



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

**セーラ・ビーム
佐藤 潤宜**

—連載（第36回）—

ゲンスラー委員長体制下のSECによるESG関連情報の開示強化計画

■ 1. はじめに

2021年4月にSEC委員長に就任したギャリー・ゲンスラー氏は、気候変動や人的資本が重要なESG関連の課題であるとし、上場会社に対し情報開示の充実を求めている。本稿執筆時点（2021年12月中旬）でSECによる具体的な規則提案は未だなされていないものの、米国連邦政府が各種規制当局から発出された規制アジェンダを取りまとめたアジェンダリスト「Unified Agenda of Regulatory and Deregulatory Actions」（2021年春版及び秋版^{（注1）}）にもESG関連情報の開示強化が具体的に取り上げられており、SECの規則改正に向けた強い姿勢が窺える。本稿では、ゲンスラー委員長によるESG関連問題に関する考え方や、新たな規則導入に向けた計画を紹介する。

■ 2. 気候変動リスクに関する開示

SECは、2021年3月にアリソン・ヘレン・リー委員長代理の下、気候変動リスクに関する情報開示についてパブリック・コメントを実施し、パブリック・コメント期間終了の6月までに550件以上のコメントを得た^{（注2）}。これらのコメントを参照し、SECスタッフにより規則案が作成されることとなった。

(1) ゲンスラー委員長のスピーチ

ゲンスラー委員長は2021年7月28日のPRI（国連責任投資原則）主催のイベント「Climate and Global Financial Markets」のスピーチにて、気候変動リスクに関する開示を義務化する規則案を2021年内に完成させるべきだと述べた。ゲンスラー委員長が同スピーチで強調したポイントは次のとおりである。



a. 一貫性と比較可能性

新しいルールは一貫性があり、比較可能であるべきである。情報の一貫性が現在及び長期的な企業間の比較可能性につながる。

b. 開示の義務化

義務的な開示は一貫性と比較可能性をもたらすが、自主的な開示は一貫性のない解釈の幅がある開示内容を許容してしまう。

c. 開示書類

これらの開示情報をフォーム10-K（日本の有価証券報告書に当たるSECへの提出義務がある年次報告書）で提出すべきかどうかを検討するようSECスタッフに依頼した。

d. 開示内容が投資の意思決定に有用であること

投資家が投資の意思決定をするうえで有用な情報となるように十分に詳細な情報を開示しなければならない。また、適切な状況下では、規範的な開示を定め比較可能性を強化するべきである。

e. 定性的な情報の開示

定性的な情報の開示は、企業が気候関連のリスクと機会をどのように管理しているか、もしくはこれらの要素が企業の戦略の一部であるか等の投資家が抱く疑問に回答するものになり、企業の開示意图を解釈するのに役立つ。

f. 定量的な情報の開示

定量的な情報の開示には、温室効果ガスの排出量、気候変動による財務上の影響、気候関連の目標に向けた進捗状況などに関する指標を含める可能性がある。また、場合によっては業界固有の指標を含めることも可能である。

g. 温室効果ガスの排出量

現在、いくつかの企業がスコープ1排出量（企業自身の事業活動から直接排出した排出量）とスコープ2排出量（企業が間接的に排出した排出量（電力等））に関して自主的に開示を行っている。企業がどのようにスコープ1とスコープ2の排出量を開示するか、また、スコープ3（報告企業のバリューチェーンに含まれる他の企業の排出量）の開示を必要とするかどうか、必要とする場合にはどのように、どのような状況で開示するかを検討するべきである。

h. シナリオ分析

新しい開示規則では、将来起こりうる物理的、法的及び経済的な変化に企業がどのように適応していくかの分析を盛り込む可能性がある。このような分析は、気候変動に伴う物理的なりリスクや、企業が事業を行う国や法域での規制やルールに伴う事業移行リスク等を対象とすることが考えられる。

i. 独立した基準

気候関連財務情報開示タスクフォース



(TCFD) のフレームワークなど、既存の外部の基準から多くを学ぶべきである。そのうえで、SECとしてこれまで他の開示制度等で行ってきたように、独立して規則の作成^(注3)を進め、自国の市場に適した気候リスク開示制度を確立すべきである。

(2) SECコーポレート・ファイナンス部門によるサンプルレター^(注4)の公表

SECのコーポレート・ファイナンス部門は、上場会社から提出される気候変動に関するリスクの情報開示に対する質問やコメント例を記載したサンプルレターを2021年9月22日に公表した。この公表内容は2010年の気候変動ガイダンス^(注5)を含むSECの現行の情報開示制度に基づくもので、上場会社が気候変動に関する情報開示を行う際にどのようなことに注意を払うべきかを示している。同部門は、サンプルレターの公表に際し、「SEC規則で明示的に要求されている情報に加え、当該開示情報が作成された状況に照らして誤解を招かないようにするために必要な情報と、重要な情報があればそれを提供しなければならない」と指摘している。このサンプルレターの公表は、SECが気候変動に関する企業の情報開示が不十分であると判断した場合にはさらなる情報の提供を求めるためのフォローアップレターを発行することを示唆し、SECの気候リスクに関する開示を強化する意欲が表れ

ている。

■ 3. 人的資本とダイバーシティの開示

ゲンスラー委員長は、気候変動リスクに関する開示に加え、人的資本及びダイバーシティに関する開示も強化する意向を示している。

(1) 発行体による人的資本とダイバーシティの情報開示

2021年6月23日に開催されたイベントである「London City Week」におけるスピーチ^(注6)で、ゲンスラー委員長は、投資家が企業の最も重要な資産の一つである「人々」をより理解したいと考えていると述べた。SECスタッフに対し、人的資本に関する開示についてSECが検討するための推奨事項を提案するよう求めた。これには、従業員の離職率、能力開発トレーニング、報酬、福利厚生、ダイバーシティを含む従業員の人口統計及び安全衛生など、多くの指標が含まれる可能性がある。2021年8月18日には、ゲンスラー委員長は公式Twitterにてこの計画を改めて表明している。

(2) 人的資本管理の規則制定

ゲンスラー委員長の下、正式な規則制定の一環として、SECは現在、人的資本の管理に関する企業の情報開示を強化するための規則



改正の提案を検討している。

(3) 資産運用業界におけるダイバーシティ

2021年7月7日に開催されたSEC資産運用諮問委員会でゲンスラー委員長は、資産運用業界のダイバーシティとインクルージョン(注7)の実践を改善するための第一歩として、資産運用会社における情報開示の透明性を高める方法を検討するようSECスタッフに求めた。例えば、アドバイザー・サービスを提供する会社の従業員やオーナーに関する経歴などの統計情報等が含まれていることを期待している。また、アドバイザーを選定する際に、アドバイザーのダイバーシティ及びインクルージョンをどのように考慮しているかの規定に関する情報を含めることも考えられる。

(4) 企業の取締役会のダイバーシティに関する規則制定

ゲンスラー委員長の下、正式な規則制定の一環として、企業の取締役会メンバーや候補者のダイバーシティに関する開示を強化するための規則改正の提案を検討している。

(5) Nasdaqの上場会社の取締役会におけるダイバーシティ規則改正案を承認

SECは2021年8月6日にNasdaqが提案した上場会社の取締役会におけるダイバーシティ実現に向けた規則改正案を承認した。Nasdaqの新しい上場規則は、Nasdaqに上場し

ているほとんどの企業に対して、取締役会のダイバーシティに関するルールの「遵守または説明」の義務を採用するものである(注8)。

■ 4. ESGファンドのラベリング／グリーンウォッシングの精査

(1) SECタスクフォース設立とリスクアラートの発出

SECは、2021年3月に執行部門に「気候・ESGタスクフォース」を設立した。発行体のサステナビリティの主張に、重大なギャップや虚偽などの潜在的な不正行為が無いかを確認するとした。2021年4月には、SECの検査部門は、ESG関連の商品やサービスを提供している投資顧問会社、登録投資会社、私募ファンドのレビューに関するリスクアラート(注9)を発出し、ESG関連商品のラベリング及びグリーンウォッシングについてのいくつかの問題点を指摘した。警告のポイントは次のとおりである。

- ・ ポートフォリオ管理方法とESGアプローチに関する開示において整合性がないこと。
- ・ 顧客によるESG関連投資を維持、監視、更新するための制御が不十分であること。議決権行使がアドバイザーの表明したESGアプローチと矛盾していた可能性のある事例を含む。
- ・ ESGアプローチに関して、根拠のない、



あるいは誤解を招く可能性のある主張。

- ・ ESG関連の情報開示やマーケティング内容がファンド会社の実務と一致しているかどうかを確認するための管理が不十分であること。
- ・ ESG課題に適切に対処していない内部監査プログラム。
- ・ コンプライアンス担当者が、ESG投資分析に関する知識や、ESG関連の情報開示やマーケティングの決定に対する監督能力が限られている場合、効果が低い内部監査プログラムとなっていること。

(2) ESG関連の規則改正

ゲンスラー委員長の下、正式なルールメイキングの一環として、SECは投資会社や投資顧問会社等に対し、ESG関連の情報開示を含む開示要件強化の提案を検討している。

5. ドッド・フランク法のガバナンスルールを取り巻く取組み

ゲンスラー委員長以下のSECは、2010年に制定されたドッド・フランク法に関連するガバナンスルールを拡張または完全なものにする取組みを行っている。

- ・ 2021年9月29日、SECは、“say on pay”と呼ばれる、ファンドマネージャーによる投資先上場企業の役員報酬に対する議決権行使状況をSECへの提出書類

であるForm N-PX^(注10)に記載することを提案した。この要件が適用されることで、ドッド・フランク法制定時に残されていたルール作りの義務の一つが完了することになる。

- ・ 2021年10月14日、SECは、ドッド・フランク法下で要件となっていた上場企業に対するクローバック条項^(注11)等について、取引所における上場基準として義務づける規則案に係るパブリック・コメント期間の再開を発表した。

6. 終わりに

ゲンスラー委員長は、議会や共和党のSEC委員からの反発にもかかわらず、気候変動リスクや人的資本に関連する新たな開示規則を追求する方針を明らかにしている。SECによる気候変動と人的資本の開示に関する具体的な規則案の提案は、2021年7月のスピーチ時点では2021年末までに策定することを目標としているとしていたものの、本稿執筆時点では、2022年早々になると言われている。新規則は、提案された後、パブリック・コメント期間を経て最終的に決定されることとなる。開示事項の明確化を好む市場関係者が多いとみられ、多くの上場会社はルールの平準化を支持している一方、最終的なルール改正に向けて一定の企業や保守的な団体による訴訟の対象となる可能性もある。また、ESG関連情報の開示義務規則を支持している企業でも、義務

化された情報開示の遵守には、段階的な導入や猶予期間を設けることが望ましいとされている。ゆえに、情報開示規則の最終化及び施行日までには比較的長い時間がかかることも予想される。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-speech-london-city-week-062321>
- ・ <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-amac-2021-07-07>
- ・ <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-pri-2021-07-28>
- ・ <https://www.sec.gov/files/amac-recommendations-di-subcommittee-070721.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-amac-2021-07-07>
- ・ <https://www.natlawreview.com/article/how-will-sec-drive-esg-progress-first-we-measure>
- ・ <https://www.pionline.com/esg/unknowns-remain-what-will-shape-secs-disclosure-mandates>
- ・ <https://twitter.com/GaryGensler/status/1428022885889761292>
- ・ <https://www.jdsupra.com/legalnews/chair-gensler-makes-renewed-case-for-6571962/>
- ・ <https://cooleypubco.com/2021/08/09/sec-approves-nasdaq-diversity-proposal/>
- ・ <https://www.bloomberglaw.com/news/articles/2021-09-03/fund-managers-feel-heat-in-sec-crackdown-of-overblown-esg-labels>
- ・ <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>

(注1) <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaMain>

(注2) [\[disclosure/cll12.htm\]\(https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf\)](https://www.sec.gov/comments/climate-</p></div><div data-bbox=)

(注3) SECが新たに基準を作成するということは、すでに確立されているTCFD原則等を参照することに比べて規則制定プロセスが長引く可能性がある。

(注4) https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-climate-change-disclosures#_ftn3

(注5) <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>

(注6) <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-speech-london-city-week-062321>

(注7) インクルージョンとは、すべての従業員がその能力を最大限に発揮して企業活動に参加し貢献できるように、従業員一人ひとりを組織に結びつけ、コラボレーション、柔軟性、公平性を奨励し、組織全体で多様性を活用する文化を意味する。

(注8) <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Board%20Diversity%20Disclosure%20Five%20Things.pdf>

(注9) <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>

(注10) ミューチュアルファンドや登録投資会社が、投資先の株主総会における議決権行使状況を報告するための開示フォーム。各社は毎年8月31日までにSECに当該フォームを提出することが求められる。

(注11) 財務報告書が不正会計等の特定の理由で訂正された場合、訂正前の業績に連動する役員報酬等を仮に支払済であっても会社に強制返還する仕組み。

