

2026年1月

[LinkedIn](#)でフォローする

実務インサイト

グリーンウォッシュに対抗するため、ESMAはESG インテグレーションおよび除外に関する基準を厳格化

著者：[Ruth Knox](#)・[Matthew Ivor-Jones](#)・[Joanna Broadwith](#)

欧州証券市場庁（ESMA）は1月14日、サステナビリティ関連の主張に関する2つ目のテーマ別文書（以下「第2次ESMA文書」）を発表しました。第2次ESMA文書は、規制対象外のコミュニケーションにおいて、企業が自社のESG戦略をどのように説明しているかに焦点を当てています。特に、最も一般的でありながら、しばしば「野心レベルが低い」とみなされがちなサステナブル投資アプローチである「ESGインテグレーション」および「ESG除外」に重点が置かれています。

第2次ESMA文書は、2025年7月に発表された最初のテーマ別文書から比較的短い期間で発行されました。最初の文書では、サステナビリティ関連の主張の基礎となる4つの主要原則が示されたほか、ESGに関する評価や実績、業界イニシアチブ、ラベルや賞、同業他社との比較に関する実践的な「推奨される対応（Do's）」と「避けるべき対応（Don'ts）」、および好事例と不適切な事例が提示されました。第2次ESMA文書も同様の構成をとっています。

4つの基本原則

ESMAは、すべてのサステナビリティに関する主張は「明確で、公正であり、誤解を招くものであってはならない」と繰り返し強調しています。これを達成するため、企業は以下の4つの基本原則に沿って主張を行う必要があります。

1. **正確性（Accurate）**：主張は正確で、一貫性があり、精密でなければなりません。情報の省略やチェリーピッキング（都合の良いデータのみを抽出すること）は避け、使用されるESG用語や非テキスト情報（画像や音声）が企業または商品のサステナビリティ・プロフィールと一致していることを確認する必要があります。
2. **分かりやすさ（Accessible）**：情報はアクセスしやすく、理解しやすいものである必要があります（過度に複雑な専門用語は避けるべきです）。ただし、「過度に単純化」されたものであってはなりません。
3. **根拠の明示（Substantiated）**：主張は、明確で信頼できる推論、事実、プロセスによって裏付けられなければなりません。また、その実証は、公正かつ比例的で、意味のある方法論に基づいている必要があります。

4. **最新性 (Up to date)** : サステナビリティに関する主張は最新の情報に基づくべきであり、重大な変更があった場合には、適時に開示される必要があります。

ガイダンスの対象分野：ESGインテグレーションとESG除外

第2次ESMA文書では、ESGインテグレーションおよびESG除外が、投資家（特にリテール投資家）とのコミュニケーションにおいて市場で広く用いられており、誤解を招く可能性がある（実際に招いてきた）と指摘しています。

ESMAは、これら2つの戦略に対する理解を以下の通り示しています。

- **ESGインテグレーション**：投資プロセスまたは意思決定プロセスにおいて、重要なESG要因、リスクおよび機会を考慮することにより、リスク調整後リターンの向上を目指す（拘束力のある、または拘束力のない）戦略です。これは、財務的マテリアリティ（シングル・マテリアリティ）、または実体経済におけるサステナビリティへの影響評価（ダブル・マテリアリティ）に基づく場合があります。
- **ESGの除外**：一般的に、リスクを伴いやすいエクスポージャーの回避・最小化や、特定の価値観や規模にポートフォリオを適合させること（あるいはその両方）を目的とした戦略です。実務上は、証券、発行体、投資対象、セクター、地域、事業慣行、その他の金融商品といった投資ユニバースに対して一貫したフィルターを適用し、条件に該当するものを除外するという形が実施されることがあります。

市場の観察結果と相違点

ESMAは、ESGインテグレーションおよびESG除外が一般的に「目標水準の低い」戦略とみなされていること、また市場全体で使われ方に一貫性がなく、結果として全く異なる取り組み水準を示唆してしまっていることを指摘しています。その結果、これらの用語は、投資家の誤解を避けるために明確かつ正確な説明を要します。特に「ESGインテグレーション」という言葉が、他のESGアプローチの総称（アンブレラ・ターム）として使用されている場合は注意が必要です。ESMAは、市場実務のばらつきが、このような主張の有用性を損なう可能性があるとして強調しています。主な相違点は以下の通りです。

- **ESGインテグレーション**：インテグレーションが商品のESGアプローチに対して拘束力を持つかどうか、ESG要素の変化がアクションを起こす引き金となるかどうか、ESG要因がポートフォリオ構築やバリュエーション／財務分析にどのような影響を与えるか、そしてポートフォリオ構成への実際の影響などが、企業間でばらつきを生む主要な要因となっています。
- **ESGの除外**：絶対的または相対的な閾値（しきい値）の厳格さ、除外ルールの基準となるESG要件をマテリアリティ評価が裏付けているかどうか、そして投資可能ユニバースの実際の削減度合いやポートフォリオ構成への影響などから相違が生じます。

ESMAは第2次ESMA文書の中に好事例と不適切な事例を盛り込んでおり、グリーンウォッシュを防ぐために、ESGインテグレーションと除外に関するすべてのコミュニケーションが明確かつ公正で、正確なものでなければならないと求めています。

ESGインテグレーションに関する指針

第2次ESMA文書において、ESMAはESGインテグレーションに関する企業向けの「推奨される対応（Do's）」と「避けるべき対応（Don'ts）」を以下の通り提示しています。

推奨される対応	避けるべき対応
ESG要因がどのように考慮されているかを正確に説明するため、平易な言葉で「ESGインテグレーション」を明確に定義し、分かりやすい例を用いるよう努めること。	「ESGインテグレーション」という言葉を、除外やベスト・イン・クラスといった様々なESG戦略を説明するための包括的な総称（アンブレラ・ターム）として使用しないこと。
以下の各点について明確に説明すること。 (1) ESGインテグレーションに拘束力があるか否か (2) ESG要因がポートフォリオに関する意思決定の契機となるか (3) 保有銘柄の財務分析においてESG要因がどの程度考慮されているか (4) ESGがポートフォリオ構成にどのような影響を及ぼすか	ESGインテグレーションを適用している商品のみを含んでいるか、あるいは他のESG戦略を実施している商品も含んでいるのかを明確にしないまま、事業体レベルでの主張を行わないこと。
どのレベルでESGインテグレーションが行われているかを明確にすること（例：証券の選択、証券のウェイト付け、資産配分など）。	ESGベンチマークを持つ商品について、商品自体もベンチマークもインテグレーションを実施していない場合に、インテグレーションを主張しないこと。
様々な資産クラス、セクター間、あるいはプロセスの各段階において、ESGインテグレーションの目標水準に違いがある場合は、その点について透明性を確保すること。	他の要因によって裏付けられていない限り、商品の優れたサステナビリティ・プロファイルを強調する根拠としてESGインテグレーションを使用しないこと。
戦略がシングル・マテリアリティかダブル・マテリアリティのどちらのアプローチを採用しているかを明確にすること。	

ESGの除外に関する指針

同様に、ESG除外に関しても以下の指針が示されています。

推奨される対応	避けるべき対応
ESG除外を実施するために用いられるプロセス、ESG基準および閾値を明確に説明すること。	除外ルールが明確に定義された基準に基づいておらず、一貫して適用されていない場合には、ESG除外戦略を採用していると主張しないこと。
ESG除外が絶対的な条件で定義されているのか、あるいはすべての（または一部の）基準に適用される閾値に基づいているのかを明確にすること。	設定した閾値が十分に高い水準であり、かつその効果を客観的に実証できる場合を除き、サステナビリティの面で優位性があると謳わないこと。
ESG除外戦略がマテリアリティ評価に依存しているかどうか、また依存している場合は、それがシングル・マテリアリティかダブル・マテリアリティかについて透明性を保つこと。	

推奨される対応	避けるべき対応
除外が投資可能ユニバースや最終的なポートフォリオ構成に与える影響の程度を、明確にすること。	
除外の基準が、全社的な方針に基づいて設定されているのか、対象商品の投資ユニバースに合わせて個別にカスタマイズされているのか（あるいはその両方を組み合わせているのか）について、明確に説明すること。	

実務への影響 – 企業様が本件との兼ね合いで留意すべき点

第2次ESMA文書は、欧州の規制当局がサステナビリティ関連の主張や枠組みに対する監視の目をますます強めていることを示しています。これは、グリーンウォッシュに対する規制当局の不寛容が高まっているという広範なトレンドの一部です。企業様におかれましては、自社のESGインテグレーションおよび除外の枠組みを見直し、更新される際、欧州における政策の方向性を真摯に受け止めていただくことが重要です。

企業様におかれましては、以下の対応をご検討いただくことをお勧めいたします。

- 既存のグリーンウォッシュ対策ガイダンスや社内のマーケティング方針について、ESMAのガイダンスに照らした見直しを行われることをお勧めいたします。その際、特に、ESGインテグレーションやESG除外に関するコミットメントがどのように記載されているかに重点を置いてご確認いただくことが推奨されます。この初期レビューでギャップ（乖離）が特定された場合、企業様におかれましては、マーケティング資料の全面的な監査を直ちに行うのではなく、まずは対象を絞った評価を実施することが望まれます。具体的には、重大な欠陥が確認されない限り、EU向けに発信される規制対象外の資料（ウェブサイト、サステナビリティ報告書、ピッチ資料、マーケティング・コミュニケーション、ファクトシートなど）を、第2次ESMA文書に照らして評価していただくことをお勧めします。
- 社内のトレーニング・プログラムを見直し、適切なトレーニング、システム、プロセスや管理体制が整っているかをご確認いただくことをお勧めいたします。これにより、サステナビリティに関連するすべての主張が、測定可能かつ合理的に説明可能なフレームワークに裏付けられ、EUのサステナブルファイナンス開示規制（SFDR：Sustainable Finance Disclosure Regulation）などの規制上の開示要件と整合していることを確保できます。
- また、自社のESGインテグレーションやESG除外に関する方針・コミットメントを、ESMAが提示する「好事例（グッド・プラクティス）」と比較検証されることも推奨されます。

本稿の内容に関してご質問等がございましたら、以下のポールヘイスティンガスの各国法弁護士まで、どうぞお気軽にお問い合わせください。

ロンドン

Ruth Knox
+44-20-3321-1085
ruthknox@paulhastings.com

Matthew Ivor-Jones
+44-20-3023-5250
matthewivor-jones@paulhastings.com

Joanna Broadwith
+44-20-3986-1236
joannabroadwith@paulhastings.com

東京

Olga Belosludova
+81-3-6229-6137
olgabelosludova@paulhastings.com

免責事項：「Stay Current」は、ポールヘイスティンガスのクライアントおよび関係者の皆様への情報提供のみを目的として発行されたものであり、法的なアドバイスとして依拠または解釈されるべきものではありません。本稿に示されている見解は執筆者個人のものであり、必ずしもポールヘイスティンガスの公式な見解を代表するものではありません。最近の動向や特定の事実関係に関する具体的な情報については、必ず法律顧問の意見をお求めください。なお、本資料は一部の法域において「弁護士広告」とみなされる場合がございます。ポールヘイスティンガスは有限責任事業組合（LLP）です。