

金融資本市場の文脈で考える「グリーンウォッシュ」の諸論点

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 世界の金融資本市場では近年、「グリーンウォッシュ」に着目し、リスク管理体制を強化する動きが鮮明化している。グリーンウォッシュとは、端的には、実態が伴わないにも関わらず、環境配慮を印象付けようとすることを指す。
2. グリーンウォッシュは、1980年代頃から事例が見られるようになり、増加傾向にあったが、足元では規制当局等の監視の強化もあり、減少傾向にある。しかし、深刻なリスク事例は増加傾向にあるなど、予断を許さない状況である。
3. 国際資本市場協会（ICMA）の調査分析結果によると、グリーンボンド等のサステナブル関連債券に関してグリーンウォッシュが広まっているわけではないが、サステナブルファンド業界においてはグリーンウォッシュが問題になっている。
4. グリーンウォッシュに関して世界的な定義が存在しないことや、経済・社会情勢の変化、環境関連技術のイノベーションの進捗、情報・データの拡充等を踏まえると、適切な管理方法に唯一の解はないと言える。
5. 金融資本市場参加者にとって適切な管理方法のカギになり得るのは、（1）誠実さ（integrity）と透明性（transparency）を軸に、コミュニケーションを行うこと、（2）国内外の法律・規制、ガイドライン、国際的な論考等を観察し、管理体制の最適化を継続していくこと、である。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「ESG 投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正－日米欧のファンドの ESG ウォッシュ規制動向－」『野村サステナビリティフォータリー』2023年夏号。
- ・富永健司「ESMA が最終化した ESG ファンドの名称に関するガイドライン－グリーンウォッシングの規制強化と社会・環境面の移行の推進－」『野村サステナビリティフォータリー』2024年秋号。

I 金融資本市場でも大切なグリーンウォッシュのリスクの適切な管理

世界の金融資本市場では近年、「グリーンウォッシュ」に着目し、リスク管理体制を強化する動きが鮮明化している。グリーンウォッシュとは、端的には、実態が伴わないにも関わらず、環境配慮を印象付けようとすることを指す¹。

スイスの環境・社会・ガバナンス（ESG）リスク評価会社のレプリスク（RepRisk）が2024年10月に公表した評価結果²（詳細は後述）によると、グリーンウォッシュ・リスクは、消費者、投資家、規制当局等の監視が厳しくなっていることもあり、足元で減少傾向にあるものの、深刻なリスク事例は増加傾向にある等、予断を許さない状況である。

金融資本市場の文脈では、市場参加者がグリーンウォッシュに伴うリスクを適切に管理することが、発行体にとっては資金調達円滑化、投資家にとってはリスク調整後の運用パフォーマンスの確保、金融機関にとっては金融関連ビジネスの適正な遂行、市場全体にとっては健全な発展に向けて大切であることは言うまでもない。

本稿では、グリーンウォッシュの概念や傾向を整理するとともに、国際資本市場協会（ICMA）等による主な国際機関等の見方を概観する。その上で、日本と欧米のグリーンウォッシュに関する主な法規制・ガイドラインを整理し、今後の論点を考察する。

II グリーンウォッシュの概念

本章では、グリーンウォッシュに関して（1）定義、（2）対象、（3）種類、（4）理由／要因、（5）問題点／影響、を概観する。

1. グリーンウォッシュの定義

グリーンウォッシュという用語は、米国ニューヨークの環境活動家であるジェイ・ウェスターヴェルド（Jay Westerveld）氏がフィジー滞在中に宿泊したホテルで示されていたタオル使用の節約を促す文言について、経費節約が目的ではないかと批判し、1986年にグリーンウォッシュという言葉を用いたエッセイを執筆したことが始まりとされている³。

証券監督者国際機構（IOSCO）によると、グリーンウォッシュに関する世界的に統一された定義は存在せず⁴、様々なものがある（図表1参照）。また、東（2023）は、グリーンウォッシュに関する3つの定義のタイプを挙げている（図表2参照）。

¹ グリーンウォッシュは、グリーンウォッシングとも表される。本稿では、原文・固有名詞を除き、グリーンウォッシュと統一表記する。

² Reprisk, “A Turning Tide in Greenwashing? Exploring the First Decline in Six Years,” October 2024; Reprisk, “Decrease in Greenwashing for First Time in Six Years,” October 9, 2024、レプリスク「RepRiskのデータによると、グリーンウォッシングは6年ぶりに減少したが、インシデントの深刻度は上昇傾向に」2024年10月9日。

³ Richard Mulenga et al., “Mitigating Greenwashing Across World Regions: An Integrated Behavioral and Regulatory Approach,” *American Journal of Environment and Climate (AJEC)*, Vol. 4, Issue 1, March 12, 2025、東健太郎「グリーンウォッシュ研究の現在と今後の方向性—建設的な議論を目指して—」『サステナブルマネジメント』第22巻、環境経営学会、2023年3月31日。

⁴ International Organization of Securities Commissions, “Supervisory Practices to Address Greenwashing,” December 2023.

図表1 グリーンウォッシュに関する主な定義

主体(公表年)	定義
環境省(2024)	実際は環境改善効果がない、または、調達資金が適正に環境事業に充当されていないにもかかわらず、環境面で改善効果があると称すること
金融庁(2023)	名称や投資戦略において、ESG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と懸念(グリーンウォッシング問題)
国際連合(—)	企業やその他の事業体は実際よりも環境保護のために多くのことをしていると一般の人々を誤解させること
国際通貨基金(IMF, 2021)	組織の製品、目的、政策が環境に優しいと一般の人々を説得するために使用される欺瞞的なマーケティング
証券監督者国際機構(IOSCO, 2021)	サステナビリティに関連する慣行または投資商品のサステナビリティに関連する特徴を偽って表示する慣行
IOSCO(2022)	投資バリューチェーン全体を通じて、サステナビリティに関する情報、慣行、または特徴を誤って表示すること
国際資本市場協会(ICMA, 2023)	<ul style="list-style-type: none"> サステナビリティに関して増加しているとされる虚偽表示や問題のある行動をカバーする包括的な用語 (金融規制の目的において)金融商品のサステナビリティの特徴、及び/または、発行体のサステナブルなコミットメント及び/または成果について、意図的または重大な過失による誤った表現
欧州連合(EU, 2024)	製品の環境インパクトや便益について消費者に誤解を与えるような誤った印象を与える行為
欧州証券市場監督機構(ESMA, 2024)	サステナビリティに関連する声明、宣言、行動またはコミュニケーションが、企業、金融商品または金融サービスの潜在的な持続可能性プロファイルを明確かつ公正に反映していない慣行。この慣行は、消費者、投資家、その他の市場参加者に誤解を与える可能性がある

(出所) 環境省「グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2024年版」2024年11月、金融庁「ESG投信に関する『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(案)に対するパブリックコメントの結果等について」2023年3月31日、United Nations, “Greenwashing- The Deceptive Tactics Behind Environmental Claims;” International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report,” October 2021; International Organization of Securities Commissions, “Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management Final Report,” November 2021; International Organization of Securities Commissions, “IOSCO Good Sustainable Finance Practices for Financial Markets Voluntary Standard Setting Bodies and Industry Associations; Call for Action,” November 7, 2022; International Capital Market Association, “Market Integrity and Greenwashing Risks in Sustainable Finance,” October 2023; European Parliament, “Stopping Greenwashing: How the EU Regulates Green Claims,” March 21, 2024; European Securities and Markets Authority, “Final Report on Greenwashing,” June 4, 2024、より野村資本市場研究所作成

図表2 グリーンウォッシュの定義の類型

類型	定義
「偽りの情報(disinformation)」とするもの	・「環境に責任のある一般的なイメージを示すために、ある組織によって流布された偽りの情報」(オックスフォード英語辞典、2012)
「利用者の誤解」を問題とするもの	・「企業の環境実務若しくは製品やサービスの環境便益に関連して、消費者を誤解させる行為(TerraChoice[現・UL]、2007 ^[注])
どのような偽りの情報が利用者の誤解を招くのか踏み込んだもの	<ul style="list-style-type: none"> 「悪い環境パフォーマンスと、環境パフォーマンスに関するポジティブなコミュニケーションという2つの企業行動の交点」(Delmas and Burbano, 2011^[注]) 「実態的に取り組む行動を伴わずに、環境問題に関する表象的なコミュニケーションに従事する、企業の戦略。表象的な行動と実体的な行動の差」(Walker and Wan, 2012^[注])

(注) Oxford English Dictionary, Oxford University Press, 2012; Terra Choice, “The ‘Six Sins of Greenwashing’: A Study of Environmental Claims in North American Consumer,” 2007; Delmas, M. A. et al., “The Driver of Greenwashing,” *California Management Review Vol 54, No. 1*, 2011; Walker, K. et al., “The Harm of Symbolic Actions and Green-Washing: Corporate Actions and Communications on Environmental Performance and Their Financial Implications,” *Journal of Business Ethics, Vol. 109, No. 2*, 2012.

(出所) 東健太郎「グリーンウォッシュ研究の現在と今後の方向性ー建設的な議論を目指してー」『サステナブルマネジメント』第22巻、環境経営学会、2023年3月31日、より野村資本市場研究所作成

2. グリーンウォッシュの対象

東（2023）は、グリーンウォッシュの対象について先行研究に基づき分析し、（1）グリーンウォッシュの行為者としては、企業が中心だが、大学、政府等もなり得る、（2）行為者である組織そのものに加え、個別の製品やサービスが対象となることもある、と示している⁵。

グリーンウォッシュとなり得る表現を示す対象について、下村（2024）は、（1）マスメディアを用いた全ての広告、（2）品質表示、性能表示及び取扱説明書、（3）環境ラベル、シンボルマーク、（4）店頭表示、チラシ、ポスター、看板、のぼりや旗、（5）ウェブサイト、ソーシャルネットワーキングサービス（SNS）の表示やイメージ、（6）パッケージ（商品包装）、（7）カタログ、パンフレット、（8）電話での広告、性能告知、（9）CSR（企業の社会的責任）報告書、環境報告書、（10）プレスリリース、など環境訴求するほぼ全ての表示が該当する、と説明している⁶。

加えて、宮下（2024）は、グリーンウォッシュが問題になり得る投資家向けの情報開示の媒体として、（1）金融商品取引法に基づく法定開示書類、（2）任意開示書類、（3）その他（書類や記録に限らず、投資家説明会やミーティングにおける口頭での発言）、を挙げている（図表3参照）。

図表3 グリーンウォッシュが問題となり得る投資家向け情報開示

項目	法定開示	任意開示
発行開示 ・証券情報+企業情報 ・サステナブルファイナンスの場合だけでなく、 そうではない発行案件の場合も問題になる	有価証券届出書・ 目論見書等	ロードショーマテリアル等
継続開示 ・企業情報	有価証券報告書等	ウェブサイト・統合報告書・ サステナビリティレポート、 投資家向け広報(IR)資料等

（出所）宮下雄一「グリーンウォッシュに関する企業情報開示上の法的ポイント」『ビジネス法務』第24巻第8号、中央経済社、2024年8月、より野村資本市場研究所作成

3. グリーンウォッシュの種類

グリーンウォッシュの種類として比較的知られているものとして、（1）カナダのグリーンマーケティング機関のテラチョイス（TerraChoice、現・米第三者安全科学機関のUL）による「グリーンウォッシュの7つの罪⁷」、（2）英金融シンクタンクのプラネット・トラッカーによる「グリーンウォッシング・ヒドラ⁸」、（3）次章で詳述する国際環境団体のクライアントアースと気候変動に関するアジア投資家グループ（AIGCC）、に

⁵ 東健太郎「グリーンウォッシュ研究の現在と今後の方向性—建設的な議論を目指して—」『サステナブルマネジメント』第22巻、環境経営学会、2023年3月31日。

⁶ 下村委津子「国内におけるグリーンウォッシュの現状と海外における規制等取り組み」『環境情報科学』第53巻第4号、環境情報科学センター、2024年12月。

⁷ UL, “Sins of Greenwashing.”

⁸ Planet Tracker, “The Greenwashing Hydra,” January 2023.

よるアジア金融業界向けに取りまとめた入門ガイド⁹における世界のグリーンウォッシュ事例の類型、を取り上げる。

1点目のULによるグリーンウォッシュの7つの罪は、大型量販店の棚に並んでいる製品に示された環境に関する主張を研究し、消費者が誤解を招くような環境に関する主張をしている製品を特定するのに役立つことを目的として、開発された（図表4参照）。

図表4 グリーンウォッシュの7つの罪

項目	内容
隠れたトレードオフの罪	他の重要な環境問題に着目せず、限られた属性に基づいて製品がグリーンであることを示唆するクレーム
証拠を示さない罪	容易にアクセスできる裏付け情報や信頼できる第三者認証によって実証されていない環境上の主張
あいまいさの罪	定義が不十分であったり、範囲が広すぎたりして、本当の意味が消費者に誤解されやすい主張
偽りのラベル崇拝の罪	言葉や画像を通じて、第三者のお墨付きが存在しないにも関わらず、第三者のお墨付きであるような印象を与える製品。すなわち、偽ラベル
無関係の罪	真実かもしれないが、環境に配慮した製品を求める消費者にとっては重要でない、または役に立たない環境に関する主張
2つの悪のうちより小さな悪の罪	製品カテゴリー内では真実の可能性はあるが、カテゴリー全体のより大きな環境インパクトから消費者の注意をそらすリスクがある主張
嘘をつく罪	環境に関する誤った主張

（出所）UL, “Sins of Greenwashing”, より野村資本市場研究所作成

2点目のプラネット・トラッカーは、グリーンウォッシュ戦略がますます巧妙になり、必ずしも違法でない方法や規制の抜け道が使われることがあると指摘した上で、非政府組織（NGO）から指摘されているのにも拘わらず、依然として蔓延していると警鐘を鳴らしている。その上で、グリーンウォッシュを多頭の蛇を意味するヒドラに例えて、「グリーンウォッシング・ヒドラ」として6つに分類している（図表5参照）。

図表5 グリーンウォッシング・ヒドラ（グリーンウォッシュの6分類）

項目	内容
グリーンクラウディング	多くの情報に紛れ込ませたり、企業連合などに参加したりして、自社への注目を避け、不都合な事実を発見されるのを回避する方法
グリーンライティング	自社の環境破壊的な活動から目を背けるために、どんなに小さなことでも、環境に配慮した特徴にスポットライトを当ててコミュニケーションする方法
グリーンシフティング	企業が消費者に責任を転嫁する手法。例えば、石油・ガス業界で、CO2 排出の責任を消費者に負わせるマーケティングキャンペーンなどで使われるという
グリーンラベリング	「地球にやさしい」や「サステナブル」など、環境配慮を表示して誤解を招く行為。例えば、「100%海洋プラスチック」を謳った製品でも、実際には海洋からプラスチックを回収していない場合もある
グリーンリンシング	目標を達成する前に定期的に目標を変更する方法。野心的な目標を設定したが、それを達成できなかった企業に、この傾向が見られるという
グリーンハッシング	投資家の監視を逃れるために、企業の経営陣が持続可能性に関する実績を故意に過小報告したり、隠したりする行為

（出所）Planet Tracker, “The Greenwashing Hydra,” January 2023、東京商工会議所「『地球にやさしい』は使えない？『グリーンウォッシュ』規制強化へ」、より野村資本市場研究所作成

⁹ クライアントアース・気候変動に関するアジア投資家グループ（AIGCC）「グリーンウォッシュとその回避方法：アジア金融業界向け入門ガイド」2023年10月。

3点目のクライアントアース・AIGCCは、世界のグリーンウォッシュ事例を4つに分類している（図表6参照）。

図表6 世界のグリーンウォッシュ事例の類型

項目	内容
ブランド グリーンウォッシュ	組織全体のグリーンウォッシュ 例:プロフィール、活動、目標 <ul style="list-style-type: none"> ・ ブランド・評判に関するグリーンウォッシュ: 自社のビジネスモデルが実際よりも環境面での持続可能性があると主張すること ・ ネットゼロ・ESGクレームに関するグリーンウォッシュ: ある記載若しくは主張について裏付けがないこと、または、行動計画が排出削減目標に合致しない、グリーンクレームに整合しない、若しくは信憑性のある実施計画を伴わないこと
商品 グリーンウォッシュ	商品が部分的にしかグリーンでない場合、グリーン属性が、商品がもたらす環境影響全体に比して重要な部分を占めない場合、若しくはグリーン商品の表示・コンセプトとその戦略の実施に乖離がある場合に、商品をグリーンと表示し、またはあいまいなグリーンクレームを伴って、誤表示し売り出すこと
グリーンウォッシュ 資産への ファイナンス	金融機関が貸付、エクイティ投資、債券保有などの方法により、グリーンファイナンスまたはグリーン目的のためのファイナンスをグリーンウォッシュされた資産（企業、金融商品、プロジェクトなど）に提供すること <ul style="list-style-type: none"> ・ 「非グリーン」またはグリーンではない目的に使われるプロジェクトに「グリーン」ファイナンスを提供すること ・ レンダーが、未だ化石燃料生産を拡大している高排出企業に対して、「グリーンエネルギー転換」のために企業融資を行うこと ・ 金融機関がサステナビリティ・リンク・ボンド、トランジション・ボンドまたはグリーンボンドへのファイナンスを行い、これらのボンドがサステナビリティ・トランジション・グリーン目的に併せて、サステナビリティ・トランジション・グリーン目的ではない目的のためにも使用されること ・ アセットマネージャーがグリーンウォッシュされた企業や資産に投資すること ・ 銀行が高排出企業に排出量を削減するための「トランジションファイナンス」を提供するが、その排出経路はパリ協定や国際エネルギー機関(IEA)が提唱する、地球温暖化を1.5℃以下に抑え、オーバーシュートを発生させずまたは限定的にとどめることができるようなネットゼロの経路とは一致しないこと
財務報告 グリーンウォッシュ	金融機関による開示制度の下での虚偽記載や不記載があること、または金融機関が事業、融資、投資に係る環境リスクに関して適切な財務開示を行わず、当該リスクへのエクスポージャーを過小に表示すること

(出所) クライアントアース・気候変動に関するアジア投資家グループ「グリーンウォッシュとその回避方法: アジア金融業界向け入門ガイド」2023年10月、より野村資本市場研究所作成

4. グリーンウォッシュの理由／要因

プラネット・トラックは、企業がグリーンウォッシュを行う理由として、無知の結果として起こることもあるが、多くの場合、自社製品を消費者により魅力的なものに見せることを通じて、販売量増加や価格引き上げを実現するために行われると指摘している¹⁰。また、雇用の観点から、サステナビリティの取り組みが優れた企業で働きたいと思う人々を惹きつけることもグリーンウォッシュを行う理由になるとも説明した。

加えて、金融資本市場の文脈では、ESG関連の取り組みの実績が高い企業は、サステナブル／ESGファンドに同社の株式が組み込まれることを通じて、同業他社に比して評価プ

¹⁰ 前掲注8参照。

レミアムが向上するとともに、株価上昇や資金調達コストの低下が期待できることが、グリーンウォッシュを行う理由になり得るとしている。

一方、東（2023）は、グリーンウォッシュを生み出す要因について、先行研究の多くは、組織要因と外部要因に焦点を当てていると指摘し、各々に基づくグリーンウォッシュの傾向を先行研究に基づき説明している（図表7参照）。

図表7 グリーンウォッシュの要因別の主な傾向

組織要因(企業特性や企業内コミュニケーションの有効性といった組織に関わる要因)	
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業規模: 成長中の企業や大企業ほどグリーンウォッシュを行う傾向 ・ 業種: 環境負荷が大きい業種よりも、サービス業や金融業といった業種ほどグリーンウォッシュを行う傾向 ・ 情報開示のスタンス: GRI(グローバル・レポーティング・イニシアティブ)に準拠した報告書を公表している企業ほどグリーンウォッシュを行う傾向が低い傾向 ・ 環境パフォーマンス: 環境に良い取り組みを行う企業ほどグリーンウォッシュをしない傾向との研究結果もある一方、環境に悪い企業ほど自社に有利な情報を開示する傾向との研究結果も存在
外部要因	
市場外の外部要因 (制度、規制等)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 規制機関や環境 NGO の監視が強い地域の企業にあっては、グリーンウォッシュを控える傾向 ・ グローバル規範の影響が大きい国ではグリーンウォッシュが少ない傾向 ・ 競争主義の考え方が強い国ではグリーンウォッシュが多い傾向
市場内の外部要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 消費者や業界団体からの圧力がグリーンウォッシュの要因になっている

(出所) 東健太郎「グリーンウォッシュ研究の現在と今後の方向性—建設的な議論を目指して—」『サステイナブルマネジメント』第22巻、環境経営学会、2023年3月31日、より野村資本市場研究所作成

5. グリーンウォッシュの問題点／影響

企業にとってのグリーンウォッシュの問題点としては、一般的に (1) レピュテーション(風評)リスクの顕在化、(2) ブランド価値棄損、(3) 信頼低下・失墜、(4) 訴訟リスクの顕在化、等を通じて、財務・非財務面にネガティブな影響が及び、企業価値が棄損する可能性が挙げられる。広い意味では、企業がグリーンウォッシュを行った場合、消費者、投資家、取引先等のステークホルダーによる正しい選択を阻害することになり、環境課題解決に結びつかないといった問題点が挙げられる。

例えば、クライアントアースと AIGCC は、金融市場におけるグリーンウォッシュが大きな問題である理由を4つ挙げるとともに、企業や金融商品に対するグリーンウォッシュの影響についても示している(図表8参照)。

図表8 クライアントアースと AIGCC が挙げるグリーンウォッシュの問題点／影響

金融市場
<ul style="list-style-type: none"> ・ 資本配賦を誤り、それによってグリーン経済への移行とパリ協定の気温目標への世界的なコミットメントを危うくする ・ そのため、市場が公正かつ正確な企業間比較を行い、企業のコミットメントに対する進捗状況を追跡することが困難になる ・ グリーンウォッシュに関与する企業と、純粹に「グリーン化」した事業を行う(そしてグリーン化に関連するコストを負担した)企業との間の競争の場が不公平になる可能性がある ・ グリーンな商品への投資家の信頼を損ない、消費者がグリーンな商品を取り入れることを妨げる

図表 8 クライアントアースと AIGCC が挙げるグリーンウォッシュの問題点／影響（続き）
企業（及びその企業に関連する企業）

<ul style="list-style-type: none"> ・レピュテーションの棄損や、事業を展開し成長させるためのソーシャル・ライセンス^(注)への悪影響 ・商品・ファンドの広告・表示の撤去命令 ・規制当局による罰金その他の制裁 ・株主・顧客・競合他社・契約相手方に損害を与えた場合の損害
金融商品
<ul style="list-style-type: none"> ・グリーンウォッシュされた金融商品・企業の価格改定 ・グリーンウォッシュを行う企業の資本市場へのアクセス能力の低下・金融商品に対する需要の低下 ・金融商品の資産クラスの価格改定 ・当該商品カテゴリーにおけるグリーンウォッシュが大規模であると判明した場合、当該商品・カテゴリーからの資本流出 ・他のグリーン資産クラスにもマイナスの影響が生じ、資本利用可能性が減少する(例えば、グリーンボンドのグリーンウォッシュによりグリーン株式、グリーンインデックスファンド、ESG ファンドにも影響が生じる) ・グリーン投資クラス全体の金融安定性及び投資家からの信頼の棄損 ・気候変動対応の進捗の遅れ
(注) ソーシャル・ライセンス（社会的営業免許）とは、企業が営業活動を継続するには、社会に貢献する必要があるという考え方。
(出所) クライアントアース・気候変動に関するアジア投資家グループ「グリーンウォッシュとその回避方法：アジア金融業界向け入門ガイド」2023年10月、より野村資本市場研究所作成

欧州銀行監督機構（EBA）は、グリーンウォッシュについて、金融機関への財務リスクのみならず、金融の安定性、ひいては消費者にも悪影響を及ぼす可能性があると言及した上で、対処することは市場への信頼性を高め、投資家と消費者の信頼を維持するために重要と述べている¹¹。

東（2023）は、先行研究に基づき、グリーンウォッシュに基づく企業への悪影響として、
（1）ブランドへの信頼、製品やサービスの環境パフォーマンスへの信頼や満足度の低下、
（2）消費者の購入意図の低下、等を挙げている。加えて、ある産業においてグリーンウォッシュが認識されると、同一産業内の別ブランドに対する購入意図に対しても悪影響を及ぼすとの先行研究の分析結果も紹介している。

III グリーンウォッシュの傾向

足立（2024）は、グリーンウォッシュの歴史的経緯について、1980年代以降に企業が環境に対してどのように向き合ってきたかという観点で分析している（図表9参照）。

図表 9 グリーンウォッシュの歴史的経緯

時期	内容
1980年代	企業による環境破壊が世界的に糾弾されるようになり、企業も自分たちがきちんと環境に配慮していると反論するようになり、しかし、厳密な数値による裏付けなく、ごく部分的な取り組みをもって「環境に良い」、「地球に優しい」、「エコ」と発信する企業が多数出現
2000年代以降	温室効果ガスの排出削減への貢献が世界的な目標となり、企業も熱心に取り組むように
2015年以降	パリ協定以降は、企業の中でもカーボンニュートラルを宣言する企業が一気に増加。自社のイメージを良くするために、また顧客や投資家から選んでもらうために、切実なニーズが生まれたことが背景

(出所) 足立直樹「グリーンウォッシュの変遷とその意味」『環境情報科学』第53巻第4号、環境情報科学センター、2024年12月、より野村資本市場研究所作成

¹¹ European Banking Authority, “Greenwashing Monitoring and Supervision: Final Report,” September 2024.

近年の状況に関して、レプリスクが 2024 年 10 月に公表したグリーンウォッシュ・リスクに関する年次評価¹²（以下、2024 年版）に基づき、グリーンウォッシュの傾向を概観する。

レプリスクでは、誤解を招くコミュニケーションと環境問題という 2 つの基準が交差する部分をグリーンウォッシュと捉えている。2024 年版で明らかになった分析結果の注目点としては、（1）グリーンウォッシュに関連した企業数は全体及び地域別に前年比で概ね減少傾向だが、主要国では米国及びフランスで前年比微増（図表 10 上段左右参照）、（2）高い深刻度¹³の事案数は前年比で 30%以上増加（図表 10 中段左参照）、（3）2023 年にグリーンウォッシュに関連した企業の 3 割近くが 2024 年にも関与（図表 10 中段右参照）、（4）グリーンウォッシュに関連した業界別内訳では石油・ガス、食品・飲料、金融と続く状況（図表 10 下段左参照）、（5）金融業界のグリーンウォッシュに関連する環境問題では気候変動、温室効果ガス排出、地球規模の汚染等が中心（図表 10 下段右参照）、が挙げられる。

レプリスクは、グリーンウォッシュに関連した企業数全体の減少について、グリーンウォッシュが重大な違法行為であることを企業がますます認識し、リスクを軽減するために積極的な措置を講じていることが背景と述べた。また、前年比微増となった米国については、高い深刻度の事案数やグリーンウォッシュへの関連を繰り返す企業も世界平均に比して多いと明らかにした。一方、フランスについては、2024 年に開催されたパリオリンピックのイベントに関連する温室効果ガス排出量の表示や旅行・航空に関連する事案に注目が集まったと言及した。

業界別内訳では、金融業界は前年比 27%減と、他業界に比して減少率が大きかったと指摘された。その背景として、金融業界では、（1）米証券取引委員会（SEC）によるドイツ銀行の米資産運用子会社 DWS に対する計 2,500 万ドルの制裁金を課すとの決定¹⁴（2023 年 9 月）、（2）豪連邦裁判所による米運用大手バンガードの豪子会社バンガード・インベストメント・オーストラリアに対する 1,290 万豪ドルの支払いを命じる判決¹⁵（2024 年 9 月）、が示唆するように、規制当局の監視が高まっていると説明した。

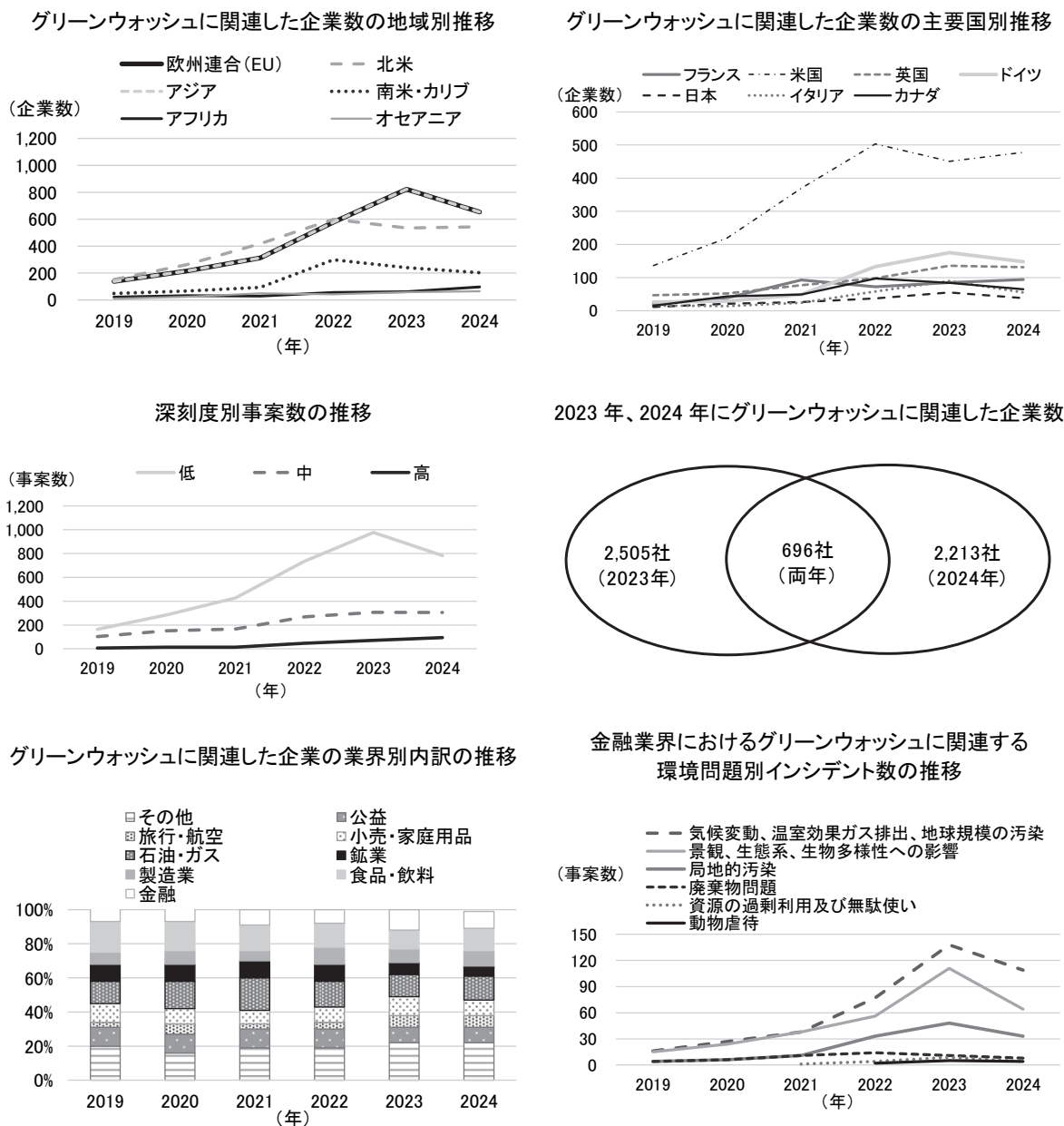
¹² 前掲注 2 参照。

¹³ レプリスクでは、（1）リスクインシデントの結果（例：環境への主張に対する実際の環境への影響の規模）、（2）影響の範囲（例：個人、集団、大多数等）、（3）リスクインシデントが事故、過失、故意、または組織的な原因によって発生したかどうか、に基づいて深刻度を決定する。深刻度には、低深刻度、中深刻度、高深刻度の 3 つのレベルがある（前掲注 2 参照）。

¹⁴ SEC は、DWS について、ESG の重視は同社の運用商品の最重要課題であり、投資プロセスで ESG を考慮することを戦略の中心に位置付けていると宣伝や販売目論見書に記載しているが、実際には考慮に入れていなかったと指摘した（U.S. Securities and Exchange Commission, “Deutsche Bank Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments,” September 25, 2023）。

¹⁵ 豪連邦裁判所は、バンガード豪子会社について、バンガード・ファンドへの投資に適用される特定の ESG スクリーニングに関する主張に関して誤解を招く行為があったとして支払いを命じた（Federal Court of Australia, “Australian Securities and Investments Commission v Vanguard Investments Australia Ltd (No 2) [2024] FCA 1086,” September 25, 2024）。

図表 10 レプリスクの調査によるグリーンウォッシュに関連した企業数等の状況



(注) 年は、前年7月～当年6月 (例：2024年は、2023年7月～2024年6月)。

(出所) RepRisk, “A Turning Tide in Greenwashing? Exploring the First Decline in Six Years,” October 2024、より野村資本市場研究所作成

IV グリーンウォッシュに関する主な国際機関等の見方

本章では、グリーンウォッシュに関する近年の主な論考で国際的な組織等によるものとして、公表された順で、(1) ICMA、(2) IOSCO、(3) 経済協力開発機構 (OECD)、を取り上げる。加えて、(4) クライアントアースと AIGCC による入門ガイド、も紹介する。

1. ICMA

ICMA は 2023 年 10 月、「サステナブルファイナンスにおける市場の公正性とグリーンウォッシュ・リスク」¹⁶と題したレポートを公表した。同レポートは、市場の自己満足と規制の行き過ぎといった 2 つのリスクの回避とともに、グリーンウォッシュへの対応に関して、市場、市民社会、規制当局間の建設的な対話を促進することを目的として作成された。

同レポートにおいて、ICMA は、規制当局がグリーンウォッシュと戦うために、これ以上グリーンウォッシュを定義する必要はないかもしれないとの考えを示した。仮に、包括的な定義を決めた場合、風評や訴訟に対する懸念が過度に高まり市場が麻痺したり後退しかねないとの見方を明らかにしたほか、既存の法規制がサステナブルファイナンスにおける不当表示にも対処していると述べた。

このような考えの下、ICMA では、グリーンウォッシュ問題を把握すべく、既存のデータや研究を調査分析した。その結果、グリーンボンドやサステナビリティボンドに関してグリーンウォッシュが広まっているわけではないが、初期のサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）において野心やペナルティの重要性に関する懸念が提起されたことがあったと指摘した。ただし、直近 12 ヶ月間の状況を調査すると、科学的根拠に基づく目標イニシアティブ（SBTi）の認定を取得した発行体による SLB が増加する等、状況が改善していると言及した。

一方、サステナブルファンド業界においては、グリーンウォッシュが問題になっているとし、潜在的な要因として、（1）サステナブルな投資手法の開発と実施に伴う困難の過小評価、（2）競争環境における時期尚早なマーケティング、（3）未成熟な規制枠組み、を挙げた。

その上で、ICMA は、グリーンウォッシュ関連で懸念される領域について、サステナブル関連債券とファンド各々について特定するとともに、これらのリスクへの対応に向けて政策立案者と規制当局に対して 5 つの提言を行った（図表 11～12 参照）。

図表 11 ICMA が特定したグリーンウォッシュ関連で懸念される領域

項目	内容
サステナブル関連債券	
野心の欠如	資金使途(UoP)特定債券における懸念は、グリーンまたはサステナビリティの要素が不十分と考えられるプロジェクト(またはプロジェクトの一部)に関するものか、長期的に想定される典型的な発展を超える顕著なサステナビリティの改善を明確に示していないことである。SLB の場合、重要業績評価指標(KPI)が重要ではないと考えられる場合、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT)が比較的容易に実現するとみられる場合、または通常のビジネス(BAU)による軌道に近い場合を指す
戦略的不整合	例えば、グリーンボンドに付随するより広範なサステナビリティ/環境戦略が欠如している場合に発生する可能性がある。特に、グリーンラベルと発行体が実際に行っていることとの間に明らかな不整合がある場合に発生する可能性がある

¹⁶ International Capital Market Association, “Market Integrity and Greenwashing Risks in Sustainable Finance,” October 2023.

図表 11 ICMA が特定したグリーンウォッシュ関連で懸念される領域（続き）

項目	内容
サステナブル関連債券（続き）	
より広範なサステナビリティ・リスクの管理ミス	これは、発行体がより広範な環境／社会リスクとトレードオフを特定し、管理するための適切なプロセスを有していない場合に発生する可能性がある。例えば、サステナブルなプロジェクトの主要目的が高いレベルになっていない場合や、他のサステナビリティ基準と矛盾する場合は挙げられる
実際の欺瞞	例えば、発行体が管理できない理由以外でグリーンプロジェクトに調達資金を配分しなかった場合や、発行体が KPI を操作したり、重要な情報を省略したりする場合に発生する可能性がある
サステナブルファンド	
責任投資の方法論が曖昧	例えば、適用されているベースライン基準について不透明または一貫性がないことが挙げられる。これは、ポートフォリオ分析の結果、ガバナンスやダイバーシティ等が高いスコアを獲得しているのにも関わらず、環境目標、特に気候変動緩和にコミットしているとはみなされない企業への投資が明らかになった場合に批判につながる
不明確または誤解を招くようなファンドのラベリング及びネーミング	例えば、「移行」や「インパクト」とラベリングされたファンドで、基本的な戦略が成果ではなく開示に重点を置いている場合
実際の欺瞞	例えば、ファンドが宣伝している厳格な ESG スクリーニングのプロセスを商品レベルで適用しない場合（例えば、ESG 基準を考慮するが、投資方針に影響を与えない場合）

（出所） International Capital Market Association, “Market Integrity and Greenwashing Risks in Sustainable Finance,” October 2023、より野村資本市場研究所作成

図表 12 ICMA による政策立案者と規制当局への提言

<ul style="list-style-type: none"> ・ サステナブルファイナンス関連で対応可能な懸念分野に集中 ・ 市場の公正性に関するデータの利用可能性の改善を支援 ・ エンフォースメントが必要とされる可能性のある既存の法律を参照 ・ 国際的な相互運用性と利用者にとっての使いやすさに焦点を当てて規制への取り組みを実施 ・ 市場のベストプラクティスによるポジティブな貢献を引き続き活用

（出所） International Capital Market Association, “Market Integrity and Greenwashing Risks in Sustainable Finance,” October 2023、より野村資本市場研究所作成

2. IOSCO

IOSCO は 2023 年 12 月、「グリーンウォッシュに対応するための監督実務に関する最終報告書」¹⁷を公表した。同報告書は、IOSCO が 2021～2022 年に公表したレポート¹⁸や行動要請¹⁹に基づき、様々な国・地域で実施されている規制監督に関する調査結果をまとめている。調査結果の主な論点としては、グリーンウォッシュに関する定義をはじめとして 6 つ挙げられた（図表 13 参照）。

IOSCO では、これらの調査結果も踏まえて、サステナブルファイナンス投資の性質を踏まえると、市場の健全性と投資家保護を確保するためには、国境を越えた適切な協力が必要と述べている。

¹⁷ 前掲注 4 参照。

¹⁸ International Organization of Securities Commissions, “Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management: Final Report,” November 2021; International Organization of Securities Commissions, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Final Report,” November 2021.

¹⁹ International Organization of Securities Commissions, “IOSCO Good Sustainable Finance Practices for Financial Markets Voluntary Standard Setting Bodies and Industry Associations: Call for Action,” November 7, 2022.

図表 13 IOSCO による主な調査結果

項目	内容
グリーンウォッシュに関する定義	<ul style="list-style-type: none"> ・ グリーンウォッシュに関する世界的な定義はない ・ ほとんどの国・地域では、法的にグリーンウォッシュを明確に定義していないが、グリーンウォッシュと関連リスクの特定に関するガイダンスを提供している ・ グリーンウォッシュに加えて、グリーンハッシング^(注 1)やグリーンブリーチング^(注 2)等の他の不正行為が顕著になっている。これらの概念を規制する具体的な枠組みはないが、一部の規制当局はこれらの不正行為に対処する方法を指摘している
監督ツールとメカニズムの整備	<ul style="list-style-type: none"> ・ ほとんどの国・地域で、資産運用会社とその商品の分野におけるグリーンウォッシュに対処するための監督ツールとメカニズムが整備されている
教育、意識向上策、キャパシティ・ビルディング	<ul style="list-style-type: none"> ・ グリーンウォッシュを防ぐための積極的な手段として、教育、意識向上策、キャパシティ・ビルディング活動も用いられている ・ 一部の規制当局は、個人投資家にサステナブルな金融商品を取り扱い、提供するために資産運用会社の社員に求められる知識について、ガイダンスを提供したり、要件を定めたりしている
ESG 評価及びデータ製品	<ul style="list-style-type: none"> ・ ESG 評価及びデータ製品市場は、ほとんど規制されていないが、いくつかの国・地域では、ESG 評価及びデータ製品プロバイダーに対する強制的または自主的な政策枠組みが策定されている
用語の一貫性	<ul style="list-style-type: none"> ・ IOSCO の協力会員諮問委員会 (AMCC) 会員によると、国際レベルと国内レベルの双方で、用語の一貫性を改善するための措置を講じており、資金の分類とラベリングの改善につながる可能性がある
グリーンウォッシュに関する事案	<ul style="list-style-type: none"> ・ グリーンウォッシュに関する事案に対して、違反通知から罰金、ライセンスの取り消し、業務停止、その他の公的な叱責、さらには民事・刑事責任に至るまで、事案の深刻度合いに応じたエンフォースメント措置が適用されている

- (注) 1. グリーンハッシングとは、企業の経営陣が投資家の監視を逃れるために、サステナビリティに関する実績を過少報告したり隠したりする行為。
 2. グリーンブリーチングとは、例えば、実際には「グリーン」である投資サービスや投資商品の提供者が、追加の規制要件や潜在的な規制または法的リスクを回避するために、それを主張しないことを選択した場合に使用される用語。

(出所) International Organization of Securities Commissions, “Supervisory Practices to Address Greenwashing,” December 2023、より野村資本市場研究所作成

3. OECD

OECD は 2024 年 10 月、「気候目標と金融の整合性に関する OECD レビュー」²⁰を公表した。同レビューにおいては、金融と気候（目標）の整合性がどのように評価されているか等の分析が行われている。その結果、(1) 金融と気候目標の整合性の進捗状況の評価に向けて信頼性が高く相互運用可能な指標が必要だが、気候緩和と整合性評価に関して進展が見られるものの、基礎となる方法論の比較可能性と透明性の欠如等により、グリーンウォッシュのリスクが残っている、(2) 整合性評価の結果には方法論の選択と仮定が影響するが、方法論と前提条件の透明性が十分ではない場合、望ましい結果を選び好みした場合、グリーンウォッシュにつながる可能性がある、(3) 全ての資産クラスのプロードとストックについて気候整合性評価を行うことができないため、評価ができない部分で不整合な活動が明らかにならず、グリーンウォッシュが発生する可能性がある、等が指摘された。

その上で、OECD は、政府、金融システム政策立案者、投資家・金融機関、データ・評価・格付プロバイダー、気候科学及び政策研究者、金融における気候整合性をより適切に評価し、推進するための行動を各々の主体について提示した（図表 14 参照）。

²⁰ Organisation for Economic Co-operation and Development, “OECD Review on Aligning Finance with Climate Goals: Assessing Progress to Net Zero and Preventing Greenwashing,” October 2024.

図表 14 OECDによる金融における気候整合性のより適切な評価及び推進のための行動に関する推奨事項

対象	内容
政府	<ul style="list-style-type: none"> 国・地域間で相互運用可能であり、気候関連リスクだけでなく整合性の観点も考慮した、主要な補完的指標の開示を促進する 具体的かつ野心的な詳細な入力データと参照ポイントの利用可能性を向上させることにより、気候整合性の取り組みを支援する 気候変動と整合性のとれていない活動に向かう国内および国際的な資金フローを奨励し、可能にする政策を特定し、改定する
金融システム 政策立案者	<ul style="list-style-type: none"> 気候目標と整合性がなく、気候目標に貢献していない活動にエクスポージャーがある金融に関する詳細なデータを収集し、可能な範囲で公開する 金融機関に対する主要な補完的指標の開示要件を策定する 既存の政策の効果を評価する
投資家・ 金融機関	<ul style="list-style-type: none"> 比較可能で透明性のある方法で、より広範な指標と資産クラスについて開示する 気候関連の行動の影響と、既存の慣行の意図しない結果を評価する 財務上の意思決定に気候への配慮を体系的に組み込むことで、気候目標に貢献する活動への資金フローを増やす新たな方法を模索する
データ・評価・ 格付プロバイ ダー	<ul style="list-style-type: none"> 盲点に対処するために、すべての資産クラスと金融の層にわたる評価を開発する 利用可能な気候パフォーマンス指標とデータの背後にある方法論的仮定と計算アプローチを開示する 利用可能な気候関連のメトリックとデータの範囲と比較可能性に関する情報を含める
気候科学及び 政策の研究者	<ul style="list-style-type: none"> 気候変動シナリオデータの開示の透明性と包括性を高める 気候変動に対するレジリエンスとの関連を含め、十分にカバーされていない金融アセットクラス、金融機関等の気候整合性について、信頼性を確保しつつ評価するための新しいアプローチを開発する 気候関連の政策と行動の影響に関する理論的・実証的分析を開発する

(出所) Organisation for Economic Co-operation and Development, “OECD Review on Aligning Finance with Climate Goals: Assessing Progress to Net Zero and Preventing Greenwashing,” October 2024、より野村資本市場研究所作成

4. クライアントアースと AIGCC

クライアントアースと AIGCC は 2023 年 10 月、「グリーンウォッシュとその回避方法：アジア金融業界向け入門ガイド」²¹を日本語で公表した。同ガイドでは、まず、前章で紹介した金融市場におけるグリーンウォッシュの問題点（前掲図表 8 参照）を整理した上で、インベストメントチェーンでのグリーンウォッシュを 2 つの段階（投資先企業自身による主張や情報から生じるもの、金融機関から生じるもの）に整理した。

続いて、グリーンウォッシュに対処する規制やガイダンスを 5 つのカテゴリー（気候関連情報開示の基準、表示基準、グリーン格付と要件の基準、グリーン・トランジションタクトノミー、ネットゼロの完全性）に分類するとともに、前章で紹介した執行措置の対象となったグリーンウォッシュ事例の 4 つの類型を示した（前掲図表 6 参照）。さらに、グリーンウォッシュの次のフロンティアと題して、規制当局が今後対処する必要がある 4 つの領域を挙げた（図表 15 参照）。

最後に、アジアの金融機関が自社や取引先におけるグリーンウォッシュのリスクをどのように管理・軽減するかを検討する際のの一助とすべく、グリーンウォッシュを回避するための 5 つの推奨事項を挙げている（図表 16 参照）。

²¹ 前掲注 9 参照。

図表 15 クライアントアースと AIGCC が特定するグリーンウォッシュの次のフロンティア

項目	概要
関連付けによるグリーンウォッシュ	・ 投資先企業のグリーンウォッシュに依拠して企業をグリーンポートフォリオに組み入れ、そのポートフォリオがグリーンであると表示する仲介業者やアセットマネージャーは、誤解を招くようなグリーン表示をしたとして責任を問われる可能性、等
トランジション・ウォッシュ	・ トランジションと表示されたローンまたは債券や、サステナビリティ・リンク・ローンまたは債券等の商品を通じて、高排出企業にトランジションファイナンスを提供する場合において、(1) 融資を受ける企業が信頼できる排出量削減戦略やトランジション計画を持っていない場合、及びまたは(2) 融資の一部または全部が、企業の排出量削減戦略やトランジション計画を実施するために、誠実に使用されていない場合、及びまたは(3) 融資の一部または全部が、(該当する場合) 契約文書に規定された資金用途のいずれにも使用されていない場合には、グリーンウォッシュとなる可能性、等
オフセットによるグリーンウォッシュ	・ 企業が金融商品をグリーン商品として販売しているものの、その裏付けとなるのは自主的なカーボン・クレジットの購入であり、異論が強まっている「オフセット」に全面的にまたは相当程度依存している場合、等
競合他社によるグリーンウォッシュの主張	・ 競合他社のグリーン・クレームに対しては、業界が監視している。競合他社によるグリーンウォッシュの指摘が増える見込み

(出所) クライアントアース・気候変動に関するアジア投資家グループ「グリーンウォッシュとその回避方法：アジア金融業界向け入門ガイド」2023年10月、より野村資本市場研究所作成

図表 16 クライアントアースと AIGCC によるグリーンウォッシュを回避するための 5 つの推奨事項

1. 自社のグリーンを精査する: グリーンに関する主張の正確性と信頼性を精査すること
2. 誠実かつグリーンに: グリーン目標が金融商品及び/またはその財務目標にどのように統合されているかについて透明性を確保すること
3. グリーンの有言実行: 企業やファンドのグリーンイメージが、企業やファンドの内部での行動や第三者との関係における行動と整合していることを確認すること
4. 変化するグリーンの色合いを観察する: 期待や規制が急速に変化する中、全ての関連法域での動向を監視すること
5. グリーンの義務に注意を払う: 投資家、受益者、ステークホルダーに対する法的義務と受託者責任を把握すること

(出所) クライアントアース・気候変動に関するアジア投資家グループ「グリーンウォッシュとその回避方法：アジア金融業界向け入門ガイド」2023年10月、より野村資本市場研究所作成

V グリーンウォッシュに関する主な法規制・ガイドライン

グリーンウォッシュに関しては近年、国内外で法律、規制、ガイドライン等が整備されている。本章では、(1) 日本、(2) 欧州連合 (EU)、(3) 米国、に分けて、全産業に関連し得るものと、金融業界、特に投資信託 (ファンド) に関連し得るものについて概観する (図表 17 参照)。

図表 17 日欧米におけるグリーンウォッシュに関する主な法規制・ガイドライン

国・地域	全産業	金融業界 (特にファンド)
日本	・ 「不当景品類及び不当表示防止法」 (景品表示法) ・ 「環境表示ガイドライン」	・ 金融庁による環境・社会・ガバナンス投資信託 (ESG 投信) に関する「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
欧州連合 (EU)	・ 「不公正な慣行に対するより良い保護と情報提供を通じてグリーン移行するための消費者の権限強化に関する指令」 (ECD) ・ 「グリーンクレーム指令案」 (GCD)	・ 欧州証券市場監督機構 (ESMA) による「ESG ファンドの名称に関するガイドライン」
米国	・ 米連邦取引委員会 (FTC) による「環境マーケティング・クレーム活用ガイド」	・ SEC による「ファンド名称規則」の改正

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

1. 日本

日本においては現在、グリーンウォッシュに特化した法令は存在しないとされている²²。しかし、全産業に関連し得る不当表示に関する法令としては主に、(1)「不当景品類及び不当表示防止法」(景品表示法)、(2)「環境表示ガイドライン」、等が存在する。加えて、金融業界(ファンド)関連として、(3)金融庁が2023年3月に実施した環境・社会・ガバナンス投資信託(ESG投信)に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正の内容、も挙げられる。

1) 景品表示法

景品表示法とは、不当表示や不当景品から一般消費者の利益を保護するための法律である²³。同法では、一般消費者に商品・サービスの品質や価格について、実際のもの等より著しく優良または有利であると誤認される表示(不当表示)を禁止している。景品表示法に違反する不当表示については、事業者側に故意・過失がなかったとしても、同法に基づく措置命令が行われることとなる。

不当表示の種類としては、(1)優良誤認表示(商品・サービスの品質、規格、その他の内容についての不当表示)、(2)有利誤認表示(商品・サービスの価格、その他の取引条件についての不当表示)、(3)その他誤認される恐れのある表示(一般消費者に誤認される恐れがあるとして内閣総理大臣が指定する不当表示)がある。景品表示法は、グリーンウォッシュのみを対象とする法律ではないが、小畑(2024)によると、再生紙コピー用紙やリサイクル材使用冷蔵庫等で、景品表示法に抵触したとみなされたグリーンウォッシュ関連事案が発生している(図表18参照)。

図表 18 景品表示法に抵触したとみなされた主なグリーンウォッシュ関連事案

事案	概要
再生紙コピー用紙	<ul style="list-style-type: none"> 製紙会社 8 社は、古紙から抽出したパルプを原材料に用いたコピー用紙計 15 商品を、取引先販売業者を通じて一般消費者に販売するに当たり、当該商品の包装紙、当該商品の包装紙に貼付した商品ラベル、当該商品を詰めた箱またはウェブサイトに、それぞれ当該商品の原材料に用いられた古紙パルプの割合を示す記載をしていたが、実際古紙配合率は、記載されていた古紙配合率を大きく下回るものであった 公正取引委員会は、上記の 8 社の表示が優良誤認表示に該当すると認定し、2008 年 4 月 25 日にそれぞれ排除命令を行った。なお、上記の 8 社は本件と同様の表示をして事業者にもコピー用紙等を販売していたが、景品表示法が規制するのは一般消費者に対する表示なので、事業者向けの商品の表示は違反とされていない
リサイクル材使用冷蔵庫	<ul style="list-style-type: none"> ある大手家電メーカーは、電気冷蔵庫 9 型式の天面、側面、底面に芯材を外包材等で包んだ「フレックス真空断熱材」と称する断熱材を使用していた。同冷蔵庫を取引先販売業者を通じて一般消費者に販売するに当たり、新聞広告及び取引先販売業者の店頭に掲示したポスターにおいて、あたかも断熱材の芯材に廃棄された電気冷蔵庫の棚等からリサイクルした樹脂を使用しているかのように表示していたが、実際は、芯材の原材料はグラスウールのみ、またはリサイクルした樹脂及びグラスウールが 50%のみだった。また、そのうち 1 つの型式については、カタログ及び自社ウェブサイトで、あたかも芯材の原材料にリサイクルした樹脂を使用することでフレックス真空断熱材の製造工程において排出する二酸化炭素の量をリサイクルした樹脂を使用しない場合に比べ約 48%削減しているかのように表示していたが、実際の削減率はそれを大きく下回っていた 公正取引委員会は、これらの表示が優良誤認表示に該当すると認定し、2009 年 4 月 20 日に排除命令を下した

²² 半田虎生「『環境配慮』と『グリーンウォッシュ』の分岐点」『環境管理』第 60 巻第 8 号、産業環境管理協会、2024 年 8 月。

²³ 消費者庁「事例でわかる景品表示法 不当景品類及び不当表示防止法ガイドブック」。

図表 18 景品表示法に抵触したとみなされた主なグリーンウォッシュ関連事案（続き）

事案	概要
エコマーク不正使用	<ul style="list-style-type: none"> ある塗料メーカーは、カタログ及び自社ウェブサイトにおいて「エコマーク認定番号第〇号」などと記載するとともに、公益財団法人日本環境協会が認定する「エコマーク」と称するマークを掲載することにより、あたかも当該商品が、同協会事務局が定めたエコマークの認定基準を満たしているかのように示す表示をしていた。しかし、実際には、当該商品はエコマーク認定基準を満たしていなかった 消費者庁は、2016 年度に指導を行った
商品の生分解性に関する不当表示	<ul style="list-style-type: none"> 消費者庁は 2022 年 12 月、釣り用品の販売事業者 1 社、エアガン用 BB 弾の販売事業者 5 社、ゴミ袋及びレジ袋の販売事業者 2 社及びカトラリー、ストロー、カップ等の販売事業者 2 社の計 10 社に対して措置命令を行った。これらのうち 2 社に対しては課徴金納付命令も行っている これらの事案ではいずれも、消費者庁が景品表示法の規定に基づき、事業者に対し、期間を定めて、表示の裏付けとなる合理的な根拠を示す資料の提出を求めたものの、事業者から提出された資料が、合理的な根拠を示すものとは認められず、問題となった表示を優良誤認表示とみなして措置命令を行った

（出所）小畑徳彦「景品表示法によるグリーンウォッシュの規制」『環境情報科学』第 53 巻第 4 号、環境情報科学センター、2024 年 12 月、より野村資本市場研究所作成

2) 環境表示ガイドライン

環境表示ガイドラインとは、環境表示の国際規格である国際標準化機構（ISO）14020 シリーズを基本として望ましい環境表示を示すべく、環境省が 2008 年 1 月に策定した。2013 年 3 月に公表した改訂版が 2025 年 4 月末時点における最新のものになる（図表 19 参照）。

図表 19 環境表示ガイドラインの概要

項目	内容
対象	主に自己宣言により環境表示を行う事業者及び事業者団体
適用範囲	<p>景品表示法が規定する環境表示に加え、商品または役務の取引に直接的に関係ない環境表示（事業活動、イメージ広告、企業姿勢等）も適用範囲に含む</p> <ul style="list-style-type: none"> 「表示」とは景品表示法が規定する「事業者が製品やサービスを購入してもらうために、その内容や取引条件等について、消費者に知らせる広告や表示全般」 「環境表示」とは、説明文やシンボルマーク、図表等を通じた製品またはサービスの環境主張。環境ラベル及び宣言が含まれる
適切な環境表示の条件	<ul style="list-style-type: none"> 根拠に基づく正確な情報であること 消費者に誤解を与えないものであること 環境表示の内容について検証できること あいまいまたは抽象的でないこと

（出所）環境省「環境表示ガイドライン」2013 年 3 月、より野村資本市場研究所作成

半田（2024）は、環境表示ガイドラインと景品表示法の関係について、（1）景品表示法が「自己の供給する商品または役務の取引」を対象とするのに対して、環境表示ガイドラインは、B to B（企業間取引）も対象範囲とするほか、企業の環境配慮への姿勢を示す表示は消費者に対する大きな影響を及ぼすとして、商品・サービスに直接的な関係のない環境表示、企業イメージ広告も対象としている、（2）同ガイドラインはソフトローとして機能し、環境表示が景品表示法における優良誤認表示に当たるか否かの判断の参考になる、と説明している²⁴。

²⁴ 前掲注 22 参照。

3) 金融庁による ESG 投信に関する「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

金融庁では近年、「名称や投資戦略において、ESG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との懸念（グリーンウォッシング問題）が世界的に指摘されている中」、対策を進めてきた²⁵。その一環として、2023年3月に金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の所要の改正を実施した²⁶（同月末から適用開始）。改正においては、ESG投信の範囲、開示、態勢整備等について、具体的な検証項目が定められた（図表20参照）。

この改正を通じて、各社は交付目論見書や運用報告書に盛り込む情報を増やし、資料の改版等のタイミングに合わせて、情報開示を順次、充実させることとなった²⁷。

図表20 ESG投信に関する「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（抜粋）

項目	内容
範囲	① ESG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①の内容を記載しているもの
開示	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
態勢整備等	1. 組織体制 2. ESG評価・データ提供機関の利用

（出所）金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 新旧対照表」2023年3月31日、より野村資本市場研究所作成

2. EU

EUにおいては、欧州委員会が2020年に実施した調査で、環境に関する主張全体の53%が曖昧、誤解を招く、または根拠に乏しいものであり、40%が完全に根拠を欠くものであったことが明らかになった²⁸。このような実情に対処し、2019年12月に公表した脱炭素と経済成長の両立を図ることを目的とした工程表である「欧州グリーンディール」²⁹の一環として、(1)「不公正な慣行に対するより良い保護と情報提供を通じてグリーン移行するための消費者の権限強化に関する指令」（ECD、以下、グリーンウォッシュ指令）、(2)「グリーンクレーム指令案」（GCD）、を策定した。これらは、全産業に関連し得るものであるが、金融業界（ファンド）に関連し得るものとしては、(3)欧州証券市場監督機構（ESMA）によるESGファンドの名称に関するガイドライン、が挙げられる。

²⁵ 金融庁「ESG投信に関する『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（案）に対するパブリックコメントの結果等について」2023年3月31日。

²⁶ ESG投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正の詳細は、板津直孝「ESG投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正―日米欧のファンドのESGウォッシュ規制動向―」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号、を参照されたい。

²⁷ 「運用会社、『ESG』対応急ぐ」『日本経済新聞』2023年2月24日。

²⁸ European Commission, “Green Claims.”

²⁹ 欧州グリーンディールの詳細は、江夏あかね・磯部昌吾「気候変動対策で世界のリーダーを目指す『欧州グリーンディール』」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号、を参照されたい。

1) グリーンウォッシュ指令

グリーンウォッシュ指令は、従前の不公正商行為指令（UCPD）と消費者権利指令（CRD）を改正する形で、2024年2月20日に採択され、同年3月26日に発効した³⁰。各EU加盟国は採択から2年以内に国内法規制を制定し、30ヵ月以内に適用することが求められている。

同指令では、商業的な企業対消費者（B to C）のコミュニケーションにおける全ての持続可能性の主張を対象としており、4つの禁止行為または規制が掲げられた（図表21参照）。同指令を通じて、例えば、日本で浸透しているカーボンオフセット³¹を用いた「カーボンニュートラルガス」のような表現はEU域内では禁止となると解釈されている³²。

図表 21 EUにおけるグリーンウォッシュ指令の概要

項目	内容
適用範囲	<ul style="list-style-type: none"> 環境主張: ラベル、ブランド名、企業名、製品名などの文章、絵、図表、象徴的表現を含むあらゆる形式において、EU法または国内法の下で強制力を持たないメッセージまたは表現であり、製品、製品カテゴリー、ブランド、または取引業者が環境に与える影響がプラス若しくはゼロであること、または他の製品、製品カテゴリー、ブランド、若しくは取引業者よりも環境へのダメージが少ないこと、若しくは時間の経過とともにその影響が改善されていることを表明または示唆するもの 社会的特性に関する主張: 適切な賃金、社会的保護、労働環境の安全性、社会的対話など、関係する労働者の労働条件の質と公正さに関連する情報であり、人権の尊重、男女平等、ダイバーシティ&インクルージョン(D&I)を含む全ての平等な待遇と機会、社会的イニシアティブへの貢献、動物愛護などの倫理的コミットメントに関連しうるもの
禁止される行為の概要	<ul style="list-style-type: none"> 一般的な環境主張の規制: 一般的な環境主張(例えば、「環境に優しい」「エコフレンドリー」「グリーン」「エコ」「生分解性」等の口頭または文書での主張)については、当該主張に関連する優れた環境性能(EU規則等に準拠した環境性能)を実証できない限り禁止される 持続可能性ラベルの使用の規制: 認証制度に基づかない持続可能性ラベル(自主的な信頼マーク、品質マークまたはそれに準ずるもので、公的または私的なものであり、環境または社会的特性、あるいはその両方によって、製品、プロセス、事業を区別し、促進することを目的としたもの)の表示が禁止される。認証制度は、独立した第三者の検証スキームとして、透明かつ公正な条件で全ての者に開かれており、関連する専門家やステークホルダーとの協議を通じて策定される等の要件を満たさなければならないとされる カーボンオフセットのみに基づく主張の禁止: カーボンオフセットのみに基づき、製品が温室効果ガス排出の点で環境に中立、削減、またはプラスの影響を与えると主張することは禁止される 将来の環境性能に関する主張の規制: 将来の製品、サービス等の環境性能に関する主張(当社はXX年までに...との主張等)は、明確かつ客観的で一般に公開され、詳細かつ現実的な実施計画に基づく実証可能なコミットメントに基づき、かつ独立した第三者の専門家によって定期的に検証され、その結果が消費者に提供されない限り、禁止される

(出所) 福原あゆみ「欧州におけるグリーン・ウォッシュ規制のアップデート」『NO&T Compliance Legal Update 危機管理・コンプライアンス ニュースレター』No.88、長島・大野・常松法律事務所、2024年4月、より野村資本市場研究所作成

³⁰ European Union, “Directive (EU) 2024/825 of the European Parliament and of the Council of 28 February 2024 Amending Directives 2005/29/EC and 2011/83/EU as Regards Empowering Consumers for the Green Transition Through Better Protection Against Unfair Practices and Through Better Information,” *Official Journal of the European Union*, March 6, 2024.

³¹ カーボンオフセットは、企業が他の場所で実現した温室効果ガス排出削減や吸収量などをクレジットとして購入することで、自らの経済活動で温室効果ガス排出量の全部あるいは一部を埋め合わせることで。

³² 「【EU】不公正商行為指令（UCPD）と消費者権利指令（CRD）の改正成立。カーボンオフセットでの製品環境訴求禁止」『Sustainable Japan』2024年2月23日。

2) グリーンクレーム指令案

欧州委員会が 2023 年 3 月に採択したグリーンクレーム指令案は、環境主張の広告を出す前に、環境マーケティングのクレームに関する証拠の提出を企業に義務付けるものである³³ (図表 22 参照)。欧州委員会は、同指令の目的として、(1) EU 全域における環境主張の信頼性、比較可能性、検証可能性の向上、(2) グリーンウォッシュからの消費者保護、(3) 消費者が十分な情報を得た上で購買決定を行えるようにすることを通じて、循環型でグリーンな EU 経済の構築に貢献、(4) 製品の環境パフォーマンスに関して、公平な競争条件の確立の支援、を挙げている。

グリーンクレーム指令案は 2025 年 4 月時点で、欧州議会と欧州連合理事会で審議されており、2025 年前半の成立、続いて 2026 年後半以降の国内法制化が予定されている³⁴。

図表 22 EU におけるグリーンクレーム指令案の概要

項目	内容
適用対象	EU 域内の B2C の商取引における、事業者が自発的に行う明示的な環境主張及び比較明示的な環境主張 ^(注)
要求事項	<p>明示的な環境主張</p> <ul style="list-style-type: none"> 立証: EU が認めた手法によるライフサイクル評価を行い、明示的・比較明示的な環境主張を要件に従って立証する 伝達: 消費者が環境主張の根拠や、当該主張と一致する環境効果が得られるための製品の使用方法を理解できるようにするための一定の情報を製品等に添付するなど 検証: EU の規制に従って認定された第三者検証機関により検証を受ける
	<p>環境ラベル及びラベリング制度</p> <ul style="list-style-type: none"> 上記の立証、外部検証、情報開示の要件を満たすとともに、環境ラベルの実施スキームの所有権の所在と意思決定プロセスの透明性等を担保する 環境ラベルの乱立を防ぐため、指令案が加盟国法に置き換えられた後に EU 域内外で新設された民間の環境ラベルや、域内で新たに使用される域外の公的機関が設定する環境ラベルは、域内の既存の公的な環境ラベルへの付加価値が認められる場合にのみ承認される 欧州委員会で定義されている、または EU 法に基づき承認を得たものを除き、環境ラベルは認められない
罰則	<ul style="list-style-type: none"> 違反行為から得られる経済的利益の事実上の剥奪と、違反行為を繰り返す場合の罰金の水準引き上げ 関連する製品との取引からトレーダーが得た収益の没収など

(注) ある製品が別の比較対象製品よりも環境パフォーマンスが優れていると主張すること。

(出所) デロイトトーマツ「EU グリーンクレーム指令とは」、より野村資本市場研究所作成

³³ European Commission, “Consumer Protection: Enabling Sustainable Choices and Ending Greenwashing,” March 22, 2023.

³⁴ 福島紘子「EU グリーンウォッシュ規制の最前線」『Business & Law』2025 年 4 月 23 日。

3) ESMA による ESG ファンドの名称に関するガイドライン

ESMA は 2024 年 5 月、金融市場におけるグリーンウォッシュのリスクに対応するために、ESG 及びサステナビリティに関連する用語を使用したファンドの名称に関するガイドライン³⁵を含む報告書を公表した³⁶。

EU の金融市場では、ESG・サステナビリティに関連するファンドについて、2021 年 3 月に施行されたサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）に基づく開示が求められているが、同ガイドラインでは、ESG・サステナビリティに関連する用語をファンドの名称に使用する際、SFDR の第 8 条または第 9 条³⁷に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であることと、特定の企業を除外することを要求している（図表 23 参照）。

同ガイドラインは、2024 年 11 月 21 日以降に設立されたファンドについて遵守が求められる。適用日前に設立されたファンドには、経過措置期間が設けられており、2025 年 5 月 21 日から適用となっている³⁸。

図表 23 ESMA による ESG ファンドの名称に関するガイドラインの枠組み

トランジション／社会／ガバナンス 関連の用語を名称に使用する ファンド	環境／インパクト関連の用語を 名称に使用するファンド	サステナビリティ関連の用語を 名称に使用するファンド
投資の 80%以上が環境・社会の特性、サステナビリティ投資目的に整合 投資対象から EU 気候ベンチマーク規制の除外企業を除外		
EU Climate Transition Benchmarks の除外企業	EU Paris-aligned Benchmarks の除外企業	
（「トランジション」を使用する場合） 環境・社会のトランジションに対する 明確かつ測定可能な道筋をたどって いるかを確認	（「インパクト」を使用する場合） 財務的リターンとともに環境・社会に 対するポジティブかつ測定可能な インパクトを生み出すことを目的とする	サステナビリティ投資へ有意義に 投資することを表明

（出所）European Securities and Markets Authority, “Final Report on the Guidelines of Funds’ Names Using ESG or Sustainability-Related Terms,” May 14, 2024、金融庁「事務局説明資料」第 26 回サステナブルファイナンス有識者会議資料、2024 年 12 月 12 日、より野村資本市場研究所作成

3. 米国

米国においては、全産業に関連し得るものとして（1）連邦取引委員会（FTC）による「環境マーケティング・クレーム活用ガイド」（以下、グリーンガイド）が存在する³⁹。また、金融業界（ファンド）関連のものとしては、（2）米国証券取引委員会（SEC）による「ファンド名称規則」の改正、が挙げられる。

³⁵ ESMA のガイドラインの詳細は、富永健司「ESMA が最終化した ESG ファンドの名称に関するガイドライン—グリーンウォッシングの規制強化と社会・環境面の移行の推進—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号、を参照されたい。

³⁶ European Securities and Markets Authority, “Final Report on the Guidelines of Funds’ Names Using ESG or Sustainability-Related Terms,” May 14, 2024.

³⁷ 第 8 条は「環境及び社会面の特徴を宣言する金融商品」、第 9 条は「サステナブル投資を目的とする金融商品」についての開示を規定する内容である。

³⁸ European Securities and Markets Authority, “ESMA Publishes Translations of its Guidelines on Funds’ Names,” August 21, 2024.

³⁹ Federal Trade Commission, “Green Guides.”

1) FTCによるグリーンガイド

FTCは1992年、広告及びマーケティング等における環境主張が、FTC法第5条(a)の「欺瞞的行為の制限⁴⁰」に違反するか否かの判断基準を示すものとして、グリーンガイドを制定した。同ガイドは、企業のマーケティング担当者が消費者を誤解させるような環境関連主張をしないようにすることを目的としており、環境表示の誇張の禁止、情報の明確・明瞭性、比較の根拠の提示等の一般原則や環境表示の内容を裏付ける合理的な根拠の保持を事業者に義務付けている(広告実証事務)⁴¹。

同ガイドは1992年の制定後、3回改訂され、2025年4月末時点で2012年版が最新となっている。同ガイドをめぐっては、2022年12月から改訂に向けた作業を行っており、持続可能/サステナブル等の広範に用いられている用語の使用について厳格化される見込みとなっている⁴²。

2) SECによるファンド名称規則の改正

SECは2023年12月、投資会社等のファンド名称に係る規則(ファンド名称規則)の改正⁴³を施行した⁴⁴。改正は、ファンドの投資内容やリスクについて投資家に誤解を与える可能性のあるファンド名に対処することが目的である。

ESG要素を投資判断に取り入れることとしているファンドについては、例えば「グロース」や「バリュー」といった他の特定の名称を冠するファンドと同様に、資産価値の少なくとも80%を、「ファンドの名称が示唆する先」に投資する必要があるとしている。また、これを満たさない場合には、「誤解を招く」もの等として取引を行えないこととされた。

なお、SECは2025年3月、ファンドが同ルールに適切に対応できるようにするため、遵守期限を当初から6ヵ月間延長し、純資産総額が10億ドル以上のファンドは2025年12月11日から2026年6月11日、それ未満のファンドは2026年6月11日から2026年12月11日とする旨を公表した⁴⁵。

⁴⁰ FTC法第5条(a)「通商における不公正な競争方法に加え、不公正または欺瞞的な行為または慣行を禁止する」。

⁴¹ 前掲注22参照。

⁴² 前掲注22、大沼真・宮下優一・渡邊啓久「グリーンウォッシュをめぐる先進国の規制動向」『ビジネス法務』第24巻第8号、2024年8月。

⁴³ U.S. Securities and Exchange Commission, “SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names,” September 20, 2023.

⁴⁴ SECによるファンド名称規則改正の詳細は、板津直孝「ESG投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正—日米欧のファンドのESGウォッシュ規制動向—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号、を参照されたい。

⁴⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, “SEC Extends Compliance Dates for Amendments to Investment Company Names Rule,” March 14, 2025.

VI 今後の論点

金融資本市場において、グリーンウォッシュは健全な発展を阻む要因になり得るため、各市場参加者が適切にリスクを管理することが求められる。しかし、本稿で概観したように、グリーンウォッシュに関して世界的な定義が存在しないことや、経済・社会情勢の変化、環境関連技術のイノベーションの進捗、情報・データの拡充等を踏まえると、適切な管理方法に唯一の解はないと言える。

そのような中で、金融資本市場参加者にとって適切な管理方法のカギになり得ることとしては2点挙げられる。1点目は、近年のサステナブルファイナンス市場でもキーワードとなっている誠実さ（*integrity*）と透明性（*transparency*）を軸に、コミュニケーションを行うことである。もちろん、実態に伴わないことを表すことは不適切だが、実態を過小に示したり隠したりするグリーンハッシングも金融資本市場にとって適切な資金配分を阻むものとなり得る。適切なコミュニケーションの水準・範囲を見極めるのは容易ではないが、常に誠実かつ透明性のあるコミュニケーションのあり方を模索し、最善の努力の下での発信を行うことが信認を確保する上でも大切と言える。

2点目は、グリーンウォッシュの概念、人々の価値観は時代によって変わり得るものである。例えば、本稿で取り上げたクライアントアースと AIGCC が挙げているグリーンウォッシュの次のフロンティア（前掲図表 15 参照）のように新たな領域や傾向を捉えることは大切と思われる。すなわち、国内外の法律・規制、ガイドライン、国際的な論考等を観察し、管理体制の最適化を継続していくことが重要と考えられる。