

個人投資家に対するESG投資の推奨と顧客本位の業務運営

日本資産運用基盤グループ

長澤敏夫

弁護士

澤井俊之

ESG（環境・社会・企業統治）やSDGsへの関心の高まりを背景に、我が国においても、個人投資家向けのESGやSDGsに関連した投資信託（以下「ESG関連投資信託」という）の設定が相次いでいる。金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」でも、個人投資家に対する投資機会の拡充という文脈において、ESG関連投資信託の特徴や課題を整理し、顧客保護ないし顧客本位の業務運営の観点から、その組成や販売に関する留意点が掲げられている¹。

金融庁が推進する顧客本位の業務運営に関しては、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下「顧客本位原則」という）が公表され、その浸透・定着が図られてきたが、2020年8月に公表された「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書—顧客本位の業務運営の進展に向けて—」を受けて、2021年1月にその改訂が行われた。その後も、重要な公表が相次いでなされており²、金融庁では、顧客本位原則を採択している金融事業者に一層の取組みの強化を求めている。

このような状況を踏まえ、本稿では、個人投資家向けのESG関連投資信託について、まず前半1において、その現状と金融庁の問題意識を販売（②）と組成（④）の順に示した上で、後半2において、組成（①）と販売（②）の順に顧客本位の業務運営の観点からみた留意点について検討したい。なお、本稿の内容は筆者ら個人の見解に基づいており、筆者らの現在または過去の所属先等の見解を示すものではない。

1 ESG関連投資信託の現状と問題点

(1) ESG関連投資信託の増加

ESGを重視した投資が世界で拡大を続けている中で、我が国においても主に個人投資家向け

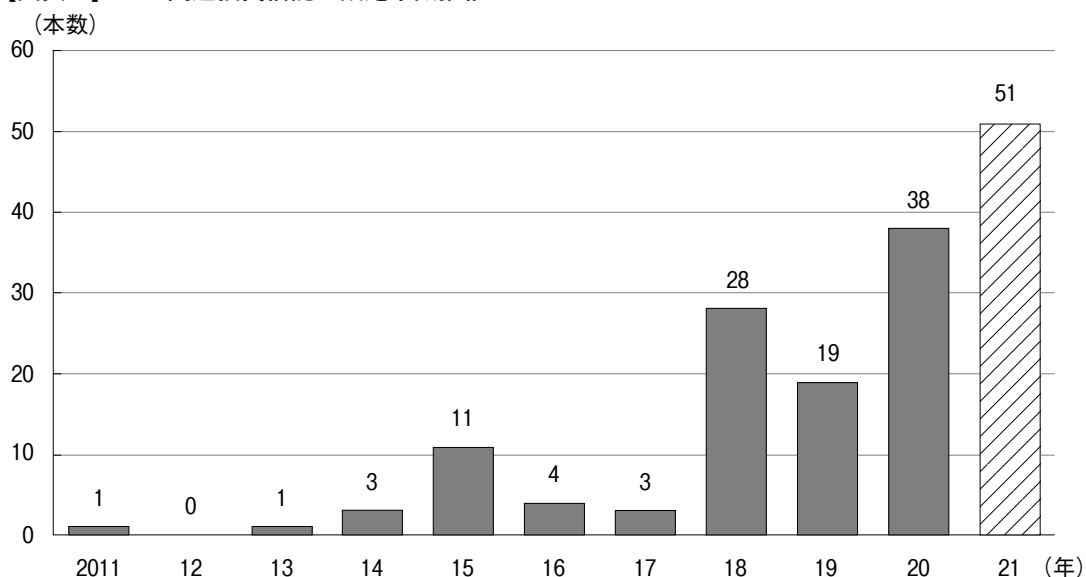
にテーマ型のESG関連投資信託の設定が増加しており、2021年は8月末までで昨年の新規設定本数を超える状況となっている（【図表1】）。

同様に、設定額（販売額）についても、8カ月間で2兆2000億円と昨年1年間の設定額1兆4000億円を超え、純資産総額（残高）は、昨年末の2兆円から4兆2000億円と倍増している

1 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」（2021年6月18日）14～15頁。

2 2021年4月12日には、顧客本位原則を採択する金融事業者（金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行うすべての金融機関）の金融庁に対する報告様式が改訂され、顧客本位原則2～7に示されている内容ごとに、取組方針等における記載内容との対応関係を明示することとされるとともに、「顧客本位の業務運営の取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」が公表された。また、同年5月12日には、顧客本位原則5（重要な情報の分かりやすい提供）に関して、「重要情報シート」の活用に向けて、そのひな型とともに、「重要情報シート」を作成・活用する際の手引きが公表されている。さらに、同年6月30日には、「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」が公表され、また、同年9月3日には、上記の改訂された報告様式に基づく金融事業者リスト（同年6月末時点）が公表されるに至っている。

【図表 1】 ESG関連投資信託の設定本数推移



出典：QUICK資産運用研究所の調査をもとに作成（21年は8月末時点）。

ETFを除く国内公募追加型株式投信のうち、QUICKの投信属性というデータ項目の分類で「ESG」「環境」「企業統治」「SRI」「CSR」を1つでも含むファンドが対象。必ずしもESGの3つの要素すべてに該当しない場合がある。

（【図表 2】）。

（2） テーマ型投資信託の販売に関する金融庁の問題意識

こうしたテーマ型投資信託については、金融庁の2015、2016事務年度金融レポートにおいて、以下の問題意識が挙げられていた³。

- ・日本の投資信託は米国に比べ、投資対象を特定の種類の資産（特定の国の不動産、特定の業種の株式等）に限定した、テーマ型のアクティブ運用商品が多い。
- ・おおむね、人気のある時は基準価額が堅調だとしても、ブームが過ぎると基準価額が下がるおそれがあり、実際、そうした動きをしている投資信託もみられる。
- ・基本的に、テーマ型投資信託は売買のタイミングが重要な金融商品であるが、適切な売買

のタイミングを継続的に見極めることができる投資家はプロの中にも少ないと考えられ、個人投資家にとってはさらにハードルが高いと考えられる。

このような指摘もあってか、その後、2017事務年度のモニタリングレポート⁴では、長期的な資産形成に資すると考えられるバランス型・インデックス運用投資信託について、主要行等や地域銀行で増加しており、足元で、長期投資を意識した販売が拡がりつつある等、販売会社の取組みの成果が一定程度うかがわれるとされた。

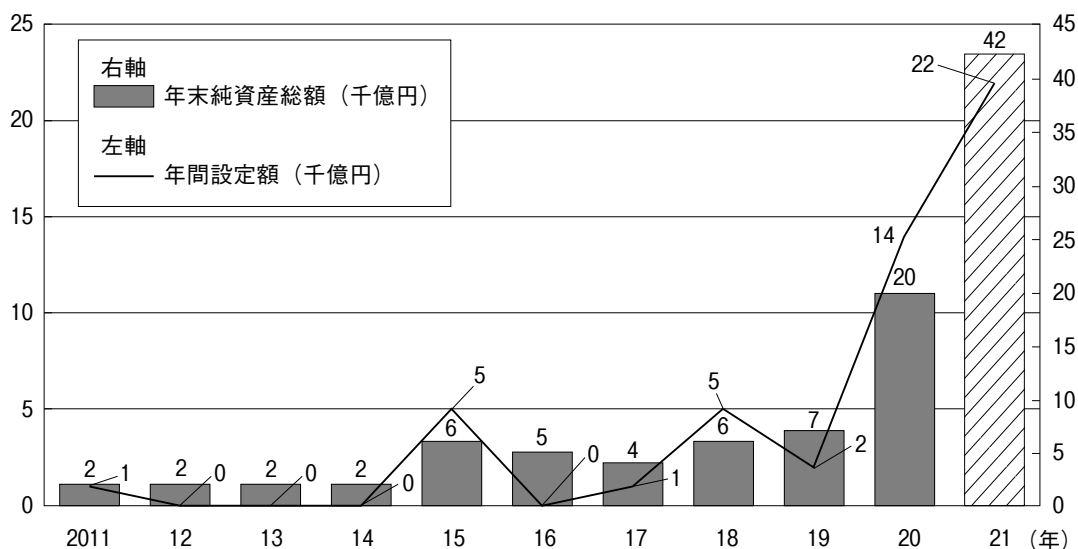
しかしながら、2021年6月に公表された2020事務年度のモニタリングレポート⁵では、売れ筋投資信託の資産カテゴリーにおいて、全体的にテーマ型投資信託が再び増加傾向にあるとの指摘がされている。2015年度は医療関連、2016

3 金融庁「平成27事務年度金融レポート」（2016年9月）60頁、「平成28事務年度金融レポート」（2017年10月）55頁。

4 金融庁「投資信託等の販売会社における顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」（2018年9月）4頁。

5 金融庁「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」（2021年6月）11～12頁。

【図表 2】 ESG関連投資信託の純資産総額と設定額



出典：QUICK資産運用研究所の調査をもとに作成（21年は8月末時点）。
ETFを除く国内公募追加型株式投信のうち、QUICKの投信属性というデータ項目の分類で「ESG」「環境」「企業統治」「SRI」「CSR」を1つでも含むファンドが対象。必ずしもESGの3つの要素すべてに該当しない場合がある。

年度以降はデジタル関連、直近ではSDGs、ESG関連とテーマの移り変わりが早いとされ、過去は新規設定から一定期間後には資金流出に転じる銘柄が多かったが、足元で販売が増加した銘柄については、継続的に残高が増加して長期投資となるのか、または以前と同様なのか動向に注目している。

(3) 個人投資家の意識

それでは、次に個人投資家は、これらESG投資や資産運用そのものについてどのように考えているのか、投資家意識調査などを通じてみていきたい。

a ESG投資への関心の高まり

日経リサーチ社の調査⁶によると、ESG投資に興味・関心がある人の割合を年代別で比較すると、20～30代が37.7%、40～50代が28.3%、60～70代が30.8%となっており、20～30代の若年層がよりESG投資に関心を持っていることがわかる（【図表 3】）。また、実際にESGへの取り組みを意識して投資をしている人の割合を年代

別で比較すると、20～30代が26.0%、40～50代が14.9%、60～70代が14.8%であった（【図表 4】）。若年層のESG投資への意欲の強さと、実際に投資行動に移している状況がうかがえる結果となっている。

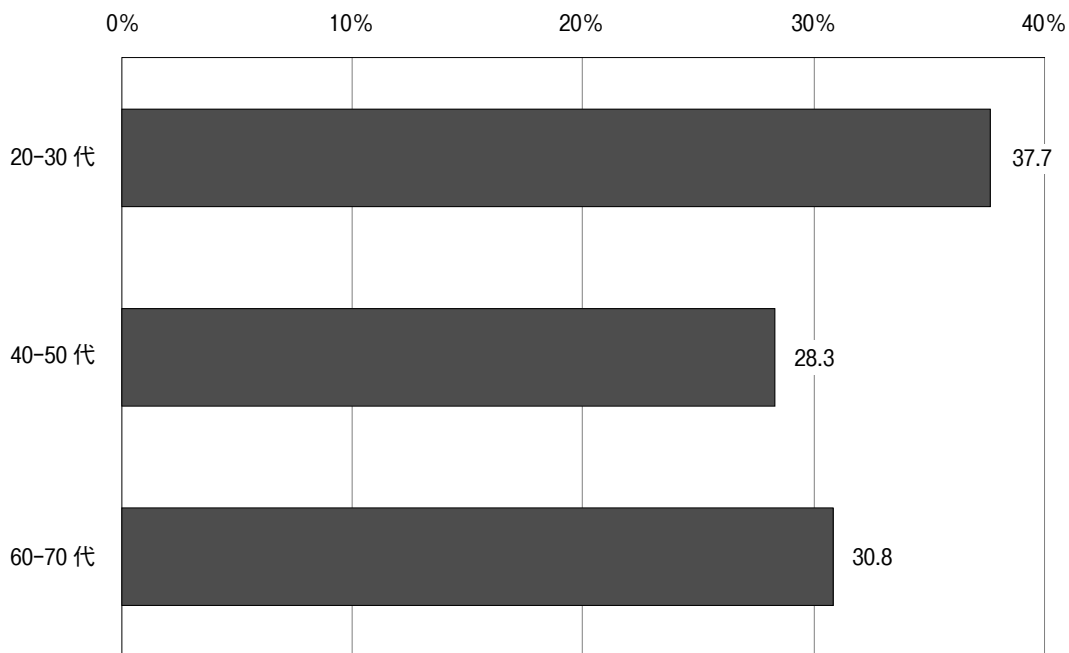
b 資産運用についての考え方

金融庁が2021年6月に公表した「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」によると、「資産運用」という言葉に対するイメージを問う質問では、投資未経験者では、「専門的な知識を要する」「損失を被るリスクが非常に高い」といった、従来と変わらない回答が多い一方、投資経験者では、「価格変動に関わらず商品を長期間保有する」「様々な商品に投資する」「少額の資金でも始められる」といった回答が多い結果であった（【図表 5】）。

さらに、運用期間に対するイメージを尋ねたところ、「10年以上」や「年数に関わらず、できる限り長く」と長期投資に関するイメージを持っている人が合わせて4割以上という結果であり、特に20～40代では過半数を占めている

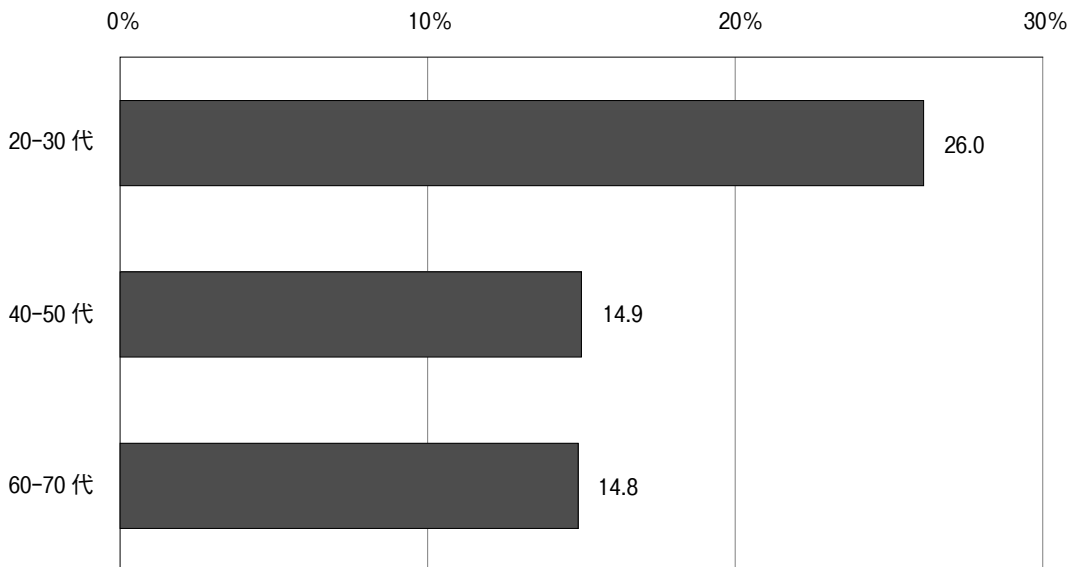
6 2021年6月に首都圏40キロ圏内の20～74歳の男女を対象にインターネットで実施。回答者（3103名）のうち、何らかの投資商品を保有している人（1797人）を対象に、ESG投資への意識を尋ねたもの。

【図表 3】 ESG投資について興味や関心がある



出典：日経リサーチ「生活者金融定点調査「金融 RADAR®」特別調査 2021」。

【図表 4】 ESGへの企業の取組みを意識して投資している



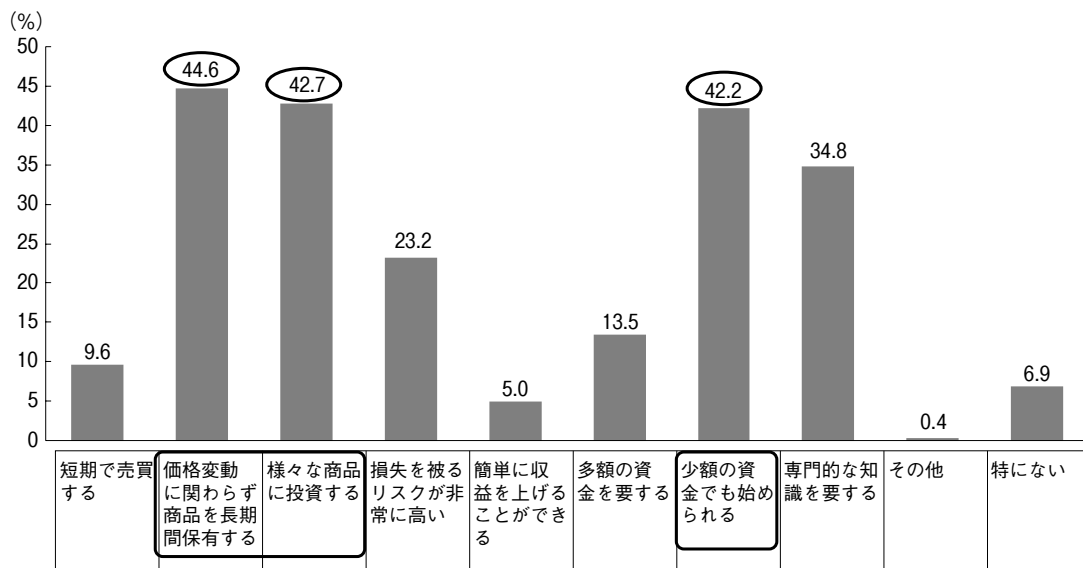
出典：日経リサーチ「生活者金融定点調査「金融 RADAR®」特別調査 2021」。

（【図表 6】）。資産運用の王道「長期・積立・分散」の投資家への浸透が感じられ、短期的な収益を狙ってテーマ型投資信託を乗り換えていくような投資家層とは違った顧客の掘り出しが垣間見える結果となっている。

(4) ESG投資信託を組成する資産運用会社 に対する金融庁の問題意識

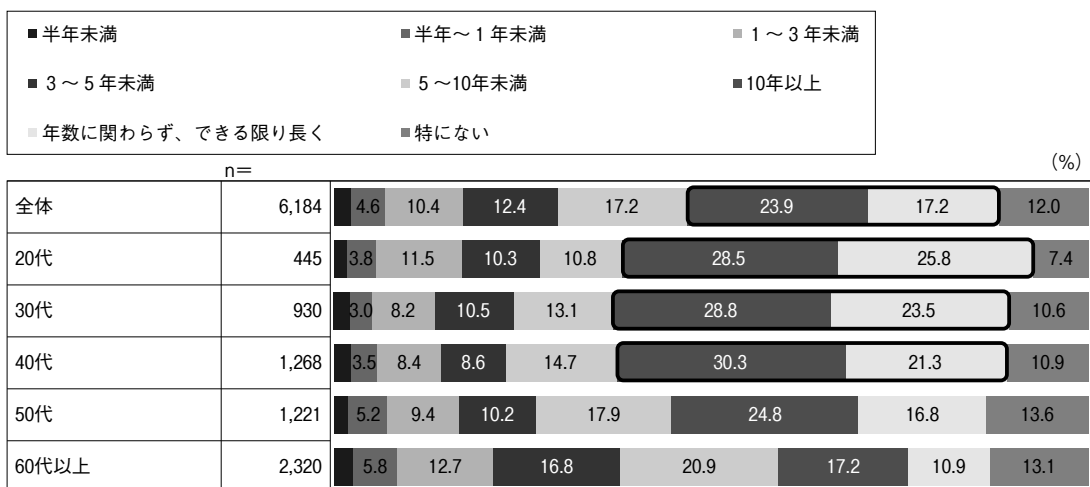
個人投資家、特に若年層を中心としたESG投資への関心の高まりや長期的な資産運用の考え方の浸透が進む中、こうした動きを投資家の資

【図表5】投資経験者の資産運用に関するイメージ（複数回答）



出典：金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」（2021年6月30日）。

【図表6】投資経験者の運用期間に関するイメージ



出典：金融庁「リスク性金融商品販売に係る顧客意識調査結果」（2021年6月30日）。

産運用における長期的な成功体験につなげていくためには、販売会社とともに資産運用会社の役割が重要であることはいうまでもない。金融庁では2021年6月に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2021」（以下「プログレスレポート」という）において、ESG投資信託の運用に関して、以下のような問題意識を挙げている。

a 運用パフォーマンスとコスト

ESG・SDGsに関連したアクティブファンドのパフォーマンスについては、アクティブファンドやインデックスファンドの全体平均と比較した場合、測定期間によって結果が異なり、一概に評価することが難しいとする一方で、コスト（信託報酬）水準はアクティブファンド全体の平均より高い傾向にあるとしている⁷。

7 プログレスレポート35頁。

【図表7】 ESG関連投資信託の銘柄選定とESGスコア

A. ESG 投資における主な投資手法

投資手法	内容
ネガティブスクリーニング	兵器産業等の特定の業種・テーマに関する企業を除外
ポジティブ/ベストインクラス	業種内で ESG の観点から評価の高い銘柄を組み入れる手法
規範に基づくスクリーニング	国連グローバル・コンパクト等の国際的に合意された規範に基づいて、投資対象をスクリーニング
ESG インテグレーション	銘柄選定プロセスに ESG の観点を考慮
持続可能性テーマ投資	気候変動や再生エネルギー等のテーマに着目
インパクト/コミュニティ投資	社会課題を解決するための事業等に投資を実施
エンゲージメント・議決権行使	ESG の観点から、株主として働きかけを実施

(出所) Global Sustainable Investment Review 2018

B. ESG 関連ファンドの銘柄選定基準の例

- ① ファンド独自の ESG 評価基準によって ESG 評価の高い投資対象のスクリーニングを行った後に、定量分析等により投資対象企業を選定
- ② 定量分析等とともに、あくまで ESG を複数の評価基準の1つとして銘柄を選定

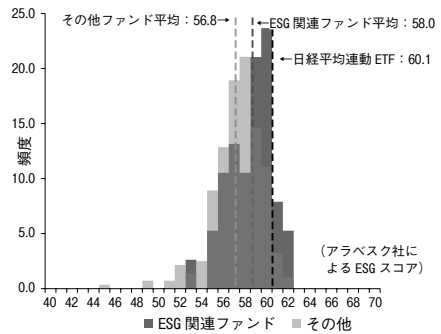
出典：金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2021」（2021年6月）。

b 銘柄選定基準

ESG関連投資信託の組成において、現状では、ESG要素を考慮する際の基準やESG等の名称を付すための基準に関するルールは存在せず、各資産運用会社の裁量にゆだねられている。テーマ型投資信託においては、後記2(2)aでも述べるように、テーマに沿った運用がなされているかが顧客本位の観点からは重要な論点となるが、プロセスレポートでは、ESG関連投資信託の銘柄選定基準は、個々の資産運用会社やファンドによって大きく異なり、例えば、あくまでもESGを複数の評価基準の1つとして位置付けているだけの場合があるなど基準が明確でないと指摘している（【図表7】A、B）。また、ESGの取組みに対する評価方法の詳細は一般に目論見書等では非公表になっているとしている。

さらに、同レポートでは、ESGスコア⁸についてみると、ESG関連投資信託とその他の投資信託に大きな違いはみられない（【図表7】C）としているが、ESGスコアそれ自体にも

C. 国内株式型ファンドの ESG スコアの比較



(注)

- ・ ファンドの組み入れ銘柄に対して、独 ESG 評価会社アラベスク社の ESG スコアを付与（100 点満点）。各銘柄の ESG スコアを組み入れ比率で加重合計した数値を ESG 付与比率合計で割って、ファンドの ESG スコアを算出
- ・ 対象は、国内株式型ファンドにおいて、ESG スコアを付与された銘柄の組み入れ比率合計が 70% 以上のファンド
- ・ ESG スコアは直近決算日時点の有価証券報告書に記載の「有価証券明細表」の組み入れ銘柄を基に算出

(出所) QUICK のデータに基に金融庁作成

様々な種類があり、スコアの算出方法も算出機関によって異なる点には注意が必要としている。

以上のように、ESG投資信託の運用に関して、顧客向けの情報の充実が課題となっているが、一部運用会社においては、月次レポートにおいて、組入上位10銘柄のESGへの取組みを紹介し、開示を進めている先も見受けられる。

金融庁では、ESG・SDGs投資は、今後の成長が期待される分野であり、資産運用業界におけるESGやSDGsの在り方について、その具体的な指標も含めて幅広く調査・分析を行うとともに、資産運用会社等に対するモニタリングを進めるとしている。

2 顧客本位の業務運営を踏まえたESG関連投資信託の取扱いの留意点

次に、1で述べたESG関連投資信託の組成・販売に関する現状と問題点を踏まえ、組成と販売のそれぞれについて、顧客本位の業務運営の観点からみた留意点について検討したい。

8 専門機関がファンドの投資先の環境・社会問題の取組みを評点したものの、確固たる評価手法が確立しておらず、このため同じ企業が構成銘柄に選ばれていても、評価機関によってスコアにはばらつきが生じることがあるといわれている。

(1) ESG関連投資信託の組成にあたっての留意点

a 資産運用会社の投資方針、組入銘柄の選定基準、選定銘柄の状況等の情報提供

顧客本位原則の原則5は、「金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである」とする。この点に関し、そもそもESG関連投資信託は、運用収益や経済的リターンの追求を目的としつつ、通常、その名称や特徴から、ESGに関する取組みに積極的な企業を組入銘柄とする印象を与え、顧客にESGへの貢献という期待を抱かせるものである。ところが、そもそもESGという概念自体が不明確であることに加え、前記1(4)bのとおり、ESG関連投資信託の銘柄選定基準は、個々の資産運用会社やファンドによって大きく異なり、その基準は必ずしも明確ではなく、また、ESGの取組みに対する評価方法の詳細や具体的なESGスコアの算出基準は、一般に目論見書等では公表されていないと指摘されている。投資資金が顧客のESGに関する上記の期待や投資目的に沿って確実に運用されるようにするためには、資産運用会社が合理的な銘柄選定基準に基づいてESG関連投資信託を組成することはもちろん、その銘柄選定基準や運用状況が、顧客自身が判断できる程度に明確になっていることが重要である。具体的には、資産運用会社は、エンゲージメントを通じ

て投資先企業のESGに関する取組みを促すことができる立場にあり、資産運用会社ごとにESG投資による影響は異なり得る。そのため、資産運用会社は、原則5の「販売・推奨等に係る重要な情報」として、まず、自身のESG投資に関する基本方針やエンゲージメント方針の開示、さらにTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）等の国際的なフレームワークに沿った気候関連情報開示等を充実させることが重要であると指摘されている⁹。また、このような自分自身の取組みの開示に加え、個々のESG関連投資信託の組入銘柄の選定基準や選定銘柄の状況、ESGの取組みに対する評価方法について、可能な限り具体的な指標を用いて継続的に情報提供することも求められると考えられる¹⁰。

b 想定顧客属性の特定・公表

また、顧客本位原則の原則6（注3）は、資産運用会社に対し、商品が販売対象として想定する顧客属性（以下「想定顧客属性」という）の特定・公表を求め、販売会社にその想定顧客属性に沿った販売がなされるよう留意することを求めている。現に重要情報シート¹¹などを通じて、個別商品ごとの想定顧客属性の公表を行っている例も出始めている。

この想定顧客属性の考え方は、EUにおけるMiFID IIおよびその委任指令¹²に規定されたプロダクトガバナンス¹³が参考にされている。この委任指令は、2021年8月22日、EUのSustainable

9 瀧野恵一ほか「ESG関連投信に関するモニタリング上の着眼点」週刊金融財政事情2021年9月21日号18頁。なお、同論考によれば、パッシブ型の投資信託の資産運用会社は、エンゲージメントを通じて投資先企業のサステナビリティの取組みを推進する必要があるとされ、特に、温室効果ガス排出量の多い企業等が脱炭素化を目指す移行（トランジション）に関する支援が期待されている。

10 以上について、金融庁・前掲注1・14～15頁参照。また、「ESG」「SDGs」「グリーン」「エコ」「サステナブル」等の名称が付される場合には、顧客がその名称の趣旨を誤認することのないよう、その商品が当該名称の示唆する特性をどのように満たしているかを可能な限り定量的な指標等を用いて明確に継続的に説明すべきであるとされている。さらに、環境的・社会的インパクトの創出を商品の重要な特性とするものについては、期待されるインパクトとその達成状況も、可能な限り具体的な指標を用いて説明することが必要となるとされている。

11 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告書—顧客本位の業務運営の進展に向けて—」（2020年8月5日）において、金融事業者が顧客に情報提供をするにあたり積極的に用いられることが望ましいとされており、顧客に対する簡潔な情報提供のほか、各業態の枠を超えた多様な商品の比較を容易にする効果も期待されている。詳細については、金融庁ホームページ「重要情報シート」を作成・活用する際の手引きについて」（2021年5月12日）参照。

12 COMMISSION DELEGATED DIRECTIVE (EU) 2017/593.

Finance Packageの1つとして改訂され¹⁴、金融商品の組成事業者および販売事業者は、金融商品の対象となる市場を特定・評価する際に、商品のサステナビリティ要素（気候・環境、社会および従業員、人権尊重、腐敗・贈収賄防止に関わる事象を意味するとされる）を考慮し、どのようなサステナビリティに関する目的を持つ顧客に販売することを想定しているのかを検討することが求められるとされている¹⁵。我が国でも、個々の顧客のサステナビリティに関する目的に適合した商品の提供を確保することは、ESGウォッシュを防止し、個人投資家に対するESG投資の機会を後押しするために重要な視点である¹⁶。今後のベストプラクティスの提案の1つではあるが、ESG等を前面に掲げた商品を組成する資産運用会社は、顧客本位の業務運営の観点から、その想定顧客属性を特定・評価する際に、当該商品の銘柄選定基準にかんがみ、どのようなサステナビリティに関する目的を持つ顧客に販売することが適切かを検討し、これを公表することも検討に値すると思われる。

(2) ESG関連投資信託の販売にあたっての留意点

a 商品特性の正確な理解

ESG関連投資信託を販売する金融商品取引業

者等は、最低限の要請として適合性の原則（金融商品取引法40条1号）¹⁷を遵守する必要がある。具体的には、まず、商品を知る義務として、投資勧誘をする前に、対象となる商品について、顧客が投資判断を行う上で必要な情報を適切に把握することが求められる¹⁸。

通常は、その商品に関するリスク、リターン、コストといった財務情報が重要であるが、ESG等を前面に掲げた商品を販売する場合は、ESGへの貢献という期待を抱かせて顧客を誘引する以上、その商品の持つESGに関する特徴について顧客に正確な説明を行う必要がある。そのため、これらの商品による投資の効果が長期にわたるといった特性や、通常の投資商品との違い、投資銘柄の選定基準や選定銘柄の状況などを正確に理解することが求められる。このことは、2020事務年度のモニタリングレポートにおいて、金融庁が、前記1(2)の問題意識とともに、「テーマ性の強い商品を提案する際は、商品性やその商品が長期投資に資すると考える理由、テーマに沿った運用がなされていること等について、その他の商品以上に、顧客に対し丁寧に説明し、顧客の理解を得ることに関する強い責務があると考えられる」と述べていることとも整合的である¹⁹。また、顧客の関心に応えるという観点からは、主な投資先企業のESGに関する取組状況なども理解しておくことが望ま

13 プロダクトガバナンスとは、資産運用会社（商品組成者）と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組みであり、資産運用会社には、金融商品の組成において、販売対象とする顧客層を特定し、販売後も当該商品が販売対象として特定された投資家層に適合するかを定期的に検証（定期レビュー）するため、販売会社をモニタリングすることなどが求められており、取締役会が、こうしたプロダクトガバナンスのプロセスを監督する責務を負う。一方で、販売会社にも、取締役会の監督のもと、金融商品が対象とされた投資家層に適合している否かを販売時および販売後定期的に検証するとともに、資産運用会社に対し、定期レビューに必要な情報を提供すること等が求められている（金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2020」（2020年6月）28頁参照）。

14 Commission Delegated Directive (EU) 2021/1269 of 21 April 2021に基づくものであり、加盟国は2022年8月21日までの採択が求められている。

15 委任指令9条9項・11項・13項、10条2項、前文5・6等参照。

16 もちろん、EUと我が国では、サステナビリティ・ファイナンスに対するアプローチの仕方が異なり、特にタクソノミーを中心として規制を組み立てるEUの規制を一部摘まみ食いのような形で導入することは必ずしも適切ではないと思われる。

17 適合性原則に関する金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下「監督指針」という）の近時の改定について、澤井俊之「適合性の原則の実質化と顧客本位の業務運営—欧米の規制も参考に—」本誌2155号18頁参照。

18 監督指針Ⅲ-2-3-1(1)①。

19 金融庁・前掲注5・27頁。

しい。さらに、前記のとおり、ESG関連投資信託の想定顧客属性として、資産運用会社が顧客のサステナビリティに関する目的を考慮している場合は、こうした情報の提供を受けることも重要である。

b 顧客属性や投資目的の把握・提案プロセス

次に、金融商品取引業者等は、適合性原則（顧客を知る義務）に基づき、投資勧誘の前に個々の顧客の属性や取引目的を的確に把握することが求められる²⁰。適合性原則は、勧誘する商品を起点として、その商品が顧客属性や投資目的に適合するか否かというアプローチで問題を捉えるため、その商品が顧客に適合するという合理的理由を持ち得る程度の顧客情報を取得しているか否かが重要である。通常、ESG関連投資信託は、ボラティリティが高い、レバレッジがかかっている、現金化が困難である、あるいは、仕組みが複雑であるといった特徴がないことからすれば、他の一般投資家向けの投資信託の販売に求められる顧客情報を取得しておけば問題になることは少ないと考えられる。

これに対し、顧客本位原則の原則6は、「金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである」とし、その（注1）では、「顧客の意向を確認した上で、まず、顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討」するこ

とをベストプラクティスとして示している。販売したい商品ありきではなく、顧客の意向に従って、投資資産全体で目標とするリスク・リターンを把握し、顧客に最適なポートフォリオを提案し、それを実現するための商品を選定するというアプローチを推奨しているといえる。この際、顧客の「取引目的・ニーズ」の把握はきわめて重要であり、顧客が望む場合には、顧客のライフプランに応じて将来的な目標を設計することが推奨される。そして、その目標実現に向けた最適なポートフォリオを提案するため、なるべく顧客の総資産の状況を聞き出し、顧客のリスク許容度を具体的に把握することが求められる²¹。その上で、ESG関連投資信託を推奨しようとする場面では、顧客の「取引目的・ニーズ」の1つとして、顧客のサステナビリティに関する目的を把握することが重要となる場合もあると考えられる²²。すなわち、ESG関連投資信託は、市場平均並みの経済的リターンになっているか否かの評価は定まっておらず²³、また、前記1(4)aのとおり、プログレスレポートにおいても、そのパフォーマンスを一概に評価することが難しい一方で、コスト（信託報酬）水準はアクティブファンド全体の平均より高い傾向にあると指摘されている。販売会社によっては、顧客の属性や投資目的を踏まればほかにもふさわしい投資商品があるにもかかわらず、ESGへの貢献や社会的・環境的インパクトなどESG投資が持つ特別な意義に訴えか

20 監督指針Ⅲ-2-3-1(1)②。

21 一方で、顧客において、このようなポートフォリオ提案は不要であり、単に期待リターンが高い商品を紹介して欲しいという意向であれば、ここまでの対応は不要と考えられる。

22 EUにおいては、我が国の適合性原則に相当するものとして、MiFID IIおよびその委任規則（COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2017/565）に基づき、投資アドバイスまたは投資運用の際に適合性評価が求められているが、2021年8月22日、この委任規則もEUのSustainable Finance Packageの1つとして改訂されている（COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2021/1253 of 21 April 2021に基づくものであり、2022年8月2日から適用が開始される）。概要としては、顧客のサステナビリティに関する選好を考慮することを適合性評価に組み込むことを求めるものであり、そのために、個々の顧客の状況に応じて顧客のサステナビリティに関する選好を特定するための質問を行い、顧客への商品の推奨は、顧客の投資目的として、経済目的とそのサステナビリティ選好の双方を反映したものとする必要があるとされている（委任規則54条2項・5項、前文5項～7項）。これもEUタクソノミーを前提にしたものであり、我が国にそのまま導入することは適切とはいえないが、顧客にふさわしい商品を選定する前提として、ESGウォッシュを防止する観点から、顧客の投資目的としてサステナビリティに関する意向を把握することを求める点は参考になろう。

23 湯山智教『ESG投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』110頁（金融財政事情研究会、2020年）。

けて、ESG関連投資信託を推奨する場合もあると思われる。このような場合、販売会社が、これが他の商品と比較して顧客によりふさわしい商品であるかどうかを判断する前提として、その顧客のサステナビリティに関する目的の有無を把握し、その目的をポートフォリオ提案に一定程度組み込んでいくことも重要な視点であると考えられる。

c 商品選定・勧誘プロセス

顧客の属性・投資目的を把握した後は、そのESG関連投資信託がその顧客属性や投資目的に適うものであることの合理的な理由をもって勧誘することが最低限の義務として求められる²⁴。もっとも、前記のとおり、通常、ESG関連投資信託は、それほどリスクが高い、あるいは仕組みが複雑な商品ではないことからすれば、例えば、顧客の年齢や投資経験等の観点から理解力・判断力に懸念がある場合や取引の頻度や金額が過度といえる場合などを除けば、合理的な理由を欠くとまで判断される場合は少ないと考えられる。

その上で、顧客本位原則の原則6（注1）は、「具体的な金融商品・サービスの提案は、自らが取り扱う金融商品・サービスについて、各業法の枠を超えて横断的に、類似商品・サービスや代替商品・サービスの内容（手数料を含む）と比較しながら行うこと」をベストプラクティスとして示している。顧客の側からすれば、「取引目的・ニーズ」として、自らの投資にESGへの貢献など特別な意義を見出さず、専ら経済的リターンのみを追求しているような場合も多いと思われる。このような場合に、販売会社が、期待される経済的リターンの水準が類似し、よりコストの低い他の投資信託を取り扱っているにもかかわらず、比較対象としてこれを提案することなくESG関連投資信託のみを提案するような行動は、顧客本位とはいえない難いと考えられる。もちろん、低コストの投資信託

を比較対象として示した上で、なおESG関連投資信託を勧める積極的な理由（例えば、ESG投資は持続的・長期的な投資リターンを志向するものであり、顧客のライフプランや投資期間を勘案すれば、相対的に有利な経済的リターンが得られる可能性があることや、ポートフォリオ全体を踏まえた分散投資提案の観点から顧客にふさわしいリスク・リターンを見込むことができること²⁵など）があるのであれば、これを説明し、顧客の納得の上で販売することは望ましい行動といえよう。

これに対し、「取引目的・ニーズ」として、顧客が、経済的リターンを大前提としつつも、ESGへの貢献などサステナビリティに関する目的をも重視する場合もあると考えられる。このような場合は、顧客のサステナビリティに関する目的をなるべく具体的に把握し、ESG関連投資信託の想定顧客属性とも照合しながら、その顧客の期待に沿ったサステナブルな活動に貢献できる商品をいくつか提案することが顧客本位の観点から望ましく、顧客の満足度向上に向けた対応であると考えられる。

d 重要な情報のわかりやすい提供

顧客本位原則の原則5に記載のとおり、販売会社も、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報をわかりやすく提供することが求められている。ESG関連投資信託に特有の情報は、前記(1)aの組成事業者の箇所ですで述べたことと重なるが、販売会社には、法定書面によるかどうかにかかわらず、顧客の側に立って、これらの商品による投資の効果が長期にわたるといった特性や、通常の投資商品との違い、投資銘柄の選定基準や選定銘柄の状況等を、顧客の理解に応じてわかりやすく説明することが求められる²⁶。また、販売・推奨等を行う金融商品の選定理由として、顧客のニーズおよび意向を踏まえたものであると判断する理由も情報提供するべきであるとされている（原則5（注

24 監督指針Ⅲ-2-3-1(1)③。

25 金融庁も、「個別商品の提案の際も、高リスクや低リスクの単品商品のみをもって適合性を判断するのではなく、投資資産全体のリスク・リターンが、顧客にとってふさわしいか判断する仕組みがあれば、分散投資提案が実践しやすくなる可能性がある」としている（金融庁・前掲注5・26頁脚注29）。

1))。そのため、例えば、あるESG関連投資信託について、経済的リターンの水準が類似する他の商品と比較してコストが高いにもかかわらず、なお推奨する理由や、顧客が投資目的として特定のサステナビリティに関する目的を有している場合には、推奨するESG関連投資信託がその目的に沿うものである理由についても丁寧な情報提供を行うことが、顧客本位の観点から望ましい対応であると考えられる。さらに、特に類似する投資信託をも取り扱う場合は、顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配慮した資料として、「重要情報シート」を積極的に活用することも望ましい。

e フォローアップ

顧客本位原則の原則5（注1）は、「金融商品・サービスの販売後において、顧客の意向に基づき、長期的な視点にも配慮した適切なフォローアップを行うこと」に留意すべきとしている。ESG関連投資信託は一般には長期的リターンを志向した投資商品であり、顧客に当初の投資目的を思い起こさせ、長期投資の効果を持続させるためにも、定期的なフォローアップによってコーチングをすることが重要と考えられる。

(3) 最後に

ESG投資の推奨については、潜在的なニーズの掘り起こしという側面が強いため、販売会社がESG関連投資信託に関する情報提供やアドバイスを行うにあたっては、そもそも顧客がどのようなサービスを受けることを望んでいるのか、また、その顧客にふさわしい金融商品は何かを常に念頭に置く必要がある。その上で、顧客が、資産形成に関して、ESGへの貢献などサステナビリティに関する目的をも重視している場合は、ESG投資の他の投資手段にはない留意点をも踏まえつつ、その顧客の期待や目的に

沿ったサステナブルな活動に貢献できる商品を提案するとともに、その銘柄選定基準など顧客自身が自らの投資目的に沿っているかの判断に資する情報を提供することが重要であると考えられる。個人投資家によるESG投資を短期的な流行に終わらせることなく持続させるためには、金融事業者において、個人投資家が安心して、また、真に納得して、ESG関連投資信託の購入をすることができるような環境作りを行うことが必要である。本稿がその一助になれば幸いである。

ながさわ としお／日本資産運用基盤グループ 主任研究員

1984年太陽神戸銀行（現三井住友銀行）入行、デリバティブ業務、リスク管理業務等に従事。2011年から2020年にかけて金融庁において「顧客本位の業務運営」のモニタリング等に従事、2019年8月より主任統括検査官。2021年3月より現職、「顧客本位の業務運営」に関するアドバイスや情報発信を行う。

さわい としゆき／大江橋法律事務所パートナー

2009年弁護士、2018年ニューヨーク州弁護士登録。2018年から2020年にかけて金融庁企画市場局市場課専門官として暗号資産に関する資金決済法・金融商品取引法等改正、顧客本位の業務運営に関する原則改訂等の立案作業に従事。取扱分野は、金融規制、フィンテック、コーポレート等。ESG・サステナビリティに関するアドバイスや情報発信も行う。

26 詳述はしないが、投資信託の販売や勧誘に伴う情報提供に関する法規制としては、いわゆる広義の適合性原則に基づく実質的説明義務（金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項1号、金融サービスの提供に関する法律4条2項）や、虚偽告知の禁止（金融商品取引法38条1号）、断定的判断の提供の禁止（同条2号、金融サービスの提供に関する法律5条）などを遵守する必要がある。