

# サステナビリティ投資商品の 充実に向けたダイアログ（第2回）

事務局資料

令和6年2月26日

金 融 庁

# 1. 前回の議論の振り返り

## 更に深めていただきたい論点と第1回ダイアログで聞かれた主なご意見（1）

- 各社の戦略によってサステナビリティ投資商品の位置付けやアプローチ方法は異なるが、「長期的で持続可能な社会の成長を実現する投資」という点は共通した要素と思われる。テーマ型ファンドとは異なる側面を明確化するためには、**具体的にどのようなコア要素がサステナビリティ投資商品には必要か。**

### （第1回で聞かれた参加者からの声）

- サステナビリティ投資は、例えばトランジションのような**長期的に不可逆的なトレンドを見極めた上での投資**である。投資プロセスにおいてESGのスコアリングを活用するような**インテグレーションの方法のみでは、ESG投資の戦略であると呼ぶことはできない。**
- **サステナビリティの観点からの運用を手掛けていないと、長期的な経済あるいは企業の持続的な発展・成長を担保することができないという局面**に来ている。しかし、ESGという言葉を使ってしまうと、**単なるテーマ投資として捉えられてしまう。**
- 個人にとっても、**自身の資金が地域や社会のサステナビリティにつながる事が想像できる**商品でもある。地方自治体が発行するグリーンボンドは、地元の中堅企業のオーナー等、その地域に住むお客様からのニーズがとても高い。資金使途が分かりやすく、地元の地域貢献につながるところが決め手であると思われる。

## 更に深めていただきたい論点と第1回ダイアログで聞かれた主なご意見（2）

- 資産運用会社の社会的使命として、投資信託を通じた責任ある投資活動によって社会課題の解決を図り、サステナブルな社会の実現に貢献する、ということを公にしている。現在ESG投信は全体の1%程度に留まっており、約300兆円の投資信託全体にもESGやサステナビリティの考え方を取り入れていくことで、業界全体の底上げを図ることも必要ではないか。
- 投資商品の戦略そのものよりも、投資商品の担当者のサステナビリティに関するエピソードの方が共感できる個人投資家もいる。サステナビリティが最終的に企業の価値向上につながる点は理解できるかもしれないが、リターンだけでなく、商品性の理解など長期的な目線をもって投資判断を行えるような丁寧な説明が、運用会社や販売員には求められる。
- その上で更に、運用を通じてサステナビリティに係る課題解決を実現していくという観点は、個人投資家の市場においてはあまり浸透していないため、伝え方の工夫も含め、課題がある。
- 投資先の企業に対するエンゲージメントの結果を含め、ポートフォリオに組み込まれている個別企業の具体的な事例を知ってもらうことで、個人の資産を通じてどう社会が良くなっているかを伝えることが、購入動機にもつながるのではないか。

# 本日の進め方

## 本日の アジェンダ

### 【プレゼンテーションセッション】

- 第1回の議論と論点などについて、事務局説明（5分）
- 諸外国におけるサステナビリティ投資商品の事例・状況等について、  
Morningstarからの発表（10分）  
Solactiveからの発表（10分）  
LGIMからの発表（10分）

### 【対話セッション】

- P3・4の論点について、幅広くご意見・参加者へのご質問などをいただく

## ご発言に あたって

- 会議は非公開
- 所属する団体・組織等のご意見に止まらない参加者各位のご意見も貴重
- 会議でのご発言は他箇所での引用不可、議事非公表

**(参考)**

# (参考) 過去の運用残高上位5位の投資信託

## 2000年

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	純資産総額
ノムラ日本株戦略ファンド	野村AM	国内	株式	8,218
第12回 公社債投資信託	野村AM	国内	債券	7,317
第6回 公社債投資信託	野村AM	国内	債券	6,868
第7回 公社債投資信託	野村AM	国内	債券	6,291
第11回 公社債投資信託	野村AM	国内	債券	6,194

## 2005年

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	純資産総額
グローバル・ソブリンオープン 毎月決算	三菱UFJAM	内外	債券	50,791
日経225連動型上場投信	野村AM	国内	株式	8,946
ニッセイ/パトナムインカムオープン	ニッセイAM	海外	債券	8,853
ダイワ・グローバル債券ファンド(毎月分配)	大和AM	海外	債券	8,613
TOPIX連動型上場投信	野村AM	国内	株式	8,588

## 2010年

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	純資産総額
グローバル・ソブリンオープン 毎月決算	三菱UFJAM	内外	債券	28,142
グローバル・ハイ・イールド(資源国通貨)毎月	野村AM	海外	債券	11,354
ピクテグローバルインカム株式F(毎月分配)	ピクテ・ジャパン	内外	株式	9,019
短期豪ドル債オープン(毎月分配型)	三井住友DSAM	海外	債券	8,540
ハイグレード・オセアニア・ボンドOP(毎月)	大和AM	海外	債券	8,517

## 2015年

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	純資産総額
日経225連動型上場投信	野村AM	国内	株式	32,395
TOPIX連動型上場投信	野村AM	国内	株式	29,457
上場インデックスファンド225	日興AM	国内	株式	15,766
iFreeETF 日経225(年1回決算)	大和AM	国内	株式	14,911
新光US-REITオープン	AMOne	海外	不動産	13,925

## 2020年(全体)

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	純資産総額
TOPIX連動型上場投信	野村AM	国内	株式	144,252
日経225連動型上場投信	野村AM	国内	株式	77,263
上場インデックスファンドTOPIX	日興AM	国内	株式	66,958
iFreeETF TOPIX(年1回決算)	大和AM	国内	株式	66,820
上場インデックスファンド225	日興AM	国内	株式	36,149

## 2023年(1年間の資金流入の上位)

ファンド名称	運用会社	対象地域	対象資産	資金流入
世界厳選株式オープン<為替Hなし>(毎月)	インベスコ	内外	株式	7,574
eMAXIS Slim 米国株S&P500	三菱UFJAM	海外	株式	7,516
eMAXIS Slim 全世界株式(オール)	三菱UFJAM	内外	株式	7,350
iスコア TOPIX ETF	ブラックロック・ジャパン	国内	株式	4,399
SBI・V・S&P500インデックスF	SBIアセットマネジメント	海外	株式	2,372

## (参考) 2020年運用残高上位5位のアクティブ運用投資信託の運用方針の説明内容

ピクテ・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	日常生活に不可欠な公益サービスを提供する世界の公益企業が発行する株式を主な投資対象とします。公益企業には電力・ガス・水道・電話・通信・運輸・廃棄物処理・石油供給などの企業が含まれます。これらの公益株の中から、配当利回りの高い銘柄に注目して投資を行います。
グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド(為替ヘッジなし)	ボトムアップ・アプローチを基本に、持続可能な競争優位性を有し、高い利益成長が期待される銘柄を選定します。積極的なESG課題への取り組みとその課題解決を通じて、当該企業の競争優位性が持続的に維持され、成長が期待される銘柄に注目します。上記を通じて、当ファンドの運用におけるESGの観点に強く適合した企業の成長の促進をめざします。
グローバル・プロスペクティブ・ファンド	主に、世界の上場株式の中から、破壊的イノベーションを起こし得るビジネスを行なう企業の株式を実質的な投資対象とします。イノベーションの普及度合いや市場での評価は時間と共に変化することから、投資対象とするイノベーションは固定せず、随時見直しを行いません。
アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Dコース毎月決算型(為替ヘッジなし) 予想分配金提示型	企業のファンダメンタルズ分析と株価バリュエーションに基づく銘柄選択を基本としたアクティブ運用を行います。高い利益成長もしくは持続的な利益成長の可能性が高いと判断される企業を発掘します。ファンダメンタルズ・リサーチにおいては、財務分析だけでなく、ESG(環境、社会、ガバナンス)など非財務分析も考慮に入れ、多面的な企業分析により持続的な成長企業を選別します。
グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド(為替ヘッジなし)	ポートフォリオの構築にあたっては、投資アイデアの分析・評価や、個別企業の競争優位性、成長力の評価に基づき選定した質の高いと考えられる企業(「ハイクオリティ成長企業」といいます。)の中から、市場価格が理論価格より割安と判断される銘柄を厳選して投資を行います。



## (参考) 大手金融機関グループに属さないいわゆる独立系国内運用会社の投信の運用方針の説明内容の一例

ひふみプラス	長期的な産業のトレンドを勘案しつつ、定性・定量の両方面から徹底的な調査・分析を行ない、業種や企業規模にとらわれることなく、長期的な将来価値に対してその時点での市場価値が割安と考えられる銘柄に長期的に選別投資します。
セゾン・グローバルバランスファンド	インデックスファンドへの投資を通じて、世界各国の株式および債券に実質的に分散投資します。投資対象ファンドへの配分比率は、各地域の株式および債券市場の時価総額（規模）を勘案して決定します。また、配分比率は適宜見直しを行います。
さわかみファンド	経済の大きなうねりをとらえて先取り投資することを基本とし、その時点で最も割安と考えられる投資対象に資産を集中配分します。その投資対象資産の中で、将来価値から考えて市場価値が割安と考えられる銘柄に選別投資し、割安が解消するまで持続保有する「バイ・アンド・ホールド型」の長期投資を基本とします。
スパークス・新・国際優良日本株ファンド	高い技術力やブランド力があり、今後グローバルでの活躍が期待出来る日本企業を中心に投資します。ベンチマークは設けず、20銘柄程度に厳選投資を行います。原則として短期的な売買は行わず、長期保有することを基本とします。
コモンズ30ファンド	長期安定株主として企業に寄り添い、企業の長期的な価値創造に貢献します。投資家に対して、本格的な長期資産形成の手段を提供します。非財務情報となる「見えない価値」の多面的な評価を通じて、世代を超えて「進化」し企業価値創造を続けることができると判断した強い企業のみ投資します。
東証REIT ETF	東証REIT指数を対象指標とし、対象指標に採用されている不動産投資信託証券への投資を行うことにより、基準価額の変動率を対象指標の変動率に一致させることを目指します。
結い2101	国内を中心に、事業性と社会性を兼ね備え、社会の持続的発展に貢献する「いい会社」の株式に分散投資します。高い収益を追求するのではなく、相場変動等による値下がり時の不安を軽減する「守りながらふやす」運用を目指します

# 諸外国における開示規制におけるESG投資商品の定義・区分

## 欧州

欧州SFDR（Sustainable Finance Disclosure Regulation）では、サステナビリティを考慮する投資商品を以下の3つに区分し、これに応じた開示規制等を課している（23年3月施行）

It is necessary to ensure that the information disclosed can be easily compared and that the indicators of principal adverse impacts of investment decisions on sustainability factors can be easily understood. Financial advisers that rely on criteria or thresholds concerning principal adverse impacts on sustainability factors that are used to select, or advise on, financial products, should publish those criteria or thresholds.

Article 6 Transparency of the integration of sustainability risks	Financial market participants shall include descriptions of the following in pre-contractual disclosures: (a) the manner in which sustainability risks are integrated into their investment decisions; and (b) the results of the assessment of the likely impacts of sustainability risks on the returns of the financial products they make available.
Article 8 Transparency of the promotion of <a href="#">environmental or social characteristics</a> in pre-contractual disclosures	Where <a href="#">a financial product promotes, among other characteristics, environmental or social characteristics, or a combination of those characteristics</a> , provided that the companies in which the investments are made follow good governance practices...
Article 9 Transparency of <a href="#">sustainable investments</a> in pre-contractual disclosures	1. Where a financial product <a href="#">has sustainable investment as its objective</a> ...  3. Where a financial product has a reduction in carbon emissions as its objective, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include the objective of low carbon emission exposure in view of achieving the long-term global warming objectives of the Paris Agreement.

加えて、欧州委員会は、23年9月～12月、開示規制として導入されている上記規定と別途、これを補充又は統合する形で、投資戦略等の違いをより端的に示すファンドの区分方法等が考えられないか、市中協議を行っている。

### (参考) European Commission, Targeted Consultation Document – Implementation of the SFDR (2023)

Question 4.1.2: If a categorisation system was established, how do you think categories should be designed?

Approach 1 : Splitting categories **in a different way than** according to existing concepts used in **Articles 8 and 9**, for example, focusing on the type of investment strategy of the product (promise of positive contribution to certain sustainability objectives, transition, etc.) based on criteria that do not necessarily relate to those existing concepts

Approach 2 : **Converting Articles 8 and 9 into formal product categories**, and clarifying and adding criteria to underpin the existing concepts of environmental/social characteristics, sustainable investment, do no significant harm, etc

# 諸外国における開示規制におけるESG投資商品の定義・区分

## 米国

米国SEC（証券監視委員会）は、ファンドの名称に基づく開示等に係る規制(Fund Names Rule)の改正案を22年5月に公表し、その中で、サステナビリティを考慮する投資商品を以下の3つに区分し、これに応じた開示規制等を提起している（最終化未了）

The Securities and Exchange Commission proposed amendments to rules and disclosure forms to promote consistent, comparable, and reliable information for investors concerning funds' and advisers' incorporation of ESG factors. The proposed changes would apply to registered investment companies, business development companies (together with registered investment companies, "funds"), registered investment advisers, and certain unregistered advisers.

The amount of required disclosure depends on how central ESG factors are to a fund's strategy.

**Integration Funds:** Funds that [integrate ESG factors alongside non-ESG factors in investment decisions](#) would be required to describe how ESG factors are incorporated into their investment process.

**ESG-Focused Funds:** Funds for which [ESG factors are a significant or main consideration](#) would be required to provide detailed disclosure, including a standardized ESG strategy overview table.

**Impact Funds:** A subset of ESG-Focused Funds that [seek to achieve a particular ESG impact](#) would be required to disclose how it measures progress on its objective

## 英国

英国においても、同様に、SDRの中でサステナビリティに係る投資商品を以下のとおり区分している（パプコメを受けて、24年7月より適用開始）

Classification and labelling of products to help consumers navigate a complex product landscape and give them confidence in the integrity of the sustainable investment products they are offered. Classifying products based on 'intentionality', the proposed regime distinguishes between different types of sustainable product according to the primary channel by which each can plausibly contribute to positive sustainability outcomes.

**Sustainability Focus:** invests mainly in assets that [focus on sustainability for people or the planet](#).

**Sustainability Improvers:** invests mainly in assets that may not be sustainable now, with [an aim to improve their sustainability](#).

**Sustainability Impact:** invests mainly in solutions to sustainability problems with an aim [to achieve a positive impact for people or the planet](#).

**Sustainability Mixed Goals:** invests mainly in [a mix of assets](#) that either focus on sustainability, aim to improve their sustainability over time, or aim to achieve a positive impact for people or the planet.

## 日本

本邦でも、ESG投信（ESGを投資対象選定の主要な要素とし、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」にこれを記載しているものと規定）について、ESGに関する情報開示（投資戦略、ポートフォリオ構成等）及び投資信託委託会社の態勢整備を求めている（監督指針を改定：23年3月末適用）。

本監督指針において、**ESG投信**は、以下に該当する公募投資信託とする。

- 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**」に①の内容を記載しているもの

# 諸外国における開示規制におけるESG投資商品の定義・区分

## 香港

SFCにおいて、開示基準の一環としてESGファンドのリストを公開。気候関連ファンドに対しては別途開示ガイダンスを示している。

In April 2019, the SFC issued the Circular to management companies of SFC-authorized unit trusts and mutual funds – Green or ESG funds (“2019 Circular”) [as an initial step in the SFC’s effort to enhance the disclosure standard of ESG funds and with an aim to improve their comparability, transparency and visibility](#). To enhance the visibility of ESG funds, a central database of all SFC-authorized ESG funds is accessible through the SFC’s website.

### Scope of ESG funds

6 This circular applies to SFC-authorized funds which [incorporate ESG factors as their key investment focus](#) and reflect such in the investment objective and/or strategy (“ESG funds”).

7 An ESG fund may adopt different investment strategies to achieve its ESG focus. Illustrative examples of ESG funds are set out in Annex 1 to this circular (※) . These examples are not meant to be exhaustive.

ESG factors may include those that are [aligned with one or more of the ESG criteria or principles recognized globally or nationally](#). Examples of a Climate fund’s climate-related focus include: investing primarily in companies which engage in economic activities that contribute to climate change mitigation or adoption, seek lower carbon footprint as compared to reference benchmark, contribute to reduction of greenhouse gas emission, achieve positive impact to mitigate or adapt to climate change, facilitate transition to a low carbon economy, etc.

(※) Annex 1

### Illustrative examples of ESG funds

Fund A : The fund invests in a portfolio of global equity securities of companies which are considered by the investment manager [to be outperforming their peers with respect to ESG](#), demonstrated by the robustness of ESG profile and the trend in improving such profile(“ESG Ratings”)・・・

Fund B : The fund invests at least 70% of net asset value in companies worldwide [which provide solutions to mitigate and adapt to climate change](#) and whose businesses are resilient to the long-term financial risks associated with climate change. …

Fund C : The fund is an equity impact fund which invests in companies [generating a positive impact](#) against climate change・・・

Illustrative examples of funds which have certain ESG features but do NOT incorporate ESG factors as their key investment focus or reflect such in the investment objective and/or strategy

Fund D : The fund invests in global equity securities consistent with the principles of ESG investing by applying a negative screening strategy・・・

# 民間含む諸外国のESG・サステナビリティ投資商品へのラベリング・認証等

## ベルギー CLA

金融セクターおよびアカデミア・市民を含むCLA（Central Labelling Agency）にて、Towards Sustainabilityというラベリングを実施。

The Towards Sustainability label offers an important assurance: all labelled products come [with a minimal level of sustainability](#). We verify all products against a strong quality standard [to ensure seriousness and depth of sustainability integration](#).

**Do not harm** : We check whether the manager of the financial product does not use your money to invest in companies or governments that are involved in [activities and practices that are generally considered as very harmful](#).

**Positive impact** : Going beyond the minimal requirement of 'do no harm', the product manager shall use your money to [invest in projects, companies or governments with a positive contribution to society](#). This is done by following at least one of these additional strategies.

**Transparency** : Furthermore, the product manager needs to be transparent about its investment policies and publish on its website [how and which harmful activities are avoided, and how positive impact is pursued](#). This will help you to determine if the policies governing the product are in line with your personal convictions.

## ルクセンブルク LuxFLAG

金融機関や取引所、政府によって設立されたLuxFLAG（ルクセンブルク金融ラベリング機構）において、ラベリングを実施。

A LuxFLAG Label is a unique tool at the disposal of Asset Managers which [they can use to highlight](#) the Sustainability/ ESG/ Impact credentials of their investment products. Investors use LuxFLAG Label to identify sustainable investment products, as it offers them the possibility to differentiate 'wheat from the chaff'.

**Microfinance** : the Microfinance Investment Vehicle (MIV) is really investing, directly or indirectly, [in the microfinance sector](#).

**Climate Finance** : the investment product invests at least 75% of total assets in related investments, with a clear and direct [link to climate change mitigation and/or adaptation or cross-cutting activities](#).

**Environment** : The eligibility criteria for the Environment Label require applicants to have a portfolio of investments in [environment-related sectors](#) corresponding to at least 75% of the fund's total assets.

**Green Bond** : the Green Bond follows internationally recognized standards and uses its [proceeds to finance green projects](#).

**ESG** : the investment product [incorporates ESG criteria](#) throughout the entire investment process while screening 100% of their invested portfolio according to one of the ESG strategies and standards

**ESG Insurance Product** : products that [facilitate the transition](#) to mitigate and adapt to the climate crisis, as well as other environmental and social issues embedded in the United Nations Sustainable Development Goals.

**ESG Discretionary Mandate** : risk management products that [contribute to the transition](#) towards mitigation and adaptation to the climate crisis, as well as to other environmental and social issues included in the United Nations' Sustainable Development Goals.

## フランス

政府によって作られた基準を満たしたファンドに対してSRIファンドのラベル（LE LABEL ISR）が付与される。新規に化石燃料に係るプロジェクトを立ち上げる企業を除外する等の新しい基準は23年12月に公表され、24年3月から発効予定（下記基準は2020年時点のもの）。ラベル付与と定期監査は外部機関によって実施。並行して、グリーンファンドに特化した基準も設定。

The SRI label aims to identify investment funds with measurable and concrete results, thanks to a proven socially responsible investment methodology. Since its creation, the label has contributed to the evolution of financial management towards socially responsible and more transparent management. Under the Pacte Act, SRI-labelled funds are now systematically listed in life insurance units of account and retirement savings plans.

### **Pillar I- The objectives targeted by the fund by taking ESG criteria into account for issuers**

Criterion 1 The general **financial and specific ESG objectives targeted by taking ESG criteria into account** in the investment policy are clearly described in the regulatory and commercial documents intended for investors.

### **Pillar II- Issuer analysis and rating methodology used by the asset management company**

Criterion 2.1 **The ESG assessment methodology is clearly described** and the fund management company demonstrates its ability to take these criteria into account in its investment policy.

Criterion 2.2 The fund's management company puts in place **reliable internal or external resources to conduct its analysis** and demonstrates a real effort to analyze and understand the information it has at its disposal.

### **Pillar III- Inclusion of ESG criteria in the portfolio's construction and operation**

Criterion 3.1 The ESG strategy is explicitly defined, and the result of the **implementation of this strategy is measured**.

Criterion 3.2 The fund's management **adopts a long-term perspective**; the policy on the use of derivatives is compatible with the fund's objectives and is consistent with its adoption of a long-term perspective.

### **Pillar IV- The ESG engagement policy (dialogue and voting) with issuers**

Criterion 4 The general **voting policy and the resources put in place** are consistent with the fund's objectives.

### **Pillar V- Enhanced transparency**

Criterion 5.1 **Formalized communication with distributors and investors** is put in place, ensuring their proper understanding of the fund's strategy and objectives.

Criterion 5.2 Compliance with SRI portfolio management rules is internally controlled and these rules are clearly described to investors.

### **Pillar VI- Demonstration of ESG performance monitoring of the fund's portfolio**

Criterion 6 **The evolution of ESG performance monitoring**. The ESG performance of selected issuers is monitored.

# 民間含む諸外国のESG・サステナビリティ投資商品へのラベリング・認証等

## ドイツ FNG

ドイツ、オーストリア、リヒテンシュタイン、およびスイスにてサステナブル投資を推進する団体FNG（金融機関、格付機関、アカデミア、NGO、個人等によって構成）では FNG-Siegelというスコアリングを実施し、各スコアに応じたラベルを付与。

One of FNG's objectives is to assure the quality of sustainable investments by constantly improving quality standards for sustainable investment products. To this end the FNG (together with its members and other stakeholders) has developed a Quality Label for sustainable investment funds and similar products.

### The label graded

**Basic label:** ~24.99% / **One-star label:** 25.00 ~49.99% / **Two-star label:** 50.00 ~69.99% / **Three-star label:** 70.00%~

### The weighting for the different categories

Institutional Credibility (10%) : Regarding the institutional credibility, the assessment focuses on sustainability efforts at the fund provider level. The applicants must demonstrate that they

- has **defined a sustainable investment policy** that clearly describes the sustainable investment and reports on them regularly in publicly available documents
- have **established responsible investment at the top management level**
- provide support for its employees' SRI / ESG education ...

Product Standards (20%) : Regarding the Product Standards, the assessment focuses on **the quality of the research procedures and of the SRI reporting** at fund level. The following aspects will be assessed SRI research process, SRI research quality of sustainability analysis, SRI reporting on sustainability key figures/performance of the fund etc.

### Portfolio Focus

Selection Strategy (35%) : examines all the procedures and systems fund providers have set up to select issuers which **perform well in terms of sustainability and to exclude controversial issuers or activities** from the eligible investment universe.

Dialogue Strategy (25%) : focuses on assessing **the guidelines and procedures** established by fund providers to raise issuers' awareness of sustainability.

Sustainability Key Performance indicators (10%) : focuses on **the use of sustainability key performance indicators** by fund providers to measure specific sustainability performance aspects at the fund level.