

# 米国における ESG 情報の強制開示をめぐる 議論の動向と分析

新井 弘 貴

## 要 旨

本稿では、米国における ESG 情報開示の在り方をめぐる議論（特に強制開示の枠組みでどのように規制するか）を題材として、ESG 情報の一貫性・比較可能性・信頼性等を確保するためにどのような規制案の選択肢がありえ、各規制手法にどのような利点及び課題が存在するかという点について包括的な検討を加えた。規制案の候補としては主に SD&A 方式、Comply or Explain 方式、既存の開示基準等を SEC が承認する方式等が検討されているが、何れの方法についても克服すべき課題が多数みられるところである。しかし、何れの規制案においても共通して①各企業や業界によって特定の ESG 情報の重要性が異なっている点、② ESG 情報自体の重要性が時間の経過とともに変化を遂げる点、③開示を行う発行体企業にとって負担にならないようにすべき点について慎重な配慮がなされていた。こうした点に加えて、ESG 情報の中でも分野によってその重要性に対するコンセンサスの有無は様々であることも踏まえると、まずは気候変動のように多くの企業にとってその重要性が比較的明白である分野から強制開示の枠組みを導入・強化していくことが望ましいといえる。そのような観点からは、近時の SEC による気候変動に重点を置いた意見募集やわが国のコーポレートガバナンス・コード改訂案における TCFD 等に依拠した気候変動開示の要求は妥当なものである。

## 目 次

- |                         |                              |
|-------------------------|------------------------------|
| I. はじめに                 | 2. 具体的規制案①：SD&A              |
| II. 米国における ESG 情報開示の問題点 | 3. 具体的規制案②：Comply or Explain |
| 1. 任意開示の問題点             | 4. 具体的規制案③：既存の開示基準等を承認       |
| 2. 法定開示の問題点             | 5. 具体的規制案の分析                 |
| III. 強制開示に関する規制案と分析     | IV. 結語                       |
| 1. SEC が強制開示義務を課す前提     |                              |

## I. はじめに

ESG の問題はいまや個人の価値観や社会的課題解決の枠を超えて企業の経営戦略や財務状況に中長期的に大きな影響をもたらす重要な論点であると考えられるようになってきている。倫理的側面や社会的課題解決等に重点を置く投資家のみならず、投資収益の獲得を主眼とするメインストリームの投資家たちも企業の中長期的なパフォーマンス改善の観点から ESG 情報<sup>1)</sup>を投資判断に組み込むようになっており、投資家たちの ESG 情報に対する需要はとどまるところを知らない。ESG 情報がより多くの投資家の間で重要視されるようになると、当然のことながらその一貫性・比較可能性・信頼性等を適切に確保することが以前にも増して肝要になる。

この点、米国では ESG 情報はサステナビリティレポート等の任意開示や Form10-K 等の法定開示を通じて投資家に提供されるが、法定開示を通じて提供される場合であっても ESG 情報の開示対象や方法には企業間でばらつきが見られ、その内容は一貫しておらず不十分であるという批判が市場の関係者によって展開されている。こうした状況を受けて、SEC は本年 3 月 15 日に望ましい ESG 開示（特に気候変動開示）の在り方についてパブリックコメントを募集する旨を公表した<sup>2)</sup>。そこでは、主に気候変動開示によって提供される情報を投資家からみて一貫性・比較可能性・信頼性の備わったものとするために SEC がどのような規制、監視、レビュー、ガイドの方法を採用すべきであるかという点を始め、関連する 15 の質問が提示されている。質問の中では MD&A に類似し

た Discussion & Analysis 方式の開示方法、Comply or Explain 方式の開示方法、特定の開示基準等を SEC が承認する方法などが具体的な規制方法の候補として挙げられ、各規制方法の是非等について意見が募集されている。

本稿では、米国において ESG 情報（サステナビリティ情報）開示の規制手法に対する関心が高まっていることを踏まえ、前記のような規制手法の是非について検討を加えたい。本稿における検討の順序は次の通りである。まず、米国における ESG 情報開示でどのような点が具体的に問題であると考えられているかという点について概観する。その上で、そうした問題に対処するために強制開示の枠組みを利用することが主張されているところ、具体的に規制案の候補として挙げられている主要な方法の特徴や課題について考察する。

## II. 米国における ESG 情報開示の問題点

米国においてもわが国同様に ESG 情報は様々な媒体を通じて投資家に対して提供されている<sup>3)</sup>。サステナビリティレポートのような任意の開示媒体によることもあれば、法定の開示書類のリスクファクターや MD&A 等の項目で開示されることもある。しかし、任意・法定開示の何れについても問題点が指摘されている。以下では、ESG 情報開示に対する規制案の具体的な検討を行う準備作業として、まず任意開示・法定開示につき主としてどのような問題点が指摘されているのかという点を確認したい。

### 1. 任意開示の問題点

任意開示については、①企業にとって好まし

くない情報を省略することが可能であること、②開示内容や方法が標準化されておらず、投資家が発行体間での情報比較を行うことができないこと、③法定の開示書類ではないためSECによるレビューを受けないことなどが指摘されている<sup>4)</sup>。こうした問題点はESG情報の開示に限らず企業の任意開示一般に当てはまる問題ではある。この点、ESG開示の文脈では、ESG情報に特化した開示フレームワークや基準の設定主体が複数存在するけれども、こうした開示基準等による開示も任意によるものである以上は各企業の裁量によって開示内容の一貫性や比較可能性が損なわれることを回避するのは困難である<sup>5)</sup>。例えば、民間セクター主導のベストプラクティスが形成されることでさらなる強制的なESG情報開示は不要となるというスタンスを示すCCMC [2019] は、開示フレームワークや開示基準に拘束されないとしてもそれを参照することは望ましいという考え方を表明しているが<sup>6)</sup>、そうした運用の下では企業によっては恣意的な開示がなされる可能性が否定できないであろう。また、特に発行体間の比較可能性を担保する観点から独立した第三者格付機関が活動しているけれども、第三者格付機関についてもその評価方法が各機関によってまちまちであり一貫性がなく、同一の評価対象企業であっても全く異なる評価がなされることが指摘されている<sup>7)</sup>。

## 2. 法定開示の問題点

### (1) 原則主義的な開示に対する批判

一方、法定開示書類における開示については、特にSECが採用する原則主義的な (principle-based) 開示規制に対して批判が加えられることが多い。例えば、Regulation S-Kのう

ち、ESG情報の開示との関係で取り上げられることの多いItem 303のMD&AやItem 503(c) (現在はItem105に移動) のリスクファクターに関する開示については、細則主義的な (prescriptive) 開示ルールを設けずに経営者に重要な情報の開示に関する判断を委ねているといわれるけれども<sup>8)</sup>、その結果、どのような事項を開示するべきであるのかという点が不明瞭になりやすい。この点、SECは、気候変動の分野に関する2010年のガイダンスにおいて、MD&Aやリスクファクター等の法定の開示事項で開示すべき気候変動関連情報の内容について具体的な例を交えながら示唆している<sup>9)</sup>。しかし、このガイダンスが発行された後も、企業がそれを守っていないであるとか、新たに細則主義的な開示要件を設けるべきといった批判が見受けられる<sup>10)</sup>。

### (2) エンフォースメントの困難さ

前記の批判のうち、企業がガイダンスに従っていないという批判に関連すると思われる点として、企業側に開示の裁量が委ねられた原則主義的な開示事項をSECのスタッフがエンフォースすることの困難さが指摘されている。すなわち、SECのスタッフは主として提出された法定の開示書類を始めとする公の情報に基づいてレビューを行うところ、例えば気候変動関連のリスクに関する開示が不十分である場合において、当該事実が①「当該企業が気候変動関連のリスクに直面していないこと」、②「当該リスクを開示に値する重要なものであると考えていないこと」などといった状況のうち何れを示唆しているのかという点の判断が困難である場面がみられるのである<sup>11)</sup>。

### (3) 細則主義的な開示の問題点

原則主義的な開示に対しては、開示すべき内容の不明確さや第三者によるエンフォースメントの困難さが指摘されるが、一方で細則主義的な開示についても当然のことながら柔軟性が欠けるという難点が存在する。特に、ESG 情報については、各企業や業界の置かれた環境によってある事項が財務状況や企業価値に与える影響が大きく異なることやそうした情報の重要性自体が日々進展を遂げること<sup>12)</sup>から、変更に関与する手間がかかる法的な要件で細かく開示内容や方法を一律に規定してしまうことはかえって望ましくないという観点も考慮しなければならない。一般的に、情報の比較可能性を担保するならば細則主義的な開示規制が望ましいが、各企業・各業界によって ESG 情報開示の対象事項が財務状況や企業価値に与える影響が異なっているという点がこの分野の情報開示の最も難しい点であり、後述の各規制案の提唱者が最も頭を悩ませているポイントである。

## Ⅲ. 強制開示に関する規制案と分析

以上のように、ESG 情報の開示については任意開示・法定開示ともに批判されており、この分野では SEC によるより詳細な強制開示導入の必要性が叫ばれている状況にある。そこで、本項では、SEC が強制的な情報開示義務を企業に課すに当たって考慮しなければならないとされている前提条件等について概観した上で、それを踏まえて提唱されている具体的な規制案について検討を加えていきたい。

### 1. SEC が強制開示義務を課す前提

#### (1) 強制開示義務と ESG 情報の「重要性」

SEC が企業に情報開示を強制するにはその前提として対象となる情報が「重要性」を有することが前提であると考えられてきた。米国では、ある情報が投資家にとって重要なものであるか否かの判断基準については、著名な TSC 判決<sup>13)</sup>の枠組みが参照されることが多い。同判決は「合理的な株主が投票の判断において重要であると考えられる相当の蓋然性が認められる情報」が重要であるという判断枠組みを示し、当該判示はその後議決権行使の場面に限らず投資判断（証券の売買）の場面にも適用されるようになってきている。したがって、合理的な投資家の投資判断や議決権行使に影響を与える情報に強制開示の根拠となりうる重要性が認められることになり、この点は環境・社会問題等の ESG に関する情報であっても変わりはない<sup>14)</sup>。

この定義によると、その解釈次第では合理的な投資家の中には倫理的・社会的基準に基づいて投資先をスクリーニングするような者も含まれる余地があるという指摘もみられるが<sup>15)</sup>、実際には経済的な利益や投資収益の獲得を重視するメインストリームの投資家が合理的な投資家像として想定されることが一般的である<sup>16)</sup>。実際に SEC 自身も伝統的にそのような考え方を示してきた。例えば、当時の SEC 委員の名を冠して Sommer Report と呼ばれる Advisory Committee On Corporate Disclosure [1977] は、SEC の専門領域が経済及び財務情報の分野であることを前提として、仮に SEC が社会的問題や環境問題に関する開示の（経済的）重要性に触れることなくそうした情報の開示を義務付ける判断をしたならば、当該判断には付加

的な開示義務を課すための基礎となる基準が何ら存在しないことになると指摘していた。したがって、ここで問題となる重要性は本稿でもこれまで触れてきた「ESGが企業の財務状況や企業価値に与える影響」に関するものであって、原則として「企業の活動が社会やその課題に対して与える影響」ではない<sup>17)</sup>。

ESGの問題は従来特定の利益集団が持ち出す社会的・政治的アジェンダであり、企業の財務パフォーマンスに関心を有している合理的投資家にとっては些末な問題であると捉えられてきたところがあるが、近年のBlackRockやState Streetを始めとする多くの機関投資家がESG情報を積極的に投資判断に取り入れている現状に鑑みてそうした見方が妥当ではないことはSECの関係者も認めることである<sup>18)</sup>。また、こうした投資家のESG情報への関心を反映するかのように、この10年間に於いて企業の財務状況や企業価値への影響を重視した開示フレームワークや開示基準(TCFDやSASB等)が創設され急速に普及していることをも念頭に置くと<sup>19)</sup>、重要性の意味を「ESGが企業の財務状況や企業価値に与える影響」という形で捉えるとしても、一般論としてESG情報がその前提を満たす状況は拡大しつつあると考えてよいだろう。

## (2) 資本市場の効率性・競争・資本形成の促進

また、1996年全米証券市場改革法により、連邦証券諸法(33年証券法・34年証券取引所法)において、規則が効率性・競争・資本形成に与える影響について検討することが義務付けられることとなった<sup>20)</sup>。そうしたこともあり、ESG情報に関する強制開示の強化を主張する

論者の中にはこうした観点から当該規制強化の正当性を論じる者もみられる。これらの視点の中でも特に重要なのは市場の効率性と競争力確保の観点であろう。例えばWilliams and Fisch[2018]は、市場の効率性の中でも特に「資源配分の効率性」(最も低いコスト及びリスクで最も価値の高い用途に資本を割り当てる意味)の観点からより優れたESG情報開示が必要であることを主張する<sup>21)</sup>。すなわち、気候変動リスク、不安定な雇用環境、経済的な不平等、個人情報セキュリティといった社会経済的な問題が投資家により良く認知され、そういった諸問題・諸リスクのマネジメントに優れたパフォーマンスの高い会社に資産が割り当てられるようになるためには、明確で比較可能性に優れた関連情報が提供される必要がある。一方、競争力という観点からは、諸外国に比べてESG情報の開示制度が遅れをとっていることを指摘した上で、当該事実が米国の市場や上場企業にとって資金調達面で不利に働くことを主張する見解<sup>22)</sup>、SECが有用なESG情報開示の制度設計をリードしていかなければ、近い将来に米国の発行体企業が他の法域が設定した基準に直接・間接に従わざるを得ない状況になるといった見解<sup>23)</sup>などがみられる。

## (3) 強制開示の強化に反対する立場

前記のような議論の方向とは対照的にESG情報の強制開示に反対する立場には主に次の2つの種類の主張があるように思われる。第1に、企業・投資家・市場の規制当局の間においてどのようなESGの問題が開示されるべきであるのかという点についてコンセンサスが十分に形成されていない段階でESG開示の基準を詳細に規定するのは時期尚早というものであ



る<sup>24)</sup>。そのような状況においては、市場自体にこうした問題を解決するための時間が与えられるべきだということが主張される。関連して、既存の ESG 情報の報告枠組みや開示指標、ESG 格付機関によるスコアリング方法などの点において未だ発展途上の問題が多く、ESG 情報それ自体についても、特に S の分野においてその重要性評価が分かれているといった見方もある（一方、ESG のうち、G の分野についてはその重要性についてコンセンサスが形成されており、E の分野についてはその重要性が近年急速に認識されるようになってきていると評される<sup>25)</sup>）。

第2に、主に情報開示の主体である発行体企業の立場からの反対である。経済界としては、特にあらゆる企業に一律に適用される強制開示のルールに対して抵抗感が強いようである。例えば、先に少し言及した CCMC [2019] は、同じ業界に属している企業（群）においてさえも、ある企業にとって重要な ESG 情報が他の同業他社にとっても重要性を有しているとは限らず、重要性の判断が様々な企業の多様な特性・個性によって異なりうることを強調する<sup>26)</sup>。この点はやはり特に細則主義的な強制開示ルールを導入すべきという主張に対する強力な反論になろう。また、CCMC [2019] は ESG や関連する情報開示の問題が経済的な意味での重要性からかけ離れて社会問題・政治問題化することに対して警戒感を有しており、ESG 情報の開示が企業の中長期的な価値創造能力とは一致しない利益を推進するための道具となつてはならないことを確認している<sup>27)</sup>。このような背景から CCMC は民間主導のベストプラクティスを通じて ESG 情報開示の質を向上させていくことを志向するわけである。

#### （４） 具体的規制案を分析する際の視点

このように市場関係者や経済界からは強制開示の強化について慎重論も出ているものの、先にみたような既存の ESG 情報開示の現況に対する関係者の不満や問題点を念頭に置くと、SEC が規制上の対応を何ら行わないという選択をすることは厳しい状況にあるといえるのではないだろうか。規制緩和を志向する共和党のトランプ政権から民主党のバイデン政権へと政権移行があったという背景もあるであろうが、先の3月15日付けの Speech において Lee 委員長代行は特に気候変動に関する開示に関して「現在問題となっているのは情報開示を行うかどうかという if の問題ではなく具体的にどうやって情報開示を行えばよいのかという how の問題である」といった趣旨のコメントをしている。ただし、SEC による規制対応の在り方を考える上では、前記のような① ESG 情報の重要性が各企業によって相対的なものであること（したがって各企業に開示の裁量を残すことも重要な課題といえること）、② ESG 情報やその開示を取り巻く環境が発展途上にあり、また ESG 情報そのものの性質から常に各情報の位置付けが進展・変化を遂げること<sup>28)</sup>を踏まえ、そうした状況に柔軟に対応できる規制を考える必要がある点は念頭に置くべきであろう。以下ではこうした点も踏まえながら、学説等において提唱されている具体的な規制案について検討を加えることとしたい。

## 2. 具体的規制案①：SD&A

### （１） 規制案の概要

Fisch [2019] は、既存の開示制度における MD&A のような Discussion & Analysis 形式によるサステナビリティ情報の開示を提案す

る。SD&A (Sustainability Discussion & Analysis) は、各企業の事業にとって最も重要な3つのサステナビリティに関する問題につき、年次の財務報告書上での開示を求めるものである。そこでは、発行体による重要性判断の根拠についての説明のほか、選択したサステナビリティに関する問題が発行体企業の経済的パフォーマンスに与える潜在的な影響について議論することが求められることになる。SD&Aでは、MD&Aと同様に、サステナビリティ上の問題に関する既知のまたは合理的な注意を払えば知ることができるであろう (reasonably knowable) リスク、トレンド、機会を前提として開示が行われることになる (ここには、発行体企業の事業計画等にとって重要であると取締役会が考えたリスク、トレンド、機会が含まれる)<sup>29)</sup>。さらに、SD&Aの下では、開示の対象となるサステナビリティに関する問題の性質や範囲についてSECがReleaseの形で付加的なガイダンスを提供することが想定されている。具体的にはその中でサステナビリティに関連する一定の範囲のトピックを特定する一方で、重要なサステナビリティに関する問題の選択・特定については業界や発行体企業ごとに決せられるべきであることが明らかにされる。

一方、開示内容の質や信頼性を確保するために、取締役会またはサステナビリティ委員会にはSD&Aの内容について署名を行うことが義務付けられる。これは当然のことながら取締役会やサステナビリティ委員会の構成員が必要な情報収集等を通じて発行体企業におけるサステナビリティ実務の理解やその監視をより適切に行うことが期待されたものである。投資家からすれば、取締役たちが発行体企業の事業に重大な影響を与えうるサステナビリティに関する問

題を認識しているか、さらには、そうした問題を経営戦略の立案や監視に組み込んでいるかという点が主要な関心事であることから、このような署名の義務によりそうした状況が確保されていることを投資家に保証することが制度の狙いであるとされる。

## (2) 規制案の背景

企業の財務状況等にとって重要なトピックを特定させた上でそれについて議論や分析を求めるといった開示方法は原則主義的なものである。この点、これまで見てきたようにESG情報開示の現状に不満を持つ者からは情報の比較可能性を高める観点から開示項目や開示方法を詳細に規定した細則主義的な開示ルールを要求する声も上がっているところであるが、やはり、各企業や業界によって特定のESG課題の重要性が異なり、開示に値する問題やその重要性が変化し続けるといった当該情報の特性を考慮した上で、細則主義的なルールよりも原則主義的なルールの方が望ましいと考えられている。

この規制案の利点として、Fisch [2019] は、先取締役会が積極的に関与することによる開示の信頼性向上の点に加えて次の諸点を挙げている。第1に、開示負担の点である。サステナビリティ情報の射程範囲が広く、現在発行されているサステナビリティレポートの分量が概して100ページを超える状況において、サステナビリティ情報の強制開示を細則主義的なルールによって発行体企業に課すことは、そうした情報を準備する発行体企業にとってもそれに依拠する投資家にとっても<sup>30)</sup>大きなコストが生じうる。一方、SD&Aのように、各企業にとって最も重要な問題をいくつか特定させ、当該判断の背景について説明をさせるという規制

の下ではそうした問題を回避することが可能になる。

第2に、SD&Aは同じ原則主義的な開示ルールであるMD&Aの開示にみられる難点を緩和することも可能であるとされる。MD&Aについては①開示の対象となるべき情報の重要性判断を会社側に大きく委ね、そのことが投資家にとって必要な情報の不開示につながっていること、②定量的な開示との対比では比較可能性が弱く、記述の内容も詳細さを欠くケースがみられることといった難点が指摘されているところである。この点、Fisch [2019]の主張するところによれば、SD&Aであれば特に重要な3つの論点に開示の対象を絞ることから、開示の範囲は限定されるものの、開示をする企業側の広範かつ漠然とした裁量に一定の限定を付すことでより効果的な開示を義務付けることが可能になり、さらに情報としての価値が低い複製的な開示またはボイラープレートの開示<sup>31)</sup>が行われてしまう可能性も低減することができる。

当然、このような方法による場合であっても、各企業にとって重要な課題は何であるかという点の判断を発行体企業に委ねることには変わりはないため、すべての企業に一律に同一の開示要件を課す場合と比較すれば比較可能性が弱いのは確かである。しかし、その点については主にSECスタッフによるレビューやコメントレターの発出プロセスを通じた開示内容の改善に期待している。例えば、ある石油企業のSD&Aにおいて同業他社やその属する業界にとって明らかに重要である気候変動に関する開示が行われていないというケースにおいて、なぜ同業他社のような開示が当該項目について行われていないのかという点を質すことがSECのスタッフには期待される。そして、そのよう

なプロセスを通じて、特に同業または関連する業界の企業間において共通する開示方針が形成されていく(=比較可能性が向上する)とされる。特に重要な課題の決定を各企業に委ねる場合であっても、開示対象の項目を可能な限り絞り込むことで、実質的には少なくとも同一の業界内において同じような開示項目が選択されることが想定されているのであろう。

### (3) 規制案の抱える課題

SD&Aの提案についてはいくつかの課題が考えられる。まず、SD&Aの「最も重要な課題」に関する各企業の主観的な判断が表面的にはもっともらしく思われる場合、SECが当該判断の妥当性を争うことにあまり積極的な姿勢を示さないのではないかと指摘がなされている<sup>32)</sup>。この点、確かにFisch [2019]が例示していた(特にエネルギー業界にとっての)気候変動のようにその重要性が関係者にとって非常に明白な課題であれば当該課題について開示が行われていないことを問題視することは容易いであろうが、それ以外のESG課題の中には評価や位置付けが困難なものもあるだろう。さらに、開示内容がボイラープレートになってしまうことを防止するという観点については、発行体企業がそうした具体性を伴わない開示をする背景として①競争上自社が不利になることを阻止したいという点であるとか②訴訟リスクを低減したいといった点が挙げられていること<sup>33)</sup>を念頭に置くと、SD&Aのように開示の対象となる論点を特に重要な問題に限定したところでどこまで開示の内容を充実させることができるかという点は未知数などところがあるともいえる。



### 3. 具体的規制案②：Comply or Explain<sup>34)</sup>

#### (1) 規制案の概要

ここでは、Comply or Explain 方式を提唱する Harper Ho の見解 (Harper Ho [2020] 及び Harper Ho [2017]) について取り上げたい。Harper Ho [2020] は、MD&A や Fisch [2019] が提案する SD&A のような原則主義的で記述的な開示は比較可能性に劣ることを指摘し、開示項目を詳しく規定した細則主義的な開示ルールが望ましいという前提に立つ。しかし、発行会社の負担や規制の柔軟性を確保する観点から SEC が導入する非財務情報の開示ルールには Comply or Explain の方式が採用されるべきであることを指摘する。例えば、①気候リスクを評価するための社内方針や手続を採用しているか否かという点について開示を義務付けた上で、採用していない会社についてはその理由を説明させるであるとか、②温室効果ガスの排出量についての開示を義務付けた上で、そうした開示が自社にとって重要でないことを説明した企業については当該事項の不開示を許容するといった規制の在り方である。この規制案の特徴は、SD&A の提案と同様に発行体企業の負担や ESG 情報の特質に配慮した柔軟性を確保することに重点を置きながら、細則的に開示内容・項目に関する一般的基準を提示することとしている点にあるといえる。

#### (2) 規制案の背景

Harper Ho [2017] は、Comply or Explain 方式を採用すべき背景として、これまで本稿で取り上げてきた柔軟性等の観点のほか、米国の市場環境や制度的な枠組みとの適合性を挙げる。すなわち、規制手法として Comply or Ex-

plain 方式を採用している一部の大陸欧州諸国でそれがあまり成功を収めていない要因として、多くの欧州市場においてステークホルダー重視の傾向がみられる点や一部の法域では株主による積極的なモニタリングに対して制約が存在している点を指摘した上で、米国における株主行動がそれとは対照的な状況にあると主張する。また、株主や市場による規律付けという私的なエンフォースメントに依存することが多い他の一般的な Comply or Explain ルールとは異なり、米国の ESG 情報開示において Comply or Explain を採用する場合には、SEC によるエンフォースメント、私的な証券訴訟、証券取引所の上場規則などによる規律付けの活用も期待できるとされる。例えば Comply しない場合の説明に不十分な点があれば訴訟が提起され、あるいは、規制上のペナルティが課せられるという信頼性のある脅しが存在することで、基本的な開示ルールから逸脱する場合の説明義務についてよく指摘されるエンフォースメントの脆弱さを補完することができるというのである。

#### (3) 規制案の抱える課題

Comply or Explain 方式を採用することに対する最も本質的な批判として考えられるのは、ESG 開示の場面に限らず、この方式が形式的には Comply せずに説明することを許容しながらも、運用の局面になるとほとんどの会社を実質的に Comply する状況が散見されるという点であろう。実際に Harper Ho [2017] もこのような状況が米国を始めとする複数の法域で Comply or Explain を採用した場合に認められることを認識しており、投資家側においても Comply しない場合の説明が十分であるか否かを区別せずに、説明の質に関係なく説明を選択

することを実質的な開示ルール違反であると（誤って）捉えている可能性を指摘している。しかし、そうすると直接的に開示を強制することと何ら変わらない状況となってしまう<sup>35)</sup>。一方、説明が行われる場合に、企業の取り組み次第ではその理由がうわべだけの形式的な理由になってしまう（形式的説明で開示を回避できてしまう）という懸念も存在する。Harper Ho は米国における市場環境やエンフォースメント手段の豊富さが Comply or Explain の方式に適しており、説明に不十分な点が認められる場合に備えて様々な制裁が用意できることを示唆する。しかし、このような規律付けも本来 Comply を選択することが最善ではない発行体企業において実質的にそれが強制される危険性を高めることにつながる場合もありえよう。

#### 4. 具体的規制案③：既存の開示基準等を承認

##### （1）規制案の概要

この規制案は既存の ESG 情報の開示フレームワークや開示基準を SEC が公式に承認するためのルールを新たに制定するといったものであり<sup>36)</sup>、一部の学説によって提唱されている前記2つの規制案とは異なり、広く市場関係者の間で有力な規制方法の候補と考えられている。このような規制方法は過去において SEC が内部統制について COSO のフレームワークを承認した際などに実際に選択された実績がある<sup>37)</sup>。ESG 開示の文脈では、気候変動に関する TCFD のようなフレームワークや SASB、GRI のような開示基準に従った開示を行うことを公的な規制要件を満たすための前提として認めることが考えられる。

##### （2）規制案の背景

SEC が既存の開示基準等を利用するという規制案が提示される背景としては、やはりこれまで見てきた ESG 情報開示の特性が挙げられるであろう。ESG 情報は開示項目自体の重要性も時の経過とともに変化を遂げていくために、開示要件は状況・環境の変化に応じて柔軟に見直しが可能であることが肝要となる。この点、既存の開示基準等を採用する場合であれば、開示事項に変更を加える場合であっても新しいルールの制定を伴わずに柔軟にその内容をアップデートすることが可能となる<sup>38)</sup>。この規制案の下では特に SASB が利用すべき開示基準等の有力な候補として挙げられることが多い<sup>39)</sup>。

SASB<sup>40)</sup>は前記のように「ESG 課題が企業の財務状況や企業価値に与える影響」に注目して業界別に開示基準を策定しており、重要性の定義等も米国の証券規制の例に倣う形になっている。したがって、そこで想定されているメインユーザーは投資家等の資金提供者である。SASB の関係者によれば、SEC が開示基準としての SASB の利用を積極的に促進することまたはそれに依拠した開示を強制することによるメリットには次のような点が認められるとされている<sup>41)</sup>。まず、どのような情報をいかにして開示するべきであるかという点について企業側の裁量に限定を付すという側面である。SASB のガイドライン<sup>42)</sup>によれば、SASB の開示基準を使用する企業は当該企業が属する業界に適用されるすべての開示指標を使用し、仮に特定の指標を開示の対象に含めないのであればその理由を説明するべきであるとされている。このようなアプローチにより、企業において自社をよく見せることができる開示項目を恣意的

に選択することに制約が付されることが期待されている<sup>43)</sup>。また、発行体の企業にとっても、純粋な原則主義的アプローチの下では何を開示すべきであるかという点の判断が困難である状況が生じるところ、SASBの開示基準では開示すべき指標が特定されていることから、その存在は企業における開示の意思決定を円滑にするものであることが指摘されている。

### (3) 規制案の抱える課題

一方で、現時点においては未だ何れの開示基準等を使用することが望ましいかという点についてコンセンサスが存在せず、そのような状況ではSECが特定の基準等の採用を決断することは躊躇されるのではないかと指摘がみられる<sup>44)</sup>。そして、仮にSECが複数の開示基準等を承認したとすれば、結局のところ、様々な開示基準等に依拠する各企業間で情報の比較可能性が損なわれることが懸念される<sup>45)</sup>。様々な開示基準等が乱立している状況は事実であるが、それでも投資家等の資金提供者が主な情報のユーザーとして想定されている基準等を使用すべきであるということはいえるのではないか。例えば、GAO [2020] はSASBとGRIを列挙しているけれども、両者は主な情報のユーザーが異なっているのであって、投資家向けの情報開示であれば、前者の方が望ましいであろう。この点、確かに「企業活動が社会やその課題に与える影響」を重視するGRIも伝統的な社会的責任投資を行う投資家等にとっては重要であると考えられるが<sup>46)</sup>、SECが従来「ESGが企業の財務状況や企業価値に与える影響」という意味での重要性を規制の中心に据えてきたことを考えると、現実的には幅広い社会のステークホルダーを情報のユーザーとして想定す

るGRIのような基準等を採用することには困難が伴う可能性が高いように思われる<sup>47)</sup>。

## 5. 具体的規制案の分析

### (1) 柔軟性と企業のコスト負担への配慮

前記の何れの規制案であっても配慮されているのが、開示項目選択の柔軟性と企業のコスト負担への配慮である。ESG情報の重要性が企業や業界ごとに異なり、開示項目自体の重要性も時間の経過とともに変化しうるものであることから、こうした状況に柔軟に対応できる開示制度が重要である。かつ、発行体企業にとって開示が負担にならないように開示項目をできる限り重要なものに厳選することも必須である。そしてそれをどうやって実現するかというレベルにおいて①開示すべき「重要な課題」の選択を各企業の裁量に委ねる方法(SD&A)や②各企業が開示する際の基準となる内容を規定した上で、説明を条件として不開示を認める方法(これには既存の開示基準等としてExplainの余地を認めるSASBのような基準を利用する場合も含まれるだろう)などがみられた。この点、Discussion & Analysis方式による開示の場合、開示されていない課題やリスク等がなぜ開示されていないのかという点が外部の者からは分かりにくいという難点が指摘されていた。したがって、基本的には細則主義的に企業が開示すべき内容を規定した上で、開示しない場合にその理由の説明を求める規制の方が情報利用者である投資家や規制当局にとっては望ましいように思われる。

### (2) 細則主義+説明による不開示方式

ただし、この方法についても実質的にComplyの圧力がかかる場面においては説明を選択

することが困難になり、一方で説明が選択される場合にそれがボイラープレートになる可能性がある（形式的な理由で開示を回避できてしまう）といった懸念が存在している。

そこで投資家を始めとする市場関係者においても、特に ESG 情報の開示については、当該分野が発展途上であることを認識した上で早急にすべての項目の完全な開示を要求しないというスタンスが肝要であろう。一方、Comply しないで説明が選択される場合の開示の質については、Harper Ho が指摘するような制裁的な要素を含む規律付けのみならず、どういった説明が関係者にとって望ましいのかといった点について投資家、企業、規制当局等が協調的にベストプラクティスやガイドラインを提示していくことが考えられる。

### （3）優先度の高い課題における強制開示の導入・強化

このように、ESG 情報開示をめぐる規制案はどのような方法によるとしても検討すべき課題が山積している状況にあるといえる。この点、ESG 情報といっても、その重要性についてのコンセンサスは具体的な分野や領域によって様々であるから、比較的多くの企業にとって高い重要性が認められている分野や課題に関する開示から優先的に強制開示の枠組みに入れていく（あるいは強制開示の枠組みを強化していく）という視点も検討に値するのではないだろうか。その意味では SEC が特に気候変動の問題に重点を置いて意見募集に着手したことは妥当であろう。

## IV. 結語

本稿では、米国において近年議論が盛んに行われている ESG 情報開示に対する規制の在り方（特に強制開示の枠組みでどのように規制するか）という問題を中心に検討を加えてきた。様々な規制案が提案されているものの、何れの案についても乗り越えなければならない課題が存在している。ただ、これらの提案においては、共通して①各企業や業界によって ESG 情報の重要性が異なっているという点、②その重要性が時間の経過とともに変容するものである点、③発行体企業にとっての負担度などが意識されていた。こうした点に加えて、ESG 情報の中でも分野によってその重要性に対するコンセンサスの有無は様々であることも踏まえると、規制案のレベルにおいても各企業における実際の開示のレベルにおいても優先順位を明確にした上で開示の問題に取り組んでいくことが肝要であるように思われる。この点、本年3月の SEC による意見募集では気候変動の問題が主に取り上げられていた。また、わが国でも、本年4月6日に公表されたコーポレートガバナンス・コードの改訂案において、TCFD という具体的な開示フレームワークの名称を明らかにしつつ、プライム市場上場会社が気候変動関連の情報開示を充実させるべき旨が規定されている。まずはこうした特に重要な ESG 課題から開示の枠組みを充実させていき、そこで得られた知見や経験を他の ESG 課題に関する開示に活かしていくことも考えられよう。

※本稿は、日本証券業協会の客員研究員としての研究成果である。



## 注

- 1) ESG情報という用語は、環境・社会・ガバナンスという項目の範囲に厳密に縛られることなくサステナビリティ情報や非財務情報と同義で用いられることも多い。そのため、本稿においても特に断りが無い限りはこれらの用語を同義のものとして使用している。
- 2) 2021年3月15日におけるAllison Lee委員長代行のPublic Statement (Public Input Welcomed on Climate Change Disclosures) 参照。
- 3) わが国のESG情報開示において使用される媒体については宮田 [2021] 参照。
- 4) Fisch [2019] pp.947-950.
- 5) Harper Ho [2020] p.18.
- 6) CCMC [2019] p.9.
- 7) この点については湯山 [2020] 55頁以下に詳しい。
- 8) Hicks [2020] pp.230-231.
- 9) SEC [2010].
- 10) SEC [2016] p.23971.
- 11) GAO [2018] p.19.
- 12) CDP et al. [2020] pp.4-5.
- 13) TSC Industries, Inc.v. Northway, Inc.,426 U.S.438 (1976).
- 14) SEC [2016] p.23971.
- 15) Fisch [2019] p.936.
- 16) Vizcarra [2020] p.10108.
- 17) しかし、議会がこうした経済的な意味での重要性とは異なった観点からSECに規則制定を求めた場合などにおいては、企業活動が社会に与える影響を勘案して強制開示を要求することもある。こうした規則の代表例としては、ドッド・フランク法によってSECに規則の制定が求められるいわゆる「紛争鉱物に関する開示ルール」が挙げられるだろう。
- 18) Fleming and Ledbetter [2020] p.10648.この点については、冒頭で紹介したPublic Statementと同日にAllison Lee委員長代行が行った本年3月15日付のSpeech (A Climate for Change: Meeting Investor Demand for Climate and ESG Information at the SEC) も参照。
- 19) 周知のように、ESG情報の開示基準にもSASBのように「ESGが企業の財務状況や企業価値に与える影響」を念頭に置くものもあれば、GRIのように「企業の活動が社会やその課題に対して与える影響」を重視するものもある。
- 20) 効率性・競争・資本形成促進検討規定については河村 [2017] 136頁以下に詳しい。
- 21) Williams and Fisch [2018] p.4.
- 22) Williams and Fisch [2018] pp.4-5.
- 23) IAC [2020] p.9.
- 24) 一部の関係者がこのような指摘をしていることにつき、GAO [2020] p.44参照。
- 25) Fleming and Ledbetter [2020] p.10649.
- 26) CCMC [2019] p.10.
- 27) CCMC [2019] p.6. 実際にChamber of Commerceは先の紛争鉱物に関するSEC開示規則を対象とした訴訟の共同原告になるなど、経済的な重要性からかけ離れた開示制度に対して厳しい態度で臨んでいる (CCMC [2018] p.12)。
- 28) 近年、「ESGが企業の財務状況や企業価値に与える影響」を捉えた重要性と「企業活動が社会やその課題に与える影響」を捉えた重要性は全く別の概念ではなく、後者の重要性のみを満たしていた項目が時の経過とともに企業価値への影響を有する前者の重要性をも伴う項目になりうるというダイナミックマテリアリティという概念が提唱されている。当該概念については、CDP et al. [2020] pp.4-5参照。このようにESG情報というのは伝統的な財務情報に比べると規制の対象として非常に複雑な様相を呈しているといえる。
- 29) このような開示制度は、SASBがサステナビリティ情報の重要性を判断する際の考え方と類似している。SASB [2017] においては、SASBの開示基準が企業の財務状況や事業成績に重大な影響を与えると合理的に考えられるサステナビリティ関連のトピックを取り扱っており、かつ、重大な財務上の影響を有しうるサステナビリティ上の問題を評価するに当たってMD&Aの例に倣っていることが明らかにされている。なお、SASBはその基準が米国内にとどまらず世界的に利用されるようになっている実態を踏まえてConceptual Frameworkの改訂作業を行っているが、このような開示基準の基本的な在り方に変更が加えられるものではないようである (SASB [2020] p.30参照)。
- 30) 提供される情報が過剰な状況においては、投資家の投資判断にとって真に重要な情報が何であるかという点が不鮮明になりがちであるという問題はよく知られたところである。
- 31) いわゆる一般的・総体的であって投資家にとって価値のある各企業に特殊な情報が含まれていない開示のことをいう。GAO [2020] はボイラープレートな開示や企業特殊な開示の内容を具体的な例を交えながら検討しており示唆に富む。
- 32) Fleming and Ledbetter [2020] p.10647.
- 33) GAO [2020] p.27.
- 34) Comply or Explain方式の場合、形式的には必ず用意された開示ルールを遵守しなければならないわけではないため、厳密には強制開示とはいえない。しかし、あらゆる企業が同一の事項について少なくともExplainに相当する開示をしなければならないという意味においては強制開示の側面を有しているといえる。また、その当否はともかく、この制度を採用した場合において結果的に多くの企業がComplyを選択するという点からも強制開示に準じた側面があるといえよう。
- 35) この点はわが国においても以前から認識されている問題である。例えば、本年の金融庁における第24回ステークホルダーシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 (令和3年2月15日開催) においても「ガバナンスコードはまさにあくまでコンプライ・オア・エクスプレインであって、強制コンプライではないというところには大変重要な意義があるわけですが、他方で機関投資家の方の中には、コンプライしていないとおよそ議決権行使上バツをつけるとか、そういった形式的な行動が見られます。こうした行動が形式的に広がりやすくとこれは強制コンプライになってしま



## 米国における ESG 情報の強制開示をめぐる議論の動向と分析

- い、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反してしまうのではないかと懸念があります。」という指摘がなされている〔武井一浩発言〕。
- 36) 当該規制案については例えば GAO [2020] pp.40-41, AMAC [2020] を参照。
- 37) 同様のアプローチが採用された他の例については Riesenbergs [2020] p.10655 参照。
- 38) GAO [2020] p.40.
- 39) GAO [2020] p.41, AMAC [2020]。なお、SASB による開示を支持する投資家の声明としては例えば Black Rock CEO である Larry Fink が発行した2020年の CEO 向け Letter (A Fundamental Reshaping of Finance) 参照。
- 40) 2021年の半ばに SASB と他の開示フレームワーク設定主体 (IIRC) が統合して Value Reporting Foundation という新たな団体が設立される旨がアナウンスされているが、その後も SASB の開示基準自体は残り、その設定・変更等についても従来と同様に SASB 内の手続によって行われるということである。そのため、本稿においても、そのような前提で従来からの SASB 基準を前提としている。
- 41) Riesenbergs [2020] p.10655.
- 42) SASB [2018].
- 43) ただし、SASB [2018] においては、①基準の要求事項として「しなければならない (shall)」こと、②必須ではないものの基準を導入する際に実施が推奨される「すべきである (should)」こと、③必須ではないものの基準を導入する際に「してもよい (may)」こと (任意のアプローチ) が区別されているところ、業界ごとに開示すべきものとして設定されている指標を開示とする場合の説明については②に分類されている。
- 44) Fleming and Ledbetter [2020] p.10648.
- 45) GAO [2020] p.41.
- 46) GPIF [2019] 20頁は、社会的責任投資・倫理投資・インパクト投資といった投資手法においては「企業が経済・環境・社会に与える影響に関する情報」が特に重視されるために、GRI の開示基準に親和性が高いことを示唆する。
- 47) 実際に先の3月15日付けの SEC による意見募集においても既存の開示基準等を利用することのメリット・デメリットに関する質問が含まれていたところ、そこではあくまで例示ではあるものの既存の開示基準等の例として TCFD, SASB, CDSB といった主に「気候変動が企業の財務状況や企業価値に与える影響」を念頭に置いた開示基準等が取り上げられている。
- www.jsda.or.jp/about/kawamuraronbun.pdf)。
- 小谷正彰 [2020] 「記述情報の充実と絡んで非財務情報開示の一貫性と Comparability (横比較・検討) をどのように担保するか」 Disclosure & IR Vol.15, 143-156頁。
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) [2019] 「GPIF 委託調査研究 ESG に関する情報開示についての調査研究」 ([https://www.gpif.go.jp/investment/research\\_2019\\_full.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf))。
- 夫馬賢治 [2021] 「ESG 情報開示が抱える概念の混乱と対処の要点」 Disclosure & IR Vol.16, 139-145頁。
- 宮田俊 [2021] 「ESG と開示」『旬刊商事法務』2257号, 15-22頁。
- 山本俊之・安井桂大 [2021] 「ESG 投資の視点・手法と日本法における受託者責任」『NBL』1189号, 21-29頁。
- 湯山智教 [2020] 『ESG 投資とパフォーマンス』金融財政事情研究会。
- Advisory Committee On Corporate Disclosure [1977] “Report of the Advisory Committee On Corporate Disclosure to the SEC”, November 3, 1977.
- AMAC [2020] “Potential Recommendations of ESG Subcommittee”, December 1, 2020 (<https://www.sec.gov/files/potential-recommendations-of-the-esg-subcommittee-12012020.pdf>).
- CCMC [2018] “Corporate Sustainability Reporting: Past, Present, Future” (<https://www.uschamberfoundation.org/sites/default/files/Corporate%20Sustainability%20Reporting%20Past%20Present%20Future.pdf>).
- CCMC [2019] “ESG Reporting Best Practices” (<https://www.projectgo.com/esg-reporting-best-practices/>).
- CDP et al. [2020] “Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting” (<https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sxl-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/up>

## 参 考 文 献

- 河村賢治 [2017] 「会社・金融市場規制の影響分析にどう向き合うべきか」 JSDA キャピタルマーケットフォーラム 第1期論文, 111-189頁 (<https://>

- loads/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf).
- Fisch, J. [2019] “Making Sustainability Disclosure Sustainable”, *The Georgetown Law Journal*, Vol.107, Issue 4, pp.923-966.
- Fleming, R.A. and Ledbetter, A.M. [2020] “Making Mandatory Sustainability Disclosure a Reality”, *Environmental Law Reporter*, Vol.50, Issue 8, pp.10647-10649.
- Gadinis, S. and Miazad, A. [2020] “Corporate Law and Social Risk”, *Vanderbilt Law Review*, Vol.73, Issue 5, pp.1401-1477.
- GAO [2018] “Climate-Related Risks: SEC Has Taken Steps to Clarify Disclosure Requirements”, GAO-18-188 (<https://www.gao.gov/products/gao-18-188>).
- GAO [2020] “Public Companies: Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them”, GAO-20-530 (<https://www.gao.gov/products/gao-20-530>).
- Harper Ho, V. [2017] ““Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting”, *Lewis & Clark Law Review*, Vol.21, Number 2, pp.317-355.
- Harper Ho, V. [2020] “Non-Financial Reporting & Corporate Governance: Explaining American Divergence & Its Implications for Disclosure Reform”, *The Journal of Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, Vol.10, Issue 2 (<https://doi.org/10.1515/acl-2018-0043>).
- Hicks, J. [2020] “Commanding Transparency: The Emerging Frontier of SEC-Mandated Climate Risk Disclosures”, *Houston Law Review*, Vol.58, Issue 1, pp.211-236.
- IAC [2020] “Recommendation from the Investor-as-Owner Subcommittee of the SEC Investor Advisory Committee Relating to ESG Disclosure”, May 14, 2020 (<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-of-the-investor-as-owner-subcommittee-on-esg-disclosure.pdf>).
- Jebe, R. [2019] “The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream”, *American Business Law Journal*, Vol.56, Issue 3, pp.645-702.
- Riesenberg, T.L. [2020] “Principles Plus SASB Standards”, *Environmental Law Reporter*, Vol.50, Issue 8, pp.10653-10655.
- Saad, A.I. and Strauss, D. [2020] “The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol.17, Issue 2, pp.391-433.
- SASB [2017] “SASB Conceptual Framework” ([https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2020/02/SASB\\_Conceptual-Framework\\_WATERMARK.pdf](https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2020/02/SASB_Conceptual-Framework_WATERMARK.pdf)).
- SASB [2018] “SASB Standards Application Guidance (Version 2018-10)” (<https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2018/11/SASB-Standards-Application-Guidance-2018-10.pdf>).
- SASB [2020] “Proposed Changes to the SASB Conceptual Framework & Rules of Procedure Bases for Conclusions & Invitation to Comment on Exposure Drafts”, August 28, 2020 (<https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2020/08/Invitation-to-Comment-SASB-CF-RoP.pdf>).
- SEC [2010] “Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change”.
- SEC [2016] “Concept Release: Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K”.
- Vizcarra, H.V. [2020] “The Reasonable Investor and Climate-Related Information: Changing Expectations for Financial Disclosures”, *Environmental Law Reporter*, Vol.50, Issue 2, pp.10106-10114.

Wasim, R. [2019] “Corporate (Non) Disclosure of Climate Change Information”, *Columbia Law Review*, Vol.119, No.5, pp.1311-1354.

Williams, C. and Fisch, J. [2018] “Request for Rule-making on Environmental, Social, and Govern-

nance (ESG) Disclosure”, October 1, 2018, No.4-730 (<https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf>).

(大東文化大学法学部専任講師)