

米国における気候関連リスク情報の 開示規則：新領域への規制アプローチ

若 園 智 明

要 約

本稿は、SEC が2022年3月に提案した気候関連リスクの開示規則を題材とし、この領域への規制適用に際してSEC が対処すべき諸課題と適切な規制アプローチについて検討する。

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、例えば温室効果ガスの排出量の開示など、これまでSEC が発行体に対して開示を求めてきた環境や気候に関連する情報とは要求の次元が異なっている。これは実質的に、SEC が規制適用を新領域へ拡大する行為とも解釈できる。それ故にSEC には、法的権限の確認の他にも規制の経済分析などを慎重に進め、適切な規制適用のステップを従来の提案規則よりも明確に示す必要性が生じる。

本稿でみるように、SEC の提案規則に対して提出されたコメントは新規則への支持と不支持で真っ向から対立している。特に連邦議会議員が寄せたコメントは共和党と民主党で真逆とも言える。この背後には政治的な利害対立があるが、独立規制行政庁（IRA）であるSEC の規制活動の独立性や中立性を揺るがしかねない問題ともなっており、SEC の規則行動はかつてない程の耳目を集めている。

特に本稿では、SEC の規制作成における①法的権限（重要性の基準）、②気候関連への専門性、③規制の経済分析（コスト分析）に注目して議論を進める。

キーワード：SEC の法的権限、重要性の基準、気候変動リスク

目 次

- | | |
|-------------------------|------------------------|
| 1. はじめに | 2.2 提案規則に対する SEC 内部の反応 |
| 2. SEC 規則の概要 | 3. 提案規則に寄せられたコメント |
| 2.1 提案された気候関連リスク情報の開示規則 | 3.1 SEC の委員長・委員経験者 |

3.1.1 共和党系委員長・委員経験者のコメント

3.1.2 民主党系委員長・委員経験者のコメント

3.2 連邦議会議員の反応

3.3 州政府の反応

4. 最終規則化に向けた課題

5. まとめ

1. はじめに

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, IRA）である¹。本稿は、SEC が2022年3月に提案した気候関連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、実質的にSEC が新領域へと規制適用を拡大する行為とも解釈できる。それ故にSEC には、法的権限の確認の他にも規制の経済分析などを慎重に進め、適切な規制適用のステップを

従来の提案規則よりも明確に示す必要性が生じる。

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点にも注意が必要である。ジョセフ・バイデンは、21年1月の合衆国大統領への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において温室効果ガス（Greenhouse Gas, GHG）の国内排出量を30年までに05年比で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、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政府方針として記し、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。また、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）は気候変動対策が柱の1つである⁸。仮に今回のSEC の提案規則がバイデン政権の方針の一環であり

1 Independent Federal Agency とも呼称される。Paperwork Reduction Act で列挙されており、連邦議会からの過度の干渉を防ぐ意味での独立性が意図されている。詳しくは若園（2016）を参照願いたい。大統領令（行政命令）の対象にIRA が含まれるか否かは明確ではないようである。

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、米国や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。

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、35年までにGHG 排出量を19年比で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。

強い政治色を帯びているのであれば、来年の大統領選挙の結果次第では規則の継続性に懸念が生じる⁹。

次節で述べる様に、今回の気候関連リスク情報を巡る SEC の姿勢はこれまでの取り組みに照らしても矛盾するものではない¹⁰。しかしながら、これまで SEC が開示を要求してきた情報とは比較にならないほど詳細である他、証券諸法を根拠とする法定開示として GHG 排出量の記載を要求すること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・委員経験者からも相反する意見が SEC に寄せられている。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、気候関連リスク情報の追加的开示はかつて無いほどに論議的となるだけでなく、その意見には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みえる¹¹。

気候変動への対策の重要性や GHG 排出量削

減の必要性は国際社会で共有されており、米国内においても認識されよう。しかしながら資本市場規制の範疇において、このような新たな領域の扱いには本稿で述べるように相当に慎重な規制アプローチが求められる。社会的に必要と思われても必ずしも規制の適用が正当とはならないことに注意すべきである。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 にとってはジレンマであろう。

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。最初に、発行体が開示する気候・環境関連情報に対する SEC のこれまでの取り組みをみてみよう。

10年に SEC が公開した解釈ガイダンス（後

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」を大統領に提出し、公開している。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の開示により、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を促進する手助けとなる他、気候関連リスクの価格付けが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として Climate-related Financial Risk Committee (CRFC) が創設され、2022年10月には CRFC に対して調査報告を行う Climate-related Risk Advisory Committee が創設された。(ただし、本稿執筆時点でこれらの具体的な活動は不明。)

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

9 例えば、トランプ前政権の下で2020年9月に SEC が導入した株主提案を制限する規則について、SEC は22年7月の提案規則によって大幅な修正(実質的な廃止)を試みている。IRA である SEC の規則に政治的なイデオロギーの対立が持ち込まれた場合、規則の継続性が揺るぐことで公正で秩序ある効率的な資本市場の維持に悪影響が出る。

10 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。

11 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 Scope 1 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。

述)によれば、環境情報の開示に関するSECの取り組みは71年の解釈リリースまで遡ることができる¹²。この解釈リリースにおいてSECは、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発行体に考慮するよう求めている。また79年の解釈リリースでは¹³、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は環境に関連する規則行動として81年5月にReg. S-Kを修正して環境情報を開示する規則提案を行っており、また現在のReg. S-KのItem103 (Legal Proceedings)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¹⁴。しかしながら、これらは気候関連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。

04年の時点でGAO (2004) は¹⁵、SECの環境情報の定義は不十分であり、SECが要求する環境情報の項目が定まっていないために投資家は重要な情報の把握が困難であると指摘している。その一方で発行体に関しては、情報開示に関するSECのガイダンス等の不足を指摘するとともに、各社の事情に応じた柔軟な情報開示を求めている。さらにGAO (2004) は、90年のSECと米環境保護庁 (U.S. Environmental

Protection Agency, EPA) とのアグリーメント以降、SECに対するEPAの情報提供は始まっているものの協調した取り組みは限定的であると評価している。

SECが規制行動において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)」が最初となろう。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関連の情報開示に対する解釈を示しており¹⁶、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)の対象に気候変動を加えている。ただし私見ではあるが、このガイダンスにより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¹⁷。その後、16年4月のコンセプトリリースで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められており¹⁸、その結果が今回の提案の基礎になったと推測される¹⁹。16年のコンセプトリリースを分析したGAO (2018) は、この時点で発行体が開示している気候関連の情報は形式や基準が統一されておら

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

13 Release No.33-6130, 1979年9月27日。

14 「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。

15 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。

16 ただし後述するように、33年証券法のRule408や34年証券取引所法のRule12b-20により、重要な情報については開示が求められている。

17 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。

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

19 ただし、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、最終規則採択後のアリソン・ヘレン・リー委員 (当時、民主党) の声明で、「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」と記されており、16年のコンセプトリリースで寄せられた意見がダイレクトに規則作成に繋がったわけではない。

ず、また定量的でない情報もあるため、投資家が各社を比較分析することは困難であることや、同分野に関してSECの担当局である企業金融局 (Division of Corporate Finance) には追加情報の提出を求める権限がないことを指摘している。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における検討が必要になると記している。この指摘は、次節以降で繰り返すSECの法的権限を考える上で重要であろう。

2.1 提案された気候関連リスク情報の開示規則

2021年4月にSEC委員長へ就任したゲイリー・ゲンスラーは積極的に規制の見直しを企画している (若園, 2023)²⁰。ゲンスラー委員長は同年9月の連邦議会上院の銀行・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

の気候変動に関連する情報の開示規則について検討するよう要請したと証言している²¹。

22年3月に提案した規則は、Reg. S-K (非財務情報) に Subpart 1500を追加するとともに Reg. S-X (財務情報) に Article14を新設し、SECに登録された発行体に対して²²、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関連リスクに関する情報の追加開示を求めている (図表1)。この登録された発行体には外国民間発行体も含まれる²³。この規則は気候変動に関連するリスクと機会を特定して開示する試みであり、上述した10年の解釈ガイダンスで加えられたMD&Aにおける記述などと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。

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²⁴、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の質の水準が異なる。この中でもGHG排出量は、

- ① Scope 1 (事業者自らによる直接的な排出)、
- ② Scope 2 (他社から供給された電気や熱など

20 ただし、ゲンスラーの委員長就任の直前から気候変動に関連するSECの活動は始まっていた。2021年2月1日に、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月に登録発行体や投資家などの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取を行っている。

21 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。

22 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に加え、未公開であっても同法第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 (私募) 以外は原則として33年証券法により証券の登録が求められる (若園, 2021参照)。

23 外国民間発行体 (Foreign Private Issuer) は、33年証券法の Reg. C の Rule 405ならびに34年証券取引所法の Rule3b-4で定義される。わが国の経団連が2022年5月31日に開示した「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。

24 Scope 1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)。

図表1 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（Scope 1と Scope 2）
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（Scope 3）が重要である場合、または Scope 3を含む排出量の目標等を設定している場合は、Scope 3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Scope 3の開示は要求されない。

の使用に伴う間接的な排出)、③ Scope 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)²⁵と段階的に計測の困難さが増す²⁶。このため、排出量開示の開始時期や第三者保証の有無などは大規模早期提出会社 (Large Accelerated Filer)²⁷、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²⁸。

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²⁹、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の専門性の観点から疑問視する声がある³⁰。

25 Scope 3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)。

26 Scope 3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。

27 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)。

28 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。

29 TCFDはFSB(金融安定理事会)がG20の要請を受けて設置。TCFD提言は、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(Scope 1・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。

30 ただし、TCFDのメンバー構成をみると、会長職はマイケル・ブルームバーグ(Bloomberg社の創業者)、事務局長はメアリー・シャピロ(元SEC委員長)であり、その他メンバーを見ても米系の金融関連企業の所属が多い。また、GHGプロトコルの母体となった研究所はワシントンD.C.に所在しており、むしろ米国の基準のような印象を抱かせる。

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った4人の委員の内、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択された³¹。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。

ゲンスラー委員長は声明において各種の数値を挙げて提案規則を擁護している。発行体に対して気候関連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2021年7月時点で120兆ドル以上となっている³²。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

気候関連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³³。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³⁴、3分の1の発行体がすでに気候変動に関する何らかの開示を行っていた³⁵。これらの数値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³⁶。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³⁷、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³⁸。

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ティアな情報開示は、後述する規制の適切性を論じる上で重要となる³⁹。ただし、バイデン政権の気候変動対策との関連性に

31 SECの委員会は委員長を含む5人の委員で構成されるが、この提案規則の採択時に共和党系委員の1席が空白であった。4人の投票の内訳は、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。

32 その一方でPastor et al. (2023)によれば、2021年末時点で、大規模資産運用業の運用資産でESG関連と表示されている投資残高31.3兆ドルの内、実際にESG投資額が占める比率は6%に過ぎなかったことが示されている(2012年から21年まで)。Pastor et al. (2023)は、投資家のESG関連への投資は過大に評価されていると述べている。(グリーンウォッシュの横行)

33 Russell1000は大規模企業の指標であるため、大規模企業になるほど気候変動に取り組んでいると言える。またGovernance & Accountability Institute (G&A)が2022年11月16日に公表した「2022 Sustainability Reporting in Focus」によると、2021年にRussell1000に採用されている企業の81%がサステナビリティ報告書を開示している(21年は70%)。このうち、規模の上位企業の開示率は96%であった。また、開示企業でSASB基準を利用しているのは67%、GRI基準を利用しているのは54%、TCFD基準を利用しているのは34%であった。

34 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、この数値は“climate change”, “climate risk”や“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ティアでの開示が浸透しているとは言えない。

35 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)、Scope 1と2を開示(第三者保証無しを含む)しているのは30%、Scope 1, 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」)。

36 439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。

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

38 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。

は言及されていない点に注意願いたい。

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⁴⁰。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関連リスクはカバーされている⁴¹、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示には繋がらない⁴²、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⁴³。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関連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（投資家の行動に影響を与えているか）については慎重な検討が求められよう⁴⁴。

最後に、SEC内に独立委員会として設置されたアドバイザー委員会のリコメンド（図表2）を添える⁴⁵。この独立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⁴⁶、セーフハーバーの拡

39 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。

40 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。

41 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。

42 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。

43 例えばKlusak et al. (2023)は気候変動がどのようなリスクに繋がるかについて、市場参加者は必要な情報が不足している点を指摘した上で、気候変動とソプリンの格付けとの関係を分析し、パリ協定が示す気温上昇2℃未満に抑えた場合でもソプリンの格付けが低下することを示している。また、世界的に企業の資金調達コスト（社債等）は、RCP2.6（GHGガスの濃度）で年間72億ドルから126億ドル増加し、RCP8.5では358億ドルから626億ドル増加すると推測している。

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」においても、共和党のロジャー・ウィ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について質問があった。

45 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。

46 SECが提案規則で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）の調査結果を掲載したWSJ紙「Climate Rules Expose Surprising Splits Amount Business」（2023年4月24日）によると、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2 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. Scope 3排出量の開示の責任に関するセーフハーバーを拡大し, 全ての気候関連情報を対象とすべき。
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, より小規模の会社が移行, 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。

充などをSECに求めている。

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15,000にのぼる⁴⁷。Harvard Law School Forum on Corporate Governanceによると⁴⁸, 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)⁴⁹。賛成コメントの比率が最も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, この計測で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は独立規制行政庁 (IRA) 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ある。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, 逆に民主党系はその指摘に対してSECを擁護しており, 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

47 ゲンスラー委員長の声明より。SECのウェブで確認出来るのは約12,000。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)。

48 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/>)

49 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)。

図表3 共和党系の委員長・委員経験者のパブコメ

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

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3）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点で問題を指摘している。これらは前節のピアース委員の主張とも共通しており、SECの規制アプローチを考える上での基礎的な検討項目と呼べる。

第1に重要性の基準については前節も参照願いたい。ブリーデン等は、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り、今回の新規則により開示されるGHG排出量（Scope 1, 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を呈している。この指摘は、SECの規制適用の是非を問う際に重要であろう。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⁵⁰。

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の気候変動に関する専門性が欠如しているとの指摘も、確かにSECは気候変動の専門家をスタッフに抱えておらず、またEPA等の専門機関との協調についても提案規則では十分に説明されていない。特に、前述したように外部の基準を援用した規則であるため、その管理者としての専門性は問われるべきである。最後に規制のコストに関して、経済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mend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

一方で民主党系をみると、第25代委員長アーサー・レビットを初めとする委員長・委員経験者（図表4）に加えて3名の企業金融局局長経験者や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⁵¹。33年証券法や34年証券取引所法におけるSECの規則権限を記した箇所を図表5でまとめた。33年法ならびに34年法は、公共の利益もしくは投資者保護に照らして必要または適当と認められる規則を定める権限をSECに与えている。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適当と認めてSECが定める規則および規制」を挙げて、SECが登録発行体に気候関連の開示を求め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

50 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、共和党のルートクマイヤー議員から、ゲンスラー委員長はまるで環境保護庁長官のように振る舞っており、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。

51 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4 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) Harvey 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。

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的対立を持ち込むような立場ではないため、より純粋な意見であると解釈できよう。

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⁵²。下記で、主要なコメントの要点を記す。

①共和党上院議員（2022年6月10日提出）

現在の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⁵³、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。Scope 3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）を参照願いたい。）

②共和党下院議員（2022年6月15日提出）

現下院金融サービス委員会のパトリック・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ニディア・ベラスケス委員ら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、大統領

52 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、共和党のウイ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。

53 ティム・スコット上院議員は、2024年大統領選挙の共和党候補者指名争いに出馬している。

図表 5 SEC の開示規則の制定に関する法的権限

<p>1933年証券法</p> <p>第7条8(a)(1) (登録届出書の記載情報) 投資者保護のためには…当該発行者または証券について当該記載事項または書類を必要としない旨を規則または規制により定めることができる。</p> <p>第10条 (目論見書の記載情報) 公益または投資者保護のため必要または適当と認められる規則または規制</p> <p>第19条(a) (特別の権限) 本法の規定を遂行するため必要な規則および規制を定め、改正または廃止する権限を随時持つものとする。</p>
<p>1934年証券取引所法</p> <p>第3条(b) (定義および適用) 自己が権限を持つ事項につき、規則および規制により…用語を本編の規定および目的に資するように定義する権限をもつ。</p> <p>第12条 (証券の登録要件)</p> <p>第13条(a) (定期的およびその他の報告書) 登録されている証券の発行者は、投資者の適正な保護および証券の公正な売買取引の確保のため、委員会が必要または適当と認めて定める規則および規制にしたがって、…報告書を委員会に提出しなければならない。</p> <p>第14条(a) (委任状) いかなる者も…公益または投資者保護のため必要または適当と認めて SEC が定める規則および規制に違反して…</p> <p>第15条(d) (ブローカーおよびディーラーの登録と規制) 公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に…公益または投資者保護のため必要または適当とみなす…規則および規制により定義することができる。</p> <p>第23条(a) (規則・規制・命令および年次報告書) 責任を負う本章の規定の実施または本法により与えられた職務の執行に必要なまたは適当な規則および規制を制定する権限をもち…</p>

領令に応じて FSOC が21年に公表した報告書でも、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、比較が可能で具体的かつ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 の報告書を引き合いに、特に Scope 3 の開示を最終規則でも維持することを SEC に要請。規則の最終化で 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、資本市場における投資者保護機能を低下させる⁵⁴。

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る。この提案規則は発行体の 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 Scope 3 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

54 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。

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・パイス	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

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。しかしながら、2019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⁵⁵、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EPA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る。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、この問題に関して多数の民主党下院議員がSECに明確な法的権限を新規に与える必要があり、さらには気候変動の専門機関の協力を得て規則を作成する必要があると認識していたと言えよう。

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

55 バイデン政権となった2021年4月にも同じタイトルの法案が、連邦議会下院(H.R.2570)では同じくカステン下院議員をスポンサーとして14名の民主党下院議員が共同スポンサーとなり、上院(S.1217)ではエリザベス・ウォーレン上院議員がスポンサーとなり17名の民主党上院議員を共同スポンサーとして提案されている(共に廃案)。19年の法案と同様に34年証券取引所法の第13条に「(s) 気候変動に関連する情報開示」の追加が記されている。

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⁵⁶。

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。気候関連リスク情報自体に関しても、外部基準のモデル（GHG プロトコル）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）が提出した以下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 Scope 3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（共和党系）
（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 EPA 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
（共和党系）（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⁵⁷など20州の司法長官（民主党系）（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発行体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、発行体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ても、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発行体に対して求める。

56 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。

57 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。

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、2022年6月の West Virginia v. EPA の判例であり、EPA 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⁵⁸。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。

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の気候関連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。本稿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当なプレッシャーをSECに与えることになるだろう。

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⁵⁹。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⁶⁰、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Scope 3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)⁶¹。規則の最終化に向けて、SECの対処が注目される⁶²。

4. 最終規則化に向けた課題

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月へと延期され、さらに同年10月の公開予定へと最終規則化が延期されたとの報道があったが、本稿執筆時点(23年10月末)でも最終規則は公開されていない⁶³。これは、提案規

58 この裁判は、発電プラントのGHG排出量の規制がEPAの権限の範囲内であるかが争点となった。SECの規則提案と類似点が認められる。ただし、本稿で論じるSECの規則が訴訟となった場合に1984年のChevron判決が適用されるか、あるいはこの判決のようにChevron法理の重要問題特例の適用となるかは不明である。もっとも、SECがGHG排出等の気候変動に関して専門性を持たない場合、Chevron判決の適用は難しくなるのではないかと、さらには、トランプ大統領時代に最高裁判所判事に就任したニール・ゴサッチ判事はChevron判決に懐疑的であるとの報道もある。そもそも前掲のClimate Risk Disclosure Act of 2019 (HR.3623) (廃案)を見ると、これまで連邦議会が34年証券取引所法において気候変動リスク情報の開示に関する何らかの明示的な意思表示を成功していないのではないかと、この疑念も生じる。

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

60 「SEC weights making 'adjustments' to controversial climate risk disclosure rule, Chairman Gensler says」(CNBC, 2023年2月10日)。

61 「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)。

62 2023年7月28日に開催されたFSOCにおいて、ゲンスラー委員長は「The SEC has no role as to climate risk itself. But we do have an important role in helping to ensure that public companies make full, fair, and truthful disclosure about the material risks they face.」と述べて、SECに提出された15,000超のコメントを参考に提案規則の修正を行っていることを表明している。

63 通常、提案規則が公開されてから最終規則の採択までに要する期間は8ヶ月から13ヶ月である。

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と言えよう⁶⁴。

本稿は最後に、最終規則化にあたり SEC が対処すべき課題を先行研究のサーベイを交えて整理する。

第3節で挙げたパブリックコメントの指摘を元に課題を整理すると、①法的権限（重要性の基準）、②専門性、③規制の経済分析（コスト分析）となろう⁶⁵。

第1に法的権限は、投資者保護を前提として連邦証券諸法が 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ではないのかとの疑念も生じる（環境政策であれば SEC の権限外）。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所の判断に委ねられるのではないかと⁶⁶。

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⁶⁷。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 のピアーズ委員や 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 Letter）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⁶⁸、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（例えばデラウェア州法）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。」と定めており⁶⁹、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⁷⁰。田中 (2022) は、サステナブル経営が株主主権と

64 2023年10月16日に SEC の Division of Examinations が公表した2024年の Examination Priorities（検査の優先事項）から2021年以來記載されていた ESG が削除されている。

65 2023年10月26日に U.S. Chamber of Commerce が主催したコンファレンスでゲンスラー委員長は、今回の提案規則に関して法的な権限の分析や重要性の基準とともに、経済分析の重要性を SEC も認識しており、経済分析に関しては、単なる開示コストの上昇だけでなく、資本形成の促進がもたらすベネフィットを考慮すべきと述べている。

66 行政府の規制行為が裁判所の判断により左右されることは決して好ましいことではない。本来は立法府である連邦議会が果たすべき機能が司法府に代替されることは問題であろう。

67 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。

68 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。

69 田中 (2022) 57頁。

70 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。

両立するケースとして、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⁷¹。

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⁷²。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も見える⁷³。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4,730億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。この指摘は Pastor et al. (2023)が指摘するグリーンウォッシュ問題と合わせて考える必要がある。また Raghunandan and Rajgopal (2022)は、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⁷⁴。ただし、Raghunandan and Rajgopal (2022)は、GHG 排出

71 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。

72 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。

73 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。

74 例えば、エクソン社は2023年5月末の株主総会で気候変動に関連する12の株主提案の全てを否決している。その中でもScope 3の測定と開示を求める株主提案への賛成は11%に留まっており、前年の同様な提案への賛成率27%を大きく下回っている。Scope 3開示にかかるコストの高さを他の株主が敬遠したとの指摘もある。

量の開示がボランティアであることも原因として挙げており、法定開示として信頼できる情報が投資家行動を変える可能性もある⁷⁵。筆者が提案規則の経済分析「IV. ECONOMIC ANALYSIS」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⁷⁶。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。

5. まとめ

本稿は、SECが提案した気候関連情報の開示規則を題材として、SECが規則作成において対処すべき諸課題を整理した。米国はバイデン政権によりパリ協定に復帰したものの、地場産業の違いを背景として州政府や選出される連邦議員のスタンスは大いに異なり、深刻な政治的対立を招いているだけではなく、本来は政治的な中立性を与えられているはずのSECの行動にも政治的な利害関係が持ち込まれつつあり、資本市場規制のあり方をも懸念される状態

となっている。

本稿執筆時点でESGを巡る政治的な対立を挙げると、2022年12月に労働省（U.S. Department of Labor）が公布した、DCプランが投資決定を行う際にESG要因を考慮するように求めた新規規則に対して、連邦議会両院が同規則を差し止める両院合同決議（Joint Resolution）を採択している（バイデン大統領は拒否権を発動）⁷⁷。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の州が提訴した。

またESG投資に関しても、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⁷⁸。フロリダ州などの反ESG的とも捉えられる方針を受けて、複数の大手金融機関の行動にも変容がみられる⁷⁹。

この他、フロリダ州が23年5月2日に制定した包括的な反ESG法は注目を浴びた。この州法は①州の関係機関によるESG債の発行の禁止、②州政府等に関連する年金基金の投資は金銭的な

75 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。

76 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。

77 下院は23年2月28日、上院で3月1日の可決。上院では3人の民主党議員が賛成票を投じた（50-46で通過）。

78 ただし、Garett and Ivanov（2023）の推計によれば、このような反ESG政策は金融市場を歪めるだけではなく、例えばテキサス州の発行体は、反ESG政策後の8ヶ月間で318億ドルの借り入れに対して3億ドルから5億ドルの追加的な利息の負担を強いられている。

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、③ ESG スコアを提供する格付け会社との契約禁止、④ 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が含まれている⁸⁰。その一方で、23年9月にカリフォルニア州で成立した州法は、州内の年商10億ドル以上の企業に対して Scope 1から3までのGHG 排出量の算定と開示を毎年求めている⁸¹。

SEC はこのような政治的な利害関係に対して、公正かつ効率的な資本市場規制を維持するために、従来よりもさらに透明性と説明責任をもって規制活動を行うことが求められている。本稿が指摘した諸課題に対して SEC はどのように対処するのか。来たるべき最終規則化に注目している。

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。

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, Vol.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 Scope 3 Good For?," *UC Davis Law Review*, Vol.56, No.5, pp.1921-1961.

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*, Janu-

79 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22年12月に表明した。ブラックロック社 CEO のラリー・フィンクは、今後用語としての「ESG」を用いないと表明したが、これはフロリダ州がブラックロックから20億ドルの運用資金を引き揚げたことも影響しているであろう。22年のユタ州やアイダホ州の批判を受けて S&P グローバル・レーティングは、23年8月に21年から実施していた企業の ESG の点数評価の公表を辞めている。(文章による定性評価は継続)。

80 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)。

81 Scope 1と2は2026年から、3は2027年から開示。さらに第三者認証の取得の義務化は1と2が2026年からの限定的認証に続き2030年か合理的認証の取得が求められる、3は2030年から限定的認証の取得が求められる。

- ary, 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.
- Garrett, D., and I. Ivanov (2023), "Gas, Guns, and Governments: Financial Costs of Anti-ESG Policies," *Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper*.
- Hartzmark, S and A. Sussman (2019), "Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows," *Journal of Finance*, Vol.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.
- Klusak, P et al. (2023), "Rising Temperatures, Falling Ratings: The Effect of Climate Change on Sovereign Creditworthiness," *Management Science*, Aug. 7.
- Pastor, L. et al. (2023), "Green Tilts," *Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper*.
- 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.

(当研究所理事・主席研究員)