



「米国SECの『新規則』に学ぶ非財務情報開示の要諦」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

なにやら政府は高齢者の定義を65歳から70歳に引き上げる検討をしているらしい。現在のところ、高齢者の定義は、世界保健機関（WHO）の65歳以上を高齢者としている事から日本でも65歳以上を高齢者としているようだ。この定義でいうと、筆者も今年、高齢者と呼ばれる年代となる。自分は長文のコラムを書いているのに、他人の文章となると長文は読めなくなっているが、政府の検討次第では高齢者から高齢者でなくなるとても微妙なタイミングだ。このコラムを読んでいる方々はもっと若いのだろうかお忙しいに違いない。そこで今回はお忙しい方や高齢者のため、最初に結論3点を述べておきたい。

- ① 投資判断や議決権行使に資する情報をマテリアル情報と定義する
- ② 非財務情報という言葉が生まれる前から、気候変動であっても、社会課題であっても、既に投資家にとってマテリアルな情報は財務・非財務にかかわらず開示することが求められていた
- ③ マテリアルでない情報の多くは投資家にとって邪魔な存在でしかない。従って、非財務情報は1997年からという長い歴史のあるGRIではなく2011年から活動を始めたSASBが発表したスタンダードをベースにした標準化指標がグローバルスタンダードとなった

そもそも非財務情報開示などの議論以前から投資家は財務以外の情報も収集して投資判断をしていた。それが6つの資本だの、SDGsだの、ESGだの、サステナビリティだの言い出してから随分と焦点がぼやけて来た。決してこれらが重要でないと言うつもりはないし、とても重要だと思う。そして開示は投資家のためだけではなく地域、取引先、債権者、従業員等マルチステークホルダーのための開示という主張もおかしきはないし、そういう考え方があってよい。ただそういったマルチステークホルダー向けを意識した欧州企業の統合報告書は400ページから800ページにも上ることが多いし、余裕のある企業はそのような方向性で開示しても良いと思う。しかし、ここではこれから非財務情報開示を検討開始するような日本企業を対象に、日本の金融商品取引法における開示、つまり「有価証券の発行・流通市場において、投資者が十分に投資判断を行うことができるような情報を提供することを目的とする」ことを大前提とした議論に特化したいと思う。この大前提の下では、投資判断や議決権行使に影響する情報をマテリアルな情報と定義して、そのマテリアルな情報をきっちり開示する事を意識すれば良いだけの話なのだ。この考え方を再認識させてくれる材料が、3月6日に米国証券取引委員会（以下SEC）が発表した「上場企業における気候関連の開示を強化および標準化する規則（以下「新規則」）」である。今回のコラムはこの「新規則」を活用して非財務情報開示の要諦をまとめてみたい。但し、この「新規則」は発表から数時間で「賛成・反対」双方からの訴訟を受け、SECは発表したばかりの「新規則」の適用を一旦停止すると発表している。よって、「新規則」が今後どうなるのかは現段階では判断できない。しかし、「新規則」を導く過程で寄せられたパブリックコメントに多くのヒントが隠されている。興味のある方はぜひこの後も本研究員コラムに目を通していただきたい。

注：新規則のオリジナルは <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf> を参照のこと

新規則とは

この一時的に運用停止されたSECの「新規則」は、上場企業の事業に対する気候関連リスクの財務的影響と、関連コストの軽減に関する懸念とのバランスをとりながらそれらのリスクをどのように管理するかについて、より「一貫性」があり、「比較可能」で「信頼性」の高い情報を求める投資家の要求に応えるための取組みを反映したものである。2022年3月にリリースされた公開草案に対して提出された24,000通以上の意見書を検討したものが最終規則、つまり今回発表された新規則である。今回の新規則は気候関連に限定したものであるが、気候変動関連のみならず投資家視点の非財務開示全般のあり方が各所に述べられており、提案に対するコメントやそれをベースに決められた最終規則を精査することによって、今後の非財務情報開示の要諦を学ぶことができると考えた。

新規則は「I.はじめに」「II.考察」「III.その他の事項」「IV.経済分析」「V.書類削減法」「VI.最終規則柔軟性法分析」と6つの「大項目」から成っており、全体として886ページ、注記も3,241件に及んでいる。中でも「II.考察（DISCUSSION）」は552ページと大半を占め、この項目は、「提案されている規則（Proposed Rules）」「コメント」そして「最終規則」という流れで、15個の「中項目」全てが解説されている。特に、この「コメント」として開示されている意見の要約は「提案されている規則」に対して学識者、会計事務所、監査法人、個人、業界団体、投資家グループ、法律事務所、非政府組織、年金基金、気候変動に関する専門アドバイザー、専門投資アドバイザー及び投資運用会社、上場企業、スタンダード設定者、州政府役員、米国上院議員及び下院議員が含まれている24,000以上のパブリックコメントをかなり詳細に解説している。今回は、この「コメント」をいくつかのパターン

に分類して紹介したい。それは、SECが考える「理想論としての提案」から「現実論である最終規則」に落ち着くまでの過程が「コメント」に実によくまとめられているからである。

なぜ非財務情報開示における新規則なのか

新規則が発表される前から多くの米国企業は世の中の流れを受けて気候変動関連のみならずESG或いは非財務情報と呼ばれる開示を、任意のサステナビリティレポート、アニュアルレポート、或いは統合報告書において行っている。しかし、新規則ではこれら任意開示に関して以下のように述べている。

企業が現在提供している気候変動関連情報は一貫性がなく、投資家にとって、企業間の比較や検索が困難であることが多い。その結果、投資家は、より詳細で信頼性が高く、比較可能な気候変動リスクに関する情報開示の必要性を表明している。本新規則で採用された要求要件は、気候関連リスクが上場企業に与えるインパクトについて、より完全に意思決定に有用な情報を提供し、投資家にとっての気候関連情報の一貫性、比較可能性、信頼性を向上させることで、このニーズに応えるものである。その結果、投資家は、より多くの情報に基づいて投資や議決権行使の意思決定を行うことができるようになる。

（新規則P12：以下ページ番号は新規則のページを表す）

これは極めて重要である。こういったSECの問題意識が今回の新規則発表に繋がっている。そして、今回の新規則は、気候変動のみならずすべての非財務情報と呼ばれる情報においても「一貫性、比較可能性、信頼性」が欠如した情報は投資家にとって邪魔な存在だと断言している。

マテリアリティの定義とその開示の必要性について

非財務情報開示において避けて通れないワーディングとして、ESG、サステナブル、サステナビリティ、マテリアル、マテリアリティ等あるが、どれをとっても横文字の世界ですべてにおいて「なんとなく」感が漂っている。この「なんとなく」がそのまま生き続けると企業の非財務情報開示は方向性を見誤る。この点、新規則ではこれら非財務情報開示においてとても重要なマテリアリティの定義について「I.はじめに」における二つのパラグラフで、はっきりと言及している。

マテリアリティとは、特定の企業に対する投資や議決権行使の意思決定における情報の重要性を指しており、そのような意思決定以外の気候関連問題に対する情報の重要性を指しているわけではない。(P19)

証券取引委員会は、気候関連リスクを上場企業が検討するかどうか、またはどのように管理するかについては、従来から「不可知論* (agnostic)」(筆者注：*本質は我々には知り得ず、認識することが不可能である)であり、今後も同様である。投資家は、現在保有している、あるいは購入を検討している有価証券の評価において、このようなリスク情報の必要性を表明している。我々は、本新規則が上場企業に負担を課すことを認識しているが、全ての上場企業が最終規則で規定される全ての開示を提供することを要求されるわけではないため、その負担の程度は、個々の上場企業が直面する状況によって異なることに留意する。さらに、本新規則の中でさらに議論されているように、それらの負担は、投資家に対する情報開示の便益によって正当化されると考えている。(P19)

また、同じく新規則の「F. リスクマネジメントの開示 (Item1503)」では

開示項目にマテリアリティの文言を追加した。最終レギュレーションでは、上場企業に対して、マテリアルな気候関連リスクの識別、評価、マネジメントのための既存のプロセスの開示を要求している。マテリアリティの文言が含まれることで、提案では、過度なコストを課すような詳細な情報開示を要求されているというコメント提供者から表明された特定の懸念に対応することができる。上場企業がマテリアルリスクを特定していない場合、開示は要求されない。(P194)

としてマテリアルリスクを特定していない企業はその開示が必要ないことをクリアに述べている。

このように、①投資や議決権行使の意思決定における情報の重要性がマテリアリティであり、意思決定以外の情報の重要性はマテリアリティではない、そして、②情報開示にはそれ相応の負担を企業に強いることになるため、負担以上の便益が投資家に認められない情報はマテリアリティとは呼ばない、その上、③マテリアルリスクを特定していない企業は開示を求められない、ということである。

新規則に反対する意見

仮に、日本で同様の気候変動に関する規則導入に関してコメント提供を求めると、ほぼ全てのコメントで同意するのではないだろうか。しかし、米国のコメントを見ていると新しい規則の導入自体に反対する意見も少なくないようだ。中には共和党的に「証券取引委員会には、提案されている気候変動開示規則を採用する法的権限がない」という少し唐突なコメントもあるが、

証券取引委員会の現行の開示制度では、気候関連リスクがマテリアルである場合、開示することが既に要求されているため、提案されている規則を採用することは、上場企業に著しい負担を課す一方で、投資家にはほとんど追加的な利益をもたらさない。

（中略）提案されている規則は過度に規定的であり、マテリアルによってすべての事例が拘束されるわけではないため、それを採用することは、大量の重要でない情報を開示することになり、投資家を混乱させることになる（P42）

気候科学における不確実性や、提案されている気候リスク開示の要求事項の基礎となる概念の一部に関する不確実性により、多くの上場企業にとって、マテリアルリスクの開示は過度な負担になる（P85）

といったコメントが紹介されている。つまり「（SECの既存のルールで）既にマテリアルである情報は開示することになっているのだから、特段気候変動のみを新しい規則で縛ることはないし、マテリアルでない情報まで開示されると投資家にとってそれらの情報は邪魔もの以外のなにものでもない」という趣旨である。或いは、「気候変動における科学的な根拠に不確実性があるのも事実であるためそれらを規則として採用すること自体は企業にとっての過度な負担以外のなにものでもない」とした意見である。こういった現実的な意見が出てくる米国のコメントは理想論で本質を語らない日本企業にとって新鮮だと感じるのではないだろうか。

全ての企業にスコープ1と2の開示を求める訳ではない

温室効果ガス排出量の開示は大きく分けて3つのカテゴリーとなる。既に皆様ご案内の通りだが、少しおさらいをすると、「スコープ1」は燃料の

燃焼や、製品の製造などを通じて企業・組織が「直接排出」する温室効果ガスのことを指し、メーカーが製品をつくる際に、石油などを化学的に加工することでCO2を排出する場合や、加工のために石炭を燃焼して熱エネルギーを使うことでCO2を排出する場合などがこれにあたる。「スコープ2」は他社から供給された電気・熱・蒸気を使うことで、間接的に排出される温室効果ガスを対象とし、企業のオフィスビルに、電力会社から電気が供給されているようなものを言う。ここまでは自社でコントロール可能であり計測可能なものである。

今回米国でリリースされた新規則についても、なぜか日本のメディア報道やコンサルの資料では温室効果ガス排出量、スコープ1と2に関しては全ての企業が開示しなければならないようなトーンとなっている。しかし、実際には新規則の「H. GHG排出量の開示Item 1505」の最終規則では以下のように書かれている。

最終規則では、公開草案から修正されたものの、スコープ1と2の排出量開示の要求事項（Item1505）が盛り込まれている。このような懸念に対応するため、最終規則では、提案されているように、スコープ1および2の排出量について、そのマテリアリティに関わらず、全てのの上場企業による開示を要求するのではなく、SRCやEGCではないLAFやAFにおいて、スコープ1の排出量および/またはスコープ2の排出量について、その排出量がマテリアルである場合、段階的に開示することを要求している。

（P244～245、下線は筆者による）

つまり、SRC（小規模報告企業）やEGC（新興成長企業）のような小規模事業者のみならず、LAF（大規模早期提出企業）やAF（早期提出企業）といった超大企業でも当該企業がスコープ1

或いは2がマテリアルでない場合、開示が必要ないとクリアに述べている。（仮にマテリアルな場合は段階的な開示を求めている）

スコープ3の除外

前述の通り、スコープ1と2は自社でコントロール可能であるが、「スコープ3」は自社の通勤、或いは出張等で排出される温室効果ガス以外に、自社の持つサプライチェーンにおける温室効果ガスを含むためとても複雑になる。そのため、「スコープ3」を含むという公開草案における新規則案に対して以下のようなコメントが見られる。

多くのコメント提供者は、気候関連リスクの定義及び関連する開示要求に、上場企業のバリューチェーンに与える負のインパクトを含めることに反対した。コメント提供者は、提案されている定義は、上場企業がほとんどコントロールできない第三者のサプライヤーや顧客に関する気候リスク情報の入手と評価を強制することにより、上場企業に非現実的な負担を要求していると述べた。農業セクターのコメント提供者は、提案されている気候関連リスク要件を遵守するために上場企業が必要とする情報を作成するためのコストと負担を、多くが民間企業である農家や牧場のサプライヤーに課すことになるため、提案されている定義に特に反対している。（P87）

上場企業がスコープ3排出量の開示に使用する情報を提供するのに有利な立場にある可能性がある大規模な供給業者を選択した場合、小規模な供給業者にとって競争上不利になる可能性があることを強調した。

（中略）スコープ3排出量開示に関連しているコンプライアンス負担は、上場企業にとってコストがかかり、そのようなコストは投資家にとっての便益を上回る可能性が

高いと述べている。（P229）

ある企業は、スコープ3排出量開示のためのコンプライアンス・コストを5年間で1,560万ドル（150円換算で約24億円）と推定しており、このコストの大きな部分は、証明書の要求とスコープ3情報の「提出（filling）」に起因している。（p 735）

ある多国籍企業の上場企業は、提案されている規則に関する初回の遵守コストは、1億ドルから5億ドル（150円換算で約150億円～750億円）になると推定していた。この上場企業は、提案されている規則、特にレギュレーションS-Xの改正案に準拠する負担について懸念を表明した。この上場企業は、継続的なコストは年間1,000万ドルから2,500万ドル（150円換算で約15億円～37.5億円）と推定している。（P736～737）

このように自社でコントロールできない温室効果ガス排出量の管理自体が難しい、例えば、農業セクターのように牛のゲップに起因するメタンガス排出量等科学的な根拠に基づいた推定値の難しさや、サプライチェーンにまでコスト負担を強いることになり、小規模事業者が不利になる点、或いはいくつかの企業やSECが計算した金額が莫大なものとなり、このようなコストが投資家にもたらす便益を超えるとは考えられないことが上げられる。こういったコメントを考慮して新規則ではスコープ3開示は除外されることとなった。

投資家にとって必要のない開示は邪魔

ディスクロージャー & IR誌VOL14（2020年11月発行）の拙著「記述情報の充実に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 - 『SASBスタンダード』におけるFinancial Metrics

「ディスカッションと分析」カテゴリーから学ぶ」でSASBスタンダードとGlobal Reporting Initiative(以下GRI)の比較をした。結果はSASBスタンダードの開示項目は、GRIの開示項目に比べると圧倒的に少ないという結果であった。

GRIはサステナビリティレポートに掲載する情報について、比較可能性、信憑性、厳密性、タイミングの適切性、検証可能性の基本条件を達成しつつ、サステナビリティレポートの業務慣行を財務報告書並みのレベルに高めることを目的としている。初版ガイドラインを2000年に発行し、2002年度、2006年度、2013年度の改訂を経て、2016年度に新たにGRIスタンダードと改訂され発行された歴史ある非財務情報開示の標準化指標である。しかし、このような歴史ある指標があるにも関わらず、米国で2011年に米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）が発足し、2018年11月に11セクター77業種について情報開示に関するスタンダードを作成し、それをISSBが引き継いでISSBスタンダードになったのか。GRIスタンダードの前身であるGRIガイドラインの初版は2000年に発表されているので、実に18年後に同様のSASBスタンダードが必要になったのか。この点が非常に重要である。

そのヒントが、新規則である。P682「e. GHG 排出評価基準」で「マテリアリティという修飾語は、上場企業がその排出量の重要性が低い

(immaterial)と判断した場合、排出量測定と情報開示のコストをすべて回避することを可能にする」として、企業は、温室効果ガス排出量（スコープ1と2）が当該企業にとってマテリアルでないと判断した場合、開示の必要性はないとした後に、以下のように書かれている。

また、投資家が、投資や議決権行使の意思決定にあまり関係のない情報を大量に開示され、負担を強いられるリスクも軽減される。（It will also mitigate the risk

that investors could be burdened with large amounts of information that is less relevant for their investment and voting decisions.）

この文言はその通りなのだが、簡単に言うと「気候変動がマテリアルでない企業がその情報を開示すると投資家はそれらの分析にコストがかかり、投資家にとってそれがリスクである」と言っている。つまり、「企業の不必要に過大な情報は邪魔である」ということである。

おわりに

新規則が発表された翌日の大手経済紙は「米SEC、上場企業に排出量の開示義務」として概要を伝えた。文中では、スコープ3が除外されていたことも伝えていた。しかし、今回の新規則の根幹であり、重要なポイントは、全体の文脈の中で何度となく言及されていた「マテリアルでない事項については開示の必要はない」というものである。従って、本来の新規則を紹介するのであれば「米SEC、上場企業においてマテリアルである場合に限り排出量の開示義務」である。

日本の企業、中でも多くの製造業ではESGに関連した数多くの定量的な数値を持っている。それらはあくまでも納入先のサプライチェーンとして求められている基準を満たす必要があるからであり、サプライチェーン視点の数値である。しかし、投資家視点で必要な開示で重要なポイントは「その情報がマテリアルであるかどうか」である。本来マテリアルな情報が開示されておらず、Immaterial、つまりマテリアルでない情報を多く開示している日本企業はとて多いと感じる。多く開示された情報を投資家は一つひとつ分析することになるが、投資家視点からImmaterialな情報開示は分析にコストばかり必要となる邪魔者以外のなにものでもない。気候変動、生態系、人的資本、人権、そして

ガバナンス等必要な対策をきっちり持つことは重要である。しかし、もう一度繰り返すと「マテリアリティとは、特定の企業に対する投資や議決権行使の意思決定における情報の重要性を指して

いる」ことである。このことを肝に銘じて投資家向けの開示は何が投資や議決権行使の意思決定における重要な情報かを検討し、整理した形で開示する必要があるのではないだろうか。

