む実績の監視に関する要件を定めていない。

### j. 定期的なサステナビリティ関連報告

この分野の要件は、サステナビリティ関連の目的をもつ商品に当該目的達成の程度を継続的に報告するよう要求するなど、サステナビリティ関連の定期報告を扱う。

定期報告の要件は、情報の非対称性を削減することで、グリーンウォッシュ防止に役立つ。サステナビリティ関連の投資目的を掲げる商品は、実際にはそれらの目的を達成しないおそれがある。商品がその目的を達成するかどうかに関連した定期報告は、投資家が商品の実績を監視してサステナビリティ関連目的を継続的に達成するその能力を評価できるようにするのに役立つ可能性がある。

ある。

多くの法域が、すべての商品に適用される一般的な実績に関する定期報告要件を定めている。例えば、米国では、すべてのオープンエンド型登録ファンドは一定の実績に関する情報を登録届出書で継続的に開示しなければならない。

いくつかの法域では、すべての商品について、適用可能であれば、ベンチマークに対する過去の実績を定期的に報告することを要求している。例えば、シンガポールでは、投資スキームは定期報告において、適用可能であれば当該スキームの過去実績と当該スキームのベンチマーク指数の実績または当該スキームの投資の重点を反映する指数の実績との比較を開示することを要求されている。

他のいくつかの法域では、サステナビリティ関連商品の定期報告に関する特定の要件を定めている。

### 1. サステナビリティ関連の実績報告

EU メンバー法域では、第 8 条商品および第 9 条商品の両方について、サステナビリティ関連実績に関する情報を定期報告で記載することが要求される。第 8 条商品の定期報告では、環境または社会的特性を満たす程度を開示するよう要求されている。一方で、第 9 条商品の定期報告では、

(i) 関連性のあるサステナビリティ指標による商品のサステナビリティ関連の影響全般の開示または (ii) 参照ベンチマーク指数が指定されている場合に商品のサステナビリティ関連の影響全般と当該指数の影響およびサステナビリティ指標による広範な市場指数の影響との比較の開示が要求される。

さらに、EU 株主権利指令 (SRD II: Shareholders Rights Directive II<sup>81</sup>) では、アセットマネージャーがそのウェブサイトで年次で、株主エンゲージメントを投資戦略にどのように組み込んでいるのかを記述するエンゲージメント方針を策定して開示することを要求している。また RTS は、最終確定され実行された時点で、金融市場参加者にその商品の実績を前年比で比較してサステナビリティ関係の目標達成度を計測することを要求すると見込まれる。

いくつかの EU メンバー法域では、サステナビリティ関連の定期報告に係る独自の追加要件を定めている。例えば、フランスでは、「SRI」および「GreenFin」のラベルに対してサステナビリティ関連の実績に関する特定の年次報告要件を課している。スウェーデンの投資ファンド法 (Investment Funds Act) は、ファンドマネージャーに対して、実施したサステナビリティ関連業務について年次報告書または別途報告書を作成して継続的に報告することを要求している。

香港では、SFC 認可の ESG ファンドは、報告期間においてファンドがいかに ESG 重視を達成したかの記述、評価の基本に関する記述 (推定と限界など)、およびファンドが過去に定期評価を提示している場合には当期報告期間と少なくとも前期評価期間との比較を投資家に提供するために、少なくとも年次で定期評価を行うことを要求されている。

マレーシアでは、SRI ファンド・ガイドラインは、適用可能であれば SRI ファンドの年次および中間報告に、SRI ファンドのポートフォリオのサステナビリティ側面に関するレビューを含めることを要求している。SRI ファンド・ガイドラインは、SRI ファンドのポートフォリオにとって重要なサステナビリティのトピックに関する行動・結果・実績指標の説明 (入手可能な場合) を含む当該ファンドのポートフォリオのサステナビリティ側面に関するレビューを定期的に投資家が入手できるようにすることも提言している。

## 2. サステナビリティ関連の商品に係る他の種類の定期報告

EU 加盟法域、マレーシアおよび英国を含むいくつかの法域では、商品のサステナビリティ関連の目的、考慮事項または特性に関する定期報告を要求している。

これらの法域の一部では、当該報告要件の一部として追加の開示も要求している。例えば、マレーシアでは、適用可能であれば、適格 SRI ファンドの年次報告および中間報告において、ファンドは、用いる社会的責任投資戦略で採用するサステナビリティ考慮事項の記述に加え、SRI ファンド・ガイドラインを遵守した旨の表明を含めなければならない。英国では、英国 FCA は、非財務目的を設定するファンドは、ファンドの非財務目的について投資家に対し継続的な情報を提供し、当該目的を達成しているかどうかを測る方法を明確にすべきであるとする、FCA ハンドブックに規定されていない指針を政策声明（Policy Statement）PS19/4 で発行した。

### 要件の追加・変更計画

ポルトガル CMVM は、商品の投資方針が引き続き商品の法的文書に記載またはベンチマーク参照により示す長期的な目的に沿っているかどうかを、商品の年次報告書で自主的に開示するよう動機付けるために、ガイドラインと提言を発行する予定であると表明している。

また、EU は、2021 年末までに、第 8 条商品および第 9 条商品の開示枠組みを強化する予定であり、これらの商品がタクソノミー規制に沿った投資を行う場合に、その投資とタクソノミー規則との合致度合いに関する事後報告を開示に含めることを要求して当該強化を行う予定である。

---

<sup>81</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>

## 第4章 金融・投資家教育

金融・投資家教育は、サステナビリティ関連商品について概念と開示の合致および投資家のリスク認識向上に貢献することで、グリーンウォッシュ防止および投資家保護に重要な役割を果たす。

本章では、第1章で述べた金融・投資家教育に関する調査に対するSTFおよびIOSCO C8のメンバー法域の回答を利用して、現在のサステナブルファイナンスに関する金融・投資家教育の状況を概観する。

### A. サステナブルファイナンスにおける投資家教育の役割

#### i. 背景

金融教育とは、「金融消費者・投資家について、金融の商品、概念およびリスクの理解を向上させること、ならびに情報、指導や客観的助言を通して、金融のリスクと機会の認識を高め、十分な情報に基づいた選択をし、支援を求める先を知り、また、経済的な健全性（financial well-being）を向上させる他の効果的な行動を取るための技能と自信をつけるプロセスである。<sup>82</sup>」OECDによると、十分な情報を得た金融知識のある個人は、複雑性を増す金融市場により良く対応する準備ができており、自身の健全性だけでなく、市場の効率性を向上させ、また、ファイナンシャルインクルージョンおよび不正行為からの保護に貢献する可能性がある<sup>83</sup>。金融当局は、金融市場の全体を見渡すことができるため、金融教育、そして特に投資家教育の必要性を特定し、教育を提供するのに良い立場にある<sup>84</sup>。

金融・投資家教育は、当該調査への回答で示されたとおり、サステナブルファイナンスを支え、投資家をグリーンウォッシュおよびサステナビリティ関連リスクから保護するために必要不可欠な手段である。

#### ii. 調査回答

当該調査の回答者全員が、サステナブルファイナンスにおいて金融・投資家教育が果たせる役割があると回答している。回答者は、金融・投資家教育がサステナブルファイナンスを支援できる

---

<sup>82</sup> OECD（2005年）「金融リテラシー向上：問題の分析と政策（Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies）」OECD 出版局、パリ。以下にて入手可能。<https://doi.org/10.1787/9789264012578-en>。[https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/improving-financial-literacy\\_9789264012578-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/improving-financial-literacy_9789264012578-en)（2021年2月26日にアクセス）

<sup>83</sup> OECD（2017年）「OECD/INFE 投資家教育に関する政策枠組み（OECD/INFE Policy Framework for Investor Education）」以下にて入手可能。<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-policy-framework-investor-edu.pdf>（2021年2月26日にアクセス）、およびOECD（2013年）「金融教育のための国家戦略の推進（Advancing National Strategies for Financial Education）」以下にて入手可能。[https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20\\_OECD\\_NSFinancialEducation.pdf](https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECD_NSFinancialEducation.pdf)（2021年2月26日にアクセス）を参照されたい。

<sup>84</sup> IOSCO メソドロジー原則3の主要課題6は、規制当局は「投資家や他の市場参加者の教育の推進に、積極的な役割を果たすべきである」と認めている。IOSCO（2013年）「IOSCO 証券規制の目的と原則実施の評価に関するメソドロジー（Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation）」以下にて入手可能。<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf>（2021年2月26日にアクセス）また、IOSCO（2014年）「投資家教育及び金融リテラシーに係る戦略枠組み（Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy）」以下にて入手可能。<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD462.pdf>（2021年2月26日にアクセス）特にC8メンバーが実施したこの分野の作業は注目に値する。IOSCOは、投資家教育に特化したハブを以下に設置している。

[https://www.iosco.org/investor\\_protection/?subsection=investor\\_education\\_gateway](https://www.iosco.org/investor_protection/?subsection=investor_education_gateway)

以下を含むさまざまな方法を特定した。

- 投資家がグリーンウォッシュ、誤解を招く広告とマーケティング、および誤情報をより良く特定できるよう、投資家の意識を向上させ投資家に情報を提供する。
- 投資の際に社会と環境に対する影響を考慮したいと考える投資家を支援する。
- サステナビリティ関連の開示に関する理解を向上させる。
- サステナブルファイナンスの主流化を支援する。
- サステナブル投資商品に対する需要を高める。
- インパクト投資プロジェクトの受益者に力を与える（マイクロファイナンスなど）。

上記に加え、ある法域は、金融・投資家教育は金融市場に包含されるサステナビリティ関連リスクに対する意識を向上させ、国連 SDGs に従ったサステナブル投資を推進するのに役立つと強調した。別の法域は、サステナビリティの効率性および市場の開示を改善するためには、上場企業および機関投資家の能力を向上させることが重要であると強調した。

これらの調査結果により、投資家教育と本報告書で扱う他のトピックとの関連性が高いことが明らかになった。特に、アセットマネージャーおよびサステナビリティ関連商品によるサステナビリティ関連開示に対する規制の有効性は、グリーンウォッシュ防止を目的として、金融・投資家教育の取組みを通じて強化できる可能性がある。これは、投資家が力をつけて、アセットマネージャーに対しサステナブルファイナンス商品に関するベストプラクティスを採用し透明性をもたらすよう求めることで、さらに強化できる。

### iii. 実施

#### a. 現在の金融・投資家教育の取組み

半数以上の法域では、サステナビリティ関連のリスクなど、サステナブルファイナンスに関連した投資家教育の取組みを少なくとも 1 つは行っている。この種の取組みを実施していない法域の一部は、そのようなプログラムを実施していない理由としてテーマの複雑性、および一部のサステナブルのトピックが十分に成熟していないことを挙げている。しかし、このような取組みを開始していない法域の過半数は、サステナビリティ関連の金融教育活動を将来実施する意欲があると表明している。

サステナビリティに重点を置いた金融・投資家教育プログラムを既に実施した法域のうち、最も一般的な金融・投資家教育の取組みは、サステナビリティ関連商品に特化したものであった。これらの商品のうち、扱われた種類で最も一般的だったのは、グリーンボンド、ソーシャルボンドおよびサステナブルボンドであった。これらの取組みには、テーマ別債券に関する出版物、ならびに商品文章の読み方および ESG 特性の識別方法に関する指針などが含まれていた。取り扱った 2 番目に最も一般的な種類の商品は、ESG ラベルを付されたファンドであり、アセットマネージャーがサステナビリティ関連商品に適用する手法と対応する ESG 基準に注意を払うよう投資家に提言することに取組みの重点が置かれていた。

労働者の権利や多様性などの他の人権に関するトピックに加えてジェンダー平等に主に関連した社会リスク、およびサステナビリティ・気候関連の問題についての企業の非財務開示に主に関連したサステナビリティ・気候関連の透明性は、金融・投資家教育の取組みで 2 番目に重視されている分野である。

3 分の 1 超の法域は、気候、環境およびグリーンウォッシュのリスクに関する取組みを実施して

いた。気候および環境のリスクを重視した取組みは、気候変動、廃棄物管理、循環型経済および汚染管理を原因とする財務・業務上の影響に重点が置かれていた。グリーンウォッシュのリスクを重視した取組みには、サステナブル金融商品に関連のあるさまざまな文書の評価する必要性を明確にするための個人投資家向け教育コンテンツ、商品の「グリーン」ラベルのみに依拠するのではなくサステナビリティ関連の開示を確認するよう導くこと、グリーンウォッシュのリスクに注目を集めるためのイベントおよび協議、ならびに調達額の利用に関する情報を含むグリーンボンドに関する情報提供の場、などがあった。一部の規制当局は、企業その他の投資先ビークルのサステナビリティに関する報告、方針およびガバナンス実務を重視している。

多くの法域は、サステナビリティ重視のアセットマネージャー、基準設定機関および ESG 信用格付け機関に関する取組みも実施している。これらの取組みは、サステナビリティ重視のアセットマネージャー、基準設定機関および ESG 信用格付け機関について、金融機関、株式取引所、投資家および市場協会を含むさまざまな市場参加者の意識を向上させることに主に重点を置いていた。これらの取組みは、TCFD、国連 SDGs などの基準設定機関、ならびに米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）、グローバル・レポート・イニシアチブ（GRI）および国際統合報告評議会（IIRC）などの報告枠組みにも重点を置いている。

取組みを実施した法域の約 3 分の 1 は、インパクト投資およびサステナブルに関するタクソノミーと認証に重点を置いた取組みを実施した。インパクト投資に関連した取組みは、インパクト投資商品の特徴、その影響の計測および評価の方法、ならびに潜在的な社会環境上の利益の前後関係を理解する方法を考慮していた。これらの法域の中には、グリーンボンドに係るガイドラインも参照し、環境認証ならびに国際資本市場協会（ICMA）および気候債券イニシアチブ（CBI）などの国際基準の採用に力を入れている法域もあった。

他の取組みには、サステナブルファイナンスに特化した出版物と提携、国連 SDGs の認識および責任投資などがあった。それらの取組みは、弱い立場にある人々、子ども、若者およびマイノリティーのファイナンシャルインクルージョンを強化してより包含的で回復力のあるサステナブルファイナンス市場を構築することにも重点を置いていた。

前述のとおり、規制当局は現在までに、さまざまなテーマを金融・投資家教育の取組みに含めている。中には他の問題よりも開発が進んでいる、または優先されている問題があるが、サステナビリティ関連リスクおよびサステナブルファイナンスを投資家教育の計画に組み込もうとする各法域の努力は全体として注目に値する。統一化前の、変化途中で標準化されていない概念が依然として多いことに鑑み、市場でサステナビリティ関連の問題が展開するに伴って、この分野でのさらなる進展が見られる可能性がある。

#### b. 将来の金融・投資家教育の取組み

法域の約 4 分の 3 は、2021 年に新たな取組みを始める、または現行の取組みを継続するなどして、サステナビリティ重視の金融・投資家教育の取組みを将来行う意欲があると報告している。特定された重点分野は、前述のセクションで言及した分野と同じであり、サステナブルファイナンスの商品、気候変動関連リスク、サステナブル関連のタクソノミーと認証、社会リスク、グリーンウォッシュのリスク、サステナビリティおよび気候関連の透明性、サステナビリティ重視のアセットマネージャー、基準設定機関および ESG 信用格付け機関、ならびにインパクト投資である。

各テーマで注目する主なトピックは、上述のジェンダー平等、テーマ別債券および ESG ラベルのファンドなど、既の実施されている取組みと同様である。

サステナビリティ重視の金融・投資家教育の取組みを実施する予定は現在ないと回答したのは、回答者のわずか 4 分の 1 であった。これらの法域は、自法域でそうした問題を改善するための最良のアプローチをまず研究する必要があると認めている。

IOSCOの第5回世界投資者週間(WIW)は、2021年10月4日から10日にかけて開催され、投資家教育・保護の重要性の意識向上を目的とし、この極めて重要な2分野における証券規制当局のさまざまな取組みを取り上げた。新型コロナウイルス感染症の世界的流行により2020年に許容されたのと同様に、各法域は金融・投資家教育を推進する週として、10月または11月のどの週でも選択できる。第5回WIWでは、サステナブルファイナンスおよび不正・詐欺防止の2つがテーマに追加され、サステナブルファイナンスにおける投資家教育の重要性に関するソーシャルメディアでの活動およびウェビナーも実施される。

サステナブルファイナンスに関するSTFが率いる取組みを補完して、IOSCOのC8は、サステナブルファイナンスの分野における投資家の金融リテラシーを強化する実務上の指針を含む個人投資家向け教育ツールの開発を予定している。このプロジェクトでは、STFと密接に連携しながら、該当する利害関係者との協働が行われる。予定される主な目的は、サステナブル関連の金融商品の特性についての情報を個人投資家に提供することにより個人投資家保護を強化することである。

#### c. 取組みの種類および実施方法

サステナビリティ重視の金融・投資家教育の取組みを実施した、または実施を予定しているすべての法域は、ウェブサイトが主な情報源であるべきという点で合意している。例としては、オンラインの授業・指針・出版物などがプログラムに含まれる。サステナビリティ分野で金融教育を発信する方法としては、ソーシャルメディアと動画も人気のある提供方法であり、利用する媒体にはInstagramライブ、Facebookライブ、テレビCM、YouTube、TwitterおよびLinkedInが含まれる。

約半数の法域は、インターネット経由で提供する授業(Eラーニング、大規模公開オンライン講座(MOOC)、講義など)を含む授業は、サステナブルファイナンス分野の対象者に接触するための重要なツールであると見ている。かなりの数の法域は、対面イベントの実施および金融教育を学校教育に組み込むことも、提供チャンネルとして適切であると認めている。IOSCOが年次で推進する世界投資者週間(WIW)も重要なイベントとして認識されている。

一部の法域は、ニュース媒体によるキャンペーン、取引前金融リスク評価または投資家調査、ハードコピーのパンフレット、ポッドキャスト、ブログ、インフォグラフィックス、教育テックおよびアプリの利用にも力を入れている。

結論として、インターネットが金融・投資家教育コンテンツの拡散を行う主な基盤であるという点で、メンバー法域は広く同意している。インターネット経由で公衆に広く接触することの重要性は、新型コロナウイルス感染症の世界的流行によっても実証され、対面の授業またはイベントの計画は縮小された。インターネットは、その柔軟性と適応性から、サステナブルファイナンス分野の金融・投資家教育の対象者を拡大しようとする法域にとって有用なツールである。

#### d. 対象者および提携と協働

サステナビリティに関する金融・投資家教育の取組みを実施した、または実施の意思があるすべての法域は、個人投資家を対象者に特定している。3分の2の法域は、学生教育課程にいる子どもと若者を含む公衆全体も対象者に特定した。半数以上の法域は、発行体、市場協会およびアセットマネージャーを含むさまざまな市場参加者も対象者に特定している。機関投資家についても、3分の1の法域が対象者に特定した。

金融・投資家教育の取組みを実施した、または実施を予定している大半の法域は、金融・投資家教育の取組みにおいて協会、学校および政府機関と提携・協働関係にある。これらの協働により、規制当局だけでは接触できない広範または特定の対象者を引き込むことができる。

これらの調査結果では、個人投資家に教育を提供する規制当局の継続的な努力が目立ったが、すべての市場参加者と社会全体を含めた全体的なアプローチに対する関心があることも明らかになった。

e. サステナビリティを重視した金融・投資家教育の提供者

法域全体として、現在サステナビリティ重視の金融・投資家教育の取組みに従事している組織の種類を、最も一般的な組織から順番に以下に記載する。

- ESG およびサステナブルファイナンスに重点を置いた大学院過程、校外教育過程および修士課程を含む高等教育（大学院教育、経営者向け教育など）の提供機関ならびにビジネススクール
- 資本市場協会などの機関投資家や個人投資家の団体
- 投資専門家を対象としたサステナブルファイナンスのプログラムを含む継続専門教育を提供するファンド運用者協会
- 金融リテラシー教育およびサステナブルファイナンスに関する一般的な助言を提供する公的および民間の協会を含む、地域社会に密着した個人投資家向け金融リテラシーのプログラム
- サステナビリティの資質要件を含む、サステナビリティに関する助言および投資商品の販売免許を発行する組織
- 投資家評議会、CFA 協会（CFA Institute）およびコーポレートガバナンス協会を含む、専門委員会による認可を行う組織

この他の種類の組織には、投資家および投資専門家の責任投資協会、監査会社、消費者助言センター・協会、非政府団体、株式取引所、銀行協会、グリーン学会および公的銀行などがある。

これらの調査結果は、幅広くかつ多様な組織がサステナビリティ重視の金融・投資家教育の提供に参加していることを示し、よって規制当局はこのような取組みを既に実施している他種の組織と協働することを望む可能性がある。

iv. 将来に向けた課題

大半の法域は、サステナビリティ重視の金融・投資家教育の取組みを実施するにあたり、数々の課題を特定した。

- 内部の能力開発不足、仮想プラットフォームおよび教育チャネルのインフラ不足、サステナブルファイナンスが急速かつ継続的に変化していることから誤解を招く、または古い情報を提供するリスク、グリーンウォッシュの問題の理解の難しさ、ならびに企業および商品の開示費用および開示に対する準備度合いのばらつきなど、金融・投資家教育の取組みを実施するための財源、インフラおよび熟練人材が限られていること
- 開示、タクソノミーおよびサステナブルファイナンスに対する規制アプローチに関する標準化と明確な指針の欠如
- 投資家の動機を理解する難しさ、比較可能な定性的・定量的データの欠如、さまざまな市場参加者と協力する必要性、サステナブルファイナンスに対する個人投資家の信頼感および潜在的投資収益の理解を向上させることの難しさ、金融教育で成人を支援することの難しさ、学校のカリキュラムで義務化されている内容がないこと、低いデジタル・リテラシー、若い投資家に接触する方法を開発する必要性、ならびに投資商品を明確化するための教育・情報資料を開発する必要性など、取組みにおいて利用するガイドライン、データおよび手法の不十分な理解

## 第5章 課題

ここ数年で投資家の間でサステナビリティに対する関心が急速に高まっており、それに伴いサステナビリティ関連商品の開発および投資家向け販売とマーケティングが進んでいる。しかし、企業レベルでのデータ不足、情報提供機関および ESG 評価機関の増加に起因する問題、用語および表示・分類の一貫性の欠如、重要性（マテリアリティ）の解釈の相違、技能・専門性不足、ならびに変化を続ける規制アプローチなど、サステナビリティ関連商品の普及に伴う多くの課題が生じている。本章では、これらの課題を検討する。

### A. 企業レベルでのデータ不足

2020年時点で、サステナビリティ報告を公表している52カ国（5,200社）において規模で上位100位までの企業が占める割合は、KPMGが前回調査を行った2017年の75%から5%上昇して80%となった<sup>85</sup>。しかし、TCFDの2020年の進捗報告書<sup>86</sup>で強調されているとおり、企業数と開示量が増加した一方で、気候変動が事業、戦略および財務計画に及ぼす財務上の影響に関する企業開示は低いレベルに留まっている。

よって、サステナビリティに関心をもつあらゆる種類の投資家にとって、一貫性があり、比較可能で判断に有用な企業からのサステナビリティ情報の重要性はかつてないほどに高まっている。これらの投資家には、商品の幅を広げてサステナビリティ関連の商品を取り扱うこと、または内部能力を強化して適切にサステナビリティ関連リスクを評価・管理することを望むアセットマネージャーが含まれる。

企業レベルのESGデータは、さまざまな理由からアセットマネージャーにとって重要である。まず、アセットマネージャーは、そのサステナビリティ関連商品の投資目的を達成可能にする企業の種類を特定するために、一貫性があり、比較可能で判断に有用な情報を利用できる必要がある。さらに、企業レベルのESG情報は、アセットマネージャーが継続的にこれらの企業を評価し、投資先としての当該企業の継続的なサステナビリティを判断できるようにするために重要である。最後に、投資戦略に基づき、議決権行使または株主エンゲージメントを通して企業行動に影響を与える必要のあるアセットマネージャーにとって、企業レベルでの信頼性のある情報は極めて重要である<sup>87</sup>。

しかし、企業レベルのサステナビリティ関連データについては、数々の課題がある。まず、サステナビリティ関連の開示は、量的および定性的の両方であり得るが、それぞれに特有の課題がある。

定量的な開示は、限られた開示であることがあり、多くの場合、同一の指標であっても、長期的に一貫した手法に基づいていない。定性的な開示は、一貫性、信頼性および比較可能性の問題を伴う<sup>88</sup>。

また、この分野における単一の枠組みがないという問題がある。企業レベルのサステナビリティ関連事項の評価と開示に関しては、既にいくつかの枠組みが存在する。これらの枠組みは、企業

---

<sup>85</sup> [https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/2020/12/The\\_Time\\_Has\\_Come\\_KPMG\\_Survey\\_of\\_Sustainability\\_Reporting\\_2020.pdf](https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/2020/12/The_Time_Has_Come_KPMG_Survey_of_Sustainability_Reporting_2020.pdf)

<sup>86</sup> TCFD「TCFD2020年ステータスレポート（TCFD 2020 Status Report）」は以下にて入手可能 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P291020-1.pdf>

<sup>87</sup> Appel, Ian, Gormley, Todd A., Keim, Donald B. 「パッシブ投資家はパッシブ株主ではない（Passive Investors, Not Passive Owners）」（2016年2月6日）Journal of Financial Economics（JFE）（近刊予定）、SSRNにて入手可能。 <https://ssrn.com/abstract=2475150> または <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2475150>

<sup>88</sup> 脚注7と同様。

レベルの開示についての構成、定義、指標および手法を定めることで、企業の開示とアセットマネージャーの投資プロセスの両方を支援する。しかし、市場は単一の枠組みに収斂しておらず、よって、これらの枠組みは、さまざまな法域にわたり一貫性なく適用されており、概して自主的に適用されている。

企業レベルでの不完全で一貫性のないサステナビリティ関連の開示は、商品レベルで商品の設計、提供および開示ならびに継続的な実績報告に影響があるおそれがあり、よって投資家に害を及ぼす可能性がある。STF のワークストリーム 1 の作業の一環として、企業レベル情報の利用者が投資判断を行うための情報として求めるサステナビリティ関連の情報は何か、および当該情報の入手に伴う不足と欠点を理解するために、2つの実態調査が実施された<sup>89</sup>。企業レベルの開示の利用者として、アセットマネージャーは、企業レベルでの完全かつ一貫性と信頼感のある開示の欠如は、その商品のポートフォリオ運用に利用する情報の質に影響し、結果として投資家に提供できる情報の種類と質を損なうおそれがあると表明している。

企業レベルでの必要データがないことで、アセットマネージャーは、サステナビリティ関連の投資戦略の有効性を評価できない可能性がある。またアセットマネージャーは、投資家に対して、商品が掲げている目的に従って投資していることを示せない可能性もある。これらの問題により、投資家が不適当な商品を購入するリスクが増大する可能性があり、場合によっては意図しないグリーンウォッシュにつながるおそれがあり、その場合、情報連鎖の起点において、情報は信頼性、比較可能性または一貫性という品質を欠いている。

よって、世界的に一貫性があり、比較可能で判断に有用な企業レベルの開示は、アセットマネージャーおよびその商品にとって重要であり、IOSCO は、変化を続ける投資家の情報ニーズおよびサステナビリティ関連リスクと機会を価格に織り込む市場能力を支援し、資本配分を支援するために、サステナビリティ報告の一貫性と比較可能性を改善する喫緊の必要性があると見ている。

STF を設置してからの 1 年間で、サステナビリティ関連の開示に関する公的および民間の両方の取組みの勢いが世界で高まってきていると IOSCO は認めている。投資家のニーズを満たすことを促し、法域がサステナビリティ関連の開示要件を定めるまたは実施する際に検討する健全なベースラインを設定するために、共通のサステナビリティ関連の報告基準を開発する IFRS 財団の取組みにおいて協働することは、STF 作業の重要な側面である。

2021 年 6 月に公表した別の報告書において<sup>90</sup>、IOSCO は IFRS 財団の下部組織として設立予定の ISSB に対するビジョンと期待を示している。同報告書では、幅広いサステナビリティ関連のトピックを対象として既存の原則、枠組みおよび指針を活用した、法域をまたいで世界で一貫性のある企業レベルのサステナビリティ関連の開示に向けた継続的な進捗を促している。同報告書は、企業のサステナビリティ関連の開示における業界ごとの定量的な指標、そして定性的情報の標準化に一層重点を置くことを推奨している。

## B. 情報提供機関および ESG 評価機関の増加

企業レベルのサステナビリティ関連の開示に係る一貫性のある枠組みがないという現状は、第三者のデータ提供機関および ESG 評価機関が介入してアセットマネージャーを含む投資家に対して情報を提供するという余地を与えている。情報提供機関および ESG 評価機関の増加ならびにアセットマネージャーが当該機関に依存することに伴う課題の 1 つとして、ESG のデータと評価に信頼性と一貫性がないことが挙げられる<sup>91</sup>。これは、これらのデータと評価に用いる手法について

<sup>89</sup> 脚注 7 と同様。

<sup>90</sup> 脚注 7 と同様。

<sup>91</sup> Boffo, R., R. Patalano (2020 年) 「ESG 投資：実務・進捗・課題 (ESG Investing: Practices, Progress and Challenges)」 OECD パリ本部、<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>

透明性を欠いていることが原因の一部である可能性があり<sup>92</sup>、この問題も提供機関自身が発行体からの情報に依存するために生じている可能性がある<sup>93</sup>。データ提供機関から入手した ESG のデータと評価の利用が高まる中、第三者提供機関から入手した不透明な ESG のデータと評価にアセットマネージャーが全面的に過度に依存している可能性がある<sup>94</sup>。

IOSCO は、データ提供機関および評価提供機関による開示が不十分な水準にあること、および企業レベルの開示の不足を補うために当該提供機関への依存があることを認識している。STF のワークストリーム 3 は、これらの問題を検討し、同ワークストリームの報告書<sup>95</sup>にて、この領域での提言を示している。

### C. 用語の一貫性の欠如

他の注目すべき課題は、資産運用業界においてサステナビリティに関する用語と定義に一貫性がないことである。例えば、商品レベルで「インパクトファンド」、「サステナブルファンド」、「ソーシャルファンド」、「低炭素ファンド」、「パリ協定に沿ったファンド」など、多くの用語がサステナビリティ関連商品を記述するのに使用されている。「ESG 組入」、「ネガティブスクリーニング」など、ESG 戦略を記述するのに使用する用語についても混乱が生じている可能性がある。しかし、これらの用語について合意された定義は現在のところなく、投資家がそれらの商品を理解する、または効果的に比較するのは困難である。この問題は、商品のマーケティングと販売が法域をまたいで行われると、用語の理解のばらつきにより投資家に関連した規制当局の懸念事項が増すため、一層深刻化する。

第 3 章で検討したとおり、商品の投資目的・戦略の性質が明確でないことで、グリーンウォッシュにつながるおそれがある。

用語と定義に一貫性がない他の概念として「目標温度との一致 (temperature alignment)」がある。サステナビリティ関連商品に対する需要があることから、一部のアセットマネージャーはポートフォリオの示唆する温度の計測または 1.5 度もしくは 2 度のシナリオとの一致の計測に関する情報を提供している。しかし、「温度軌道との一致」の概念は、投資家および投資ポートフォリオの視点からは依然として不明瞭であり、手法に課題がある。さらに、さまざまな種類の温度一致評価アプローチの基礎となる分析の枠組みおよび手法は、透明性および時として一貫性を欠くことから困難に直面する。これにより、その結果の信頼性、比較可能性および有用性に障害が生じる<sup>96</sup>。

用語に一貫性を欠く問題は、第 6 章の提言 4 で取り扱う。

### D. 表示と分類における一貫性の欠如

---

<sup>92</sup> AFM 「フランス・オランダ金融市場当局が ESG データ、評価および関連サービスの欧州規制を呼びかけ (French and Dutch financial market authorities call for a European regulation of ESG data, ratings, and related services)」(2020 年 12 月) は以下にて入手可能。 <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/french-and-dutch-financial-market-authorities-call-european-regulation-esg-data-ratings-and-related>

<sup>93</sup> <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-towards-a-common-language-for-sustainable-investing-january-2020.pdf>

<sup>94</sup> BaFin 「サステナビリティリスク対応に関するガイダンス通知 (Guidance Notice on Dealing with Sustainability Risks)」(2020 年 1 月 15 日)、オンライン [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Merkblatt/dl\\_mb\\_Nachhaltigkeitsrisiken\\_en.html?sessionid=DBA8E9C5618DF7101A5A7C38DA5AC6AF.2\\_cid393?nn=9866146](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken_en.html?sessionid=DBA8E9C5618DF7101A5A7C38DA5AC6AF.2_cid393?nn=9866146)

<sup>95</sup> 脚注 10 と同様。

<sup>96</sup> 「一致度評価説明書：低炭素軌道・目標温度とポートフォリオの一致度を評価する手法に関する技術レビュー (THE ALIGNMENT COOKBOOK A Technical Review of Methodologies Assessing a Portfolio's Alignment with Low-Carbon Trajectories or Temperature Goal)」 <https://www.louisbachelier.org/wp-content/uploads/2020/07/rapport-0207-mis-a-jours.pdf>

用語の一貫性の欠如に関連するものの別個の問題であるのが、表示と分類における一貫性の欠如である。例えば、ESG 活動を分類して定義するために表示と分類の制度が一定の法域で策定されているが、当該制度の範囲および強制力の程度はどちらも法域により異なる。

ラベルは大きく 2 つに分類され、ESG を広く重視するラベル、および「グリーン」と呼ばれることの多い特に環境持続性を重視するラベルがある。ラベルには、金融市場参加者が開発したもの、および専門家協会が開発したものがあり、残りは環境ラベルを専門とする組織が開発している。すべてのラベルは、持続可能な資産運用に関する特定水準の品質を保証することを目指している。欧州に拠点を置くファンドマネージャーの運用資産額とファンド数の点で、特にフランスの公的な「SRI」ラベルおよびベルギーの「サステナビリティに向けて (Towards Sustainability)」ラベルの 2 ラベルの使用が 2019 年以降に急増している<sup>97</sup>。

さらに、現在の相互に依存した金融市場において複数の表示・分類制度が共存することにより、業界・資産クラス・地域全体における非一貫性および相違が生じるおそれがある。この問題は、市場細分化および規制裁定につながるおそれがあり、その結果グリーンウォッシュの事例が増加する可能性がある。

この問題は、第 6 章の提言 2 で取り扱う。

#### E. 重要性 (マテリアリティ) の解釈の相違

IOSCO は、2021 年 6 月の報告書<sup>98</sup>で示したとおり、STF のワークストリーム 1 を通して、サステナビリティ関連情報の文脈で重要性 (マテリアリティ) の問題を検討した。同報告書では、財務上の重要性と環境・社会上の重要性は区別されることが多いと述べている。伝統的に、このように異なる視点を用いることは、情報に対する投資家のニーズ (財務上の重要性) と顧客、従業員、サプライヤーおよび市民社会を含む他の利害関係者のニーズ (環境・社会上の重要性) が異なることに関係している。両方の側面について報告することは、重要性の二重レンズ (double materiality lens) の適用と呼ばれることが多い。

サステナビリティ報告機関連合 (Alliance of Sustainability Reporting Organisations) (以下、「連合」) の現行作業では、重要性は実は動的な概念であると最近示している。サステナビリティ関連のトピックは、企業の営業環境および投資家の期待の変化に対応して徐々に重要性を増す可能性がある。投資家向け情報と他の利害関係者向け情報との区別は進化を続ける必要がある。2020 年 12 月、連合は重要性の動的な性質を取り入れた気候関連の財務開示基準のプロトタイプ (以下、「プロトタイプ」) を策定して公表した。プロトタイプは、「企業価値」と「影響」との明確な区別は、投資家による企業価値判断を助ける情報を定義する上で役に立たないことを示している。

企業の外部のサステナビリティへの重要な影響は多くの場合に企業の将来の発展、業績、財務状況に影響を与え、そして結果的に企業価値に影響を与える可能性がある。この点は、投資期間が長期にわたってはじめて明確さを増す可能性が高い。

いかなるセクター・業界の企業も、その程度に違いはあっても、企業価値を創出して維持するために自然・社会・人的資本に依存している。これらの資産は常に企業の貸借対照表で把握できるとは限らないが、価値創造に極めて重要である可能性がある。よって、企業のこれらの資産への

<sup>97</sup> [https://www.novethic.com/fileadmin/user\\_upload/tx\\_ausynovethicetudes/pdf\\_complets/Novethic\\_Overview-European-Sustainable-Finance-Labels\\_2020.pdf](https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_Overview-European-Sustainable-Finance-Labels_2020.pdf)

<sup>98</sup> 脚注 7 と同様。

依存、およびいかに企業がこれらの資産を保護してその管理に寄与するかは、本質的に投資家の判断に影響を与え得る。例えば、空気と水のろ過、食物と水の生産および気候調整など、自然資本の資産に由来する生態系の財とサービスに依存する企業の場合、投資家は十分な情報に基づいて判断を行う上でこれらの依存に関する開示の恩恵を受ける。

## F. 技能・専門性不足

サステナビリティ関連のリスクと機会を効果的に組み込むのに必要な技能と専門性は、アセットマネージャーが直面する他の大きな課題である。サステナビリティ関連の指標を投資の意思決定プロセスおよびリスク管理手続に組み込む上で、特化した技能と専門性は重要な要素であり、グリーンウォッシュ防止に役立つ可能性がある。

サステナビリティ関連の専門教育と訓練は具体化が始まったばかりであるが、アセットマネージャーは、その従業員および第三者のサービス提供者の技能と専門性を評価するアプローチを再評価するかどうかの検討をしたいと考える可能性がある。共通の基準と定義の策定は、一層の体系と一貫性をもたらして、アセットマネージャーの上層経営陣と取締役会によるサステナビリティの企業哲学への組み込み（望む場合）、およびサステナビリティ関連商品の開発と継続的運用に携わる予定の個別従業員の人材開発プログラムへの組み込みを可能にすることができる。

この問題は、第6章の提言5で取り扱う。

## G. 変化を続ける規制アプローチ

「サステナブルファイナンス及び証券当局と IOSCO の役割」に関する IOSCO 報告書の中で協議の対象となった市場参加者は、グリーンウォッシュおよび不適切な販売は規制当局にとって重要な検討課題であると指摘している。中にはサステナブル投資の動向を見極め発展を促進するにあたり証券規制当局がより力強い役割を果たすことを推奨する者もあった<sup>99</sup>。

しかし、同報告書の作業の一部として実施された証券規制当局を対象とした 2019 年の調査により、各法域はサステナビリティ関連商品に対して互いに異なる規制アプローチを取っていることが分かった。調査対象の規制当局のうち、金融商品のグリーンウォッシュに伴うリスクに関して監督機能を実行したと回答した規制当局はわずか45%であった。このうち64%はグリーンウォッシュを対象とした特定の規則を定めておらず、上場・非上場商品に係る不実表示および不正開示に関する既存の規則に依拠して監督を行い、適宜、企業に対する執行措置を取っている<sup>100</sup>。

法域により規制アプローチが異なることで、データの不足と非一貫性および一貫性のある用語の欠如に関係した前述の課題が一層深刻となるおそれがある。このアプローチの相違は、サステナビリティ関連商品の比較可能性の欠如および投資家による困難な意思決定と監視の一因となり、よってグリーンウォッシュを助長し、市場のインテグリティ（誠実性）および投資家保護に対する他のリスクにつながる。

しかし、第2章および第3章で検討したとおり、規制アプローチには法域をまたいだ共通点もみられる。第6章では、資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示を改善するために証券規制当局や政策立案者が検討すべき提言を示すことにより、この問題に対処することを目的とする。

<sup>99</sup> FR04/2020、オンライン：<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>

<sup>100</sup> 同報告書 8 頁

## 第6章 提言

本章では、資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示を改善するために、証券規制当局や政策立案者が検討すべき提言を示す。これらの提言は、本件市中協議文書に対して受領した意見を反映したもので、規制当局や政策立案者がその権限および国内の規制枠組みと一貫性のあるサステナビリティ関連の規則や規制の策定を検討する際に考慮する可能性のある分野のリストを提供することを目的とする。

**提言1：アセットマネージャーの実務、方針、手続および開示** 証券規制当局や政策立案者は、  
(a) サステナビリティ関連の重要なリスクと機会に関係した実務、方針および手続の策定と実行、ならびに (b) 関連する開示に関し、アセットマネージャーに対する規制・監督上の期待を設定することを検討すべきである。

サステナビリティ関連の実務、方針および手続は、アセットマネージャーがサステナビリティ関連の重要なリスクと機会を考慮し、意思決定プロセスに組み込むことを確保するよう促す。これらの実務、方針および手続の開示は、開示における一貫性、比較可能性および信頼性を促進することを目的とし、第2章で検討したとおり、これはアセットマネージャーレベルのグリーンウォッシュを防止するのに役立つ。

この提言は、サステナビリティ関連のリスクと機会を投資プロセスに考慮しているかどうかにかかわらず、すべてのアセットマネージャーを対象とすることを意図している。しかし、すべてのアセットマネージャーがサステナビリティ関連商品を提供すべきであると示すものではなく、サステナビリティ関連商品を提供しないアセットマネージャーでも顧客資産の受託者としての役割の中でサステナビリティ関連の重要なリスクと機会を考慮することができる。

アセットマネージャーは、気候関連のリスクと機会の開示において TCFD フレームワークを参照することを検討できるであろう。アセットマネージャーは、TCFD フレームワークの参照により気候関連のリスクと機会から他のサステナビリティ関連のリスクと機会に開示の対象を拡大するにあたり、段階的なアプローチを採用することも検討できるであろう。証券規制当局や政策立案者は、小規模の資源が少ないアセットマネージャーなどが負担するコンプライアンスコストを認識して、規制・監督上の期待事項の実施にあたって、適用可能であれば、段階的なアプローチを採用することも検討できるであろう。

特に、サステナビリティ関連の重要なリスクと機会に関する実務、方針および手続、ならびにその開示では、以下の分野を対象とすることができるであろう。

- i. ガバナンス：サステナビリティ関連の重要なリスクと機会に関するアセットマネージャーのガバナンス
- ii. 投資戦略：サステナビリティ関連の重要なリスクと機会がどのようにアセットマネージャーの投資戦略および投資プロセスに組み込まれているか（関連性があれば使用するデータと手法も含める）
- iii. リスク管理：アセットマネージャーがどのように重要なサステナビリティ関連リスクの特定・評価・管理を行うか
- iv. 指標と目標：関連性のある重要なサステナビリティ関連リスクを評価して管理するのに用いる指標と目標（当該情報に重要性がある場合）

これらの期待は、株主をもつ上場企業としてというよりも、顧客資産の受託者としてのアセットマネージャーに当てはまるであろう。ただしアセットマネージャーは、気候関連の財務開示を上場企業の立場から投資家に対し、そしてアセットマネージャーの立場から顧客に対し開示するこ

とがある。よって、開示の一部の要素は重複することがある<sup>101</sup>。

証券規制当局や政策立案者は、他の国際的または地域のサステナビリティ関連の取組みに対する企業レベルでのコミットメントをすべて開示し、関連する署名機関報告書を公表することを要求することもできるであろう。

**提言 2：商品情報の開示** 証券規制当局や政策立案者は、(a) サステナビリティ関連商品について、および (b) すべての商品の重要なサステナビリティ関連リスクについて、投資家の理解向上を促すよう商品レベルの開示を改善させるために、既存の規制要件もしくは指針の明確化や拡大、または必要であれば新たな規制要件もしくは指針の策定を検討すべきである。

サステナビリティ関連商品に係る商品レベルの開示に関する規制要件または指針は一貫性、比較可能性および信頼性を促進することを目的としており、第 3 章で検討したとおり、これは商品レベルのグリーンウォッシュを防止するのに役立つ。

この提言はサステナビリティを投資の意思決定において考慮する、またはサステナブル商品としてマーケティングされるすべての商品を対象とすることを意図している。唯一の例外は、すべての商品による重要なサステナビリティ関連リスクの開示である。

商品レベルの開示に関する要件または指針は、第 3 章で詳細を検討した以下の分野を対象とすることができるであろう。

- i. **商品認可**：公衆に対し提供しようとするサステナビリティ関連商品の開示に関する期待を定める商品認可制度（開示ベース、適用ベースまたは両方の組合せ）

これは証券規制当局や政策立案者がサステナビリティ関連商品に係る商品認可制度を別途特別に設けることを期待するものではなく、すべての商品の種類に適用される商品認可制度が公衆に提供しようとするサステナビリティ関連商品に係る開示期待を定めていれば、当該制度をもってこの提言を満たすことができるであろう。

- ii. **名称決定**：商品の名称とその投資の目的、特性や戦略との一貫性を促進するなど、商品の名称が商品のサステナビリティ重視の性質と程度を正確に反映するよう確保するサステナビリティ関連商品の名称決定に関する限定要素

証券規制当局や政策立案者は、商品の投資目的でサステナビリティに言及する場合にのみサステナビリティを商品の名称で言及することを許可することを検討できるであろう。

- iii. **表示と分類**：ラベルと分類制度の一貫した正確な使用の促進を支援する、サステナビリティ関連商品によるサステナビリティ関連の表示や分類制度の使用に関する限定要素

表示と分類は、商品の名称の範囲を超えて、商品が表示または分類される方法をいう。表示には、例えば ESG または SRI のラベルや第三者認定の使用が含まれる。分類には、商品分類制度において ESG 商品の種別を使用することが含まれる。

- iv. **投資目的の開示**：募集要項におけるサステナビリティ関連商品の投資目的に関する開示（商品の基本的な性質または特徴を含む）

投資目的の開示は、商品がどのサステナビリティ要素を重視しているのか、およびサス

---

<sup>101</sup> 脚注 7 と同様。

テナビリティを第一に重視しているのかどうかを含む、商品のサステナビリティ関連の投資目的の性質と程度に関して透明性をもたらす。

- v. 投資戦略の開示：サステナビリティ関連商品の募集要項における投資戦略に関する開示（特に、サステナビリティ関連の投資戦略を含む）。これには投資ユニバース、投資選定プロセス（使用する ESG 戦略の種類、ならびに、適用可能であれば、指標と ESG スコア・評価の使用、その使用の程度および手法を含む）、使用するサステナビリティ基準、およびポートフォリオがサステナビリティを重視する程度に関する開示が含まれる可能性がある。

- vi. 議決権行使および株主エンゲージメントの開示：該当する場合に、（a）サステナビリティ関連商品の議決権行使および株主エンゲージメントの方針など（当該方針がどこで入手できるかを含む）、サステナビリティ関連商品の議決権行使および株主エンゲージメントの利用についての開示、ならびに（b）過去の議決権行使および株主エンゲージメントの記録（過去の議決権行使および株主エンゲージメントの記録がいかにサステナビリティ関連の投資目的またはサステナビリティ関連商品の特性と合致し、当該目的と特性を推進できているかなど）の開示

証券規制当局や政策立案者は、アセットマネージャーレベルおよび商品レベルでの議決権行使および株主エンゲージメントの開示要件を課すことを検討できるであろう。しかし、商品レベルの開示要件については、商品が特に議決権行使および株主エンゲージメントをその投資目的もしくは戦略で言及している場合、または商品が議決権行使および株主エンゲージメントの利用を主張している場合に限り開示要件を課すことを検討できるであろう。

- vii. リスク開示：（a）商品がサステナビリティを重視することから生じる固有リスクなど、サステナビリティ関連商品による重要リスクの開示、および（b）すべての商品による重要なサステナビリティ関連リスクの開示

サステナビリティ関連商品のリスク開示は、特定のサステナビリティ関連商品に投資することに伴うすべての重要リスクの開示に対処し、当該商品に伴う潜在的なリスクを投資家がより良く理解できるようにする。この種類のリスク開示には、一定の種類の投資への集中および第三者提供者にサステナビリティ関連評価を依存することなど、商品がサステナビリティを重視することから生じる固有リスクを含めることができるであろう。

サステナビリティ関連でない商品を含むすべての商品による重要なサステナビリティ関連リスクの開示は、重要なサステナビリティ関連の問題がどのように投資に影響を与え得るのかに関して、投資家が十分な情報に基づいて投資判断を行うのを支援する。この種類のリスク開示には、サステナビリティ関連問題から生じる重要リスクを含めることができるであろう。

- viii. マーケティング資料およびウェブサイトでの開示：公正で偏りがなく、規制当局への提出書類と一貫性のある開示を促進することを目的とした、サステナビリティ関連商品のウェブサイトを含むマーケティング資料およびコミュニケーションに係る内容要件

サステナビリティ関連商品のマーケティング資料およびコミュニケーションと規制上の文書との一貫性という概念は、商品のマーケティング資料とコミュニケーションがその規制上の文書と比較して不正確でない、または誤解を招かないことを目的としている。

この提言は、マーケティング資料とウェブサイトでの開示の形式というより、その内容

に重点を置いており、これはマーケティング資料およびウェブサイトでの開示内容の透明性と一貫性を促進することに重点を置くためである。しかし、証券規制当局や政策立案者は、その法域のニーズに応じて、マーケティング資料およびウェブサイトの形式と表示に関する最低限の基準またはガイドラインの提供を検討することができるであろう。

- ix. コンプライアンスおよびサステナビリティ関連の実績の監視：(a) サステナビリティ関連商品がその投資の目的や特性に従うこと、(b) ポートフォリオの掲げる設計に該当する範囲で、ポートフォリオのサステナビリティ上の影響、および(c) サステナビリティ関連の実績を、アセットマネージャーが評価、計測、監視するよう促すこと

サステナビリティ関連商品ポートフォリオのサステナビリティ上の影響とは、当該商品ポートフォリオの投資先が環境・社会・ガバナンス問題に与える影響をいう。

- x. 定期的なサステナビリティ関連報告：サステナビリティ関連商品がそのサステナビリティ関連の投資目的もしくは特性を満たしているかどうかに関する定期報告（該当する期間におけるサステナビリティ関連の実績および投資先を含む）これには、定量的情報（合理的に入手可能な場合には）および定性的情報の両方が含まれるであろう。

この提言は、投資家が商品の実績を監視でき、よって商品がそのサステナビリティ関連の目的または特性を継続的に満たす能力を評価できるようにすることを目的として、サステナビリティ関連の実績に重点を置いている。

IOSCO は、サステナビリティ関連の指標が開発途中であること、および証券規制当局や政策立案者は現時点において特定のサステナビリティ関連の指標の開示を検討する選択をしない可能性があることを認識している。しかし、アセットマネージャーが既に独自の指標を特定もしくは開発している、またはサステナビリティ関連商品の投資の目的もしくは特性の一部として具体的な指標を参照している場合、証券規制当局や政策立案者は、定期的なサステナビリティ関連報告に当該指標および当該指標に使用される手法を含めるべきかどうかを検討できるであろう。

**提言 3：監督と執行** 証券規制当局や政策立案者は、アセットマネージャーおよびサステナビリティ関連商品が規制要件と執行手段を遵守しているかどうかについて、当該要件の違反に対処する目的で監視・評価を行うための監督手段を持つべきである。

第 2 章で検討したとおり、監督・執行手段は、アセットマネージャーレベルおよび商品レベルの両方でグリーンウォッシュ防止に役立ち、サステナビリティ関連のリスクと機会を考慮するアセットマネージャーおよびサステナビリティ関連商品に対する投資家の信頼を促進する。

出発点として、証券規制当局や政策立案者は、既存の監督と執行のための規則と手段を調査すべきである。これには、アセットマネージャーとの監督上の対話を含めることができるであろう。

**提言 4：用語** 証券規制当局や政策立案者は、世界の資産運用業界における一貫性を確保する目的で、ESG 手法に関係するものを含むサステナブルファイナンスに関する共通の用語と定義を策定するよう業界関係者に促すことを検討すべきである。

第 5 章で検討したとおり、資産運用業界ではサステナビリティ関連の用語の使用に関して現在一貫性を欠いており、これによりサステナビリティ関連商品に関して投資家の混乱が生じる可能性が高くなり、グリーンウォッシュの要因となっている。

証券規制当局や政策立案者は、一貫性のあるサステナビリティ関連の用語に関して業界の団結を促進する役割を担うことができる。用語の問題は、表示と分類の問題とは区別されるが、これは

用語が ESG アプローチ（ESG 組入、ネガティブスクリーニング、業界最高水準等）および「グリーン」のような一般的に使用されるサステナビリティ関連用語の定義など、商品の種類を超えて、より広範囲の概念を取り扱うためである。

法域によって例えば「サステナブル」または「グリーン」が何かという問題を扱う既存の取組みが存在する一方で、ESG アプローチに係る用語と定義の策定に対して特にニーズがあることに留意したい。

**提言 5：金融・投資家教育** 証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連の金融・投資家教育を促進すること、または、適用可能であれば、既存のサステナビリティ関連の教育の取組みを強化することを検討すべきである。

金融教育（業界関係者の教育を含む）および投資家教育は、グリーンウォッシュからの投資家保護、サステナビリティ関連リスクの意識向上、およびサステナビリティ関連の資産運用商品の健全で継続的な拡大の促進に大きな役割を果たすことができる。さらに、金融・投資家教育の取組みは、サステナビリティ関連商品の他の商品と比較した利点およびリスク特性の理解向上を促進するなどして、提言 1、提言 2 および提言 4 で検討した規制展開を補完することができる。

証券規制当局や政策立案者は、その膨大な知識および資本市場で果たす重要な役割から、サステナビリティ関連の金融・投資家教育の取組みを促進する上で良い立場にある。

金融・投資家教育の取組みには、サステナビリティ関連リスクの意識を向上させ、サステナビリティ関連商品に対する投資家の理解を高めること、商品の透明性を高めることなどを含むことができ、これらは比較可能性および十分な情報に基づいた意思決定を向上させ、また、グリーンウォッシュを防止するであろう。新興市場では、これらの取組みは、サステナブルファイナンスの重要性を促進し、サステナビリティ関連商品の市場拡大につながる可能性もある。

金融教育の取組みでは、業界関係者がサステナブルファイナンスに関する助言とサービスを提供するのに必要な知識と技能を有していることを確保するために、ファイナンシャルアドバイザーを含む業界関係者の職業上および許認可上の義務も取り扱うことができる。

金融・投資家教育の取組みには、個人投資家および広く公衆に重点を置いたツール、手法、ガイドラインおよび説明会を含めることもできるであろう。これらの取組みでは、主にインターネットを利用してアクセス面の障害の克服に努めるべきであり、場合によっては他の機関と提携することもできるであろう。

## 別紙 1 用語集

Alliance of Sustainability Reporting Organisations (サステナビリティ報告機関連合)	CDP (カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)、CDSB (気候変動開示基準委員会)、IIRC (国際統合報告評議会)、GRI (グローバル・レポーティング・イニシアティブ) および SASB (米国サステナビリティ会計基準審議会) という、主要な 5 つの基準設定機関で構成される団体であり、「group of five (民間基準設定 5 団体)」の名で知られる。
ESG またはサステナビリティ	環境 (気候関連を含む)、社会およびガバナンス
企業価値	サステナビリティ報告機関連合が 2020 年 12 月に公表した気候関連財務開示基準のプロトタイプにおいて「(前略) 時価総額 (株主価値) にネットデットの市場価値を加算した額」と定義されている。短中長期的に発生すると期待されるキャッシュフローの現在価値の見積りに基づき資本市場参加者が決定する。企業価値を決定する際に必要不可欠なインプットには、財務諸表およびサステナビリティ関連の財務開示における企業報告が含まれる。
GRI	Global Reporting Initiative (グローバル・レポーティング・イニシアチブ)
グリーンファンド	環境関連の投資目的または特性を持つファンド
グリーンウォッシュ	アセットマネージャーがそのサステナビリティ関連の実務またはその投資商品のサステナビリティ関連の特性を不実表示する行為。
IFRS 財団	International Financial Reporting Standards Foundation (国際財務報告基準財団)
IIRC	International Integrated Reporting Council (国際統合報告評議会)
ISSB	International Sustainability Standards Board (国際サステナビリティ基準審議会)
排出ネットゼロ	温暖化効果ガスの排出量と大気中からの除去量との均衡の達成
NGFS	Network for Greening the Financial System (気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク)
プロトタイプ	サステナビリティ報告機関連合が策定した気候関連財務開示基準のプロトタイプ
RTS	Regulatory Technical Standards (SFDR に基づく規制技術基準)
国連 SDGs	国連の持続可能な開発目標
科学に基づく削減目標 (SBT)	産業革命前と比較した世界の気温上昇が 2.0 度を十分に下回る水準に抑制し 1.5 度以内に抑えることを目指すパリ協定の目標達成に必要なとされる削減規模に沿った温室効果ガス削減に向けて、明確に定めた道筋を示すために企業が策定する一連の目標
サステナビリティ関連商品	サステナビリティ関連の投資の目的または特性を持つファンドその他の投資商品
SFDR	「サステナブルファイナンス開示規則」と一般に称される、金融サービスセクターにおけるサステナビリティ関連情報開示に関する 2019 年 11 月 27 日付け欧州議会と理事会の規則 (Regulation (EU) 2019/2088)
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures (気候関連財務情報開示タスクフォース)
PRI	Principles for Responsible Investment (国連責任投資原則)

## 別紙 2 ワークストリーム 2 の市中協議文書に対する意見

以下の 3 個人および 42 組織が本件市中協議文書に対する意見を提出した。

### 個人

1. Ertan Kucukyalcin
2. Onimaru
3. Robin Whitecross

### 組織

1. French Asset Management Association (AFG)
2. AIMA
3. Actionable Knowledge Foundational Institute (AKFI)
4. Asia Securities Industry & Financial Markets Association (ASIFMA)
5. 米国証券金融市場協会 (SIFMA AMG)
6. Association of Independent Wealth Managers of Singapore
7. Association of the Luxembourg Fund Industry
8. ブラックロック
9. BNP パリバ・アセットマネジメント
10. Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
11. BVI
12. クウェート資本市場局
13. CDP
14. Chartered Accountants Australia & New Zealand および CPA Australia (共同のフィードバック)
15. CFA 協会
16. EFAMA
17. アーンスト・アンド・ヤング
18. Eurosif
19. Groupama Asset Management
20. Hong Kong Investment Funds Association (HK IFA) および Hong Kong Green Finance Association
21. ICI Global
22. IHS Markit
23. 国際資本市場協会 (ICMA)
24. インベスコ
25. Investment Association Member
26. Investment Management Association of Singapore
27. 日本証券業協会 (JSDA)
28. Managed Funds Association
29. モーニングスター
30. MSCI ESG リサーチ
31. Portfolio Management Association of Canada (PMAC)
32. Progressive Working Group for Responsible Investment
33. REIT Association of Singapore (REITAS)
34. SCA UAE
35. シュローダー
36. タイ証券取引所
37. ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ

38. Superintendency of the Securities Market of Panama
39. The Investment Funds Institute of Canada (IFIC)
40. 一般社団法人投資信託協会（日本）
41. 米国商工会議所
42. 国連責任投資原則

IOSCO 代表理事会は、寄せられた意見に感謝しており、これらを考慮して本最終報告書を作成した。以下本セクションでは、受領した市中協議書の質問に対する回答の要旨を示す。回答者は概ね IOSCO の作業結果を支持しており、本件市中協議文書で示した提言に大筋で同意している。

<p><b>質問 1：以下に概要を示す提言は資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示を十分に改善し、グリーンウォッシュの問題に対処しているか。資産運用業界におけるサステナビリティ関連の実務、方針、手続および開示について、本市中協議文書には記載されていないが別個の提言として取り扱うべき他の分野はあるか。</b></p>
<p>回答者の大半は、サステナビリティ関連の開示基準を策定するための確固とした基礎として、示された提言を支持した。</p> <p>多くの回答者は、企業の ESG に係るリスク、進捗および実績を監視するために、投資運用プロセスの一部として、アセットマネージャーは関連性があり、比較可能で判断に有用な ESG データを調達して処理する必要があると述べた。よって、これらの回答者は、発行体および第三者のデータ提供者による正確で一貫性があり、比較可能な開示が必要であると指摘した。</p> <p>一部の回答者は、特に投資家がサステナビリティ関連商品を理解して比較するのに役立つとして、サステナビリティ関連の要件における一貫性を促進するよう IOSCO に促している。</p> <p>さらに、商品開示規則については、ロングオンリーの株式投資の視点での開示規則が投資ユニバース全体にも適用できると想定するのではなく、投資運用者が追求する投資実務の幅に合わせて対処できるように設計されるべきであると述べた回答者もあった。</p> <p>多くの回答者は、商品レベルのサステナビリティ開示を既存の規制要件に組み込むにあたり規制当局はサステナビリティ指標の絶えず変化する性質を認識すべきであると提言している。</p>
<p><b>質問 2：特定された主要分野は、TCFD フレームワークの主要な柱に基づいている。このアプローチに同意するか。</b></p>
<p>回答者の大半は、TCFD フレームワークの 4 つの柱に沿って、その周辺で開示を行うことを支持している。</p> <p>気候変動を超えた報告枠組みも検討すべきであると述べた回答者もあった。</p>
<p><b>質問 3：この提言は、すべてのアセットマネージャーを対象とすべきか、それともサステナビリティ関連のリスクと機会を投資プロセスに考慮するアセットマネージャーを対象を限るべきか。</b></p>
<p>提言 1 はすべてのアセットマネージャーを対象とすべきであるとする回答者の意見の一致が全体的にあった。しかし、サステナビリティ関連リスク・機会とはあまり関りのないアセットマネージャーの存在を意識して、当該アセットマネージャーに対してサステナビリティ関連リスク・機会を考慮していない旨を明示する選択肢を規制当局は与えるべきであると提案する回答者もあった。</p> <p>また、プロポーシヨナリティ原則に言及して、当該規則はすべてのアセットマネージャーを対象とすべきであるが大規模なアセットマネージャーと小規模なアセットマネージャーとは適用において区別すべきであると述べる回答者もあった。</p>
<p><b>質問 4：証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連の投資目的のある商品について、サステナビリティ関連の特性を促進する商品と比較して異なる開示要件を定めることを検討する必要</b></p>

があるか。その必要がある場合、上記の開示分野のどれについて要件が異なるべきか、そしてどのように要件が異なるべきか。さらに、その必要がある場合、証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連の特性と比較したサステナビリティ関連の投資目的が商品にあるかどうかを判断するための閾値その他の基準を明記することを検討する必要があるか、また、それらの閾値その他の基準は、どのようなものであるべきか。

一部の回答者は、これら2つの分類の区別は必ずしも明確とは限らず、市場のインテグリティ（誠実性）および消費者保護の利益を考慮すると、基礎的または全体的な開示要件をすべてのサステナビリティ関連商品に対して導入するのが正しいアプローチであり、比較可能性をもたらすと述べている。

投資家向けの、関連性があり明確で分かりやすい標準化された情報は、サステナビリティ関連商品だけでなく、すべての種類の商品において投資家が投資目的・戦略を比較するのに役立つと述べた回答者もあった。

**質問5：名称設定の限定要素では、商品の投資目的でサステナビリティに言及している場合にのみ商品名でサステナビリティに言及するのを許可すべきか。**

回答者の大半は、商品の名称決定は商品の投資目的を反映すべきであり、商品の投資目的でサステナビリティに言及しないのであれば商品の名称でも言及すべきでないと同意した。

複数の回答者は、世界で合意されたサステナビリティの定義がないことに鑑み、名称決定の慣習を意義と比較可能性のあるものとするには、一般的なサステナビリティ関連用語を統一化し、透明性と共通理解を向上させる必要があり、これはグリーンウォッシュ防止に役立つと述べた。

**質問6：サステナビリティ関連商品として商品のマーケティングを行うのに、ESG、SRIまたは他の同様のラベルは必要であるべきか。**

回答者の過半数は、サステナビリティ関連商品としてマーケティングを行うのにラベルを必要とすべきでないと同意した。

一部の回答者は、商品のマーケティングのためにサステナビリティのラベルがあることは、必ずしもグリーンウォッシュの問題に対処しておらず、商品の実際の特性に関して投資家の誤解を招くおそれがあると述べている。

**質問7：投資戦略の開示分野として記載した分野に同意するか。**

回答者の大半は、投資戦略の開示分野として記載された分野に同意した。

しかし、一部の回答者は、開示分野は投資戦略においてサステナビリティに配分する比率に対して適用され、当該比率に比例する必要があると述べている。

**質問8：開示において、過去の議決権行使および株主エンゲージメントの記録がいかに関商品の投資の目的または特性に沿っているかを取り扱うべきか。**

回答者の大半は、開示で過去の議決権行使や株主エンゲージメントの記録を扱うべきであると同意した。

一部の回答者は、スチュワードシップおよびエンゲージメントの活動は多くの場合アセットマネージャーレベルで行われている、または行うことができると述べた。また、数名の利害関係者は、このような開示は企業レベルで行われるべきであると考えている。

一方で、商品が特に議決権行使もしくは株主エンゲージメントをその投資の目的もしくは戦略において言及している場合、または具体的なサステナビリティ関連の主張をしている場合、開示は商品レベルで行われるべきであるとする回答者もあり、ある利害関係者は、商品レベルでの特定目標の達成を報告で取り上げるべきであると述べている。

**質問 9：証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連商品に係るマーケティング資料およびウェブサイトでの開示の形式と表示にも対処すべきか。**

回答者の約半数は、サステナビリティ関連商品のマーケティング資料およびウェブサイトでの開示に関する形式と表示について最低限の基準またはガイドラインを定めることを支持した。

これらの回答者の中には、個人投資家向けの形式と表示を標準化することに賛成する者もあった。一方で、形式の標準化について、ウェブサイトに限っては標準化を支持するが、アセットマネージャーはマーケティング・販売促進資料の表示に関する裁量をもつべきであり、よってマーケティング資料については標準化を支持しないとする者もあった。

他方、形式よりも内容が重要であり、形式は柔軟であるべきで、要件および指針は内容に重点を置くべきであるとする回答者もあった。

**質問 10：証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連商品による投資の目的や特性の遵守を評価・計測・監視するために、特定の指標や主要目的達成指標（KPI）を使用するよう促すべきか。これらの指標は、自己選定の対象とするべきか、それとも標準化されたアプローチがあるべきか。**

回答者の過半数は、サステナビリティ関連商品の投資目的や特性の遵守を評価・計測・監視するために、指標または KPI の使用を促すことに同意した。

回答者の中には、自己選定の対象とするよりも標準化すべきであるとする者もあった。例えば、一部の回答者は、狭い範囲の指標から成る共通ベースラインから開始して、その後企業レベルの指標が改善するに従って範囲を拡大することを提案している。また、ある利害関係者は、商品提供者が特定商品に関係する指標をその後追加して補完することも提案した。

他方で、投資目的、対象資産および投資家の選好は幅広く多様であることから、指標と KPI の使用について画一的な規範的アプローチは適切でないとする利害関係者もあり、指標と KPI の選定は引き続きアセットマネージャーの裁量に委ねるべきであると述べた。

**質問 11：定期報告は、サステナビリティ関連商品が投資の目的や特性を達成しているかどうかに関する定量的情報と定性的情報の両方を含めるべきか。**

定量的情報および定性的情報の両方を提供すべきであるとする全体的な同意があった。

回答者の大半は、定量的情報は情報の比較可能性をもたらし、一方で、定性的情報は有用で、定量的情報が入手できない場合に特に必要であると述べている。

一部の回答者は、情報過多を防ぐために適切なバランスが必要であると示した。

**質問 12：証券規制当局や政策立案者は、業界関係者が一貫性のあるサステナビリティ関連の用語に関して団結するよう促すべきか。**

一貫性のあるサステナビリティの用語が必要であるとする全体的な同意があった。

一部の回答者は、市場の細分化と混乱を避けるために、この作業は各国の規制当局または政策立案者の域を越えて、世界的レベルで行われるべきであると強調した。数名の回答者は、この作業は業界で行うべきであり、規制当局や政策立案者はそれらを承認または評価すべきであると述べた。

特に、一部の回答者は、IOSCO が支援するフォーラムまたは利害関係者グループがこの作業を行うなど、共通の定義を策定するにあたり IOSCO が果たすべき具体的な役割を特定した。

**質問 13：証券規制当局や政策立案者が検討すべき、国際機関が策定した標準化されたサステナビリティ関連の用語集はあるか。**

回答者は、PRI、TCFD、GRI、世界持続可能投資連合（GSIA）、SASB、国際金融公社（IFC）、SFDR およびタクソノミー規制などの報告基準用として設定された、さまざまな定義と用語集を挙げた。

IFRS 財団の ISSB が開発中のサステナビリティ基準が役に立つ可能性があるとの提案もあった。

一部の回答者は、既存のタクソノミーは投資アプローチというよりも経済活動に重点を置いており、投資アプローチに重点を置いている方が投資家にとって有用性が高いと述べている。

**質問 14：証券規制当局や政策立案者は、サステナビリティ関連の金融・投資家教育の取組みを促進すること、または、適用可能であれば、既存のサステナビリティ関連の金融・投資家教育の取組みを強化することを検討すべきか。**

金融・投資家教育の取組み促進については、全体的な支持があった。しかし、サステナビリティ関連商品の採用を擁護するこのような取組みについて慎重な態度を示す回答者もあった。

一部の回答者は、取組みは金融業界関係者だけでなく個人投資家も対象とすべきであると述べた。また、教育は規制当局だけでなく職業団体による提供も可能であると述べた回答者もあった。

**質問 15：サステナビリティ関連の金融・投資家教育の取組みについて、本市中協議文書に記載されていないが証券規制当局や政策立案者が検討できる特定の取組みはあるか。**

回答者が言及した既存の取組みには、以下が含まれた。

- 欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）のサステナビリティ報告基準
- ルクセンブルク金融監督委員会（CSSF）が資金提供した、生徒同士で作成するクイズ、アプリおよびゲームの開発
- 国際資本市場協会の教育部門（ICMA Education）のグリーンボンド、ソーシャルボンドおよびサステナビリティボンドに関する入門コース
- 国連 PRI アカデミー
- 知識が豊富な規制スタッフを採用、教育、維持するカナダ証券管理局（CSA）の取組み
- ファイナンシャルアドバイザーが ESG 投資に関する必要な情報を習得することを目的とした、英国の個人投資運用・金融助言協会（PIMFA：Personal Investment Management & Financial Advice Association）ESG アカデミーの ESG コンテンツのライブラリー