

サステナブルファイナンスと投資家・ 金融教育に関するIOSCOの報告書

佐志田 晶 夫

一、はじめに

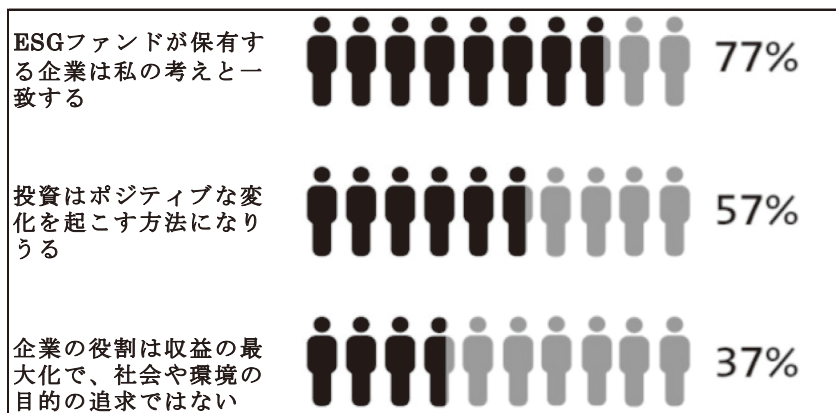
本稿では、サステナブルファイナンス促進とグリーンウォッシング防止のための投資家・金融教育強化に関するIOSCOの報告書“Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products（サステナブルファイナンス市場・商品との関連でのリテール投資家教育）”⁽¹⁾を紹介したい。

IOSCOはサステナブルファイナンス・タス

クフォース（SFT）を二〇二〇年に設立し、サステナビリティ関連の開示強化を促進すると共に、⁽³⁾資産運用会社のサステナビリティ関連の実務、方針、手続き及び開示に関する提言やESG格付け及びデータ商品提供者に関する提言を公表してきた。⁽⁴⁾

IOSCOの代表理事会は二〇二一年六月に、SFTの活動を補完するリテール投資家教育のプロジェクトをリテール投資家委員会（第八委員会）に委任した。本報告書はこのプロジェクトの成果であり、サステナブルファイナンスに関する

図表 1 投資は変化を起こすメカニズムだという考え



〔出所〕 FINRA Investor Education Foundation, Consumer Insights: Money & Investing, “Six things to know about ESG and retail investors” March 2022より

投資家教育を提供する上での主な課題と各国当局などの実務や事例を整理している。

二、サステナブルファイナンスの役割と I O S C O の取組み、課題

(1) サステナブルファイナンス、ESG商品の拡大とリテール投資家の関心の高まり
報告書によれば、サステナブルファイナンスが世界中で成長しリテール投資家の ESG 商品への関心が高まり、ESG 関連の目的と合致する投資を望む投資家や投資機会拡大のため ESG 商品を投資対象に加える投資家が増えている（図表 1）。だが、リテール投資家の理解を助ける一貫性があり比較可能な枠組みがなく、投資家保護のための金融・投資家教育が重要になっている。

投資家は、サステナブル商品のリスクと様々な金融商品に影響するサステナビリティ関連のリスクを理解すべきであり、それが情報に基づく意思決定やグリーンウォッシングなどから自らを守る助けになる。だが、標準的な用語の欠如などがESG商品の分析や比較を妨げている。

(2) サステナブルファイナンスの用語とアプローチの不一致による問題

サステナブルファイナンスは、環境、社会とガバナンス(ESG)の要因をファイナンスの意思決定に取り入れるプロセスを意味する。ただし、サステナブルファイナンスやESGの一般的な定義はなく、環境、社会やガバナンスなどの各要因も単一の定義がない。また、ESGやサステナブルファイナンスは、ある側面を強調してコミュニケーション投資、倫理的投資、グリーン投資、インパク

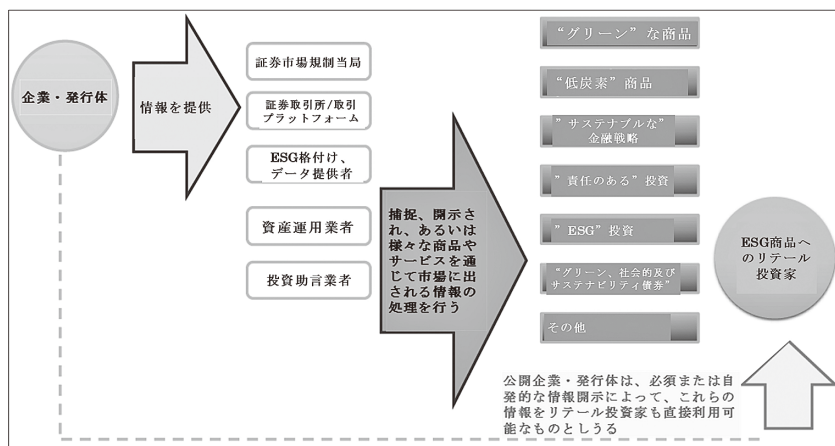
ト投資、ミッション関連投資、責任投資と呼ばれることがある。

リテール投資家がESG商品を評価し比較することは難しい。グリーンやサステナブルの意味について一貫性がないことが、資産運用会社はESG基準を投資戦略にどう組み入れているか、情報は正確かを投資家が知ることを妨げている。知識のギャップと低レベルの金融リテラシーが組合わさると、投資家は不正行為のリスクに曝されかねない。

三、金融・投資家教育の問題とリテール投資家の課題

報告書では、リテール投資家が直面する課題を認識するために、IOSCO第八委員会が収集した情報、データや観察を説明して、一貫性があつ

図表2 サステナビリティ関連の情報チェーン



〔出所〕 IOSCO “Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products”. August 2022より

て比較可能な情報の欠如とリテール投資家に影響する知識ギャップについて整理している。

(1) 一貫性があり比較可能な情報の欠如

十分かつ正確、タイムリーで比較可能な情報は、金融市場、規制当局と投資家にとって重要であり、リスクの理解と管理、投資戦略の定義、適切な評価の取得に必要である。サステナビリティ関連の情報チェーンには、発行者や資産運用会社、ESG格付け・データ提供者、投資家、規制当局が関与し（図表2）、情報の作成者と利用者がいる。リテール投資家は最終利用者であり、情報チェーンが作成、流通させる情報とその正確さや完全性に依存している。

サステナビリティ関連の情報が不十分な理由としては、①サステナブルファイナンスやESGの共通の定義や、環境、社会、ガバナンスの単一の

定義がない。②何が「グリーン」、「低炭素」、「サステナブル」、「ESG」商品、または投資戦略なのかに関し、信頼できる理解を提供する一貫性があつて比較可能な尺度や手法がない。③サステナビリティ関連の開示・報告枠組みは自発的であるため企業間で相違がある。などが指摘できる。

規制当局への提案

・規制当局は、発行体のサステナビリティ報告やESG開示枠組みへのリテール投資家の理解を助ける実務指針を金融・投資家教育プログラムに加えることを検討すべきである。

・規制当局は、各国の法律、規制の下で、サステナビリティ関連情報をどうやって得るのかについて、リテール投資家の方向付けを検討すべきである。

(2) 知識のギャップ

ESG商品へのリテール投資家の認識は様々である。例えば、①サステナビリティ関連の事項を考慮した金融面の判断に関心を持つリテール投資家は増加、ただし、②サステナビリティ目標への支持がESG商品への投資にならないこともある、③ESG商品の理解や従来型商品との識別は難しくESG商品間の比較も困難、④若年層は、他の年齢層と比べてサステナブル投資を強く選好、などが指摘されている。金融リテラシーの不足はサステナブル投資の理解を制限しかねず、様々な概念や用語があることが投資家の知識や理解を阻害しかねない。

規制当局への提案

・規制当局は、サーベイやアンケート実施など、リテール投資家のサステナブル商品への

理解を強化し評価する行動を検討すべきである。

・金融教育の強化は、リテール投資家のサステナブルファイナンス及びその特徴とリスクの理解と認識を高めるために有益である。

・サステナブルファイナンスの金融教育への取組みでは、ESG用語の明確化（及び分断化についての認識向上）、提供された商品が各自のサステナビリティ関連の選好に合っているかをどう調べ、理解するかの場合内を検討すべきである。

・個別的なコミュニケーションと多様なリテール投資家の特性と選好に沿ったコミュニケーションのチャネルは、サステナブル投資の教育を改善し、意識を引きつけ、信頼と関与を高めることができる。

(3) パフォーマンスとリスクの認識

リテール投資家にはサステナブル商品と従来型投資商品の比較やESG商品間の比較は難しい。また、パフォーマンスに関するリテール投資家の認識は、サーベイ結果によって様々で、他の投資商品より低いとの理解もあれば、リターンを期待してESG商品に投資する投資家もいる。加えて、サステナブル投資は他の商品よりリスクが高いという認識もある。

規制当局への提案

・規制当局は、リテール投資家に提供されるサステナブル投資商品の市場と商品の主要な特徴、リスク及び障害を対応づける研究の実施を検討すべきである。

・投資家教育の取組みでは、ESG商品の特質を明確にすることにより、リスクと成果の

考え方を明らかにすることを検討すべきである。

・投資家教育プログラムは、リテール投資家がESG商品間及び他の商品との違いを比較し分析できるように支援すべきである。

(4) グリーンウォッシングリスクについての意識レベル

ESG商品にも機会とリスクがあり、透明性の欠如と不十分な情報は、投資家のリスクを高めない。他の商品にも影響するサステナビリティ関連のリスクと、サステナブル商品のリスクを理解することが重要であり、グリーンウォッシングのリスクを認識すべきである。

規制当局への提案

・規制当局は、リテール投資家への投資家教

育プログラムにサステナビリティ情報を含め、分析する投資商品資料の評価の重要性の認識向上も含めることを検討すべきである。

・規制当局は、サステナビリティ関連の主要な問題の評価や投資しようとするESG商品と嗜好や期待が一致しているかについて、投資家の認識を支援する方法を検討すべきである。

・規制当局は、リテール投資家の金融商品のESG認証やラベル、スコアの利用での識別を助け、認識や分析を提供する市場参加者の取組みへの支援を検討すべきである。

(5) サステナブル商品とのつながりを持つ

資産運用会社やファイナンシャルアドバイザーは、リテール投資家をサステナブル商品につなげる役割を担っている。報告書でIOSCOは、サ

図表3 規制当局からリテール投資家へのメッセージ、質問

世界投資者週間でのメッセージ ⁽⁵⁾
賢い投資家は、 ・サステナブルファイナンスは、環境・社会・ガバナンス投資（ESG）、社会的責任投資、インパクト投資など、様々な呼び名で言及されることを認識している ・投資商品の開示文書を確認し、様々なESGやサステナブルファイナンスに関する要素がどのように評価されているかを確認する ・投資商品のサステナブルファイナンスに対するアプローチが、投資者自身の目標、目的、リスク許容度や判断基準と一致するかを考慮に入れる ・サステナブルファイナンスの投資機会はそれぞれ違いがあり、個別に評価する必要があることを理解している ・グリーンウォッシングのリスクと潜在的な影響について意識している
第8委員会が収集したメッセージ
知識のあるリテール投資家はサステナビリティ関連の問題について、 ・投資する前に調査する（サステナブルか否かに関わらず） ・何が金融商品を“サステナブル”にするかファイナンシャルアドバイザーに尋ねる ・ESG枠組みや商品をサステナブルとするラベル付けについてファイナンシャルアドバイザーに尋ねる ・投資したいと思うESG商品を理解するために重要な情報をどこで探すべきか尋ねる ・ESG投資の開示文書を見直す ・“サステナブル商品”が提案されたら、そうした商品のリスクは従来型商品と比べてどうか尋ねる ・“グリーンウォッシング”とは何か、リスクを削減するにはどうすればいいかを尋ねる ・サステナブル商品の場合に利用できる苦情と救済メカニズムについて尋ねる

〔出所〕 IOSCO “Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products”. August 2022より

ステナブルファイナンスの金融教育は、ファイナ
ンシャルアドバイザーなど業界関係者にも重要だ
と指摘している。

規制当局への提案

・適切な規制当局は、ファイナンシャルア
ドバイザーにグリーンウォッシングに関する
理解を提供し、根拠がないか誤解を招くサ
テナビリティの主張から守るため、どうや
つて投資家を導くかについてのトレーニングの
奨励、促進を検討すべきである。

(6) 認識を高めるのに役立つ質問

様々な課題を考慮してリテール投資家に焦点を
合わせた金融教育プログラムで、規制当局が検討
すべきメッセージや質問には、（図表3）のよう
なものがある。

四、サステナブルファイナンスでの金融・投資家教育への取組みの事例

報告書は、サステナブルファイナンスと関連する投資商品でのリテール投資家の教育支援のために証券規制当局が検討すべき手段について、①サステナブル投資の教育コンテンツの開発、②サステナブル投資の特徴とリスク情報を伝える多様なコミュニケーションチャネルの利用、③リテール投資家以外の対象（ファイナンスシャルアドバイザーなど）への教育活動促進、を紹介している。

(1) サステナブル投資に関する教育用コンテンツの開発

規制当局が行う取組みの第一の目的は、リテール

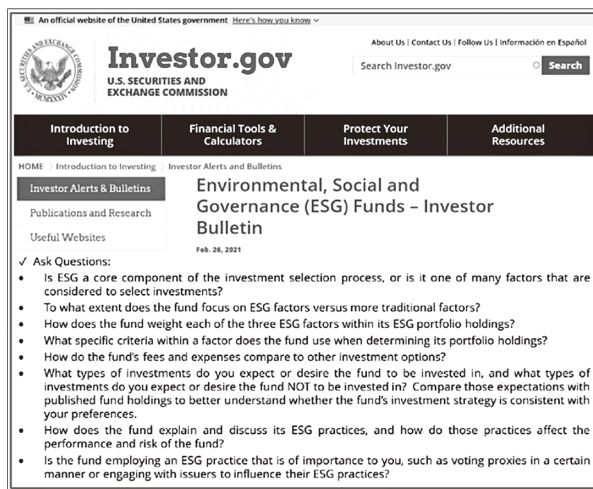
投資家にこのトピックを全般的に紹介し、新しい概念などを知らせることである。まず、サステナビリティの幅広い概念から始め、次いでそれがどう投資判断に結び付くかに焦点をあてる。

サステナブルファイナンスへの認識向上や情報収集に利用するプラットフォームの開発、サステナブルファイナンスとその特質・利点とリスクに関するコミュニケーション増強は、投資家の教育と保護の良好な実務である。また、グリーンウォッシングリスクを削減する措置や社会的ラベルを保証する指針を採用する規制当局もある。

(a) 取組み事例

いくつかの規制当局がこのトピックを紹介する資料を作成している。ただし、サステナブルファイナンスは発展の初期段階であり、投資家教育の包括的アプローチの進化には、より多くの実験と

図表4 米国SEC Investor BulletinでのESG Fundsの説明



〔出所〕 IOSCO "Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products". August 2022 より

証拠が必要である。

・カナダOSC・OSCは、ESG投資とは何か、ESG投資の選択で考慮すべき五つの項目、投資家のためのESG用語、グリーンウォッシング、ESGファンドをどうやって理解するかなどのQ&Aを含む投資家向けコンテンツを作成している。これは、ESG投資の選択でコアとなる価値に焦点を合わせ、ファイナンシャルアドバイザーとの会話を促す。

・米国SECのスタッフは、Investor Bulletin on ESG Fundsを通じて情報を提供している(図表4)。これにはリテール投資家がESGファンドに投資するときに考慮すべき重要な要素が含まれ、ESG商品と投資を理解するために尋ねるべき質問も示している。

・日本金融庁・金融庁は高校や大学の学生向けに金融リテラシー教育と講演を提供し、スタッフ

がインストラクターを務めている。業界関係者と学生の双方に向けて、サステナブルファインネスに関する人的資源開発と教育の促進を計画中である。

(b) 取組みの指針

リテール投資家へのメッセージとコンテンツを明確にした着実なアプローチが必要である。基礎的な概念とアイデアの提供が出发点であり、追加する情報や詳細さとしては、①関連する市場の発達の程度、②ESG商品についての規制当局の政策姿勢、がある。

金融教育への取組みで、重要な内容を選択すること及びリテール投資家や公衆に正しいメッセージを伝達するためには、以下の質問に対する答えを認識することが役に立つ。

〳サステナブルファインネスとは何か、〳何が

ESG要因か、〳何がサステナブル投資か、〳ESG商品に投資するため知っておくべき重要な情報は何か、〳グリーンウォッシングとは何か

また、サステナブル投資とグリーンウォッシングに関して掘り下げることや、規制当局が金融教育の取組みで考慮すべきことについて、追加の質問は以下である。

〳リテール投資家に利用可能なサステナブル投資商品の範囲、〳投資目的達成やリスクの評価と管理でESG投資がリテール投資家に提起する課題、〳サステナブル投資に関する重要な開示はどこで得られるか、〳グリーンウォッシングを探知し避けるためにリテール投資家はどのように備えておくべきか

(2) 投資家への情報伝達には多様なコミュニケーション

シオンチャネルを利用

投資家へ伝わり投資家教育を促すためには、幅広いコミュニケーションチャネルや様々な資料の共有、配布方法がある。規制当局は、コミュニケーションチャネルによって様々な聴衆へ到達し影響を及ぼせる。

新型コロナウイルスが遠隔学習とデジタルコンテンツの開発を加速させた。サステナブルファイナンスは、投資家教育でデジタル手段を活かした最初の分野の一つである。若年齢層はサステナブル経済の動向に関心が高く、デジタル形式の教育手段を最も利用する。いくつかの法域では、ソーシャルメディア・プラットフォームによる情報が、若者へのリスク・機会とグリーンウォッシング防止の教育に有効だった。

(a) 取組み事例

規制当局による情報伝達の形態は様々で、ウェブサイト、講習、対面での取り組みからソーシャルメディアやウェビナー、ビデオを利用するようになってきた。ワークショップと（バーチャル）ミーティングは、ESG関連商品に対する疑問に答えるのに役立った。

ウェブサイト・OSCオンタリオ、CMVMポルトガル、CONSOBイタリアなどは、サステナブルファイナンスとサステナブル投資の情報を当局のウェブサイトに加えている。

ウェビナー…CONSOBイタリア（世界投資者週間二〇二二でサステナブルファイナンスのウェビナー）、CMVMスペイン（投資家ウェビナー、サステナブルファイナンスについて）、AMFフランス（二〇二二年九月にどうやって社会的責任投資で貯蓄に意味づけできるかのウェビ

ナー、二〇二〇年一〇月、サステナブル投資、フェイスブックでのライブ）など。

ソーシャルメディア・コミュニケーション戦略でソーシャルメディアに焦点を合わせているメンバーもある。AMFケベック（フェイスブック、リンクトイン、ツイッターを使ったクイズも実施）、CVMブラジル（インスタグラム、リンクトイン）など。

(b) 取組みの指針

幅広い聴衆への到達するために最も容易な方法はウェブサイトの利用である。なお、サステナブルファイナンスに関連する情報を蓄積するハブを特定することを提案する。

テレビ、ラジオや新聞を通じた資料配布も、幅広い聴衆、とりわけ成人に伝えられる。

ソーシャルメディアは、ソーシャルメディアが

浸透している法域と聴衆向けでは、相対的に安価な手段である。ソーシャルメディアの選択では対象とする聴衆とキャンペーンの設計を検討すべきで、サステナブル投資に関心を持つ若年層に到達するには効果的である。

I O S C O の世界投資者週間は、サステナブルファイナンスのようなトピックですぐに使えるフォーマットであり対象を絞った取組みの手段になる。

(3) 他の対象への教育活動を促進し、最終的に

リテール投資家を保護し情報を提供

リテール投資家へのサステナブルファイナンス商品の情報提供は、規制当局のスタッフ、フィナンシャルアドバイザー、その他の関係者を巻き込むことによって間接的に実施できる。規制当局の中には、各機関内でサステナビリティ分野への関

心と知識水準を高める活動を行い、他の組織と並行して市場仲介者や発行体向けのモジュールを始めようとしているものがある。

(a) 取組み事例

AMFフランス…様々な部局の複数の専門分野チームに支援されたサステナブルファイナンス・タスクフォースを設立（二〇一九年一月）。タスクフォースは戦略・サステナブルファイナンスユニットが管理して約二〇名で構成され、アクションプランの実施、知識の共有と将来の課題や傾向の意見交換を行う。メンバーはAMFの気候とサステナブルファイナンス委員会に貢献する。トレーニングプログラムも設定され、二〇二二年以降はAMFの全スタッフに自主参加ベースで展開されている。

二〇二二年二月にAMF資格の試験のサステナ

ブルファイナンス部分が拡張され、選択性のモジュール作成が公表された。これは、とりわけ二〇二二年八月以降は顧客のサステナビリティ選択の入手が要請される販売専門職に向けたものである。また、サステナブルファイナンスに関する知識があることを示したい者も対象にしている。

BaFin ドイツ…様々な種類の金融サービスと金融機関の監督で統合アプローチを実施。サステナブルファイナンス・センター（ZSF）が設立され、部門間の協調、ネットワーキングと方針の機能を担う。ZSFは、特定のサステナブルファイナンスの問題について各部門を支援・監督し、必要に応じEUの法令の導入、適用を行う。また、知識管理機能により、BaFin内のサステナブルファイナンスに関する情報を収集し、内部のインターネットサイトで利用可能にし、スタッフの教育にも関与している。

(b) 取組みの指針

他の関係者やサステナブルファイナンス分野の投資家教育の取組みへの影響を通じて、リテール投資家をより保護し情報を提供するには以下が必要である。

スタッフの認識を高め、その知識をどう投資家教育の取組みに変換するか検討する。

サステナブルファイナンス専担のタスクフォース、ユニット、部署を設立する際には、リテール投資家のサステナブルファイナンスに対する知識や姿勢のサーベイや実情調査の開発を検討すべきである。

関連するステークホルダーと共同で教育活動を行いサステナブル投資の認識を促す。

五、IOSCO報告書の結論、
各規制当局への期待

IOSCOの報告書は、サステナブルファイナンスに関してリテール投資家の教育に対処する最初の試みであり、規制当局は最も効果的な方法を学習中だとしている。報告書は各法域や市場での規制当局の経験を金融教育プログラムで活かそうとし、紹介した事例は第八委員会メンバーの経験の共有を意図したものである。ただし、まだ課題が残っている。

IOSCOは、サステナブルファイナンスに関する金融教育について、以下の三つの目的を達成するために各規制当局がこの報告書を検討することを奨励している。

① 認識を高める。様々なサーベイによれば、全

でのリテール投資家がESG商品の利用可能性を認識しているわけではない。また、リテール投資家はサステナブル投資に伴うリスクと機会を認識する必要がある。

② 理解を強化する。共通の言語や定義、ラベル、指標がないことを踏まえると、規制当局は行動すべきである。現状についての認識の向上が第一段階であり、サステナブル投資とは何かを理解することや、どこでESG商品の基本的な情報を見つけるか、ESG商品に何を期待するか、グリーンウォッシングのリスクをどう軽減するかなど、リテール投資家が考慮すべきその他の有用な事項でも助けるべきである。

③ 認識と理解を情報に基づく意思決定へと変換する。金融教育は、リテール投資家が機会を識別しリスクを軽減するのを助けることにより、金融に関するよりよい意思決定を支えられる。

六、結びに代えて

サステナブルファイナンス関連では、企業開示のグローバルな整合性確保に向けた取組みが進められ、資産運用業の対応改善やESG格付けとデータ提供などについて、IOSCOの提言が公表されている。サステナブルファイナンス投資、ESG商品に対するリテール投資家を含む幅広い層の関心が高まっており、投資家に提供する情報の拡充と金融・投資家教育が重要になっている。

各国の規制当局や業界関係者は様々な取組みを行っている。グローバルに共通する基準の策定に努めるとともに、情報を共有し各法域の状況に応じた活動が必要だろう。日本の金融庁や日本証券業協会も取組みを強化しており、今後の展開に注目したい。

(注)

- (1) IOSCO: "Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products", Final Report, August, 2022を参照。なお、本稿の脱稿後に日本証券業協会から、IOSCO「サステナブルファイナンス市場及び商品に関するリテール投資家教育」(日本語版訳)が公表された。本報告書の詳細に関心がある方はぜひ参照いただきたい。 https://www.jsda.or.jp/about/international/iosco_report_202210.html
- (2) IOSCO: "Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO", Final Report, April 2020を参照。なお、金融庁作成の「概要」 <https://www.fsago.jp/inter/ios/20200422/02.pdf> を参考にさせていただいた。
- (3) 開示関連の取組みは本稿では扱わないが、サステナビリティに関する開示と比較可能性についてIOSCOは、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)の設立などを働きかけてきた。IOSCO: "Report on Sustainability-related Issuer Disclosures", Final Report, June 2022などを参照。
- (4) IOSCO: "Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management", Final Report, November 2021 (日本証券業協会による仮日本語訳を参考にさせていただいた)。(注) IOSCO: "Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers", Final Report, November 2021を参照(メディア・リリースは金融庁の仮訳あり)。
- (5) 世界投資者週間でのメッセージは日本証券業協会がHPで紹介している。日本証券業協会「国際イベント…IOSCO世界投資者週間(World Investor Week) 二〇二二年九月一五日を参照。
- (6) 金融庁の取組みは、金融庁のウェブサイト「サステナブルファイナンスの取組み」にまとめられ随時更新されている。金融リテラシーへの取組みは、第20回金融審議会市場制度ワーキング・グループ「事務局説明資料二〇二二年九月などを参照。
- (7) 日本証券業協会の取組みは、日本証券業協会のウェブサイト「証券業界におけるSDGsへの取組み」を参照。また、「サステナブルファイナンス推進宣言附属書【二〇二二年七月二〇日版】」二〇二二年七月では、「サステナブルファイナンスに関する市場関係者の人材育成強化」や「サステナブルファイナンスに関する個人投資家等への普及・推進」などを説明している。

(注) だ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー)