



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

セーラ・ビーム
木村 亮太

—連載（第28回）—

ESG開示の最新化に関するSECへの勧告

1. はじめに

2020年5月21日、SECの投資家諮問委員会（IAC^{（注1）}）は、上場企業の情報開示の要件にESG要素を組み込むことを目的として、当該要件の見直しを開始するようSECに要請する「所有者としての投資家分科会^{（注2）}」の勧告を承認する投票を行った。IACは、SECが上場企業にESG開示を求めることは、以下の観点を手助けすると勧告している。

- ・投資家に対して、投資及び議決権行使の意思決定に必要な重要かつ比較可能で一貫性のある情報を提供する。
- ・第三者のESGデータ提供者に投資家が大きく依存せざるを得ない現状とは異なり、発行体に対して、自社のビジネスの観点から重要で、投資の意思決定に役立つ、比較可能で、かつ一貫性のある情報を開示するフレームワークを提供する。
- ・時価総額や資本リソースに関わらず全て

の米国発行体の間で公平な競争条件を保つと共に、米国発行体への継続的な資本流入を確保する。

- ・他の法域が米国の発行体に対して同様の情報開示制度を課す前に、米国資本市場のためのESG開示に関するコントロールをSECが得ることができる。

IACは、ドッド・フランク法の下で設立され、投資家の信頼と証券市場の完全性を促進するためのイニシアチブについてSECに対して助言を提供することを目的としており、業界内の関係者、学者及び元規制当局関係者で構成されている。IACの勧告は、SECに対する拘束力はないが、SECにおいて真剣に検討されることになる。

2. 勧告策定の背景

IACはESG開示をテーマに、これまで3回の会合を開催している。2016年、2018年及び2019年には、多様な市場参加者の観点を聴取



し、その裏付けとなる資料を評価した。また、IACのメンバーは、資産運用会社、米国や外国の発行体及び第三者のESGデータ提供者等と話し合いをしてきた。これらのヒアリングにおいてIACが一貫して聴取した意見は、投資のマンデートに“ESG固有の戦略”が含まれているかどうかに関わらず、投資家は自らの投資や議決権行使の決定に際して特定のESG情報を重要であると考えている、ということである。

ESGに関する規制が存在しないことも手伝って、米国にはESGデータ提供者が多数存在し、企業のESG戦略を評価する際の基準も異なっている。このESG開示とスコアリングにおける基準と透明性の欠如は、投資家にとって大きな課題となっている。また、IACは、ESGに関する質問状の質問項目の数が多いことから、全ての質問が重要であると結論づけることは難しく、また、それらの質問が、単独又は全体として、投資家が要求する重要性のレベルに達していると結論づけることは難しいとも指摘している。

大企業は、様々なESGデータ提供者からの複雑で長い質問状に対応するために必要なリソースを投入することができるが、中小企業又は資金力の乏しい企業がそれに対応することは困難と考えられる。企業がESGデータの要求に適切に対応しない、又はできない場合、企業は低いESG格付けを与えられることで株価や資本へのアクセスに影響を受ける可能性がある。更に、発行体の観点からすると、

ESGの地政学的・経済的優先事項に対処するための国際的な圧力によって、サステナビリティは上場企業が直面する最も重要なビジネス要素の1つとなっている。また、IACは、発行体のみならず、資産運用会社及びアセットオーナーは、ESG開示義務を遵守し、関連する方針や手続きを統合し、米国外で法的に課される受託者義務の遵守や顧客主導の指令の一環としてESG要素を考慮することが求められていることにも言及している。

IACは、勧告で指摘した観点は全てESG開示に対する投資家の関心のグローバルな共通認識であるとしている。米国の投資家の多くは貯蓄退職年金をグローバルに投資しており、また、グローバルな投資家は米国企業に投資しており、いずれもESGに対する米国の適切な対応を求めている。また、この勧告は、世界最大の資本市場を有する米国が重要なESG情報の開示をリードすべきであると指摘しており、適切に対応しなかった場合、ESG分野の主要なプレーヤーであるEUなどの他の法域が今後数年以内に独自の基準を課すことで、米国の発行体が潜在的に不利な立場に置かれる可能性があるとしている。これらを踏まえてIACは、SECが「投資家が投資や議決権行使の意思決定を行う上で信頼できる重要な情報を発行体が開示するための枠組みを設定する最善の立場にある」と述べている。



■ 3. IAC勧告の詳細

IACは、以下の理由から、ESG要素を発行体の開示要件に組み込む検討をSECが本格的に開始することを勧告している。なお、このIACの勧告は、GRI^(注3)、サステナビリティ会計基準審議会(SASB^(注4))及び気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD^(注5))が、SECの考え方を形作るのに役立つ基準であると述べているものの、現存する特定の基準を推奨したり支持したりすることはしていない。

(1) 投資家は投資や議決権の意思決定のベースとなる信頼性の高い重要なESG情報を必要としている。

数兆ドルもの投資、貯蓄及び退職基金がグローバルに投資されている中、ESG開示に基づく投資や議決権行使は今日のグローバルな投資エコシステムの最先端かつ中心である。主要なビジネスのリスク、意思決定及び戦略はESG要素に立脚している一方で、現在、投資家は断片的で場当たりの一貫性のない情報に晒されている。ESGはもはや傍流のコンセプトではなく、現代のグローバルで相互に結びついた世界の、より大きな投資エコシステムにおける不可欠なパートとなっている。

(2) 発行体は重要なESG情報を投資家に対して直接提供すべきである。

現状、発行体は投資家が必要としているESG情報の主たる情報源であるとは限らない。様々な第三者のデータ提供者が情報の不足を埋めている状況であり、このことが情報の一貫性と信頼性を欠くものになっている。また、格付け会社や議決権行使助言会社は、いずれも投資や議決権行使の意思決定に際して投資家が大きく依存する相手であり、その格付けや勧告は、発行体自身が公的な開示書類で提供する情報に基づいている。従って、IACは、投資家及び第三者のデータ提供者の双方が、その分析の拠り所として正確で、比較可能で、かつ発行体を第一情報源とする情報を有すること、そしてこのデータの開示を統制する一貫した基準と監視が存在することは、極めて重要であると考えている。

(3) 重要なESG開示を求めることで、発行体間の競争条件を平等にすることができる。

現状、十分な対応リソースを有する発行体はより多くのESG情報を提供することができるが、一方で、小規模な発行体等は必ずしも同等の情報を提供することができるわけではない。これにより、後者は株価や資本へのアクセスの面で不利な立場に置かれている可能性がある。特に第三者のデータ提供者からのESG情報に対する数多くの要請に応えるために必要な体制等を構築できない場合にはそれ



が顕著である。SECの基本的な報告義務が、単一の基準で、各発行体に密接に関係するものであって、かつ投資家の意思決定に有用な情報を求めるのであれば、そのようなアプローチは大小さまざまな発行体や十分な財源のある発行体と資本に制約のある発行体との間における競争条件を平等にするであろう。近年、発行体の取締役会や経営陣は、とりわけ足元では新型コロナウイルスの流行がビジネスのあらゆる側面に影響を及ぼしていることもあって、これらの問題について恒常的に取り組んでおり、ESG情報の開示は、かつてみなされていたような曖昧又は主観的なものではなくなりつつある。

(4) 米国市場及びあらゆるサイズの米国発行体への資金の流れを確保する。

多くの投資家は、短期的・長期的な投資判断において、重要なESG要素をリスクとリターンの決定的なドライバーとみなしている。発行体に対して直接こうした情報の開示を要求することは、ESG関連の投資マンドートの有無に関わらず、あらゆるサイズの米国発行体への投資家からの資金の流れを促進することになる。全ての米国発行体に対して信頼性のあるESG関連の重要情報が入手できないことで、ESG投資のマンドートを有する投資家が、米国以外の規制当局の開示義務に基づきESG情報の報告を義務づけられた米国外の企業に資金を移動させることが起き、将来、米国発行体は国際的な資本へのアクセスにおい

て不利な立場に置かれる可能性がある。

(5) 米国は重要なESG開示の主導権を握るべきである。

米国の資本市場は世界で最も規模が大きくかつ最も流動性が高い。従って、SECは、投資家が投資や議決権行使の意思決定を行うために必要としている、各発行体に固有の、重要で、意思決定に有用な情報を提供するプリンシプルベースのフレームワークを確立することによって、本件を主導すべきである。この開示は、発行体が自らのビジネス上の意思決定を行うために用いている情報と同じ情報に基づいて行われるべきである。米国市場への投資の流れはグローバルな性質を持っており、もしSECが主導権を握らない場合、他の法域が今後数年以内に、米国の発行体が直接的又は間接的に従わざるを得ない基準を課してくる可能性が高いと考える。

■ 4. 勧告に対するSEC委員のコメント

ジェイ・クレイトンSEC委員長：IACの会議において、「財務開示の近代化など意思決定に有用な情報の効果的な開示に関する私の見解やサポート、そしてESG開示に関する私の見解はかなりよく知られており」、そして、「E、S、Gはそれぞれかなり異なっており、これらをまとめてしまうことで、各々を個別に調査することの有用性が薄れると信じてい



る」と述べた。また過去には「多くの分野において、すべての上場企業に対してESG開示のための厳格な基準や測定基準を課すべきではないと私は考えている」、そして「このようなステップは、SECの義務とは整合的ではなく、重要性に基づく情報開示制度に対するSECの長年のコミットメントから逸脱するものであり、実質的に上場企業のオペレーション上の問題をSECの判断に置き換えてしまう可能性がある」と述べている。

アリソン・ヘレン・リー委員：IACの会議において、ESG情報の開示をめぐる議論は議論の余地があるものの、投資家がこれらの情報開示を熱望していることを認め、勧告への支持を表明した。また、「投資家が何を必要としているのかを伝えているにも関わらず、SECがそうした投資家の要望を却下するときには、慎重に見極める必要がある」と指摘し、このESG開示に関して投資家が何を求めているのかについて、SECが自らの判断で代替することには警戒すべきだ、と指摘した。

ヘスター・パース委員：IACの会議において、「疑わしい価値を評価するために、複数のESGデータ提供者が発行体に対して度重なるアンケート調査を行って疲弊させることに懸念を抱いている」と述べた。また、「既存の証券情報開示の枠組みがあらゆる種類の重要な情報を扱うことに非常に優れているという状況を踏まえると、新しいESG開示のための枠組みは不必要な対応である」と述べ、現時点でSECがESG開示の義務化に着手する必

要があるとは考えておらず、IACの勧告を支持しなかった。

■ 5. おわりに

IACの勧告は、SECに対する拘束力は持たないものの、一定の重みを持っている。しかしながら、クレイトンSEC委員長は、いかなる重要事項も開示されるべきであり、ゆえに特定のESG開示を義務付ける必要はないとの見解を示し続けていることから、短期的には具体的な動きに繋がる可能性は低いと思われる。ただし、それにもかかわらずIACがESG開示の義務化に取り組むことをSECに勧告したことは、米国の投資業界におけるESGの重要性を認識する上で大きな前進であろう。また、今回のIACの勧告は、将来のSEC委員長がESG情報の開示義務化を取り上げる際に、何らかの役割を果たす可能性はあるだろう。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/recommendation-of-the-investor-as-owner-subcommittee-on-esg-disclosure.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/Article/about-commissioners.html>
- ・ Bgov.com
- ・ <https://www.pionline.com/esg/sec-panel-says-agency-should-add-sustainability-disclosure-rules>
- ・ <https://cooleypubco.com/2020/05/27/investor-advisory-committee-disclosure-recommendations/#more-19434>
- ・ [78](https://www.jdsupra.com/legalnews/investor-</div><div data-bbox=)



advisory-committee-pushes-sec-18790/

(注1) Investor Advisory Committee

(注2) Investor – as – Owner Subcommittee

(注3) Global Reporting Initiative : <https://www.globalreporting.org/>

(注4) Sustainability Accounting Standards Board :
<https://www.sasb.org/>

(注5) Task Force on Climate – related Financial
Disclosures : <https://www.fsb-tcf.org/>

