

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング
フィデューシャリー・マネジメント部
高田 晴夏

グリーンウォッシュ問題への対応が進む～年金基金はどう対応すべきか？～

グリーンウォッシュ問題に対する注目が高まっており、欧米は運用会社の取り締まりや規制強化に動いています。オーストラリアの退職年金基金向けに公表されたグリーンウォッシュ防止ガイダンスをもとに、年金基金がこの問題にどのように対応していくべきかを考えます。

グリーンウォッシュ問題とは

製品・サービス等について、環境保護への配慮や貢献が行われているように見せかけ、消費者に誤解を与えることをグリーンウォッシュと言います。ごまかしという意味のある“whitewash”に、“green”(環境に優しい)を組み合わせた造語です。本稿では、金融商品の宣伝や情報開示においてESG投資を標榜しながら、実際の投資プロセスでESG要素を適切には考慮していないという問題を指します。

リスク・リターン改善、社会的責任、受益者からの要望といった様々な要因から世界のESG投資残高は増加を続けています。その中で、ESG投資を志向する投資家をターゲットとして、虚偽あるいは誇大な宣伝を行うケースが目立つようになりました。

ESG要素の定義は投資家によって多様であることや、法定開示の整備が不足していることが、現状としてESG投資を「言った者勝ち」にしています。しかし、グリーンウォッシュは、受益者に対する不適切な情報提供という明白な問題です。さらに、偽物のESG金融商品が蔓延れば、ESG課題に貢献する企業・プロジェクト等に資金

が十分に供給されず、気候変動対応やSDGs達成への障害となり得ることから、各国の規制当局はグリーンウォッシュ抑制に動いています。例えば欧州では、2021年3月から適用が開始されたサステナブルファイナンス開示規則(SFDR)により、運用会社のESG関連情報開示の充実が進められています。

米SECの対応

SEC(米国証券取引委員会)は、ESG投資に関する虚偽の記載を行ったとして運用会社を取り締まる一方、2022年5月、運用会社に対する所謂「ネームズルール」の改正案を公表しました。ファンド名称が重要なマーケティングツールの一つである以上、投資家を誤解させることがあってはならないという見方から、運用資産の80%以上を当該ファンド名称が示す特性(グロース/バリュー/ESG等)に沿って投資するよう求めます¹。投資判断においてESG要素を考慮するが中心的な扱いでない場合(インテグレーションファンド)には、ファンド名称に「ESG」等を付けることはで

¹ 現行のルールでは、ファンド名称に示された資産クラスに運用資産の80%以上を投資することが求められており、本改正案はそれに「特性」の基準を加えるものである。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

きないとなりました。

また、運用会社による法定開示についても改正案を公表し、目論見書や年次報告書等におけるESG関連の開示要件を示しました。ESGインテグレーションファンド、ESGフォーカスファンド、インパクトファンドの3つの類型ごとに開示項目を設定し、特に環境に焦点を当てるファンドについては、ポートフォリオのカーボン・フットプリントと加重平均カーボンインテンシティの開示を求める方向を示しました。

日本の金融庁の対応

日本では、金融庁が「資産運用業高度化プログレスレポート2022」(2022年5月公表)の中でグリーンウォッシュ問題に触れ、「ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待」を示しました。

高度なESG投資を実施するための体制整備、ESG評価・データ提供機関に対する検証、一貫性や継続性が確保されたESGインテグレーションの実行等を求めています。

開示については、投資方針、取組事例、運用プロセスにおけるESG考慮の方法に関する具体的な開示を充実させることや、投資信託に「ESG」「SDGs」「インパクト」といった名称を付ける場合には、どのようにその「名称の示唆する特性」を満たすかを、明確に説明・開示することが必要としました。

オーストラリア証券投資委員会によるガイダンス

欧州委員会、米SEC、金融庁によるこうした取組みは運用会社をターゲットとしています。一方、オーストラリア証券投資委員会(ASIC)は、2022年6月、国内の運用会社やスーパーアニュエーションの管理者向けに、ESG金融商品の提供にあたってグリーンウォッシュを回避するためのガイダンスを公表しました。

スーパーアニュエーションとは、同国の年金制度の2階部分にあたる、強制加入の私的年金で

す。殆どが確定拠出型年金であり、運用商品だけでなく、どの基金に加入するかも、従業員がそれぞれ選ぶことができます。

ASFA “Superannuation Statistics May 2022”によると、加入者7名未満の小規模基金を除いた基金数は計162となっています。各基金は運用商品のラインアップや加入者向けのツール・各種サービスの強化により競争してきました。投資商品全体でのESGインテグレーションやスクリーニングの実施、ESG投資や倫理的投資に特化した商品の拡充を進める基金もあります。

そのためASICは、虚偽もしくは誤解を招くような行為により受益者を欺かないという基本原則の中で、スーパーアニュエーションの管理者がどのようにESG金融商品を理解し、加入者に提供していくべきかを整理しています。

グリーンウォッシュを防ぐための9つの観点

ASICは、管理者によるグリーンウォッシュ防止のために「金融商品の販売促進(promotion)に真実のみを書くこと」、「ESG考慮の方法等について明確な説明を行うこと」が必要であり、具体的に以下の9つの観点を検討すべきとしました。

1. ファンド名称(ラベル)は正しいか

ESGやステューワードシップに関連する名称をファンドに付ける場合は、それが投資プロセスを適切に反映している必要があります(よくない例: “Social Investing Fund”という名称だが、社会要素は数ある投資判断要素の一つに過ぎず、投資プロセスで重視されない)。

2. 曖昧な用語を使っていないか

社会的責任、倫理的投資、インパクト投資といった用語の意味は人によって受け止め方が異なり、金融商品によっても様々です。ファンド名称を含めESG関連の用語を用いる際には、その定義

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

や内容を明確にする必要があります。

3. 資料の見出しにミスリーディングはないか

受益者へ情報提供するウェブサイトや文書等の目立つ部分に、誤解を招く表現や、例外・条件を含む内容についての断定的な表現を掲載すべきではありません（よくない例:「タバコ製品には投資しない」と記載があるが、実際は、売上高に占めるタバコ製品の比率が高い企業のみを除外する）。

4. 投資判断やステewardシップ活動におけるESG要素の組み込み方を説明しているか

考慮されるESG要素、またそれが投資判断やステewardシップ活動にどのように組み込まれているかを説明する必要があります。特に、インテグレーション戦略等におけるESG要素のウェイト付け(どの程度ESG要素を重視するか)について明確にします。

5. スクリーニングの内容・範囲は明らかか

スクリーニングが資産全体に適用されるのか、それとも特定の戦略や資産クラスに限定されるのかを明確にし、またスクリーニングの例外や具体的な基準について説明すべきです。

6. ベンチマーク指数への修正はあるか

運用やパフォーマンス評価のため指数(ESG指数含む)を採用している場合、指数のスクリーニングルール等に変更を加えているかどうか、加えているのであればその内容を明らかにします。

7. ESG関連指標の利用方法や内容について説明しているか

ESG関連指標(スコア等)を用いて投資対象を評価している場合、その指標を適用する範囲、指標の提供元(独自算出か外部からの提供か)、指標の計算方法、指標に関連する制約やリスク

を説明する必要があります。

8. ESG関連の目標は合理的な内容か

ネットゼロ等のESG関連の目標を設定している場合、目標を達成する時期や方法、進捗状況の管理・測定方法について明らかにし、その目標が非現実的なものでないかを確認します。

9. 受益者がESG関連情報にアクセスできるか

個人に金融商品を提供する場合には、ESG要素の考慮方法について、十分かつ明快な情報を公開すべきです。情報が容易に入手できる形になっていることや、複数の媒体にまたがる場合に内容が一貫していることも重要です。

年金基金はどのように対応すべきか

さて、グリーンウォッシュ問題は、運用会社のみ課された宿題ではなく、運用会社を採用し資産を委託するアセットオーナーの課題でもありません。

上述の9つの観点については、年金資産におけるグリーンウォッシュを防ぐべく、運用受託機関の選定・評価の際に確認すべきでしょう。またアセットオーナーが受益者に対してESG投資やステewardシップ活動に関する報告を行う時のガイドラインとしても有用かもしれません。

現在は、「運用受託機関の殆どがESG要素を考慮した運用を行っていることを確認した」等の簡単な報告に留めている基金もありますが、SDGsやESG課題に対する国民の意識がますます高まる中で、具体的かつ正確な情報開示を進めていくことが検討されるべきでしょう。

なお、金融庁は、ポストン・コンサルティング・グループ合同会社に委託した調査(「企業年金を取り巻く状況に関する調査」)の詳細を2022年5月に公表しました。その中で、企業年金に「運用戦略・運用体制に関する情報公開が不足してい

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

る傾向」が見られ、受益者等に対するレポートイングには大きな改善余地があると指摘されています。企業年金においても、運用受託機関の選定・モニタリングの場面でグリーンウォッシュが行われていないか確認するとともに、運用でのESG要素の考慮含め、受益者への情報開示のあり方について検討を進めていくことが考えられます。

— 次号のお知らせ —

次号は

7月11日(月)

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com