日本取引所グループ金融商品取引法研究会

サステナビリティに関する情報開示（１）
－米 国 の 動 向－

2023 年 1 月 27 日（金）15:00～16:59
大阪取引所５階取締役会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田　秀総　東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田　眞得　関西学院大学法学部教授
伊藤　靖史　同志社大学法学部教授
梅本　剛正　甲南大学共通教育センター教授
片木　晴彦　広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤　貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口　恭弘　同志社大学法学部教授
北村　雅史　京都大学大学院法学研究科教授
黒沼　悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授
小出　　篤　学習院大学法学部教授
齊藤　真紀　京都大学大学院法学研究科教授
白井　正和　京都大学大学院法学研究科教授
髙橋　陽一　京都大学大学院法学研究科准教授
舩津　浩司　同志社大学法学部教授
前田　雅弘　京都大学大学院法学研究科教授
松尾　健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下　徹哉　京都大学大学院法学研究科教授
行澤　一人　神戸大学大学院法学研究科教授
若林　泰伸　早稲田大学大学院法務研究科教授

【報　　告】

サステナビリティに関する情報開示（１）

－米 国 の 動 向－

関西学院大学法学部教授
石　田　眞　得

目　　次

Ⅰ．　はじめに
１．サステナビリティに関する情報開示
２．連邦証券諸法・州法上の情報開示
３．自主的開示の広がり
Ⅱ．　人的資本（Human Capital）の情報開示
１．概説
（１）従来の開示義務
（２）人的資本の情報開示の意義・背景
２．改正
（１）規定の新設
（２）SEC の説明
３．検討
（１）プリンシプル・ベースであること
（２）開示の状況
Ⅲ．　気候変動関連（Climate Change Related）の情報開示
１．概説
（１）従来の環境・気候変動に関する情報開示
（２）気候変動関連開示制度の提案理由（2022 年３月）
２．規則案の概要
３．気候関連リスクに対するガバナンスの開示（1501 条）
（１）気候関連リスク(Climate-related Risk）の定義（1501 条）
（２）取締役会の監視に関する説明の記載（1501 条(a)(1)）
（３）経営者の評価・管理の役割に関する説明の記載（1501 条(b)(1)）
４．気候関連リスクの開示（1502 条、Reg. S-X の Rule14－02）
（１）事業・財務への影響の説明（1502 条(a)）
（２）事業戦略・ビジネスモデル・見通しへの影響の説明（1502 条(b)）
（３）連結財務諸表の注記への記載(Reg. S-X の Rule14－02）
５．リスク管理の開示（1503 条）
６．GHG（Greenhouse Gas：温室効果ガス）排出に係る数値の開示
（１）GHG 排出量等の開示の意義
（２）スコープ３の排出量の開示
（３）GHG の程度に関する開示
（４）GFG 排出量算出の方法等に関する説明
（５）スコープ３に関する情報開示とセーフハーバー規定（1504 条(f)）
（６）開示の認証（attestation）の制度（1505 条）
７．気候関連・GHG 排出量に関する目標の開示
８．提案規則（規則案）に関する学説の状況
Ⅳ．　取締役会構成員の多様性
１．概説

２．Nasdaq の 2021 年規則改正の内容　　討論

○川口　　定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

近年、企業経営におけるサステナビリティが重視されるようになり、それへの取組みが投資者にとっても関心の高いものとなっています。そのため、サステナビリティに関する情報開示の在り方が議論されるようになり、世界中でその検討が進められています。日本におきましても、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループで検討がなされ、有価証券報告書において非財務情報である記述情報の充実が図られ、さらに有価証券報告書にサステナビリティ情報の記載欄が新設されることになりました。加えて、昨年 12 月の同ワーキング・グループ報告では、サステナビリティ情報の開示基準や開示情報の保証の在り方が検討課題になっております。

このような中、本研究会でも数回にわたり、比較法を交えてこの問題に取り組むこととなりました。本日はその第１回目として、関西学院大学の石田先生からアメリカの規制についてご報告をいただきます。

それでは、よろしくお願いいたします。

○石田　　石田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

Ⅰ．はじめに

（１）サステナビリティに関する情報開示

サステナビリティ（Sustainability：持続可能性）の意味は、気候変動や資源不足、会社の社会的責任、よき企業市民（good corporate citizen-ship）などを含む幅広いテーマを包含する概念であって、広くは ESG 問題として性格付けをされることが多いと言われます。

ここにいう ESG 問題とは、環境、社会、ガバナンスに関する問題でありまして、まず環境（Ｅ）には、気候変動や GHG（温室効果ガス）の排出、リサイクル、水資源の利用などの問題、そして社会（Ｓ）には、職場の文化や健康・安全性、従業員の多様性、人権、従業員の離職率、児童労働、製品の質・安全性、サプライチェーンの労働状況などの問題、そしてガバナンス（Ｇ）には、独立取締役や取締役会の多様性・構成、株主の権利、役員報酬などの問題が含まれると考えられているようです。

（２）連邦証券諸法・州法上の情報開示

サステナビリティ開示あるいは ESG 開示という包括的な形での情報開示制度は設けられていなくて、そのような問題に含まれる個々のテーマに関する情報開示制度や、1933 年証券法（以下、1933 年法）上の登録届出書、1934 年証券取引所法（以下、1934 年法）上の年次報告書、委任状勧誘説明書等における非財務情報の内容に係る記載事項を定める Reg. S-K（17 CFR Part 229）の開示項目（Item）での情報開示の中にも、ESG 問題の一部が含まれているという状況です。

近年の例で言うと、①ドッド・フランク法 1503 条(d)の規定を受けて、Reg. S-K に項目 104 が追加され、鉱山を運営する会社及び子会社を有する会社に対し、職場の安全性と健康に関する基準違反の事例等を開示させる制度が導入された例（2011 年）、②ドッド・フランク法 953 条(b)(1)に基づき、Reg. S-K の項目 402(u)(1)において役員の年間報酬と全従業員の年間報酬との比率を開示させる制度、いわゆるペイ・レシオの開示が導入された例（2015 年）、③また州法では、カリフォルニア州で事業活動を行い、全世界の年間収入額が１億ドルを超える小売業者及び製造業者に対し、サプライチェーンにおける奴隷や人身売買を根絶するため、人身売買や奴隷のリスクの評価・対処のためのサプライチェーンの検証や、サプライチェーンにおける人身売買や奴隷についての当

該開示会社の基準をサプライヤーが遵守しているかを評価するための当該サプライヤーの監査実施などについて会社のウェブサイト上で開示させる、いわゆるカリフォルニア・サプライチェーン透明法の制度（Cal. Civil. Code§1714.43）などの例を挙げることができます。

（３）自主的開示の広がり

他方で、任意の開示事例は近年増加の一途をたどっているようであり、コンサルティング・調査会社の Governance & Accountability Institute, Inc. (G&A 社)の調査によれば、S&P500 の構成会社のうちサステナビリティ報告書を作成し開示する会社は、2011 年には 20%にすぎなかったのが、2015 年には 81%、2021 年には 96%に達しているといいます。こうしたサステナビリティ報告書あるいは ESG 報告書の自主的開示は、会社のウェブサイト上で開示されることが多く、その内容は会社や業界によって多様であり、それぞれのテーマごとに報告書を作成する例もあるといい、また分量は 100 ページを超えるものもあり、様々であるようです。

こうした大規模上場会社による自主的開示が広く行われている中、最近の米国のサステナビリティに関する情報開示として、幾つか注目すべき規制上の動きが見られます。第１に、2020 年８月に SEC が行った人的資本に関する開示規制（Reg. S-K）の改正、第２に、2022 年３月に SEC が提案した気候変動関連の開示規制（Reg. S-K 及び Reg. S-X）の導入、第３に、取締役会構成員の多様性に関する開示規制（Nasdaq 上場規則等）の導入を挙げることができます。

以下では、これら３点を取り上げることとします。

Ⅱ．人的資本（Human Capital）の情報開示

１．概説

（１）従来の開示義務

ア）開示義務

2020 年改正前 Reg. S-K 項目 101(c)(1)(xiii)では、会社は、年次報告書や登録届出書において従業員の数を開示することが義務付けられていました。SEC のガイダンスでは、契約社員を雇う慣行がある業界では、正規社員に加え、契約社員の数も記載することが求められていました。

イ）従業員数の開示の意義

従業員の数を開示することの意義として、SEC の見解は次のようなものでした。

すなわち、従業員数は、投資家が会社の事業活動の大きさ・規模を評価することに役立ち、従業員数や従業員の種別の変化は、会社の事業活動の動向や変化を示す点で、投資家の投資判断に役立つというものです（SEC, 2016 Concept Rel.,81 Fed. Reg. at 23936）。

ウ）開示の状況

もっとも、実際の開示事例では、従業員の数の開示として、

- フルタイムとパートタイムに分けて記載する例
- 部局ごとに従業員数を特定する例
- 多数の従業員を雇用している会社では、従業員の概数を開示し、労働組合又は類似の組織への加入について議論する例

など、会社によって様々であったようです（SEC, 2016 Concept Rel.,81 Fed. Reg. at 23936）。

エ）自主的開示

2020 年規則改正前から、SEC への提出書類のほか、自主的開示において、人的資本に関する開示を行われてきたようですが、自主的開示には、意欲的な（aspirational）記載やポジティブな議論を伴うことが一般的であって、情報に信頼性の保証がなく、SEC による審査や連邦証券諸法の厳格な虚偽記載責任の対象ともされていないので、その法的責任は広告のようなものであったと評価する見解があります。また、条件の定義も様々で、

計算の仕方も異なるなど、情報の質は一様ではなく、一貫性のある情報開示とはなっていなかったし、投資家に他社との比較容易性を与えるものとなっていなかったと評されています。

オ）2016 年のコンセプト・リリース

Reg. S-K 全般の記載事項の検討を行う中で、2016 年に SEC は、従業員数の記載のみを要求する従来の開示内容のままでよいかコメントを求めたところ、開示内容の拡充を要求する多くのコメントが寄せられました（SEC,2016 Concept Rel. ,81 Fed. Reg. 23916 ）。

（２）人的資本の情報開示の意義・背景

ア）人的資本の意義

2010 年代の半ば頃から、BlackRock をはじめ大手機関投資家が、企業向けに人的資本管理の重要性を唱えるメッセージを発信するようになりました。

「人的資本」という概念は、もともと経済学の領域で発展してきたものであるようです。論者によれば、人的資本管理（management）というのは、①会社の人的資源である従業員や契約社員を長期的な価値をもたらす重要資産として扱うものであって、②例えば労働慣行、従業員の健康や安全、従業員との対話、多様性の受容のような長期的な価値をもたらす労働者の能力に対して寄与するものと認められる要素を有するものと考えられています。

イ）機関投資家による人的資本管理に関する積極的言及等

よく文献に出てくるのが、2017 年７月の The Human Capital Management Coalition（2.8 兆ドルの資産を有する機関投資家（公的年金基金）のグループ。以下、「HCMC」という）から SEC コーポレート・ファイナンス局に宛てた人的資本開示を促進する規則提案を求める申立ての書簡です。

この書簡では、人的資本が会社の最も価値のある資産であり、人的資本を考慮に入れて務めることは会社の価値を維持し増大することに役立つであろう、人的資本に関する情報開示の拡充によって、投資家は会社の事業やリスク、見通しを適切に評価できるようになる、多くの実証研究は人的資本の上手な管理がよりよい企業パフォーマンスと関係していることを証明している、などの主張がなされました。

この HCMC の書簡の影響は大きく、他の ESG の論点とは切り離した形で人的資本管理の開示を提案したものであり、それによって、人的資本管理というテーマについて焦点を絞った検討を促したと指摘する見解があります。

ウ）SEC の投資家助言委員会（IAC）の推奨

2019 年３月、SEC の投資家助言委員会（IAC）は、人的資本管理の開示を支持する旨の推奨文書を公表しました（SEC Investor Advisory Committee, Recommendation of the Investor Advisory Committee Human Capital Management Disclosure（Mar. 28, 2019））。

そこでは、1975 年と 2015 年では無形資産の価値の割合が５倍増加となっており、知的財産や人的資本のような無形資産の情報の重要性が高まっていること、最近では人的資本は会社の価値の資源として捉えられているにもかかわらず、SEC の伝統的な見方は、人的資本をコストとしてしか捉えておらず、人的資本管理を会社の価値創造の主たる資源として見る流れに追いついていないこと、実情を反映する SEC の情報開示の枠組みが示されるべきであることなどが指摘されました（IAC 前掲 1-2 頁）。

最後の点については、具体的にプリンシプル・ベースでの開示を推奨し、想定される一定の細目事項を提示すること、ただし、例えば「職場の安全性」は、鉱山会社では重要情報であるが、ソフトウェア会社では重要ではないように、会社ごとの事情の違いに配慮すべきとの指摘がありました（IAC 前掲 3-5 頁）。

エ）SEC の考え方（2019 年・2020 年）

以上のような動きを受けて、規則改正に際して述べられた SEC の見解は次のようなものでした。

改正前 Reg. S-K 項目 101(c)(1)(xiii) が定められた当時、会社はその価値を高めるために有形固定資産に大きく依存してきたが、今日では多くの会社にとって無形資産が必須の経営資源となっている。人的資本は、多くの会社にとって重要な資源であり、また経営者の重要関心事であり、様々な形で経営成果の重要な原動力となるものであるから、多くの場合、投資家にとって人的資本の開示は重要な情報である、というものです。

２．改正内容

（１）規定の新設

［2020 年 11 月 9 日以降に SEC に提出される年次報告書・登録届出書に適用］

改正内容は、旧 Reg. S-K 項目 101(c)(1)(xiii) を削除して、新たに項目 101(c)(2)(ii)を新設するというものです。

この新たな規定は、まず、「(2)登録者の事業全体に関して、かつ、事業全体の理解に重要な（material）範囲で、本項目の(c)(2)(i)及び(ii)に規定された情報について議論すること。ただし、当該情報が特定のセグメントに重要なものであるときは、追加的に当該セグメントを特定すべきである」と規定され、その(ii)で「登録者によって雇用される者の数を含む登録者の人的資本資源の記述、及び登録者が事業を経営する上で重視する（focus on）人的資本の施策（measures）又は目的（例えば、登録者の事業及び労働力の性質に応じて、人材の開発、人材を引きつける魅力及び人材の維持に対処する施策又は目的など）の記述」と規定されました。

（２）SEC の説明

ア）人的資本の定義

SEC の説明によると、まず、規定の中に「人的資本」という言葉が出てくるのですが、定義はありません。SEC は、この用語の意義は時間とともに発展し得るものであり、業界特有の方法で様々な会社によりそれぞれ定義され得るものであるから、「人的資本」の定義規定を設けなかったと説明しています（85 Fed. Reg. at 63739）。

イ）従業員数の開示の維持

改正後の規定では、事業の理解に重要な範囲で従業員数の開示が要求されます。

具体的事項として従業員数の記載が残された理由は、事業活動の大きさや規模を評価し、経時的な変化を評価するのに役立つものであり、また人的資本の管理についての議論を補足し、基礎的な事情を示すものとなることから、事業を理解するのに重要な（material）重要かつ有用（important & useful）な情報を投資家に提供すると述べられています（85 Fed. Reg. at 63740）。

ウ）従業員数以外の事項

フルタイム・パートタイム別の数、臨時社員の数、離職率などの指標は、プリンシプル・ベースの規制手法に適しないので、開示項目としては採用されず（85 Fed. Reg. at 63740）、会社の判断に委ねられることとなりました。

SEC へのコメントや HCMC の書簡では、投資家が必要な情報を見つけやすく、一貫性と比較容易性をもたらすことになるから、細目の指標の採用を求めるものがありましたが、規則提案リリースでは、「事業の理解に重要な範囲で会社の資源を投資家により理解及び評価させ、そして資源がどのように管理されるのか投資家に経営者目線で見えるようにする人的資本に関する開示を引き出すことを意図している」「全ての会社に対し、固定的で特定の項目別の開示を要求することは最も有意義な開示とはならない」と述べています（84 Fed. Reg. at 44370-71）。

すなわち、パートタイム・フルタイムの従業員数や離職率などの施策が事業の理解に重要である

ならば、開示義務が生ずるということになります（85 Fed. Reg. at 63740）。

エ）施策と目的

「人材の開発、人材を引きつける魅力及び従業員の維持に対処する施策又は目的」というのは、例示であって、常に開示が求められるものではないとされています。人的資本の管理に関する施策や目的は、時間の経過とともに発展し得るものであり、会社が事業を行う業界や、地域、国、全体的な戦略、そのときのマクロ経済の状況や国又は世界の健康状態のような人的資本資源に影響を与える他の条件などによって左右され得るものであるから、細目的な要件は定めなかったと説明されています（85 Fed. Reg. at 63739）。

オ）プリンシプル・ベースの開示方法

人的資本の考慮には前述のような多様性や発展があり得るため、細則を定める方法よりもプリンシプル・ベースでの開示の方がより有意義な開示につながるのであって、会社はその置かれた状況に適した形で開示を行うことができ、柔軟性を持つ方法を採用したというのが SEC の見解です（85 Fed. Reg. at 63739）。

３．検討

（１）プリンシプル・ベースであること

SEC は、改正後、Reg. S-K 項目 101(c)(2)(ⅱ)について、今のところガイダンスを発表していません。SEC がプリンシプル・ベースの方法を堅持したのは、人的資本に関する情報が、他のタイプの情報が標準化されてきたのと同じようには標準化され得ないものであるという考えがあったからなのかもしれません。

論者からは、この箇所での開示には、多様性への取組み、ジェンダーの公平性、健康や安全を含む従業員の労働条件などの記載が想定されると言われています。もっとも、学説上、ガイダンスもなく、具体的な情報の指示もない、このような規定のもとでは、定型的な（boilerplate）内容の開示を生じさせる可能性があり、投資家が必要とし、投資判断に必要とされる情報を引き出すことができるのかといった疑問や、会社の裁量が大きいので開示しない方が合理的であると考える会社は、開示を回避することができるようになるのではないかといった批判が述べられています。

規定の「重要な範囲」という materiality の意味について、SEC は、1934 年法規則 12b-2 及び 1933 年法規則 405 において定義された「material」が適用されると解しています（85 Fed. Reg. at 63745）。

ここで定義された material は、連邦最高裁が 1976 年の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.事件判決で示した内容と一致するものであります。したがって、合理的な投資家が投資判断をするに際して当該情報を重要であると考える相当の蓋然性（substantial likelihood）があるかどうか、言い換えると、当該事実が開示されたならば利用可能な情報の総体が著しく変わると合理的な投資家が考える相当の蓋然性があるかどうか、が基準となります。

しかし、例えば職場の健康状態や安全性について、投資家は他の会社との比較で標準レベルより状況が著しく悪ければ、それは「重要な」情報と考えるだろうから、その結果、会社は開示を要することになるのであって、会社が他社の同じ項目の情報を知ることなく、その情報自体を重要であると判断することはできないのではないか、といった問題が指摘されています。

改正は柔軟かつ控えめな（modest）改革であったと評価される一方で、規則改正後も依然として、機関投資家等から多くの定量的データを求める要望が見られるようです。学説上も、今後のさらなる改正があるなら、より細目的な開示方法へと移行することが望ましいといった見解や、先ほどの指摘とは異なり、全ての開示は黙示的に重要な情報に限られているのであるから、重要性の判断を取り除くべきであると主張する見解も見られると

ころです。

（２）開示の状況

施行された後の2020年11月から2021年２月の間に提出された年次報告書の Reg. S-K 項目101(c)(2)(ⅱ)の開示状況の調査では、S&P500 のうち 143 社の開示状況の調査が行われており、それによれば、分量は１段落のものから３ページに及ぶものまであり、大きな差があった。大多数の会社は、人的資本をどのように考えているかという定性的開示を行っており、そこには、明確に示すための数値と要点の説明が含まれていたようです。

約３分の２の会社は、従業員数に加え、少なくとも１つの特定の数値又は指標を含んでおり、例えば地理による分類、パートタイムとフルタイム従業員の数、包括的労働協約の対象となる従業員の割合、ジェンダーを含むものや離職率、従業員との対話、業務災害発生率などを含むものがありました。

議論の対象としては、多様性と多様性の受容、従業員のベネフィット（報酬や他の利益、健康も含む）、従業員の技能修得及び発展が割合的に多く、そのほか従業員の安全性、従業員との対話、満足度に関するアンケートの結果、報酬の考え方、COVID-19の影響などの議論の記載もあったといわれます。

Ⅲ．気候変動関連（Climate Change Related）の情報開示

１．概説

（１）従来の環境・気候変動に関する情報開示

環境・気候変動に関する情報開示について、従来の連邦証券諸法でどのように扱われてきたかというのを概観しておきます。

ア）1971年・1973年の解釈リリース

1933 法・1934 年法上で定められた規則や様式（10－K や S-1）の Instruction において、「事業」の状況の記載には、環境上の質に関する法定要件を遵守することが多額の支出や収益力への重大な影響を生じ得るときは、それが重要な場合、開示すべきであるとされ、環境保護のための連邦・州・地域の規制の下で生じた重要な手続は、「法的手続」において開示すべきであるとされてきました。

1973年の規則改正で、会社及びその子会社の支出、収入・収益及び競争上の立場に対する環境に関する法律・規制の遵守が及ぼし得る重要な影響に関して、「事業」の状況の項目で記載すべき旨が明記され、また、環境保護に関する連邦、州又は地域の規制上生じた行政上、司法上の手続は、「法的手続」への記載が免除される「事業に付随して生じる日常的な訴訟」には該当しない旨、事業や財務状態に重大な影響がある場合、又は連結ベースの資産額の10％を超える金額を請求額とする訴訟について、は開示が求められる旨が明記されました。

イ）2010年のSECによるガイダンス

2010年２月、国内外でのGHG排出量への関心、規制の広がりを背景に、気候変動関連の現行の情報開示規制に関して、SEC はガイダンスを公表しました。

ガイダンスでは、気候変動に関する開示が要求され得る Reg. S-K の開示項目とてして、①事業の状況、②法的手続、③リスク要素、④MD&A と呼ばれるものが挙げられています。

そして、例えば気候変動に関する連邦・州の立法・規制といった展開、事業に重大な影響を与える条約・国際協定、気候変動による重大な物理的影響などは、前述の①から④の開示を要する事由となるとの見解が示されました（75 Fed. Reg. at 6295-6297）。

2016 年の SEC のコンセプト・リリースでは、Reg. S-Kにおいて気候変動に関する情報開示を義務付けるべきかコメントが求められたところ、10,100 件のコメントのうち、10,070 件が開示義務化を支持するものであったようです。しかし、

ESG や気候に関する開示は、有意義な開示義務の枠組みを作ることが極めて困難であることが理由の一つとなって、SEC の規則制定への動きは停滞していたようです。

他方で、多くの大規模会社は、GRI（Global Reporting Initiative）、SASB（Sustainability Accounting Standards Board）、TFCD（Task Force on Climate-Related Financial Disclosure）、CDP（旧 Carbon Disclosure Project）といった第三者の提供するフレームワークを用いて自主的開示を行ってきました。しかし、これには多くの論者や SEC が指摘するように、それぞれの基準設定機関において開示項目、範囲、測定方法、フォーマットなどが違っていることなどから、一貫性、比較容易性、信頼が欠けているとの指摘がなされてきたところです。

（２）気候変動関連開示制度の提案理由（2022 年３月）

2010 年のガイダンス以降、気候関連の種々の影響が十分に裏付けられるようになり、事業や経済に対する気候関連リスクの認識が高まってきたことから、投資家は、会社の事業に対する気候関連の影響や気候関連リスクへの対処について詳細な情報を求めるようになりました（87 Fed. Reg. at 21337）。また、気候関連の開示に関するフレームワークの発展、GHG 排出量については、測定・報告基準として GHG プロトコルの発展が見られました（87 Fed. Reg. at 21343-21345）。

そこで、SEC は規則制定に当たり、次のように述べています。

気候関連のリスク及びそのようなリスクを反映した数値についての情報は、公開会社の財務成果（performance）や立場に影響を及ぼし得るものであり、かつ、投資家が投資判断及び議決権行使をする際に重要となり得るものであると考える。会社は自主的な情報提供を行い始めているが、現在行われている情報開示は投資家を十分に保護するものではないとの懸念があり、気候関連開示の一貫性、比較容易性及び信頼を向上させるには、追加的な開示義務が必要ないし適切であると考える（87 Fed. Reg. at 21335）。

そしてこの規則提案は、より充実した気候関連開示の義務化により資本市場への信頼が高まり、効率的な証券価格の形成と資本形成への信頼が高まることから、投資家保護、公正で秩序のある効率的な市場の維持及び資本形成を促進するという SEC の任務に基づく提案であり、より一般的に気候関連問題に対処するものではない旨が明示されました（87 Fed. Reg. at 21336）。

２．規則案の概要

規則案の内容は、Reg. S-K に「気候関連開示」というサブパートを新たに設け、そこに項目 1500 条から 1507 条を新設し、また Reg. S-X、こちらは財務情報ですけれども、Article14（気候関連開示）を新たに設け、14－01 条、14－02 条を新設するというものです。

開示の主な対象となる書類は、年次報告書と登録届出書です。内国会社、外国会社のいずれにも適用されます。

パブリックコメントの期限が 2022 年５月 20 日から同年６月 17 日に延長され、今のところファイナルは発表されていません。

３．気候関連リスクに対するガバナンスの開示（1501 条）

（１）気候関連リスク（Climate-related Risk）の定義（1500 条(c)）

「登録者の連結財務諸表、事業運営又はバリューチェーンに対し、全体として気候関連条件及び事象の現実の又は潜在的な否定的影響」をいいます。

「バリューチェーン」には定義があって、当該会社の川上及び川下の活動のことをいいます。川上の活動としては、原材料の調達や加工、登録者へのサプライヤー。川下の活動としては、完成品への加工、その加工、エンドユーザーへの提供、

製品の使用、製品寿命に達したものの処理などがあります。

そして、気候関連リスクには、①物理的リスクと②移行リスクが含まれます。

①物理的リスクには、ハリケーンや洪水のような短期間の異常気象によって生じる短期的リスク、及び温暖化、海面上昇、干ばつ、山林火災のような長期的な天候パターンに関係する長期的リスクを含みます。

②移行リスクには、規制への適合のためのコスト増加、炭素集約製品の市場の需要の低下による値下げ・減収などの気候関連リスクの軽減・適応（adaptation）に対処するため、規制上、技術上及び市場の変化に起因する登録者の連結財務諸表、事業運営又はバリューチェーンに対する現実又は潜在的な否定的影響が含まれます。

これらの気候関連リスクについて登録者が適切に対処している範囲を評価し、リスクが投資の価値に影響するか否か、投資家の判断に役立てるため、次の（２）（３）のとおり、取締役会の監視に関する説明及び経営者の評価・管理の役割に関する説明が求められています。

（２）取締役会の監視に関する説明の記載（1501条(a)(1)）

①気候関連リスクの監視に責任を負う取締役会メンバー又は監査委員会、リスク委員会、気候関連リスクにもっぱら対応する委員会などの取締役会の委員会

②取締役会メンバーに気候関連リスクに専門性を有する者がいるか否か、その専門性の内容の詳細

③取締役会又は委員会が気候関連リスクについて議論する手続。どのように当該リスクを知らされ、どのくらいの頻度で議論するのか。

④取締役会又は委員会が、気候関連リスクを事業戦略、リスク管理及び財務の監視の一部として考えているか否か、どのように考えているか。

⑤取締役会又は委員会が気候関連の目標を設定しているか否か、目標に向けた進捗を監視する方法

であります。

（３）経営者の評価・管理の役割に関する説明の記載（1501条(b)(1)）

さらに、経営者の評価・管理の役割に関する説明の記載も求められます。

①経営者又は委員が気候関連リスクの評価及び管理に責任を負うか否か、負う場合、その経営者の立場又は委員の特定及びその専門性の詳細

②上記①の者が気候関連リスクを知らされる手続

③上記①の者が取締役会又は委員会に気候関連リスクについて報告するか否か、その頻度

こういった事柄が、説明を要するものとなっています。

４．気候関連リスクの開示（1502 条、Reg. S-X の Rule14－02）

（１）事業・財務への影響の説明（1502条(a)）

登録者に合理的に見て重要な影響を与えそうな気候関連リスクの説明が求められます。SEC は、この情報が将来の予測情報（forward-looking information）に該当すると考えているようでありまして、1933 年法 27Ａ条及び 1934 年法 21Ｅ条のセーフハーバー規定の適用があると考えているようです（87 Fed. Reg. at 21352）。

影響の期間につき短期・中期・長期を明示してもよい（may manifest）とされ、気候関連機会について説明してもよいとされています。

そして、開示されるのは、それが物理的リスクか移行リスクか、及びそのリスクの内容の説明であります。

①物理的リスクの場合、短期的・長期的のいずれか、物理的リスクの影響を受ける財産、加工、運営が行われている場所とその内容を含

む（1502 条(a)(1)(ⅰ)）。

②移行リスクの場合、規制、技術、市場、責任、評判その他移行関連の要素との関連、及びそれがどのように登録者に影響を与えるかを含む（1502 条(a)(1)(ⅱ)）。

とされています。

（２）事業戦略・ビジネスモデル・見通しへの影響の説明（1502 条(b)）

ア）上記（１）で特定された気候関連リスクの登録者の戦略、ビジネスモデル及び見通しに与える現実の及び潜在的な影響の説明が求められます。例えば、事業運営、製品又はサービス、サプライヤー及びバリューチェーンの他の者、気候関連リスクの軽減・適応の活動、調査・開発の支出、他の重大な変更・影響、各影響の期間などの説明（1502 条(b)）。

イ）上記ア）の影響が事業戦略、財務計画及び資金配分の一部として考慮されているか、どのように考慮されているかについての議論。気候関連リスクの推測がビジネスモデルまたは戦略に取り込まれていたかについての理解を容易にする現状及び予測(forward-looking)の開示。上記議論には、Reg. S-X の Rule14－02 や 1504 条の指標、1506 条の目標がどのようにビジネスモデルや事業戦略に関係するかを含むこと（1502 条(c)）。

ウ）上記（１）で特定された気候関連リスクが連結財務諸表に影響を与えたか、又は影響を与えそうであるか、どのように影響を与え、又は与えそうなのかについて、Reg. S-X の Rule14－02 の気候関連数値を含んだ文章体（narrative）による議論（1502 条(d)）。

エ）気候関連リスクの将来の変化を考慮した事業戦略の弾力性（resilience）の説明。気候関連リスクの影響を評価し、戦略やビジネスモデルの弾力性を裏付けるために用いるシナリオ分析（1500 条(o)）のような分析手法の説明（1502 条(f)）。SEC は、シナリオ分析が将来の予測情報に当たるため、連邦証券諸法のセーフハーバー規定の適用の可能性があると考えている（87 Fed. Reg. at21357, 21359）。

（３）連結財務諸表の注記への記載（Reg. S-X の Rule14－02）

1502 条(d)の文章体による開示を補完するため（87 Fed. Reg. at 21365）、Reg. S-X の Rule14－02 に定める気候関連の条件・事象及び移行活動の影響などの事項を連結財務諸表の注記に記載することとされています（Rule14－01）。

まず、連結財務諸表の個別項目ごとに気候関連事象と気候関連移行活動のそれぞれについて、否定的影響の合計額、肯定的影響の合計額を開示しなければなりません。ただし、連結財務諸表の個別項目に係る様々な正と負の影響の合計額が当該個別項目の総額の１％未満であるときは開示義務を負いません（Rule 14-02(b)）。

例えば、レジュメに記載した厳しい天候・その他自然条件（Rule14－02(c)）の場合だと、連結財務諸表の個別項目である営業原価について 1,000 万ドルとなっていて、その数値に気候関連事象Ａ・Ｂの影響がマイナス 30 万ドル、事象Ｃの影響がプラス７万ドル、そして移行活動Ｄを行った影響がプラス９万ドルの場合、各影響額を合計すると、1,000 万ドルの１％以上となりますので、開示義務が生じます（87 Fed. Reg. at 21366-21367）。

さらに注記では、Rule14－02(c)～(i)に規定されている事項の記載が求められます。

①厳しい天候その他自然条件の影響（洪水、干ばつ、山林火災、異常気温、海面上昇など）

②移行活動に関連する影響（GHG 排出量の減少・移行リスクの影響緩和の努力など）

③厳しい天候その他自然条件によるリスクを緩和するための支出（資産や事業運営の弾力性向上、資産の移転など）

④移行活動に関連する支出（GHG 排出量の減

少・移行リスクの影響の緩和のコスト。GHG排出量削減の目標を設定したときは、それに要した年間費用）

⑤厳しい天候その他自然条件の影響を受ける財務上の見積もり・前提（該当する場合、当該事象が見積もり・前提にどのように影響するか説明）

⑥移行活動の影響を受ける財務上の見積もり・前提（該当する場合、当該移行活動が見積もり・前提にどのように影響するか説明）

⑦気候関連リスクの影響（物理的リスクと移行リスクのそれぞれのリスクの影響）

５．リスク管理の開示（1503 条）

（１）リスク管理のプロセスの説明

リスク管理のプロセスの説明が求められます。会社が気候関連リスクの特定、評価及び管理のための十分な手続を実施しているかは投資家の投資判断に役立つことから、登録者が気候関連リスクの特定、評価及び管理のために有する手続について開示が求められます（87 Fed. Reg. at 21361）。

ア）特定及び評価の手続については、

①他のリスクに比して気候関連リスクの相対的な重要性をどう判断したか。

②気候関連リスクの特定に当たり、現行又は将来の規制上の要件又は政策をどう考慮したか。

③潜在的な移行リスクを評価するに当たり、顧客や取引相手の選好の変化、技術の変化又は市場価格の変化をどう考慮したか。

④特定した気候関連リスクの範囲と影響をどう評価したかを含む気候関連リスクの重要性をどう判断したか。

といったことです（1503 条(a)(1)）。

イ）管理の手続きについては、

①特定のリスクを軽減、受容又は適応するか否かをどう決定したか。

②気候関連リスクへ対処するか否かについてどう優先順位をつけたか。

③優先度の高いリスクを軽減する方法をどう決めるのか。

といったことです（1503 条(a)(2)）。

ウ）上記ア、イの手続が登録者の全社的なリスク管理システム・手続に組み込まれているか否か、どう組み込まれているかを開示することが求められ、そしてある別の委員会が気候関連リスクの評価・管理に責任を負っている場合は、当該委員会が取締役会又は経営者の委員会とどのように関わり合うのかの開示が求められます（1503 条(b)）。

（２）移行計画（Transit Plan）の説明

リスク管理の一環として移行計画を策定している場合の開示です。

移行計画というのは、気候関連リスク軽減のための登録者の戦略及び実施計画と定義されています（1500 条(s)）。

なお、SEC は、移行計画が将来についての判断や予測を要するものであるから、連邦証券諸法のセーフハーバー規定の適用の可能性があることを述べています（87 Fed. Reg. at 21362, 21363）。

具体的には、

ア）経営戦略として移行計画を策定している場合、その計画（リスクの特定および管理に用いた数値や目標を含む）の説明が開示されなければなりません。毎年この開示を更新し、計画目標の達成のためにとった行動を説明することとされています（1503 条(c)(1)）。

イ）移行計画を策定している場合、特定の物理的リスク、移行リスクの軽減又は適応のためにどのように計画しているのかについての議論を記載しなければなりません（1503 条(c)(2)）。

６．GHG（Greenhouse Gas：温室効果ガス）排出に係る数値の開示（1504 条）

（１）GHG 排出量等の開示の意義

ア）開示される情報

GHG 排出量に関する開示が求められるわけですが、そのような情報は定量的で比較可能、移行リ

スクの分析に役立つものであり、ネットゼロの公約の進捗を評価でき、それに伴うリスクを評価できる情報であること、また資金調達の可能性に影響する情報でもあり、規制・政策・市場の要請による炭素使用量の減少能力に影響する情報であるから、投資家の投資判断にとって重要であると考えられています（87 Fed. Reg. at 21373）。

直近の事業年度、及び提出される連結財務諸表に含まれる過去の事業年度分と同じ年度分についての開示義務が課されます（1504 条(a)）。毎年の傾向が分かるし、GHG 排出量が連結財務諸表と関係していると考えられ、また財務情報と関連付けて読まれるであろうから、というのがその理由です（87 Fed. Reg. at 21383）。

GHG とは、定義があり、二酸化炭素、メタン、亜酸化窒素、三フッ化窒素、ハイドロフルオロカーボン、ペルフオロカーボン、六フッ化硫黄の７種とされています（1500 条(g)）。

GHG 排出量とは、直接的又は間接的な GHG 排出量をいいます（1500 条(h)）。

また、GHG 排出量についてはスコープの概念が使用されています。国際的な報告基準である GHG プロトコルの基準に類似するものです（87 Fed. Reg. at 21374）。

スコープ１～３の開示では、GHG の種類ごと、及び GHG 全体の CO_2e（CO_2 に換算したもの）の両方の記載が必要で、オフセット分は除外されるということです（1504 条(a)(1)(2)）。

イ）開示の必要性

・大規模機関投資家・金融機関は 2050 年までのネットゼロ経済の達成（2030 年までの中間目標も）を宣言。ポートフォリオに含まれる会社又は取引相手である会社の GHG 排出量を減少させるよう働きかけるため、またネットゼロに関する進捗を評価するため、さらに関係する資産評価減や貸金のデフォルトリスクを評価するため、データが有用（87 Fed. Reg. at 21376-21377）

・投資家は従来から専門家の GHG 排出量データを購入していたが、一貫性、比較容易性、信頼性を欠いていたという SEC の見解（87 Fed. Reg. at 21375）

ウ）スコープ１～３の定義（1500 条(p)(q)(r)）

そこで、スコープ１～３の定義を見ておきます。

①スコープ１とは、登録者が所有又は支配する事業運営から生ずる直接的な GHG 排出量

②スコープ２とは、登録者が所有又は支配する事業運営により消費される電気、蒸気熱、冷房から生ずる間接的な GHG 排出量

③スコープ３とは、スコープ２以外の間接的な GHG 排出量であって、登録者のバリューチェーンの川上・川下の活動において生ずるもの

とされています。

川上の活動による GHG の例としては、登録者が購入した商品・サービス、その商品の輸送、従業員の出張・通勤などにより生ずるもの（1500 条(r)(1)）、川下の活動による GHG の例としては、登録者が売却した製品の使用・加工・輸送・販売、その製品寿命による廃棄処分などにより生ずるもの（1500 条(r)(2)）が含まれます。

（２）スコープ３の排出量の開示

ア）一定条件の下での開示義務

スコープ１とスコープ２は、それぞれ分けて開示することとされています（1504 条(b)(1)）。

他方で、スコープ３排出量は、典型的には、登録者のバリューチェーンにおける第三者の活動から生ずるものでありまして、第三者から適切なデータを集め排出量を算出することは、スコープ１、２より難しいといえます。

その一方で、スコープ３の排出量は、多くの会社にとって GHG 排出量全体の大部分を占めるので、その情報は、会社の気候関連リスクによる影響やその完全な全体像を知って評価し、規制・政策・市場の圧力による炭素使用量削減に対する戦略を進展させているのかどうか投資家が評価する際に

役立つといえます（87 Fed. Reg. at 21377-21378）。

さらに、登録者が炭素集約的な活動を外部委託（outsourcing）して自らのスコープ１、２の排出量を減少させる行為も、スコープ３の開示によって透明性が保たれることも指摘されています（87 Fed. Reg. at 21379）。

そこで、データ収集及び算出の困難性と情報の重要性のバランスをとった結果（87 Fed. Reg. at 21377）、スコープ３については、一律に開示義務を課さないこととし、その排出量が重要（material）である場合、又はスコープ３を含むGHG 排出量削減の目標を設定した場合に限り、開示義務を負うものと規定されています。

なお、年間収益が１億ドル未満等である小規模報告会社は、スコープ３開示の適用が免除されています（1504 条(c)(3)）。

イ）排出量が重要である場合

まず、開示義務が生ずる１つ目の要件である排出量が重要である場合です。重要かどうかの判断は登録者がします。

「重要な」というのは、SEC は従来の判例（TSC Industries 判決）の立場と同じ意味と解していて、投資判断を行う際に合理的な投資家であればそれを重要であると考える実質的な蓋然性がある場合に、「重要な」に当たるというものです（87 Fed. Reg. at 21378）。

SEC によれば、重要性は、定性的情報の評価も含め、利用可能な情報を総体（total mix）で判断されるべきであるから、重要性を判断するための、例えば全体の排出量の 40%以上といったような数値基準は設けないと述べられています。

具体的には、全体の排出量に占める割合が比較的小さい場合であっても、スコープ３が重大なリスクを示し、重要な規制の注目対象となっているような場合には「重要な」に該当する可能性があり、また、重要性が未実現の移行リスクのような将来の影響の判断を要するものであるときは、事象が生ずる可能性とその程度が考慮されるべきであり、可能性が比較的低くても、損失や責任の程度が高ければ、「重要な」に当たり得るといった説明がなされています（87 Fed. Reg. at 21379）。

ウ）GHG 排出量削減目標を設定している場合

次に、スコープ３の開示義務が生ずる２つ目の要件である、GHG 排出量削減目標を設定している場合です。

投資家は、登録者が目標達成するために必要となる行為の規模・範囲及び財務への影響を理解することができ、登録者の戦略や進捗度を評価することができます。また、環境配慮を偽る、いわゆる「グリーンウォッシング（greenwashing）」の防止にも役立つといった理由が挙げられています（87 Fed. Reg. at 21379）。

エ）開示事項（1504 条(c)(2)）

開示事項としては、①排出量の算出に用いたデータソースの説明、②バリューチェーンの者から報告された排出量、その報告された排出量が登録者又は第三者によって確証（verify）されているか否か、③バリューチェーンの者から報告された特別な活動に関するデータ、④業界の平均排出量、活動又は経済的データを含む経済研究、公表されたデータベース、政府統計、業界の団体その他登録者以外の第三者から取得したデータ、といった内容となっています。

（３）GHG の程度に関する開示

GHG の程度あるいは強度、intensity に関する開示です。

スコープ１及びスコープ２の合計を用いて、収入総額単位の GHG 排出量、及び製品単位の GHG 排出量を開示することとされています。スコープ３を開示する場合は、スコープ３排出量を用いて別に開示することとされています（1504 条(d)(1)(2)）。

このような情報は、排出量率が分かるようになるものです。例えば、自動車製造業者Ａ社は同業のＢ社より多くのCO_2eを排出しているが、製品単位の排出量を見ると、Ａ社の方がＢ社よりも排出量率（rate）が低い。移行リスクによる影響の可能性を表す指標として、投資家の投資判断に役立つと説明されています（87 Fed. Reg. at 21382）。

（４）GFG 排出量算出の方法等に関する説明

ア）開示事項（1504 条(e)(1)）

開示事項としましては、GFG 排出量算出に用いた方法、重要なデータ、重要な前提の説明。そしてその方法の説明には、組織上の範囲・境界（1500 条(m)）、事業上の範囲・境界（1500 条(l)：工場やオフィスその他事業施設内の排出源の範囲）、計算方法、計算ツールを含むこと。

そして、スコープ１、２の分類の判断方法の説明です。

イ）範囲の統一的利用（1504 条(e)(3)）

範囲の統一的利用というのが定められていまして、スコープ１～３を通じて同じ基準でなければならず、その後も一貫して同じ基準で計算をすることが求められています（87 Fed. Reg. at 21385）。

ウ）計算方法

一般的に受け入れられている排出量の計算方法は、公表されている「排出量要素（emission factor）（1500 条(e)」の利用になります。要素には、使用電力の kw/h、使用燃料量、操業時間、出張距離などがあり、それらの要素から GHG 排出量の絶対値を導き出せるようになっています（87 Fed. Reg. at 21386）。一定の経済的データを用いても構わないということです（1500 条(e)）。

基礎となる前提と理由を示せば、GHG 排出量の計算に合理的な見積もりを用いることができます。例えば、第４四半期のデータが利用可能でなく、年次報告書提出時期に間に合わず、第４四半期だけ見積もりとなるような場合が想定される例として挙げられています（87 Fed. Reg. at 21387）。また、必要な全てのデータを入手するのが困難なので、基礎となる前提と理由を示せば、スコープ３の排出量の見積もりについて一定のレンジ（幅）の形で表示することができるとされています（1504 条(e)(4)(ｉ)(ⅱ)）（87 Fed. Reg. at 21388）。

（５）スコープ３に関する情報開示とセーフハーバー規定（1504 条(f)）

ア）背景

売却した製品の使用から生ずる GHG 排出量算出のように、バリューチェーンにおけるサプライヤーや第三者から活動データを得るのが難しく、その情報の正確性の確証も難しいので、スコープ３排出量データを作成するには、見積もりと前提に大きく依存しなければならないと考えられています（87 Fed. Reg. at 21390）。

気候関連の開示は、SEC に提出（file）されるものであるので、その虚偽記載等については、年次報告書であれば 1934 年法 18 条の適用があり、また参照方式による登録届出書には 1933 年法 11 条の適用があるとされています（87 Fed. Reg. at 21411）。

そこで、潜在的な責任負担の懸念を取り除き、スコープ３開示を促進するために（87 Fed. Reg. at 21391）、1504 条(f)にセーフハーバー規定が設けられています。

イ）内容

その内容は次のとおりで、合理的な根拠がなく当該記載がされ、もしくは確認され、又は誠実さ（good faith）がなく開示されたことが証明されない限り、登録者によって作成された、又は登録者のために作成された記載は、1933 年法及び 1934 年法にいう詐欺的記載であるとはみなされないというものです（1504 条(f)(1)(3)）。

このセーフハーバー規定は、1500 条から 1506 条までの規定に従い開示され SEC に提出される書類においてなされた、スコープ３に関するいずれの記載にも適用されます（1504 条(f)(2)）。

（６）開示の認証（attestation）の制度（1505 条）

ア）認証の意義

GHG 報告書には、様々な算定方法、前提、多くの見積もりが含まれ、第三者からの提供データへの信頼も含まれるので、数値だけでなく、算定方法、重要な前提、情報源などについての投資家の信頼を高めるため、第三者の認証が要求されています（87 Fed. Reg. at 21393）。

イ）対象（1505 条(a)(1)）

認証の提出義務者は、全ての登録者ではなく、1934 年法規則 12d に提示される、時価総額が 7,500 万ドル以上の継続開示会社である早期提出会社及び時価総額が７億ドル以上の継続開示会社である大規模早期提出会社です。

認証は年次に行うこと。そして、1504 条によるスコープ１及びスコープ２の排出量開示について行われます。スコープ３は、特に供給者、顧客、バリューチェーンの第三者から活動データを入手しなければならないといった大きな困難があり、コストも高いことから、対象外とされたという説明です（87 Fed. Reg. at 21395-21396）。

これについては、レジュメに記載のとおり、施行後、認証の２回分は限定的な limited assurance という程度（10－Q の連結財務諸表監査の程度）、それ以降は合理的な保証の程度（10－K の程度）を要するといった移行期間の手当てがなされています。

ウ）認証提供者

認証報告書の作成と署名をする認証提供者は（1505 条(b)）、GHG 排出量の測定、分析、報告、及び認証に有意義な経験（十分な適性と能力）を有している点で GHG 排出量の専門家であることが要求され（1505 条(b)(1)）、かつ認証の客観性を担保して開示の信頼性を確保するため、独立性の要件を満たすことが求められています。

エ）認証報告書の内容

認証報告書の作成に用いられる基準は、誰でも無料で利用でき、適正な手続に従っている主体により設定されたものでなければならないということで（1505 条(a)(2)）、SEC によれば、PCAOB や AICPA、IAASB が定める認証基準がこれに当たると言われています（87 Fed. Reg. at 21401）。

７．気候関連・GHG 排出量に関する目標の開示

GHG 排出量の削減目標、気候関連リスクの目標を設定した場合、開示義務が発生します。

開示には、目標に含まれる活動・排出量の範囲、測定単位、目標達成のための期間、各目標の基準となる年、気候関連目標の達成方法などが含まれます（1506 条(b)）。

レジュメの(3)にありますように、これも将来情報に該当すると考えられるため、セーフハーバー規定の適用の可能性があると述べられています（87 Fed. Reg. at 21407）。

８．提案規則（規則案）に関する学説の状況

前述のとおり、大規模上場会社の多くは既に ESG に関する自主的開示を行っており、最近でも、株主提案（1934 年法規則 14a-8 の規定に基づき）の方法を用いて、会社に ESG あるいはサステナビリティに関する報告書の作成・公表を求める例が見られます。

自主的開示には様々な問題点が指摘されていますが、現行の Reg. S-K の ESG 開示の状況を見ると、自主的開示の方がより広く詳しく情報を記載しているという見解もあります。

ESG 開示の義務化に異論を唱える会社の主な理由は、投資判断における情報の重要性がないこと、情報提供のコスト及び責任負担のリスクであると

され、また投資家保護、公正な市場及び資本形成という SEC の任務を超える領域の問題であるとの意見もあるようです。

これに対し、自主的開示については、SEC も規則提案理由で述べているように、情報開示は不完全で、開示項目、測定方法、フォーマット等の標準化がされていない、明確性・比較容易性・信頼を欠いているという認識が学説でも一般的な見方のようです。

規則案は、気候変動に関して何らかの事業上の変更、気候リスクを監視するための特定のガバナンス体制の採用、炭素排出量の目標設定、又は移行計画の実施などを強制ないし要求するものではなく、標準化された開示の枠組みを示すものであります。Fisch 教授らは、グリーンウォッシングの危険や情報隠し、不確実性から投資家を守る制度として、規則案に肯定的な評価を示しています。

規則案の特徴の一つとして、取締役会のガバナンスに焦点を当てて比較的詳しい情報開示を要求している点が挙げられます。例えば、会社に気候変動に関する監視のメカニズム（責任を負う取締役会の構成員又は委員会の特定、気候に関する取締役会の専門性、どのようにして気候関連リスクについて取締役会が情報を得た状態を作るか、取締役会が気候関連のリスクをどのように監視に取り込むのかなど）を年次に開示するよう義務付けており、具体的な開示の枠組みは会社に任せています。すなわち、リスク管理体制の状況を開示させる趣旨のものといえます。

これはあくまでも開示の制度であって、Fisch 教授らが述べているように、何らかの組織体制の採用を会社に義務付けるものではありませんが、業界の標準レベルを下回っている場合には、正確な事実の開示義務を課すことは会社に「よりよくなる（do better)」動機付けとなり得るとの見方もあります。

虚偽記載等の責任に関して、ESG 開示の義務化により、連邦証券諸法の虚偽記載等に関する民事責任規定（1933 年法 11 条、1934 年法規則 14a-９等）の適用を受けることになると解されます。開示義務化を支持する学説は、この点はメリットとして捉えていますが、会社にとっては、責任回避のために大きなコストを負担することになるという懸念が示されていました。この点について規則案は、スコープ３の開示に関して、その重要性と開示の困難性を考慮した結果としてセーフハーバー規定を設ける提案をしているところが注目されます。

Hazen 教授も、自主的・義務的開示を問わず、リスクを回避してよりよい情報開示を促進する効果が認められるので、セーフハーバー規定を設けるべきであると主張されていました。

信頼を担保するには、開示された情報の確証が必要となりますが、自主的開示の場合はそれが困難であると指摘されていました。規則案は、客観的立場にある第三者にその内容の正確性をチェックさせる認証の仕組みを盛り込んでいます。ただし、その認証の対象事項が GHG 排出量のスコープ１とスコープ２に限られています。学説上、ESG 開示に保証ないし認証を要求することに賛成しつつ、より広く開示データについての認証を取得させることを提唱する見解も見られます。

規則案は、気候変動関連情報を Reg. S-K 改正案に基づき、年次報告書等の中で１か所にまとめて開示する方法を採用しています。これは、Fisch 教授が提唱していた SD&A（Sustainability Discussion & Analysis）の構想と方向性を同じくするものであるといえます。

SEC への提出書類となるので、SEC の書類審査対象ともなる点で、自主的開示より信頼性が増すと考えられています。もっとも、Fisch 教授の提案は、プリンシプル・ベースを基礎に開示すべき事項の判断を取締役会に行わせ、SEC がガイドラインを発して会社及び業界に特有の重要なサステナビリティ問題を特定すべきとするものでありました。この点は、規則案がかなり細目的な開示事項を定めている点で異なっているかと思います。

Ⅳ．取締役会構成員の多様性

１．概説

まず、３つの動きを簡単にご紹介します。

第１に、取締役会構成員の多様性に対する世界的な投資家の関心の高まりに対応して、2009年、SECは、Reg. S-Kを改正し、指名委員会又は取締役会が取締役候補者の特定に際して多様性を考慮するか否か、考慮する場合はどのように考慮するのかについて開示することを義務付けました。また、指名委員会又は取締役会が多様性の考慮に関する方針を有するときは、当該方針がどのように実施されるかに加え、当該方針の有効性をどのように評価するかについて説明することが義務付けられました（Reg. S-K Item 407(c)(2)（vi））。

この改正でSECは、広く、観点、専門的経験、教育、能力等の違いを含めても構わないし、人種、ジェンダー、国籍に焦点を当ててもよいとの見解を示すにとどまり、多様性の意義を定めませんでした（SEC,74 Fed. Reg. at 68344）。その結果、委任状説明書の中で取締役会構成員の多様性に関する何らかの開示を行う会社が大幅に増加したと言われています。

第２に、カリフォルニア州会社法において、同州に本店を置く上場会社に対し、2019年末までに取締役会に１名以上の女性の取締役を置くこと、2021年末までに、取締役の員数が①６名以上の会社では少なくとも３名、②５名の会社では少なくとも２名、③４名以下の会社では少なくとも１名、の女性の取締役を置かなければならないこととされました（Cal. Corp. Code§301.3(a)(b)）。違反には罰金が科せられます(同§301.3(e)(1)）。

また、同州に本店を置く上場会社に対し、2021年末までに取締役会に１名以上の過小評価コミュニティーからの取締役を置くこと、2022年末までに、取締役の員数が①９名以上の会社では少なくとも３名、②５名以上８名以下の会社では少なくとも２名、③４名以下の会社では少なくとも １名、の過小評価コミュニティーからの取締役を置かなければならないこととされ（Cal. Corp. Code §301.4(a)(b)）、違反には罰金が科せられます（同§301.4(d)(1)）。

ここにいう「過小評価コミュニティーからの者」とは、「Black, African American, Hispanic, Latino, Asian, Pacific Islander, Native American, Native Hawaiian, or Alaska Native, or gay, lesbian, bisexual, or transgender 」であると自認する個人のことであると定義されています（同§301.4(e)(1)）。

【石田・後注】後掲の松尾健一教授の指摘のとおり、カリフォルニア州上級裁判所は、上記改正が同州憲法の平等保護条項に違反するとして、執行の差止めを認めている。松尾健一「取締役会のジェンダー・ダイバーシティと法規制」資料版商事法務460号（2022）11－12頁参照。

第３に、Nasdaqは、同市場上場会社に対し、取締役会構成員の多様性を要請するための上場規則改正を提案し、2021年８月、SECがこれを承認しました（1934年法19条ｂ項）。

実体規制ではなく、開示ベースの規制枠組みを採用しており、①取締役会構成員のうち一定数以上をダイバースとするか、しない場合は説明をすること、②取締役会構成員のダイバースの状況を毎年開示すること、が求められます。この制度導入には、前述のカリフォルニア州のクオータ制（quota system）の取組みが影響を与えたと見る論者がいます。

規則改正に当たり、Nasdaqは、多くの実証研究を調査し、多様性のある取締役会がコーポレートガバナンス及び財務成果の改善に明らかに関係があると判断し、多くの投資家が取締役会の多様化を期待しており、その一方で、取締役会構成員の多様性に関する情報へのアクセスが投資家に困難な状況にあること、また、会社に影響を与える重要問題に関する経営者の考えは投資家に明確な方法で伝えられるべきであり、統一の開示義務が求められる、といった理由が挙げられました。

ただし、ジェンダーの多様化が会社のパフォーマンスに影響するかについて、実証研究の結果は

一致していないと指摘する見解もあり、また、Nasdaqが参照した実証研究には前提等に問題があるものが含まれるとともに、取締役会の多様性が財務成果に消極的な影響を与え得るとする実証研究を無視しているとの指摘もなされています。SEC も、取締役会構成員の多様化の影響に関するNasdaqが調査した研究やコメント提出者の結論は一致しておらず、一般的に見て結論が出ていないとの見方をしています（SEC, 86 Fed. Reg. at 44432）。

２．Nasdaqの2021年規則改正の内容

（１）原則

まず、この規則にいう「ダイバース」とは、女性、過小評価少数者（Underrepresented Minority)、LGBTQ+の１つ以上に該当すると自ら認識する者を意味します（Rule 5605(f)(1)）。

上場会社は、原則として、取締役会構成員のうち少なくとも２名のダイバースを置かなければならず、置かない場合はその理由を説明しなければならないこととし、ダイバース２名のうち少なくとも１名を女性の取締役とすること、及び少なくとも１名を過小評価少数者又はLGBTQ+としなければならないと規定されています（Rule 5605(f)(2)(A)）。

ただし、この制度は設置義務を絶対とするものではなく、置かない場合は説明をすればよいこととなっています。この説明は、委任状説明書や年次報告書等、又は会社のウェブサイトで開示されることとなります（Rule 5605(f)(3)）。Nasdaqのこの点に関する規制手法は、“Diverse, or Explain.”のアプローチとも呼ばれます。多様化しないなら説明をとはいいましても、一定基準に満たない者の名前を公表する、いわゆる名指し非難（name and shame）の効果があるのではないかという指摘ないし批判があるところです。

SEC の立場は、取締役会構成員の多様性を高めるよう Nasdaq 上場会社に促す効果はあるかもしれないが、多様性を強制するものではないというものです（SEC,86 Fed. Reg. at 44428）。説明の詳しさは会社が判断することであり、取引所は会社による説明の実質を評価（evaluate）しないと解されています（SEC, 86 Fed. Reg. at 44428）。

コメントレターでは、身体に障害を持つ者や兵役経験者、年齢などが定義に含まれておらず、ダイバースの定義が狭過ぎるのではないかとの指摘がありましたが、そのような広い多様性概念を用いることは排除されず、会社は explain の中でその旨を説明すればよいというのが Nasdaq の考え方です。

（２）例外

例外として、この制度は一律に Nasdaq 上場会社全てに適用されるものではなく、外国の会社、小規模な報告会社、取締役会が小規模である会社については、次のとおり若干の変更がなされています。

（ａ）外国の会社

取締役会構成員のうち少なくとも２名のダイバースを置かなければならず、置かない場合はその理由を説明しなければならない。２名のうち、少なくとも１名を女性とし、かつもう１名については、女性、LGBTQ＋又は当該会社の本店が置かれている国における国籍、人種、民族、先住民、文化、宗教、言語のアイデンティティーの１つ以上に基づいて過小評価されている個人を含むことができる（Rule 5605(f)(2)(B)）。

（ｂ）小規模な報告会社

小規模な報告会社（1934年法規則 12b-2）は、取締役会構成員のうち少なくとも２名のダイバースを置かなければならず、置かない場合はその理由を説明しなければならない。２名のうち１名は女性であること、もう１名については女性、LGBTQ＋又は過小評価少数者の１つ以上に該当する個人とすることができる（Rule 5605(f)(2)(C)）。

（ｃ）小規模な取締役会を持つ会社

取締役会構成員の数が５名以下の会社では、少なくとも１名のダイバースを置かなければならず、置かない場合はその理由を説明しなければならない。

（３）取締役会構成員の多様性についての開示方法

上場規則で示された「取締役会の多様性マトリックス」という表（資料３の６頁以下）に類似する様式を用いて、年次に開示するものとされています（Rule 5606(a)）。

【石田・後注】Nasdaq は、取締役会の多様性マトリックス表の記載につき、いくつかの許容される事例を示している。Nasdaq, BOARD DIVERSITY MATRIX DISCLOSURE REQUIREMENTS AND EXAMPLES (Last updated March 16, 2023)参照。

開示媒体は、委任状説明書や年次報告書等のほか、会社のウェブサイトでもよいとされています（Rule 5606(ｂ)）。

なお、取締役は、ダイバースであると自認しない選択が認められ、多様性マトリックスの開示目的のためダイバースであると自認することが要求されるものでもないというのが SEC の見解です（SEC, 86 Fed. Reg. at 44435, 44437）。

以上でございます。よろしくお願いいたします。

～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～

【討　　論】

○川口　　詳細なご報告をありがとうございました。

本日は、最初に、総論部分があり、その後、各論部分として、人的資本の情報開示、気候変動関連の情報開示、そして取締役会構成の多様性に関してご報告がありました。この順番に従って、ご質問あるいはご意見を頂戴できればと思います。

まず、全体的に、何かご意見とかご質問がありますでしょうか。

【サステナビリティ開示規制の目的について】

○伊藤　　全ての開示事項を通じた問題ですが、今日ご報告を伺って、「サステナビリティ開示」と一口に言いましても、やはり様々な事項を含んでいることが分かりました。そうしますと、規制の目的ですとか具体的な開示内容の解釈というのは、やはり個々の開示事項ごとに検討する必要があるのかなと考えました。

差し当たり、規制の目的を確認させていただければと思います。規則の目的を考えるときには、投資家の方がどうしてこういう開示の拡充を求めるのかという理由を考える必要がありそうです。幾つかあり得る理由を考えてみたのですが、例えば、こういった事項が業績に影響するという理由があり得ます。ただ、それ以外に、投資家の中には、会社を財務業績以外の尺度で評価して投資をしたいという投資家もいるだろうと思います。ESG 投資にはそういう側面もあるでしょう。そこで、そういう観点からする投資のために必要な情報の開示を求めるという投資家もいるでしょうし、あるいはもっとあからさまに、政治的目的の達成のために開示の拡充を求めているという投資家もいるかもしれない。そういう投資家にとっては、開示の拡充自体が自己目的になるのだろうと思います。

政治的目的の達成というのは開示規制の目的として考慮する必要はないと思いますが、先ほど私が申し上げた１つ目と２つ目のニーズは区別することができますので、それを開示の目的と考えて、それぞれの開示事項について当てはめたらどうなるのかなということを考えてみました。

それを確認させていただきたいのですけれど、最初にご報告いただいた人的資本開示は、レジュメの５ページのご説明からすると、人的資本は会社の業績に影響する事項だから開示が求められており、SEC としてもそういう観点から開示を拡充しているのだと捉えられそうだなと思いました。

それから気候変動開示、これがまた細かく分か

れていまして、気候関連リスクの方は会社の側が負うリスクの話ですから、これは究極的には業績への影響から説明できる事項かなとも考えました。

他方で、温室効果ガスの排出に係る数値の開示は、業績への影響がある事項だからということで説明することがなかなか難しそうですね。そうしますと、むしろ財務業績以外の尺度で会社を評価して投資したいという投資家のための開示なのかなというふうにも考えられるのです。

そして、最後の Nasdaq の取締役構成員の多様性の開示は、Nasdaq 自身はあくまで業績への影響というところから説明していると受け取っておいてよろしいでしょうか。

そのあたりのそれぞれの開示の目的が、今の私の理解で適切なのかを、確認させていただければと思った次第です。

○石田　　それぞれの開示目的でございますが、最初にご紹介しました従業員の人的資本に関する開示というのは、やはり会社の経営者の考え方・政策に関わるもので、その政策によって会社が労働力をうまく活用できるのかどうか、原動力をうまく働かせているかどうかということが分かるという意味で、会社の事業内容や財務成果に関わる内容だというふうに言えるかと思います。その点では、伊藤先生のご指摘のとおりかと思います。

２つ目の気候関連の情報ですけれども、気候関連リスクというのは、会社に直接的なダメージを与え得る情報であるので、やはり業績に関わる情報として位置づけているのかと思います。他方で GHG については、これはちょっと難しいところですけれども、一つの説明の仕方としましては、GHG に対する排出規制がかかってくると、その目的を達成するために会社が努力をしていく過程で、財務面に影響が出てくるのではないかというようなところからいくと、やはり業績・財務に関わる情報として開示が必要になってくると考えられているように思われます。

最後の Nasdaq の多様性に関する制度は、実証データを用いてガバナンスの向上、そして財務の向上につながるのだというところを指摘していることから、やはり投資家にとっては財務情報、ガバナンス情報の提供に当たるというふうに考えているかと思います。

○伊藤　　どうもありがとうございました。

○行澤　　今の点とも関係するのですけれども、当該開示要求が個々の企業に対してどのような影響をもたらすかということよりも、例えば BlackRock などの巨大な投資顧問会社や機関投資家などは、ポートフォリオ全体の利益ということを考えて、ESG、特に気候変動に関する開示情報などを全体的・一律に評価しているということが言われています。

そういう機関投資家などが一体どういうことを考えているかというと、例えば排出ガスの地球温暖化に対する影響というのは確実にあると。だから、個々の企業に対する影響はさまざまであり得るのだけれども、経済の持続的成長という観点からは、全体として地球温暖化を防止しなければいけないという危機感がある。従って、機関投資家などの気候変動に関する開示に対する要求は、個々の企業ごとの業績に対する影響を個別に評価するためではなく、むしろ経済全体として地球温暖化防止がどれくらい進むのかという観点から判断するという傾向が強いというのですね。だから、気候変動に関する情報開示規制の目的も、個々の企業業績などへの影響を測定するためというよりも、全体的な地球環境保護という政策理念の表明という側面が強いように思われます。

○石田　　先生のおっしゃるのは、要するにインデックスで考えた場合のシステミック的な視点ですね。

○行澤　　そうそう、システミックリスクです。

○石田　　確かに、そういう見方も含まれると思います。特に大規模な機関投資家にとっては、そういった視点も含まれているはずだと思います。

○行澤　　そうすると、システミックリスクと個別企業のリスクというのを、SEC はどういうふうに考えているのかと思ったのですが、その点はど

うお考えですか。

○石田　　SEC の提案リリースを見ましても、そういう全体的なシステムの危険性というような観点は、私が見落としているかも分からないですが、多く述べられていなかったような気がいたします。

○行澤　　分かりました。どうもありがとうございます。

○梅本　　この研究会でサステナビリティ関連の議論が続く中で、私はシニカルな見方をする一人ですが気にしないで下さい。必要性というのは認識しているつもりです。欧米の機関投資家がそういったものを求めている、また欧米のトレンドとしてそうなっている、日本もそれにある程度付き合わなきゃいけないという程度で、サステナビリティに関連したルールを日本も参考にしなければいけないのでしょう。ただ、先ほど来議論にあったように、投資家の利益との関係で、これらが一体どれだけ必要なのかという点は一応検討しておく必要はあると考えています。

今日のアメリカの議論の絡みで言いますと、SEC は、何度か先生のご報告の中で出てきましたように、連邦上の規制権限が投資家保護にかかわる事項なので、気候変動にせよ、人的資本にせよ、ちゃんと投資家の利益に資するために開示するという説明がなされているというところが興味深かったです。ただし、最初に伊藤先生がおっしゃったように、人的資本の開示については会社の収益とか業績につながるので投資者保護と関わるという議論は、よく理解できるのです。

しかし、気候変動については、この説明を見ても、要はヨーロッパの機関投資家などがその種の開示を求めている、議決権行使についても参考にしているので情報開示しなきゃいけないよね、という大雑把な議論しかなく、果たしてこれが一般的な投資家保護と関わるのか、少なくとも経済的利益を追求する投資者の投資判断を促すという意味でどれくらい必要なのかというのは、いま一つよく分からないところではあります。

○石田　　SEC の立場は、気候関連のリスクはやはり財務状態に影響を与え得るというふうに考えているようです。それはもちろん重要なものに限るということですので、例えば大規模な山林火災などで操業できなくなるとか、そういうおそれはやはり財務状態に影響を与えるだろうから、気候関連情報として投資家の投資判断に役立てることができるのだというのが、SEC の貫いている立場かなと思っております。

○伊藤　　行澤先生がおっしゃったポートフォリオ全体の話ですが、今日のご報告ですと、レジュメ 15 ページの真ん中あたり、ネットゼロ経済の達成の話のところで、ポートフォリオ全体としてこういうことをさせたいという話が出てきます。

ただ、これを見ましても、梅本先生がおっしゃったように、SEC としては、投資家が求めるのだから開示をするのだという論理しかないようです。私は、そこで「投資家が求める」ということの内実がどのようなものなのか、企業の財務業績に関係があるから求めているのか、そうではないその他の目的から投資家が求めているのかが、実は重要なのではないかということを気にしています。

SEC には確かに規制権限がありますけれど、財務業績以外の尺度による投資に必要な情報開示を強制することが SEC の規制権限に含まれるのかということは、実は怪しいのではないかと思っています。

○行澤　　その点は非常によく分かるのです。でも、最近特に日本で言われているのは、世界の巨額のマネーを日本の市場あるいは企業に呼び込むためには、この世界標準に合わせていかないといけない。それは市場間競争にも影響を与えるし、ひいては国の経済成長にも問題をきたす。だから、本当かどうか分からないけれども、みんながそう言っているから、あるいはお金を持っている人がそう言っているからそれに合わせるということが、例えばアメリカの SEC の規制権限との関係で果たしてどうなのかというのは、確かにおっしゃるとおりです。しかし、投資家や発行企業によりよい収益・利益機会を保障するために、より高度で包

括的な情報開示体制を整備するというのもやはり規制当局の権限の範囲内ではないのかなと思ったりもするのです。

○川口　　私も、一連の動きは、市場間競争の側面、さらには、政治的な意味合いが強いという印象を持っています。

それでは、全体的なものはこれぐらいにさせていただきまして、個別のテーマに行きたいと思います。人的資本の情報開示についてご質問、ご意見があればお願いします。

【人的資本の情報開示―プリンシプル・ベースによる開示方法】

○前田　　人的資本の情報開示のやり方について、レジュメ７ページでご説明くださいましたように、プリンシプル・ベースが採られているということでした。こういう人的資本に関する記載も法定の開示事項とされたからには、虚偽記載があれば民事責任・刑事責任の原因になり得るものだと思うのですが、プリンシプル・ベースでの開示ですと、虚偽記載に係る民事責任とか刑事責任を課すのはなかなか困難ではないかと思うのです。そうすると、責任によって適正な記載を確保することは難しいと考えてよろしいでしょうか。

○石田　　プリンシプル・ベースでの情報開示の内容に虚偽があった場合に、それを虚偽記載とする摘発が難しいというような問題があるという、そういうご指摘でしょうか。

○前田　　はい。

○石田　　確かに、細目的事項でこれこれについて数値を記載するといったような開示のやり方だと、それと大幅に異なる重大な影響のある情報が提供されていた場合には、開示義務違反となりやすい、指摘しやすいところかと思います。しかし、文章体での情報開示という場合、やはり全体の文脈の中でのその情報の位置付けというようなことも考慮される必要が出てきますので、虚偽記載の指摘というのは、おっしゃるとおりしにくくなるのかなと思います。具体的な数値、基準、指標、そういうものを使う場合よりは責任追及が難しいのかなと思いました。

○前田　　人的資本の情報開示のところでは、特にセーフハーバー規定も設けられていないようですね。そもそも虚偽記載と認定されることがまずないだろうという考えから、恐らくセーフハーバー規定も必要ないということなのかと思いました。

○石田　　施策などでも、どのような施策を講じているのかということで記載される内容の概念が広がりますので、具体的にどの部分がどういうふうにその事実と異なっているのかというような指摘は、確かに難しくなるのではないかという気がいたします。

○前田　　ありがとうございます。

○黒沼　　今議論されていた点について質問したいのですけれども、プリンシプル・ベースであるということは、企業がそれが重要な情報であると判断したときには開示する義務があるというふうに考えるのでしょうか。それとも、従来どおりというか、開示項目は定まってはいないものの、客観的に投資判断にとって重要な情報であれば、それを企業が開示する義務があるというふうに考えているのでしょうか。そのあたりがちょっとよく分からなかったので、教えてください。

○石田　　ご指摘の点は、非常に重要な点かと思います。つまり、企業自身がうちの情報としてこれは重要だと考える情報を提供させるという形にはなっていなくて、SEC のリリースを見ていますと、ここでいう重要なというのは、従来の判例で考えられてきた重要性であると。つまり、投資家にとって合理的に見て重要かどうかという基準で判断すべきであるという解釈を示していますので、黒沼先生がおっしゃった後者の立場を SEC は採用しているものと思います。

○黒沼　　分かりました。ありがとうございます。

【人的資本の情報開示―任意開示への影響】

○北村　　詳細なご報告をいただき、ありがとうございました。

全体的なところとも関係するのですけれども、サステナビリティに関する情報開示は、いろいろなところでご指摘されたように、いままでは任意開示が行われていて、それはかなり詳細であったということです。ただ、先ほど前田先生が指摘されたように、不法行為とかは別として、法的な責任には直結しないということで、その意味では広告のようなという表現がされていたわけです。

これについて、例えば８ページで、人的資本については、もともと人件費という意味ではネガティブな印象だったものが、積極的な会社の一種の資源であるということから、会社の価値にも影響するとして開示対象になっているということだと思います。これが法的な開示となったことによって、分量的には１段落のものから３ページのものまでといったように比較的簡略に記述されているものもあるようですが、一方で、任意の開示では、人的資本に関する部分がどれだけとかは分かりませんけれども、100 ページ程度のものまであったとのことです。そうすると、法的な開示になることによって、任意の開示にどのような影響が出たかというのは何か情報があるでしょうか。

〇石田　　任意開示が多くなってきたということと、他方で 2020 年から法定開示として人的資本というように開示項目の概念が広げられたことから、サステナビリティの任意開示にどういう影響が出ているのかということですけれども、そのあたりの資料に目を通していないので、どのような影響が出ているのかというのは、申し訳ございませんが、把握できていないところです。

〇北村　　レギュレーションでサステナビリティについては開示書類の一定の場所に記載しなければならないとされているので、任意開示と法定開示の内容が重複しているのかもしれないし、法定開示になった事項は任意開示からは外れて結果としてトータルの開示内容は少なくなっているのかもしれませんね。

【人的資本のオンバランス化の可能性】

〇小出　　ご報告ありがとうございます。

人的資本のところですけれども、今回は基本的には非財務のところで開示がされるということだと思うのですが、今、いわゆる無形資産の会計、特に自己創設の無形資産というものを開示していこうというようなことが検討はされていると思うのです。ただ、現時点でアメリカにおいては、財務情報として人的資本を無形資産として計上するというような議論はまだあまりされていないという理解でよろしいのでしょうか。

〇石田　　財務上の扱いについて、資産評価の対象になっているかどうかは、勉強不足で調べてきておりません。申し訳ありません。

〇小出　　私も分かっていなくて、参考までに伺っただけなのですが、要するに議論として、こういうものについて将来的には財務情報として開示していくべきであると。例えばヨーロッパなんかだと、無形資産の計上について考えていくというような方向があるようですが、IFRS はまだそこまで行っていないようです。ただ、議論は進められているという状況と伺っておりまして、この辺、グローバルでもいろいろ考え方が違うところかなというふうに思ったのでお伺いしました。私もちょっと分からなかったところで、どうもありがとうございました。

【石田・後注】アメリカでは、企業会計上、人的資本を貸借対照表に資産として計上することは認められておらず、これを無形資産としてオンバランス化することには困難が多いようである（島永和幸『人的資本の会計－認識・測定・開示－』（同文舘出版、2021）62 頁以下及び 132 頁以下参照）。なお、Grundfest 教授や Coates 教授らから成る人的資本会計開示ワーキング・グループは、2022 年、投資家の理解を促進するため、従業員に対する人件費につき、損益計算書上で計上される費用をより細分化した形で開示するよう要望している（島永和幸「人的資本の会計－欧米における人的資本開示の最新動向－」証券アナリストジャーナル 60 巻 9 号（2022）39－41 頁参照）。

【気候変動関連の情報開示―スコープ３の開示について】

○川口　　それでは、次に行かせていただいてもよろしいでしょうか。気候変動関連の情報開示についてご意見、ご質問をお願いできたらと思います。いかがでしょうか。

それでは、スコープ３についての開示要求ですが、ご報告にもあったように、排出量が重要である場合、又は GHG 排出量削減の目標を設定した場合に開示が必要です。両者「又は」となっています。前者の排出量の重要である場合の開示の必要性は分かります。他方で、後者の「削減目標を設定した場合に限り」開示を要求するとしたのはなぜなのでしょうか。

逆に言うと、設定しなければ開示しなくてよいということになりそうですが、そういう理解でよろしいでしょうか。そうであるとして、このような方法を採用した理由は、どのように説明されているのでしょうか。あるいは、市場の圧力があるので、事実上目標を設定しなければならなくなるから、それでよいのかというふうに考えているのでしょうか。このあたり、アメリカで議論があれば教えてください。

○石田　　確かに、市場の圧力から目標設定を求められることは多くなるかと思います。そういう意味では、これに該当するケースがこれから多くなってくるのではないかと思います。

目標設定した場合がスコープ３の開示義務の要件とされたことは、グリーンウォッシング・カンパニーというかなり問題のある行為が懸念されるからと考えられます。うちの会社ではこれだけの炭素排出を削減しますとうたっておきながら、何の努力もしていない。そうすると、そういう会社のやり方・方針に賛同する投資家から、資金を集めておきながら十分達成できていないじゃないかといえるよう透明性を図るためにスコープ３の開示を求めるようになったというのが、SEC の説明でございました。

○川口　　スコープ３については、自社以外の事情も把握しなければならないというのが、義務づけを回避した理由の一つなのでしょうね。それと、先ほどのグリーンウォッシュの問題は、スコープ１についても当てはまりそうな感じがしますが。

○石田　　そうですね。他者に押し付けるというようなことも行われると、それはスコープ３に入ってしまいますので、健全なように見せかけて、実は周囲の会社に負担をかけているというようなことが行われる可能性もあるということでは、目標設定を開示したら、やはりスコープ３の開示が求められるという、そうなるのではないでしょうか。

○川口　　ありがとうございます。

【気候変動関連の情報開示―セーフハーバー規定】

○黒沼　　感想めいたことと、細かい点の質問を二、三させていただきたいと思います。

気候変動関連の情報開示についての規則の改正案が出されたということは、注目すべきことだと思いますが、現在世界的に、例えば ISSB などで国際的な開示基準作りが進められている中で、SEC はこれを全部自前で決めようという、そういう態度をとっているというふうに理解してよろしいのでしょうか。

そういった意味から、これ、案が出てからもう１年以上たっているのですかね。これが世界に先駆けてこういう形で細かい、かなりルール・ベースのものが制定されるという見込みがあるのかどうか、そのあたりがもし分かったらお教えください。

それから、REG. S-X の改正案も含まれていて、財務諸表に注記させるということもなかなかすごいなと思いましたし、スコープ３の排出量を、場合は限定していますけれども、開示義務を課しているということも、他国に比べて先駆けた動きではないのかなというふうに感じました。これは感想ですけれども。

そこで質問ですが、スコープ３について用意さ

れたセーフハーバー・ルールは、排出量の開示というのは将来情報の記載ではないので、従来の将来情報に関するセーフハーバー・ルールは使えないということから新たに作られたものだと思います。その内容について、石田先生はどのように評価されるかということをお伺いしたいと思います。よろしくお願いします。

○石田　　まず１点目の、国際的な動きがある中で、アメリカ独自の基準設定で進めていくのかという点に関しては、規則提案が出た後から新たな動きが見られない状況でして、SEC がどういう方向へ進もうとしているのか、あるいは世界の状況をもう少し見たうえでファイナルを出そうとしているのかというのは分からないところであります。ですので、今のところ、どういう方向に進むのかというのは予測できないところです。

スコープ３に関して開示義務を課したというのは、確かに一定の場合に限られてはいますけれども、非常にチャレンジングな制度だとは思います。ただ、連邦証券諸法に定められているセーフハーバー規定というのは、黒沼先生がおっしゃったとおり、将来に関する表示についてのセーフハーバーですので、ここでいうところの GHG 排出量というのは必ずしもそれには当たらないものも含まれてくるということからすると、従来のセーフハーバー規定では補いきれないので、わざわざ 1504 条(f)というのを定めて、適用除外にする、責任規定が適用されないものとすることにしたのだろうと思います。

それに対する私の評価ですけれども、スコープ３をどれぐらい正確に算出できるのか、正確な算出というのは非常に難しいところでして、それが善意で注意深く算定をしたものであったけれども数値がずれていたというような場合にまで、本来責任が問われるのかどうかということを考えると、セーフハーバー規定を設けたのはかなり手厚い保護を考えているなという印象を受けました。

【気候変動関連の情報開示―認証制度について】

○黒沼　　ありがとうございます。

一点追加で教えていただきたいのですけれども、認証制度に関する条文が設けられていて、第三者の認証を要求するということは提案されているのですが、どういう者が認証者になれるかとか、あるいは認証者の登録制度を採るとか、そういったことは構想されていないという、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○石田　　登録制度というのは出てこなかったです。何かライセンス団体に所属していればその旨を開示すること、という程度で、特に何か資格を持っていなければならないというような条件は定められていないようです。

○黒沼　　ただ、そうするとこれもやはり世界の動きとは相当違って、このまま突っ走ったらちょっと危険かなという感じもするのです。だから、本当にこの規則が実現するのかどうかというのは、印象論ですけれども、ちょっと怪しいような感じを受けました。ありがとうございます。

○石田　　この点は、SEC の提案リリースの中で、脚注の記載ですけれども、財務諸表監査を行っている者と同一の場合もあり得るというようなことも書かれていたので、もしかしたら監査法人というのも念頭に置いているのかなと思います。

○黒沼　　ありがとうございます。

○川口　　私も会計士や監査法人が候補と思いますが、それに限定しないということですよね。そうした場合に、黒沼先生がおっしゃったように、エンフォースをどのようにしていくのかが課題になりそうです。

ほかはいかがでしょうか。

【Nasdaq の取締役会構成員の多様性ルール―ダイバースの義務づけの方法】

○川口　　それでは、次に、取締役会構成員の多様性に移ります。ご意見やご質問をお願いします。

先ほどの議論と関係するのかもしれませんが、ジェンダーの多様化が会社のパフォーマンスに与える影響について、アメリカの実証研究では必ず

しも結論が出ていないというご報告をいただきました。それにもかかわらず Nasdaq が規則を改正して、原則として一定数以上のダイバースを置くことを求めたのはなぜなのでしょうか。

明らかに相関関係があると判断しているとNasdaqは言っているようですけれども、他方で多くの実証研究で学者はそうではないとも言っているのですね。そこをどういうふうに理解すればよいのでしょうか。業績への効果は別として、その方が投資を市場に呼び込む上でメリットだとNasdaqが政策的に考えたということなのでしょうか。

○石田　　Nasdaqの考えは、その方向性を支持する実証研究を示して、ダイバースを会社に求めていきたいというものでありました。

SEC はそれに対して、ダイバースの影響については結論が一致していないのだという判断をしております。だから、SEC はその点の主張を退けてもいないし認めてもいないという立場であります。

直接的なお答えにはなっていないのですけれども、Nasdaqの規則の改正はSECの承認が要りますので、その承認の際に出されたリリースを読んでみますと、SEC は、こういう場合は市場間の競争があるのだと、だからそれぞれの市場がそれぞれのルールを持っていていいのだというようなことを述べております。Nasdaqのルールはこういう内容になっているのだと、そして、従うのが嫌なら上場する市場を変えればよい、という立場を述べていたのは興味深いなと思いました。

○川口　　ありがとうございます。

本日検討した前半２つのものは開示規制なのですね。これに対して、ダイバーシティの方については行為規制というか、必ず置きなさいという規定になっています。この点、やはりこれは開示では足りないのですか。女性の割合を開示する、それを市場が評価するというだけでは足りないということなのでしょうか。

○石田　　レジュメの 23 ページ以下ですけれども、これは or Explain のルールですので、基本的には開示規制を採っているということかと思います。これに従わない場合は説明を開示すれば足り、従っている場合は情報を開示せよということですから。

これは開示規制ではないということですか。

○川口　　うちは女性の役員の割合は何％ですという開示で足りないのかという話なのですが。

○石田　　なるほど、分かりました。そういう意味で、実体規制に開示を加えているという、そういうことですね。

○川口　　ええ。

○石田　　確かに、厳しいルールにはなっていますけれども、従わない場合は explain をさせるということで、必ずしも一律的な設置義務付けにはなっていないというルールであります。

○川口　　ありがとうございます。

ほか、いかがでしょうか。

アメリカはアファーマティブ・アクションがありますよね。そこでは、このような制度は、逆差別にならないかということが議論されます。アメリカでクオータ制みたいなものを採用すると、同様の批判が生じるような気がしますが、どうなのでしょうか。

○松尾　　今の点ですけれど、カリフォルニア会社法は州の控訴審で違憲判決が出ていますね。ジェンダーの方も、マイノリティーの方も両方違憲判決が出ているのですが、それと Nasdaq のルールが違うのは、先ほど石田先生がおっしゃった、あくまで取引所としてやっているので、そういうルールが気に入らないところはほかの取引所に上場すればいいという形で、市場間でやればいいという、そういう説明があり得るからかなというふうに思いました。

以上です。

○川口　　なるほど。よく分かりました。

【Nasdaqの取締役会構成員の多様性ルール―エクスプレインの開示について】

○小出　　“Diverse, or Explain.”というのは

非常におもしろい書き方だと思うのですが、ここで explain として想定されているのがどういうことなのかというのに少し興味があります。つまり、うちの会社との関係では企業価値の向上に関係しないから、女性は置きませんでした、あるいはダイバースはしませんでしたという説明が求められるのか。それとも、集まらなかったからというか、見つからなかったからダイバースはしませんでしたというものでいいのか。つまり、explain をするときに、企業価値の向上と関係するか、しないかというようなことを説明する必要があるのかどうかというところに少し関心を持ったのですけれども、このあたりのことについて何か議論があるのでしょうか。

○石田　　大変重要なご指摘をいただきましたけれども、実際にそれがどのように開示されているかという点も調べ切れておりませんでした。

それから、開示の explain の仕方としてどの程度の説明をしなければならないのか。小出先生のおっしゃる、単に人数が集まらなかったからというような説明で足りるのか、それとも当該会社にとってのダイバースの意義にまで言及する必要があるのかという点について、解説はなされていなかったので、規範があるとしたらそれはどういうものなのかというのは、私には分からないところです。

○小出　　ありがとうございます。日本の方でも多様性という話がコーポレートガバナンス・コードにあって、昨年私が報告をさせていただいた際にも少し議論になったところだと思いますが、多様性というものと企業価値を結び付けるということは、投資家に対する説明とか、SEC の枠組み内でやるためには必要なのかもしれないと思いつつ、企業価値と関係がないから多様性はなくていいのだということが、果たしてもともとの多様性というものの趣旨に照らして妥当なのか。要は経済価値を生まないような多様性は不要なのだということになってしまうというのは、多様性という意味で本当に意味があるのだろうかというふうに思わなくもない。そもそも SEC がやるべきじゃないという話もあるのかもしれませんけれども、少し興味を持ったということでございます。どうもありがとうございました。

○行澤　　その点に関してですけれども、例えば explain のところで、一定程度合理性のあるリサーチというか実証研究等によって、当社との関係では十分利益を上げられるとか、こういうふうにした方がいいのだというような実証研究の選択というか、そういう説明もあり得るのでしょうか。

つまり、ダイバースしないのだけれども、それはこういう実証研究によっても言われているし、具体的に当社との関係でもそう言えるのだというような資料を提出するということではだめなのでしょうか。結局、実証研究が全部同じような結果を示していないので、どういう実証研究を選ぶかということにかかってくる。その選択も、厳密な科学的な正確性ではなくて、ある程度合理的なものであれば、やはり採用されるべきなのかなと思ったりしたので、その点をちょっと教えていただければと思います。

○石田　　先ほど小出先生のご質問とも関連することですけれども、実証研究を持ち出して、このようなデータがあるので必要ないというような書き方が許されるのかどうかというのは、私は把握できていないところです。

規定の文言上は、「why it does not have」とそれだけですので、どの程度の説明が必要なのかというのが具体的に示されていないところであります。実証データを示すから取引所の方向性には賛同できません、そういう回答になるのですかね。

○行澤　　例えばね。

○石田　　許されるのかな……。

【石田・後注】Nasdaq FAQ No. 1771 によれば、多様性ルールの要求するダイバースの最低員数を満たさない理由の説明につき、Nasdaq が許容する理由とは何かという問いに対し、Nasdaq は会社の説明の実質(substance)を評価することはないが、説明を行ったか否かについて確認を行う、と回答

している。説明には当該会社が Rule 5605(f)(2)の（A）から（D）に掲げる会社タイプのいずれに該当するのか、および各タイプの会社に要求されるダイバースを置かない理由を述べなければならない。たとえば単に、「当社は Nasdaq の多様性ルールに従わない。」という記載は Rule 5605(f)(3)の要求を満たさないとされる（SR-NASDAQ-2020-081 Amendment 1, at 74-75）。

○行澤　もしそれではだめなのだということになると、実質的には、これは「name & shame」と変わらない。要するに結果ありきで、explain を求めると言いながら、何か Diverse しないことに対して非難するための方便になってしまうおそれがあると思うのですよ。普遍的価値としてはこうやらないといけないのだと。それを“Diverse, or Explain.”の形にすり替えているだけになってしまうのではないですかね。

特に政治的な動きからすると、何かこんな怪しからんエクスプレインをしているぞということで、不買運動とか、そういうことも起こりかねない状況でしょう。

○石田　はい。

○行澤　それでいいのかなと僕は思うのですけれどね。

○石田　Nasdaq の念頭にまずあるのは、やはり多様化が望ましいということですので、それとは異なる方向性を取りたいというのは、そもそも Nasdaq の方向とは違っているので、エクスプレインの開示をする際にそのような説明で足りるかどうか……。

○行澤　じゃあ、もう出ていってくれと、どこでも行ってくれという……。

○石田　どう扱っているのか分からないですけれども、そのような気はいたします。

○行澤　ありがとうございました。

○川口　時間が参りましたけれども、よろしいでしょうか。

石田先生には詳細なご報告をありがとうございました。これで研究会を閉じさせていただきます。