

証券経済学会第95回全国大会共通論題

『サステナブルファイナンスの動向と証券市場への影響』

「気候変動リスク開示を巡る米国の混乱」

2023年9月16日(土)@日本大学商学部

公益財団法人 日本証券経済研究所

理事・主席研究員 若園 智明

日本における公的な活動①

①2021年版改定CGコード

- ✓ 補充原則2-3①: 取締役による取組み。
- ✓ 補充原則3-1③: プライム上場会社に対して、TCFDもしくは同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を求める。
(気候変動リスクが与える影響、データ収集と分析)

②2021年6月、金融庁審議会ディスクロージャーWG報告書 (GHGのScope1と2の開示を努力目標として記載)

③有価証券報告書に「サステナビリティに関する考え方及び取組」 を新設(2023年3月期より適用)

- ✓「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標及び目標」。
- ✓「戦略」では人的資本(人材育成方針・社内環境整備方針)。
- ✓「指標及び目標」でGHG排出量の削減目標や人材育成方針の指標、女性管理職比率・男女間賃金格差(従業員の状況)等。

日本における公的な活動②

- ④金融庁：ESG投資に関する監督指針の設定。(2023年3月末より適用)
- ⑤金融庁：インパクト投資の4つの要件(新規性の支援、意図、追加性、特定・測定・管理)
- ⑥岸田政権「新しい資本主義(政府方針)」におけるグリーン・トランスフォーメーション(GX)戦略。

※「脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律(GX推進法)」の成立(2023年5月)。

- ✓成長志向型のカーボンプライシングの導入。
- ✓GX推進機構の設立。
- ✓脱炭素成長型経済構造移行債(GX経済移行債)の発行。
(2023年度より10年間で20兆円を発行予定)
(国債としてのトランジット債の発行は世界初)

資料：日本国内で公募されたSDGs(ESG)債

国内で公募されたSDGs債（ESG債）の発行額と発行件数

（金額：億円）

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年3末
グリーン	発行額	100	660	2,363	5,650	7,754	10,958	10,856	2,715
	(発行件数)	(1)	(6)	(26)	(47)	(74)	(84)	(93)	(20)
ソーシャル	発行額	350	1,231	2,521	5,119	9,150	11,642	19,608	2,607
	(発行件数)	(2)	(9)	(10)	(22)	(47)	(53)	(97)	(21)
サステナビリティ	発行額	—	—	—	1,370	4,435	5,210	7,010	3,060
	(発行件数)	—	—	—	(14)	(25)	(42)	(50)	(11)
サステナビリティ・リンク	発行額	—	—	—	—	200	1,100	2,940	580
	(発行件数)	—	—	—	—	(2)	(7)	(16)	(4)
トランジション	発行額	—	—	—	—	—	200	4,212	150
	(発行件数)	—	—	—	—	—	(2)	(27)	(2)
グリーン& サステナビリティ・リンク	発行額	—	—	—	—	—	160	0	0
	(発行件数)	—	—	—	—	—	(2)	0	0

（出所）日本証券業協会「SDGs債の発行状況」。

バイデン政権と気候変動対策①

- ✓ ジョセフ・バイデンは、2021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。
- ✓ 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、2030年までに温室効果ガス(GHG)の国内排出量を2005年比で半減させると宣言。
- ✓ 2023年4月16日にG7の気候・エネルギー・環境相会合(@札幌)の共同声明において、2019年比でGHG排出量を2035年までに60%削減する緊急性が高まっていると記載された。

※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。

バイデン政権と気候変動対策②

- ✓ 2021年5月に大統領令「Climate-related Financial Risk」(EO14030)を発令。
 - ・政府方針として、一貫性があり比較可能な形式を用いた気候に関連する金融(財務)リスクの開示を促進。
 - ・金融安定監督協議会(FSOC)に対して、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求める。
- ✓ FSOCは「Report on Climate-Related Financial Risk」(2021年10月)を公開。
 - ・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。
- ✓ 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(2021年12月)。
- ✓ 気候関連のリスク調査を担う「Climate-related Risk Advisory Committee」を創設(2022年10月)。
(ただし、共に本稿執筆時点での具体的な活動は不明。)
- ✓ 2022年8月に成立したインフレ抑制法でも、気候変動対策が柱の1つに。
 - ・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。

環境や気候変動に関するSECの取り組み

①1971年の解釈リリース

✓ 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べき。

②1979年の解釈リリース

③1981年のRegulation S-KのItem5の修正提案: 環境情報の開示提案。

④1982年の最終規則 (Reg. S-KのItem103は2020年8月に見直し)

✓ Regulation S-KのItem103 (Legal proceedings)における環境関連の開示。

※2004年の時点で要求される環境情報の項目が不明瞭であり、SECと環境保護庁 (EPA) との協調は限定的。(GAO, 2004)

⑤2010年の気候変動に関連する開示に関する解釈ガイダンス

✓ MD&A (経営者による財政状態および経営成績の検討と分析) の対象に気候変動を追加。(複数の発行体はボランタリーで気候関連情報を開示)

⑥2016年のコンセプトリリースおよび2021年3月の意見徴収

✓ 気候関連情報の形式や基準が統一されておらず比較分析が困難。(GAO, 2018)

⑦2022年3月気候変動リスク情報開示 (規則提案)

⑧2022年5月ESG投信の情報開示 (規則提案)

気候変動リスクの開示規則

- ✓ 2022年3月21日、提案規則「The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors」が賛成3、反対1の委員会採決で通過。(共和党系委員1席が空席)
- ✓ 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。
 - 2010年の解釈ガイダンスで加えられたMD&A(Reg. S-KのItem303)での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。
- ✓ SECに登録された発行体に対して、年次報告書(Form 10-K、Form 20-Fなど)や証券の登録届出書(Form S-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る。(図表1)
 - Regulation S-K(非財務情報)にSubpart 1500を追加。
 - Regulation S-X(財務情報)にArticle 14を新設

提案規則の内容①

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。

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。

提案規則の内容②

- ✓ 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的。
- ✓ 一方で、GHG排出量の開示および第三者保証の要求、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要求される情報の水準が明らかに異なる。
 - ・ GHG排出量(段階的に計測の困難さが増す。)
 - 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Scope3の開示から除外)
 - ・ 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)、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。
 - ・ TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言や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。

SEC内部の意見①

ゲイリー・ゲンスラー委員長（民主党、賛成）

- ✓ 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。（「**重要性の基準**」を満たしているとの主張）
- ・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。
- ・国連の責任投資原則に署名する4,000超の投資家の運用資産は120兆ドル超（2021年7月末）。
- ・ラッセル1000指数に採用される発行体の約3分の2、同指数の上位500社の90%が、**2019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。
- ・2019年と20年に提出された約7,000の年次報告書において、発行体の3分の1がすでに**気候変動に関する何らかの開示**を実施。

SEC内部の意見②

ヘスター・ピアース委員（共和党、反対）

「We are Not the Securities and Environment Commission - At Least Not Yet」

（我々は証券環境委員会ではない、少なくとも今のところは。）

✓ 提案規則に反対する根拠

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。（例えばRule12b-20）

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。

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。

✓「重要性の基準」・「SECの法的権限」、「規制の経済分析」に加え、気候変動に関する「SECの専門性」は、今回の提案規則でSECが対処すべき問題に。

SECの開示規則制定に関する法的権限

図表2 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）</p> <p>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）</p> <p>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）</p> <p>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。</p>
<p>1934年証券取引所法</p> <p>第3条(b)（定義および適用）</p> <p>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）</p> <p>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）</p> <p>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）</p> <p>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）</p> <p>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>

パブリックコメント①

SEC委員長・委員経験者（共和党系）

✓ 第23代SEC委員長リチャード・ブリーデン等（2022年6月17日）

下記の4つの点を指摘。

①重要性の基準

- ・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。規則が開示を求めるGHG排出量から、発行体が将来的に負担する費用を投資家は合理的に予測することが可能なのか？

②SECの法的権限

- ・今回の提案は環境の規制であり、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。

③専門性の欠如

- ・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。

④規制のコスト

- ・SEC内の独立委員会も、経済的な分析の必要性やコスト負担の増加について指摘（図表3）。

SEC内の独立委員会のリコメンド

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。

パブリックコメント②

SEC委員長・委員経験者（民主党系）

- ✓ 第25代委員長アーサー・レビット等（2022年6月16日）
 - ・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適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（**図表2**）。
 - ・SECの法的権限に関して、34年証券取引所法の第14条(a)を挙げて、SECが公開企業に気候関連の開示を強制させる法的根拠とする。
 - ・**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す。
(連邦議会による明示的な権限の付与の必要性を否定)

パブリックコメント③

連邦議会議員

図表4 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

パブリックコメント④

連邦議会議員（共和党）

① 共和党上院議員（2022年6月10日）

✓ 現上院銀行委員会のランキングメンバー（共和党筆頭）のスコット議員の他、同委員会の委員長経験者のクラポ議員、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。

② 共和党下院議員（2022年6月15日）

✓ 現下院金融サービス委員会の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。

パブリックコメント⑤

連邦議会議員（民主党）

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。
 - ・FSOCが2021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・標準化された気候関連情報の開示を必要とする。

④ 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排出量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。
 - ・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。

最終規則化に至る課題

①法的権限(結局は裁判官の判断に?)

- ✓ 重要性の基準を満たしているのか?(投資家の行動選択にとって真に重要か?)
- ✓ 環境規制との棲み分け。

②専門性

- ✓ EPA等の専門機関の協議と情報交換制度の活用、SECスタッフの専門性。
- ✓ 外部基準の使用は適切か?(定義、報告基準、測定方法等)

③規制の経済分析

- ✓ 規格化された情報開示を活用して投資家の行動はどのように変化するのか?(重要性の基準)
- ✓ 発行体に期待される変化は?
- ✓ 提案規則が見積もったコストは適切か?

(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。)(WSJ紙、2023年4月24日)

※公開企業数の低迷問題(上場時のコスト負担増)との整合性(発行体にとってのベネフィット)。

SECの反応と対応

✓ SECは気候変動関連の開示規則を見直すもよう(Easing)。

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

✓ 約15,000のコメントを受けて。ゲンスラー委員長「提案規則を経済学的に考慮し、また指摘された法的権限についても考慮し、すべてを見直す。」

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

✓ ゲンスラー委員長「GHG排出量の開示規則提案を見直しており、特にScope3の排出量については、その排出量を計上している企業は非常に少なく、また、その検出方法は確立されていない。」

「SEC Chair Gensler says ‘Scope 3’ emissions disclosures aren’t ‘well developed,’ hinting they could be scaled back in climate rule」
(2023年3月6日、CNBC)

✓ 下院サービス委員会でのゲンスラー委員長の証言。(2023年4月18日)

「SECは気候リスク自体に関しては何らの役割も持たない。しかしながらSECは、公開企業による**重要なリスクの開示に関して**、完全、公正、かつ真実を確保することに関して重要な役割を担っている。受け取ったコメントを考慮して適切な調整を行う。」

※最終規則は、当初は2022年12月に採択する予定であったが、今秋へと延期。
(通常は、規則提案から最終化までの期間は8ヶ月から13ヶ月。)

米国内でのアンチESGの広がり

- ✓ 企業年金プランがESG要因を明確に考慮した管理・運用を可能とする労働省の新規則（2023年1月施行）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。
 - ・下院は2月28日、上院は3月1日に可決。
 - ・ **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）。
（バイデン大統領は拒否権を発動。）
- ✓ 2023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。（ERISA法違反である）
- ✓ フロリダ州が2023年5月2日に包括的な反ESG法を制定。
- ✓ フロリダ州やテキサス州などで、公務員年金の運用利益を最優先に定め、資産運用業者のESG投資を牽制。
 - ・バンガード社は、Net Zero Asset Managers Initiativeからの脱退を表明。

主な参考文献

- 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（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。
- 若園智明（2023）「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」『JSRI Discussion Paper Series』、No. 2023-01、May。
- 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