米国における気候変動リスク情報の

開示規制:混迷

日本証券経済研究所の若園でございます。よろ

しくお願いいたします。

月前です。タイトルの最後に「混迷」をつけたの 示規制:混迷」というタイトルを決めたのは二カ 今回、「米国における気候変動リスク情報の開

ですが、二カ月前には想像しなかったぐらい、 らに混迷が深まって、 何が何だかよくわからない さ

す。

ような状況になっています。

これは二つの問題に分けて考えられます。 つは、気候変動リスクを新たに証券規制とし

て加えていく。つまりは、新しい領域へ開示規制

まず、

企業の持続的な経営を三つの要素ではか

を適用するときにどのような問題が起きてくるの

若

袁

智

明

べきかという問題です。もう一つは、政治的 か、もしくはSECはどのようなステップを踏む

制にも持ち込まれてくる問題です。この二つが相 立が非常に深まっており、それがSECの証券規 まって、今、 非常に混迷を深めているところで

、バイデン政権と気候変動

変動、 できているのではないかと思います。 というのは非常にあやふやな言葉で、 分野を指す言葉ですが、ESGの中でも、 気候変動の話がなぜ国際的にもコンセンサスを 人的資本の二つは、 比較的コンセンサスが 非常に幅広 気候

るのがESGです。

経済学者から見ると、ESG

ポ

レートガバナンス・コードの補充原則二-三で

取締役会の取り組みとして記され、

<u>=</u>

に

お

は、 Ł 得ているかというと、弊害が非常に多く出ている 転を図っているところですし、 海水面の上昇、地盤沈下の二つから、 からです。例えばインドネシアのジャカル ハリケーンの被害が増えています。 今回の 規制に強く反対しているフロ アメリカに 今、 首都移 リダ お 夕 クは、 いて 州

復帰を表明 当たり前の世界ではなくなっている。一筋縄では バイデンは、 捉えていますが、アメリカだけを見ると、 いかないというのが現状です。 二〇二一年一月に大統領に就任したジョセフ・ しました。 就任直後にアメリ アメリカ が カのパリ協定への パ IJ 協定に 加盟

枠組みに基づく気候変動リスクが与える影響につ 候関連財務情報開示タスクフォース)又は同等 ては、プライム上場会社に対して、TCFD データの収集、 日本では当たり前のように 分析、 気候変動は証券規制 開示が求められてい 0 **気** 中 0

ます。

(V

て、

に入ってきています。 このように日本でも、 決して

プは、オバマは連邦議会の審議を経ずに勝手に加 したのはオバマのときですが、 前大統領 のトラン

書の中で、グリーンハウスガス

G H

G] プの · 温

暖

化

ディスクロージャーワーキング・グル

報告

日本でも、二〇二一年六月、金融庁の審議会の

ガス)のScope1と2の排出量の

開示が努力目標

として入っています。また二○二一年の改訂コー

す。

盟したのだと言って、二○二○年一一月四 もってアメリカはパリ協定から離脱すると宣言し 旧日を

ズサミットを主催していますし、 バイデン大統領は、 同年四月には気候リーダー 同年一一月のC

ていました。

量を二〇〇五年比で半減させると宣言していま OP二一において、二○三○年までにGHG排出

ます。また、今年四月に札幌で行われたG7の気 を、それまでの二六%から四六%に引き上げてい 同 .時期に日本でも、GHG排出量の削減目標

GHG排出量を二○三五年までに二○一九年比で ても、気温上昇を一・五度におさめるためには、 候・エネルギー・環境相会合のコミュニケにおい

六〇%削減する緊急性が高まっていると記載され ても、特に気候変動に絡めてのGHG排出量の削 ています。半減ではとても足りない。国際的 に見

長、

商品先物のCFTCの委員長等が入って

・ま

減は、

各国共通のコミットメントになっているだ

ろうと思われます。

統領令に、政府方針として、「一貫性があり比較 さらにバイデンは、就任した五月に発令した大

可能な形式を用いた気候に関連する金融

リス

クの

だ、財務省等は大統領令の対象になりますが、S 開示を促進する」との文言を入れています。 た

す。なぜなら、SECは連邦議会から一定の独立 らの干渉もある程度抑えられるからです。 性が保たれている独立規制行政庁で、大統領府か ECは通常は対象にならないことが多いようで

F S O C (金融安定監督協議会)は、二〇一〇

長官が議長となり、SECの委員長やFRBの議 年のドッド・フランク法で入った会議体で、 財務

す。このFSOCに対して、大統領令は、 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求めています。

FSOCは、この大統領令に応じて、二〇二一

cial Risk」を提出し、この報告書で「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 年一〇月に「Report on Climate -Related Finan-

の信頼性の促進の手助けとなる」云々と述べてい

思決定に含めることが可能となり、金融システム

投資家と市場参加者がそのようなリスクを意

ます。

ク調査を担う委員会を二○二二年一二月につくっ な会議体を二○二一年一二月に、気候関連のリス 同 **ニ時にFSOCは、気候関連を対象にした新た**

委員会がどのように稼働しているかは不明です。 ています。ただし、現状ではこの二つの会議体や また、昨年八月には、バイデン肝 (V りの、 総額

抑制法を成立させ、この中の約八割(三九○○億 四九九〇億ドルという巨額の歳出を伴うインフレ

> j ル 約 五三兆円) が気候変動対策に用いられる

K

ことになっています。

しろと言っているわけで、今後どうなるかはわか に、特に気候変動対策に対する歳出を大幅に削 います。 現在、 アメリカは債務上限ですったもんだして 共和党は、債務上限に合意するか わ

ていると思われます。

りませんが、これも政治対立の火種の一つになっ

SECは、 アメリカの一九三三年証券法とか、

法、投資会社法等、 一九三四年証券取引所法、 連邦証券諸法を根拠法とする 一九四〇年の投資顧問

成の促進の三つを掲げています。この三つの使 独立規制行政庁です。 公正で秩序ある効率的な市場の維持、 その使命として、 投資者保 資本形

護、

の規制 もので、 今でも投資者保護を第一として、SEC 規則等の運用は行われています。

は、

歴代のどの委員長においても掲げられて

13

になればもちろん委員長は交代し、三人が共和

党、二人が民主党になります。

SECは、この委員会をトップにして、六つの

局と二五

の部から構成されています。予算請求の

五四

党で、二人の委員は共和党です。大統領が共和党 帯びています。バイデンは民主党ですから、五人 の委員のうちの委員長を含めた三人の委員は民主 すが、彼ら五人は大統領の指名、 意をもって就任しますから、委員自体は政治色を 数決をもって最終的に規則や規制の採択を行いま 委員会は五人の委員で構成され、この委員会が多

上院の助言と同

ただ、

独立といっても、その組織の頂点に立つ

5, 環境法に企業が違反した場合の罰金等の扱いです いますが、それは環境法に企業が従う、もしくは SECは、一九七一年の解釈リリースあたりか 規則・規制等において環境関係を進めてきて

初めてとなります。

GA〇(政府説明責任局)は、連邦議会の要請

から、

実は環境に関する規制作成は、

今回が実質

○○四年時点でSECが要求する環境情報の項目 AOが二○○四年に出したレポートを見ると、二 に従ってさまざまな調査を行う政府機関です。

機関である環境保護庁 は非常に不明瞭であり、また、SECと専門行政 (EPA) との協調は限定

協定の前身である京都議定書をロシアが批准 的であるという報告が出ています。 二○○四年というのは非常に重要な年で、

効が可能になり、翌年の二○○五年二月からパ 1)

のが二○○四年です。それによってパリ協定の発

した

1)

数倍です。

融庁と比べると、

職員数で三倍以上、予算面で十

となり、

連邦最大規模の行政機関です。

日本 · の 金 七五人、年間予算二五億ドル(約三五〇〇億円 数字で予測すると、二〇二四年度の正規職員

14

協定は実際にワークしています。

インド中央銀行元総裁の経済学者ラグラム・ラ初めごろから大手企業の経営者は「株主への手紙」で気候変動に言及し始めましたが、二○○四年、ロシアがパリ協定を批准したあたりから、その度合いが多くなり、以降、企業の経済学者ラグラム・ラーのででは、100円でで、100円で

SECは二〇一〇年に初めて気候変動に関連するそれにあわせてということではありませんが、

の対象に気候変動を追加しています。すでにこの者による財政状態および経営成績の検討と分析)(非財務情報を扱う規制)の中のMD&A(経営

開示に関するガイダンスを出し、Regulation S-K

として気候変動を含めるようにというSECの通ボランタリーで出していますが、初めて法定開示時点で複数の大手企業は気候変動に関する情報を

達です。

と、二○一○年以降、MD&Aの中に確かに手自動車メーカーのアニュアルレポートを見るいてあるにすぎません。過去に遡って、例えば大いたかし、MD&Aには、財務内容の説明等が書

ろではほとんど何も変わっていないという状態がど何も書いてありません。実際、法定開示のとこ「Climate」という言葉は入っていますが、ほとん

続いていました。

だんだん動いてきたのは二〇一六年から二〇二

体、市場参加者に対して、気候変動絡みの意見聴動の方針を示すコンセプトリリース、バイデン政動の方針を示すコンセプトリリース、バイデン政

が、その時点では気候変動絡みの話は全く入って務情報(Regulation S-K)の修正を行っています取をしています。SECは二○二○年八月に非財

経て、二〇二二年三月に気候変動リスク情報開 が規則提案された流れになっています。

示

いませんでしたが、二〇二一年三月の意見聴取を

二、SECの提案規則

すが、 用 する、一貫性があり、 動リスク、人的資源、 委員会において、この年の四月に就任したゲンス ラーSEC委員長は、「今日の投資家は、気候変 を踏まえて、もっと厳格化させるというのがゲン 月に人的資本の開示を最終規則として入れていま るように要請しています。SECは二○二○年八 タッフに対して、これらの規則化について検討す 二〇二一年九月の上院の銀行・住宅・都市問題 な開示を求めてい ほとんど具体的な項目が入っていないこと る」と証言し、SECのス サイバーセキュリティに関 比較可能で、意思決定に有

スラー委員長の発言です。

うち、 党系一の三対一で採択されました。 る提案規則を採択しています。当時五人の委員 対する気候関連の開示、その促進と標準化に対す それに従って、 共和党の一人が空席で、民主党系三、 去年三月、SECは、 投資家に

共和

容とは比較にならないほど詳細な、本格的な規制 釈ガイダンスで加えられたMD&Aでの記述の内 会を特定して開示する試みです。二〇一〇年の解

規則の内容は、気候変動に関連するリスクと機

が提案されています。

追加開示を求めています。 情報・財務情報において気候変動リスクに関する 上場企業を主にして、例えば株主数等を基準にし て、年次報告書や証券の登録届出書などの非 て大規模な未公開会社も対象になります。日本企 この規則は、SECに登録された発行体に対し 登録された発行体は、

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 (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。

あ

ŋ

兀

年

証

券取

引所法に

は、

継 13

開

示

n

ま

す。 続

1 両

ル 方 れ

る

登

録

届

出

書に

対

ては

Rule408~

(注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。

> 場合 です。

には

情

開

示

0

対 財

象に

なってい

・ます。

例えば

現在でも、

務情報

に重

一要な変更

がが 財

あ

0

た

から六までが

非

財

務

情

報

七

が

務

情

车

証 報

券法に

は、

募集や売付のときに提

出

- (注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。
- 小規模報告会社にはScope3の開示は要求されない。



ISRI

が

米企業の

みなら

外国

企業に対し

適

多分一

○社ぐら

61

が

対

象

になると思

61 ま

す

されます。

提 案規

萴

の内容を七つにまとめ

ってい

・ます

表

場

が

規 実 ĺ 劕 気 候変 動 がか 5

\$

規

削

0

対

象

に

なるのですが、

今

口

0

提

案規

削

ま

合には速やかにこれを開示する義務を負うとい て Rule12b-20と い | Additional Information | です。 ていますが、 生じる重要な事 発行体は重 ・う規 則 が 要な情報 あ 13 項 Š は 夕 が ~生 イ n

が 17 -

規

動にかかる規則をつくる試みです。は、包括的な規則から独立させて、新たに気候変

従来の情報開示とも親和的です。リスクの管理や評価、ガバナンス体制などは、

全ての発行体というわけではありませんが、する温室効果ガスです。2、3になるに従って、だんだん複雑になってきます。日本ではScope1と2までが開示の努力目標ですが、アメリカは、する温室効果ガスです。2、

ン企業が農場の牛のゲップまで含めるのか、どこScope3は、例えばスーパーマーケットのチェー

3と計測は段階的に難しくなりますが、求められまで含めるのかは非常に難しい。Scope1、2、

るものは登録企業の規模によって変わります。

情報開示タスクフォース)提言やGHGプロトコ段です。今回の開示は、TCFD(気候関連財務もう一つ問題になってくるのは開示や計測の手

のの開示が求められます。TCFDというのは、えということではありませんが、それに準じたもルの準拠が想定されています。これをそのまま使情報開示タスクフォース)提言やGHGプロトコ

Financial Stability Board (FSB) が設立したタストコルは、ノンプロフィットの研究所等が中心にトコルは、ノンプロフィットの研究所等が中心にトコルは、メンロン・リーのではありません。GHGプロトコルは、ノンプロフィットの研究所等が中心に

Scope3までの開示を求めています。

ざいます。 ただし、これに関しては、 過去の例で、バーゼルⅠ、 非常に強い批判がご IIは二〇〇

強い 内に持ってくることに対して、アメリカは非常に いという態度をとっていました。外部の基準を国 アメリカは、バーゼル基準なんて我々には関係な 八年のリーマン・ショックが起きるぐらいまで、 抵抗があります。ただし、TCFDのタスク

しょう。

では賛成側と反対側の意見の要点を見ていきま

を行うにあたり、 ラー委員長が出した声明は、「投資家が投資判断 まず賛成側です。 気候リスクに関する信頼できる 採択直後にゲイリー・ゲンス

する「重要性の基準」を満たしているという主張 情報を求めている」と述べており、後ほどお話

です。

フォースの会長は、元ニューヨーク市長のマイケ

IJ] ル・ ます。またGHGプロトコルも、 を入れることには強い すが、それでもアメリカ ますから、二つともアメリカの色が強いところで ンプロフィットの研究所がワシントンDCにあり メンバーにも米系の金融機関が相当入ってい ・シャピロという、 ブルームバーグで、 批判があります。 SECの委員長経験者で 国 事務方のトップがメア 丙 0 規制に外部の基準 母体になったノ

用資産額は一三〇兆ドルにのぼり、国連の責任投

気候変動リスクの開示を要求する投資家の総運

資原則に署名する四○○○超の投資家の多くは米

系の投資家ですが、その運用資産額は一二〇兆ド ルを超えている。ラッセル一〇〇〇指数に採用さ

れる発行体の約三分の二、同指数の上位五〇〇社 の九〇%が、二〇一九年に様々な第三者基準を用 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ます。SECのスタッフ

13

の提案規則が三対一で採択されました。ここ

された約七○○○の年次報告書において、発行体

が調べたところ、二〇一九年と二〇二〇年に提出

入っていればカウントされますから、 を実施しているとスピーチの中で述べています。 の三分の一が既に気候変動に関する何らかの開示 「何らかの開示」というのは、「気候」と一言でも 内容の大小

ではありません。

ここで注意しなければいけないのは、バイデン

今、SECが情報開示を法定開示として入れるこ も言っていない。ゲンスラー委員長が言っている なっていますが、その政策に乗ったものとは 政権にとって気候変動対策は政策の重要な柱に の多くがこういう情報を開示している、だから のは、あくまで投資家が求めている、 既に発行体

委員であったピアース委員は、「我々は証券環境 それに対して、このときただ一人の共和党系の

3

比較可能で一貫性があり信頼できる開示に

とは適切であるとの主張です。

ことは決して珍しくないのですが、これほど強い ます。重要な規則・規制に関して採択が分かれる うタイトルの声明で非常に強い反対を表明してい 委員会ではない、少なくとも今のところは」とい

反対の声明はなかなか見られません。 ピアース委員の反対の声明では、五つの根拠を

挙げています。

(1) 既存の規則で重要な気候変動リスクはカ

先ほど申し上げた一九三三年証券法の Rule408、 バーされている。

当然ながら気候変動リスクもカバ な事項は開示すべきという規則が既にあるので、 九三四年証券取引所法のRule12b-20など、重要 ーされるという

主張です。 (2) 提案規則は

る。 「重要性の基準」に反してい

④ SECはこのような規則を提案する権限をは繋がらない。

⑤ 提案規則のコストを過小評価している。有していない。

すべき重要な問題になっています。 Cの専門性」は、今回の提案規則でSECが対処 制の経済分析」に加え、気候変動に関する「SE 制の経済分析」に加え、気候変動に関する「SE

関連が財務に与える影響をもっと開示しろという明ート・ジャーナル紙の報道を見ると、二〇二一年九月時点で、SECは Rule408、Rule12b-20ををからして、大手の上場会社に対して、気候変動を あるに、二〇二一年九月のウォール・スト

報を開示させる権限を既に持っているのだから、うに、この時点ではSECは気候関連の重要な情

重要」であるかどうかを判断することになるの

ターを出しています。ピアースが言ってい

、るよ

どというところがあります。

今回

の提案規則は必要ないという意見も、なるほ

ない、発行体は重要でない情報を開示する義務はは重要ではない情報を開示させる権限を持ってい「重要性の基準」とは、一言で言えば、SEC

ないという基準です。

性がかなり高い場合に、その項目は重要である」や投資判断をする際、その情報を重要視する可能高裁の判決に、「合理的な投資家が議決権の行使この「重要性の基準」は、一九七六年の連邦最

もって「重要」と呼ぶのか。最終的には裁判官が質的にほぼ初めての領域に対する規制で、何をするわけですが、今回の場合、SECにとって実めって重要性というのかがはっきり書いていなとあります。これは非常に難しい判決で、何をとあります。これは非常に難しい判決で、何を

証券レビュー 第63巻第7号

SECの開示規則の制定に関する法的権限 図表2

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。

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 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、改正しまたは

廃止する権限を随時持つものとする。

1934年証券取引所法

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。

第12条 (証券の登録要件)

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。

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・・・・ 第15条(d) (プ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。 第23条(a) (規則・規制・命令および年次報告書)

青仟を負う木音の規定の宝施または木法により与えられた職務の執行に

必要または適当な規則および規制を制定する権限をもち・・・

告書)

でも、

「投資者

の適正

な保護

お

ょ

び

証 他

0

Е 証 券 取引所法の第

<u>一</u> 三

一条 (a)

(定期

的

およびその

は

「投資者保護

0

ためには

九三

兀

年

証 (a)

八

(1)



で

しょう

が

事

前

13

重

要

飳

0)

基

準

を満たし

13

を論

拠とすることがSECにとっ

簡 単に言うと、

n ます 図 [表2)。 は、

S E C

0

規制

0

制

定に

関

ず 匹

んる権服

限

が

書

61 所 法

7

九三三年

証券法、

九三

年

-証券

菆

引

は

非常に重 るかどうか

一要に

なります。

九三三年証券法第七 条

ます。 取引 公正な売買取 規 重 面 主要なの 劕 K 制定 お S E C (V 0 て投資者保護 非常に 別の には法的 n 確 · 広範 保の はあ な権限 な権限を得ています。 を前提とすれ ため」とあります。 くまで証券法、 があることになり ば、 証 S

は

0

所 法の定めです。ピアース委員が指 摘 したよう 券 取

0

になるならば、その与えられた権限を適用するこ な権限を得ているのですが、もしこれが環境規制 に関しては SECは環境を規制する当局ではない。 一九三三年法、

とが果たして可能になるかという議論になるわけ 一九三四年法で広範 証券 全てではありませんが、 わけです。一万五〇〇〇のパブリックコメントの ハ

提出したコメントで、そのほぼ半数が提案規則に 賛成している。 ルの分析によれば、全体の約四分の一が発行体] バ] ・ドのロ ース クー

す。 CFOが賛成した比率は四分の一ぐらいだそうで ただし、CNBCが調査したところ、発行体の 財務担当者にとってみれば、これは非常に大

比率が最も多かったのは投資家で八〇%以上で きな問題です。 ハーバード・ロースクールの分析では、 賛成

す。 成が多い。一方で、政治家の賛成はわずか二○% 新たな情報を出してくれるものに対しては賛

強にすぎない。七○%近くが反対のコメントを出 しています。もちろん全てのコメントを分析

によっては反応が随分異なるということです。 結果ではありませんが、コメントを提出する相手

三、パブリックコメントの内容

SECは昨年三月に規則を提案し、その後、パ

です。

ブリックコメントを求めました。通常、 から一三カ月後に最終規則化されるパターンが多 の後にパブリックコメントを求めて、 大体八カ月 規則提案

リックコメントが集まりました。SECはこのコ メントを一々チェックしながら最終規則化に走る 今回、 約 万五〇〇〇という非常に多くのパ ブ

0

一万五〇〇〇のコメントを私も全て読んだわけ

委員長や委員の経験者です。一つ目は、政治的な利害関係が少ないSECのではありませんが、三つに分類してみました。

会の議員から出たコメントです。
二つ目は、政治的な利害関係が一番ある連邦議

ら出たコメントです。三つ目は、連邦議会に近いのですが、

州政府か

○この三分類で一万五○○○のコメントに検索をこの三分類で一万五○○○のコメントに検索を

リチャード・ブリーデン等は四つの点を指摘して和党系)のコメントです。第二三代SEC委員長和党系)の日メントです。第二三代SEC委員長

います。

① 重要性の基準について

合里的な父資家が胡寺する列益の実見こ関っSECがこれまで開示を要求してきた情報

測することが果たして可能なのかという疑問が提体が将来的に負担する費用を投資家は合理的に予のである。今回のGHG排出量の開示から、発行合理的な投資家が期待する利益の実現に関わるも

ます。投資家は気侯変動に関する青報の開示を歓示されています。この指摘は非常に重要だと思い

ような行動を起こすのか、どのような判断に用い迎するが、その情報を使って実際に投資家がどのます。投資家は気候変動に関する情報の開示を歓

るのかは、提案規則からはよくわかりません。

② SECの法的権限について

ECに対して明示的な権限を与えない限り、SE今回の提案は環境の規制であり、連邦議会がS

Cの権限外である。

3 専門 性 の欠如につい

す。今、SECはスタッフの かという疑問です。これは非常に耳の痛 をきちっと理解している専門家がどれほどい うことについて、SECの内部にこの外部の基準 一本的に外部の基準を使用した規則であるとい 問題を抱えていま 指 るの 摘 で

す。アメリカ国内でインフレが進んで、民間

の給

給料 視されています。SECは年間予算がありますか 与が非常に上がった結果、SECの規制 つくる中核のスタッフが流出していることが問題 例えば八~九%のインフレに合わせて民間 が上がっても、 SECの給料はそれほど上げ や規 測を 0

フはより高い給料のところに逃げます。

ることができません。

当然ながらSECのスタッ

4 規制 0 コストについ

SEC内の独立委員会も、今回の提案規則は必

要なコスト負担等に関する分析が足りないのでは

かと指摘してい ・ます。

ない は、SECの規制活動に対するアドバイザリー機 S E C 内 の独立委員会 Advisory Committee

制の経済分析の充実をリコメンドしています なベネフィットとコスト負担が生まれるのか、 **図** 規 関ですが、この規制を新たに適用するとどのよう

表3)。

験者のパブリックコメントを紹介します。 有名な第二五代委員長のアーサー・レビットが 非常に

それに対する民主党系のSEC委員長

心になってコメントを提出 しています。

この規則提案は非常に重要であり、

法的な権

外ですが、 もSECにある。 る可能性があるから重要だ、そういうものに関し 開 示規 確かに環境規制はSECの権 則が発行体の行動をも変化させ

てSECは進めるべきだという意見です。

· 委員経 25

証券レビュー 第63巻第7号

SEC Small Business Capital Formation Advisory Committee 図表3 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。

和

最

(注) EGCはJOBS法により新設されたカテゴリー。



1

・です。

れ

b

非

常に

多い

0)

のですが

議

員 ク

が コ

次

邦

議会議

員

0

提

出

たパ

ブリ

X

ブリ

独で出したコメントは省

61

複数名で出

したパ

ティとなっている共和党の上院銀行委員会のラン を二つ挙げ ングメ ①上院は今、 次 0 大統領選挙に出 ン バ ć] 13 民主党が多数党です。 0) 、ます。 テ

1

A

ス

コ

ツ

1

議

は

昨

7

1

1]

馬すると表明

ます

か

5

共

和

党

0

中

でも中

-心になってい

< てい 員

議

員

中心となり何本もコメントを提出しています。 党系議 初に、 ックコメントだけを表にまとめました 例えばエリザベス・ウォー ティ 員 7 いからも ク *ا* 共 ンダースという民主党左派 ハヘンリ 和党系連邦 スコ 数 ĺ ット、 0 議会議員が出したコメン コ (V メン マイク・ <u>`</u> 重鎮と呼 レンとか が 出 クラポ、 系 7 ば 0 ます。 議 n 図 る共 パ 員 バ 表 1 が

連邦議会議員が提出した主なパブリックコメント 図表4

			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	8
			バーナード・サンダース	
	4月5日	共和党上院議員	ティム・スコット	19
			マイク・クラポ	
	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	12
			リチャード・シェルビー	
	6月17日	民主党上院議員	ジャック・リード	5
			シェッド・ブラウン	
	6月17日	民主党上院議員	エリザベス・ウォーレン	5
			バーナード・サンダース	
	6月17日	民主党上院議員	シェッド・ブラウン	8
			エリザベス・ウォーレン	
	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



署名をしたコメントは、提案された規則はSEC う機関ではなく、 の法的権限を超えている、 委員長を初めとする一三一人の共和党下院議員が 意見が出ています。 ②現下院の金融サービス委員会のマクヘン 気候変動に対する発行体の

SECは気候政策を行

戦略 批判

す。 は 同委員を兼ねているマイク・クラポ議員、 そのほ か、 銀行委員会委員長経験者で、 現在

員が署名したコメントの中では、Scope3の開

で負けたテッド・クルーズ等、三二名の共和党議

六年、

ドナルド・トランプと共和党の代表争い

に対する懸念を示していると同時に、

規制の経済

分析がきちっとできていないのではないかという

ントが出ています。

民主党議員からは、

逆にSECを擁護するコメ

です。

を決定させる機関でもないという非常に強い

27 -

IJ

という要望です。

共和党系は総じてSECにその権限はない、民

まま進めろという意見で、連邦議会議員も真っ向主党系は逆にその権限があるので、SECはこの

から分かれているわけです。

資家は、比較可能で、具体的・標準化された気候③提案規則はSECの権限の範囲内である。投

関連情報の開示を必要としてい

セーフハーバーの設定をもう一度考え直してくれScope3に関しては問題がある可能性があるので、④比較可能な情報を投資家は求めているが、

これは、一九三四年証券取引所法の一三条に、ポンサーとして署名した法案です。

動リスクに関連する情報を年次報告書に記載するたに定める規則に従い、SECに発行体が気候変「⑸気候変動に関連する情報開示」を追加し、新

また、SECは環境保護庁を初めとする七つのことを求める権限を与えるものです。

この内容は今回のSECの提案規則とよく似ていろと命じています。SECの専門性の担保です。

公的な専門機関との協議を踏まえて規則を作成し

ます。このP名して回の8100割多夫見る。。作ってい

この法案を見ると、今は民主党の連邦議員は総

じてSECは法的権限を持っていると言っておき

限を明記する必要があると思っていたことになりながら、二〇一九年の時点では、連邦法による権

主党の下院議員二三五人のうち、三五名が共同ス院のカステン議員がスポンサーとなり、当時の民

ます。

を提出しています。このときはトランプが大統領

月に「Climate Risk Disclosure Act」という法案

ただし少し遡ると、民主党議員が二〇一九年七

でしたから、廃案になっています。この法案は下

二〇二一年、バイデン政権のもとでこの二〇一

1

共和党系二四州

の司法長官

ECに権限があると非常に強く言っていますが、 のがエリザベス・ウォーレンで、彼女は今回はS されています。 九年の法案とほぼ同じ内容の法案が下院に再度提 同 時に、 上院の法案でスポンサーになった 上院でも同じ名前の法案が提案

SECに権限を与える法案をかつては提案してい たのです。

州 長官のコメントを選んでいます。 メントを出していますが、専門性がより高い 最後に、 (レッドステート) からは、 州政府のコメントです。 州知事も幾つかコ 共和党寄りの 司法

> 2 今回の提案はSECの テキサス州など一一 州の司法長官 専門性を超えている、

権

限拡大には連邦議会の承認が必要である、そもそ もGHG排出量規制は環境保護庁の任務であり、

SECの任務ではないと指摘しています。

3 ような重要な問題を決定する権限はSECではな 連邦最高裁の判例を引用して、 連邦議会であることを確認しているという指 ウェストバージニア州など二四州の司法長官 裁判所は、 その

摘をしています。

(4) それに対して、民主党寄りの州 のカリフォルニア州などの司法長官が出 カリフォルニア州など二四州の司法長官 (ブルーステー 限

SECは法的権限を欠いているだけではなく、 特にScope3の開示に対しては、 条が認める言論出版の自由 ŋ <u>}</u> パブリックコメントでは、 投資家が意思決定のために必要な情報であ S E C 0 権

非常に強い批判が出ています。

も侵害してい

る。

合衆国憲法の補正

第

内

であ した

な情 る、 5報源 強制 的な開示制度がないため、 か ら気候関連情報を収集することにな 投資家は様 Þ

企業を有意義に比較することができないと指

摘しています。 発行体は既にかなりの情報をボランタリーで出

ほど信用性がないため、法定開示のもとで基準化 るESG格付、ESGインデックスの情報はそれ の格付やインデックスを使っています。今出てい していますが、バラバラなので、投資家はESG

要だと指摘しているわけです。

うことです。

ウェストバージニア州が環境保護庁を相手に起

された情報を発行体が責任を持って出すことが重

ブラント、 こした裁判の連邦最高裁の判決が、昨年六月に出 ウェストバージニア州において、電力 発電所に対してGH G 排 出 0 削減 を求

は無効だという判決です。

の有名な判決がありました。連邦議会は当局 九八四年にシェブロン判決という連邦最高

べて専門性があまりないのだから、

専門分野に関

に比

しては当局の判断を重視するという判決です。

た

だし、 は、当局でなく連邦議会が、その許可が必要であ るかどうかを判断すべきだという「シェブロン法 経済的・政治的に見て重要である場合に

理の重要問題特例」があります。 Aの敗訴に関しては、その特例が認められたとい 昨年六月のEP

事をトランプが連邦裁の新たな判事に指名しまし ゴーサッチという、ちょっと問題が指摘される判 の判事の指名がニュースになりました。ニール・ 少し脱線しますが、 トランプ時代に連邦裁判所

に対して非常に否定的です。連邦裁判所は共和党 た。ゴーサッチは、 一九八四年のシェブロ 判決

承認が必要であると指摘して、環境保護庁の規制

めた規制に対して、

連邦議会による明確

な権

限 0

決も出ています。

は、 ではないかと指摘されています。今年の五 系の判事が多くなっていて、ゴーサッチが入った 八四年の判決の効果がだんだん薄れてきてい ことによって、 当局の判断を重視するという一九

和党がマジョリティを握っている下院金融サ

ĺ ľ

ス委員会からは強い

圧力がかかっています。

今年二月、下院金融サービス委員会のマクヘン

シェブロン判決の地位を相対的に落とすような判 漁業関係ですが、アメリカの高裁で八四年の 一月に るの

ら裁判を起こされると思いますが、連邦裁まで 行ったときに負ける可能性が非常に強まっている もしSECが最終規則化をした場合、 当然なが

> す。ワーキンググループの具体的な活動実績はほ 的なアプローチの開発を活動の目的としてい 規制の典型例として挙げて、ESGに対する包括 ました。SECの気候変動開示規則を行き過ぎた されるESGワーキンググループの設置を表明 リー委員長は、委員会内に共和党議員のみで構成

員とともに、七つの質問項目を含んだレターをゲ 長は、ESGワーキンググループを率いる下院議 イリー・ゲンスラーSEC委員長に送っています

とんどありませんが、同時に、マクヘンリー委員

質問です。 ECは、 そのうちの三項目は、 気候・環境等の専門機関とどれぐらい 今回 の提案規則をつくったときに、S SECの 専門性 に関 する .]

(図表5)。

四、 混迷

ということです。

だんだん混迷に迫る話になってきます。

の干渉を防ぐための独立性ですが、それでも、 SECは独立した規制当局です。もちろん過度 共

ま

証券レビュー 第63巻第7号

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 図表5 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。
- 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。
- ✓マクヘンリー委員長等は、このレターにおいて、「裁判所は、Major Questions Doctrine の下、 政府機関はその行為に対して明確な議会の承認を示さなければならず、単に既存の法律の 新しい解釈を作り、議会の意図しない遠大な政策変更を正当化することはできないと判示してい る」「このような規則制定プロセスの乱用や、立法プロセスを回避しようとする露骨な党派的努力 は、SECの使命と権限の範囲を逸脱している」と上記の裁判結果を引用して書いている。

表明

してい

る行為であると、

SECに対

して強

S

Ĕ C

が

最終規 ・ます。

劕

までに検討

す

Ŕ

き課題を三

せ デ

ん。

そこがSEC

0

使

命と権

限

0 録

範

逸 意見

脱

イ

ス

力

ツ

彐

をし

したとい

う記

は

残 囲

0

7

61

ま



か。 とって、 (1) 家 るとすれ は 重 まとめました。 また、 要性 環境 必要と 法的 規 特 に G 0 権 基 制 して 腿 ば イデン 準 H を 0 S E V G 棲 ます 政 排 たして み分けをどうや C 権 出 13 が 量 0 は 気候変 0 61 環 投 開 る 境 資 0 示 規 家 多動対 が か 制 漢に 0 0 て説 行 0 策 確 権 動 重 か 0 要 明 限 選 環 な 択 投 す が

箵

かということは提案規則

の中でも想定して

13

ま

な

13 は + ル 環 テ 境 イ 保 ン 護庁 グをし 0 名前 0 は か 出 実 てきます 提 が 案 規 重 削 要 0 中

せん

② 専門性

③ 規制の経済分析

提案規則の中でも経済分析は行われているので

フがどれぐらいいるのかということです。

そもそもその基準をよくわかっている専門スタッ

ドルです。ウォール・ストリート・ジャーナル紙ストは、初年度が六四万ドル、以降は年に五三万すが、SECが今回の提案規則で見積もった総コ

ストが生じています。SECの見積もりは甘すぎ点でボランタリーな開示でも五三・三万ドルのコによると、民間のコンサル会社の調査では、現時

るのではないでしょうか。

ベネフィットの部分です。また、このような情報を考慮すべきでしょう。これは発行体にとっての資家が果たしてどのように行動を変化させるのか

上場時のコストが相当増えており、オバマ時代にンロン事件の後のサーベンス・オックスレー法で迷していることが非常に問題になっています。エめい。特にアメリカは、いわゆる上場会社数が低を開示する発行体にどのような変化が期待される

をSECはどう考えているのかという指摘ももっれるならコストがかかる。上場会社数の低迷問題会社数はそれほど増えていない。今回の規制を入JOBS法で、その軽減をはかりましたが、上場

SECの反応と対応 (混迷) です。

ジャーナル紙によると、SECは気候変動関連の 今年の二月三日のウォール・ストリート

開示規則を見直す模様です。二月一○日のCNB

明があった日です。 院でESGワーキンググループをつくるという表 す」と述べています。実はこの二月一○日は、下

された法的権限についても考慮し、すべてを見直 長は、「提案規則を経済学的に考慮し、また指摘 Cのインタビューではゲイリー・ゲンスラー委員

方法は確立されていない」というコメントを出し 上している企業は非常に少なく、また、その検出 ゲンスラー委員長は、「特に Scope3の排出量を計 そして三月、同じくCNBCのインタビュ ーで

現実的なところを踏まえているというのか、

これを規制が後退していると捉えるの

意見が分かれるところです。

業による重要なリスクの開示に関して、完全、公 いても、ゲンスラー委員長は「SECは、公開 また、 四月の下院サービス委員会での証 言にお

ている」とコメントしています。

正、かつ真実を確保することに重要な役割を担っ

は四月に延びて、混迷に混迷を極めて、さらに今 当初、昨年一二月に採択の予定だった最終規則

則化されると最初に述べましたが、それをはるか に超える期間が費やされています。

ŋ (混迷) です。

最後は、

アメリカ国内でのアンチEGSの広が

規則に対して、連邦議会の上院並びに下院が、そ にはESG要因を考慮するように労働省が求めた 昨年一二月に、DCプランが投資決定を行う際

の規則を差し止める両院合同決議を採択していま

秋に延びた。通常は八カ月から一三カ月で最終規

主党からも三人ほど賛成しています。この三人は、エネルギー関連産業が多い州の出身です。バイデン大統領はこれに対して拒否権を発動し、労働省の規則がそのまま生きていますが、これは非常にショッキングな出来事です。今年の一月には、テキサス州を初め二五の州が労働省の新規則は、テキサス州を初め二五の州が労働省の新規則とした。

上院はまだ民主党がマジョリティですが、

民

明しています。この中核になってい Zero Asset Managers Initiative & は、 ロックも、この間の「株主への手紙」を見ると、 会社のESG投資を牽制しており、バンガード社 員年金の運用利益を最優先に定めろと、 そのほ 炭素排出量を実質ゼロにするというNet か、 フロ リダ州やテキサス州では、 5 の脱 るブラック 資産運 退 (を表 公務

Net Zero に関しては随分トーンが落ちてきてい

るようです。

気候変動関連の情報開示をもとにして、それを新今回の報告は、SECが昨年の三月に提案した

たな領域で行うためには、

SECは非常に慎重な

た。ありがとうございました。(拍手)しているということを述べさせていただきましし、この規則をめぐっては、アメリカ国内が混迷と同時に、アメリカ国内の政治的な混乱が進行ステップを踏むことが求められていること。それ

SGを考慮した投資判断の禁止、 債の発行禁止、 ESG法 のではないかと言われています。 の発行企業と州との契約禁止、ESGを標榜する また、五月二日には、フロリダ州が包括的な反 行に資金を預けないなど、 一七~一八の (州法)を制定しています。 州の年金基金のリターン優先、 州 が同じような州法を導入する 非常に極端 ESGスコア等 州のESG な内 |容で Ε

す。

共和党の大統領になったら、またひっくり返

○増井理事長 御報告を聞いていますと、ますま

すでしょうか。
をれでは、御質問あるいは御意見等がございま

₹ ○**質問者A** アメリカではまた大統領選がありま

しょうか。 は、状況を見ながらリスクヘッジしているのですみたいなことがあるので、ブラックロックなど

輸出しようと思ったら、それを満たさなければな制が入ってきていると、少なくともヨーロッパにもう一つ、グローバルにこれだけ気候変動の規

無理があるような気もするのですが、いかがですらない。重要性を満たさないという立論には相当

か。

○若園 もともと共和党は気候変動関連について

ティスなどはかなり強硬で、「理性のあるトランどう考えているのか。例えばフロリダ州のデサン

ケーンなどが非常に増えていて、実害を受けていプ」と呼ばれていますが、フロリダ州ではハリ

ます。

党系の議員も気候変動に対する対策は必要だが、は信じない」と言った。これは極端な話で、共和出された気候変動に関する報告書を読んで、「私出された気候変動に関する報告書を読んで、「私

次の大統領選挙で共和党が大統領職をとったとなものではないという言い方をしています。

民主党の特に左派系議員が言っているような極端

が大統領になるかわかりません。またトランプがるところまではいかないのではないか。でも、誰して、トランプのようにまたパリ協定から離脱す

なれば、同じようなことを言い出すでしょう。

先してほしいというのは一理あります。 のお金を任せない、年金の運用はリターンを最優 各州がESGを優先させるような運用に州関連

が 正 すればコストは確実にかかるので、それがリター ると書いてありますが、現実にESG関係を実行 ろには資金を任せないというバンガード社の対応 か。ESG環境を少しでも出しているようなとこ でブラックロックのような運用会社がどう考える ンにつながるかどうかは難しいところです。そこ 締役会は企業価値の向上に努めることが義務であ アメリカの会社法には、長期的に見て会社の取

そこの州の運用を諦めるのが正しいのかもしれま しいのかもしれませんし、そうではなくて、

13 気候変動関係を一切無視するということはできな ,わけです。現実的にはコンセンサスができてい

国際的にどうなのかといえば、

アメリカだけが

せん。

実際には、気候変動対策は進めていかざるを得な ますから、それをガラッと崩すこともできない。

いでしょう。

うのが一点。もう一つは、ボランタリーで出すこ に、今あるものでも対応できるのではないかとい するのがいいのか、企業がボランタリーでいい情 とで対応できるのではないか。これを法定開示に ただし、ヘクター・ピアースが言っているよう

で、こういうものに政治を持ち込むべきではない て、ただ対立だけが目立っているというところ

た様相を呈している。これは単に共和党と民主党 になっているのは、 と思いますので、「混迷」というところです。 ○質問者B 米国で特にアンチESGが強い動き 欧州と比べると、かなり違

とのポリティカルな対立だけでなく、例えば

しいのは、そういった議論の熟成が進んでいなく 報を出すように仕向けていくほうがいいのか。難 37

のですが、その背景について何か御意見をお持ちいる階層が多いことも関係しているのかなと思うシェールガスとかパッシブフュエルで利益を得て

○若園 例えばテキサス州は原油関係の企業が非○若園 例えばテキサス州は原油関係の企業が非

産業への投資が減るようなことになると、州の産力を他州に売ることです。ESGを重視して主要す。主要産業は石炭と、石炭を用いて発電した電

るを得ないという気がします。

当たりの所得も少ない、東部の非常に小さな州で

下から二番目か三番目ぐらいの経済規模で、一人

というのは皆が納得しているところですが、個別気候変動を一・五度におさめなければいけない

業はどうなるのか。

和党系の議員は、民主党系左派が言うほど深刻で策をすると、やはりいろんな問題が出てくる。共反対せざるを得ないのです。早急な気候変動の対反対せざるを得ないのです。早急な気候変動の対の地域を見ていくと、それに対応できないところ

気候変動対策によって不利益をこうむる産業と言い方をしています。

もないし、それほど急ぐべき問題でもないという

から、それだけをとると、どうしても反対をせざ残念ながらSECの規制はそこまでは入りませんところまで広げて話をしないとだめなのですが、か州の経済構造をどのように変えていくかという

気候変動の問題が、特にアメリカで今後どうな会」を終わらせていただきたいと思います。○増井理事長 このあたりで「資本市場を考える

るか。先行きを見通すことがなかなか難しい状況

(わかぞの ちあき・日本証券経済研究所主席研究員)

ます。若園さん、大変ありがとうございました。

で、今日は認識を新たにしたという感じがいたし

|講演会での要旨を整理したものである。/本稿は、令和五年五月二三日に開催した|

証券レビュー 第63巻第7号

若 園 智 明 氏

略 歴

氏名: 若園 智明 (わかぞの ちあき) 所属: 日本証券経済研究所 主席研究員

略歴:平成2 (1990) 年青山学院大学卒

平成2 (1990) 年4月より平成8 (1996) 年3月まで

シンガポール開発銀行(The Development Bank of Singapore)勤務

平成16(2004)年中央大学大学院経済学研究科博士後期課程修了

平成16(2004)年経済学博士(中央大学)

平成16(2004)年当研究所研究員

平成18(2006) 年当研究所主任研究員

平成31 (2019) 年4月より現職

所属学会: 証券経済学会、日本金融学会

主要著書:

1. 単著

平成27 (2015) 年 『米国の金融規制変革』 日本経済評論社

2. 共著

平成20 (2008) 年『金融システム改革と証券業』日本証券経済研究所編

平成23 (2011) 年『金融サービスのイノベーションと倫理』早稲田大学大学院 ファイナンス研究科編

平成23 (2011) 年『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所編

平成27 (2015) 年『証券市場と私たちの経済』放送大学教育振興会

平成27 (2015) 年『資本市場の変貌と証券ビジネス』 日本証券経済研究所編

平成30(2018)年『変貌する金融と証券業』日本証券経済研究所編

令和3(2021)年『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所編