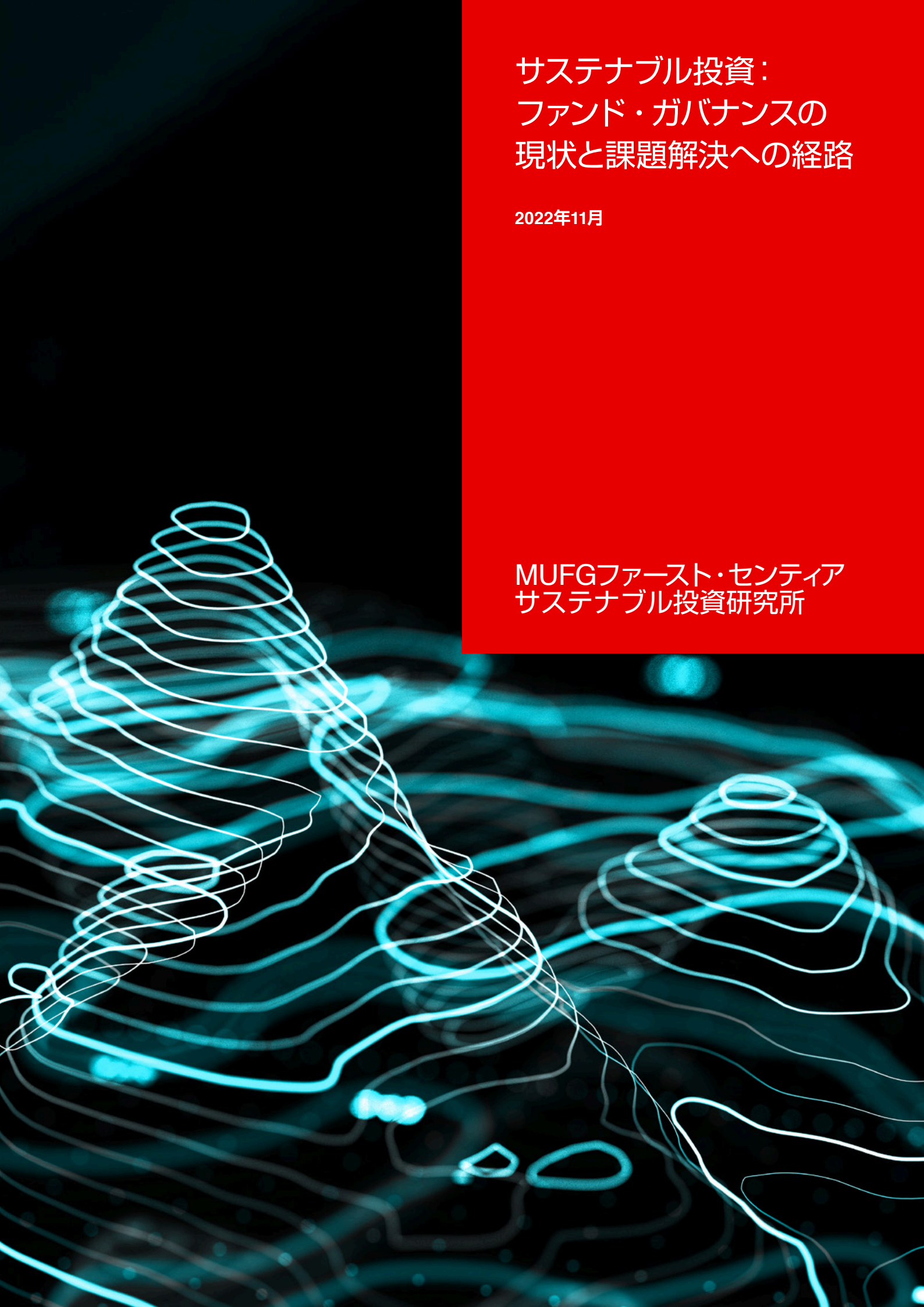




サステナブル投資： ファンド・ガバナンスの 現状と課題解決への経路

2022年11月

MUFGファースト・センティア
サステナブル投資研究所

エグゼクティブ・サマリー

投資家は、プロフェッショナルな投資スキルへアクセスするために、プールドファンド（投資信託などの合同運用ファンド）への投資を選択します。投資資産の保全と成長を期待する経済的な側面が主な投資目的であることに変わりはありませんが、その投資におけるサステナビリティ（持続可能性）面の特徴など、リターン以外の要因が考慮されることもますます多くなってきています。

サステナブル投資は、ここ数十年にわたって発展を続け顕著な成長を遂げてきましたが、ここ3-5年の成長は特に目覚ましいものがあります。サステナブル投資ファンドの運用資産残高はわずか3年間で4倍に膨れ上がり、2019年初頭の約7千億ドルから2021年末には3兆ドル弱に達しています¹。こうした成長に伴い、新たな規制や様々なアプローチが導入されてきています。このレポートでの「サステナブル投資ファンド」という言葉は、投資判断に際して、何らかの形でサステナビリティ関連の考慮がなされる、あらゆる投資ファンドを指しています。

運用会社は、第三者の資金の監視者の立場として、その投資目的がどのようなものであってもその目的を満たすよう最大限努力するなど、投資家の最善の利益のために行動することが求められます。投資ファンドの法的、構造的、および組織的な形態は世界各地で様々であり異なります。例えば、西欧では「investment company」（投資会社）という会社型態が一般的ですが、香港や日本、オーストラリアでは契約型のユニット・トラスト構造（投資信託の一種）が一般的です。ただし、投資ファンドの形態にかかわらず、ファンドの活動に対する最終的な監督と説明責任はいずれもファンドのガバナンス組織にあります。そうしたガバナンス組織は「ファンド・ボード」と呼ばれることが多いため、本レポートにおいてもその呼称を使用して議論を進めています。

ファンド・ガバナンスやその監督の様式は法的な形態および地域によって異なるものの、ファンド・ガバナンスの監督の核となる目的は概ね共通しています。

ファンドの監督という観点から、投資判断にサステナビリティの要素を考慮することでファンド・ボードのガバナンス上の責任が根本的に変わるものではありません。しかし、ファンドの監督の実施に際しては、サステナブル投資の発展を背景に以下のような影響を受ける可能性があります。

- **サステナビリティおよびグリーンウォッシングの定義の多様化:** ファンドの目的および戦略が投資家および販売業者から誤解されるリスク、加えて（あるいは）ファンドが言明しているサステナビリティに関する特徴を実証できないリスク。
- **サステナブル投資の拡大:** テーマ型ファンドの数と種類の増加に伴い、ファンド・ボードの監督責任の増大。
- **規制の増加:** 運用会社が担う法令順守責任が増え、最終的にはコンプライアンスを徹底するためのファンド・ボードの責任が増大。

本レポートは、上述のような背景を踏まえ、ファンド・ボードによるサステナブル投資ファンドの監督の改善に役立つことを目的としています。リサーチ対象は、主に個人投資家向けの投資ファンド、および英国、アイルランド、ルクセンブルク、日本、香港、オーストラリアの6地域としています。

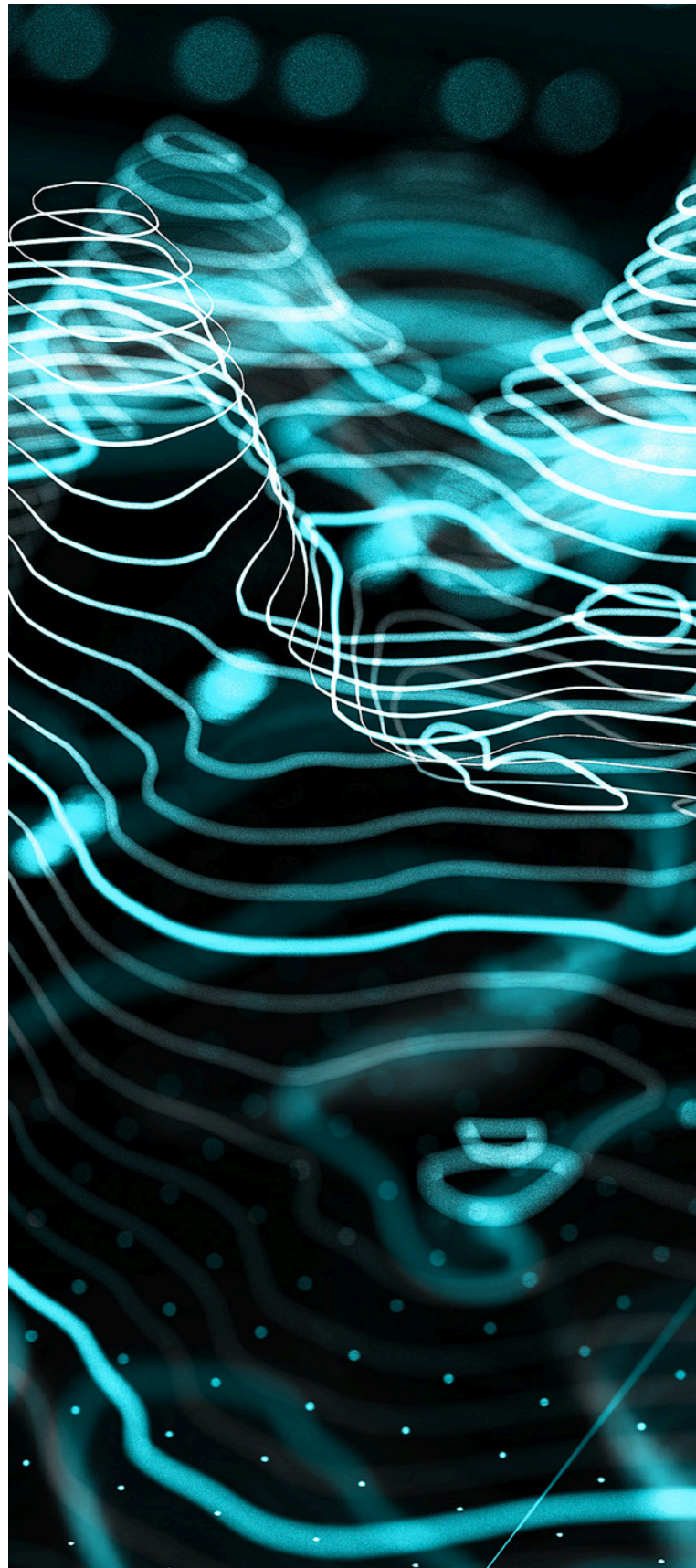
エグゼクティブ・サマリー

調査対象地域における投資商品に適用される法律上・規則上の枠組みは、例えば、ファンドの承認や開示要件、コーポレートガバナンス要件（取締役会の構成要件を含む）などに見られるように、非常に細かく規定されている場合があります。規定の中には、ファンドの名称、区分や開示（例：EUのSFDR [サステナブルファイナンス開示規則]）など、サステナブル投資ファンドの運営方法及びもものありますが、こうした枠組みは通常、すべてのタイプの投資に当てはまる一般的なルールを規定するのみであり、サステナブル投資ファンドの効果的な監督に関する要件を定めていません。

本レポートでは、調査対象地域のファンド・ガバナンスのガイダンスで共通して見られる、以下の4つのガバナンス領域の観点からファンド・ボードの責任を考察しています。

- **ファンドが投資家に約束する内容の伝達**：ファンドの目的が明確に表明されているか、目的を全うするために適切な運用会社を選び、目的の達成状況を効果的にモニタリングしているかを監督。
- **法令順守**：ファンドが、商品設計、商品の関連文書、報告義務などに関連する要件に従って開発運営されていることを徹底。
- **リスク管理**：主要なリスクの特定、ボードで承認されたリスク許容度の範囲内での管理・監督を徹底し、内部統制の有効性を検討。
- **ボードの構成と専門知識**：ボードのメンバーが自らの責務を果たすにあたって適切なスキルや知識、経験を持つ者であることを徹底。

また、本レポートでは、サステナブル投資ファンドの監督方法に関する理解を深めるため、ファンド・ボードの理事およびその他のファンド・ボード専門家25名に取材を行いました。取材を通してファンド・ボードが直面するいくつかの重要な課題が明らかになるとともに、こうした課題に取り組むための提案や、監督を目的として利用可能な管理情報の例も特定することができました。



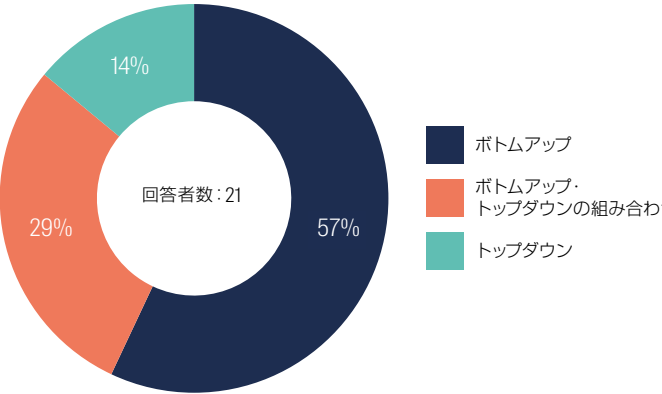
ファンドが投資家に約束する内容の伝達

一般的に、契約型ファンドでは、サステナビリティ関連を含む特徴を適切な形でファンドの目的に組み込み、運用会社の選択においてもその点を検討し、効果的にモニタリングする必要があります。

課題: ファンド・ボードがこの点で果たすべき役割は今のところ明らかではありません。特にファンドの関連文書の監督や運用会社がサステナブル投資をどのように実行しているのか、モニタリングがどのように行われているのかなどについて、その監督責任は不透明です。実際、取材では、サステナビリティがどのように投資プロセスに組み込まれるかについての方針あるいはガイダンスの設定に関わっているファンド・ボード、あるいは、そうしたファンドのサステナビリティ関連の特徴についての情報を受け取っているファンド・ボードは少数派でした（図表1および2）。

ファンド・ボードの大半は、サステナビリティ方針について、ファンドの契約内容（マנדート）と運用会社のサステナブル投資に対する一般的なアプローチによって、すなわち「ボトムアップ」で明確に設定されると考えていました（図表1）。サステナブル投資の方針の理解と実践に関しては、ファンド運営の責務を負う執行幹部が最も適した立場にあるというのがほぼ一致した見解でした。しかしながら、その一方で、こうした方針およびその監督に関連する管理責任については、ファンド・ボードが最終的には責任を負うとの意見もありました。

図表1: ファンドのサステナビリティ投資方針および（または）目的の設定におけるファンド・ボードの関与形態について当てはまるものは？



出所: Fund Boards Council

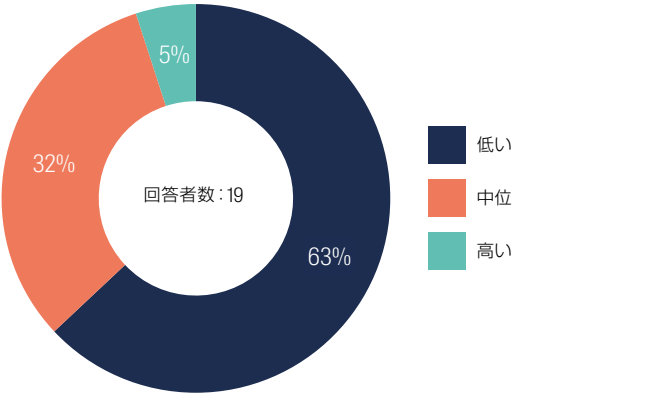
それでもなお、ファンド・ボードの3分の2近くが、サステナビリティの目的および特徴に照らし合わせたファンドの実績のモニタリングについては自分たちの関与は低いと述べており、こうした監督の実践については、執行幹部や、執行委員会あるいはボードの小委員会に大きく依存していました（図表2）

ファンドのサステナビリティの特徴に関して管理情報を受け取っているその他の内部機関については、（ファンド・ボードの小委員会なのか、執行幹部の小委員会かという違いはあるものの）ほぼ3分の2が投資委員会の存在について言及しました。さらに少数の回答者は、このタイプの管理情報はリスク委員会（多くの場合、ファンド・ボード下の小委員会）で検討されると回答し、ファンド・ボードの4分の1がこのモニタリング機能は別の場所（通常、商品ガバナンス委員会をはじめとした種々の幹部会議）が担うとしていました。

アクション: ファンド・ボードの確認すべき事項

- サステナブル投資の方針が明記されていること（ファンドの目的の設定方法も含む）
- 運用会社のサステナビリティの評価方法を理解し信頼していること
- サステナビリティを特徴とするファンドについては、ファンドパフォーマンスのモニタリングにおいて明確にサステナビリティの特徴を検討すること

図表2: ファンドのサステナビリティ目標や特徴に対するパフォーマンスの監督についてあなたの関与度合は？



出所: Fund Boards Council

エグゼクティブ・サマリー

法令順守

サステナブル投資ファンドの名称、区分および商品の関連書類についての詳細な規則とガイダンスは、未だ発展途上です。今回調査した地域では、サステナビリティがファンドの目的に含まれていないファンドや組織においてもサステナビリティ関連リスクの報告が義務付けられているところも複数ありました（例：EUのSFDR）。

課題：こうした規則やガイダンス（商品の開発、販売前・販売後の開示および報告義務などに影響を与える要件などを含む）の影響を受ける活動（例：TCFD [気候関連財務情報開示タスクフォース] の要件など）への関与度が相対的に低いファンド・ボードが一部見受けられました。

アクション：ファンド・ボードの確認すべき事項

- サステナビリティ要件が商品のガバナンスの枠組みに組み込まれていること
- ファンドの関連文書および報告義務に関する管理機能が有効なこと
- 商品の承認申請（特に既存のファンドをサステナブル投資として組成し直すための申請）が適切であること
- 使用されるデータの潜在的な限界と、関連するデータの完全性の管理機能について認識していること

リスク管理

ファンドマネージャーは、組織レベルでも商品レベルでも、気候変動リスクなど、サステナビリティ関連の投資リスクの評価を考慮し、それを開示することがますます求められるようになっていきます。投資商品ではサステナビリティ関連の特徴がどのように説明されているかに関して厳しい目が向けられるようになっており、「true to label」という観点（商品名が実態と一致していること）や、そうした要件を満たしていないリスク（サステナビリティ関連では一般的に「グリーンウォッシング」と称される）に対する注目度も高まっています。こうしたリスクはガバナンス構造の中だけでなく、投資のデューデリジェンスおよびリスク管理の方針と手続きの一部として統合される必要があります。

課題：サステナビリティ・リスクがポートフォリオにおいてどのように管理されているか検討したことがないファンド・ボードや、リスク管理の枠組みに含めていないファンド・ボードもあるかもしれません。規制要件は急速に変化しており、内部プロセスの対応が遅れている可能性もあります。

アクション：ファンド・ボードの理事が確認すべき事項

- 必要かつ適切であれば、サステナビリティ・リスクがポートフォリオ運用および企業のリスク管理の枠組みおよびガバナンスに適切に組み込まれていること
- すべての関連するリスク管理機能が、サステナブル関連のリスクに効果的に対応できること
- 「true to label」（商品名が実態と一致していること）の適切な管理によってグリーンウォッシングのリスクに効果的に対応できること

エグゼクティブ・サマリー

ボードの構成員と専門知識

ファンド・ボードの理事にはサステナブル投資に関する責任を遂行するための知識、スキル、経験が必要で、これには、こうしたファンドの特質や関連するリスク、制度上の責務を十分に理解することが含まれます。

課題: ファンド・ボードによっては、主要なサステナブル投資関連の規制や投資アプローチ、投資ツールや指標に関する適切な知識と理解を持つに至っていない場合もあるかもしれません。例えば、自身が所属するボードの知識レベルについて「高い」（商品や投資プロセスの関与度が相対的に高いプロ並みのレベル）と評価した回答者は全体の3分の1未満でした（図表3）。

取材に応じて頂いた方々は、彼らのファンド・ボードが、一般的には組織レベルの開示（TCFDなど）よりも、ファンド関連のサステナブル投資規制（ファンドの名称、表示、開示など）の方に通じていると感じていました。非常任理事（non-executive directors）と比較して常任理事（executive directors）の方が知識のレベルが高いというのが一般的認識で、多くの場合、特定分野の専門家（subject-matter-expert、商品担当責任者や責任投資責任者、あるいは最高投資責任者のような投資経験を持つ者など）の常任理事が最低1名存在します。

アクション: ファンド・ボードのとるべき行動

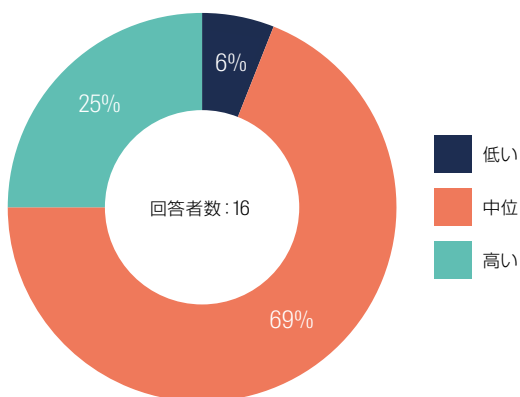
- ボードメンバーの評価を開始して、サステナブル投資に関する知識、スキル、経験面で不足している点（ギャップ）を特定
- 特定されたギャップに関して、ボードメンバーへの研修、さらなる専門知識の習得を目指す「深く掘り下げた（deep dive）」勉強会の実施、当該事項に関する当該領域の専門家をボードメンバーに迎えるなど、しかるべき措置を実施

サステナブル投資の要件は多くの地域において依然として発展途上にあります。取材を行った先からは、こうした要件の変化に伴い、特にサステナブルファンドの表示、開示、モニタリングの現地要件などについて、規制当局から明確で一貫性のあるガバナンスに関するガイダンスが欲しいという声が聞かれました。

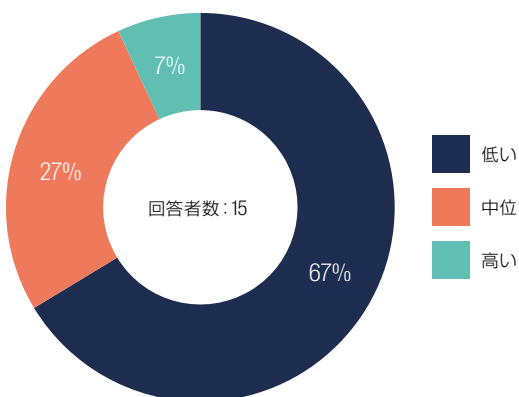
各地域別の要件とは別に、可能かつ実務的であるならば、国際的な調和が有益ではないかとの指摘もありました。これには、SFDRやEUタクソノミーのような基準に加え、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）やTCFDのような、現在開発中の国際基準も含まれるでしょう。

図表3: 自身のファンド・ボードのサステナビリティ関連法令に関する知識水準について「高い」、「中位」、「低い」で評価してください

ファンド関連の規則



組織レベルの開示



出所: Fund Boards Council

1 出所: Morningstar Global Sustainable Fund Flows: Q2 2022 in Review

ご留意事項

MUFG ファースト・センティア サステナブル投資研究所は、三菱UFJ信託銀行およびその傘下にあるファースト・センティア・インベスターズグループが共同してサステナブル投資に関する調査・研究・レポート作成などの業務を対外的に行う際の呼称です。本資料は、三菱UFJ信託銀行アセットマネジメント事業部責任投資推進室が発行しています。

本資料は、MUFGファースト・センティアサステナブル研究所の活動の一環としてファースト・センティア・インベスターズグループが発行した「Sustainable investment – navigating the challenges for fund governance」(英語版)のExecutive summaryを、三菱UFJ信託銀行が日本語訳したものです。内容に忠実に日本語訳しておりますが、万が一これら両言語の内容に相違があった場合には、英語版が正となることを予めご了承ください。

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、三菱UFJ信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループが特定の有価証券・取引や運用商品を推奨または勧誘するものではありません。

本資料に記載されているデータ、意見などは本資料作成時点で信頼できるとされる情報に基づき作成したものです。三菱UFJ信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループは、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見などを使用した結果についてもなんら保証するものではありません。また、本資料に関連して生じた一切の損害について、三菱UFJ信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループは責任を負うものではありません。

本資料に記載されている情報および見解は著者のものであり、必ずしも三菱UFJ信託銀行およびファースト・センティア・インベスターズグループのものではありません。

本資料の著作権その他の知的財産権は三菱UFJ信託銀行およびFirst Sentier Investors (Australia) Services Pty Limitedに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に記載している見解などは本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制などの変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。