

「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」

対話から得られた示唆

1. 「ダイアログ」開催の経緯

GXの実現など、投資を通じて経済・社会の成長・持続可能性(サステナビリティ)の確保を推進していくには、幅広い投資家に魅力的なGXその他のサステナビリティ投資商品を開発し、多様な投資家の市場参加を促していくことが重要と考えられる。

とりわけ、個人も投資出来る投資信託等の拡充・提供には、商品組成を担う資産運用会社、投資を受ける企業、投資を行う個人・機関投資家など、幅広い関係者の戦略・選好が相互にフィットしていくことが重要であり、幅広い関係者が対話（ダイアログ）を通じ認識共有を図ることが重要との観点から、金融庁において4回にわたり、「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」（以下、ダイアログ）を開催し、議論を実施した¹。

以下は、4回の対話を通じて得られた今後の課題や論点等に係る示唆について、金融庁として取りまとめたものである。

2. ダイアログで聞かれた市場・商品特性等に関する主な意見

1) 基本的意義

- ・ 幅広い投資家がサステナビリティ投資市場²³に参画することは、経済社会の持続可能性の向上の観点から重要性が高いが、

¹ 金融庁「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」は、資産運用会社、販売会社、個人投資家、サステナビリティ・投資の専門家、ESGデータ提供機関・ESG評価機関、投資情報提供機関等の幅広い関係者の参加を得て、令和5年12月から翌年6月まで計4回開催した。

² 本稿では、「サステナビリティ投資」を、一般に「サステナブルファイナンス」等と総称される持続可能性を加味する投資のあり方を包括するものとして用いており、いわゆるESG投資、インパクト投資、グリーン投資等も含め特定の呼称や投資手法等で対象を限定していない。

³ 本稿では、「商品」を、株式、債券、投資信託、貸出等の様々な投融資機会全般を包含するものとして用いており、上場・非上場、公募・私募等も含め対象を限定していない。

これに止まらず、投資家としても、持続可能性を見据えた投資を通じて長期的な投資収益を実現できる可能性があるものであり、この点も含めて理解を得ていくことが重要。

- ・ 機関投資家では、投資を通じて持続可能性に係る課題に対応することで、長期的な運用資産の成長を実現していく投資実践が広がっている。こうした投資のあり方が存在することについて個人投資家も含め幅広い理解を得ることが、サステナビリティ投資のすそ野を拓げていくことに最終的につながっていくのではないか。
- ・ その際、サステナビリティ投資は、商品の名称等に関するものではなく、企業との対話を含む投資の戦略・実践手法であることに、留意・浸透が必要。本邦の公募投信で「ESG」を冠する商品は1%程度だが、投資に際してサステナビリティを考慮する戦略・商品はずっと多いことが想定され、持続可能性に着目する投資実践の全体動向を捉えていくことが重要。
- ・ 特に、投資先との対話（エンゲージメント）は、サステナビリティ課題と事業への対処について、投資家・企業双方の認識と期待を共有し、事業の変革を促す重要な取り組みである。しかし、こうした投資実践が事業改善や中長期の機会創出につながり得ることについては、必ずしも個人投資家等に実感されていない。

2) 商品の特性①(投資を通じた成長等の実現の実感)

- ・ 現在提供されている「ESG」を冠した投資商品をみると、温室効果ガス排出量、役員等の多様性、雇用者への働きかけといった定量・定性的な考慮情報が示されているほか、「スクリーニング」や「インテグレーション」など投資先の選別手法が説

明されている⁴。ただし、投資先の企業が、又は投資資産全体が、持続可能性への対応やこれを通じた事業の成長を如何に実現するか、それぞれの投資家が自身で手触り感をもって理解することは必ずしも容易でない。

- ・ 反面、例えば、コミュニティの基盤・環境改善に資するインフラ債券、災害復興へのクラウドファンディング、地元のスタートアップへの出資など、資金の目的や用途が明確で、投資効果を想像・実感しやすい商品への個人投資家等の関心は高く、自らの運用目的・関心に応じた投資を各自各様に吟味し納得して選べるよう、手触り感のある投資機会・情報提供が重要である。
- ・ また、個々の投資を通じて全体として、国内の課題対応と事業機会の創出に資する資金循環を実現していく観点からも、投資効果を的確に理解できることは重要性が高いと考えられる。

(※) 欧州では、特に非流動資産に対する長期投資について個人投資家も含めて促していく観点から、「ELTIFs (European Long-Term Investment Funds)」(欧州長期投資ファンド) という制度を 2015 年に導入・整備し、インフラ事業や非上場企業等への資金提供の枠組みを提供している。

- ・ 事業の実現、持続可能性の課題への対応、投資と事業の収益向上を結び付けながら実現していくこと等に実感が得られれば、長期的な視座を持った投資判断を行いやすいと考えられる。

3) 商品の特性②(パッシブ・アクティブ)

- ・ パッシブ運用商品⁵は、一般に、高流動性、低手数料、広域分散、指数連動等の特徴として組成されており、投資先の特徴を

⁴ 一般的な投資先の選別手法とその違いを用いた説明で、これらを踏まえた自社のサステナビリティ投資商品の定義をウェブサイトで公表する資産運用会社も複数見られる。

⁵ 一般的には特定の株価指数(インデックス)に追随する銘柄選定(パッシブ運用)を行うもの

平均化させるため分散が効く一方、市場平均的である場合に投資の効果を直感的に捉えづらい傾向が考えられる。

- ・ 対して、アクティブ運用商品⁶は、相対的にみて、流動性が低く、手数料が高い傾向がある一方、特定の観点から特徴的な企業を個別に選定するなど、**投資戦略に沿った「優良な」企業を投資家につなぐ役割**が期待される。
- ・ サステナビリティ投資商品については、社会・環境の影響等に係る専門知見、企業との対話を通じ持続的な成長につなげる洞察・経験、データ収集等の枠組み整備など、知見・体制面で特段の対応を伴うことも多い。
- ・ サステナビリティ投資として、企業・事業の意義や潜在性を見出し、価値向上に向けた建設的な対話を行うことは、多様な投資先・資産を専門的・横断的に分析し、投資判断や能動的な働きかけを行い、投資先の価値向上を支え、将来にわたる成長・持続可能性を高めていく点で、アクティブ運用と、期待される機能発揮が共通する面がある。
- ・ アクティブ運用においては、エンゲージメントの成否が、投資比率や投資判断の変更につながる実例も多く見られているところ、こうした実例はサステナビリティ投資においても同様に十分に想定され得るものである。
- ・ パッシブ運用についても、財務指標に加え、非財務要素を的確に取り込んだポートフォリオ⁷により、**持続可能性を見据えた投資を通じて長期的に投資収益を実現**していくことは十分に想定され、実際に様々な商品が組成されている。パッシブ・アクティブ双方について、それぞれの特性を活かした商品組成・運用

⁶ 独自に銘柄の選定を行い（アクティブ運用）、一般的には特定の株価指数（インデックス）を超えるリターンを目指すもの

⁷ 純資産総額ベースでサステナビリティ投資商品に占めるパッシブ商品の割合が欧米では3～4割である一方本邦では1割であるとの試算もある（Morningstar 「Global Sustainable Fund Flows: Q3 2023 in Review」等）

が期待される。

4) 商品の特性③(テーマ型投資との違い)

- ・ サステナビリティ投資は、いわゆる「環境(E)」「社会(S)」「企業統治(G)」など、個別の事業領域や環境技術等と紐つきやすい傾向がある。このため、産業や技術など、特定の分野に投資対象を限ったいわゆるテーマ型の投資商品⁸の1つとして、理解される場合がある。
- ・ 本来、サステナビリティ投資は、業種・分野横断的な分析やエンゲージメント等の持続可能性を見据えた投資活動を通じて、中長期的な企業成長を促すという考え方であり戦略・実践方法である。
- ・ 同一の環境事業に投資する商品であっても、特定の分野に着目するいわゆる「テーマ型」投資と、当該事業の長期的な潜在性に着目する「サステナビリティ投資」は、概念的には異なり得るものである。
- ・ 特に後者は、長期の資産運用に資することを戦略的に検討し、投資領域の判断というよりも、投資先の長期的な持続可能性を見出し、これにつながる建設的な投資行動を行っているかが重要となる。

5) 商品の提供方法

- ・ サステナビリティに係る課題は、脱炭素、人権など多岐に渡り、企業価値に与える影響も複雑である。
- ・ サステナビリティは経済社会の長期的な成長・持続可能性に関

⁸ テーマ型投資は、例えばAIやロボティクス、医療など、その時々を経済環境や投資家の関心課題等に焦点を当てて投資先を選別するものが一般的。

するものであるが、課題の内容やこれを表す用語、投資・事業との関係性は様々である。(2)の記載の通り、自らの資金が、資産形成の側面と、社会・環境課題への対応の側面の双方に資するという点について個人を含む投資家が端的に理解することは必ずしも容易でなく、分かり易い商品・説明のあり方等に留意が必要。

- このため、例えば、フラグシップとなり得る代表的な投資商品を輩出していくことも、投資の解像度を高めて個人投資家が投資を理解・判断しやすくし得るものと考えられる。また、ロールモデルとなる運用者、資産運用会社、企業経営者のビジョンや動向も、具体的なイメージを明らかにし、信頼感を醸成することにつながる可能性がある。
- なお、投資商品ごとのサステナビリティやインパクトを可視化するデータ整備に係る創意工夫も重要と考えられる。例えば、本邦では、投資信託の組入銘柄開示は、上位10先程度の時価総額の大きな銘柄が中心となる傾向にある。幅広い銘柄の開示は、資産運用会社等の投資戦略等への影響には留意が必要である一方、具体的な投資の効果等を理解しやすくするといった潜在的な効果も想定され得るものである。

3. 対話等で得た今後の対応のあり方に係る示唆

- サステナビリティ投資は、商品の名称ではなく、企業との対話を含む投資の戦略・実践手法であるが、実際にはその内容が見えづらく、テーマ型投資の1つとして理解されてしまう傾向がある。
- 一方で、資金の目的や用途が明確で、投資効果が実感しやすい商品などは、実社会での特徴やアウトカムについて手触り感を得られ実際に関心も高いとの指摘がある。
- サステナビリティ投資商品に関する説明・開示規制等として

は、欧州規則や本邦監督指針等で、サステナビリティをうたう投資商品を販売する場合の説明義務等が規定されているが、これらは、投資商品の具体的・中心的な内容や分類について共通の理解を与える性質のものではない。

- (※) なお、欧州では、SFDR（サステナブルファイナンス開示規制）の潜在的な課題を補う等として、昨年12月まで、サステナビリティをうたわない商品を含む幅広い投資商品の持続可能性との関わり(sustainability profile)を包括的に区分・開示する枠組みの導入可能性について、市中協議が行われている。
- ・ サステナビリティ投資に係る投資機会の拡充に向けては、「ESG」等の呼称を示す商品提供を増加させるということではなく、投資を通じて持続可能性の向上に貢献し投資先や投資資産の成長に貢献し得ることなど、投資家のニーズを踏まえた投資の基本的意義・効果を具体的に実感できる機会・情報提供を図っていくことが重要と考えられる。
 - ・ 他方、持続可能性を考慮した投資の具体的内容と効果について、簡潔に理解することは必ずしも容易でなく、また、投資特性に応じたリスク等も想定される。これらを含め、分かり易く要点を特定し、理解を得ていく方策について、総合的に議論していくことが重要と考えられる。
 - ・ このため、上記監督指針の整備を踏まえた資産運用業者等のこれまでの様々な取組みも踏まえつつ、例えば、
 - 投資家層の特性や意向等についての実態把握等を踏まえつつ、こうした特性や意向等を踏まえた具体的な投資機会のあり方・特徴等を議論する、
 - 資産運用会社、販売会社、情報提供会社や投資家等の関係者による協働など、サステナビリティ投資におけるフラグシップ的な投資機会の創出につながるイノベーションのあり方・可能性について議論する、

- 持続可能性を捉えて成長機会を実現する投資について、基本的な意義や戦略、説明・対話のあり方など、事業者や投資家が検討の手がかりとし得る分かり易い中核的な概念・実務を議論する、
といったことには意義があるものと考えられる。
- ・ その際、個人投資家等にとっても分かり易く、実態の伴った商品提供を促していく観点から、専門用語を用いた抽象的な表現ではなく、端的である又は投資効果や成長実感等につながる具体的なイメージを伴う形で、幅広い関係者に理解されやすい議論となるよう工夫していくことが期待される。

(※) 上記の中核的な概念・実務としては、例えば、

- 取組みが優れた投資先を選別し、サステナビリティ課題が投資先に与える影響・可能性を分析した上で、投資を行うといった投資戦略のあり方、
- サステナビリティ課題が投資戦略にどう位置付けられ、意味を持つか等を顧客に分かり易く説明する商品説明や商品開示のあり方、
- 投資先の事業課題を特定し、解決を支援していくための協働・エンゲージメントのあり方

といった点が挙げられるが、これに止まらず、海外における取組みの効果・課題等も踏まえた幅広い観点からの議論が重要と考えられる。