

執筆者:

E-mail [山本 俊之](#)E-mail [京藤 充央](#)

1. はじめに

2023 年 3 月 31 日に ESG 投信・グリーンウォッシング問題に関する金融庁の監督指針(以下「本監督指針」)が公表・施行されました¹。パブリックコメントの質問数は 200 を超え、市場関係者の関心の高さが伺えます。ESG 投資や ESG ファンドのグリーンウォッシング問題に対する当局の対応・姿勢について、欧米では法令の制定・改正や当局の執行といった様々なアプローチが見られるところですが、日本ではどのようなアプローチが採られるのでしょうか。

本ニューズレターでは、本監督指針の内容やパブリックコメントの回答(以下「本パブコメ回答」)を精査することで、その動向を探ることにいたします。

2. 本監督指針及び本パブコメ回答の内容

(1) 本監督指針の意義や ESG 投信の範囲

本監督指針の意義は以下に記載の通りです。

名称や投資戦略に ESG (Environmental・Social・Governance) を掲げるファンドが国内外で増加しており、運用実態が見合っていないのではないかと懸念(グリーンウォッシング問題)が世界的に指摘されている。こうした中、名称や投資戦略に ESG を掲げる我が国の公募投資信託について、市場の信頼性を確保し、ESG 投資の促進を通じた持続可能な社会構築を図る必要がある。このため、投資家の投資判断に資するよう、ESG に関する公募投資信託の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、以下の点に留意して検証することとする。

また、その見出しは「ESG 考慮に関する留意事項」とされていますが、監督指針中、投資運用業の中でも投資信託委託業等に限定する形で本監督指針が制定されています。なお、案の段階と異なり、後述(3)の態勢整備に関する本監督指針が、ESG 投信に該当しない ESG を考慮する公募投資信託を組成・提供する資産運用会社にも適用されることを明確化するために、「ESG 投信」の定義に修正がなされました(本パブコメ回答 209 番)。

その結果、「ESG 投信」の定義は、公募投資信託のうち、① ESG を投資対象選定の主要な要素としており、かつ、② 交付目論見書の「ファンドの目的・特色」²に①の内容を記載しているものとされています。したがって、私募投信や外国投資信託は本監督指針の対象外です(本パブコメ回答 55~60 番)。

他方で、「ESG」自体の明確な定義は置かれておりませんが、後で見るように、いわゆるインパクト投資をも包含する形で本監督指針は記載がなされています。また、「ESG を画一的に定義することは難しい」との回答もなされているところ(本パブコメ

¹ [ESG 投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正\(案\)に対するパブリックコメントの結果等について](#)

² 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令における第 25 号様式において、国内の投資信託に係る交付目論見書の様式が定められておりますが、その中にこちらの「ファンドの目的・特色」についての記載があります。また、一般社団法人投資信託協会「交付目論見書の作成に関する規則」及び「交付目論見書の作成に関する規則に関する細則」にも「ファンドの目的・特色」に係る記載があります。

回答 10 番)。

ESG 投信該当性の判断については、特に上記①の「主要な要素」の意義・範囲が重要になると考えられ、実際に多くの質問が寄せられています。

- ・ 投資対象の選定プロセスにおいて、ESG が決定的に重要な要素となっている場合(例えば設定した ESG の基準を満たさない場合には投資対象に含まれない、又は、基準に応じて投資割合が決定されるような場合)、「ESG は主要な要素である」に該当(本パブコメ回答 12 番等)。
- ・ ESG を投資対象選定の「重要な要素」としているものの、結果的に「ESG を主要な要素として投資対象を選定している」と見做せないような場合には、ESG 投信には該当しない。また、「主要な要素」は複数存在し得るが、いずれも決定的に重要な要素である必要がある(本パブコメ回答 13 番)。

といった説明がなされており(下線部は筆者らによるもの)、「決定的に重要な要素」であるか否かが分水嶺です。

もっとも、ESG を主要な要素として選定した投資対象への投資割合や ESG の評価指標についての目標や目安について、「明確な数値基準は定めておりません。ESG が投資対象選定の主要な要素であることを合理的に説明できる割合や目標を資産運用会社において検討する必要がある」との回答がなされており(本パブコメ回答 11 番)、主要な要素であるか否かの判断は自社で決めていく必要があります。

他方で、ESG 投信に該当しないと考えられるものとして、例えば、

- ・ 「財務指標や ESG 等の複数の要素を総合的に勘案するような場合」(本パブコメ回答 20 番)
- ・ 「財務情報スコア(ファンダメンタルズ要因)、株価情報スコア(チャート的要因)、ESG スコアの 3 つの要素を等分により投資判断を行う場合」(本パブコメ回答 25 番)

があげられています。また、運用プロセスにおいて企業の財務情報に加えて ESG 要素を考慮する ESG インテグレーションについて、「ESG 考慮の方法、程度は多様であると考えており、一律に ESG 投信に含めることは、投資家の誤認に繋がる恐れ」があるとしており(本パブコメ回答 27 番)、ESG インテグレーションを採用する公募投資信託が本監督指針上の「ESG 投信」となるかについては、「主要な要素」に係る個別判断が重要となります。

さらに、外部委託運用(ファンド・オブ・ファンズ形式(以下「FoFs」)を含む)については、ESG 投信該当性の判断について、投資戦略やポートフォリオ構成を踏まえ、投資信託委託会社が適切に判断することとされています。もっとも、外部委託運用であっても、結局のところ、「主要な要素」の該当性判断が重要である旨の回答がなされています(本パブコメ回答 48~52 番)。

(2) 開示に係る留意事項

本監督指針は、ESG 投信の設定を禁ずるといったものではありません。

他方で、グリーンウォッシング問題への対処の観点から、開示に係る留意事項を 6 つの観点からまとめているのが特徴的です。具体的には、①投資家の誤認防止、②投資戦略、③ポートフォリオ構成、④参照指数、⑤定期開示、⑥外部委託の 6 つであり、その内容を項目毎に表にまとめています。

6 つの観点	内容
①投資家の誤認防止	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資家に誤解を与えることのないよう、ESG 投信に該当しない公募投資信託の名称又は愛称に、ESG、SDGs(Sustainable Development Goals)、グリーン、脱炭素、インパクト、サステナブルなど、ESG に関連する用語が含まれていないか ・ ESG 投信に該当しない公募投資信託のうち、2023 年 3 月末までに設定されたものについて、その名称又は愛称に ESG に関連する用語が含まれている場合には、ESG を投資対象選定の主要な要素としているものではない旨を交付目論見書に明記しているか。なお、上記の場合には、ESG に関連する用語をできる限り速やかに名称又は愛称から除外することが望ましい ・ 投資対象の選定において、財務諸表など他の要素と並ぶ要素として ESG も考慮する公募投資信託について、交付目論見書や販売用資料、広告等の ESG に関する記載が、当該公募投資信託が ESG を投資対象選定の主要な要素にしていると投資家に誤認されるような説明となっていないか

①投資家の誤認防止の観点からは、ESG 投信に該当しない公募投資信託に ESG に関連する用語を用いることについての金融庁の強い懸念が見て取れます。さらに、「更なる投資家の誤認防止のために業界全体における基準を設けることは望ましいことと考えます」との回答もなされています(本パブコメ回答 77 番)。

2023年4月以降に新規設定される公募投資信託の取扱について、確認的な趣旨の回答だと思われませんが、交付目論見書にESGを投資対象選定の主要な要素としていない旨を明記していても、名称等に「ESG」等の関連用語を用いることは適切ではないとの回答がなされています(本パブコメ回答91番)。

さらに、2023年3月末までに設定された既存の公募投資信託について、ESG投信でない旨を明記する場所については、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」等が考えられ、表紙にも記載するなど、投資家の誤認防止の観点で適切な場所に記載いただくことが望ましいとの回答がなされ(本パブコメ回答98番)、また、本監督指針を受けた目論見書等の変更に係る対応期限は設定されないが、今後の定期改版のタイミングにおいて確実に実施するなど、合理的な期間内の速やかな対応が期待されています(本パブコメ回答101番、210番)。

6つの観点	内容
②投資戦略	ESG投信の交付目論見書の「ファンドの目的・特色」(ハにおいては、「ファンドの目的・特色」又は「投資のリスク」)に、以下の事項を記載しているか。 イ) ESGの総合評価又は環境や社会の特定課題等、投資対象選定の主要な要素となるESGの具体的内容 ロ) 主要な要素となるESGの運用プロセスにおける勘案方法(関連する基準や指標、評価方法等の説明を含む) ハ) 主要な要素となるESGを運用プロセスにおいて勘案する際の制約要因やリスク ニ) 持続可能な社会の構築に向けて、環境や社会のインパクト創出を目的としているESG投信について、その目的、インパクトの内容、及び目標とする指標・数値、方法論などインパクトの評価・達成方法 ホ) 投資信託委託会社として、ESGを主要な要素とする投資戦略に関連する個別の公募投資信託固有の方針又は全社的なステューワードシップ方針がある場合には、当該方針の内容 ヘ) イ～ホについて、更に詳細をウェブサイト等で開示する場合には、その参照先

②投資戦略の観点からは、ESG投信の交付目論見書に記載すべき事項のポイントが書かれています。そもそも「ESG投資」の内容自体が多義的であることから、インパクト投資についての言及があります。また、ESGの運用プロセスにおける手法として、例えば、ネガティブスクリーニング、ポジティブスクリーニング、ESGインテグレーション、ESGエンゲージメントが知られていますが³、ESG投信該当性に係る「主要な要素」の判断とあわせて、そのような手法の内容を簡潔で分かりやすい記載が求められる交付目論見書においてどの程度記載できるのかといった点が、実務上の論点・問題となりそうです。

各項目に関する回答について、いくつか例示的にピックアップしたのが以下の表です。

項目	回答内容(例示)
イ	特定のESG指数への連動を目指す場合・パッシブファンドにおいては、当該指標におけるESGの勘案方法やインデックスメソドロジーの説明を記載(本パブコメ回答109～110番)
ロ	「関連する基準や指標」を設定していない場合は、その他の運用プロセスに関する記載ではなく、運用プロセスにおける実際の勘案方法を記載する必要がある(本パブコメ回答114番)
ハ	「制約要因やリスク」はESG投信の運用における固有の制約やリスクを記載。創意工夫のある開示を期待(本パブコメ回答116～117番)
ニ	インパクト創出を目的としている場合には、目標とする数値が開示できない場合であっても、当該インパクトの評価・達成方法の開示は求められる(本パブコメ回答120～121番)
ホ	ESG投信に固有のものではないものの、ESG投信に関連する全社的なステューワードシップ方針がある場合には、記載対象(本パブコメ回答123番)。外部委託運用の場合、外部委託先の(ESG投資戦略に固有のものを含む)ステューワードシップ方針を記載(本パブコメ回答125番)
ヘ	イ～ホについて、少なくとも概要は交付目論見書に記載する必要があり、単に「ホームページに書いてあります」とのみ記載することは不適切(本パブコメ回答128番)

³ 山本俊之＝安井桂大「ESG投資の視点・手法と日本法における受託者責任」NBL1189号(2021年3月1日号)24～25頁。

6つの観点	内容
③ポートフォリオ構成	<ul style="list-style-type: none"> ESG 投信の純資産額のうち、ESG を主要な要素として選定する投資対象への投資額(時価ベース)の比率について目標や目安を設定している場合、又は、ESG 投信の投資対象の選定において主要な要素となる ESG のポートフォリオ全体の評価指標の達成状況について、目標や目安を設定している場合、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、当該比率やその他の計数を記載しているか また、こうした目標や目安を設定していない場合、その理由を説明しているか

③ポートフォリオ構成に係る開示については、ESG 関連の投資額の比率やポートフォリオ全体の評価指標の達成状況について、目標・目安を設けている場合の数値の開示を求めています。数値目標や目安を設けない場合に、「当ファンドでは ESG に関連する目標や目安を設定しておりません」といった説明では不十分であることが示唆され(本パブコメ回答 137 番参照)、アクティブ度の高い運用であることが、目標となる比率や係数を設定できない理由にはならないとされています(本パブコメ回答 138 番)。

6つの観点	内容
④参照指数	<ul style="list-style-type: none"> 公募投資信託の運用において、ESG 指数への連動を目指す場合、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、参照指数における ESG の勘案方法や当該 ESG 指数を選定した理由を記載しているか

④参照指数については、ESG 指数への連動を目指すパッシブ／インデックスファンドの場合には、参照するインデックスにおける ESG の勘案方法や選定理由についての説明が求められます。また、パッシブファンドの場合等には、上記①～③の記載は任意であって、④のみ記載することで足りるかという趣旨の質問が複数寄せられたところ、記載内容が実質的に同じとなる場合に、重複を避けることは問題ないが、それぞれの項目における趣旨を踏まえた開示とする必要があるとの回答がなされています(本パブコメ回答 147～149 番)。

6つの観点	内容
⑤定期開示	<p>ESG 投信の交付運用報告書(上場投資信託の場合には継続的な開示書類。以下同じ。)に、以下の事項を継続的に記載しているか。</p> <p>イ) 純資産額のうち、ESG を主要な要素として選定した投資対象への投資額(時価ベース)の比率について、目標や目安を設定している場合には、実際の投資比率</p> <p>ロ) 投資対象の選定において主要な要素となる ESG のポートフォリオ全体の評価指標の達成状況について、目標や目安を設定している場合には、その達成状況</p> <p>ハ) 持続可能な社会の構築に向けて、環境や社会のインパクト創出を目的としている ESG 投信について、インパクトの達成状況</p> <p>ニ) 投資信託委託会社として、ESGを主要な要素とする投資戦略に関連するスチュワードシップ方針がある場合、当該方針に沿って実施した行動</p> <p>ホ) イ～ニについて、更に詳細をウェブサイト等で開示する場合には、その参照先</p>

⑤定期開示については、②投資戦略や③ポートフォリオ構成と類似している点もありますが、交付目論見書において投資家に開示・説明した事項につき、どの程度達成・遵守できているのかを交付運用報告書を通じて投資家に説明することが求められていると理解できます。

また、交付運用報告書に記載される情報は、運用報告書(全体版)にも記載されることが適当であり、投資信託協会規則を踏まえつつ、受益者にとって分かりやすい記載となるよう資産運用会社の創意工夫が期待されるとの回答がなされています(本パブコメ回答 156 番)。

6つの観点	内容
⑥外部委託	<ul style="list-style-type: none"> ESG 投信の運用を外部委託する場合、外部委託先に対する適切なデューデリジエンスや運用状況の確認を行い、交付目論見書や交付運用報告書に外部委託運用の②～⑤の内容を反映した開示がなされているか また、これらの開示が困難な場合には、その理由を説明しているか

⑥外部委託は、上記①～⑤とはやや毛色が異なりますが、ESG 投信の運用を行う外部委託先についてのデューデリジエンスやその内容についての開示事項となっています。ここでの外部委託運用には、上記の通り、FoFs も含まれます。

この⑥は、ESG 投信の定義との関連で、外部委託運用の場合は、投資戦略やポートフォリオ構成を踏まえ、投資信託委託会社が適切に判断することとされていることとの関係が必ずしも明らかではないように思われますが、「外部委託方式の場合は、外部委託先における投資戦略等を検証し、②～⑤に対応する情報を開示すれば、本監督指針の求める開示を充足するものと考えられます」とされています(本パブコメ回答 195 番)。

(3) 態勢整備等

① 組織体制	<ul style="list-style-type: none"> ESG に関連するデータや IT インフラの整備、人材の確保等、投資戦略に沿った運用を適切に実施し、実施状況を継続的にモニタリングするためのリソースを確保しているか 運用を外部委託する場合には、上記のリソースの状況を把握する等、外部委託先に対するデューデリジエンスや上記(2)②～⑤の内容の確認を行うための体制を整備しているか
② ESG 評価・データ提供機関の利用	<ul style="list-style-type: none"> 公募投資信託の運用プロセスにおいて第三者が提供する ESG 評価を利用する場合や自社の ESG 評価に第三者が提供するデータを利用する場合、ESG 評価・データ提供機関の組織体制や評価の対象、手法、制約及び目的を理解する等、デューデリジエンスを適切に実施しているか

態勢整備に関しては、ガバナンスに加えて、ESG 投資における評価やデータについてサードパーティーを利用する場合の留意点について言及されています。後者については、ESG 投資では ESG の評価内容が運用のキモとなるところ、もちろんサードパーティーの利用が禁じられるわけではありませんが、適切なデューデリジエンスについての言及がなされています。本パブコメ回答において、特筆すべき事項としては、グループと連携した態勢整備が妨げられるものではないとされていることに加えて(本パブコメ回答 202 番、208 番)、「パッシブファンドの参照指標となる ESG 指数の提供会社に対するデューデリジエンス等を対象としているものでありません。なお、指数提供会社の指数についてデューデリジエンスは当然求められます」とされていることがあげられます(本パブコメ回答 205～206 番)。

3. おわりに

本監督指針は、外国の同様の規制を意識しつつも(米国 SEC に言及するものとして、本パブコメ回答 16 番)、他方で、公募投資信託が欧州 SFDR の 8 条ファンドや 9 条ファンドに該当するかどうかに関係なく、本監督指針の ESG 投信の要件を満たしているかどうかで、ESG 投信の該当性を判断する必要があると明示的に言及しています(本パブコメ回答 35 番)。

金融規制は各国・各地域で独立のものであり、いわば当たり前のことを述べたに過ぎない反面、本監督指針を踏まえた今後の資産運用会社の対応や ESG を巡る世界的な動向も踏まえ、本監督指針を定期的にレビューする、と金融庁は述べており(本パブコメ回答 6 番)、世界的な ESG 投資・グリーンウォッシング問題との平仄・同等性についての意識も感じられるところです。

いずれにしても、本監督指針は、ESG に係る公募投資信託を設定する投資信託委託会社にとってみれば、無視し得ないものです。本ニュースレターが今後の商品組成・検討にあたっての一助となれば幸いです。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 