

グリーンウォッシングへの対応と課題

野田 博

- I はじめに
- II グリーンウォッシングへの対応——日本と欧州を中心として
 - 1 日本, とりわけ近時における金融庁の対応——原則ベース・アプローチ
 - 2 欧州の対応——タクソノミーベース・アプローチ
- III 検 討
 - 1 グリーンウォッシングへの対応を考える際の考慮要素——グリーンウォッシングを誘発する原因およびESG要素の特性を中心として
 - 2 いくつかの課題についての若干の考察
- IV 結 び

I はじめに

持続可能な社会の構築が大きな課題となり、基調としてESG（環境・社会・統治）重視の潮流という現象がみられる中、事業会社が、強行的開示、任意のサステナビリティ報告、NGOsに対する報告、その他一般的に広告文書または会社のウェブサイト等において、気候変動リスクをはじめとするESG要素への配慮や取組みを公にする機会は急速に増加している¹⁾。また、世界的に、ESG要素を考慮に入れた投資商品や運用（ESG投資）への市場の需要が高まり、持続可能な社会を実現するための金融への移行が進展し

1) Amanda Shanor & Sarah E. Light, *Greenwashing and the First Amendment*, 122 Columbia L. Rev., 2044 (2022).

ている²⁾。これには、持続可能な金融への移行において、金融市場はその移行を支える主要な役割を演じることができ、またそうしなければならないという考え方がある³⁾。同時に、グリーン金融市場における信頼性は金融の転換において極めて重要になっているとの認識のもとで、提供される情報の真実性についての関心が高まり、いわゆるグリーンウォッシング、ESGウォッシングへの懸念や批判も増えてきている。

グリーンウォッシングについては、さまざまな定義がみられる。たとえば、「グリーンウォッシングは、公に向けての声明や行動、ならびに広告および販売促進の資料などを通じて……会社が実際よりも環境に責任のある行動をしているという誤った印象を伝え、それによって消費者がその商品を購入するように誘導する行為である」⁴⁾と述べるものがある。また、「グリーンウォッシングは、実際には基礎的な環境基準に適合していないときに、金融商品を環境と調和していると謳うことによって不当な競争上の優越的地位を得ようとする行為である」⁵⁾ともされている⁶⁾。

2) Virginia Harper Ho, *Sustainable Investment and Asset Management: From Resistance to Retooling*, in: Iris H-Y Chiu and Hans-Christoph Hirt (eds), *Investment Management, Stewardship and Sustainability — Transformation and Challenges in Law and Regulation* (Hart, 2023), 137. 高田英樹 = 西田勇樹 = 池田友理「『ESG評価・データ提供機関に係る行動規範』の概要」商事2324号(2023)17頁。

3) Catherine Malecki, *The EU Taxonomy: A Key Step for Sustainable Finance*, in: Iris H-Y Chiu and Hans-Christoph Hirt (eds), *Investment Management, Stewardship and Sustainability — Transformation and Challenges in Law and Regulation* (Hart, 2023), 165-166.

4) *Massachusetts v. Exxon Mobil Corp.*, 462 F. Supp. 3d 31, 37 (D. Mass. 2020).

5) 後述するタクソノミー規制の定義である。Regulation 2020/852, Recital 11.

6) その他の定義につき、たとえば足達英一郎「ESG投資に対するウォッシング批判とその対応」証券アナリストジャーナル(2023.2)17頁参照。SECの投資家教育・擁護局やISO(「ISO/TR 32220:2021」(持続可能な金融—基本的な概

上記2つの定義のうち、前者は主に消費者に向けたグリーンウォッシング、後者は投資者に向けたグリーンウォッシングを、それぞれ念頭に置く。本稿は後者、すなわち何ら環境課題の解決に結びつかないにもかかわらず、ある金融商品を環境に調和していると謳って投資家に販売する取組み等を主に念頭に置いている。その実態について、「サステナブルファイナンスはグリーンウォッシングであふれている」等、厳しい見方が散見されるが、その一方、それらの批判に対しては、自身のESG観に合わないものを「ウォッシュ」だとする主張になっている等、その前提とするところに留意すべき点もあることが指摘されている⁷⁾。

念と主要なイニシアティブ) および「ISO32210:2022」(持続可能な金融—金融セクターの組織に対する持続可能性原則の適用に関するガイダンス))の定義等が紹介されている。

- 7) 厳しい見方の1つとして、たとえば英国経済誌Economistは2021年5月22日に本文に引用したとおりのタイトルの記事を配信している (<https://www.economist.com/leaders/2021/05/22/sustainable-finance-is-rife-with-greenwash-time-for-more-disclosure>)。ただし、この記事のグリーンウォッシングの捉え方に対しては、「『ESGファンドはこうでなければならぬ』という標準もしくは規範を置いて、そうでないものをウォッシュだとする主張」が前提になっていることが指摘されている。足達・前掲注6)19頁。厳しい見方をもう1つ挙げておくと、Stephen M. Bainbridgeは、2023年に刊行された著書の中で、ビッグ3(三大資産運用会社:ブラックロック、ステートストリートおよびバンガード)のESGについてのコミットメントはほとんどグリーンウォッシングであるという見方(この見方に関して、アリ・ファテミ ([翻訳・編集] 白須洋子)「グリーンウォッシング:原因と結果」証券アナリストジャーナル(2021.9)60頁も参照。ビッグ3が自らで担保しうる行動以上に、ESGコミットメントを公言することで、彼ら自身がグリーンウォッシング〔合理的偽善〕を行っているとの主張を紹介)を取り上げ、株式市場価格がその間接的な証拠を示していると述べている。すなわち、株価がある会社のESGのパフォーマンスについての新しい情報に反応するのは、問題となっている情報が会社の財務上の見通しに重要である場合に限られるとの観察結果を挙げつつ、このことは、投資家は非金銭的な要素に基づいて売買の決定をしない—むしろ、投資家の決定は財務上の考慮によって駆

サステナブルファイナンスにおけるグリーンウォッシングに対しては、当然のことながら規制当局も関心を持ち、一定の対応がみられるようになってきている。ただその対応は発展途上にあり、各国の対応も区々である。たとえば日本における対応（金融庁等）と欧州の対応とは異なっており、日本の対応は、欧州がタクソノミーベース・アプローチであるのに対し、原則ベース・アプローチと特徴づけられることがある⁸⁾。そして、どのような対応のアプローチをとるかに関しては、グリーンウォッシングの原因（ドライバー）やESG要素の特性等が重要な考慮要素になると思われる⁹⁾。

以下では、まずⅡにおいて、グリーンウォッシングへの対応について、上記のように原則ベース・アプローチといわれるわが国の金融庁の対応、およびタクソノミーベース・アプローチをとる欧州の対応を述べる。次いでⅢにおいて、それらを踏まえた検討を行う。検討に際しては、上述したように、どのような対応のアプローチをとるかについて重要な考慮要素になる、グリーンウォッシングの原因およびESG要素の（財務情報と比較した場合の）特性をまず確認し、その上で、若干の課題について考察する。主に考察するのは、タクソノミーベース・アプローチと原則ベース・アプローチの長短、および「口を開かず（開示を控える）」現象をどう見るかの問題

り立てられる—ということを示唆すると述べている。Stephen M. Bainbridge, *The Profit Motive — Defending Shareholder Value Maximization*, (Cambridge UP, 2023), 159. この捉え方についても、たとえばサステナビリティ開示法制における重要性の考え方の相違（いわゆるシングルマテリアリティかダブルマテリアリティかなど）にみられるように、立場によってグリーンウォッシングと捉えるかどうかは異なるのかもしれない。グリーンウォッシング批判については、以上のように、それらがどのような前提を置いているかについて注意する必要がある。

8) 足達・前掲注6) 25頁。

9) 足達・前掲注6) 17頁も、「ESG投資自体の有する特性が、どのような監視や措置を講じるべきかの議論に、複雑な影響を及ぼしている面も否定できない」と指摘している。

である。最後にIVを結びとする。

II グリーンウォッシングへの対応——日本と欧州を中心として

ここでは、近時進展するグリーンウォッシングへの対応として、わが国の金融庁の対応および欧州のタクソノミー規制をみる¹⁰⁾、前者においては「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正において新設された「ESG投信に関する留意事項」の内容に沿って述べていく。また、後者のEUのタクソノミー規制はわが国においても大きな関心を持たれているところであるが、ここでも、後の検討における必要上、同規制について、意義・目的、規制の枠組みと内容、サステナブルファイナンスへのタクソノミーの適用、技術進歩やESG要素の複雑さへの配慮の側面の順に述べ、その特徴を示す一助としたい。

1 日本、とりわけ近時における金融庁の対応——原則ベース・アプローチ

(1) 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正の意義について

2023年3月31日、金融庁は、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下、「本監督指針」という）の一部改正を公表・施行した。その一部改正において、「ESG投信に関する留意事項」（本監督指針Ⅳ-2-3-5）が新設されている。新設された当該留意事項は、「意義」、「ESG投信の範囲」、「開示」、「態勢整備等」に区分されている。以下では、パブリックコンサルテーションに寄せられたコメントに対する金融庁の回答（以下「本パブコメ回答」という）も含めて、留意事項の記載順に述べていくが、その際には、できるだけ原則ベース・アプローチと呼ばれる特徴に光を当てることを心掛ける¹¹⁾。

10) 米国SECの一連の対応については、たとえば足達・前掲注6) 16-17頁参照。

改正の意義（本監督指針Ⅳ-2-3-5（1））について、本監督指針は、「名称や投資戦略にESG（Environmental-Social-Governance）を掲げるファンドが国内外で増加しており、運用実態が見合っていないのではないかの懸念（グリーンウォッシング問題）が世界的に指摘されている。こうした中、ESGを投資戦略の主要な要素として掲げる我が国の公募投資信託（以下「ESG投信」という。）について、市場の信頼性を確保し、ESG投資の促進及び持続可能な社会構築を図る必要がある」と述べた上で、投資家の投資判断に資するよう、ESGに関する公募投資信託の情報開示や投資信託委託会社の体制整備について留意すべき点を検証するとしている。

（2）本監督指針が対象とする「ESG投信」の範囲

本監督指針が対象とする「ESG投信」の範囲（本監督指針Ⅳ-2-3-5（2））は、公募投資信託のうち、①ESGを投資対象選定の主要な要素としており、かつ、②交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、その旨（①の内容）を記載しているものである（本監督指針Ⅳ-2-3-5（2））。ここで示されたESG投信の範囲に含まれるかどうかについては、上記①の「主要な要素」の意義・範囲が重要になる。この「主要な要素」に該当するかどうかについて、「投資対象の選定プロセスにおいて、ESGが決定的に重要な要素になっている場合（例えば設定したESG基準を満たさない場合には投資対象に含まれない、又は、基準に応じて投資割合が決定されるような場合）、『ESGは主要な要素である』に該当」し（本パブコメ回答12号～14号）、他方、「ESGを投資対象選定の『重要な要素』としているものの、結果的に『ESGを主要な要素として投資対象を選定している』と見做せないような場合には、ESG投信には該当し」ないとされている（本パブコメ回答13号）。なお、「主要な要素」は複数存在しうるが、いずれも決定的な要素である必要があるとされ

11) 本監督指針の改正につき、より詳細には、山本俊之＝京藤充央「公募ESG投信に関する金融庁の監督指針」西村あさひ法律事務所・金融ニューズレター 2023年4月12日号等を参照。

ている（本パブコメ回答13号）。

ところで、ESG投信該当性の判断に関しては、「本監督指針ではESG投信について画一的な定義を定めるものではなく（本パブコメ回答4号）、また、ESGを主要な要素として選定した投資対象への投資割合やESGの評価指標についての目標や目安について、「明確な数値基準は定めて」いない（本パブコメ回答11号）等とされている。「主要な要素」は、「監督指針を踏まえ、資産運用会社において個別に判断されるもの」とされるのである（本パブコメ回答9号。また、同8号、10号、11号も参照）。また、ESG投信への該当性の判断が各社に委ねられていることに関して、「ESGを画一的に定義することは難しい」こと（本パブコメ回答10号）、「ESG考慮の方法、程度は多様である」と考えていること（本パブコメ回答27号）も述べられている。なお、後者の「ESG考慮の方法、程度は多様である」と考えていることはESGインテグレーション¹²⁾との関係で述べられており、その手法を一律にESG投信に含めることは、投資家の誤認に繋がる恐れがあるとされている。このように、ESG投信該当性の判断において、「主要な要素」は、「監督指針を踏まえ、資産運用会社において個別に判断されるもの」とされていることは、わが国の対応が原則ベース・アプローチと呼ばれることをよく反映しているといえるであろう¹³⁾。

12) 運用プロセスにおいて企業の財務情報に加えてESG要素を考慮する手法。その代表的な方式には、企業のESGの取組みへの総合評価（評点など）を基に、これに応じ投融資先や割合を選定する方式がある。高田＝西田＝池田・前掲注2) 17頁。

13) なお、原則ベース・アプローチについては、同時期にやはり金融庁により策定・公表された『ESG評価・データ提供機関に係る行動規範』において、より明瞭に打ち出されている。そこでは、「原則主義」について、行動規範の基本的な柱となる「原則」とその実施に当たっての留意点や方法論をまとめた「指針」、さらにそれらの設定に当たっての背景、理由等をまとめた「考え方」に分けて記述しているところ、『「原則」・「指針」の内容を如何に実現していくかについては、『考え方』の記載も踏まえ、それぞれの市場関係者が自らの置か

(3) 開示

次に、開示(本監督指針Ⅳ-2-3-5(3))については、①投資家の誤認防止、②投資戦略、③ポートフォリオ構成、④参照指数、⑤定期開示、⑥外部委託の各観点から、それぞれグリーンウォッシング問題に対処するための留意事項が記されている。ここでも、わが国の対応が原則ベース・アプローチとされる特徴を示すと思われる点を意識しながら述べていく。

まず①投資家の誤認防止の観点からは、「投資家に誤解を与えることがないように、ESG投信に該当しない公募投資信託の名称又は愛称に、ESG、SDGs (Sustainable Development Goals)、グリーン、脱炭素、インパクト、サステナブルなど、ESGに関連する用語が含まれていないか」などの事項が記されている。ESG投信に該当しない公募投資信託にESGに関連する用語(「ESG関連用語」という)を用いて投資家の誤認を招くことへの懸念を示すものである。ここで例示されている「ESG関連用語」について、ESGを巡る動向は国際的にも動きが早い分野であることを挙げ、限定列挙するよりも、状況変化に応じて資産運用会社が適切に判断することが期待されるとされている(本パブコメ回答77号等)¹⁴⁾。

次に②投資戦略の観点からは、ESG投信の交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に記載すべき事項が、「イ. ESGの総合評価又は環境や社会の特定課題等、投資対象選定の主要な要素となるESGの具体的内容」、「ロ. 主要な要素となるESGの運用プロセスにおける勘案方法(関連する基準や指標、評価方法等の説明を含む)等、イ〜へに記されている。そのうち二は、「持続可能な社会の構築に向けて、環境や社会のインパクト創出を目的としているESG投信について、その目的、インパクトの内容、及び、目標とする指標・数値、方法論等を含むインパクトの評価、達成方法」として、インパクト投資について言及している。インパクト創出を目的としているもの

れた状況に応じて判断、工夫していくべきものと位置づけている」とされる。

14) なお同号は、「更なる投資家の誤認防止のために業界全体における基準を設けることは望ましい」ともしている。

はESG投信の一種ではあるが、インパクト創出を目的とすることが必ずしもESG投信に不可欠ではないとされ（本パブコメ回答118番）、ESG投信の多義性が示されている。また、インパクト創出を目的としている場合に、インパクトの評価・達成方法として記載が求められる事項は例示であることが明らかになる形（「目標とする指標・数値、方法論等」）で書かれ、目標とする数値等について、開示が困難な項目について記載を求めるものではないが、創意工夫により投資家にとって分かりやすい説明とする必要があることや、目標とする数値が開示できない場合であっても、当該インパクトの評価・達成方法の開示は求められるとされている（本パブコメ回答119号～122号）。また、「ウ. 主要な要素となるESGの運用プロセスにおいて勘案する際の制約要因やリスク」については、ESG投信の運用における固有の制約やリスクを記載することとされるとともに、「創意工夫のある開示」を期待するとされている（本パブコメ回答116号・117号）。

以上のほか、③ポートフォリオ構成については、ESGを主要な要素として選定する投資対象への投資額の比率や、ESG投信の投資対象の選定において主要な要素となるESGのポートフォリオ全体の評価指標の達成状況について、目標や目安を設けている場合の開示を求めるとともに、そのような「目標や目安を設定していない場合に、その理由を説明しているか」と書かれ、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が用いられている。④参照指数は、ESG指数への連動を目指すパッシブ/インデックスファンドの場合（本パブコメ回答145号・148号参照）には、交付目論見書の「ファンドの目的・特色」に、参照するインデックスにおけるESGの勘案方法や選定理由についての説明を求めるものである。この関係でも、コメントにおいてData Providerの開示に制限があるため、参照指数におけるESGの勘案方法が記載できない場合についての質問が寄せられたのに対し、その旨の記載が必要であるとされ（本パブコメ回答150号）、これも「コンプライ・オア・エクスプレイン」に通じる考え方といえる。さらに⑤定期開示は、交付目論見書において投資家に開示・説明した事項につき、「実

際の投資比率」,「達成状況」等を交付運用報告書(上場投資信託の場合には継続的な開示書類)を通じて投資家に説明することを求める内容になっている。最後に⑥外部委託は,ESG投信の運用を外部委託する場合の開示事項を定めており,外部委託先における投資戦略等を検証し,投資戦略,ポートフォリオ構成,参照指数,定期開示に関する開示(上記②~⑤の観点)に対応する情報を開示すれば,本監督指針の求める開示を充足するとされている。なお「これらの開示が困難な場合には,その理由を説明しているか」とされ,ここでも「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が用いられている。

(4) 態勢整備等

態勢整備等に関しては,①組織体制において,「ESGに関連するデータやITインフラの整備,人材の確保等,投資戦略に沿った運用を適切に実施し,実施状況を継続的にモニタリングするためのリソースを確保しているか」等の項目が挙げられるとともに,②ESG評価・データ提供機関の利用に関しては,公募投資信託の運用プロセスにおいて第三者が提供するESG評価を利用する場合や自社のESG評価に第三者が提供するデータを利用する場合について,デューデリジェンスについての言及がなされている。なお,ESG評価・データ提供機関の役割が増し,またそれらの機関による評価の透明性と公平性をいかに確保するかの課題も存する中で,金融庁は,2022年12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」を策定・公表している。同行動規範は,基本的に,ESG評価・データ提供機関に期待される事項を詳細に規定するのではなく,各機関が自らのサービス・市場状況に応じて,適切な実施のあり方を検討するものとして取りまとめられており,その基本的なスタンスは,紹介してきた本監督指針と共通している¹⁵⁾。

15) 注13) およびそれに対応する本文参照。

2 欧州の対応——タクソノミーベース・アプローチ

(1) 意義・目的—出発点

欧州委員会は、2018年に「持続可能な成長のファイナンスに関する行動計画」¹⁶⁾を採択した。その主要な目的の1つは、持続可能で、包括的な成長を達成するために、資金の流れがサステナブル投資に向くようにすることであり、その他、とりわけ気候変動および社会問題から生じる金融リスクを管理すること、および金融および経済活動における透明性および長期主義を促進することも目的とされている¹⁷⁾。それらの目的は10の行動計画に具体化され、その最優先課題とされたのがタクソノミー（action 1）であった。そして、非常に野心的なタイムスケジュールで作業が行われ、2020年7月に「サステナブル投資を促進するための枠組みの確立に関する規則」（以下「タクソノミー規制」という）¹⁸⁾が発効し、その後2021年4月に「気候変動への適応と緩和を目的とした持続可能な活動に関する最初の委任規則」¹⁹⁾を、さらに2022年3月には補足的委任規則²⁰⁾を、それぞれ欧州委員会が採択した。また、タクソノミー規制よりも7か月早く2019年11月に「サ

16) Action Plan: Financing Sustainable Growth (Communication) COM (2018) 97 final.

17) Hanne S. Birkmose, *Institutional Investors and Sustainable Finance — Developing the Shareholder Engagement Framework in Light of the Emerging Sustainable Finance Regime in the EU*, in Iris H-Y Chiu and Hans-Christoph Hirt (eds), *Investment Management, Stewardship and Sustainability — Transformation and Challenges in Law and Regulation* (Hart, 2023), 121.

18) Council Regulation (EU) 2020/852 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and amending Regulation.

19) Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2139 of June 2021, OJUE, 9.12.2021, L 442/1: the Climate Delegated Act (気候委任規則). なお, 'delegated act'につき, 庄司亮宏『新EU法基礎編』(岩波書店, 2013) 100-101頁。

20) Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1214 of March 2022, OJUE, 15.7.2022, L 188/1.

ステナブルファイナンス開示規則」(以下「SFDR」という)²¹⁾が制定され、その後これについても、欧州委員会が委任規則²²⁾を採択している。

タクソノミー規制とSFDRといったESG開示とは、相互に密接に結びつきながら、EUにおけるサステナブルファイナンス政策の土台をなす。タクソノミーは、何が「サステナブル」であるかの特定を可能にする分類の典拠であり、サステナブルの意味の共通理解を形成しようとする。それは、上述した、資金の流れがサステナブル投資に向くようにする目的に関連しており、ヨーロッパの会社が環境上持続可能な活動のための資金調達を行いやすくしようとする²³⁾。このような金融の移行にとっては、上記のように、市場および投資家に提供される情報が信頼できるものであることが極めて重要であり、金融市場参加者は「サステナブル」と謳う商品すべてに関して、タクソノミーに基づいて開示しなければならないことになる²⁴⁾。

なお、タクソノミーに従って分類されるのは個別の行為等であり、会社全体の評価を行おうとするものではない²⁵⁾。また現時点において、開示規制においては、社会およびガバナンスの側面も扱われるのに対し、タクソノミーは環境面でのサステナブルな投資の枠組みを確立するのみであり、社会的に持続可能な投資のための枠組みはまだ表れていない。

(2) 規制の枠組みと内容

上述したように、タクソノミーは、どの活動が「サステナブル」または「グリーン」と考えられるかの共通理解を金融市場関係者に対して提供し、

21) Council Regulation (EU) 2019/2088 of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector [2019] OJ L 317/1.

22) Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 of 6 July 2021, OJUE 10.12.2021, L 443/9.

23) Birkmose, *supra* note 17, at 122.

24) 最終投資家にとっての意義等につき, *Id.* at 124.

25) この点で、TCFD報告やEU非財務情報開示ガイドラインと異なる。

それによりサステナブルな金融商品の比較可能性をもたらすことを企図する。タクソノミーにより明らかにされるのは、より詳細には以下の (a) (b) で示すが、大きくは、環境目標に資する経済活動のリストおよびそれらの活動の環境目標への貢献の閾値（「実質的な貢献」になっているか否か）という技術的なスクリーニング基準である。後者の技術的なスクリーニング基準のルールは委任規則で具体化されている。以下では、どのようにしてサステナブルな活動と判定されるか（タクソノミー規制が定める事項）と、技術的なスクリーニング基準（委任規則が定める事項）とに分け、規制の枠組みと内容について述べていく。なお、紙幅の関係上、内容については、断片的な言及にとどまることをお断りする。

(a) どのようにしてサステナブルな活動と判定されるか

(イ) 出発点は、環境目標の設定である。タクソノミー規制は、次の6つの項目を環境目標と規定する。すなわち、①気候変動の緩和、②気候変動への適応、③水および海洋資源の持続可能な使用と保護、④循環経済への移行、⑤汚染の防止と管理、および⑥生物多様性および生態系の保護と修復である。環境上サステナブルな活動と認められるためには、6つの項目の少なくとも1つに貢献するものでなければならない。

(ロ) 次に、6つの目標の1つに寄与する活動²⁶⁾であっても、同時に他

26) 目標ごとに当該目標の実現に資する行為類型としてタクソノミー規制が定める例につき、堀尾健太＝富田基史「EUにおける『タクソノミー』の動向—スクリーニング基準の策定状況と今後の見通し—」（一財）電力中央研究所ディスカッションペーパー（SERC Discussion Paper）：SERC21003（2021）10頁参照。たとえば気候変動の緩和に貢献する活動であれば、i）再生可能エネルギーによる発電、送電、配電、蓄電、および利用、ii）エネルギー効率の向上（ただし、石炭火力発電を除く）、iii）クリーンまたは気候中立なモビリティ、iv）再生可能な材料への転換、v）炭素の回収・有効利用（CCU）および回収・貯留（CCS）、vi）土地による吸収の強化、vii）エネルギーシステムの脱炭素化を可能にするインフラ、viii）再生可能または炭素中立な原料を用いた燃料製造である。なお、環境目標に貢献する経済活動に加えて、過渡的な活動（transitional

の環境目標のいずれにも著しい害悪を与えてはならないとの原則（DNSH原則：the ‘do no significant harm’ principle）に反する場合は、環境上サステナブルな活動と認められない。

（ハ）さらに、その経済活動が環境上サステナブルな活動と認められるためには、最低限のセーフガード、すなわち、OECD多国籍企業ガイドラインおよび国際連合のビジネスと人権に関する指導原則（ILO労働基本原則と権利宣言、ILOの8つの基本協定および国際人権章典を含む）を遵守した上で実施されることが必要である。

（ニ）上記（イ）における環境目標への貢献は、単なる貢献ではなく、実質的に（substantially）貢献するものでなければならない。実質的な貢献といえるかどうかの線引きは、（b）でみる、技術的なスクリーニング基準に依存するところが大きい。

（b）技術的なスクリーニング基準

上記（a）（ニ）に言及した技術的なスクリーニング基準のルールは、委任規則により定められる。サステナブルファイナンスに関する技術専門家グループ（TEG：Technical Expert Group on Sustainable Finance）が策定にあたった。それが極めて骨の折れる作業であることは想像に難くないが、200人以上の専門家による20か月の作業により、空前のスピードで達成されたとされている²⁷⁾。上述のように、タクソノミー規制が6つの環境目標を設定し、目標ごとに当該目標実現に資する行為類型²⁸⁾を定めるのに対し、技術的なスクリーニング基準は具体的閾値などを規定する。

技術的なスクリーニング基準は、これまでのところ、気候変動の緩和と気候変動への適応について設定されている。気候変動の緩和についてみると、9のセクター、88の経済活動についてスクリーニング基準（具体的な

activity）および可能にする活動（enabling activity）の分類も設けられ、これらも持続可能な経済活動とみなされる。同上9頁。

27) Malecki, *supra* note 3, 168.

28) 注26) 参照。

指標や尺度）が設定されている。9のセクターは、林業、自然再生、製造業、電力等、上下水道・廃棄物管理・Co₂輸送・貯留、運輸、建設・不動産、情報・通信、専門・科学・技術サービスである。この技術的なスクリーニング基準には、気候変動緩和に実質的に貢献するといえるための基準とともに、他の環境目標に著しい害を及ぼさないかどうかを決定するための基準（DNSH基準）も設けられている²⁹⁾。

上記のスクリーニング基準については、「個々のセクターや経済活動ごとの特性を踏まえたものになっている」と評されている³⁰⁾。また、気候変動緩和に実質的に貢献するといえるための基準のみならず、DNSH基準についても、「いつ著しい害があるとされ、またいつ他のサステナブル目標を阻害するかの明瞭な指標を提供し、そのことから、グリーンウォッシング、またはタクソノミー自体もしくはタクソノミーに基づく投資商品のラベルへの信頼の喪失を阻止しようとするものであるが、著しい害とはどの程度かとの関係で明瞭さが乏しい」との指摘がみられる³¹⁾。

(3) サステナブルファイナンスへのタクソノミーの適用

タクソノミー規制の発効により、金融市場参加者は「サステナブル」を謳う投資商品すべてについての正確な情報の開示義務に直面する³²⁾。環境

29) なお、気候変動の緩和に関するDNSH基準案は、気候変動への適応に貢献する経済活動が満たすべき基準として、気候変動への適応のセクションに記載されている。これもセクター別に設けられているが、9つのセクターのうち情報・通信は気候変動への適応に貢献する経済活動には含まれていないため、当該セクターに関しての気候変動の緩和に関するDNSH基準案は示されていない。堀尾＝富田・前掲注26) 20頁。

30) 堀尾＝富田・前掲注26) 17頁。

31) Malecki, *supra* note 3, 172-173. この関係で、DNSH基準は、「電力等」や「運輸」など一部のセクターでは定量的な閾値が提案されているが、定性的な記述も多いことが指摘されている。堀尾＝富田・前掲注26) 20頁。

32) Malecki, *supra* note 3, 172-173. なお、タクソノミー規制は、「グリーン」セ

上持続可能な投資を目的とする金融商品はどの環境目標に対して貢献するのかを特定した上で、タクソノミーに合致する投資の割合を、投資、ファンドまたはポートフォリオの比率（パーセンテージ）で示し、また、環境目標ごとに別々に計算されなければならない。この関係で、Maleckiは、投資仲介業者を例にとり、以下のような取組みが求められるとしている。すなわち、「投資仲介業者は、そのポートフォリオのタクソノミー適合性を評価するために会社情報にアクセスするとともに、その意味を理解することに取り組みなければならないであろう。投資仲介業者は、会社が実施した活動のどれが適合的でありうるか、そしてどの環境目標に適合するかを特定すべきである。適合的でありうる各活動に対して、投資仲介業者は、会社または発行体に係る基準（たとえば水力・地熱・再生可能な非化石ガス火力等における閾値：100gCO₂e/kWh）に合致するかどうかをチェックすべきである。投資仲介業者は、他の環境目標に対するDNSH基準の違反がないことを証明すべきである。投資仲介業者はまた、社会面についてのミニマムセーフガードについてのいかなる違反も起こらないようにするためにデューデリジェンスの審査を実行すべきである」³³⁾とされる³⁴⁾。

その他、タクソノミーは、グリーンボンドの自発的なラベルにも適用される。これは、いわゆるオプトイン型の仕組みが採られており、強行的な枠組みではない³⁵⁾。

クターに分類される事業への従事や投資を義務づけてはならず、それへの対応状況を開示することを求めているにとどまる。そして、その開示のフォーマットの1つがSFDRということになる。鈴木利光「EUにおける運用商品向けの『グリーンウォッシング』対策」資本市場447号（2022）72頁。

33) Malecki, *supra* note 3, at 173.

34) 非財務情報開示（Non-Financial Reporting Directive: NFRD）との関係でも、2021年7月6日に委任規則が採択されており、環境上持続可能な経済活動に関する情報開示の基準を、非金融業の企業（non-financial undertakings）と金融機関（financial undertakings）それぞれについて定める。非財務情報開示に関する基準の概要について、堀尾＝富田・前掲注26）23頁参照。

(4) 技術進歩やESG要素の複雑さへの配慮の側面

タクソノミー規制は不断に変化・進展していく典拠というべきものであり、この分野における急速かつ不断の知識の進展に依存する、必然的に柔軟な手段であるといわれる³⁶⁾。

この不断の変化・進展に関して、2020年以降TEGの後継としてその役割を担うのは、タクソノミー規制の規定に基づきEU委員会の常設機関として設けられた「持続可能な金融のプラットフォーム (the Platform on Sustainable Finance)」(以下「プラットフォーム」という)である。プラットフォームのメンバーは、欧州投資庁 (European Investment Agency)、欧州監督機関 (European Supervisory Authorities: ESAs)、欧州投資銀行 (European Investment Bank: EIB) および欧州投資ファンド (European Investment Fund) からの出向者、民間セクターのステークホルダーを代表する専門家、およびその知識または経験を認められた専門家からなる³⁷⁾。そのもとで、個々の基準の新設、見直しが恒常的になされていく。その意味で、プラットフォームは、サステナブルファイナンスの将来にとって極めて重要な存在であることはいうまでもない。

ところで、ESG要素の複雑さをよく例示するものとして天然ガスや原子力発電の扱いがある。原子力発電に関して、EU委員会は、DNSH原則との関係で387頁にも及ぶ大部の技術評価を公表したが³⁸⁾、その段階では、タクソノミー規制は含めるとも除外すると明らかにせず、よく知られて

35) Malecki, *supra* note 3, at 174.

36) *Id.* at 175. Malecki は、気候変動への適応や循環経済への移行、汚染の防止と管理との関係でも、個別的に同様のことを指摘している。*Id.* at 170-171.

37) See https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en.

38) JRC report, “Technical assessment of nuclear energy with respect to the “do no significant harm” criteria of Regulation’ (EU) 2020/852 (“Taxonomy Regulation”), Ares (2021) 1988129-19/03/2021.

いるように、2022年7月15日になってタクソノミーの対象となる経済活動のリストに特定の原子力・ガス発電活動を含める補完的委任規則が官報に掲載され、2023年1月から適用されている。この点については、後述のESG要素の特性の検討(Ⅲ1(2))においても、言及する。

Ⅲ 検 討

1 グリーンウォッシングへの対応を考える際の考慮要素——グリーンウォッシングを誘発する原因およびESG要素の特性を中心として

(1) グリーンウォッシングを誘発する原因

グリーンウォッシングについての研究が対象とする項目の1つにグリーンウォッシングを誘発する原因を巡るものがあり、従来経営学やマーケティングの領域での研究での重要な着眼点とされてきた³⁹⁾。そして、そのような研究において、原因の検討を踏まえた上で、グリーンウォッシングを防止するための政策上の提言をなすものもみられ⁴⁰⁾、それは、原因の探求がグリーンウォッシングへの対応を考える際の重要な考慮要素になることを示唆している。

グリーンウォッシングにはさまざまな形態があり問題の深刻度も異なるが⁴¹⁾、それを行う企業にとって発覚した場合に多かれ少なかれ打撃になりうる。それにもかかわらず、なぜ企業はグリーンウォッシング行動をとるのかにつき、多様な観点から分析がなされてきた。

39) Shanor & Light, *supra* note 1, at 2042.

40) たとえば Magali A. Delmas and Vanessa Cuerel Burbano, *The Drivers of Greenwashing*, 54 California Management Review (CMR), 64-87 (2011), ファテミ・前掲注7) 57-58頁。

41) 形態として, TerraChoise「グリーンウォッシングの7つの罪」がよく知られる。また、真実か虚偽か明白に分けられるとは限らないことも指摘される。これらにつき, Shanor & Light, *supra* note 1, at 2044, Delmas and Burbano, *supra* note 40, at 66.

(a) まず、経済的インセンティブである。Bainbridgeは、この観点について、以下のように説明している。すなわち、「消費者がたとえば環境上有益な製品・サービスを選好するなら、企業は環境への有害な影響を緩和する動機を有する。また投資家がたとえばESG要素に配慮した投資を選好するなら、資金は強くESGを志向するとの評判を有する会社に流れ、そしてそれらの会社の株価は、その資本コストの低さを反映して上昇すると考えられるため、経営者はそのような評判を高めるインセンティブを有することになり、とくに経営者の報酬が株式その他業績連動型である場合、一層そのようにいえる。このような市場の力は、そうでなければ会社が外部化しようとしたかもしれないコストを会社自身が引き受けるように動機づけることさえありうる」とした上で、消費者と一口にいても、サステナビリティおよび生産者が公正な競争を得られることを保障することに価値を見出す者がいる（価格が高くてもフェアトレードコーヒーを選択）一方で、サステナビリティや人権よりも価格に関心を持つ者もあり、それらの者は価格の安いコーヒーを選択することを指摘し、このように消費者が均一でなければ、すべての会社がコストを内部化するとは限らないこと、そして、会社の中には、自らの行動を変えることによって上記のインセンティブに 대응するのではなく、グリーンウォッシングによって応えようとするものも少なからず出てくるとしている⁴²⁾。またBainbridgeは、かなりの数の企業がいわゆる「ステークホルダー資本主義」を真に受け入れるなら、それらの企業の生産に係る限界コストは上昇する点に着眼した説明も提示している。これは、環境面の取組みが企業にも利益になることがあるといっても、「低いところにぶら下がっている果物」（実行が容易なこと）が取り尽くされた場合には、採算が合わなくなる可能性がある⁴³⁾ことと同様のことを言う

42) Bainbridge, *supra* note 7, at 133-134. なお、言及されている経営者の報酬のタイプに関して、排出削減目標の達成状況などを役員報酬と連動させる動きも広まっている（日経記事2023年1月23日16面（「便乗ESG、深まる監視の目」）。

43) デービット・ボーゲル（小松由紀子=村上美智子=田村勝省訳）『企業の社会

ものと考えられる。Bainbridgeは、そのように行動する企業が増えれば増えるほど、そのような行動をとらない企業の競争の優位性が次第に増加することになることを指摘した上で、とりわけグリーンウォッシングのインセンティブが極めて強くなると述べている。また消費者等が、見せかけ・誇張か否かを区別することが難しい場合、一層グリーンウォッシングが蔓延することになるとしている⁴⁴⁾。

なお、企業による経済的インセンティブ（評判上の便益等）の追求の観点に関して、上記に加えて、ハロー効果に言及されることもある。これは、たとえば再生可能エネルギーですべての電力をまかなっている会社は、水の使い方や森林の管理についても環境リーダーだと受け止めてしまうとといったように、人々が、ある企業の特定の側面（ある製品や一定の取組み等）について肯定的な認識を持つと、その企業の他の側面についても、たとえそれらについてはそのプラスの効果が証明されていなくても、同様にプラスの印象をもつようになるというものであるが、この効果もグリーンウォッシングを誘発するように働きうると捉えられている⁴⁵⁾。

の責任（CSR）の徹底研究』（一灯社、2007）232、304頁〔原著：David Vogel, *The Market for Virtue: The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility* (2005)〕。

44) Bainbridge, *supra* note 7, at 133-134.

45) Shanor & Light, *supra* note 1, at 2046. とりわけ重要なこととして、グリーンウォッシングを行う組織は環境面の取組みを謳わないブラウン組織よりも環境パフォーマンスについての消費者の認識においてわずかながらプラスのスコアを得られたことを挙げ、たとえ消費者が、グリーン情報が（完全には）真実ではないということを知っているときでさえ、明示的に環境上の問題への関心を伝えようとする組織は、環境に関心事として無視する組織よりもより望ましいイメージを生み出すことを意味するとしている。Id. at 2049. なお、ハロー効果は、ESG評価機関との関係でも言及される。すなわち、ある評価機関があるカテゴリーで良いスコアを出すと、その企業は他のカテゴリーでも良いスコアを出す傾向（カテゴリー間での相関）があるとのことである。越智信仁「ESG評価情報の意義と課題—行動規範の実践へ—」証券アナリストジャーナル

(b) 次に、内部的な要因である。上述した要因がステークホルダーの目を意識して正当性を獲得しようとするもので、外部的な要因といえるのに対し、内部的要因としては、企業の緩い倫理的気風、組織の慣性、企業内の意思疎通の有効性の欠如等が挙げられ、これらも、なぜ企業がグリーンウォッシングを行うのかについての理解を深めるものであるとされる。第1番目の倫理的気風とは意思決定の際の規範として組織構成員に共有された信念等のことであるが、グリーンウォッシングは非倫理的行為の1つであるため、善を行おうとする気風の企業または倫理コードや明確な企業の行動準則といった原則に従おうとする気風の企業に比べ、自己利益の満足を追求する気風のブラウン企業で一層起こりやすいとされる。また第2番目の組織の慣性とは、根底にある現在の形態・機能がいつまでも残ることを意味し、戦略的な変化を阻害するものである。この慣性により、経営者による環境取組みについての宣言と会社の実際の取組みとの間でタイムラグが生じることも指摘される。第3番目の企業内の意思疎通の有効性の如何もグリーンウォッシングを生じうる要素となる。たとえば、マーケティング部と製品開発部との間での頻繁かつ密接な相互作用を欠く会社にはグリーンウォッシングが生じがちなるとされる⁴⁶⁾。

(c) 最後に、従来の研究の多くは、上記の(a)(b)で示した要因に加え、緩く不確かな規制の現状がグリーンウォッシングを生じさせる主要な原因の1つであるとしてきた⁴⁷⁾。そして、明確な輪郭の欠如やエンフォースメントについての法的不確かさが間接的に(a)(b)で示した要因を強めるように働くとされる⁴⁸⁾。ところで、本論文Ⅱにおいて、わが国および

(2023.2) 9頁。

46) 以上について、Delmas and Burbano, *supra* note 40, at 72-75.

47) たとえば *Id.* at 65, Shanor & Light, *supra* note 1, at 2051.

48) Delmas and Burbano, *supra* note 40, at 69. たとえば (a) の原因から、「ブラウン企業は、環境に優しく、その環境パフォーマンスについてプラスの効果を謳うインセンティブに直面する」ことになるが、そうすることに対して法的

EUの対応の進展を紹介した。この原因の重要性は、そのような対応の進展の度合いに依存すると考えられるが、今日においても、この原因が無視できる状況にはないであろう。

(2) ESG要素の特性

Ⅱ 1において紹介した「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正におけるグリーンウォッシングへの対応において原則ベース・アプローチを採用することについて、金融庁は、「ESGを画一的に定義することは難しい」ことや、「ESG考慮の方法、程度は多様である」と考えていることを述べ、ほぼ同時期に策定・公表された「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」においても、透明性の確保(原則四)との関係で、「ESG要素はそもそも多様な概念や価値観を包含するものである」ことが述べられている。ここからも、ESG要素の特性が、どのような対応を取るべきかの議論の考慮要素になることを見てとることができる。

「多様な概念や価値観を包含する」とのESG要素の特性は、Ⅱ 2のEUの対応を紹介する中で言及した原子力・ガス発電活動の扱いにもよく表れているといえるであろう。また、ロシアのウクライナ侵攻との関係でBainbridgeは以下のように述べているが、それもこの特性をよく示すものである。すなわち、「2022年のロシアのウクライナ侵攻以前、ESGパフォーマンスの尺度では、防衛産業の企業は低く評価された。しかしながら、戦争勃発の結果として、多くの格付け会社、ESGファンドおよびインデックス供給者は、防衛産業の企業の排除を再考している。また、ロシアーウクライナ戦争は、気候変動と格闘することは、インフレーションやエネルギー価格の貧困層への悪影響と取り組むよりも一層社会的に責任のあることかどうかの問題を提起することになった。……社会的に責任を負う行動をと

または規制上の効果がほとんどないことが、そのインセンティブを強めるとしている。 *Id.* at 71-72.

ろうとすることは、何が社会的責任であるかについて相対立する目的が含まれていたり、何が社会のためになるかの見方が急速に変化する場合に、極めて難しい⁴⁹⁾と。

この「多様な概念や価値観を包含する」というESG要素の特性は当然ESG投資にも持ち込まれることになる。ESG投資が従来の株式投資や債券投資と様相を異にすることについて、投資成績を判断する材料に、①リスク・リターン以外のものを位置づけようとする、もしくは②長期的にかなり先の将来のリスク・リターンを位置づけようとする、といった意図が入り込むことに着眼される⁵⁰⁾。詳細は省くが、①については、多様な価値観が流入することになるほか、その目標達成の進捗を計測することが必ずしも容易ではないという課題も指摘される⁵¹⁾。また、②については、長期的にかなり先の将来の投資成績を意識すればするほど、確からしさが失われるという課題が挙げられている⁵²⁾。

次に、ESG要素の他の特性として、その対象の広さも重要であろう。「現在はあまりにもESGにかかわる案件で注目しなければならないことが多くなり、投資家のキャパシティがオーバーフローしてきていると感じている」⁵³⁾といった記述はそれを反映するものである。この関係で、投資家側

49) Bainbridge, *supra* note 7, at 141.

50) 足達・前掲注6) 19-20頁。

51) この指摘に関して、仮に一国の温室効果ガス排出量のように計測可能な指標が存在する場合にも、「その投資がどれだけの改善効果を生んだか」、「投資がなかったならその改善効果は本当に生まれなかったのか」を判断することの難しさが挙げられる。足達・前掲注6) 20頁。なお、先進国は気候変動枠組み条約に基づき、温暖化ガスの排出・吸収量を毎年推計して国連に報告しているが、最近では二酸化炭素やメタンが特定の波長の電波を吸収するといった科学的な特性を利用する技術が進んでいるところ、それらを利用して排出量の実測を試みている民間団体から、先進国が示す温暖化ガスの排出量の推計に異論が出るといった事態も生じている。日経記事2023年3月20日3面（「先進国 排出量推計に異論」）。

52) 足達・前掲注6) 20頁。

の疲労感だけでなく、ESG評価のばらつきなどに繋がるとすれば、それが企業側にもたらす徒労感やESGパフォーマンスを向上させるインセンティブの低下といった課題も重要になる。

なお、対象の広さに伴う課題との関係で、ESG評価におけるAI活用にも着眼されるが、これについても、「スコアリングモデル（アルゴリズム）がブラックボックス化する中で、情報収集のアルゴリズムがバイアスを含み意図せざる偏向を生み出す懸念、情報源にチェリーピッキングがないとしても、開示企業のESG/SDGsウォッシュや特定メディアの偏向報道、誘導記事などを無批判に受け入れて評価を下してしまう危うさなどを内包している」等の課題があるとされている⁵⁴⁾。

2 いくつかの課題についての若干の考察

(1) 原則ベース・アプローチおよびタクソミーベース・アプローチの長短

原則ベース・アプローチとタクソミーベース・アプローチそれぞれの長短は、相互に裏表の関係にあるといえそうである。加賀谷哲之教授は、「サステナビリティに関わる取り組みをいかに分析・評価するべきかという軸が十分に定まっていなにもかわらず、それを比較分析するための情報や指標の標準化のニーズが急速に高まっているという現実にわれわれが直面している」⁵⁵⁾と述べられている。これに即して述べると、EUが採用するタクソミーベース・アプローチは、II 2に示したような形で、何がサ

53) 三井千絵「気候変動株主提案と米国の投資家」資料版商事463号（2022年）9頁。また、越智・前掲注45）11頁は、「ESGは幅広いデータを扱うだけに、温暖化については知見が高くても廃棄問題には知見が不足するなど、個人が扱うには対象が広すぎるという課題なども指摘されてきた」と述べる。

54) 越智・前掲注45）12頁。

55) 加賀谷哲之「サステナビリティ開示の拡充とその影響」資本市場450号（2023）8頁。

テナビリティに実質的に貢献する活動であるかの判断基準を示すという極めて骨の折れる作業に取り組み、引用文にある「比較分析するための情報や指標の標準化のニーズ」に正面から応じようとするものといえる。他方、Ⅱ 1 で紹介した原則ベース・アプローチは、引用文にいう「サステナビリティに関わる取り組みをいかに分析・評価するべきか」という軸が十分に定まっていない」という、発展段階にある状況において、一律の対応を求めるよりも、各主体による創意工夫に基づきさらに改善されることを促すといった手法によるべきであると考えられるものであり⁵⁶⁾、他分野でも同様の状況において採られてきた手法に沿ったものである。このことは、タクソノミーベース・アプローチと原則ベース・アプローチとでは、原因分析（Ⅲ 1 (1)）およびESG要素の特性の検討（Ⅲ 2 (2)）それぞれの知見に対する配慮の度合いが異なり、その結果、前者はいくぶん急進的な立場になっているのに対し、後者は漸進的な立場にとどまっていると言い換えることもできそうである。

それぞれの短所は、それらの裏返しである。とくに原則ベース・アプローチは、明確な基準・境界のもとでの環境面の取組みの強行的開示および提供された情報の第三者による監視がなければグリーンウォッシングをほとんど阻止することができないとの批判に直面するかもしれない。そして、「ESG投資やサステナブルファイナンスが主流化してきても、地球や社会のサステナビリティ（持続可能性）課題が一向に改善の方向に向かわないことへの危機感が拡大している」状況のもとでは、「資金提供が行われる対象を明確に定めて、資金誘導の効果を高める必要がある」という声が高まると、わが国でもタクソノミー規制を求める声が強まる可能性も否定できない⁵⁷⁾。

56) このようなソフトローのアプローチの利点につき、たとえばコーポレート・ガバナンスの文脈で述べたものであるが、野田博「コーポレート・ガバナンスにおける規制手法の考察—ソフトローの側面を中心として—」商事2109号(2016) 16頁。

しかし、タクソノミーベース・アプローチにも課題は存する。「投資判断や投資対象が画一化されると、市場の価格機能の衰退とダイナミズムの喪失、ひいては企業活動のダイナミズムの喪失につながりかねないという指摘」は、その代表的なものであろう⁵⁸⁾。また、現時点でEUタクソノミーは6つの環境目標のうち気候変動関連の2つの目標を扱うにとどまることは、前述したとおりである。対象の拡大は課題になっているが、その場合に上記の指摘が示す懸念は一層大きくなりうることに留意する必要がある⁵⁹⁾。さらに、計測可能な指標が存在する場合(温室効果ガス排出量等)にも、ESG要素の特性として、その目標達成の進捗を計測することが必ずしも容易ではないことは、すでに言及したとおりである。加えて、下記(2)で取り上げる「口を閉ざす反応」の誘発という課題も、原則ベース・アプローチかタクソノミーベース・アプローチかを考える上で、考慮要素になるかもしれない。わが国においてタクソノミーベース・アプローチの採用を検討する場合が生じることも将来ありえようが、その際には、以上に示した両アプローチの長短、諸課題を踏まえた慎重な検討を要すると考える。

(2) 口を閉ざす反応について

2023年3月20日付日本経済新聞は、「ESGファンド設定急減」と題し、ESGを重視する投資信託の新規設定が世界で急減し、年初からの設定本数は1年前の2割にとどまり、6年半ぶりに低いペースであることを報じた。また、その原因として、ESGを打ち出しながら内実の異なるウォッシュに対して規制強化が進んだ影響が大きいとの見方を示している。このような

57) 足達・前掲注6) 25頁。金融庁が「本監督指針を踏まえた今後の資産運用会社の対応やESGを巡る世界的な動向も踏まえ、本監督指針を定期的にレビューする」と述べている(本パブコメ回答6号)ことにも留意。

58) 足達・前掲注6) 25頁参照。

59) タクソノミーは進化する典拠であり、柔軟性を有することもしばしば指摘されるが、タクソノミーの狙いと柔軟性は衝突する面もあるであろう。

現象は、どう評価すべきであろうか。グリーンウォッシング阻止の観点からは、悪いことではないであろう。また、これが一時的な現象に過ぎないのであれば、問題とするに値しない。しかし、上記記事が述べるように、規制強化により環境パフォーマンスについて口を閉ざす（開示を控える）会社が増えるとすれば、それは手放しで喜べることではない。従来においては、たとえば増大するアクティビストのプレッシャーが企業の開示行動にいかに関与するかを分析したLyon & Maxwellの研究が存在している⁶⁰⁾ところ、こうした「口を閉ざす」会社が増えるという効果は、規制強化との関係でも関心を持たなければならない事項であるように思われる。ここでは、今後の研究の手掛かりの1つとして、以下、Lyon & Maxwellの研究の検討結果の一端を示しておくこととしたい。

さて、Lyon & Maxwellの研究により示された結果のうち、ここでの関心事としてとくに重要と思われるのは、アクティビストによるグリーンウォッシングに対する激しい反発の脅威はグリーンウォッシュを阻止するが、ある企業については、よりオープンで透明になるよりも、むしろ口を閉じてしまうように作用してしまう可能性が現実存在するということがある。そしてLyon & Maxwellは、そのような反応は、とりわけ成功する見込みの高いプロジェクトを有するが、しかしそれらの活動の環境への影響について完全には情報を有しない企業（同論文では、「情報を有しないグリーン企業（uninformed green firms）」と呼ぶ）から出てきうとしている⁶¹⁾。すでにみたように、ESG要素の特性の1つとして、目標達成の進捗を計測することが必ずしも容易ではないことが指摘されており、その観点からも、このような反応が出てくることは理解できるように思われる。しかし、そのような企業において開示が減り、ひいては環境上の取組み自体へのインセンティブを低減させるとすれば、それは望ましいこととはいえない。こ

60) Thomas P. Lyon & John W. Maxwell, *Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit*, 20 J. Econ. & Mgmt. Strategy 3 (2011).

61) *Id.* at 21.

ここでは、次の2点のみ指摘しておきたい。

第1に、増大するアクティビストのプレッシャーとの関係でのLyon & Maxwellの分析が示す効果は規制強化との関係でも生じるかもしれないが、ただ、そうだとした場合、規制の必要性に照らして、そのような効果が生じることは受け入れざるを得ず、規制を控えることにはならないことである。第2に、どのような規制を設けるかによって作用の仕方は異なる可能性はあるが、ある規制においてこの問題への配慮がなされたとしても、そのもとでの投資家の行動も同時に重要になると思われることである。アクティビスト等の行動が変わらないとすれば⁶²⁾、この問題が規制のあり方によって緩和することは考えにくいためであり、投資家側においても、「情報を有しないグリーン企業」について上記の反応ができるだけ出ないようにするという問題意識を共有する必要があると思われる。

IV 結 び

グリーンウォッシングは、消費者や投資家等が環境に有益な成果を生み出す企業を報いることを躊躇させ、このことが今度は、企業が環境に害になる行為を行うインセンティブを増加させる可能性さえ有する⁶³⁾。各国においてグリーンウォッシングへの対応も進展しているが、そのアプローチはさまざまである。本論文では、とくにESG投資についてのグリーンウォッシングを対象として、日本の対応、とりわけ金融庁の近時の対応とEUのタクソノミー規制とを対照させて取り上げ、それぞれの特徴が明らかになるようにした。そして、それらを踏まえた検討としては、どのようなアプローチをとるかにとって重要な2つの考慮要素、すなわちグリーンウォッ

62) たとえばわが国の原則ベース・アプローチのもとでも、EUのタクソノミーベース・アプローチ等を背景に、アクティビストのプレッシャーが強まる可能性があることなどを想起のこと。

63) Delmas and Burbano, *supra* note 40, at 84.

シングの原因とESG要素の特性をめぐる議論を整理した上で、原則ベース・アプローチおよびタクソノミーベース・アプローチの長短、および「口を閉ざす（開示を控える）」という現象をどう見るかという2つの問題を取り上げ、暫定的な検討結果や課題として残る若干の問題点を示した。

ところで、近時は「ESGに逆風」といった報道に接する機会も少なくなっている。周知のとおり、米国ではESGが党派対立の対象にもなっている。しかし、ESGの言葉を用いるかどうかは別にして、気候変動や社会課題、企業統治の取組みを促すことに大きな変化が生じているとはいえない⁶⁴⁾、また、変化の如何にかかわらず、グリーンウォッシングを阻止する対応の必要性は変わらないはずである。本論文での考察が、グリーンウォッシングへの対応を巡る研究にとって幾ばくかでも資するところがあれば、幸甚である。

（本学法学部教授）

64) 三井・前掲注53)9頁、日経記事2023年8月22日11面（「脱炭素投資 米国から逆風」）。