

# トランジションファイナンスと グリーンウォッシュ規制

石 寄 政 信

城西大学 現代政策学部 非常勤講師

## 要 旨

本稿では、気候変動対策と金融規制の接点としてトランジションファイナンスとグリーンウォッシュ規制を取り上げ、その制度的課題と今後の方向性を明らかにした。まずトランジションファイナンスを、炭素集約産業の段階的脱炭素化を金融面から支援する枠組みとして定義し、グリーンファイナンスとの補完関係、移行計画の信頼性評価、情報開示義務の意義を論じた。次に、グリーンウォッシュを誇張・虚偽表示・選択的開示という典型類型に整理し、米国 BNY Mellon 事件、独 DWS 事件、英 HSBC 広告事例、日本の ESG 投信ラベリング問題など具体的事例を分析した。これにより、開示基準の不統一や外部検証体制の脆弱性が市場の信頼を損ない得ることを指摘し、透明性と説明責任を担保する制度整備の必要性を示した。さらに、IFRS S2 や EU タクソノミー、CSRD、国内の金融庁の監督指針など国際・国内の規範を比較し、制度の国際整合性と投資家保護の両立の重要性を論じた。本稿ではトランジションファイナンスとグリーンウォッシュ規制との相互補完的な枠組みと捉え、持続可能な資金循環を確保するためには、科学的根拠に基づく移行計画、定量的 KPI と開示義務、外部検証制度の整備、国際基準との整合性確保が不可欠であると結論付けた。これらの条件を満たすことで、金融市場は脱炭素移行の実効的な推進役となり得ると同時に、投資家保護と市場の健全性を維持できると展望する。

**キーワード：**脱炭素、ESG 投資、サステナブルファイナンス、トランジションファイナンス、グリーンファイナンス、グリーンウォッシュ、IFRS S2、EU タクソノミー、CSRD、金融庁のガイドライン

## はじめに

気候変動問題が地球規模の課題として国際社会の主要議題となる中、金融分野においても持続可能な社会の実現に向けた役割が問われるようになった。特に 2015 年のパリ協定締結以降、産業界・金融界において脱炭素への移行 (transition) という課題は、単なる企業経営の問題を超えて、金融規制や投資判断に影響を及ぼす重要な要素となっている。加えて、投資家や金融機関は、従来の財務情報だけでなく、環境 (Environmental)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) といった非財務要素を考慮した投資判断を行うべきであるとの期待が急速に高まっている。

こうした潮流の中、ESG 投資は世界規模で急成長し、2020 年代に入り主要な投資トレンドの

一つとして定着している。しかし一方で、ESG投資の拡大と並行して「グリーンウォッシュ」と呼ばれる不適切な環境・社会的説明の問題が顕在化しつつある。特に、ESGやトランジションファイナンス（以下、TFと略称する）をめぐる規制環境は未だ発展途上にあり、グリーンウォッシュ抑止と持続可能な資金循環の両立という課題が浮上している。

このような背景を踏まえれば、現代の金融制度は「財務的リターンの追求」だけではなく、「持続可能な社会の形成」に資する役割も併せ持つべきであるという認識が形成されつつあると言える。さらに近時の法政策は、ESG投資やTFの促進のみならず、投資家保護と市場の公正性維持の観点から、グリーンウォッシュ防止に向けた規律形成にも焦点を当てている。

以上をふまえ、本稿では、トランジションファイナンスおよびグリーンウォッシュ規制の制度的背景を整理し、国際動向と主要規制の基本構造を概観する。欧州SFDR・タクソノミー規則、米国のSEC規則、日本のESG・TFガイドラインの分析を通じ、制度設計上の共通点と相違点を確認することを目的とする。

## 1 トランジションファイナンスの定義と構造

### 1.1 経済移行支援としてのトランジションファイナンス

トランジションファイナンス（以下、TF）は、気候変動対策の一環として、脱炭素社会への段階的移行を支援する資金供給の枠組みである。TFの本質は、排出削減ポテンシャルを有するが現時点で高炭素的な産業、すなわち炭素集約型セクターにおける変革プロセスを金融面から後押しする点にある。これは、いわば「中間段階のグリーン化」への資金的誘導を意味し、従来のグリーンファイナンスが対象としてこなかった分野にも支援の射程を拡張するものである<sup>(1)</sup>。

TFが国際的に注目を集める契機となったのは、2020年にICMAが公表した“Climate Transition Finance Handbook (CTFH)”である。同ハンドブックは、発行体の移行戦略・ガバナンス・科学的目標・実行の透明性に関する期待水準を提示し、グリーン／サステナビリティ債やSLB等を“移行”文脈で活用するための原則的枠組みを与えた<sup>(2)</sup>。以降、TFは国際的に「高排出セクターのグリーン化」という文脈で活用されている。たとえば、鉄鋼、化学、セメント、エネルギー等の重厚長大産業は、カーボンニュートラルへの貢献余地が大きい反面、即時的な脱炭素化は困難である。こうした現実を踏まえ、段階的に排出量を削減するプロセスへの資金提供を行うのがTFの主眼である。

TFの導入意義は、単なる「金融商品開発」や「環境配慮型ファンド組成」にとどまらず、経済・産業構造の転換に資する制度的介入の一環とみなされる点にある。すなわち、TFは移行期における制度的な「橋渡し機能」を担っており、従来のグリーンボンド等が対象とし得なかった「グリーン未満」の企業活動を、トランジション計画の存在を前提として包括的に支援する枠組みといえる<sup>(3)</sup>。

このような枠組みは、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）や、GFANZ（Glasgow

Financial Alliance for Net Zero) などの国際組織においても、その意義が強調されている。UNEP FI は、T 全産業の移行を支える金融の重要性を指摘する<sup>(4)</sup>。また、GFANZ は 2022 年に発表した移行計画の枠組みにおいて、セクターごとの脱炭素ルートマップと金融機関の関与方針を整理し、移行の整合性と信頼性を重視している<sup>(5)</sup>。

他方、TF は ESG 投資との関係性においても注目される。従来の ESG 投資が「環境・社会・ガバナンス」スコアの高い企業への投資を志向してきたのに対し、TF は「現在はスコアが低くとも、将来的な改善努力を示す企業」をも支援対象とする点で補完的である。この点において、TF は「ESG インテグレーション型」の一種としても分類可能であり、長期的視点からの変化可能性に基づいた投資行動として再評価されている。

加えて、日本国内においても 2020 年代初頭から TF の制度整備が進められており、経済産業省の「トランジション・ファイナンス環境整備検討会」による技術ロードマップの策定や、金融庁によるガイドライン整備（後述）が制度的支柱となっている。特に、カーボンニュートラル宣言（2050 年）との整合性を確保しつつ、移行の透明性と実効性を担保する制度設計が求められている。

このように、TF は単なる資金供給メカニズムではなく、社会経済全体の「移行管理（transition management）」の一環として位置付けられるべきである。そのためには、資金の使途や排出削減効果に関する厳格な基準設定とともに、投資家や債券購入者による継続的なモニタリングが不可欠であり、今後の制度設計の焦点となる。

## 1.2 グリーンファイナンスとの比較と補完関係

トランジションファイナンス（以下、TF）は、グリーンファイナンスと対比されることが多いが、両者は対立的というよりも、相互補完的な関係にある。グリーンファイナンスが主に「グリーンな活動」すなわち再生可能エネルギー、省エネ技術、クリーンインフラといった環境負荷の低い事業への資金供給を指すのに対し、TF は「現時点ではグリーンではないが、将来的な脱炭素移行を目指す活動」に対する金融支援である<sup>(6)</sup>。

また、国際資本市場協会（ICMA）が提唱する「気候移行ファイナンス原則（Climate Transition Finance Principles）」では GBP/SBP/SLBP 等の原則を整備する一方、トランジションは“ハンドブック（CTFH）”でガイドしており、独立ラベルではない。グリーンボンドとトランジションボンドの明確な区分が示されている。すなわち、グリーンボンドは「グリーン資産への投資」に対し発行されるのに対し、トランジションボンドは「トランジション戦略に資する活動全体」に資金を供給し得るという設計上の違いを有する<sup>(7)</sup>。

補完性という観点からみれば、グリーンファイナンスと TF は共通して脱炭素経済への移行という最終目的を共有しており、各産業の特性や移行のスピード感に応じて適用されるべきものである。たとえば、再生可能エネルギーや EV 事業者はグリーンファイナンスの典型的対象であるが、火力発電を主業とする電力会社や鉄鋼メーカーは TF の支援によって脱炭素型設備への更新

や排出削減の技術導入を進めることが期待されている。

このような実務的観点から、TFはグリーンファイナンスを補完する存在であると同時に、「投資対象の拡大」を通じてサステナブルファイナンス市場の成長を促す役割も担っている。現に、近年では複数の投資ファンドが「グリーン+トランジション」型の商品設計を進めており、ESG運用の領域でもTFを積極的に組み込む動きが強まっている。特に欧州では、TF関連商品のマーケットガイダンスがEUタクソミーとの整合性を踏まえて策定されており、統合的な運用方針が重視されつつある<sup>(8)</sup>。

しかしながら、TFとグリーンファイナンスの補完関係には、課題も指摘されている。その一つは、両者の境界が不明瞭である場合に「グリーンウォッシュ」の温床となり得ることである。たとえば、排出削減の具体性や達成可能性が低いプロジェクトにTFの名のもとで資金が投下された場合、それが実質的に環境の改善に資するものであるかどうかの評価が困難となる。この点で、グリーンファイナンスにおける「タクソミー」のような分類の基準に加えて、TFでは「移行計画の信頼性評価」が不可欠となる<sup>(9)</sup>。

これを補完する形で、TFには「移行計画の科学的根拠」「スコープ1~3の削減目標」「KPIとモニタリング体制」などの情報開示義務が課される方向にある。国際的には、IFRS S2やISSBなどの開示基準がこれらの要素を盛り込み始めており、グリーンファイナンスとの共通基盤の整備が進行中である。

結論として、グリーンファイナンスとTFは、対象とする経済主体や技術段階に差異はあれども、いずれも脱炭素社会への金融的貢献を目的とする制度であり、戦略的に両者を連携させる設計が今後の鍵となる。とりわけ、規制当局による分類基準と情報開示基準の整備、ならびに投資家によるエンゲージメント手法の高度化が、グリーンファイナンスとTFの間の補完関係を実効的なものとする基盤である。

### 1.3 炭素集約産業との関係性

トランジションファイナンス(TF)が最も注力すべき対象とされるのが、火力発電、鉄鋼、セメント、化学などの炭素集約産業(carbon-intensive sectors)である。これらの産業は、世界全体の温室効果ガス(GHG)排出の中で非常に高い割合を占める一方で、経済・雇用・エネルギー供給の観点から社会的にも不可欠なインフラ機能を担っており、単純な排除ではなく「移行(transition)」を前提としたアプローチが求められる<sup>(10)</sup>。

たとえば、日本における火力発電は、再生可能エネルギーの不安定性を補完する役割を担っており、全体の電源構成において依然として過半数近くを占めている。中でも石炭火力は、環境負荷が高い反面、電力の安定供給やコスト競争力という観点から特に途上国や新興国で依存度が高い。日本では2023年の再エネ比率が約25.7%で、化石燃料由来が依然7割強。TFは“即時停止”ではなく、アンモニア・水素混焼やCCUS等の条件付きで段階的脱炭素を促す枠組みである。こうした現実を踏まえ、TFは即時の停止ではなく、混焼・高度化・CO<sub>2</sub>回収技術(CCUS)

等の技術導入を条件とする形で、段階的な脱炭素化を進める枠組みを提供する<sup>(11)</sup>。TF はアンモニア・水素混焼や CCUS 等の条件付きで段階的脱炭素を促す枠組みである。

鉄鋼産業についても同様である。鉄鋼製造、とりわけ**高炉 (blast furnace) 工程**はエネルギー多消費型であり、排出源としての比重が高い。一方で、鉄鋼は社会インフラ、建設、輸送といった分野で不可欠であり、単純な操業停止は産業構造全体に深刻な影響を及ぼす。そこで、水素還元製鉄 (hydrogen-based steelmaking) への移行や、電炉化、省エネ設備の導入などを TF の支援対象とすることが各国で検討されている<sup>(12)</sup>。

こうした炭素集約産業を TF の中核対象とする動きは、国際的な政策文書やガイドラインにおいても明示されている。たとえば、GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero) が 2022 年に公表した「セクター別移行計画フレームワーク」では、電力、鉄鋼、セメント、航空、輸送の 5 分野を「優先的な移行対象」として明記しており、それぞれに脱炭素化のための技術ロードマップと KPI が設定されている<sup>(13)</sup>。

また、TF はこれらの産業に対し、単なる資金供給にとどまらず、**事業者の戦略転換・技術投資・開示義務の強化**といった包括的なガバナンス要件を付加することで、資本市場を通じた変革圧力として機能する。特に、炭素集約企業が TF を活用するには、①科学的に整合的な削減目標 (例：SBT 認証)、②スコープ 1～3 排出量の定量的把握、③戦略的な CAPEX 計画と財務整合性の確保、④進捗に関するモニタリングと説明責任、といった複数の条件を満たす必要がある<sup>(14)</sup>。

他方、こうした要件が満たされない場合、TF はかえって「グリーンウォッシュ」の懸念を惹起しうる。特に、既存設備の維持更新に過ぎない投資が「移行戦略」と称される場合、金融機関のレピュテーションリスクも高まり得る。このため、TF における「移行性 (transitionality)」の評価指標や、産業横断的な透明性確保のための開示ルールが重要となる。

日本においては、経済産業省が策定した「産業別技術ロードマップ (鉄鋼・化学・セメント等)」が TF の運用実務において重要な基準となっている。また、環境省や金融庁と連携した「移行計画の策定支援」や「事業者による移行ストーリーの可視化」が推奨されており、現場での信頼性確保に資するインフラが整備されつつある<sup>(15)</sup>。

結局のところ、炭素集約産業に対する TF の意義は、技術革新やインセンティブ設計を通じて「脱炭素への実効的な橋渡し」を行う点にある。特に日本のような製造業主導型の経済においては、これら産業を無視した脱炭素政策は現実的ではなく、TF を通じた戦略的な変容の誘導こそが制度設計の核心となる。

## 2 グリーンウォッシュの概念と分類

### 2.1 グリーンウォッシュの定義と背景

グリーンウォッシュ (greenwashing) とは、本来環境配慮的でない事業活動や投資商品が、意図的にあるいは誤認を招くかたちで「環境に優しい」または「サステナブル」であると喧伝される行為を指す。これは、企業や金融機関が市場や投資家の ESG 関心の高まりに応じて環境イメージを利用しつつ、実質的な行動を伴わない戦略的広報やレトリックを用いることによって発生する<sup>(16)</sup>。

この用語は 1986 年、環境活動家ジェイ・ウェスターヴェルトがホテル業界による「リネン再使用政策」を批判する文脈で最初に使用したとされる。その後、2000 年代以降の CSR 戦略の拡大とともに、企業による環境配慮表現の氾濫が批判対象となり、2020 年代には特にグリーンボンドや ESG ファンドといった金融商品における「虚偽的環境主張」として法的・規制関心が高まっている<sup>(17)</sup>。

グリーンウォッシュの問題が深刻化する背景には、以下の三つの構造的要因が挙げられる。第一に、ESG やサステナビリティといった概念が本来的に多義的かつ解釈の幅が広く、企業が独自の定義で自己評価を行い得るという点である。これにより、情報開示が形式的・任意に行われ、外部検証が困難となる。第二に、ESG 投資市場の急拡大に伴い、投資家の「グリーン志向」を誘引するマーケティング戦略が横行していることである。実際、Morningstar によると、2024 年時点で世界の ESG 関連ファンド資産は 3.2 兆ドルであり（欧州籍が太宗を占める）、その中には環境の実態と乖離したファンドも含まれていると報告されている<sup>(18)</sup>。

第三に、各国の制度対応が未整備または断片的である点も問題である。グリーンウォッシュを明確に規制対象とする法制度は国際的にも未だ発展途上であり、開示基準や用語定義、監査体制の不備が、企業や金融機関による選択的開示や誇張表現の余地を拡大させている。特にトランジションファイナンス分野では、「排出削減努力の計画段階」と「実効性のある移行プロジェクト」の区別が曖昧なまま、移行的であることを理由に資金が投下される事例も確認されている<sup>(19)</sup>。

このような中で、グリーンウォッシュは単なるマーケティングの問題にとどまらず、**制度信頼の毀損、投資家保護の欠如**、ひいては**脱炭素政策そのものへの逆風**を生む構造的リスクとして捉えられている。とりわけ、ESG 投資が制度的信用に基づく市場である以上、表示の誤謬は投資判断を誤らせ、価格形成や資源配分機能を歪める可能性を内包する。

これに対し、国際的にはグリーンウォッシュ防止に向けた制度整備が進められている。たとえば、欧州連合 (EU) は「SFDR (サステナブルファイナンス開示規則)」および「グリーンクレーム指令案」において、投資商品のサステナビリティ関連表示に対する情報開示義務と、客観的証明の要件を明記している<sup>(20)</sup>。また、2023 年には国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) が IFRS S2 を発表し、気候関連開示に関する統一的な国際基準が示された。このような国際的

動向は、日本を含む各国においてもグリーンウォッシュへの規制的対応を促している。

加えて、金融監督当局による法執行の事例も注目される。2022年、米国証券取引委員会（SEC）はBNY Mellon社に対し、ESG方針に基づく投資実態との不一致を理由に罰金を科した<sup>(21)</sup>。このような法的介入は、表示責任と実態整合性とのギャップを是正する実効的な手段となりうる。

結局のところ、グリーンウォッシュの問題は、サステナブルファイナンスの発展そのものが依拠する「信頼」と「透明性」の要件に深く関わっている。TFのように「将来志向の資金供給」を行う制度においては、現時点での脱炭素実績だけでなく、**移行戦略の信頼性、測定可能性、実行可能性**を可視化する制度設計が求められる。そのためにも、明確な用語定義、開示義務の法制化、そして外部監査や第三者検証の導入といった多層的な制度的担保が不可欠である。

## 2.2 典型的手法（誇張・虚偽表示・選択的開示）

グリーンウォッシュは、その性質上、意図的な欺瞞行為から無意識的な誤解誘導まで多様な形態をとるが、特に以下の3つの典型的手法が実務上頻出する。(1) 誇張（exaggeration）、(2) 虚偽表示（false claims）、(3) 選択的開示（selective disclosure）である。これらは単独で用いられることもあれば、複合的に組み合わせることで投資家に対するミスリーディング効果を増幅させる<sup>(22)</sup>。

第一に「誇張」は、企業が実際の環境的取り組みの規模・効果を必要以上に強調し、あたかも本業全体が持続可能性に配慮しているかのように印象づける手法である。典型例として、製品やサービスの一部に環境配慮がある場合に、それを企業全体の姿勢と錯覚させるマーケティングが挙げられる。たとえば、従来通りの原材料・製造工程を用いているにもかかわらず、パッケージに「エコ」「サステナブル」「グリーン」といった漠然とした語句を使用することがこれに該当する。こうした記載は、実質的裏付けのない場合、消費者や投資家を誤認させる恐れがある<sup>(23)</sup>。

第二に「虚偽表示」は、データや評価基準の改ざん、または虚偽に近い数値の表示により、意図的に環境配慮の実績や戦略をでっちあげる行為を指す。これは違法行為に該当する場合も多く、実際に金融商品においてはSECやBaFin（独金融監督庁）などの規制当局が摘発を行っている。たとえば、2021年にドイツの資産運用会社DWS（ドイチェ・バンク系列）は、ESG投資割合を実態以上に高く表示していたとして監査対象となり、最終的に米独両国で調査・制裁を受けた<sup>(24)</sup>。

また、虚偽表示には「疑似認証」の使用も含まれる。すなわち、権威ある第三者の認証マークやサステナビリティ・レーティングを誤用、または独自に作成し、あたかも客観的評価に基づいたように偽装する事例である。これに対しては、国際的な格付機関や開示基準団体によるブランド使用ルールの厳格化が進められている。

第三に「選択的開示」は、企業がESG情報のうちポジティブな部分のみを強調し、ネガティブな要素（例えば排出量の多い関連事業、社会的批判を受けた実績など）をあえて開示しない、あるいは断片的に提示する手法である。この種のグリーンウォッシュは、法的には開示義務違反

に当たらない場合もあるが、**全体像を歪める情報提供**として、実質的には不誠実な開示と評価されることがある<sup>(25)</sup>。

また、トランジションファイナンスの分野では、選択的開示によって「移行戦略」の信頼性が過大評価されるリスクがある。企業がカーボンニュートラル目標の存在や中期目標の一部のみを公表し、実現手段や科学的整合性、必要投資額、実施体制といった本質的情報を伏せたまま、TFとしての資金調達を行う事例もある。このようなケースでは、資金調達自体が目的化され、脱炭素効果との実質的乖離が生じる可能性がある。

こうした典型手法に対する規制的対応は、徐々に進展している。たとえば、欧州委員会が2023年に提出した「グリーンクレーム指令案」では、環境主張の裏付けとなる情報開示と第三者による検証義務が明示された。また、同指令案では「一般的・曖昧な用語（例：エコ・環境配慮・サステナブル）」を無条件で使用することを原則禁止としており、企業に対し定量的・比較可能な根拠の提示を求めている<sup>(26)</sup>。

国際会計基準審議会（ISSB）によるIFRS S2では、気候関連の開示において、Scope 1～3の排出量、移行計画、気候シナリオ分析などの網羅的情報を要求しており、情報の断片化や選別的提示を抑制する構造が意図されている<sup>(27)</sup>。また、第三者認証に関する誤用・濫用に対しては、証券取引所や金融庁による情報精査が強化されており、虚偽表示の抑止力となっている。

結局のところ、グリーンウォッシュの典型的な手法は、いずれも「環境的善意の装い」によるミスリーディングという点で共通しており、サステナブルファイナンスの信頼性を根本から揺るがす問題である。TFやESGファイナンスが今後の資本市場で持続可能な制度として機能するためには、企業による誇張や隠蔽の余地を排除し、透明性と説明責任を担保する制度設計が不可欠である。

## 2.3 主要国におけるグリーンウォッシュ規制事例分析

グリーンウォッシュに関する理論的定義や手法類型に加え、実務においては実際に摘発された事例や批判された企業活動から、制度設計上の課題を明確に抽出することが可能である。以下では、米国・欧州・日本における代表的なグリーンウォッシュ事例を概観し、それぞれが示す制度的含意について検討する。

### (1) 米国 BNY Mellon 事件（2022年）

#### ① 事案の背景と概要

BNY Mellon Investment Adviser（以下「BNY Mellon」）は、米国最大級のカストディアンバンクであるバンク・オブ・ニューヨーク・メロンの資産運用部門であり、機関投資家や高額資産家向けに幅広い投資信託・運用戦略を提供している。2020年代に入り、同社は運用戦略の一部としてESG（環境・社会・ガバナンス）基準を前面に打ち出し、顧客向け資料やウェブサイト、規制当局への提出書類において「すべてのポートフォリオについてESG審査を行っている」

と説明していた<sup>(28)</sup>。

しかし、SEC（米証券取引委員会）が実施した調査により、同社が提供する特定のファンド群においては、運用プロセスの一環として ESG 審査が行われていないケースが存在することが判明した。具体的には、事前の投資審査書類に ESG スコアや評価の記録が欠落していた事例があり、ESG レビューが必須であるかのように宣伝していた内容と実態の間に乖離があったとされる<sup>(29)</sup>。

この乖離は、投資家に対して実際以上に環境・社会配慮型の投資運用が行われているとの印象を与えるものであり、SEC はこれを「誤認を招く説明（misleading statements）」と認定した。

## ② 法的評価と規制根拠

SEC は、BNY Mellon の行為が米証券法（Securities Act of 1933）および投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）に基づく開示義務違反に該当すると判断した。特に、顧客への書面・ウェブ開示における不実表示（material misrepresentation）および重要事実の不開示（omission of material fact）が問題視された<sup>(30)</sup>。

SEC の執行部門は、ESG 関連の開示について、法令上明確な定義や統一基準が存在しない状況下でも、「投資家にとって重要な事実を正確かつ完全に伝える義務」は従来の証券法原則に基づき厳格に適用されると明言している。これは、ESG という概念が比較的新しく流動的であっても、投資家保護の観点からは従来型の虚偽・誤認表示規制の枠組みがそのまま適用されることを意味する。

## ③ 手続の経過と処分内容

SEC は 2021 年から 2022 年にかけて BNY Mellon に対する調査を実施し、2022 年 5 月 23 日に行政処分を公表した<sup>(31)</sup>。同社は SEC の指摘を争わず、和解に応じる形で 150 万ドルの民事制裁金（civil penalty）の支払いに合意した。

処分内容は以下の通り：

- 民事制裁金：150 万ドル
- ESG 審査・開示手続の改善命令
- 社内コンプライアンス体制の強化（特に開示資料作成プロセスの二重チェック体制導入）
- 運用担当者への ESG 開示研修の義務化

SEC の公表資料によれば、制裁金額は違反の重大性、影響を受けた投資家数、同社の協力姿勢を考慮して算定された<sup>(32)</sup>。

## ④ 実務的・制度的含意

BNY Mellon 事件は、米国における ESG 開示規制強化の先例として位置づけられる。特に、ESG 投資戦略が急速に拡大する中で、

- ・「ESG 審査を行っている」とする開示がどの程度の具体性・裏付けを伴わなければならないか
- ・ESG の評価方法が統一されていない状況での「誠実な開示」の要件は何かといった論点を浮き彫りにした。

さらに、本件はSECが設置した気候変動・ESGタスクフォース（Climate and ESG Task Force）の初期案件の一つであり<sup>(33)</sup>、グリーンウォッシュ対応の方針が明確化された象徴的事例といえる。

#### ⑤ 評価と批判的検討

1. **規制の妥当性**：投資家保護の観点から、形式的にESGを掲げつつ実態が伴わない場合に規制を及ぼすことは妥当である。特にESG投資は投資家層が理想的価値を重視する傾向が強く、誤認の影響は大きい。
2. **規制の限界**：一方で、ESGの評価は定量化が難しく、審査の「深度」や「水準」をめぐる解釈が不明確であるため、開示の「完全性」をめぐる基準設定は依然として課題が残る。
3. **今後の展望**：SECのESG開示規則案（2022年3月公表）は、ファンド名やマーケティング表現と運用実態の一致を義務付ける方向性を示しており、本件のような事案は今後より早期に摘発される可能性が高い。

### (2) ドイツ DWS グループ事件（2025 年）

#### ① 事案の背景と概要

DWSグループ（以下「DWS」）は、ドイツ銀行（Deutsche Bank）傘下の大手資産運用会社であり、欧州を中心に世界各地で機関投資家・個人投資家向けに各種ファンド商品を提供している。同社は2020年年次報告書において、運用資産の半数以上がESG基準に適合している旨を公表し<sup>(34)</sup>、サステナブル投資分野における業界リーダーとしてのブランドイメージを強く打ち出していた。

しかし2021年8月、元DWSサステナビリティ部門責任者のDesiree Fixler氏が内部告発を行い、同社のESG運用実態と開示内容との間に重大な乖離があると報道された<sup>(35)</sup>。告発によれば、DWSが「ESG適合」と分類していた運用資産の中には、ESG審査を経っていない、または審査が形式的にしかな行われていない企業が多数含まれていた。

この告発を契機として、ドイツの金融監督庁（BaFin）および米国証券取引委員会（SEC）が同社に対する調査を開始し、後に米司法省（DOJ）も加わる国際的な捜査案件へと発展した。

## 2.2 法的評価と規制根拠

本件の法的評価は、複数の法域にまたがる点に特徴がある。

### (1) ドイツ法上の評価

BaFin は、DWS の開示行為がドイツ証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz, WpHG）に基づく投資家保護規定に違反しうると判断した。具体的には、年次報告書やマーケティング資料における不正確な表示が、重要事実の虚偽表示（unrichtige Angaben）に該当する可能性が指摘された<sup>(36)</sup>。

### (2) 米国法上の評価

SEC および DOJ は、DWS の米国上場証券の販売に関連して、米証券法および投資会社法に基づく不実表示・虚偽記載の有無を審査した<sup>(37)</sup>。特に、ESG 関連の定量的指標（例：ESG 適合資産比率）を公表する場合には、その算定方法や根拠の透明性が求められる点が焦点となった。

### (3) 国際的評価基準との関係

本件はまた、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）や欧州サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が目指す「比較可能で検証可能な ESG 開示」の必要性を浮き彫りにした。特に、ESG 資産比率という定量的指標の信頼性が揺らぐことは、市場全体の信頼低下につながるため、各国当局が協調して対応する必要性が認識された。

## 2.3 手続の経過と処分内容

2021 年 8 月の告発直後、ドイツ・フランクフルトの DWS 本社は BaFin と検察当局の家宅搜索を受けた<sup>(38)</sup>。SEC と DOJ も同年内に予備的調査を開始し、複数の内部文書・電子メール・会議記録が押収された。

2023 年 9 月、DWS は SEC との間で和解に合意し、総額 2,500 万ドルの制裁金を支払うこととなった<sup>(39)</sup>。和解条件には以下が含まれた：

- 米国投資家向け資料の ESG 関連記載基準の明確化
- ESG 審査プロセスの文書化義務化
- 年次報告書における ESG 資産比率算定方法の詳細開示
- 独立した外部監査人による ESG 開示の定期レビュー

ドイツ国内では、BaFin による行政手続は和解の公表後に終了し、刑事訴追は行われなかったが、企業ガバナンス面での内部統制不備が厳しく批判された。その後 2025 年 4 月、ドイツ検察が 2,500 万ユーロの罰金で和解発表。

## 2.4 実務的・制度的含意

DWS 事件は、内部告発が契機となった国際的グリーンウォッシュ摘発事例として注目される。

以下の点で重要な示唆を持つ：

1. **内部告発制度の実効性**：ESG分野は評価基準が不明確であるため、内部からの情報提供が不正摘発の重要な手段となる。
2. **クロスボーダー規制協力**：異なる法域の規制当局が連携し、調査・証拠共有・処分内容調整を行ったことは、今後のESG規制執行モデルとなる可能性がある。
3. **開示プロセスの文書化と外部検証**：ESG表示の信頼性を担保するには、財務情報と同様に監査可能な形でプロセスを残すことが必要である。

## 2.5 評価と批判的検討

- **評価**：投資家保護および市場の信頼確保のため、ESG資産比率などの重要指標について透明性を高めることは不可欠である。本件は、その必要性を国際的に再確認させた。
- **批判的論点**：一方で、ESGの基準が国や市場ごとに異なる現状では、DWSの行為が「虚偽表示」と断定できるのかについては解釈の余地がある。基準の統一化がなされないまま規制執行が進むと、企業側が過度な法的リスクを負う可能性がある。
- **今後の課題**：欧州ではSFDR、米国ではSECの新規則、日本では金融庁のサステナビリティ開示指針など、規制強化の動きが並行して進む中で、国際的な整合性確保が急務となる。

### (3) 英国 HSBC 広告事例 (2022 年)

#### ① 事案の背景と概要

英国においては、環境・社会・ガバナンス (ESG) に関する表示や広告は金融当局 (FCA) だけでなく、消費者保護・広告規制機関である英国広告基準庁 (Advertising Standards Authority, ASA) の監督対象となる。2022年10月、ASAはHSBC銀行 (Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited、以下「HSBC」) がロンドン市内で掲出した環境関連広告について、「誤認を招く恐れがある」として広告中止を命じた<sup>(40)</sup>。

問題となったのは、HSBCが掲出した大型ポスター広告であり、その内容は以下の2種類であった：

1. HSBCが森林保全活動や植林プロジェクトに資金提供していることを強調するもの。
2. 再生可能エネルギー分野への投資額を示し、気候変動対策に積極的に関与しているとアピールするもの。

しかし、これらの広告には、HSBCが同時期に化石燃料関連事業 (特に石炭・石油・ガスパロジェクト) に対する融資を継続している事実が記載されていなかった。この非開示部分が、消費

者に HSBC を環境配慮型銀行であると過大評価させる可能性があるとして、ASA は広告規制に基づき是正命令を出した。

## ② 法的評価と規制根拠

ASA は、本件広告が CAP Code (UK Code of Non-broadcast Advertising and Direct & Promotional Marketing) の Rule 3.1 (Misleading Advertising) および Rule 11 (Environmental Claims) に違反すると判断した<sup>(41)</sup>。

特に環境主張に関するガイダンス (Environmental Claims Guidance) では、企業が環境配慮活動を宣伝する場合、関連する重要な事実 (例：温室効果ガス排出量、化石燃料投資継続の有無) を省略してはならないとされる。このため、HSBC が化石燃料関連融資を継続している事実を開示しなかった点が、消費者の誤認を招くと認定された。

ASA の判断は、金融商品の広告であっても、そのメッセージの環境的側面に関する透明性が求められることを示している。これは、金融当局 (FCA) による開示規制とは別の次元での規律であり、特に広告表現の段階でのグリーンウォッシュ防止の一環として重要な役割を果たす。

## ③ 手続の経過と処分内容

2022 年 5 月、NGO や市民団体からの苦情を受け、ASA は HSBC の広告について調査を開始した<sup>(42)</sup>。調査対象となったのはロンドンの主要駅やバス停に掲出された屋外広告で、同社の気候変動対策を強調する内容が含まれていた。

調査の結果、ASA は以下の理由で違反を認定した：

- 広告が提示するポジティブな環境活動の印象が、化石燃料融資の継続という事実によって実質的に相殺される可能性があること。
- 重要な事実を省略した結果、平均的消費者が企業の環境パフォーマンスを実態以上に良好と誤信するおそれがあること。

ASA は HSBC に対して、当該広告の掲出中止命令と、今後環境関連広告を行う際には全体像を反映させるよう改善することを求めた。刑事罰や金銭的制裁は科されなかったが、ASA の公式裁定は公開され、広範なメディア報道につながった。

## ④ 実務的・制度的含意

本件は、金融機関による**広告段階でのグリーンウォッシュ規制**の象徴的事例として、以下の示唆を持つ。

1. **規制主体の多層性**：金融当局ではなく、広告規制機関が環境主張の正確性を監督する仕組みが有効に機能している。
2. **広告規制の即効性**：ASA は迅速な是正命令を通じて消費者の誤認を防ぎ、長期的な市場の信頼低下を回避する役割を果たした。

3. クロスメディア適用：屋外広告のみならず、今後はデジタル広告や SNS マーケティングでも同様の基準が適用される可能性が高い。

#### ⑤ 評価と批判的検討

- **評価**：本件は、金融業界においても広告段階から透明性と誠実性を求める規制が機能することを示し、グリーンウォッシュ防止の範囲が商品開示から広告表現にまで及ぶことを明確にした。
- **批判的論点**：一方で、環境活動と環境負荷の双方を完全に網羅する広告表現は実務上困難であり、どこまでの情報を含めれば「全体像」といえるのかは依然として解釈の余地がある。
- **今後の課題**：FCA や ASA が連携し、金融広告における環境主張のガイドラインを統一化すれば、企業側の予見可能性が高まり、過剰規制や萎縮効果を回避できると考えられる。

#### (4) 日本における ESG ラベルの信頼性問題

日本では、行政による摘発事例はまだ限定的であるが、ESG 投信における「ラベリング問題」が金融庁を中心に問題視されている。例えば過去人気投信に金融庁が 2020 年、疑問を呈したことがあった。「より丁寧に銘柄選定の基準などを説明すべきではないか」、組み入れ銘柄が既存投信の「未来の世界・・・」と 9 割も重なり、それらが ESG にどう取り組んでいるのか不透明であるなど、「名ばかり ESG」とも見える商品性に対する指摘があり、当時報道もなされた<sup>(43)</sup>。

このような事例は、ESG ファンドの実質的評価基準の不統一性、ならびに第三者評価機関の信頼性欠如という、日本の制度的課題を示唆する。これを受け、金融庁は 2023 年 12 月 15 日に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表し、透明性、説明責任、利益相反管理の基準を提示している<sup>(44)</sup>。加えて 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」の一部改正を行い、ESG 投信の範囲を定めるとともに、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態勢整備について、具体的な検証項目を定めている<sup>(45)</sup>。

#### 2.4 考察：実務事例から見える制度的課題

以上の事例を通じて明らかとなるのは、グリーンウォッシュ防止のためには、単なる企業倫理の向上だけでなく、以下のような制度設計上の対応が不可欠であるという点である。

1. 情報開示義務の法制化と第三者検証の義務付け
2. ESG 表示に関する定義・分類の明確化（タクソノミー）
3. 金融監督当局・広告監督機関・消費者保護機関の連携
4. 罰則の明確化と執行実績の蓄積

さらに、トランジションファイナンスのような「将来志向の金融スキーム」においては、短期的成果ではなく**中長期的な移行の整合性と信頼性**を評価する新たな枠組みが求められる。これには、移行計画の開示、ロードマップとの整合、KPIの追跡可能性など、定量的な裏付けを含む制度的要件が重要となる。

### 3 国際的な規範と枠組み

#### 3.1 ICMA とトランジションボンド原則

トランジションファイナンス（TF）の国際的制度枠組みの確立において、国際資本市場協会（International Capital Market Association, ICMA）が果たしてきた役割は極めて大きい。とりわけ、2020年にICMAが公表した「**Climate Transition Finance Handbook（以下、CTFH）**」は、トランジション・ボンド発行に関する原則的枠組みを提供し、以降の各国の制度設計にも多大な影響を及ぼしている<sup>(46)</sup>。

##### (1) ICMA とサステナブルファイナンス原則の体系

ICMAは国債市場を中心とした資本市場の信頼性向上と市場慣行の整備を目的とする業界団体であり、持続可能な債券市場の整備にも注力してきた。2014年に「グリーンボンド原則（Green Bond Principles: GBP）」、2017年には「ソーシャルボンド原則（SBP）」を策定し、債券市場におけるサステナブルファイナンスの情報開示・適格性・評価指針を定めた。これらの原則は現在、グローバルな実務スタンダードとして広く受け入れられている<sup>(47)</sup>。

TFについては、これらの既存原則に加え、より移行段階にある企業や産業に資金供給を行うための新たなガイドラインとして、2020年にCTFHが導入された。CTFHは、TFが従来のグリーンファイナンスの補完的的制度であることを前提に、主に債券発行体が遵守すべき4つの主要要素を定めている。

##### (2) トランジション・ボンド原則の4要素

ICMAのCTFHにおいて強調されるのは、グリーンとは異なる「**移行の信頼性と整合性**」であり、それを確保するために以下の4点がガイダンスとして提示されている。

#### 1. 移行戦略とガバナンス（Climate Transition Strategy and Governance）

発行体が長期的に科学的根拠に基づいた気候変動戦略を保有していることが求められる。たとえば、2050年までのカーボンニュートラル目標や、パリ協定整合的なGHG削減戦略の存在が重要視される。

#### 2. 事業モデルの環境マテリアリティ（Business Model Environmental Materiality）

発行体の事業モデルと環境的影響の関連性に関する開示が義務付けられる。セクター特

有の移行課題をどのように克服するかという実効性が問われる。

### 3. 科学的根拠に基づく指標と目標設定 (Climate-related Performance Targets)

発行体は、具体的かつ測定可能な KPI や排出削減目標 (例: Scope 1~3) を提示し、その達成に向けたロードマップを示す必要がある。

### 4. 実行の透明性 (Implementation transparency)

調達資金がいかなる移行活動に用いられるかを明確に開示し、第三者によるレビューや外部検証 (Second Party Opinion) が推奨される<sup>(48)</sup>。

この4要素は、従来のグリーンボンドのフレームワークと重なる点もあるが、より中長期の戦略性・移行過程の信頼性に重きが置かれている点で TF 特有の要件となっている。

## (3) 実務的意義と課題

CTFH の実務上の意義は、発行体に対して単なるラベリングではなく、戦略的な気候行動の透明性と整合性を担保する説明責任 (accountability) を求めている点にある。これは単なるグリーンな設備投資の資金調達とは異なり、発行体全体の企業戦略に関するガバナンスを評価対象とする点で新しい枠組みを提示している。

一方で課題も多い。第一に、CTFH は自主的ガイドラインであり、法的拘束力を持たないため、企業による任意的運用に委ねられている点で実効性に限界がある。第二に、移行戦略の整合性評価には高度な専門性を要するが、第三者機関 (SPO 提供者) の評価基準にばらつきが存在し、「見かけ上の整合性」を正当化する余地も指摘されている<sup>(49)</sup>。

## 3.2 ISSB・IFRS S2・GRI などの開示基準

トランジションファイナンス (TF) および ESG 投資の信頼性を担保する上で、企業・金融機関が開示すべき情報の質と透明性は極めて重要である。そのため、国際的には複数の開示基準が策定されており、とりわけ ISSB による「IFRS S2」、GRI (Global Reporting Initiative)、および TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) を継承する枠組みが注目されている。これらの基準は、TF の「移行戦略の信頼性評価」や「グリーンウォッシュ防止」の観点からも制度的基盤として機能している<sup>(50)</sup>。

### (1) ISSB と IFRS S2 の創設経緯と構造

ISSB (国際サステナビリティ基準審議会) は、IFRS 財団のもと 2021 年に設立された国際基準策定機関であり、2023 年 6 月に「IFRS S1 (一般開示)」および「IFRS S2 (気候関連開示)」を正式に公表した。特に IFRS S2 は、TCFD 提言をベースとしつつ、より標準化された開示フォーマットと定量的要素を含む点で実務上の画期的進展といえる<sup>(51)</sup>。

IFRS S2 の構造は以下の 4 分類から成る：

- ガバナンス (Governance) : 気候関連リスク・機会に関する監督体制と経営陣の責任
- 戦略 (Strategy) : 事業モデルと戦略への影響、移行計画の存在と整合性
- リスク管理 (Risk Management) : 識別・評価・対応のプロセス
- 指標と目標 (Metrics and Targets) : Scope 1~3 排出量、削減目標、KPI 等の定量的開示

このように、IFRS S2 は単なるリスク開示にとどまらず、**企業戦略や投資判断に直結するサステナビリティ情報の中核を成すものであり**、TF における移行性 (transitionality) の評価に不可欠な制度的参照点となっている。

さらに ISSB は、IFRS S2 を各国の金融当局・証券取引所等の開示規制に組み込むべく、IOSCO (証券監督者国際機構) と連携しており、今後グローバルでの制度統一が見込まれている<sup>(52)</sup>。

## (2) GRI スタANDARD との役割分担

GRI (Global Reporting Initiative) は、ESG 情報開示に関する自主的枠組みとして最も広く普及してきたものであり、特に「マテリアリティ (重要性)」に基づいた開示アプローチを特徴とする。GRI スタANDARD は、「影響ベースの開示 (impact materiality)」に重点を置いており、企業活動が社会・環境に与える影響を中心に報告する形式である<sup>(53)</sup>。

一方、IFRS S2 は「財務ベースのマテリアリティ (financial materiality)」を採用しており、投資家の意思決定に影響を及ぼす情報に特化している。この両者のアプローチは一見相違するが、欧州委員会の「CSRD (企業サステナビリティ報告指令)」では両者を統合した「ダブル・マテリアリティ」の原則が導入されており、企業に対し双方向的な情報開示が期待されている。

実務上は、GRI によるサステナビリティ報告と、IFRS S2 による財務報告を並行して行う企業が多く、今後は**両基準間の整合的フレームワークの構築**が望まれる。

## (3) TCFD とその継承

TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) は、2017 年に最初の提言を発表して以降、グローバルな気候開示フレームワークとして広く支持を得てきた。日本では金融庁が主導し、TCFD 準拠の開示を上場企業に義務化する方向で制度が整備されてきた。2023 年以降、TCFD の役割は ISSB に段階的に統合される形で移行しており、IFRS S2 がその実質的後継基準とされている<sup>(54)</sup>。

TCFD は「リスクと機会」の両面評価を求める点、気候シナリオ分析の実施、移行計画の開示など、TF との親和性が高く、移行性の説明責任においても先駆的枠組みであった。その思想は現在も IFRS S2 や欧州の ESRS (European Sustainability Reporting Standards) 等に受け継がれており、**制度統一の流れを形成する基盤**となっている。

#### (4) 開示基準の役割と課題

これらの国際開示基準は、TFをはじめとするサステナブルファイナンス全体の**信頼性・比較可能性・透明性**を担保する機能を果たすとともに、グリーンウォッシュ防止の重要な手段でもある。とりわけ、移行計画の存在、KPIの定量性、スコープ1~3排出量の整合的開示は、TFとしての適格性評価に直結する。

他方、課題もある。まず、各基準が自発的ガイドラインであり、**法的強制力に乏しい**点が制度的限界として指摘される。また、非上場企業や中小企業への適用可能性、開示に要するコストや能力差による情報格差も、今後の制度普及において重要な論点となる。

さらに、ESG評価機関や格付会社が異なる基準に基づいてレーティングを行うことで、投資家にとって**混乱を招く情報の非一貫性**が生じている現状も問題視されており、標準化への動きが強まっている。

### 3.3 EUタクソノミー・CSRDの展開

欧州連合（EU）は、世界に先駆けてサステナブルファイナンスに関する包括的かつ強制力のある法制度を整備してきた。その中核となるのが「EUタクソノミー規則（EU Taxonomy Regulation）」および「企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive：CSRD）」である。これらは、トランジションファイナンス（TF）の実効性担保、ならびにグリーンウォッシュの防止を制度的に支える重要な基盤である<sup>(55)</sup>。

#### (1) EUタクソノミーの構造と意義

EUタクソノミーは、2020年に施行されたサステナブル経済活動の分類体系であり、「何がグリーンであるか」を客観的かつ技術的に定義することを目的とする。対象は6つの環境目的（気候変動緩和、気候変動適応、水資源保護、循環経済、汚染防止、生物多様性保全）に分類され、それぞれの活動について\*\*適格基準（technical screening criteria）\*\*が定められている<sup>(56)</sup>。

特に、EUタクソノミーでは以下の3要件をすべて満たす活動を「環境的に持続可能」と定義している：

1. 少なくとも1つの環境目標に実質的貢献をすること
2. 他の5つの目標に「著しい損害（Do No Significant Harm, DNSH）」を及ぼさないこと
3. 最低限の社会的セーフガード（例：労働者の権利等）を遵守すること

この三要件によって、EUタクソノミーは単なるグリーン活動のラベリングではなく、**科学的・法的整合性を備えた判定フレームワーク**としての機能を果たしている。

また、EUタクソノミーは「移行的活動（transitional activities）」および「支援的活動（enabling activities）」というカテゴリーを導入し、完全なグリーンではないが、脱炭素経済へ

の貢献を果たす活動も対象に含めている。これは TF との親和性が極めて高く、TF の適格性判断における国際的基準としての活用が期待されている<sup>(57)</sup>。

## (2) CSRD と ESRS の導入

CSRD は、従来の「非財務情報開示指令 (NFRD)」を大幅に拡張したものであり、2023 年 1 月に施行された。対象企業は EU 域内の大企業（従業員 250 人超、売上高 4000 万ユーロ以上など）を中心に約 50,000 社にのぼるとされ、2024 年度以降、段階的にサステナビリティ報告義務が課される<sup>(58)</sup>。

この報告の技術基準として策定されたのが「欧州サステナビリティ報告基準 (ESRS)」であり、GRI や TCFD、IFRS S2 などの国際基準と整合性を図りつつ、EU タクソノミーとのリンクを明確化している。たとえば、ESRS E1（気候変動）では、Scope 1~3 排出量、移行計画、脱炭素投資計画、タクソノミー適格比率等の開示を義務づけている。

CSRD により、企業は「ダブル・マテリアリティ (financial & impact)」の原則に基づいて、**企業が環境に与える影響と環境が企業財務に与える影響**の双方について報告する義務を負う。この考え方は、TF における「戦略的整合性」と「環境影響評価」の両面を制度的に反映するものであり、移行の信頼性評価に不可欠である。

## (3) TF との関係性と今後の課題

EU タクソノミーと CSRD/ESRS は、TF の制度設計にとって以下の点で重要な意義を有する。

1. 客観的分類（タクソノミー）により、TF 対象プロジェクトのグリーン性・移行性を判断可能とする。
2. **企業の移行戦略・KPI・資本支出**に関する詳細情報を、強制的に開示させる仕組みを構築する。
3. **監査・保証制度**の導入により、外部からの信頼性評価 (Assurance) が制度化される。
4. 金融商品開示 (SFDR) とのリンクにより、投資家向け情報提供の透明性が確保される。

一方で、EU 制度にはいくつかの課題も指摘されている。たとえば、タクソノミーにおける「原子力・天然ガス」の適格化をめぐる政治的妥協は、科学的整合性と政治的現実との対立を露呈した。TF においても、「移行性」の定義が政治的取引材料となる可能性があり、**制度の中立性と透明性の確保**が今後の課題である<sup>(59)</sup>。

また、CSRD は EU 域内企業だけでなく、EU で事業展開する第三国企業にも適用され得るため、\*\*国際的な規制波及効果 (Brussels Effect)\*\* が想定される。日本企業にとっても、今後の TF や ESG 開示対応の在り方に大きな影響を及ぼす制度といえる。

### 3.4 SFDR の大幅見直しとファンド分類再編（2024-2025）

近時、欧州委員会は、サステナブルファイナンス開示規則（Sustainable Finance Disclosure Regulation：SFDR）に関し、制度全体の包括的見直しを進めている<sup>(60)</sup>。SFDRは金融市場参加者に対し、投資商品のサステナビリティ関連情報の開示を義務づける枠組みとして運用されてきたが、ESG投資市場の拡大に伴い、現行制度には複数の課題が指摘されている。

第一に、現行の Article 6 / Article 8 / Article 9 によるファンド分類は、投資家にとって「持続可能性の意図」と「実際の投資対象の特性」の対応が必ずしも明確とはいえず、特に Article 8 ファンドは運用方針の幅が広いため、グリーンウォッシュを誘発しやすい構造を有していると批判されている<sup>(61)</sup>。

第二に、SFDRにおける開示義務は技術的に複雑であり、開示指標（PAI：Principal Adverse Impact）の算定方法についても実務上ばらつきが生じている。その結果、投資家間比較可能性が十分に確保されているとはいえない点が課題となっている<sup>(62)</sup>。

これらを踏まえ、欧州委員会は2024年に公表したコンサルテーション文書において、現行分類制度を再編する案を示した<sup>(63)</sup>。同案では、ファンドの目的および投資戦略に応じて、以下のような新たなラベリング体系への再構成が提案されている。

新分類案	含意	従来分類との関係
Sustainable Fund (持続可能投資ファンド)	投資対象の大部分が持続可能活動またはタクソノミー適格活動で構成される	Article 9 の再構築
Transition Fund (移行支援ファンド)	炭素集約産業等に対する中長期的移行支援を目的とする	トランジション・ファイナンス (TF) を制度的に位置付ける
ESG Strategy / Thematic Fund	ESG 統合やテーマ選択を行うが、持続可能性目的は限定的	Article 8 の明確化・細分化

ここで特に注目されるのは、Transition Fund という区分が制度的に明示される点である。これは、従来グリーンファイナンスの枠外とされがちであった炭素集約産業に対する脱炭素移行支援を、政策的に正当な金融行為として認めるものであり、TFの役割を明確に制度化する動きと理解できる<sup>(64)</sup>。

また、同再編案では、開示義務の簡素化・標準化が掲げられており、ファンドは自らの戦略と成果指標（KPI）を明確に説明することが求められる方向にある。これは、TFにおける移行計画の信頼性評価（スコープ1～3排出量、セクター別ロードマップ、CAPEX整合性等）と高い親和性を持つ。

以上のように、SFDRの大幅見直しは、グリーンファイナンスとトランジションファイナンス双方の制度的位置付けに直接的影響を及ぼすものであり、産業構造転換における金融の政策的役割を再定義する動きとして重要な意義を有する。

## 4 日本の制度的対応と課題

### 4.1 金融庁ガイドラインなど制度対応

日本におけるトランジションファイナンス（TF）制度の整備は、2020年代初頭から段階的に進展してきた。その中で特に中心的な役割を果たしているのが、金融庁による「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」、ESG投信に係る監督指針および関連文書群である。これらは、TFに係る金融商品の透明性向上、グリーンウォッシュ防止、ならびに投資家保護の強化を目的として策定された制度的枠組みである<sup>(65)</sup>。

#### (1) ガイドライン策定の背景

金融庁がTFに本格的に関与し始めた契機は、2020年に開催された「サステナブルファイナンス有識者会議」の設置である。この会議では、ESG評価手法の不透明性、開示基準のばらつき、投資家保護の観点からの懸念が表明され、ESG情報の精緻化と開示の信頼性向上が喫緊の課題とされた。とりわけ、TFに関しては、「脱炭素に向けた長期的取り組みを金融的に支援する必要がある一方で、その『移行性』を誰が、どのような基準で評価するのか」という構造的問題が共有された<sup>(66)</sup>。

この課題意識を受けて、金融庁は2022年以降、TF関連ファンドやグリーン債における評価・情報提供のあり方について検討を重ね、2022年12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範（以下、ガイドライン）」を公表した。

#### (2) ガイドラインの構成と特徴

ガイドラインは、法的拘束力を有する規制ではなく、業界の自主的取り組みを促すソフトローの形式を採っているが、今後の制度化を見据えた実務指針としての性格を有している。その主な内容は以下のとおりである：

透明性の確保：ESG評価や移行計画の妥当性に関する評価の前提・方法論・使用データ等について、開示を求める。TFでは特に、「排出削減目標の合理性」「ロードマップの整合性」「GHG算定範囲」の明示が求められる。

説明責任の履行：金融機関や評価業者が、TFファンドや債券に対して「なぜそれを移行と認めたのか」という説明可能性（explainability）を担保する。

利益相反の管理：評価機関が発行体から報酬を受け取るモデルである場合には、評価の独立

性や中立性が損なわれないよう、利益相反防止措置を導入する。

外部検証（Third-party verification）の促進：移行戦略の信頼性を裏付けるための第三者意見書（SPO）の活用を推奨。

TFに関連する評価活動においては、こうしたガイドラインの遵守が、今後金融商品としての信頼性を確保する条件となると考えられる。

### (3) 国内制度への影響と限界

ガイドラインの策定は、TFの運用実務に一定の統一性をもたらしたが、依然として制度的課題は残存している。第一に、ガイドライン自体が自主的な取り組みに委ねられているため、評価の質や透明性に大きなばらつきがある。第二に、TFにおける「移行性の判断基準」が依然として抽象的であり、個別産業や企業ごとに解釈の余地が残されている。

たとえば、鉄鋼業において水素還元製鉄が「移行的」とされる一方で、火力発電所におけるアンモニア混焼技術がどの程度までTFに該当するかは明確でない。この点で、経済産業省が公表する技術ロードマップとの相互参照が必要であるが、評価機関によっては十分に考慮されていない場合もある。

また、TFを対象としたESG評価の信頼性を担保するためには、国際的な評価機関（例：Sustainalytics, Moody's ESG, ISS ESG）との整合性や比較可能性が重要であるが、現時点で日本独自の評価基準が存在していないため、評価の国際的通用性の確保が課題とされている<sup>(67)</sup>。

### (4) 今後の方向性

金融庁は今後、ガイドラインを基盤としたより強制力のある規制への移行を視野に入れており、2024年以降は以下のような動きが想定される：

TFファンド・トランジションボンドに関する\*\*情報開示指針（Disclosure Guidance）\*\*の策定

ESG評価機関の登録制度や監督制度の導入可能性の検討

TFに関するデータベース整備とベンチマーク指標の公開（例：脱炭素KPI・移行計画認証制度等）

これらの制度化が進めば、日本国内においてもTFに係る評価の一貫性と透明性が向上し、国際的なグリーンファイナンス市場との接続性が高まると期待される。加えて、TFに特化した金融商品の普及や、資金調達先企業の戦略的行動変容を誘導する効果も見込まれる。

結局のところ、金融庁ガイドラインはTFを日本の制度的文脈に落とし込むための初期的かつ試行的なステップであり、今後の制度設計は、グリーンウォッシュの抑止と移行の信頼性確保という二重の要請に応えるべく、より厳格かつ整合的なフレームワークへと進化させる必要がある。

## 4.2 経産省・環境省との連携・整合性

日本におけるトランジションファイナンス（TF）の制度整備においては、金融庁のガイドラインだけでなく、経済産業省（以下、経産省）および環境省の関与と整合的連携が不可欠である。特に、産業部門における脱炭素化に向けた技術的基準や、環境評価の整備は、これら二省庁の政策的主導によって進められており、TFにおける「移行性の正当化」と「排出削減の信頼性」を裏付ける根拠ともなる。

### (1) 経産省の技術ロードマップとTF定義

経産省は、2021年に「トランジション・ファイナンス環境整備検討会」を設置し、同年5月に「トランジション・ファイナンスに関する基本的考え方」を公表した。ここでは、日本特有の産業構造、エネルギー需給構造を踏まえ、TFの基本原則として以下の3点が示されている<sup>(68)</sup>：

1. 科学的根拠に基づく長期的な脱炭素目標と整合した移行プロセスであること
2. セクター固有の課題・技術選択肢に対応した明確な移行戦略が存在すること
3. 情報開示・外部検証等を通じて投資家の信頼性を確保できること

これらの原則に基づき、経産省は電力、鉄鋼、化学、セメント、製紙等の炭素集約型産業に関する「技術ロードマップ（Technology Roadmap）」を策定し、TFに適格とされる排出削減手段（例：水素還元製鉄、アンモニア混焼、CCUSなど）を明示している<sup>(69)</sup>。この技術的基準は、TF債発行や移行戦略策定において、事業者が「何をもって移行とするか」を説明する根拠資料となる。

### (2) 環境省の役割と移行適格性評価

環境省は、TFにおける排出削減効果や環境影響に関する評価を担当する省庁として、複数の関連事業を展開している。中でも重要なのが、「グリーン・イノベーション基金」や「脱炭素先行地域」政策との接続性である。TFは、これらの政策と連動する形で、移行的技術の普及・社会実装を金融面から支援する役割を担う。

また環境省は、TFの信頼性確保に向けて「移行戦略のベンチマーク設定」や「SPO（外部評価）ガイダンス」についての支援も行っており、特にGHG排出量の算定や削減係数の設定において、LCA（ライフサイクルアセスメント）評価等に準拠したアプローチの必要性が指摘され

ている。こうした取り組みは、**排出削減の客観性や算定手法の整合性を確保する観点から重要である。**

### (3) 三省庁連携と制度統一の必要性

現在、日本の TF 制度は、金融庁（ガバナンス・評価指針）、経産省（技術基準）、環境省（排出評価）という三省庁によって分担的に構築されている。しかし、事業者や投資家にとっては、これらの制度間の接続性・整合性が不明瞭であると、**投資判断の不確実性や報告負担の増大**につながる。

このため、三省庁は 2023 年以降、TF の情報開示に関する共通フレームワークの構築に向けた連携を進めており、以下の施策が検討されている：

- 経産省の技術ロードマップと金融庁の開示項目の**クロスリファレンス化**
- TF 適格性に関する**共同認証制度の導入**（技術＋環境＋開示）
- TF プロジェクト情報の**共通プラットフォーム化**（例：移行プロジェクト・レジストリ）
- EU タクソノミーや IFRS S2 との**整合的対応指針の公表**

これにより、事業者はより一貫した基準のもとで移行戦略を立案・報告できるようになり、投資家も国際水準と照らし合わせた適格性評価が可能となる。

### (4) 課題と展望

一方で、三省庁の制度連携には課題も存在する。まず、経産省の技術ロードマップはあくまで政策的誘導手段であり、その採用が法的拘束力を持つわけではない。また、環境省の基準は学術的整合性を重視する一方で、企業実務との接合に難があるという指摘もある。結果として、TF を活用しようとする企業は、「制度の間隙」に置かれやすく、外部検証機関への依存度が高まる傾向にある<sup>(70)</sup>。

また、国際的整合性の観点では、EU タクソノミーや ISSB の開示基準と比較したときに、**日本の TF 制度は柔軟性に富む一方で評価の主観性が高い**との指摘もある。特に、日本独自の移行手段（例：アンモニア・CCUS 等）が国際基準において必ずしも「グリーン」や「移行的」と評価されない場合、投資資金の国際的流入を妨げるリスクもある。

今後の課題としては、①三省庁間の共通用語・指標・基準の整合化、②企業・金融機関・外部評価者が共通で参照できるプラットフォーム整備、③国際基準との連携方針の明確化、が挙げられる。これらを通じて、TF 制度全体の透明性・予見可能性を高める必要がある。

## 4.3 TF 制度整備と信頼性向上への課題

トランジションファイナンス（TF）は、脱炭素社会への移行を支援するための新たな資金供

給手段として、日本においても制度整備が進められてきた。金融庁のガイドライン、経産省の技術ロードマップ、環境省による排出評価ガイドラインなど、関係府省庁による分野横断的な制度形成が行われ、一定の制度的枠組みは整いつつある。しかしながら、TFの信頼性を担保し、真に機能する制度として定着させるためには、なお多くの制度的課題が残されている。

### (1) 「移行性 (transitional)」評価の曖昧性

TF制度における最大の課題は、「移行性」の評価基準が依然として不明確であり、**恣意的な解釈や運用の余地**が大きいことである。たとえば、同一セクター内においても、ある企業のアンモニア混焼計画が「移行的」とされる一方、別の企業では技術革新性が不足しているとして否定されることがある。これは、現行制度が共通の定量的基準ではなく、**各評価機関・金融機関の裁量に依拠している**ことに起因する<sup>(71)</sup>。

この点で、EUタクソミーが導入する「適格活動の技術スクリーニング基準 (technical screening criteria)」のような明確な定義と数値指標が、日本のTF制度にも求められている。日本版タクソミーの導入や、TF適格性判定基準の標準化は、今後の制度改革の柱となる可能性がある。

### (2) 第三者評価・SPOの制度的整備

TF債やTFファンドに対する第三者評価 (SPO: Second Party Opinion) は、TFの信頼性を補完する重要な制度であるが、その評価手法や開示基準にばらつきがある点も問題とされている。特に、SPOの提供者が民間営利企業であり、評価の内容が依頼企業と利害関係を持ちうる構造においては、**\*\*利益相反 (conflict of interest) \*\***の懸念が常に付きまとう。

現行では、SPO発行に関する明確な品質管理基準や登録制度が存在せず、評価の妥当性は各投資家の判断に委ねられている。これに対し、今後は金融庁や日本証券業協会などが中心となって、① SPO発行機関の登録制度、② 評価報告書の標準化、③ 検証プロセスの開示義務等の**品質担保策の制度化**が求められている。

### (3) 投資家にとっての情報非対称性

TFに関する情報開示は依然として発行体主導で行われており、投資家側が十分な比較検討材料を得られないという**情報非対称性の問題**が顕在化している。たとえば、同じ「トランジション債」として発行された商品であっても、排出削減効果の想定、使用される技術の成熟度、KPIの設定範囲などはバラバラであるため、**投資家が判断基準を統一的に持ちにくい**。

これを解決するには、TFに関する統一的な開示テンプレートの導入 (例: タクソミー適格性の有無、削減予測値、関連KPI) や、国が提供する「TFラベリング制度」「TFデータベース」等の整備が不可欠である。投資家が自己責任の下で判断するための基盤情報の提供こそが、信頼性向上の出発点となる。

#### (4) 国際整合性の確保と制度輸出の可能性

TF 制度の整備は、国内経済・産業政策と密接に関わるが、同時に**国際投資市場との整合性**を確保しなければ、資金調達市場において日本企業が孤立するリスクがある。たとえば、EU タクソミーと整合しない TF プロジェクトは、欧州の ESG ファンドから投資対象外とされる可能性がある。

この点で、日本の TF 制度が ISSB (IFRS S2) や EU CSRD との整合性を保つ努力を行い、移行戦略・情報開示・移行活動の定義に関して、一定の国際標準を反映した制度設計とすることが、今後の競争力を左右する。加えて、日本がアジア諸国に対して「トランジション金融インフラ」の制度設計を提案・支援するような**制度輸出**の可能性も検討されている<sup>(72)</sup>。

#### (5) 制度の柔軟性と規律のバランス

TF は、本質的に**技術進歩と市場状況に応じた柔軟性**を要求する制度である。他方、グリーンウォッシュの懸念を抑止するには、明確なルールと外部検証体制による規律付けが不可欠である。すなわち、TF 制度の設計には、「柔軟性と厳格性」の**トレードオフ管理**という根本的ジレンマが内在している。

このバランスを取るには、制度の中に「更新可能性 (updating mechanism)」を内包し、定期的に基準を見直すこと、ならびに制度外での対話的プロセス (例：投資家と企業のエンゲージメント、行政とのガバナンス対話) を組み込むことが重要である。

## 5 総括

本稿では、トランジションファイナンス (TF) の定義的構造から出発し、グリーンファイナンスとの比較的補完関係、典型的なグリーンウォッシュ問題の類型化、ならびに国際的および国内的な規範枠組みの整備状況について多角的に検討した。

まず、TF は気候変動対策における「段階的移行 (transition)」を前提としたファイナンスであり、現時点で温室効果ガス排出量の多い産業にも科学的根拠に基づく削減努力があれば支援対象とし得る柔軟性を有する点に特徴がある。これは従来のグリーンファイナンスが対象とし得なかった重厚長大産業への金融的関与を可能にするものであり、経済全体の脱炭素移行戦略と整合的に設計されることが求められる (日本の基本指針も、パリ協定整合の目標と長期・戦略的な削減取り組みを TF の要件としている)。

一方で、TF の拡張は、環境的誠実性を装うだけの投資商品の流通、すなわちグリーンウォッシュの**温床**となる懸念も生じさせている。本章において分析したとおり、誇張、虚偽表示、選択的開示といった典型的な手法により、企業やファンドが実質的な環境価値を伴わずに「脱炭素」や「サステナビリティ」を標榜する事例は国際的にも確認されており、金融規制当局による摘発や監督対応が進行している。

このような課題への対応として、国際的には ICMA Climate Transition Finance Handbook (自主の手引き) や、ISSB の IFRS S2 (2023 年公表) などの開示基準の収斂が進展。EU ではタクソノミー規則 (2020/852) と CSRD を中核に、技術スクリーニング基準と強制的開示を整備されている (もともと、近時は負担軽減案の議論も進んでいる)。

国内でも、金融庁の ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範 (2022)、経産省のセクター別技術ロードマップ、環境省の各種ガイドライン等が三省連携で制度基盤を形成している。

しかしながら、TF 制度の制度的完成度は未だ途上であり、「移行性」の評価基準が主観的で、第三者評価機関の評価のばらつきや利益相反構造、投資家にとっての情報非対称性といった課題が残されている。今後は、適格基準の標準化、SPO 制度の制度化、国際基準との整合性確保、そして信頼性と柔軟性のバランスをとった制度運営が重要となる。

以上のように、TF は脱炭素時代の中心的ファイナンススキームとして期待されつつも、その制度的信頼性と規律性の確保が求められる過渡期にある。本稿で示した規範的課題と制度整備の方向性は、受託者責任の比較法的・規範的分析の基盤にもなるものである。

#### 《注》

- (1) OECD, "ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations," 2021.
- (2) ICMA, "Climate Transition Finance Handbook," 2020.
- (3) 金融庁・経済産業省・環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」2025 年 5 月。
- (4) UNEP FI, "Statement by the Financial Sector on Energy Transition," 2015.9.
- (5) GFANZ, "Financial Institution Net-zero Transition Plans," 2022.11.
- (6) ICMA, "Green Bond Principles," 2021.
- (7) ICMA, 前掲注 2.
- (8) European Commission, "EU Taxonomy for Sustainable Activities," 2023 年更新。(https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\_en) (最終閲覧日: 2025 年 11 月 10 日)。EU のタクソノミーは、EU の持続可能な金融の枠組みの基礎であり、重要な市場透明性ツールである。これは、欧州グリーンディールの目標に沿って、移行に最も必要な経済活動に投資を振り向けるを助ける。タクソノミーは、2050 年までのネットゼロ軌道と気候以外のより広範な環境目標に沿った経済活動の基準を定義する分類システムである。
- (9) IFRS Foundation, "IFRS S2 Climate-related Disclosures," 2023. (https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/) (最終閲覧日: 2025 年 11 月 10 日)
- (10) IEA (国際エネルギー機関) "Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector," 2021.
- (11) 経済産業省「発電分野をめぐる最近の動向と今後の進め方について」(2025 年 8 月) 13 頁 - 14 頁。
- (12) 日本製鉄株式会社「水素による高炉での CO<sub>2</sub> 削減技術を確認 ～世界初 試験炉で CO<sub>2</sub> 削減 43% を実現、開発目標を前倒し達成～」(2024 年 12 月)。(https://www.nipponsteel.com/news/20241220\_100.html) (最終閲覧日: 2025 年 11 月 10 日)
- (13) GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero), "Sectoral Pathways to Net Zero," 2024.
- (14) SBTi, "Net-Zero Standard for Financial Institutions," 2021. (https://sciencebasedtargets.org/sectors/financial-institutions) (最終閲覧日: 2025 年 11 月 10 日)

- (15) 経済産業省「トランジション・ファイナンス～基本指針の論点とロードマップとの関連～」(2022年5月)5頁。
- (16) TerraChoice, "The Sins of Greenwashing," 2010.
- (17) Delmas, M. A. & Burbano, V. C., "The Drivers of Greenwashing," \*California Management Review\*, 2011年, 54 (1), 64-87. 本稿ではグリーンウォッシングの外部(機関と市場の両方)、組織的、および個人の要因を調査し、管理者、政策立案者、NGOがグリーンウォッシングの蔓延を減らすため提案がなされている。
- (18) Morningstar, "U.S. Sustainable Funds Landscape 2024 in Review," 2024.
- (19) OECD, "ESG Investing: Practices, Progress and Challenge" 2020.
- (20) European Commission, "Proposal for a Directive on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive)," 2023.
- (21) U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), "SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations," 2022. (<https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)、SEC、BNYメロン・インベストメント・アドバイザーをESGへの配慮に関する虚偽表示と不作為で告発。
- (22) Morriorn, "Greenwashing in Financial Markets," 2022. (<https://www.morrison-finance.com/post/greenwashing-in-financial-markets-detection-regulation-and-strategic-responses>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)
- (23) TerraChoice, 前掲注16。
- (24) Reuters, "DWS to pay \$25 mln to end US probe into greenwashing, other issues," 2023.9.26. (<https://www.reuters.com/legal/dws-pay-25-mln-over-us-charges-over-esg-misstatements-other-violations-2023-09-25/>) (最終閲覧日: 2025年10月10日)、ドイツ銀行が管理する投資会社DWSは、環境・社会・ガバナンス(ESG)投資に関する虚偽表示とマネーロンダリング防止を目的とした政策の失敗に対し2,500万ドルの罰金を支払うと米国の規制当局が発表した。
- (25) 金融庁「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」2022年12月。
- (26) European Commission, "Proposal for a Directive on Substantiation and Communication of Explicit Environmental Claims," 2023年。欧州委員会が2023年3月22日に提出した立法提案。製品やサービスの環境メリットに関する誤解を招く主張に対処することを目指している。グリーンクレーム指令(GCD)草案としても知られている。
- (27) Blackrock, "UK Stewardship Code Statement," 2024.
- (28) U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), "SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations," Press Release, May 23, 2022. (<https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86>)
- (29) SEC, Order Instituting Administrative and Cease-and-Desist Proceedings, In the Matter of BNY Mellon Investment Adviser, Inc., Release No. IA-6032, May 23, 2022. (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2022/ia-6032.pdf>)
- (30) Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. § 80b-1 et seq.
- (31) SEC 前掲注29。
- (32) SEC 前掲注29, Civil Penalty 部分。
- (33) SEC, "Climate and ESG Task Force," 前掲注4。
- (34) DWS Group GmbH & Co. KGaA, "Annual Report 2020," 2021.3, p. 12.
- (35) The Wall Street Journal, "Fired Executive Says Deutsche Bank's DWS Overstated Sustainable-Investing Efforts" August 25, 2021. (<https://www.wsj.com/finance/investing/fired-executive-says-deutsche-banks-dws-overstated-sustainable-investing-efforts-11627810380>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)

- (36) Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) ドイツ証券取引法, § 97, § 119.
- (37) Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77a et seq.; Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. § 80a-1 et seq.
- (38) Financial Times, “German police raid DWS and Deutsche Bank over greenwashing allegations,” May 31, 2022. (<https://www.ft.com/content/ff27167d-5339-47b8-a261-6f25e1534942>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)、フランクフルトの検察当局は、「資産運用会社DWSが、いわゆる『グリーン金融商品』を販売する際に、実際よりも『環境に優しい』あるいは『より持続可能』であるかのように販売していたという国内外のメディアの報道がきっかけ」だと述べた。「調査の結果、DWSファンドの販売目論見書に記載された内容に反して、多数の投資においてESG要因が全く考慮されていなかったという十分な事実上の証拠が明らかになった」と付け加え、この潜在的な不正行為を「目論見書詐欺」と呼んだ。
- (39) U.S. Department of Justice, “DWS to Pay \$25 Million to Resolve Greenwashing Investigations,” September 25, 2023. (<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)、ドイツ銀行の子会社DWS、ESG投資に関するマネーロンダリング防止違反および虚偽表示に対して2,500万ドルを支払う。
- (40) Advertising Standards Authority, “Ruling on HSBC UK Bank plc,” October 19, 2022. (<https://www.asa.org.uk/rulings/hsbc-uk-bank-plc-g21-1127656-hsbc-uk-bank-plc.html>) (最終閲覧日: 2025年10月10日)、ASAはHSBC UK Bank plcに対し、今後、環境に関する主張を盛り込んだマーケティング・コミュニケーションは、適切な基準を満たし、二酸化炭素および温室効果ガスの排出への貢献に関する重要な情報を省略しないようにするよう指示した。
- (41) UK Code of Non-broadcast Advertising and Direct & Promotional Marketing (CAP Code), Rules 3.1, 11.
- (42) The Guardian, “HSBC ads banned by watchdog over misleading green claims,” October 19, 2022. (<https://www.theguardian.com/business/2022/oct/19/watchdog-bans-hsbc-ads-green-cop26-climate-crisis>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)、英国の広告監視機関が一連の誤解を招く広告を禁止し、今後のキャンペーンでは気候危機に対する銀行の貢献を開示しなければならないと述べた。
- (43) 朝日新聞「人気のESG投信、『名ばかり』に注意 金融庁監督強化」2021年6月29日。
- (44) 金融庁 前掲注25。
- (45) 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)。( <https://www.fsa.go.jp/news/r4/shouken/20230331-2/20230331-2.html>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)
- (46) ICMA, 前掲注2。
- (47) ICMA, 前掲注6。
- (48) ICMA, “Sustainable Bond Guidelines: Use of Proceeds and External Review,” 2022.
- (49) OECD, “ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations,” 2023.
- (50) Legal & General Investment Management, “Stewardship Policy,” 2010.
- (51) Aviva Investors, “Aviva Investors Stewardship Statement,” 2010.
- (52) PRI, Federated Hermes: an engagement-driven approach to climate change, 2024.11. (<https://www.unpri.org/climate-change/federated-hermes-an-engagement-driven-approach-to-climate-change/12847.article>) (最終閲覧日: 2025年11月10日)
- (53) Railpen, “Stewardship Report,” 2015.
- (54) Institutional Investors Group on Climate Change, “Annual Report 2010.”
- (55) European Commission, “EU Taxonomy for Sustainable Activities,” 2023年更新。( [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)) (最終

閲覧日：2025年11月10日)

- (56) Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council (EUタクソノミー規則)。
- (57) European Commission, “Platform on Sustainable Finance: Final Report on Minimum Safeguards,” 2022. ([https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en)) (最終閲覧日：2025年11月10日)
- (58) European Commission, “Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD),” 2023年。([https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en)) (最終閲覧日：2025年11月10日)
- (59) Reuters, “EU drafts plan to label gas and nuclear investments as green,” 2022.1.2. (<https://www.reuters.com/markets/commodities/eu-drafts-plan-label-gas-nuclear-investments-green-2022-01-01/>) (最終閲覧日：2025年11月10日)、欧州連合(EU)は、どの投資が本当に気候に優しいのかをめぐって政府間で1年にわたる論争が続いた後、一部の天然ガスおよび原子力エネルギープロジェクトを「グリーン」投資と分類する計画を策定した。
- (60) 欧州委員会「SFDR Review Consultation Document」(2024年)。
- (61) Morningstar, “ESG Fund Classification Challenges,” 2023.
- (62) OECD, “ESG Investing and Climate Transition,” 2023.
- (63) European Commission, “Public Consultation on the SFDR Framework,” 2024.
- (64) ICMA, Climate Transition Finance Handbook (2020).
- (65) 金融庁 前掲注 25。
- (66) 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書」2021年6月。
- (67) OECD, “ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations,” 2023年。
- (68) 経済産業省「第12回トランジション・ファイナンス環境整備検討会事務局資料」2025年7月。
- (69) 経済産業省 前掲注 15。
- (70) 金融庁 前掲注 25。
- (71) 金融庁 前掲注 25。
- (72) 経済産業省「アジアにおけるトランジション・ファイナンス推進のあり方について」2025年7月。

#### 主要参考文献一覧

##### 和文

- 経済産業省「アジアにおけるトランジション・ファイナンス推進のあり方について」2025年7月。
- 経済産業省「第12回トランジション・ファイナンス環境整備検討会事務局資料」2025年7月。
- 経済産業省「発電分野をめぐる最近の動向と今後の進め方について」2025年8月。
- 経済産業省「トランジション・ファイナンス～基本指針の論点とロードマップとの関連～」2022年5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。(<https://www.fsa.go.jp/news/r4/shouken/20230331-2/20230331-2.html>)
- 金融庁「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」2022年12月。
- 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書」2021年6月。
- 金融庁・経済産業省・環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」2025年5月。
- 日本製鉄株式会社「水素による高炉でのCO<sub>2</sub>削減技術を確立～世界初 試験炉でCO<sub>2</sub>削減43%を実現、開発目標を前倒し達成～」2024年12月 ([https://www.nipponsteel.com/news/20241220\\_100.html](https://www.nipponsteel.com/news/20241220_100.html))

## 英文

- Advertising Standards Authority, "Ruling on HSBC UK Bank plc," 2022. (<https://www.asa.org.uk/rulings/hsbc-uk-bank-plc-g21-1127656-hsbc-uk-bank-plc.html>)
- Aviva Investors, "Aviva Investors Stewardship Statement," 2010.
- BlackRock, "UK Stewardship Code Statement," 2024.
- Delmas, M. A. & Burbano, V. C., "The Drivers of Greenwashing," *California Management Review*, 2011, 54 (1), 64-87.
- DWS Group GmbH & Co. KGaA, "Annual Report 2020," 2021.
- European Commission, "Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)," 2023. ([https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en))
- European Commission, "EU Taxonomy for Sustainable Activities," 2023. ([https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en))
- European Commission, "Platform on Sustainable Finance: Final Report on Minimum Safeguards," 2022.
- European Commission, "Proposal for a Directive on Substantiation and Communication of Explicit Environmental Claims (Green Claims Directive)," 2023.
- Financial Times, "German police raid DWS and Deutsche Bank over greenwashing allegations," 2022. (<https://www.ft.com/content/ff27167d-5339-47b8-a261-6f25e1534942>)
- GFANZ, "Financial Institution Net-zero Transition Plans," 2022.
- GFANZ, "Sectoral Pathways to Net Zero," 2024.
- ICMA, "Climate Transition Finance Handbook," 2020.
- ICMA, "Green Bond Principles," 2021.
- ICMA, "Sustainable Bond Guidelines: Use of Proceeds and External Review," 2022.
- IFRS Foundation, "IFRS S2 Climate-related Disclosures," 2023. (<https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/>)
- Institutional Investors Group on Climate Change, "Annual Report 2010."
- IEA, "Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector," 2021.
- Legal & General Investment Management, "Stewardship Policy," 2010.
- Morrison, "Greenwashing in Financial Markets," 2022. (<https://www.morrison-finance.com/post/greenwashing-in-financial-markets-detection-regulation-and-strategic-responses>)
- Morningstar, "U.S. Sustainable Funds Landscape 2024 in Review," 2024.
- OECD, "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges," 2020.
- OECD, "ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations," 2023.
- PRI & Federated Hermes, "An Engagement-driven Approach to Climate Change," 2024. (<https://www.unpri.org/climate-change/federated-hermes-an-engagement-driven-approach-to-climate-change/12847.article>)
- Railpen, "Stewardship Report," 2015.
- Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council (EU Taxonomy Regulation)
- Reuters, "DWS to pay \$25 mln to end US probe into greenwashing, other issues," 2023. (<https://www.reuters.com/legal/dws-pay-25-mln-over-us-charges-over-esg-misstatements-other-violations-2023-09-25/>)
- Reuters, "EU drafts plan to label gas and nuclear investments as green," 2022. (<https://www.reuters.com/markets/commodities/eu-drafts-plan-label-gas-nuclear-investments-green-2022-01-01/>)
- SBTi, "Net-Zero Standard for Financial Institutions," 2021. (<https://sciencebasedtargets.org/sectors/>)

financial-institutions)

TerraChoice, "The Sins of Greenwashing," 2010.

The Guardian, "HSBC ads banned by watchdog over misleading green claims," 2022. (<https://www.theguardian.com/business/2022/oct/19/watchdog-bans-hsbc-ads-green-cop26-climate-crisis>)

The Wall Street Journal, "Fired Executive Says Deutsche Bank's DWS Overstated Sustainable-Investing Efforts," 2021. (<https://www.wsj.com/finance/investing/fired-executive-says-deutsche-banks-dws-overstated-sustainable-investing-efforts-11627810380>)

U.S. Department of Justice, "DWS to Pay \$25 Million to Resolve Greenwashing Investigations," 2023. (<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>)

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), "SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations," 2022. (<https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86>)

SEC, "Order Instituting Administrative and Cease-and-Desist Proceedings, In the Matter of BNY Mellon Investment Adviser, Inc.," Release No. IA-6032, 2022. (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2022/ia-6032.pdf>)

UNEP FI, "Statement by the Financial Sector on Energy Transition," 2015.

UK Code of Non-broadcast Advertising and Direct & Promotional Marketing (CAP Code), Rules 3.1, 11.

## Transition Finance and Greenwashing Regulation

Masanobu ISHIZAKI

### Abstract

This paper examines the intersection of climate change mitigation and financial regulation, focusing on transition finance and greenwashing regulation, and clarifies their institutional challenges and future directions. Transition finance is defined as a framework that financially supports the phased decarbonization of carbon-intensive industries. The paper discusses its complementary relationship with green finance, the importance of assessing the credibility of transition plans, and the significance of disclosure obligations. Greenwashing is categorized into three typical forms—exaggeration, false claims, and selective disclosure—and analyzed through case studies such as the BNY Mellon case in the United States, the DWS case in Germany, the HSBC advertising case in the United Kingdom, and the ESG fund labeling issues in Japan. These analyses reveal that inconsistent disclosure standards and weak external verification systems can undermine market trust, highlighting the need for institutional arrangements that ensure transparency and accountability. Furthermore, the paper compares international and domestic regulatory frameworks, including IFRS S2, the EU Taxonomy, the CSRD, and supervisory guidelines issued by the Japanese Financial Services Agency, emphasizing the importance of achieving both international consistency and investor protection. Ultimately, this paper conceptualizes transition finance and greenwashing regulation as complementary frameworks and concludes that ensuring a sustainable flow of capital requires scientifically grounded transition plans, quantitative KPIs and disclosure obligations, robust external verification mechanisms, and alignment with international standards. Meeting these conditions will enable financial markets to serve as effective drivers of decarbonization while preserving investor protection and market integrity.

**Keywords:** decarbonization, ESG investment, sustainable finance, transition finance, green finance, greenwashing, IFRS S2, EU Taxonomy, CSRD, Japanese FSA supervisory guidelines