

# サステナブル投資におけるグリーンウォッシング の現状とその防止に関する一考察

辻本 臣哉

Chief Executive Officer, Nippon Life Global Investors Singapore

キーワード：サステナブル投資, グリーンウォッシング, アセットマネージャー, ESG リサーチ, 証券監督者国際機構 (IOSCO)

## 【要旨】

サステナブル投資の拡大とともに、アセットマネージャーによるグリーンウォッシングの問題が注目されてきている。各国の証券監督当局は、このグリーンウォッシングを防止するため、アセットマネージャーに対し開示要請を行い、その開示内容のモニタリングを試みようとしている。これらの試みは、グリーンウォッシングに対して一定の抑止力を持つと考えられるが、その限界もある。したがって、それを補完するため、アセットマネージャーの ESG リサーチ力を実際に評価できる、独立した第三者評価機関の存在が求められる。

## 1. 急拡大するサステナブル投資

従来の財務情報だけではなく、環境 (Environment)・社会 (Social)・ガバナンス (Governance) といった非財務情報を考慮したサステナブル投資 (ESG 投資) が、世界規模で急拡大している。世界持続的投資連合 (Global Sustainable Investment Alliance : GSIA) の GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020<sup>(1)</sup>によれば、2020年の世界のサステナブル投資額は35.3兆ドルに至っている。2年1度の調査であるため、2018年と比較すると15%増となっている。このサステナブル投資額が全運用資産に占める割合は35.9%で、2018年と

比較すると2.5ポイントの上昇となる。もちろん、日本も例外ではない。2020年における日本のサステナブル投資額は2.9兆ドルで、2018年比35%増である。また、世界のサステナブル投資額に占める日本のサステナブル投資の割合は8%となっている。

すでに、世界の運用資産の3分の1以上を占めるようになったサステナブル投資だが、その投資目的は大きく分けて2つある。1つは、ESGのような非財務情報も取り入れることによって、従来の財務情報にだけで運用されていたファンドと比較して、より高いパフォーマンスが期待されることである。とくに長期投資において、ESG情報の貢献が大きいと考えられている。もう1つは、投資リターンだけでなく、

環境や社会に対して貢献することが期待されている。世界におけるさまざまな環境問題や社会問題を、ファンドの力によって解決を図ろうとするものである。昨今、世界レベルでの環境問題への感心の高まりや、各国政府の取り組みの進展により、サステナブル投資への需要が高まっている。

こうしたサステナブル投資の需要の高まりから、世界中のアセットマネージャー（アセットマネジメント会社）が、こぞってサステナブル投資ファンドを設定している。ファンドの対象資産は、上場株式だけでなく、債券、不動産、プライベートエクイティといったさまざまな資産にまで広がっている。ファンドの購入者も、年金基金や生命保険会社といった機関投資家だけでなく、投資信託を通じて個人投資家にも広がっている。

## 2. グリーンウォッシング

このように急拡大したサステナブル投資ファンドだが、それらが本当にサステナブル投資と呼べるものであるのかどうか、大きな問題となっている。名前には、インパクト投資、ESG投資、グリーン投資、SDGs投資などといったサステナブル投資と思われるものが使われているが、実際には、そのポートフォリオの内容がこれまでのファンドと変わらないのではないかといった指摘がされてきている<sup>(2)</sup>。例えば、あるアセットマネージャーが従来の株式ファンドとサステナブル投資の2ファンドを販売しているが、両ファンドの銘柄構成に違いが見られないといったことが挙げられる。そのため、サステナブル投資という名前だけを付け替えただけではないかという疑念がもたれる。すなわち、いかにもサステナブル投資であるかに見せた、グリーンウォッシングが懸念されている。

そうした中、英国のNGO団体Share Actionが、2020年、世界の大手資産運用会社75社の商品やESG投資方針の分析を行った。その結果、半分以上の会社が、ESGリスク管理に非常に限定的なアプローチしかとられていないという低評価を受けた<sup>(3)</sup>。

こうしたグリーンウォッシングは、ファンドの買い手である投資家の保護に極めて重要な問題を投げかけている。大手の年金基金や生命保険会社であれば、こうしたファンドを購入するとき、社内にESGの専門家がいるため、そのファンドが本当にサステナブル投資であるかどうか判断することは可能である。しかし、その他多くの投資家にとっては、ESGに関する人材等、リソースの欠如から、そうした判断は難しく、とくに個人投資家の場合は、ほとんど不可能である。

各国の証券監督当局は、グリーンウォッシングの防止のため、さまざまな施策の導入を試みている。とくに、EUは先行しており、サステナブル投資の基準見直しが進められている。前述した世界持続的投資連合（GSIA）の調査では、世界的にはサステナブル投資が増えているが、欧州に限れば、2018年比で減少を示している。これは、サステナブル投資の基準をより厳密にしたためである<sup>(4)</sup>。また、EUでは、サステナブルファイナンス開示規則（Sustainable Finance Disclosure Regulation：SFDR）が導入され、2021年3月から段階的に施行されている<sup>(5)</sup>。

## 3. 証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions：IOSCO）の提言

グリーンウォッシング防止のため、証券監督当局の国際機関であり、日本の金融庁および証券取引等監視委員会も参加している証券監督者国際機構（International Organization of Securi-

ties Commissions : IOSCO) が、2021年11月に最終報告書「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」<sup>(6)</sup>を発表した。

この最終報告書では、「アセットマネージャーの実務、方針、手続及び開示」、「商品情報の開示」、「監督と執行」、「用語」、「金融・投資家教育」の5つの分野について推奨が行われている。まず、「アセットマネージャーの実務、方針、手続及び開示」では、ガバナンス、投資戦略、リスクマネジメント、評価指標と目的という4つの項目が挙げられている。次に、「商品情報の開示」では、投資家が、サステナブル投資ファンドと、すべてのファンドにおける重大なサステナビリティに関するリスクを理解しやすくすることを目的としている。また、「監督と執行」では、証券監督当局が、アセットマネージャーとそのサステナブル投資ファンドが規制に準拠しているかどうかモニタリングすることが求められている。さらに、「用語」では、ESG等、サステナブル投資に関わるさまざまな用語の定義を統一することが述べられている。最後に、「金融・投資家教育」では、サステナブル投資に関する投資家教育の重要性が説かれている。これらの推奨は、非常に実務的かつ網羅的である。各国の証券監督当局において、さまざまな問題点が共有されていると同時に、その解決策が示されていると言える。

#### 4. 証券監督当局によるグリーンウォッシング防止の効果

IOSCOの提言でもわかるように、証券監督当局によるグリーンウォッシング防止の方法は、アセットマネージャーにおける自社の企業開示と商品開示、およびそのモニタリングが中心となっている。すなわち、アセットマネージャーが、サステナブル投資に関してどのよう

な態勢を構築しているのか、またそのファンドがどのように組成されているのかについて開示を求めている。これにより、投資家は各アセットマネージャーにおけるサステナブル投資の手法、およびそれによって組成されたファンドの内容を知ることができる。さらに、証券監督当局は、アセットマネージャーの開示内容が正しいかどうか、また、継続されているかどうか定期的にチェックすることになる。こうした開示要請およびそのモニタリングによって、アセットマネージャーが誤った情報を投資家に出すことを防ぐことを試みている。こうした証券監督当局の施策は、グリーンウォッシング防止に対して、一定の効果があると考えられる。

例えば、あるアセットマネージャーが、社内にESGリサーチチームを持ち、独自のESGレーティングシステムを構築していたとする。そして、このアセットマネージャーがサステナブル投資ファンドを、このレーティングを用いて運用しているとする。証券監督当局の要請に従い、このアセットマネージャーは、自社のESGレーティングによって、ファンドを組成していることを開示する。そして、証券監督当局は、実際そのことが行われているかどうかモニタリングを行う。具体的には、そのファンドの加重平均ESGレーティングが、対象ベンチマークのそれよりも高いことを定期的に確認すればよい。開示要請とそのモニタリングによって、このアセットマネージャーのサステナブル投資ファンドのグリーンウォッシングをチェックすることがある程度可能である。

しかし、限界も考えられる。開示要請とそのモニタリングだけでは、アセットマネージャーがサステナブル投資を行うためのリサーチ力、およびファンド組成の実際の状況をチェックすることができない。先ほどの、独自のESGレーティングを用いて、サステナブル投資ファンド

を運用しているアセットマネージャーの例を再度採り上げる。この場合、社内の ESG リサーチチームが、投資対象企業の ESG を適切に評価できるスキルを持っているかどうかの問題となる。もし、そのようなスキルがないのであれば、独自の ESG レーティングには意味がない。開示だけでは、こうした問題を解決できない。もう1つは、そのファンドを実際に運用するファンドマネージャーが、ファンドの加重平均 ESG レーティングが、対象ベンチマークのそれよりも高くすることだけを制約条件にして、実際の運用は ESG を軽視した従来型の手法を用いていることが考えられる。証券監督当局のモニタリングだけでは、このことを知ることは不可能である。

以上をまとめると、現在世界的に証券監督当局による、開示要請とモニタリングは、ステナブル投資ファンドのグリーンウォッシングに対して一定の効果が期待できる。しかし、その限界があることも指摘できる。とくに、アセットマネージャーの ESG リサーチ力、およびファンド組成の実際の状況を把握することは極めて難しい。次節では、具体的にこうした問題の解決策について考察する。

## 5. グリーンウォッシング防止のポイント

以下では、アセットマネージャーの ESG リサーチ力、およびファンド組成の実際の状況を把握するためのポイントについて考察する。アセットマネージャーのどこをチェックすべきかどうか、4つの対象について採り上げる。すなわち、業務および投資の意思決定の順序をボトムアップベースで、ESG リサーチチーム、サステナブル投資ファンドの担当ファンドマネージャー、最高投資責任者 (CIO)、最高経営責任者 (CEO) の4つである。アンケートによる

調査ではなく、実際に彼らにインタビューすることが求められる。なぜなら、アンケートベースだと、ESG リサーチチームは別として、担当ファンドマネージャー、最高投資責任者 (CIO)、最高経営責任者 (CEO) が回答せず、ESG 担当部署が答える可能性がある。彼らの ESG に関する理解の深さを知るには、やはり直接インタビューする必要がある。また、ESG リサーチチームについても、直接質疑応答を行うことで、そのリサーチのクオリティを知ることができる。インタビューする主体については、次節で述べる。

まず、ESG リサーチチームは、サステナブル投資の根幹である。このリサーチ力が、サステナブル投資のクオリティを決める。ESG リサーチチームの構成は、アセットマネージャーによってさまざまである。ただ、大きく2つに分けられる。すなわち、独立した ESG リサーチチームを有する場合と、従来型のファンダメンタルアナリストが ESG リサーチも行うというものである。あるいは、この2つが混在している場合もある。独立した ESG リサーチチームを有する場合、ESG 専門のアナリストが存在する。まず、彼らのスキルチェックが求められる。彼らの ESG リサーチスキルが低ければ、投資先企業の ESG を正しく評価することができない。それにもかかわらず、ファンドをサステナブル投資とうたっていることは、まさにグリーンウォッシングである。彼らのリサーチ力を見る場合、もちろん、各自の経験年数等も重要であるが、実際彼らが行っている ESG リサーチの適切性・妥当性についても評価する必要がある。また、ESG 専門のアナリストは、ESG の専門家であるが、従来のファンダメンタルリサーチの理解があることが望ましい。投資先の会社について、財務状況等をふまえた上で、ESG 調査をする必要があるからだ。また、

従来のファンダメンタルリサーチと ESG リサーチを統合する (ESG インテグレーション<sup>(7)</sup>) ため、社内の従来型ファンダメンタルアナリストとのコミュニケーションも必要となるためである。もう 1 つのタイプは、従来型のファンダメンタルアナリストが ESG リサーチも行う場合である。各自が、ファンダメンタルリサーチと ESG リサーチの両方を行い、ESG インテグレーションを図るというものである。その場合、まず、彼らの ESG リサーチの理解度をチェックする必要がある。そして、もう 1 つ重要なチェック事項として、彼らの ESG リサーチに対するモチベーションが挙げられる。ファンダメンタルアナリストの中には、積極的に ESG リサーチを取り組む者がいる一方、従来のファンダメンタル分析にのみ固執する者もいる。形式的には、従来のファンダメンタルリサーチと ESG リサーチの両方を行い、ESG インテグレーションが機能していることになっているが、実際には ESG リサーチが軽視されていることがある。

次に、サステナブル投資ファンドの担当ファンドマネージャーである。彼らは、これまで従来型のファンドを運用してきたが、その後サステナブル投資ファンドを運用するようになったというケースが多い。これは当然で、ESG リサーチだけでは、ファンドを組成できないため、従来型のファンド組成のスキルが求められるためである。ただし、担当ファンドマネージャーに、ESG に対する理解とモチベーションがあるかどうか極めて重要である。もしなければ、社内の ESG リサーチがいかに優れていても、それをファンドに反映することができなくなる。このようなケースで、アセットマネージャーが、実際にはファンドに反映していないにも関わらず、ESG リサーチが優れていることをマーケティング資料で強調していた場

合、問題となる。すなわち、ファンドの購入者が、マーケティング資料に記載されている ESG リサーチの優位性という文言を見て、サステナブル投資ファンドと誤解してしまう危険性がある。前述したが、担当ファンドマネージャーが、ESG を単なる制約条件だととらえ、ESG の形式要件のみをそろえて、従来型のファンド運用を行っている場合は、サステナブル投資とは言えない。

ファンドの運用・調査部門の最高責任者である、最高投資責任者 (CIO) も極めて重要である。すべてのファンダメンタルアナリストやファンドマネージャーが、ESG に関しての理解とモチベーションがあるとは言えない。いや、そうした人材は少数派であるかもしれない。その結果、ESG 専門のリサーチチームが、運用・調査部門から浮いた存在となり、彼らのリサーチが、ファンド組成には貢献せず、マーケティングツールとしてのみ使用されることになる。こうした状況を解決するには、最高投資責任者 (CIO) の役割が大きい。最高投資責任者 (CIO) は、ESG リサーチに関しての理解とモチベーションがあることは前提で、それを自らの部署に徹底させるリーダーシップが求められる。最高投資責任者 (CIO) が、ESG に本気で取り組まない限り、ファンダメンタルアナリストやファンドマネージャーが本気で取り組むことは難しい。

最後に、最高経営責任者 (CEO) の役割を強調したい。この数年、サステナブル投資は空前のブームとなっている。そのため、各アセットマネージャーは、サステナブル投資ファンドを次々に組成し販売している。とくに、それぞれの営業部門にとっては、サステナブル投資への期待が極めて大きい。その結果、顧客に自社の ESG リサーチ力等を過剰に宣伝する傾向がある。ここに、グリーンウォッシングのリスクが

ある。営業部門が、顧客に自社の ESG リサーチをアピールすることは当然である。ただ、そのアピールの内容は、運用・調査部門で実際に行われていることに限られる。最高経営責任者（CEO）の役割は、この営業部門と運用・調査部門のバランスをとることである。とくに、これだけサステナブル投資ファンドが売れると、営業部門の声が大きくなっていく。そして、実際の ESG リサーチ力を過大に宣伝したり、運用・調査部門の能力を超えたことを彼らに要求したりするようになるかもしれない。前述した最高投資責任者（CIO）は、こうした営業部門とコミュニケーションを密にして、運用・調査部門の実態を営業部門に正確に伝える必要がある。しかし、それでも最高投資責任者（CIO）の権限には限界があるので、最終的には最高経営責任者（CEO）のリーダーシップに依ることになる。そのため、最高経営責任者（CEO）も、他のサステナブル投資ファンドの関係者と同様に、ESG リサーチに関して高い理解とモチベーションが求められる。

こうしたアセットマネージャーの問題の背景に、それぞれの会社の発展の歴史が影響していると考えられる<sup>(8)</sup>。多くの大手のアセットマネージャーは、長い歴史を有し、これまで従来型のファンドで発展してきた。それが、サステナブル投資の広がりとともに、徐々にそれに適したファンドの組成を行ってきた。まず、サステナブル投資専用の小さなチームを作り、ファンドを組成していった。そのため、こうした取り組みを行ってきたのは、社内の一部の人々に限られていたことになる。それが、サステナブル投資のブームによって全社的な取り組みに昇格した。しかし、アセットマネージャーの多くの人々にとって、サステナブル投資は、全く新しいものであり、すぐにそれを理解し、高いモチベーションで取り組むことは難しい。

中には、抵抗を示す者もいるだろう。もちろん、彼らは、会社の指示なので、表面的には従っているが、実質的には、真剣に ESG に取り組まない可能性が考えられる。その意味では、今、アセットマネージャー自体が、従来型の運用スタイルからサステナブル投資に移行する過渡期であると考えられる。そして、グリーンウォッシングは、こうした過渡期に現れる現象としてとらえることができるかもしれない。一方で、設立 10 年以内といった、比較的若いアセットマネージャーは、設立当時からサステナブル投資に特化していることが多く<sup>(9)</sup>、こうしたグリーンウォッシングのリスクは比較的低いと考えられる。

## 6. 第三者評価機関の必要性

前節では、アセットマネージャーの ESG リサーチ力、およびファンド組成の実際の状況を把握するためのポイントについて述べてきた。それでは、このように、実際にアセットマネージャーに対してインタビューや評価を、誰がやるのかということになる。結論から言えば、独立した第三者評価機関の必要性を強調したい。前述したように、証券監督当局にできることは、開示要請とモニタリングである。現在、アセットマネージャーの開示事項に対して、アシュアランスの必要性が議論されているが、これもモニタリングの延長線上にある。前述したように開示事項のモニタリングだけでは限界があるため、実際にアセットマネージャーの ESG リサーチ力を評価できる評価機関が必要である。こうした評価機関を必要としているのは、年金基金や生命保険会社といった機関投資家や、投資信託の買い手である個人投資家である。機関投資家が、共同で資金を拠出して第三者評価機関を設立することはできるが、個人投

資家は参加することはできない。実際、年金コンサルタントは、アセットマネージャーのESGリサーチ力の評価を行っているが、その評価情報は顧客の年金基金に限られている。したがって、この第三者評価機関は、NGOやNPOといった独立した形態が望まれ、それを証券監督当局がサポートすることが考えられる。

ESGリサーチ力の評価については、年金コンサルタントの手法が参考になる。年金コンサルタントは、アセットマネージャーによる従来のファンダメンタルリサーチの評価を長年行ってきた。そして、それを基礎として、ESGリサーチ力の評価を行っている。ESGリサーチは、ファンダメンタルリサーチと密接に関係しているため、これらを切り離して評価することは難しい。ただ、年金コンサルタントは、長年アセットマネージャーのリサーチ力を評価してきたため、各社のリサーチ力について膨大なデータが蓄積されている。新規で、第三者評価機関がESGリサーチ力の評価を行う場合、こうしたデータの蓄積がないことが問題となる。ESGリサーチ力の評価方法については、今後のサステナブル投資研究のテーマとなる。

さらに、NGO・NPO形態としての第三者評価機関の問題は、人材の確保にあると考えられる。実際にアセットマネージャーにインタビューを行い、評価しなければならぬ。すなわち、ESGリサーチやアセットマネジメントについて深い理解のある人材が必要となる。そうした人材を、確保できるかどうかのポイントとなる。NGO・NPO形態であれば、報酬は限られよう。さらに、利益相反の問題もあるため、兼務の場合は、さまざまな制限が考えられる。例えば、アセットマネージャーと何らかの取引をしているビジネスとは兼務できない。したがって、社会的に意義のあることに対して、

モチベーションを持つ人材を見つける必要がある。

以上、アセットマネージャーによるグリーンウォッシング防止のための取り組みについて考察してきた。現在、各国の証券監督当局の試みは、開示要請とそのモニタリングである。これらの試みは、グリーンウォッシングに対して一定の抑止力を持つと考えられるが、その限界もある。したがって、それを補完するため、アセットマネージャーのESGリサーチ力を実際に評価できる、独立した第三者評価機関の存在が求められる。

- (1) GSIA (2020) pp.9-10 より。
- (2) 日本経済新聞社 (2022年2月7日)、ブルームバーグニュース (2021年9月1日)、ブルームバーグニュース (2021年10月15日) より。
- (3) ShareAction Report (2020) pp.4-6 より。
- (4) GSIA (2020) p.9 より。
- (5) Deloitte (2020) p.30 より。
- (6) IOSCO (2021) より。
- (7) 伝統的なファンダメンタル分析に、ESG情報を統合させる手法をESGインテグレーションと呼ぶ。このESGインテグレーションを含め、サステナブル投資 (ESG投資) の方法については、例えば、水口 (2017) を参照されたい。
- (8) 前述したShareAction Report (2020) は、世界の大手資産運用会社75社の商品やESG投資方針の分析を行い、各社に評価の順番でAからEまでのレーティングを付与している。Aのレーティングを付与されたのは、すべて欧州系で、Robeco, BNP Paribas Asset Management, Legal & General Investment Management, APG Asset Management, Aviva Investorsの5社である。(ShareAction Report (2020) pp.12-13より。) このうち、RobecoとAPG Asset Managementは、オランダのアセットマネージャーである。オランダは、巨大な公的年金が主な投資家となっており、APG Asset Managementはオランダ公務員年金基金ABPの運用会社であり、Robecoもオランダの公的年金が主な顧客となっている。Legal & General Investment ManagementとAviva Investorsは、どちらも英系で、親会社は生命保険会社である (Legal & General Investment Managementの親会社は年金事業も行っている)。フランスの銀行系

である BNP Paribas Asset Management を除き、それぞれの国で、長期投資家としての歴史を持つ、年金基金や生命保険会社との関係性が高い。

- (9) サステナブル投資の中でも、社会的課題の解決を目指すのがインパクト投資であるが、この国際的なネットワークとして、Global Impact Investing Network (GIIN) がある。これに属するアセットマネージャーのメンバーは、大手だけでなく、比較的若い会社が数多く含まれている (<https://the giin.org/current-members>)。

#### 〈参考文献〉

- Deloitte (2020) Sustainable Finance Disclosure Regulation (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/sustainable-dev/lu-sustainable-finance-disclosure-regulation.pdf>)
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2020) Global Sustainable Investment Review 2020, (<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>)
- IOSCO (2021) Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>)
- ShareAction Report (2020) Point of No Returns (<https://shareaction.org/reports/point-of-no-returns-a-ranking-of-75-of-the-worlds-asset-managers-approaches-to-responsible-investment>)
- 日本経済新聞社 (2022 年 2 月 7 日) 「「名ばかり」ESG 投信、乱立波乱相場が問う選別基準」(<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO79911050W2A200C2ENG000/>)
- ブルームバーグニュース (2021 年 9 月 1 日) 「グリーンウォッシング、監視の強化進む」(<https://about.bloomberg.co.jp/blog/scrutiny-of-esg-greenwashing-is-intensifying/>)
- (2021 年 10 月 15 日) 「「反グリーンウォッシュ」が ESG の世界標準に一身構える運用会社」(<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-10-15/R0Y0D7DWLU6801>)
- 水口剛 (2017) 『ESG 投資：新しい資本主義のかたち』日本経済新聞出版社。