

# 米国のESG投信開示規制案をめぐる議論

今年5月に米国SECが提案したESG投信の開示規則案は、投信のESG戦略をどうわかりやすく伝えるか、ESG開示の対象とするファンドをどう規定するか、具体的な指標の開示要件がファンドの行動にどのような影響をもたらすかなどの議論を巻き起こしている。投資家の投資判断に資する開示のあり方についてヒントとなる。

## 米SECがESG投信の開示規則案を提案

環境、社会、企業ガバナンス（ESG）要因を考慮するESG投信による「グリーンウォッシュ」への懸念に対し、開示規制の整備が世界的に進展している。EUが先行するが、米国でも今年5月、証券取引委員会（SEC）によるESG投信の開示規則案が提案された。提案は、いかに投資家の投資判断に役立つ情報を提供するかという観点から提示されており、今後のESG投信の開示規制のあり方に有益なヒントを示している。

今回SECが提案したESG投信の開示要件は次の3点に整理できる。

第一に、ESG要因の軽重によってESG投信を「インテグレーションファンド」（ESG要因は他の要因と比べて決定的に重要ではない）と「ESGフォーカスファンド」（ESG要因を重要または主たる要因として着目）の二つに分類した点である。目論見書において、前者は簡潔な説明を求めているが、後者は考慮するESG要因やESG戦略について詳細な説明を求めている<sup>1)</sup>。

第二に、投資家が一目でESG戦略を比較できるように、インテグレーションファンドは要約目論見書において2、3文の説明を求め、一方、ESGフォーカスファンドはテンプレート表に従って説明することを求めている。

第三に、一部のESGフォーカスファンドについては、目論見書の情報を補完するため、年次報告で具体的な指標の数字を含む情報の提供を求めている。①環境要因を考慮するESGフォーカスファンドについては、ポートフォリオ全体の温室効果ガス排出量を示すことと

され、②議決権行使やそれ以外のエンゲージメントをESG戦略の重要な手段として利用するファンドについては、ESG関連の議案でイニシアチブの推進に賛成した割合、ESG関連のエンゲージメントミーティングを開催した企業の数や割合などを示すこととされている。

## ピアース委員の反対意見

SECの提案が目目されるのは、何よりもESG投信に特化した開示規制が投資家保護の観点から求められていることである。EUのように開示によってアセットマネージャーや企業の行動変容を促しサステナブルファイナンスの推進につなげるといった観点は明示的に示されていない<sup>2)</sup>。SECのミッションは、投資家保護、公正で秩序ある効率的な市場の堅持、資本形成の促進だが、これと直接関係しないため、SECが議会で新たに授權されない限り<sup>3)</sup>、そうした目的を掲げるのは難しい。

今回、提案の各SEC委員の投票結果は賛成3反対1であった。提案は投資家に「一貫性のある比較可能かつ信頼性の高い情報」の提供を図るものと強調されているが、唯一反対したSECのピアース委員（共和党系）は、「提案された開示案ではSECの描くような投資家の意思決定に資する情報は提供できず、むしろ提案の趣旨に反して、暗黙のうちにファンドを通じてESGの課題に取り組むよう企業に圧力をかけようとしている」と批判した。

ピアース委員の反対意見は興味深い内容を含んでいる。同氏は、ESG投信のグリーンウォッシュは懸念すべき問題だと認めつつ、現行の規制でも取り締まりは可能で新規制を導入する優先度は低いと主張している。

また、①ファンドがE、S、Gをそれぞれ標榜する場

## NOTE

- 1) 「インパクトファンド」は「ESGフォーカスファンド」のサブカテゴリとして位置づけられている。追加的に、目録見書でインパクトの計測方法の説明、運用報告書で期間中に達成したインパクトの定量的・定性的情報などの提供が求められる。
- 2) たとえばSECのCrenshaw委員は提案について、「本規則（案）はESG投資のもたらす利益やリスクに関して中立的な立場にある」、「委員会の関心は、投資家に対するファンド開示の信頼性や十分性、および投資家が情報に基づき投資の意思決定を行えるような一貫性のある枠組みの提供にある」、「提案はSECがESG投資の良し悪しに介入したり、マネジャーやファンドの投資戦略に口出しするものではない」と述べている。
- 3) 実際、議会にも、SECに対してESG開示に関する権限を与えようとする動きはある。下院本会議では昨年、34年証券取引所法を修正してSECに対して上場企業のESG開示に関連する規則制定を求める法案が僅差で可決されている。
- 4) たとえば米投資会社協会（ICI）はコメントレーターで、「インテグレーションファンド」の定義にはほとんどのファンドが含まれる可能性があると指摘。このように広範なファンドにESG開示を義務化すると、ESG要因の相対的な重要性について投資家の誤解や混乱を招きかねないとして、「インテグレーションファンド」の定義自体を削除すべき、と主張している。

合、それがどのような意図を表すのか、②ファンドが定義したE、S、Gの意味に沿った商品にするため具体的に何を行っているのか、③E、S、Gの目的に沿うために投資家が負担するコスト（リターン機会の喪失など）は何か、という3つの問いに答えさせるような提案ならば、賛成していたと述べている。

さらに、アプローチ自体に根本的な問題があるとして次の2点を挙げている。

第一に、開示規制がESGという曖昧な概念に基づいて構築されているということである。今回の提案でSECは意図的にESGを定義していない。これについて同氏は、「E、S、Gを適切に定義することはそもそも不可能であり、SECが定義しなかったのも当然のこと。ESGを定義していないのだから、あるファンドがESG要因を投資プロセスに組み込んでいるか判断するのは困難で、提案は実務レベルで執行できない」と批判した。

第二に、開示規制が、「アクティビスト（またはステークホルダー）たちが自分たちのアジェンダに非協力的な企業に対してそうしたアジェンダに通じる方針を導入させたり、従わない企業を罰したりする」ための仕組みとして利用されるとの懸念である。たとえば、「投資先企業のESG関連議案への賛成率」の開示は、ファンドがその議決に懸念する要素があると考えても反対しづらく賛成票を投じる圧力となっていると指摘している。

## 米国の議論から得られる示唆

こうした米国の議論は、サステナブルファイナンスを官民で推進するわが国の状況にそのまま当てはめることはできないが、ESG投信に特化した開示規制を検討す

る際にはヒントとなる。

第一に、SECが提案するテンプレートをを用いたESG戦略の説明などは、うまく設計すればリテール投資家がファンドのESG戦略をより正確にイメージしたり他ファンドと比較したりする助けとなるかもしれない。

第二に、「ESG投信」という括りで新たな開示要件を求めると、何がESG投信に当たるのかという問題に必ずぶつかるが<sup>4)</sup>、ピアース委員の示唆した「E、S、Gを標榜するファンドに説明を求める」アプローチによってこの問題を回避できるかもしれない。

第三に、具体的な指標の開示は、関心のある投資家にとっては横並びで比較できるメリットはあるが、運用会社にとっては柔軟な商品設計を阻害されるおそれがある。例えば、提案は、環境要因を考慮するESGフォーカスファンドに温室効果ガス排出量の開示を求めているが、ピアース委員は、これでは水質や生物多様性にフォーカスしているファンドも排出量を計測しなければならぬと批判している。温室効果ガス以外の環境要因に特化した投信が作りにくくなるからである。

日本では5月に金融庁が「ESG投信を取り扱う資産運用会社への期待」を公表。投資家が商品内容を正しく理解し適切な投資判断を行えるよう開示の充実を求めた。今後さらに、ESG投信の適切な開示を実現するための仕組みを検討していく上で、米国の議論から得られたこうした示唆は役立つだろう。

## Writer's Profile

國見 和史 Kazushi Kunimi  
金融デジタルビジネスリサーチ部  
契約研究員  
専門は海外金融規制調査  
focus@nri.co.jp

Global Topics