

金融商品のサステナブル・ラベルは グリーンウォッシュを防げるか



Nippon Life Global Investors Europe Plc Chief Director

林 寿和

1. はじめに

近年、金融商品のサステナビリティ特性に関するラベリングにかかる規制や業界ルールを導入する動きが相次いでいる。こうしたラベリングが目指すのは、金融商品の提供者（資産運用会社等）とその購入者（資金の出し手である機関投資家や個人投資家）の間に存在する情報の非対称性の解消であり、言い換え

れば、購入者による自らの投資目的やサステナビリティ選好を反映した適切な金融商品の選択の実現である。こうした目的の実現が規制当局や業界団体等の注目を集める要因の一つとして、近年の急速なサステナブル投資（ESG投資・インパクト投資・責任投資などの名称で表現される投資活動を含む）の拡大を背景に、グリーンウォッシュの広がりを懸念する向きが強まっていることが挙げられる（グリーンウォッシュについての詳細は第3章にて後述）。サステナブル投資市場の今後の健全な発展に向けては、グリーンウォッシュへの対策が不可欠との認識が広がっている。

サステナビリティに関する一定の要件を満たす金融商品に対してラベルを付与する取り組みは、2000年代以降、欧州諸国を中心に様々なものが創出されてきた^{（注1）}。フランス政府公認のGreenfinラベルやSRIラベル、ルクセンブルク金融ラベル庁（LuxFLAG）による認証ラベルなどがその代表例である。こう

〈目 次〉

1. はじめに
2. SFDR施行から1年が経過し、浮かび上がってきた課題
3. 金融商品におけるグリーンウォッシュ現象
4. 金融商品のサステナブル・ラベルはグリーンウォッシュ現象を防げるか
5. まとめ

(図表1) SFDRに基づく金融商品の分類

分類	概要
6条ファンド	下記のいずれにも当てはまらない金融商品
8条ファンド	環境・社会の特性を促進する金融商品
9条ファンド	サステナブル投資を目的とする金融商品

(出所) Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sectorをもとに筆者作成

したラベルは、当該国を中心に一定の活用が広がっているものの^(注2)、必ずしも、日本を含む世界の金融市場参加者に幅広く活用されるまでには至っていなかった。

こうした状況を一変させたのは、2019年に欧州連合(EU)において成立し、2021年3月に施行された「金融サービスセクターにおけるサステナビリティ関連情報開示に関する規則」(通称SFDR)である。SFDRは、EUに所在する資産運用会社のみならず、EUの投資家に金融商品を販売するEU域外の資産運用会社にもその規制の影響が及ぶことなど影響の大きさから、2019年に規則が成立するや否や、世界の金融市場参加者の関心を集めることとなった。もっとも、SFDRについての欧州委員会の立場は、あくまで情報開示に関する規制であって、ラベリングに関する規制ではない^(注3)というものであるが、金融市場参加者の多くからは事実上のラベリングとみなされているのが実態である。

SFDRは、その導入目的の一つとしてグリーンウォッシュ防止が謳われているが、その施行から1年が経過したいま、必ずしも十分な効果を上げていないとの指摘が目立つよう

になってきた。こうした状況の中、欧州委員会ではSFDRの厳格化が議論され始めているほか、英国では、現状のSFDRよりも厳格なラベリングの導入が検討されている(詳しくは第4章にて後述)。

こうした現状認識を踏まえつつ、本稿は、グリーンウォッシュ現象に関する先行研究を踏まえて、金融商品のグリーンウォッシュ現象の概念を整理するとともに、SFDRを中心とする金融商品のサステナビリティ・ラベルのグリーンウォッシュ現象の抑制効果について考察し、今後の展望を述べる。

■ 2. SFDR施行から1年が経過し、浮かび上がってきた課題

2.1. SFDRにおける金融商品の分類スキームの概要

SFDRの最大の特徴は、金融商品をサステナビリティ特性に応じて3種類に分類する仕組みである(図表1)。そして各金融商品は、その分類に応じた情報開示が求められる。各分類は、対応するSFDRの条番号をとってそ

れぞれ「6条ファンド」「8条ファンド」「9条ファンド」と一般的に呼ばれており、事実上のラベルとなっているのが現状である。

なお、ここでいう「サステナビリティ」とは、地球環境や社会経済システムの持続可能性の意味であり、本稿でサステナビリティと表記する場合は、特別の断りがない限りこの意味で統一する。

3分類のうち、サステナビリティ特性が最も強いものと位置付けられているのが9条ファンドである。SFDR第9条は「サステナブル投資を目的とする金融商品」と記されており、サステナブル投資とは、「環境目的あるいは社会的目的に貢献する経済活動への投資」（同第2条）を意味する旨が明記されている。金融市場関係者の間では、9条ファンドはいわゆるインパクト投資ファンドが該当するものと一般的に捉えられている。インパクト投資とは、サステナビリティへの貢献という「意図」を持って行われる投資活動を指す言葉である。

9条ファンドに次いでサステナビリティ特性が強い金融商品が分類されるのが8条ファンドである。SFDR第8条は「環境・社会の特性を促進する金融商品」と記されており、サステナブル投資を目的とはしていないものの、サステナビリティの改善効果が伴う投資活動を行う金融商品を意味している。すなわち、インパクト投資のように明確に「意図」しているわけではないが、投資活動の結果として、サステナビリティへの貢献が副次的に

生じることが期待される金融商品ということになる。

なお、8条ファンド・9条ファンドのいずれにも当てはまらない金融商品は金融資本市場参加者の間で一般に6条ファンドと呼ばれている。6条ファンドは「一般的な金融商品」「通常の金融商品」などの言葉で表現されることが多いが、SFDR第6条はすべての金融商品に対し「サステナビリティ・リスクの統合」に関して情報開示を求める内容になっている。ここでいう「サステナビリティ・リスク」とは、「発生した場合に、投資価値に実際または潜在的に重大な負の影響を与える可能性のある環境、社会、またはガバナンス上の事象または状況」（同第2条）と明記されている。すなわち、投資判断においてESG要素を考慮することで期待される効果が運用リターンの改善“のみ”の場合、8条ファンドや9条ファンドではなく、あくまで6条ファンドということになる。

サステナブル投資という言葉も、限定的な意味で用いている点もSFDRの特徴の一つといえる。具体的には、2020年時点のサステナブル投資残高は世界全体で約35.3兆ドル（GSIA, 2021）という数字がしばしば引用されるが、これはSFDRが言うところのサステナブル投資を集計した数字ではない。正しくは「ポートフォリオの選択や管理においてESG要素を考慮する投資」（同, pp.7）を集計した数字であり、「何のため」にESG要素を考慮するのかは問うていない。サステナブル投資

か否かの線引きにおいて、サステナビリティの改善のためにESG要素を考慮するのか、それとも運用リターンの改善のみを期待してESG要素を考慮するのかなど、その「目的」や「期待される効果」は問うていないのである。

これは日本も同様である。日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）の集計によると、2021年3月末時点の日本のサステナブル投資残高は約514兆円（JSIF, 2022）と報告されているが、JSIFによるサステナブル投資の定義は「投資分析や投資ポートフォリオの決定プロセスに、環境、社会、ガバナンス（ESG）などの課題を勘案し、投資対象の持続性を考慮する投資」（同, pp.1）である。あくまで、ESG要素の考慮という「行為」の有無に着目しているのであって、その「目的」や「期待される効果」には触れていない。

2. 2. 足許における金融商品のラベリングの動向

ここまでのSFDRという法律そのものについての筆者の理解であるが、ここからは実際の金融商品の動向についてみていく。SFDRは、本稿の執筆時点において既に施行から1年以上が経過しており、実際に適用が始まっている。

Morningstar社の報告（Morningstar Manager Research, 2022）によれば、EUで販売されている8条ファンド及び9条ファンドの割合は、ファンドの本数でも、資産残高でも増加傾向にあることが指摘され

ている。資産残高ベースでは、8条ファンドと9条ファンドの合計が42.4%（2021年末）となっており、同社は2022年中頃にも過半を超えるとの見通しを明らかにしている。中でも、特にシェアを大きく伸ばしているのが8条ファンドである。

ただし、8条ファンド及び9条ファンドのすべてが2021年3月のSFDR施行後に新規設定されたファンドというわけではない。上記報告によれば、6条ファンドから8条ファンドや9条ファンドへの鞍替え（アップグレード）が相当数に上っており、その中には、投資目的や運用プロセスに実質的な変化がないとみられるものも含まれているという（なお、8条ファンドから6条ファンドへの変更といった「ダウングレード」は1例も見当たらなかったという）。

市場の中でのシェアが高まる中、特に8条ファンドを中心にグリーンウォッシングを懸念する声が高まっている。その主因の一つとして、何をもって8条ファンドが意味するところの「環境・社会の特性を促進する金融商品」と言えるのかについての明確な基準がなく、その解釈や主張が様々であることが挙げられる。

3. 金融商品におけるグリーンウォッシュ現象

3. 1. グリーンウォッシュとは何か

ここで、改めてグリーンウォッシュとは具

(図表2) グリーンウォッシュ現象の類型化

		ステークホルダー	
		非難あり	非難なし
企業	虚偽や誤解を招くメッセージを发出	真のグリーンウォッシュ	潜在的なグリーンウォッシュ
	发出するメッセージに一貫性あり	誤ったグリーンウォッシュ	グリーンウォッシュなし

(出所) Seele and Gatti (2015) をもとに筆者作成

体的に何なのかを確認したい。

グリーンウォッシュという言葉自体は、1986年に環境活動家のジェイ・ウェスターヴェルドが、巨大リゾートホテルによる環境保護に関する訴求を批判したエッセイの中で使用されたのが初めてとされる (Pearson, 2010)。その後、地球環境問題の深刻化や人々の環境意識の高まり等を背景に、グリーンウォッシュという言葉が使用される場面が増えてきているが、その意味するところは言葉の使用者によって異なる場合が少なくないと考えられる。

グリーンウォッシュの概念を、企業とステークホルダー (消費者・NGO・メディア等) の間のコミュニケーション・プロセスの観点から再構築した Seele and Gatti (2015) は、企業による虚偽や誤解を招くメッセージ发出 (例えば、地球環境に配慮した企業であるという誤解を招くメッセージ发出) の有無と、消費者やメディア等のステークホルダーによる非難の有無からなるマトリクスを用いてグリーンウォッシュ現象を類型化している (図表2)。

Seele and Gatti (2015) によるこの類型化の特徴は、グリーンウォッシュ現象が、あく

まで企業が发出するメッセージに対するステークホルダーの認識の中に生じるものだと捉えている点である。これは、企業が戦略的に虚偽や誤解を招くメッセージを发出したか否かという一側面に着目するだけでは、現実社会のグリーンウォッシュ現象を正しく捉えられないという同氏らの洞察によるものである。

なお、グリーンウォッシュについて、もっぱら地球環境問題に関するものに限定する向きもあるが、Seele and Gatti (2015) は社会的な問題に関するものも含めてより包括的に捉えている。本稿もこれに倣い、グリーンウォッシュを地球環境問題に限定することなく、「ESGウォッシュ」「SDGsウォッシュ」「インパクトウォッシュ」などの言葉で呼ばれるものも含めて、サステナビリティに関する諸問題が広く関係する概念と捉える。

3.2. サステナブル投資商品における グリーンウォッシュ現象

以上の議論をサステナブル投資の文脈に当てはめる。ここで想定するのはサステナブル投資商品を提供する資産運用会社と、投資活動を通じた地球環境や社会経済システムのサ

(図表3) サステナブル投資商品のグリーンウォッシュ現象の類型化

		ステークホルダー	
		非難あり	非難なし
資産運用会社	サステナビリティへの貢献効果を謳っているが、実際には効果が乏しい(虚偽や誤解を招くメッセージを发出)	真のグリーンウォッシュ	潜在的なグリーンウォッシュ
	サステナビリティへの貢献効果を謳っておらず、実際にも効果が伴わない(发出するメッセージに一貫性あり)	誤ったグリーンウォッシュ	グリーンウォッシュなし

(出所) 図表2をもとに筆者作成

ステナビリティへの貢献を期待する受益者・NGO・メディア等のステークホルダーとの間のコミュニケーションである。もちろん、すべてのステークホルダーがサステナブル投資に対して、サステナビリティへの貢献効果を期待しているわけではないが、「サステナブル投資と呼ぶからには貢献効果が伴ってしかるべき」と考える層が一定程度存在するのも事実であり、サステナブル投資におけるグリーンウォッシュ現象は、主にこうしたステークホルダーとの間のコミュニケーションにおいて生じると考えられる。

まず、資産運用会社がサステナブル投資商品についてサステナビリティへの貢献効果を謳っている場合を考える。このとき、実際に十分な貢献効果を伴っていれば、ステークホルダーからの非難の対象にはなり得ないが、効果が乏しい場合、これに対してステークホルダーからの非難が生じれば「真のグリーンウォッシュ」であり、たとえ非難が生じなかったとしても「潜在的なグリーンウォッシュ」に該当するといえる(将来的に非難がいつ起こってもおかしくないであろう)。

次に資産運用会社がサステナビリティへの

貢献効果を謳っていない場合を考える。このとき、実際にも効果が伴わない場合、資産運用会社の发出するメッセージに矛盾はなく、一貫していると言えるが、現実社会においては、「サステナブル投資と呼ぶからには貢献効果が伴ってしかるべき」と考えるステークホルダーからの非難が起きる場合が想定される。これが「誤ったグリーンウォッシュ」に該当するといえる。

なお、資産運用会社がサステナビリティへの貢献効果を謳っていないにも関わらず、実際には効果が伴うという場合も理屈上は考えられるが、この場合もステークホルダーからの非難の対象にはなり得ないであろう(したがって、図表3には掲載していない)。

■ 4. 金融商品のサステナブル・ラベルはグリーンウォッシュ現象を防げるか

4.1. SFDRによるグリーンウォッシュ現象の抑制効果に関する考察

図表3のサステナブル投資商品のグリーンウォッシュ現象の類型化を踏まえて、SFDR

のグリーンウォッシュ抑制効果について考察する。

2.1で述べたとおり、SFDRはサステナブル投資を狭い意味で捉えなおしている。すなわちESG要素を考慮するすべての投資活動をサステナブル投資と呼ぶのではなく、9条ファンドのみがサステナブル投資である。これにより期待されるのは、図表3の「誤ったグリーンウォッシュ」を抑制する効果である。なぜなら、例えば、ESG要素の考慮によって運用リターンの改善“のみ”が期待される投資活動は6条ファンドに分類されるなど、金融商品におけるESG要素を考慮する「目的」や「期待される効果」がラベルにより明確化されるからである。それにより、「サステナブル投資と呼ぶからには貢献効果が伴ってしるべき」と考えるステークホルダーからの非難を回避することに繋がると考えられる。

一方で、本稿執筆時点におけるSFDRの分類スキームでは、サステナビリティへの貢献効果が伴うべきはずの8条ファンドや9条ファンドでありながらも実際には効果が乏しいファンドを抑制すること、すなわち図表3の「真のグリーンウォッシュ」や「潜在的なグリーンウォッシュ」を抑制することには繋がらない可能性がある。2.2で述べたとおり、とりわけ8条ファンドについては、何をもって「環境・社会の特性を促進する金融商品」と言えるのかについての明確な基準や共通認識が存在しないからである。

しかも、資産運用会社には、マーケティング

上の理由から、自社の金融商品を6条ファンドではなく、8条ファンドや9条ファンドとして位置付けたいという動機が働く^(注4)。このことは、6条ファンドから8条ファンドや9条ファンドにアップグレードした例が多数存在する一方で、その逆（ダウングレード）は1例も見られなかったというMorningstar社の報告（Morningstar Manager Research, 2022）からも推察される。これを踏まえると、8条ファンドや9条ファンドについてのラベリング基準が明確でない現状においては、「真のグリーンウォッシュ」や「潜在的なグリーンウォッシュ」の抑制が難しいだけでなく、「誤ったグリーンウォッシュ」の減少と引き換えに「真のグリーンウォッシュ」や「潜在的なグリーンウォッシュ」を増加させてしまう事態も懸念される。

これを改善するには、8条ファンドや9条ファンドについてのラベリング基準の明確化が避けては通れない。これに関連して、英国では、金融行為規制機構（FCA）において、SFDRの3分類との互換性を担保しつつも、金融商品についてのより厳しい分類スキームを導入することが検討されており、分類基準の一つとして、同国が作成を進めている「英国グリーン・タクソノミー」（英国の将来のグリーン経済を特徴づける経済活動についての明確かつ詳細な基準^(注5)）に対する投資ポートフォリオの適合率を活用する案が示されている（FCA, 2021）。さらに、SFDRに関しても欧州委員会において8条ファンドにつ

いて何らかの最低基準を設けることが検討されており^(注6)、例えば「EUタクソミー」(環境面でサステナブルな経済活動を定義するEU共通の分類基準)に対する投資ポートフォリオの適合率などについて最低基準が設定される可能性がある。

4.2. ラベリング基準の在り方についての考察

とはいえ、地球環境や社会経済システムのサステナビリティへの貢献効果を伴う金融商品であるか否かを練引きするための有効な形式要件(数値基準など)を設定することは必ずしも容易ではない。

ここで改めて確認したいのは、サステナビリティへの好影響あるいは悪影響はあくまで投資先企業^(注7)の活動を通じて生じるものであって、金融商品が直接生み出すものではないという点である。したがって、サステナビリティへの貢献効果を伴う金融商品とは、投資先企業の行動にサステナビリティの観点から好ましい“変化を生じさせる”金融商品ということであり、投資先企業の変化こそが貢献効果の源泉である^(注8)。金融商品のラベリングは、こうした変化を生み出せる金融商品か否かを区別するものであることが理想的だ。

投資家が投資先企業のサステナビリティに関する行動に変化を生じさせるメカニズムについて先行研究の網羅的なレビューを行ったKölbel et al. (2020)は、有効性を示す十分

なエビデンスが得られている投資家の手段は「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」だと指摘している。

一方、Kölbel et al. (2020)は、特定の企業を選別して投資をする、あるいは特定の企業から投資を引き上げる(ダイベストメント)といった投資家の売買行動については、投資先企業の活動の変化に結び付いたというエビデンスは報告されていないと指摘している。したがって、例えば、タクソミーに適合する企業に投資する、あるいは適合しない企業のダイベストメントという売買行動のみから、サステナビリティへの十分な貢献効果を期待することは難しい可能性がある。

これを踏まえると、金融商品のラベリングにあたっては、「エンゲージメント・議決権等の株主権の行使」に関する基準設定が重要ということになるが、とりわけエンゲージメントについては、その効果測定が難しいことで知られる。なぜなら、資産運用会社がエンゲージメントを実施した場合と実施しなかった場合の結果を直接比較することが本質的に困難だからである。そのため、エンゲージメントの実施状況を第三者が評価しようとする場合、そのプロセスや体制、実施内容等から、その有効性を推定するという方法が採られる場合が多いと考えられる。

以上を踏まえると、金融商品のラベリングにおいては、形式要件ではなく、むしろ実質的審査が重要である可能性が高い。しかし、こうした実質的審査を規制当局自らが行うと

いうのは多くの場合、現実的ではないだろう。想定される現実的な解は、資金の出し手である投資家（個人投資家・機関投資家）が金融商品のサステナビリティ・ラベルを、その特性を十分に理解した上で活用しつつ、最終的には自らが判断しようとする姿勢である。もちろん、そのために必要な、金融商品についての情報開示が適切に行われるべきであることは論を俟たないであろう。

■ 5. まとめ

本稿は、SFDRの施行以降、急速に活用が広がってきている金融商品のサステナブル・ラベルに着目し、グリーンウォッシュ現象の抑制効果の観点から考察を行った。その結果、本稿執筆時点におけるSFDRのラベリングには「誤ったグリーンウォッシュ」の抑制効果が期待される一方、「真のグリーンウォッシュ」や「潜在的なグリーンウォッシュ」の抑制効果は十分でない可能性が浮かび上がった。

抑制効果を高めるためには、8条ファンド・9条ファンドについての明確なラベリング基準が必要であるが、金融商品がサステナビリティへの貢献効果を生み出すメカニズムを踏まえると、形式基準のみで適切なラベリングを実現するのは難しい可能性が高い。究極的には、金融商品についての情報開示が適切に行われることを前提に、資金の出し手である投資家（個人投資家・機関投資家）による

実質的審査が不可欠と考えられる。

〔参考文献〕

- ・江夏あかね・林宏美・富永健司（2021）「諸外国・地域のサステナブルファイナンス関連 認証ラベルの現状と注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2（3）, 36-54
- ・日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）（2022）「サステナブル投資残高調査2021」
- ・林寿和（2022）「上場株式におけるインパクト投資とインパクト志向」『証券アナリストジャーナル』60（5）, 43-53
- ・Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022) "The power of ESG transparency : The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors" *Finance Research Letters*, 102708.
- ・European Commission (2022) "COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... of 6.4.2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in precontractual documents, on websites and in periodic reports"
- ・European Securities and Markets Authority (ESMA) (2022) "Sustainable Finance Roadmap 2022-2024"
- ・Financial Conduct Authority (FCA) (2021)

- “Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels : Discussion Paper”
- ・ Georgieva, A., & Mehrotra, S. (2022) “Sustainable investment fund labeling frameworks : An apples – to – apples comparison” Qontigo Whitepaper, Updated version, February 17, 2022
 - ・ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2021) “Global Sustainable Investment Review 2020”
 - ・ Green Finance Institute “UK Green Taxonomy ? GTAG” <https://www.greenfinanceinstitute.co.uk/programmes/uk-green-taxonomy-gtag/> (2022年5月8日アクセス)
 - ・ Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020) “Can sustainable investing save the world? : Reviewing the mechanisms of investor impact” *Organization & Environment*, 33 (4), 554 – 574
 - ・ Megaeva, K. Engelen, P.J., & Van Liedekerke, L. (2021) “A Comparative Study of European Sustainable Finance Labels” January 1, 2021
 - ・ Morningstar Manager Research (2022) “SFDR Article 8 and Article 9 Funds : 2021 in Review”
 - ・ Pearson, J. (2010) “Are we doing the right thing? Leadership and prioritisation for public benefit” *Journal of Corporate Citizenship*, (37), 37 – 40
 - ・ Seele, P., & Gatti, L. (2015) “Greenwashing revisited : In search of a typology and accusation – based definition incorporating legitimacy strategies” *Business Strategy and the Environment*, 26 (2), 239 – 252

(注1) 諸外国の代表的なラベリングについては、江夏・林・富永 (2021) や、Megaeva et al. (2021)、Georgieva & Mehrotra (2022) などに詳しい。

(注2) 江夏・林・富永 (2021)

(注3) European Commission (2022, pp. 1)

(注4) SFDRの施行以降、8条ファンドまたは9条ファンドへの資金流入が、6条ファンドと比べて

多い傾向にあることが指摘されている (Becker et al., 2022)。

(注5) Green Finance Instituteのウェブサイトを参照。

(注6) EUの証券市場監督当局である欧州証券市場監督局 (ESMA) が2022年2月に公表した新たなロードマップにおいて、欧州委員会において行われている8条ファンドについての最低基準の検討に貢献する旨の方針が示されている (ESMA, 2022, pp.24)。

(注7) 企業以外が投資先の金融商品も考えられるが、本稿では企業に限定して議論を行う。

(注8) これは、主にインパクト投資の文脈において、投資の「外部性」と呼ばれる議論であり、詳しくは林 (2022) など参照。

