

JSRI Discussion Paper Series

No.2023-01

「米国における気候変動リスク情報の開示
規制：新領域への規制アプローチ」

Regulation of Climate Change Risk
Disclosure in the U.S.: Regulatory
Approaches to New Area

主席研究員 若園 智明

May 2023

「目次」

1. はじめに
2. SEC 規則の概要
 - 2.1. 提案された気候変動リスク情報の開示規則
 - 2.2. 提案規則に対する SEC 内部の反応
3. 提案規則に寄せられたコメント
 - 3.1. SEC の委員長・委員経験者
 - 3.2. 連邦議会議員の反応
 - 3.3. 州政府の反応
4. 最終規則
 - 4.1. 提案規則で指摘された課題
 - 4.2. 最終規則（本ディスカッション・ペーパーでは空欄）
5. まとめ：反 ESG の広がり

1. はじめに

本ディスカッション・ペーパーは、SEC の最終規則が公開される以前に掲載されているため、この最終規則の内容は含まれていない。最終規則を含めた完成稿は『証券経済研究』第 124 号（2023 年 12 月号）に掲載する予定である。

米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、SEC）は Securities Act of 1933（33 年証券法）や Securities Exchange Act of 1934（34 年証券取引所法）などの連邦証券諸法を根拠法とし、①投資者保護、②公正で秩序ある効率的な市場の維持、③資本形成の促進、を使命に掲げて資本市場の規制・監督を担う Independent Regulatory Agency（独立規制行政庁）である¹。本稿は、SEC が 2022 年 3 月に提案した気候変動リスクの開示規則を題材とし²、この領域への規制適用に際して SEC が対処すべき諸課題について検討する。今回の規則提案は、発行体に求められる法定開示に気候変動に関連する情報を追加する試みであるが、SEC の規制領域の拡大とも解釈できる。それ故に、SEC は法的権限の確認の他にも規制の経済分析などで規制行為の正当性を示す必要が生じる。

現バイデン政権の方針が SEC に規制行動を促したと指摘されている。

ジョセフ・バイデンは、21 年 1 月の大統領就任直後に米国のパリ協定への復帰を表明し³、同年 4 月に主催した気候リーダーズサミットや 11 月の COP21 において 05 年比で温室

¹ Independent Federal Agency とも呼称される。

² The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (Release No.33-11042)、2022 年 3 月 21 日の委員会投票を経て公開。

³ パリ協定には、米国 EU など 197 の国と地域が参加している。米国内では、2020 年末時点で S&P500 に採用されている企業の 3 分の 2 が carbon emission（炭素排出量）の目標を定めている。

効果ガス（Greenhouse Gas、GHG）の国内排出量を 30 年までに半減させると宣言した⁴。また 5 月に発令した大統領令において⁵、政府方針としての一貫性があり比較可能な形式での気候関連の金融リスク情報の開示促進を明記し、さらには金融安定監督協議会（Financial Stability Oversight Council、FSOC）に対して⁶、気候変動が金融システムに及ぼすリスクを軽減するために必要な施策の提言を命じている⁷。22 年 8 月の大統領署名で成立した Inflation Reduction Act（インフレ抑制法）でも、気候変動対策が柱の 1 つとなっている⁸。

次節で述べる様に、気候変動リスク情報開示を巡る SEC の試みは、これまでの SEC の取り組みに矛盾するものではない⁹。しかしながら、これまで SEC が要求してきた情報とは比較にならないほど詳細である。特に GHG 排出量の記載要求などは、証券諸法を根拠とする法定開示としては異質にも感じられる。第 3 節で比較するように、22 年 3 月の規則提案の後に募集されたパブリックコメントでは、連邦議会議員のみならず、州政府や歴代の SEC 委員長・委員経験者からも多数の意見が SEC に寄せられた。SEC が企画する規制や規則に対しては常に賛否両論があるが、気候変動リスク情報の追加的開示はかつて無いほどに論議の的となり、民主党と共和党の政治的な利害対立までも持ち込まれているように感じられる¹⁰。

⁴ 同時期に日本も国際公約である GHG 排出量の削減目標を 26%から 46%に引き上げている。直近では、2023 年 4 月 16 日に主要 7 カ国の気候・エネルギー・環境相会合（@札幌）が公表した共同声明において、19 年比で GHG 排出量を 35 年までに 60%削減する緊急性が高まっていることが記載された。GHG 排出量の削減は先進国共通のコミットメントとなっている。

⁵ 2021 年 5 月 20 日にバイデンが署名した Climate-related Financial Risk（EO14030）。

⁶ FSOC は 2010 年のドッド・フランク法が設置した金融の安定性を脅かすリスクの認識とその対策、市場規律の促進を目的とする財務長官を議長とする会議体であり、SEC の委員長も投票権を有するメンバーである。詳細は若園（2015）の第 4 章を参照されたい。

⁷ この大統領令の命令に応じて FSOC は、2021 年 10 月 21 日に「Report on Climate-Related Financial Risk」を公開し、大統領に提出している。この報告書では、「気候関連リスクの開示とそれを管理する計画を開示することで、投資家と市場参加者がそのようなリスクを意思決定に含めることが可能となり、金融システムの信頼性の促進の手助けとなる他、気候関連リスクの価格付けは金融ショックの可能性を減らすのに役立つ」と記述されている。また、この報告書のリコメンドに沿って、2021 年 12 月に FSOC の気候関連リスクの認識を補うための会議体である Climate-related Financial Risk Committee を創設し、2022 年 10 月には CRFC に対して調査報告を行う Climate-related Risk Advisory Committee を創設している。（ただし、共に本稿執筆時点での具体的な活動は不明。）

⁸ この法律がもたらす歳出の 8 割（約 3,900 億ドル）は気候変動対策に使用される。

⁹ 近年、SEC は ESG に関連する規則の整備を行っている。2020 年 8 月に公表した最終規則では、非財務情報を扱う Reg. S-K を修正し人的資本についての開示を求めている。ただし、この最終規則は人材の開発、企業自身の魅力向上、従業員の維持の取り組みを例示するに留まり、具体的な開示項目については記載していない。また 2022 年 5 月には、グリーンウォッシュ問題に対応すべく、ESG 投信の情報開示規則を提案している。

¹⁰ わが国では、2021 年 6 月に金融庁審議会ディスクロージャーワーキング・グループが開示した報告書において、事業者による GHG の Scope1 と 2 の排出量を積極的に開示することが期待されている（ただし努力目標として）。また 21 年の改訂 CG コードにおい

気候変動への対策や GHG 排出量の削減努力は国際社会でも共通の目標であり、その必要性は米国内においても認識されている。しかしながら、このような新たな領域の扱いには、法的権限の確認や専門性の確保などを経た相当に慎重な規制アプローチが求められる。社会的に必要であることが必ずしも規制を適用する正当な理由とはならない。ましてや SEC の提案規則には、利害関係の調整までもが持ち込まれているようにもみえる。SEC のジレンマであろう。

2. SEC 規則の概要

本節は、2022 年 3 月 21 日に SEC が公開した提案規則「The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors」および、この提案規則に対する SEC 内部の意見をまとめる。

10 年に SEC が公開した解釈ガイダンス（後述）によれば、環境情報の開示に関連する SEC の取り組みは 71 年の解釈リリースに遡ることができる¹¹。このリリースは、発行体に対して環境関連の法律に従う場合に生じる財務的影響の開示を考慮するよう求めている。また 79 年の解釈リリースでは¹²、環境開示に関して取られた法的・行政的措置に関する要約も含まれている。SEC の環境に関連する規則行動としては、81 年 5 月に Reg. S-K を修正して環境情報を開示する提案を行っており、また現在の Reg. S-K の Item103 (Legal Proceedings) (図表 1) における環境関連の開示は、82 年 3 月の最終規則で定められている¹³。しかしながら、これらは気候変動リスクがもたらす影響について明示的に扱っているわけではない。

て、気候変動を含めたサステナビリティをめぐる課題への取り組みが求められるとともに、東証のプライム上場企業に対しては、TCFD または同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めることが求められている。SEC の提案ほどのレベルではないが、わが国でも類似した要求が行われている。

¹¹ 「Disclosures Pertaining to Matters Involving the Environment and Civil Rights」(Release No. 33-5170、1971 年 7 月 19 日)。

¹² Release No. 33-6130、1979 年 9 月 27 日。

¹³ 「Adoption of Integrated Disclosure System」(Release No. 33-6383、(1982 年 3 月 3 日)。Reg.S-K の Item103 の閾値等は 2020 年 8 月に見直されている。

図表1 非財務情報の開示請求(Regulation S-K)

Item 101	本体および子会社のビジネスに関する開示。 連邦や州・地方が制定する環境保護の法令を遵守することが 資本支出や収益、競争力におよぼす重大な影響の開示。
Item 103	環境に関連する訴訟が、本体および子会社の事業や財務状況にとって 重要である場合の開示。
Item 303	経営者による議論と分析 (MD&A) を開示。 審議中の気候変動に関連する法規制が制定される可能性が高い場合、 その法規制が事業や財務にもたらす影響について開示。
Item 503(c)	気候変動に関する法規制の変更がもたらすリスクについての開示。

(出所) SEC (2010) より作成。

GAO (2004) によれば¹⁴、04年の時点で投資家等は SEC が要求する環境情報の項目が定まっていないために重要な情報把握が困難であり、一方で発行体は情報開示に対する SEC のガイダンス等が不足しており、また開示内容には各社の事情に応じた柔軟性を求めている。これらは SEC の環境情報の定義が不十分であったことを意味する。さらに GAO (2004) は、90年のアグリーメント移行、SEC に対して環境保護庁 (EPA) からの情報提供は始まっているものの、SEC と EPA の間での協調した取り組みは限定的であると評価している。

SEC の規制行動で気候変動を明示的に扱ったのは 10 年 2 月に公開した「Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (SEC, 2010)」が最初となる¹⁵。このガイダンスは発行体の財務に重大な影響を与える気候変動関連の情報開示に関する解釈を示しており、定性情報として年次報告書等に記載される「Management Discussion & Analysis (MD&A)」(Reg. S-K の Item303) の対象に気候変動が加えられている。ただし私見ではあるが、このガイダンスにより主要な発行体が提出する年次報告書等において気候変動関連の情報開示が充実したようにはみえない¹⁶。その後、16 年 4 月のコンセプト

¹⁴ U.S. Government Accountability Office (政府説明責任局、GAO) とは、1921年に前身の General Accounting Office として設立された政府機関である。当初はわが国の会計検査院と類似した機能であったが、2004年に名称の変更と機能の見直しがあり、連邦機関の監査や評価、連邦議会の命に基づく調査を行っている。

¹⁵ 2020年8月26日の最終規則「Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105」で Reg. S-K の見直しが行われているが、アリソン・ヘレン・リー委員 (当時、民主党) は最終規則公表後の声明の中で、「気候変動リスクという重要なテーマを盛り込めなかった、あるいは盛り込むかどうかの議論さえできなかったという懸念がある」とコメントしている。

¹⁶ GAO (2016) によれば、SEC の Division of Corporate Finance が 60 社の年次報告書を対象にガイダンスの効果を調査したが、ガイダンスの前後で気候変動関連の情報開示に特に変化は観察されなかった。

リリースで Reg. S-K が定める非財務情報の開示に関する意見募集の中に気候変動リスク関連の報告が含まれ¹⁷、その結果が今回の提案の基礎になったと推測される。この 16 年のコンセプトリリースを扱った GAO (2018) によれば、この時点で発行体の気候関連の情報はその形式や基準が統一されておらず、また定量的でない情報もあり、各社の比較分析が困難であること、同情報に関して SEC の担当局である企業金融局 (Division of Corporate Finance) は追加的な提出を求める権限がないことを記述している。また、SEC の投資家諮問委員会のメンバーの見解として、追加的な開示要求や発行体の気候関連情報に対する監視の強化は、SEC の担当局のミッションとリソースに影響を与える可能性があり、必要であれば連邦議会と検討が必要になると指摘している。

2.1. 提案された気候変動リスク情報の開示規則

21 年 4 月の就任以来、SEC のゲイリー・ゲンスラー委員長は従来にないほど積極的に各種の規制見直しを企画している (若園、2023) ¹⁸。気候変動に関しては、同年 9 月の上院の銀行・住宅・都市問題委員会 (以降、上院銀行委員会) において、「今日の投資家は、気候変動リスク、人的資源、サイバーセキュリティに関する、一貫性があり、比較可能で、意思決定に有用な開示を求めている」と述べ、SEC スタッフにこれらの開示規則について検討するよう要請したことを証言している¹⁹。

22 年 3 月に提案した規則は、Reg. S-K (非財務情報) に Subpart 1500 を追加し、Reg. S-X (財務情報) にも Article14 を新設し、SEC に登録された発行体に対して²⁰、年次報告書 (Form10-K、Form20-F など) や証券の登録届出書 (FormS-1) などの非財務情報・財務情報において気候変動リスクに関する追加開示を求めている (図表 2)。この登録された発行体には外国民間発行体も含まれる²¹。この規則は気候変動に関連するリスクと機会を特

¹⁷ 「Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K (No. 33-10064)」

¹⁸ ただし、ゲンスラーの委員長就任以前から SEC の気候変動関連の活動は始まっていた。2021 年 2 月 1 日には、当時の SEC 委員長代行であったアリソン・ヘレン・リーは Satyam Khanna を Senior Policy Advisor for Climate and ESG に指名している。またリー委員長代行は、21 年 3 月に登録会社、投資家や市場参加者に対して、SEC は気候変動の開示規則にどのように取り組むべきかの意見徴収を行っている。

¹⁹ 登録発行体以外についても、1940 年投資顧問法および 1940 年投資会社法の規則等を修正し、登録投資アドバイザーや登録投資会社等に対して ESG 投資に関する情報の追加開示を求める規則を 2022 年 5 月に提案している。

²⁰ SEC に登録が求められる会社は、34 年証券取引所法の第 12 条により株式・債券を国法証券取引所に上場させている会社であり、未公開であっても第 12 条 (g)、Rule12g-1 により、原則として総資産額が 1,000 万ドル以上かつ、株主数が 2,000 以上 (非自衛力認定投資家が 500 人以上) の会社は SEC へ登録が求められる。また証券を発行する際にも、登録除外取引以外は 33 年証券法により証券の登録を求められる (若園、2021 参照)。

²¹ Foreign Private Issuer、外国民間発行体は、33 年証券法の Regulation C の Rule 405 ならびに 34 年証券取引所法の Rule 3b-4 で定義される。経団連が 2022 年 5 月 31 日に開

定して開示する試みであり、10年の解釈ガイダンスで加えられた MD&A での記述などは比較にならないほど詳細な情報を法定開示として要求している。

図表2 SECが追加的に求める気候変動リスク関連の情報開示（提案規則）

1. 気候関連リスクの取締役会およびマネジメントによる監視とガバナンス。
2. 気候変動リスクがビジネスモデルや戦略、財務や将来見通しに与える影響。
3. 気候関連リスクを特定、評価、管理するためのプロセス。
4. GHG排出量の開示（Scope1とScope2）
一定の条件を満たす発行体は第三者保証が求められる。
5. GHG排出量（Scope3）が重要である場合、またはScope3を含む排出量の目標等を設定している場合は、Scope3の排出量を開示。
6. 気候変動に関連するターゲットとゴールを設定している場合、その内容の説明。
7. 気候関連の事象（悪天候や物理的リスクなど）およびトランジション活動に関する財務的影響や支出等の開示

(注) 1) 1から6が非財務情報、7の財務情報は財務諸表の注記で開示。

2) 財務的インパクトは会計年度毎に連結ベースで計算され、表示科目の1%を閾値とする。

3) 第三者保証が求められるのは、大規模早期提出会社と早期提出会社のみ。

4) 小規模報告会社にはScope3の開示は要求されない。

これらの中でもリスクの管理や評価、ガバナンスの体制などは従来の情報開示とも親和性があるが、GHG 排出量の開示および第三者保証の要求²²、気候変動が及ぼす財務的影響の財務諸表の注記における記載要求などは、従来求められてきた気候変動の開示とは明らかに情報としての水準が上がっている。このうち GHG 排出量は、①Scope 1（事業者自らによる直接的な排出）、②Scope 2（他社から供給された電気や熱などの使用に伴う間接的な排出）、③Scope 3（1と2以外で、事業者の活動に関連した他社の排出）（小規模報告会社は除外）²³と段階的に計測の困難さが増す²⁴。このため、排出量開示の開始時期や第三者保

示した「SEC「気候関連開示規則案」に対するコメント」によれば、10社ほどの日本企業が該当するようである。

²² Scope1と2の排出量開示に関する第三者保証は、大規模早期提出会社と早期提出会社に求められる（最初は限定的保証、後に合理的保証）。

²³ Scope3は大規模早期提出会社、早期提出会社、非早期提出会社に開示が求められるが、セーフハーバーも設けられており、合理的根拠の欠如や誠実ではない開示の証明が行われない場合は、**Fraudulent Statement** とは見なされない。この他、シナリオ分析・トランジション計画・内部の炭素価格などの将来情報の開示は、民事証券訴訟改革法（PSLRA）のセーフハーバーが適用される（提案規則の210頁）。

²⁴ Scope3の収集および、財務リスク指標などへのデータの用途は Condon (2023)が論じている。

証の有無などは大規模早期提出会社（Large Accelerated Filer）²⁵、早期提出会社（Accelerated Filer）、非早期提出会社（Non-Accelerated Filer）、小規模報告会社（Smaller Reporting Company）に分けた段階的な適用となる²⁶。

このような開示には、17年にTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）が提言した基準や11年に公表されたGHGプロトコル（GHG排出量の算定と報告の世界共通基準）の使用が想定されているが²⁷、これら外部基準へ準拠した開示についても後述するようにSECの専門性の点で疑問視する声がある。

2.2. 提案規則に対するSEC内部の反応

この提案規則は、投票権を持つ4人の内、ゲンスラー委員長を含む3人の民主党系委員の賛成をもって採決された²⁸。ここではSEC内部の意見として、提案規則の決議後に公表されたゲンスラー委員長と反対票を投じたヘスター・ピアース委員の声明を見てみよう。

ゲンスラー委員長の声明では、発行体に対して気候変動リスクの開示を要求する投資家の総運用資産額は130兆ドルに上り、国連の責任投資原則（UN Principles for Responsible Investment）に署名している4,000超の投資家が管理している資産は21年7月時点で120兆ドル以上である。また、ラッセル1000指数に属する発行体の約3分の2、同指数の上位500社の90%が、19年に様々な第三者基準を用いて気候変動リスク情報を含んだサステナビリティ報告書を発行している。さらにSECのスタッフが19年と20年に提出された約7,000の年次報告書を審査したところ²⁹、3分の1の発行体がすでに気候変動に関する何ら

²⁵ これらは34年証券取引所法のRule 12b-2で定義されており、2020年3月12日にSECは定義を見直し、大規模早期提出会社は浮動株時価総額が7億ドル以上、会社売上が1億ドル未満の小規模な会社は、上場後経過年数や時価総額に関わらず非早期提出会社と整理された。従来は上場後5年経過、あるいは浮動株の時価総額が7億ドルを超えると、売上高に関わらず自動的に大規模早期提出会社となり、内部統制監査が必要とされていた（SOX法のBusiness Development Company関連）。

²⁶ 提案規則上の適用については、SECの「Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures」（<https://www.sec.gov/files/33-11042-fact-sheet.pdf>）を参照されたい。

²⁷ TCFD提言はFSB（金融安定理事会）が設置。気候変動要因に関する適切な投資判断を促すための一貫性、比較可能性、信頼性、明確性をもつ、効率的な情報開示を促す提言（2017年公開）。GHGプロトコルはGHGプロトコルイニシアチブが2011年に公開した温室効果ガスの排出量（Scope1・2・3）を算定し報告する際の基準。TCFDの開示フレームワークに基づき、気候変動リスクが企業のビジネスに与える重要な影響に関する情報、および気候変動リスクに関連する企業のガバナンス、リスク管理、戦略に関する情報など、気候変動関連のリスクと影響に関する新たな開示要件を定める。GHGプロトコルに基づきGHG排出量が開示される。

²⁸ 4人の（共和党系委員の1席が空白）投票の内訳は、賛成がゲンスラー、リー、クレンショーの3人、反対がピアース。

²⁹ 提案規則のEconomic Analysis（5. Current Market Practices）では、2019年6月から2020年12月までにSECへ提出された6,644の年次報告書（Form 10-K、40-F、20-F）の33%で気候関連の情報が開示されていたと記載されている。しかしながら、この数

かの開示を行っていた³⁰。これらを踏まえてゲンスラー委員長は、投資家が投資判断を行うにあたり、気候リスクに関する信頼できる情報を求めていると述べている³¹。つまりは、後述する重要性の基準を満たしているとの主張である。確かに、資産運用会社の CEO を対象にした PWC の調査でも³²、気候変動がもたらす物理的リスクを驚異と答えた比率は 16 年には 39%であったが、21 年には 70%まで上昇している³³。

このような投資家による情報へのニーズと発行体のボランタリーな情報開示は、後述する規制の適切性を論じる上で重要となる³⁴。

一方で、共和党系のピアース委員は「We are Not the Securities and Environment Commission - At Least Not Yet」と題する強い反対の声明を公開している³⁵。ピアース委員が提案規則に反対する根拠は、①既存の規則で重要な気候変動リスクはカバーされている³⁶、②提案規則は「重要性の基準」に反している、③比較可能で一貫性があり信頼できる開

値は” climate change”・” climate risk”・” global warning” のワード検索の該当結果に過ぎず、本文中でどれほどの説明が行われているのかは不明である。この分析結果は業種別でも掲載されているが、業種により 94%から 13%までと相当の違いがある。これらを見ると、現時点では量・質ともに、発行体によるボランタリーでの開示が浸透しているとは言い難いのではないかと。

³⁰ Reuter 社の調査によると、32%の米国上場企業は GHG 排出量を開示しておらず（この他に 16%が不明と回答）、Scope1 と 2 を開示（第三者保証無しを含む）しているのは 30%、Scope1、2、3 までを開示（同）しているのは 21%であった。約半数の上場企業はなんらかの開示を行っていた。（2023 年 4 月 19 日「The time for public companies to prepare to meet SEC climate rules is now」）。

³¹ 439 の大規模機関投資家を対象とした Ilhan(2020)のサーベイによると、回答者の 79%が伝統的な財務報告において気候関連リスクは重要であると認識していた。

³² PWC「The Economic Realities of ESG」 2021 年 10 月 28 日。

³³ GAO（2020）の調査でも、機関投資家は ESG 情報を求めているが、定量的な情報開示の方法や尺度の違いにより、各社の比較検討が困難であると指摘されている。

³⁴ 提案規則においても、投資家の気候変動情報へのニーズの高まりを規則提案の根拠として述べている。

³⁵ ピアース委員は、投資アドバイザーや投資会社に ESG 情報の開示を求める提案規則の採決時（2022 年 5 月 22 日）にも、強い反対意見を述べている。

³⁶ 年次報告書等に関しては、34 年証券取引所法の Rule12b-20（Additional Information）において、「声明または報告書に明示的に含まれることが要求される情報に加えて、それらが作成された状況に照らして、要求される声明を誤解させないために必要なさらなる重要な情報があれば、それを追加しなければならない。」と記述されている。また登録届出書に関しても、33 年証券法の Rule 408（Additional Information）において同様な義務が課せられている。2021 年 9 月 22 日の WSJ 紙「SEC Asks Dozens of Companies for More Climate Disclosures」によれば、SEC は複数の上場会社にレターを送付して、33 年法 Rule408 と 34 年法 Rule12b-20 を根拠として、気候変動がどのように財務収益性や事業運営に影響を与えているのかを尋ねるとともに、気候関連情報のさらなる開示を求めた。

示には繋がらない³⁷、④SECはこのような規則を提案する権限を有していない、⑤提案規則のコストを過小評価している、の5つである。この内、②重要性の基準、④SECの権限、⑤規則のコスト分析は重要な論点であろう。紙幅の都合で詳細な説明は避けるが、「重要性の基準」とは発行体に情報開示を強要できる基準である。SECに登録された発行体はForm（様式）に定められた項目および「重要性」を伴う情報を開示する義務を負うが（重要では無い情報を開示する義務は無い）、この重要性の基準は76年の連邦最高裁の判決（TSC Industries v. Northway）において「合理的な投資家が議決権の行使や投資判断をする際にその情報を重要視する可能性がかなり高い場合に、その項目は重要である」と示されている。先のゲンスラー委員長の声明は、投資判断のために相当数の投資家が気候変動リスク情報を求めていると述べているが、この重要性の基準に適合しているかについては慎重な検討が求められよう³⁸。

最後に、SEC内に独立委員会として設置されたアドバイザリー委員会のリコメンド（図表3）を添える³⁹。この委員会は提案規則そのものに反対する立場ではないが、さらなる規制のコスト分析の必要性や規則適用で発生するコストの低減とともに⁴⁰、セーフハーバーの拡充などをSECに求めている。

³⁷ 2020年にSECの独立委員会であるInvestor Advisory Committeeは、外部第三機関が提供しているESG情報はfragmentationであり、投資家に対する比較可能で一貫したESGや気候情報の提供の必要性をSECにリコメンドしている。

³⁸ 2023年4月18日に下院金融サービス委員会で開催されたヒアリング「Oversight of the Securities and Exchange Commission」においても、共和党のウイリアムズ議員から今回の提案が重要性の基準を満たしているのかの質問があった。

³⁹ Small Business Capital Formation Advisory Committeeはオバマ大統領時代の2016年に連邦議会の超党派をもって成立したSmall Business Advocate ActによりSEC内に設立された委員会である。小規模なビジネスに影響を与えるSECの規則・規制や方針に対してアドバイスやリコメンドを行う。

⁴⁰ WSJ紙「Climate Rules Expose Surprising Splits Amount Business」（2023年4月24日）によると、SECが見積もった総コストは初年度に64万ドル、以降は53万ドルであるが、コンサルティング会社（ERM）の調査では、現時点でのボランティアな開示でも平均で53.3万ドルのコストが生じている。

図表3 SEC Small Business Capital Formation Advisory Committeeのリコメンド
 (委員会は2022年5月6日に開催、リコメンドは7月13日に公開)

1. 提案規則が中小の公開会社や非公開会社に与える影響を含む、より詳細なコスト・ベネフィット（費用便益）分析を提供すべき。
2. Smaller Reporting Companiesと共に、Emerging Growth Companies（注）に対するコンプライアンスの要求規模を縮小させるか遅延させる必要。
3. Scope3排出量の開示の責任に関するセーフハーバーを拡大し、全ての気候関連開示を対象とすべき。
4. コストと負担が大きく、また報告を遅らせるため、証明書の要求は廃止すべき。
5. 情報はファイリング（SECの精査が伴う）ではなく、提出（furnish）とすべき。
6. 特定の業種向けに要件を調整すべき。
7. 気候変動開示は、企業の年次報告書であるForm 10-Kに間に合わない可能性がある。そのためファイリングのタイミングを見直すべき。
8. 新規則の導入期間をより長期とし、より小規模の会社に移行、導入作業、新たな要求への遵守のための時間をより多く確保できるようにする。

（注）EGCはJOBS法により新設されたカテゴリー。

3. 提案規則に寄せられたコメント

SECの提案規則に対して提出されたパブリックコメントは約11,600にのぼる⁴¹。ハーバード・ロースクールのコーポレート・ガバナンス・フォーラムによると⁴²、発行体が提出したコメントは全体の約25%を占めており、そのほぼ半数が提案規則に賛成している（反対は20%強）⁴³。最も賛成の比率が多かったのは投資家であり、80%以上が提案規則に賛成しており、ゲンスラー委員長の先の声明とも整合的である。一方で政治家（Politicians）の賛成は20%強に過ぎず、70%近くが反対のコメントであった。（ただし、この計測の対象となったのは最終的に提出されたコメントの約半数である。）

本稿では①歴代のSEC委員長や委員経験者、②連邦議会議員、③州知事・州司法長官が提出したコメントに注目している。これらは共和党系の反対意見と民主党系の賛成意見とで対立し、また論旨も真っ向から異なっており非常に興味深い。SECは独立規制行政機関

⁴¹ 2021年3月にリー委員長代行が募集した意見徴収でも、総計で6,400の意見が寄せられている（提案規則の18頁）。

⁴² Review of Comments on SEC Climate Rulemaking、2022年11月23日。
 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/11/23/review-of-comments-on-sec-climate-rulemaking/>)

⁴³ ただしCNBCの調査では、発行体のCFOで提案規則を支持したのは25%に留まる。「SEC weights making ‘adjustments’ to controversial climate risk disclosure rule, Chairman Gensler says」（2023年2月10日）。

であるが、これらからのコメントは最終規則の作成において少なからず影響力を及ぼす可能性も考慮されよう。下記で、その代表的なコメントを見てみよう。

3.1. SEC の委員長・委員経験者

SEC の歴代の委員長や委員経験者が提出したパブリックコメントは、共和党系からは提案規則の問題点が指摘され、逆に民主党系からはその指摘への擁護となり、後述する連邦議会議員や州政府とも同じ構図となっている。先に、共和党系の委員長・委員経験者のコメントが指摘する問題点を整理してみよう。

3.1.1. 共和党系委員長・委員経験者のコメント

第 23 代 SEC 委員長であるリチャード・ブリーデン等（図表 4）が 2022 年 6 月に提出したパブリックコメントは、①重要性の基準、②SEC の法的権限、③専門性の欠如、④規制のコスト、の 4 点を指摘している。これらは前節のピアース委員の主張と共通し、SEC の規制アプローチを考える上での基礎的な検討項目である。

図表4 共和党系の委員長・委員経験者のパブコメ

委員長経験者	在任 期間	
Richard C. Breeden	1989-93	3年288日
Harvey L. Pitt	2001-03	1年199日
委員経験者		
Philip R. Lochner Jr.	1990-91	
Richard Y. Roberts	1990-95	
Paul S. Atkins	2002-08	

第 1 に、重要性の基準については前節も参照願いたい。SEC がこれまで開示を要求してきた情報は合理的な投資家が期待する利益の実現に関わる情報である。今回の新規則により開示される GHG 排出量（Scope1、2、3）をもって、発行体が将来的に負担する費用を投資家が合理的に予測することが可能であるのかとの疑問は、無視できない指摘であろう。第 2 に SEC の法的権限についても、今回の提案は環境の規制にあたり、本来であれば連邦議会が SEC に対して明示的な権限を与えない限り、SEC の権限外であると述べている⁴⁴。この点は、後述するウェストバージニア州の司法長官のコメントとも共通する。第 3 の専門

⁴⁴ 2023 年 4 月 18 日に下院金融サービス委員会で開催されたヒアリング「Oversight of the Securities and Exchange Commission」において、共和党のルートックマイヤー議員からはゲンスラー委員長が環境保護庁長官のようで、SEC は異なった使命を進めている（環境政策は SEC の使命ではない）との皮肉を込めたコメントがあった。

性の欠如についても、確かに SEC は気候変動についての専門知識を有しているとは言えないだろう。特に、前述したように外部の基準を使用した規則であるため、その管理者としての専門性が問われる。最後に規制のコストに関しても、経済的な分析の必要性やコスト負担の増加については、上述した SEC のアドバイザー委員会も同じリコメンドを行っている。

3.1.2. 民主党系委員長・委員経験者のコメント

一方で、民主党系である第 25 代委員長であるアーサー・レビットを初め、委員長・委員経験者（図表 5）に加えて 3 名の企業金融局、著名な法学者が署名するコメントは、SEC の法的権限について擁護を試みている⁴⁵。図表は 33 年法や 34 年法における SEC の規則権限を記した箇所である。SEC は、公共の利益もしくは投資者保護に照らして必要または相当と認められる規則を定める権限を与えられており、その権限は情報開示においても同様である。SEC の法的権限に関して、このコメントは 34 年証券取引所法の第 14 条(a)が定める「公益または投資者保護のため必要または相当と認めて SEC が定める規則および規制」を挙げて、SEC が上場企業に気候関連の開示を強制させる法的根拠としている。先の共和党系経験者が主張する連邦議会による明示的な権限の付与の必要性に関しても、環境規制は SEC の権限外であることを認めつつも、開示規則が発行体の行動を変化させる可能性をもって、気候関連の開示規則が SEC の権限外であるという主張には反対の立場を示している。

このような SEC の委員長・委員経験者は、後述する連邦議会議員のような露骨な政治対立を意識させるような立場ではなく、より純粋な意見であると解釈できよう。

⁴⁵ 彼らの主張によれば、1969 年の National Environmental Policy Act に照らして、SEC は開示を要求する権限を有している。

図表5 民主党系の委員長・委員経験者等のパブコメ

委員長経験者	在任 期間	
Arthur Levitt	1993-2001	7年227日
Harvey Pitt	2001-2003	1年199日
Mary L. Schapiro	2009-2012	3年322日
Elisse B. Walter	2012-2013	117日
委員経験者		
Roberta Karmel	1977-1980	
Luis Aguilar	2008-2015	
Robert J. Jackson, Jr.	2018-2020	
その他（著名法学者）		
Lucian Bebchuk（ハーバード・ロースクール）		
John C. Coffee, Jr（コロンビア・ロースクール）		

（注）1）このパブコメは3名の企業金融局局長経験者を署名している。

2）Havey Pitt氏は共和党系のパブコメにも署名している。その理由は不明。

3.2. 連邦議会議員の反応

SEC 委員長・委員経験者のコメントを踏まえて、連邦議会議員のパブリックコメントをみてみよう。図表 6 は連邦議会議員から提出された主なコメントをまとめている⁴⁶。

⁴⁶ 2023年4月18日に下院金融サービス委員会で開催されたヒアリング「Oversight of the Securities and Exchange Commission」においても、民主党のプレスリー議員が GHG 排出量開示の規則化に賛成する一方で、共和党のウィリアムズ議員は上場時の負担増を懸念する発言があった。

図表6 連邦議会議員が提出した主なパブリックコメント

		署名有力議員	署名人数
2022年 3月15日	民主党上院議員	エリザベス・ウォーレン バーナード・サンダース	8
4月5日	共和党上院議員	ティム・スコット マイク・クラボ	19
6月10日	共和党上院議員	ティム・スコット	32
6月15日	共和党下院議員	パトリック・マクヘンリー	131
6月15日	共和党上院議員	パット・ムーニー リチャード・シェルビー	12
6月17日	民主党上院議員	ジャック・リード シェッド・ブラウン	5
6月17日	民主党上院議員	エリザベス・ウォーレン バーナード・サンダース	5
6月17日	民主党上院議員	シェッド・ブラウン エリザベス・ウォーレン	8
6月28日	民主党下院議員	ニディア・ベラスケス	133
12月15日	共和党下院議員	ステファニー・バイス	17
2023年 3月5日	民主党上院・下院議員	エリザベス・ウォーレン	51

①共和党上院議員（2022年6月10日提出）

現在の上院銀行委員会のランキングメンバー（共和党筆頭）のティム・スコット議員の他に、同委員会の委員長経験者のマイク・クラボ議員、テッド・クルーズ議員など32名の共和党上院議員が署名。Scope3の開示は、バリューチェーンに原材料を供給する多くの農業生産者に報告義務を課すことになる。これはSECが農業に対する管轄権を持つことと同意であり、従来のSECの権限を超えている。SECはペーパーワーク削減法や規制柔軟化法が求める規制の経済分析を十分に行っていない。（SECの経済分析については若園（2016）を参照のこと。）

②共和党下院議員（2022年6月15日提出）

現在の下院金融サービス委員のパトリック・マクヘンリー委員長を初めとする131人の共和党下院議員が署名。提案された規則はSECの法的権限を超えている。SECは気候政策を行う機関ではなく、気候変動に対する発行体の戦略を決定させる機関でもない。

③民主党下院議員（2022年6月28日提出）

現下院金融サービス委員会のベラスケス議員ら133人の民主党下院議員が署名。提案規則はSECの権限の範囲内である。気候変動が経済に与える影響は明らかであり、FSOC

が 21 年に公表したファクトシートでも、気候変動は米国の金融安定にとって脅威になりつつあると指摘されている (FSOC, 2021)。投資家は、比較可能で、具体的で、標準化された気候関連情報の開示を必要としている。

④民主党上院・下院議員 (2023 年 3 月 5 日提出)

上院議員のエリザベス・ウォーレンを筆頭に 51 人の民主党議員が署名。21 年の FSOC の報告書 (前述の大統領令で命令) を引き合いに、特に Scope3 の開示を最終規則でも維持することを要請。SEC が開示を後退させると ISSB の国際的な基準に照らして米国を孤立させ、資本市場の投資者保護を低下させる⁴⁷。

⑤民主党の農業系下院議員 (2022 年 10 月 21 日提出)

下院農業委員会の次席であるジム・コスタ議員ら 5 人の民主党議員が署名。投資家は比較可能な情報の開示からベネフィットを受けており、この規則は発行体の GHG 排出や気候関連リスクについて比較可能な情報を供給しており重要である。しかしながら、発行体は Scope3 排出量の開示に伴う責任に関する懸念があり、SEC に対してセーフハーバーの設定を希望する。

このように共和党と民主党での規則の評価は、特に SEC の法的権限において全く異なっている。ただし、19 年 7 月に民主党のショーン・カステン下院議員がスポンサーとなり、35 名の民主党議員が共同スポンサーとなって提出された法案「Climate Risk Disclosure Act of 2019 (H.R.3623)」では、34 年証券取引所法の第 13 条 (定期的およびその他の報告書) を修正して「(s)気候変動に関連する情報開示」を追加し、SEC が新たに定める規則に従い、発行体が気候変動リスクに関連する情報を年次報告書に記載することを求めている。この SEC の新規則は環境保護庁を初めとする 7 つの公的な専門機関との協議を踏まえて作成され、発行体および関連会社が直接的・間接的に排出する GHG 排出量の推定や、開示における報告基準が含まれるものとされていた。この民主党が提出した法案をみると、少なくとも 19 年時点では、この問題に対して、多数の民主党下院議員が SEC には明確な法的権限を与える必要があり、さらには気候変動の専門機関の協力が必要であると認識していたと言えるのではないか。

3.3. 州政府の反応

最後に州政府が提出した主なパブリックコメントをみてみよう。例えばテキサス州のように、州内に石油や天然ガスなどのエネルギー産業を抱える州がこのような SEC 規則に反発するであろうことは容易に想像がつく⁴⁸。

⁴⁷ このコメントは提案規則に対するパブリックコメントではなく、2023 年 2 月 3 日の WSJ 紙でゲンスラー委員長が規則内容の見直しを検討している旨が報道されたことを受けて SEC に提出された。

⁴⁸ 2023 年 5 月 2 日にフロリダ州で成立した包括的な反 ESG 法は、州政府や関連する年金基金の投資は金銭的リターンを最優先とし気候変動を含む ESG 要素を投資決定に用いる

州知事のコメントはユタ州の単独と 16 の共和党系州知事からの 2 本が提出されている。ユタ州単独のコメントでは、GHG 排出量は事業の運営に大きな影響を与えず不必要な開示情報であることと、SEC の提案規則は政治的なコンセンサスが欠けており、政権の交代により継続が困難な規則となる懸念が示されている。また 16 州の州知事が署名したコメントでは、この提案は SEC の権限から逸脱していることを懸念し、前述のピアース SEC 委員の声明を支持している。気候変動リスク情報自体に関しても、そのモデルが大きく変化する可能性があるため、そのような不確実な変数に基づいて投資リスクを評価するという考え方は主観的で信頼性に欠けると指摘している。

州政府の反応は、むしろ司法長官（Attorney General）からの意見をみると興味深い。

① 共和党系 24 州の司法長官（2022 年 6 月 15 日提出）

SEC は法的権限を欠いているだけでなく、合衆国憲法の補正第 1 条が認める言論出版の自由も侵害している。特に Scope3 の開示に批判的であり、この規則は合理的な意思決定を反映しておらず恣意的・専断的であると批判。（8 月 16 日に 21 州の司法長官が提出したコメントと内容は類似している。）

② テキサス州など 11 州の司法長官（2022 年 6 月 17 日提出）

SEC に委ねられた役割を大幅に超えて、負担が大きく不必要な「気候関連」の開示を多数課そうとしている。SEC が新たに主張する GHG 排出量や気候関連リスクに対するコーポレート・ガバナンスの権限は、SEC の専門性を超えている。SEC の権限拡大には連邦議会の承認が必要であり、GHG 排出量の規制は環境保護庁の任務である。

③ ウェストバージニア州など 24 州の司法長官（2022 年 7 月 13 日提出）

連邦最高裁の判例（後述）を引用して、裁判所は、連邦行政機関ではなく連邦議会がその時々的重要な問題を決定する権限を有することを確認していると指摘。

④ カリフォルニア州⁴⁹など 20 州の司法長官（2022 年 6 月 17 日提出）

SEC の権限内である。投資家は、意思決定のために、気候関連リスクや登録企業のリスク管理について、具体的で比較可能な情報開示が必要である。強制的な開示制度がないため、投資家は、様々な情報源から気候関連情報を収集することになり、企業を有意義に比較することが出来ない。むしろ SEC の提案よりも厳格な対応を求めている。Scope 3 の GHG 排出量を削減するトランジション計画を採用した小規模報告企業に対し、その排出量の報告を求める。また、Scope 1 と Scope 2 の独立機関による第三者保証をすべての登録企業に対して求める。

ここで、ウェストバージニア州の司法長官が指摘する最高裁判決とは、22 年 6 月の West

ことを禁止している。この他、州のグリーンボンドの発行禁止、ESG を掲げる銀行を州の資金の預金先から除外、フロリダ州の都市が ESG プロジェクトに関連した債券を販売することや、ESG 格付けに関連した制限を課すことを禁止している。

⁴⁹ カリフォルニア州のロブ・ボンタ司法長官が 2021 年 6 月 14 日に当時の委員長代行であったアリソン・ヘレン・リーに送ったレターでも同様の主張が記載されている。

Virginia v. EPA (環境保護庁) の判例であり、環境保護庁は石炭火力発電所に対して、風力、太陽光、その他のクリーンな燃料に転換するよう求める権限を有しておらず、連邦議会による明確な権限の承認が必要であると指摘している。判例分析は筆者の専門外となるが、当局が課す規制や規則が経済的や政治的にみて重要である場合は、そのような規制行為には連邦議会の許可が必要であるとの判断と解釈できるのではないか。この連邦最高裁の判決は、23年2月に下院サービス委員会のマクヘンリー委員長が上院銀行委員会のスコット議員等との連名でSECのゲンスラー委員長に宛てたレターでも引用されている(図表7)。

図表7 共和党議員がゲンスラー委員長に宛てたレターの質問項目(2023年2月22日)

1. エネルギー価格等に与える影響について。
2. 合衆国憲法補正第1条の言論出版の自由に照らして、言論の強制にあたるのでは、SECはどのような対処を行っているのか。
3. 他の連邦機関や非政府組織とどのような調整を行ったか。
4. 大統領府の気候政策室(White House Climate Policy Office)等とどのような調整を行ったのか。
5. 提案規則に関するSECの法的権限について法的助言を受けた、もしくは検討をしたのか。
6. 提案規則の作成に携わったSECの職員
7. SECオフィサーまたは職員が、提案されている気候変動開示規則に関連する業務を民間や非政府組織で行ったことがあるのか。

ちなみにマクヘンリー委員長は、下院金融サービス委員会内に共和党議員のみで構成されるESGワーキンググループが設置されたことを表明している。このワーキンググループはSECの気候変動開示規則を行き過ぎた規制の典型例として挙げ、ESGに対する包括的なアプローチの開発を活動の目的とする。本項の執筆時点で具体的な活動内容は不明であるが、下院金融サービス委員会はSECの監督や予算承認も担うため、提案規則に関する相応なプレッシャーをSECに与えることになる。

23年2月3日のWSJ紙は、SECが規則の見直しを検討していることを報道している⁵⁰。その後もゲンスラー委員長が、経済学的に考慮し、また指摘された法的権限についても考慮して規則を見直すとの報道(2月10日CNBC)や⁵¹、ゲンスラー委員長に対するインタビューにおいて、現時点でScope3の排出量を計上している発行体は非常に少なく、その検出方法も確立されてはいないと述べたとの報道もある(3月6日CNBC)⁵²。規則の最終化に向けて、SECの対処が注目される。

⁵⁰ 「SEC Considers Easing Climate-Disclosure Rules After Investor Pushback。」(WSJ紙、2023年2月3日)。

⁵¹ 「SEC weighs making ‘adjustments’ to controversial climate risk disclosure rule, Chairman Gensler says」(CNBC、2023年2月10日)。

⁵² 「SEC Chair Gensler says ‘Scope 3’ emissions disclosures aren’t ‘well developed,’ hinting they could be scaled back in climate rule」(CNBC、2023年3月7日)。

4. 最終規則

提案規則の公開時には、2022年12月を目処に最終規則がとりまとめられる予定であったが、23年4月の公開、その後に23年秋頃の公開予定へと、最終規則は延期が続いている。提案規則で指摘された課題への対処が如何に困難であるかを示している。

4.1. 提案規則で指摘された課題

第3節で挙げたパブリックコメントの指摘を元にSECが対処すべき課題を整理すると、①法的権限（重要性の基準）、②専門性、③規制の経済分析となろう。

第1に法的権限は、投資者保護を前提として証券諸法がSECに規則制定の広範な権限を与えているとは言え、特にGHG排出量の要求が重要性の基準に照らして適正であるか否かの判断は難しい。第2節でみたように、確かに機関投資家等は法定開示を求めているが、提案規則において、気候変動関連の情報が投資家の行動選択にとって真に重要であるのかの議論は欠けている。さらには今回の提案は、投資家の増大する必要性への対応（資本市場政策）というよりも、バイデン政権が進める気候変動対策の一環（環境政策であればSECの権限外）ではないのかとの疑念も生じる。この課題に対しては後述する経済分析の充実で対処すべきであるが、最終的には訴訟となり裁判官の判断に委ねられるのではないか。

第2に専門性について。TCFD提言やGHGプロトコルなどに準拠した開示や報告は国際的な流れと言えるだろうが、環境問題に詳しいスタッフがSEC内で欠如しているのは事実であろう⁵³。GAO（2004）が指摘したEPAとの協調性の欠如が現在では改善しているか否かは提案規則からは伺えない。規則の最終化にあたり、最低限でも環境の専門機関との連携についての説明は求められるであろう。

最後に規制の経済分析（コスト・ベネフィット分析）について。第2節で述べたように、SECのピアース委員やSEC独立委員会は規制の経済分析の充実を求めている。1955年から2020年の期間で150の米国大企業が公開した株主への手紙（Shareholder Letters）を分析したRajan et al. (2023)によれば、経営者の気候変動への言及は90年代初めに出現し、04年に増加が見られ⁵⁴、2000年代に入りその認識は広がっている。しかしながら田中（2022）によれば、米国の会社法（州法）において「取締役は、それが長期的に会社の利益を増加させると誠実（good faith）に判断する限り、…それ自体は株主以外の者の利益になる行為をすることができる。」⁵⁵。つまりは、気候変動を含んだサステナブル経営は会社法上の株主主権との整合的となる必要がある⁵⁶。田中（2022）は、サステナブル経営が株主主権と両立

⁵³ 特にインフレ化で民間との賃金格差が生じた結果、SECの規則制定に関わる中核スタッフの流出が問題視されている。詳しくは若園（2023）を参照されたい。

⁵⁴ 2004年11月にロシアが京都議定書を批准したことにより議定書の発効要件が満たされ、同議定書は2005年2月に発効された。

⁵⁵ 田中（2022）57頁。

⁵⁶ 米国の会社法に照らして企業のESG活動をどのように位置づけるかは、Brewster（2022）が詳しい。特に子会社を考慮した議論は興味深い。

するケースとして、①サステナブル経営が株主の利益にかなう、②サステナブル経営は株主の利益にはかなわないが、(多数の)株主の意思にはかなう(資本多数決)、を挙げている⁵⁷。

GHG 排出量と企業のパフォーマンスの関係を分析した先行研究をみると、例えば Bolton et al. (2022)は16年から20年の期間で約17,000社の欧米の上場企業を実証分析の対象として、発行体の炭素排出量(GHG 排出量)と株価収益率に負の関係があることを報告している。また Whelan et al. (2021)は、15年から20年にかけて公表された59の先行研究をサーベイした結果、低炭素戦略(Low Carbon Strategies)(気候変動対策を含む)と財務パフォーマンス(ROA、ROE、株価収益率)との関係で、発行体側は57%がポジティブ、29%がニュートラル、9%がミックス、6%がネガティブのパフォーマンスであり、一方で投資家側のパフォーマンスは43%がポジティブ、22%がニュートラル、22%がミックス、13%がネガティブであったことを報告している⁵⁸。これらの先行研究をみる限りにおいて、田中(2020)が挙げる①サステナブル経営が株主の利益にかなう、を満たしているように見える⁵⁹。さらには②サステナブル経営は株主の利益にはかなわないが、(多数の)株主の意思にはかなう、についても、Hartzmark and Sussman (2019)は、分析対象期間において環境を目標とする株式ミューチュアルファンドやETFにネットで4,730ドルの資金が流入しており(その他の株式ファンドには1,030億ドル流入)、多数の機関投資家が気候変動リスクなどに配慮した経営の企業への投資を増やしていることを報告している。さらに Baker et al. (2022)によれば、投資家がESG債への投資に際して支払うフィーは、非ESG債と比較して19年に9bpであったが22年には28bpまで増加しており、追加コストを負担してもESG投資を選択する投資家が増えていることを示している。

その一方で、10年から18年の期間で米国のESGファンドの投資先を調査した Raghunandan and Rajgopal (2022)によれば、ESGファンドはESGスコアが高い企業へ投資をしているものの、実際の炭素排出量などでは必ずしもESGに合致しない企業へ投資をしていた。またESGファンドは非ESGファンドと比較して手数料が高く、運用パフォーマンスが劣後していると結論付けている。この結果は、単に投資家の要望のみならず、実際の投資家行動を分析する必要があることを示しているのではないかと。ただし、Raghunandan and Rajgopal (2022)は、GHG排出量の開示がボランティアであることも原

⁵⁷ さらに田中(2022)は、③サステナブル経営は、株主の利益にも意思にもかなわないが、なんらかの方法で計測した社会全体の利益にはかなう、というシナリオも提示している。ただし、このケースで株主主権にかなうためには、現在の会社法を修正して株主主権に一定の限度を設け、株主主権から離れたサステナブル経営をある程度まで許容する必要があると指摘している。

⁵⁸ Friede et al. (2015)は、Vote-count分析とメタ分析を用いて、ESGと企業の財務パフォーマンスとの関係を実証的に取り扱った先行研究の結果を分析し、Vote-count分析では47.9%、メタ分析では62.6%がESGと財務パフォーマンスに正の相関性を認めている。

⁵⁹ ただし、このような実証分析の結果は分析対象期間においてApple社やMicrosoft社などの大手IT業者の影響が強く出ており、必ずしも財務パフォーマンスとの正の関係が実証されているとは言えないとの指摘もある。

因として挙げており、法定開示として信頼できる情報開示が投資家行動を変える可能性もある⁶⁰。筆者が提案規則の経済分析「IV. ECONOMIC ABALYSIS」を読んだ限りであるが、追加的な情報開示が投資家の投資家の投資選択や株主の議決権行使にとって、どのように重要であるかの証明には至っていない。また、ベネフィットとして投資家の要求の増大は書かれているが、追加的な情報開示が投資家行動にどのような改善をもたらすのかの分析は含まれていない⁶¹。上述したように、コスト推計についても実態を反映していない可能性がある。

4.2. 最終規則（2023年秋に公開予定）

5. まとめ：反 ESG の広がり

本ディスカッション・ペーパーの執筆時点（2023年5月）では、最終規則の公開が延期されており、提案規則からどのような修正が行われるのかは不明である。

現在、米国では債務上限の引き上げ問題でバイデン政権と議会共和党との駆け引きが行われている。共和党は債務上限の引き上げとセットで、政権に対して気候変動対策などの歳出削減を求めており、SECの提案規則の分野は政治的な利害対立の構図もみせている。気候変動への対策の重要性への認識は一致していると思われるが、その実行に関しては単なる政治的な駆け引きだけではなく、連邦議会議員が選出されて州の産業（例えばエネルギー関連の産業が多いテキサス州など）の負担の違いなどもあり複雑な利害関係の調整が必要となっている。気候変動リスクはESGの中でも最もコンセンサスを得られている分野であるが、それでもなお意見や利害の調整は容易ではない。

本ディスカッション・ペーパーは最後に、米国内での反 ESG 活動が広がっていることを紹

⁶⁰ Ernst & Young は「EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey」（2022年11月公開）で、企業の CFO および財務部門リーダー1,040名、世界の機関投資家320名に調査を実施している。この調査において、78%の投資家が短期的な利益の減少をとんでもなくても企業は ESG 関連課題の改善に投資すべきと答えており、99%の投資家は投資の意思決定をする上で、企業が開示する ESG 情報が重要な部分を占めていると回答している。ただし、そのうち76%は企業が開示する情報は「非常にえり好みしている」と感じており、グリーンウォッシュを懸念している。また88%の投資家は、企業は情報開示を強制された時のみ情報を開示していると回答。80%の投資家は、投資の根拠を説明できておらず、そのためサステナビリティ関連の長期投資を評価することが困難である。一方で、財務部門リーダーの41%が、自社が開示する ESG 情報は「合理的な保証」の基本的な保証基準の要件すら満たすことが難しいと認めている。

⁶¹ 短文ではあるが山本（2022）は、サステナビリティ関連情報の開示に関連する問題点をまとめている。

介して締めくくる。

2022年12月に労働省が制定した規則により、DCプランが投資決定を行う際にESG要因を考慮することが義務付けられた。この労働省の新規則に対して、連邦議会両院が同規則を差し止める両院合同決議（Joint Resolution）を採択した（バイデン大統領は拒否権を発動）。下院は23年2月28日、上院で3月1日に可決し、上院では3人の民主党議員が賛成票を投じる（50-46で通過）。また23年1月には、この労働省の新規則の差し止めを求めて、テキサス州をはじめとする25の州が提訴している。

ESG投資を例に挙げると、民主党支持が強いメイン州が州法により化石燃料関連の企業を運用対象から外すことを公務員年金プランに求めるなどESG投資を推進する州がある一方で、共和党支持が強いフロリダ州やテキサス州などでは、同じく公務員年金の運用において加入者の運用利益を最優先させるべく、資産運用業者のESG投資を牽制している。この反ESG的とも捉えられる方針を受けて、複数の大手資産運用会社でも行動に変容がみられている。例えばバンガード社は、2050年までに温室効果ガスの排出の正味ゼロを目指すNet Zero Asset Managers Initiativeからの脱退を昨年12月に表明した。

23年5月2日に、フロリダ州が包括的な反ESG法（州法）を制定した。州関係がESG債の発行を禁止、州政府等に関連する年金基金の投資は金銭的なリターンを最優先として、気候変動などの要素を投資評価に組み込むことを禁止、ESGスコアを提供する格付け会社との契約禁止、ESGの価値観を掲げる銀行を公的資金の預金先から外すなど、相当に強固な反ESG法となっている⁶²。

「引用文献」

田中亘（2022）「株主主権下のサステナブル経営」『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場『変革』』第3章、金融財政事情研究会。

山本裕子（2022）「情報提供者からみた開示拡充への「期待」と「懸念」」、『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場『変革』「サステナビリティ」と「インパクトへの途」』第7章補論2、金融財政事情研究会。

若園智明（2015）『米国の金融規制変革』日本経済評論社。

若園智明（2016）「米国証券規制の経済的評価：現状と検証」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第96号、1-20頁。

若園智明（2021）「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第115号、3-20頁。

若園智明（2023）「米証券取引委員会の苦悩」『証券レビュー』日本証券経済研究所、第63巻、第2号、1-7頁。

⁶²フロリダ州以外でも、ウェストバージニア州やユタ州など17州で反ESG法案の準備が進んでいる。「米フロリダで「反ESG法」投資・債券発行に制限、保守州で拡大も」（日経新聞、2023年5月4日）。

Baker, M. et al. (2022),” How Do Investors Value ESG?,” *NBER Working Paper Series*, No.30708.

Bolton, P et al. (2022),” The Financial Cost of Carbon,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Columbia Business School, Vo.34, No.2, pp.17-29.

Brewster, R. (2022),” Enable ESG Accountability: Focusing on the Corporate Enterprise,” *Wisconsin Law Review*, Vol. 2022, No. 6, pp.1367-1406.

Condon, M. (2023),” What’s Scope3 Good For?” *UC Davis Law Review*, Forthcoming.

Friede, G. et al. (2015),” ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, No. 4, pp.210-233.

FSOC (2021) *Report on Climate-Related Financial Risk*.

GAO (2004), *Environmental Disclosure: SEC Should Explore Ways to Improve Tracking and Transparency of Information*, July, GAO-04-808.

GAO (2016), *Supply Chain Risks: SEC’s Plans to Determine If Additional Action Is Needed on Climate-Related Disclosure Have Evolved*, January, GAO-16-211.

GAO (2018), *Climate-Related Risks: SEC Has Taken Steps to Clarify Disclosure Requirements*, February, GAO-18-188.

GAO (2020), *Public Companies, Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them*, July, GAO-20-530.

Hartzmark, S and A. Sussman (2019),” Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows,” *Journal of Finance*, Vo.74, Issue 6, pp.2879-2837.

Ilhan, E et al. (2020),” Climate Risk Disclosure and Institutional Investors,” *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, No.19-66.

Raghunandan, A, and Rajgopal, S. (2022),” Do ESG funds male stakeholder-friendly investments?,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 27, Issue 2, pp.822-863.

Rajan, R. et al. (2023),” What Purpose Do Corporations Purport? Evidence from Letters to Shareholders,” *NBER Working Paper*, No. w31054.

SEC (2010), *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, Release No. 33-9106.

Whelan, T. et al. (2021), *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*, NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management.