

米国の公開企業と気候変動リスク：米国連邦証券取引委員会「気候変動に関する情報開示指針」の検討

NAGANO, Hideo / 永野, 秀雄

(出版者 / Publisher)

法政大学人間環境学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei journal of humanity and environment / 人間環境論集

(巻 / Volume)

11

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

19

(発行年 / Year)

2011-02-28

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00007289>

米国の公開企業と気候変動リスク

—米国連邦証券取引委員会「気候変動に関する情報開示指針」の検討—

永 野 秀 雄

はじめに

2007年9月、米国では、カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）をはじめとした機関投資家等が、連邦証券取引委員会（SEC）に対して要望書を提出した。その内容は、公開企業（上場企業）に適用される財務情報の開示に関して¹⁾、気候変動や温室効果ガスの排出に伴う企業リスクの開示を新たに義務付けるよう求めるものであった。機関投資家にとって、気候変動に伴う企業リスクを知ることは、適切な投資判断に不可欠である。これらの機関投資家が運用している資金の総額は、1兆5千ドルを超えることから、同要望書の影響力は、決して小さなものではなかった²⁾。

これまで、大企業が、自主的に気候変動リスクに伴う情報開示を行った例はある。カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトがその代表的な取り組みであろう。わが国の企業でも、トヨタ自動車や関西電力などが、同プロジェクトに参加して、関連する情報を明らかにしている³⁾。

カルパース等の機関投資家は、このような自主的な情報開示の枠組みを越え、連邦証券取引法制の下で、公開企業が、偶発債務⁴⁾のひとつとして、気候変動リスクを義務的に開示するルールの制定を求めたのである。

そして、2010年1月27日、このような圧力の中で、証券取引委員会は、ついに、公開企業が気候変動リスクをどのように開示すべきかについての解釈指針を採択した⁵⁾。

本稿は、米国において、この解釈指針が採択されるまでの経緯を紹介すると

ともに、同解釈指針の内容と、今後の影響を検討するものである⁶⁾。これらの検討は、米国において株式を公開している日本企業にとって重要であるばかりでなく、今後、わが国の企業が気候変動リスクを財務諸表等においてどのように開示すべきかを考える上で参考になるものと考え⁷⁾。

以下では、第1章において、米国政府が気候変動問題について、どのように対応してきたかを概観する。この後、第2章で機関投資家等が、気候変動リスクの開示を求めて、どのような活動を展開してきたかを見ることにする。その後、第3章で連邦証券取引法における環境情報の開示規制につき、気候変動リスクの開示にかかわる部分を取り上げて検証する。その上で、冒頭で紹介したカルパス等による要望書について、第4章でその概要をみることにする。そして最後に、第5章で「気候変動に関する開示についての指針」の内容と影響を考察したい。

第1章 気候変動に対する米国政府の対応

A. 気候変動に関する国際的取り組み

「気候変動 (climate change)」とは、気候変動に関する政府間パネル (IPCC)⁸⁾ によれば、自然の変動または人間による活動の結果を原因とする、すべての気候の時間的変化を意味する⁹⁾。近年、観測結果の蓄積により、気候システムにおける温暖化傾向の全体像が明らかになってきている¹⁰⁾。

米国は、これまでIPCCによる国際的な地球温暖化への取り組みに関して、国内での合意を形成することができなかった。クリントン政権は京都議定書を採択したものの、ブッシュ政権の誕生により、2005年2月16日に発効した京都議定書を批准することができなかった¹¹⁾。同政権の下では、京都議定書を批准すると、その実施に巨額の費用を要し、米国経済に悪影響をもたらすとの見解が強く主張されていた¹²⁾。そして、政権交代後のオバマ大統領も、京都議定書のような拘束力のある国際的合意を締結するよりも、個々の国家が、その目標の達成を目指すべきであるとの立場を示している¹³⁾。

B. 温室効果ガス規制に関する司法判断の影響

米国内においても、温室効果ガスの排出規制には消極的な姿勢がとられてきた。たとえば、ブッシュ政権期の連邦環境保護庁 (EPA) は、大気汚染防止法 (Clean

Air Act)の下では、温室効果ガスの排出に関する規制権限がないとする立場をとっていた¹⁴⁾。

このような連邦政府の立場に対して不満が高まったのは当然である。マサチューセッツ州等は、連邦環境保護庁の上記の見解を不服として、同庁が大気汚染防止法の下で温室効果ガスを規制しうることを明らかにするための訴訟を提起した。連邦最高裁判所は、2007年4月2日、このMassachusetts v. Environmental Protection Agency事件¹⁵⁾について、温室効果ガスは、大気汚染防止法における大気汚染に含まれると判示した¹⁶⁾。そして、同裁判所は、連邦環境保護庁に対して、移動排出源が生じる温室効果ガスが大気汚染を引き起こすか否か、それが公衆の健康を害することになるのか否か等について、決定しなければならないと判示して、破棄差戻しを命じたのである¹⁷⁾。

連邦環境保護庁は、この連邦最高裁判決を受け、2009年12月7日に、温室効果ガスに関する見解を公表した。そこでは、大気汚染防止法202条(a)項において、①現在および将来における主要な温室効果ガスの濃度が、人の健康と福祉に脅威をもたらすものであること、及び、②新車及びそのエンジンから放出される温室効果ガスは、人の健康と福祉を脅かすものであること、が確認された¹⁸⁾。今後、連邦環境保護庁は、温室効果ガスの排出削減について具体的な法的対処のあり方を検討することになるう。

なお、この見解発表より時期はさかのぼるが、2009年6月30日、連邦環境保護庁は、カリフォルニア州およびカリフォルニア大気資源委員会に対して、大気汚染防止法209条(b)項に基づいて、新車の自家用車、軽トラック、及びスポーツ用多目的車に関する温室効果ガスを規制する規則を実施する権限を認めている¹⁹⁾。

また、オバマ大統領は、2009年10月5日、大統領命令13514号に署名し、連邦行政機関に対して様々な排出削減を達成するためのベンチマークを設定するように命じている。この中には、2020年会計年度における温室効果ガス削減目標の設定も含まれている²⁰⁾。

C. 連邦議会の動向

連邦議会では、近年、地球温暖化に言及する包括的な法案が数多く提出された。たとえば、2009年6月26日、連邦下院では「2009年米国クリーンエネルギー安全保障法 (American Clean Energy and Security Act of 2009)」が可決さ

れている²¹⁾。しかし、結局は上院での合意が得られず、成立していない。

また、2010年の連邦議会中間選挙で、地球温暖化に関する法的規制に批判的な共和党が下院で多数派を占めたことから、地球温暖化に関する法案が成立する見込みは当面なくなった。さらに、地球温暖化に関する施策を実施しようとする連邦環境保護庁にも制限をかけてくることが予想される。このため、オバマ政権下で推進されると考えられてきた地球温暖化に関する米国内での包括的な規制は、滞ることになると考えられる。

第2章 機関投資家等による気候変動リスクの開示運動

米国政府が、温室効果ガスの規制に対して消極的な態度を取り続けていたのに対して、環境保護を目的とした活動家らは、株主提案権に基づき²²⁾、当該企業の活動と地球温暖化の関係を示す情報の開示を求めてきた²³⁾。

このような株主提案は、企業に環境配慮を求めるためだけになされたものではない。年金基金等を運用する機関投資家にとっては、企業が環境問題を起こして賠償責任等により損失を被れば²⁴⁾、投資価値が大幅に減少してしまうことになる²⁵⁾。このため、環境情報の開示を求める株主提案は、その投資を確実なものするためにも積極的に用いられるようになった。

その後、機関投資家等は、投資先の企業が、気候変動によりどのようなリスクを被ることになるかについて、情報開示を求めるようになった。2002年4月になると、米国における主要な機関投資家や環境活動団体の連合組織であるセリーズ(CERES)²⁶⁾は、気候変動と株主利益と関係について、「株主利益のリスクー気候変動と企業統治」という報告書を公表した。この報告書は、気候変動により影響を受ける可能性の高い産業、すなわち、交通、電力、エネルギー産業、森林業、農業、食品産業、保険業について、その根拠となる情報を提供する一方で、企業の取締役会や機関投資家が、気候変動に関してどのような対応を取るべきかがまとめている²⁷⁾。

2003年11月、セリーズと国連基金は、機関投資家サミットを開催した。同サミットでは、機関投資家が結集し、「気候変動リスクに関する投資家ネットワーク(Investor Network on Climate Risk)(INCR)」が設立された²⁸⁾。2005年5月に開催された気候変動に関する機関投資家大会では、米国の証券取引委員会に、環境関連情報を公開企業の財務情報のひとつとしてより一層開示させ

る必要性があり、さらに気候変動リスクも開示されるべきであるとの議論がなされた²⁹⁾。

株主による気候変動に関する情報開示を求める運動は、その後も続いている。事実、2001年の株主総会では、気候変動に関する株主提案が6つであったのに対して³⁰⁾、2009年にはこれまで最多の95の株主提案がなされている³¹⁾。また、2009年10月27日に、証券取引委員会の企業財務部が、従来は株主提案として株主総会に付議できなかった環境又は社会問題に関する当該企業のリスク評価の開示提案について、証券取引規則14-8条の解釈を内部法務会報14E(CF)により、これを認める変更を行った³²⁾。このため、気候変動に関するリスク開示を求める株主提案は、今後も増加するものと思われる。

一方、温室効果ガスの排出情報を、企業の年次報告書において開示させようとする州の試みも始まった。2007年9月、ニューヨーク州司法長官事務所は、Xcel Energy社をはじめとする電力会社5社に対して、州法の調査権限に基づき³³⁾、各社の気候変動に関する影響について、連邦証券取引法に基づく情報開示を含め、投資家に適切に開示しているかを明らかにすることを目的として、罰則付召喚令状を出した³⁴⁾。その結果、まず、2008年10月には、Xcel Energy社が温室効果ガスの排出に伴う財務リスクを財務諸表等で開示することに合意し³⁵⁾、他社の電力会社もこれに続いた。

また、業界ごとの気候変動に伴う財務リスク開示の努力も始まった。たとえば、2008年には、全米保険監督官協会は、保険料の総額が5億ドルを超える保険会社に対して、気候変動に伴う財務リスクを開示するように求めている³⁶⁾。

第3章 証券取引法における環境情報の開示規制と気候変動リスク

株式投資家は、投資判断を行うにあたり、公開企業が公表を義務付けられている財務諸表等を参考にしている。このため、もしも、公開企業が不適切な情報開示を行なった場合、それを信頼した投資家は不利益を被るおそれがある。先進国では、健全な証券市場を育成するために、このような不正が行われないうように、証券取引法による規制を行ってきた。米国では、連邦証券取引委員会が、証券取引諸法に基づいて、公開企業による財務情報の開示要件を定めるとともに、その実施を監視してきた。

今日では、伝統的な財務情報のみならず、より広い分野の情報も情報開示の

対象として証券取引委員会により規制すべきであると考えられるようになった。その代表的な分野が、環境関連情報であり、本稿では、その開示規制が気候変動リスクにいかに関適用されるかを考察する。

米国の企業が、環境リスクを開示する義務を負う根拠には、①証券取引委員会規則と、②企業の取締役が、受託者(fiduciary)としての信託義務から、委託者の最善の利益を守るため情報を提供し、勘定を報告する義務³⁷⁾とがある。このうち、以下では、①の証券取引委員会規則に限って解説する。

ある公開企業がどのように環境情報を開示すべきかについては、主として、証券取引委員会規則S-K³⁸⁾と同S-X³⁹⁾により規制されている。以下では、これらの環境情報の開示ルールのうち、気候変動リスクに対して適用可能性がある規則S-Kについて見ていきたい。

規則S-Kでは、連邦証券取引委員会へ申請を行うときに提出する登録届出書による開示方法と、株主への定期的な報告書などによる継続的な開示方法とが定められている。この規則の下では、必要な情報を文章により記述すること(narrative statements)が求められている。環境情報については、たとえば、事業の遂行に起因して提起された環境訴訟などについて、記述する必要がある。

規則S-Kにおいては、101項、103項、303項、及び503項が、気候変動リスクの開示を規制に関連している。

A. 規則S-K101項

規則S-Kの101項は、公開企業として登録する企業に対して、自社の事業活動を記述する義務を課すとともに⁴⁰⁾、その財務内容の情報開示を求めている⁴¹⁾。このうち、101項(c)(1)(xii)は、当該企業とその子会社が、連邦、州、および地方自治体による環境規制を遵守するために、設備投資が必要となる場合、収益が生じる場合、もしくは、その競争力に重大な(material)影響を受ける場合には、これに伴う適切な情報開示を行う義務があると定めている⁴²⁾。

具体的には、当該会計年度および翌年度の環境管理施設(environmental control facilities)に必要となる重大な費用については、その費用の見積りを開示する義務が課されている。同条項では、当該企業が、翌年度以降についても同じように重大な影響を受けると判断した場合には、翌年度以降の年度についても、この費用に関する情報開示を行う義務を課している⁴³⁾。

温室効果ガスの排出に関する規制が徐々に増加していることから、公開企業

は、その規制を遵守するために行った設備投資等について、この101項に基づいて情報開示を行うことになる。もっとも、このような地球温暖化に関する法規制は、新しい分野であることから、多くの企業にとって、その規制の影響をどのように評価すべきかが、課題となろう。もっとも、クリーンエネルギー導入に伴う環境管理施設に要した重大な費用等については、比較的簡単にその開示や見積もりを算出できると思われる。

B. 規則S-K103項

規則S-Kの103項は、公開企業に対し、同社（またはその財産及び子会社）が現在直面している訴訟等の法的手続（これには、司法機関における訴訟のみならず行政手続や命令等も含まれ、また、係争中のもののみならず、これから始まる訴訟等で、現に同社等に通知されたものも含まれる）の状況について、当該企業の業務に日常的に付随する訴訟を除き、簡潔に記述する義務を課している⁴⁴⁾。さらに、訴訟等に直面した企業が、実際に法的責任を負うことになり、これに要する費用を合理的に見積もることができる場合には、その額を明らかにしなければならない⁴⁵⁾。

この103項に規定された当該企業の業務に日常的に付随する訴訟を除外するという例外は、かつて情報開示に関する一種の抜け道になっていた。この問題に対処するため、連邦証券取引委員会は、この103項の解釈指針(Instructions to Item 103)において、この適用除外を限定的に解釈するという見解を明らかにした。すなわち、同解釈指針の5条において、環境問題にかかわる訴訟については、以下に記す条件のいずれかを満たす場合には、当該企業の業務に日常的に付随する訴訟とはみなされないとする限定解釈をとり、環境に関する訴訟等の情報開示を促進する方針を採用したのである⁴⁶⁾。

この解釈上のみなし規定において、当該企業の業務に日常的に付随する訴訟を除外するという例外として認められない場合とは、連邦、州、または地方公共団体の定める環境法に基づく訴訟等のうち、①これらの訴訟等が当該事業にとって重大なものである場合、または、その企業の財務状況に重大な影響をもたらす場合⁴⁷⁾、②このような訴訟等で請求されている損害賠償請求額や制裁（罰金等）の合計額が、その企業の現在の連結資産の10%を越える金額⁴⁸⁾に該当する請求を含むものである場合⁴⁹⁾、または、③政府機関がこのような訴訟等の当事者であり、当該訴訟において制裁措置（罰金等）が含まれる場合（ただし当

該企業が、当該訴訟等において利子などを除いた罰金等の合計額が10万ドル以下になると合理的に信じる場合を除く⁵⁰⁾、である⁵¹⁾。

なお、これら3つの要件のうち、②と③の要件は明確な情報開示基準であるのに対して、①の「重大な(material)」ものであるという要件は、必ずしも明確なものとは言えない。この点につき、連邦証券法に関する判例では、この「重大な」という言葉の意義を、「合理的な投資家が、利用可能な全情報に著しい違いをもたらすものとするであろう相当程度の可能性があること」する判断基準が確立している⁵²⁾。

この103項の解釈指針5条の3つの要件をみると、大企業の場合には、その連結資産が巨額であることから、①および②の要件を満たすことはまれである。しかしながら、③の要件は、たとえ大企業であっても、政府機関が提起した訴訟等において、罰金等の合計が10万ドルを超えると予想される場合には、たとえば、そのような罰金が同社の財務状況に重大な影響を及ぼさないものであっても適用されることになるので、その情報開示を行う義務が生ずることになる。

この103項は、温室効果ガスの違法な排出や、気候変動に伴う被害(コモンロー上のニューサンスで訴えられた場合等)が主張される訴訟等において適用されることになる。

C. 規則S-K303項

規則S-K303項⁵³⁾は、「財務状況と営業活動に関する経営者による検討と分析(MD&A)」をいかに記述するかを規定した条項であり、「経営者が、現時点で、ある傾向、需要、責務、事件、または、不確実性を認識しており、これが、当該公開企業の財務状況または事業の結果に実質的な影響をもたらすものと合理的に予測される場合には、情報開示義務が存在する」ことになる⁵⁴⁾。

この判断基準の下では、たとえば、公開企業は、長期にわたり多大なる利益を生み出してきた契約が、翌年度をもって終了するという事実がある場合には、この契約終了の事実と、その終了に伴って影響を受ける収入、純益、手元資金等に関する情報を開示しなければならないことになる。このような情報は、一般的な財務諸表には記載されてこなかったものであり、MD&Aによる情報開示によって、新たに開示されることになった情報である。

この判断基準の下で、気候変動リスクは、いつ、どのような場合に開示されなければならないのであろうか。それを考察する前に、上記の判断基準が出さ

れた後も、気候変動リスクの情報開示に関連する可能性のある判断基準が出て
いるので、見ておきたい。

1989年のMD&A 解釈指針においては、公開企業が実質的な影響をもたらす
出来事や不確実性について、いつ、どのように決定するかを分析する場合には、
まず、Basic v. Levinson 連邦最高裁判決⁵⁵⁾で示された蓋然性・重大性基準 (p-
robability/magnitude test) に基づくべきであるとされている⁵⁶⁾。この基準に
つき、同指針では、公開企業は、①開示されるべき情報と、②その開示が任意
とされている将来を考慮した情報とを区別することが勧められている。そして、
(1)ある傾向が実現する蓋然性を評価し、(2)経営陣がこれを決定しにくい場合
には、その傾向を客観的に評価するために、もしその傾向が実現したならば、
同社の営業に実質的な影響を及ぼすと考えられる場合には、その開示がなされ
なければならないとしている⁵⁷⁾。

2003年のMD&A 解釈指針では、MD&Aにおける不確実性に関する情報開
示には、①当該公開企業の営業に直接的または間接的に影響をもたらす財務的、
非財務的要素が含まれるのみならず、②当該企業において会計上の認識がなさ
れる前に、その財務状況や運営に重大な影響をもたらす蓋然性のある情報を認
識した場合には、この情報も含まなければならないことが明らかにされた⁵⁸⁾。
実務家の間では、この解釈指針が、科学的知見、法的規制、最近の判例のいづ
れもが支持している気候変動という重大な傾向にも適用されることについて、
一定の合意があるという⁵⁹⁾。もっとも、現時点では、気候変動リスクが当該企業
の財務状態に影響を及ぼすものであることを合理的に予測できる場合は限られ
るであろう。また、それが予測可能であるとしても、当該企業の資産、収支等に
重大な影響をもたらすことに合理的な蓋然性があると言える場合は限定され
ると思われる⁶⁰⁾。

しかしながら、たとえば、将来において温室効果ガスに関する法規制が米国
内で整備された場合、あるいは、気候変動に関する物理的リスクの知見が蓄積
されてきた場合には、この303項の下での情報開示が必要となろう。

D. 規則S-K503(c)項

規則S-K503(c)項は、当該公開企業に対して、その株式保有に関する重大な
リスク要因を開示することを求めている⁶¹⁾。このリスク要因は、当該企業が最
初に株式を発行するときの目論見書、及び、10-K 様式⁶²⁾における年次報告書に

記載される⁶³⁾。これに加え、10-Q 様式⁶⁴⁾による四半期報告書において、直近の年次報告書で報告されたリスク要因に重大な変更がある場合には、その記載が求められている⁶⁵⁾。

このリスク要因は証券取引委員会により重視されており、その記載にあたっては、簡潔かつ論理的に記載することが求められている⁶⁶⁾。このため、リスク要因を、報告書の長文または技術的な記述の中にまぎれさせて記述することは認められない⁶⁷⁾。

このリスク要因に関する情報開示規定は、気候変動リスクの情報開示にもっとも適していると評価できる。しかしながら、現時点で、同項に従って気候変動リスクを開示した公開企業はないようである。

第4章 カルパース等による要望書の概要

ここでは、本稿の冒頭で紹介したカルパース等による要望書の内容を紹介したい。具体的には、同要望書の「付属書 G 気候変動に関する情報開示に関する証券取引委員会による指針に関する提案の主要な要素」⁶⁸⁾を見ることにする。これを概観することで、機関投資家が気候変動に関する情報開示について、どのような要求をしているのかを具体的に理解できる。

本要望書が求めているのは、証券取引委員会が、気候変動により公開企業が負う実質的なリスクを開示させるための解釈指針 (interpretive release) を定め、公表することである。そしてこの解釈指針において、①当該リスクの評価方法と開示する情報の種類を定めた上で、②以下のリスクが実質的なものである場合には、その情報開示を命じるべきであるとしている。そのリスクとは、(i) 気候変動に伴う物理的リスク (資産への損害やプロジェクトの遅延等)、(ii) 現在および将来予想される温室効果ガス規制により生じる財務上のリスク、及び、(iii) 気候変動に伴う訴訟等の法的リスクである。すでに気候変動リスクに関する情報開示を行い始めている企業は存在するものの、その情報開示の内容は一定せず、矛盾するものもあることから、指針の制定を求めているのである。

また、これらの気候変動に関連する諸リスクのうち、実質的な偶発債務に該当するものについては、現在の証券取引委員会規則に沿った形で情報を開示することを求めている。そして、同指針では、偶発債務としての取扱いが必要となる気候変動の事例が明示されるべきであるとしている。より具体的には、規

則S-Kの下で、気候変動に伴う物理的リスク等のうち、どのようなものを偶発債務として把握すべきか、また、どの程度の正確性をもってこれを算出すべきかなどが問題になると指摘されている。

さらに、公開企業が、気候変動に伴う温室効果ガスに関する規制により、その財務状況と営業にどのような影響をもたらされるかを評価する際には、これに対応する自社の方針や管理システムを精査すべきであるとともに、その影響を収集・分析するための自社の組織を再検討するべきである、と指摘されている。

この要望書の中で掲げられた上記の具体的なリスク(i)、(ii)、(iii)の情報開示のうち、特筆すべきは(i)気候変動に伴う物理的リスクに関するものであろう。

そこでは、まず、公開企業は、気候変動に伴う物理的リスクとその影響が、当該公開企業の営業と操業(これには、人的・物理的財産、供給プロセス、流通網などが含まれる)にどのような影響をもたらすかを精査し、かつ、評価しなければならないとされている。この物理的影響の事例としては、暴風雨の頻繁な来襲、海面レベルの上昇、永久凍土層の融解、最高最低気温の更新などの気象パターンの変化が、企業の施設と操業にどのような影響をもたらすかという問題が掲げられている。また、土地に対する気候変動の影響や、水資源の不足や水質の問題、その他、公開企業の営業が依存している天然資源への影響、設備への損害、機材の使用効率の減少、気温変化の影響が労働者の健康にもたらす影響等も、物理的影響の事例とされている。

さらに、一部の公開企業にとっては、気候変動に伴う財務上のリスクが、当該公開企業以外の法人への物理的リスクにより生じることもあるとしている。たとえば、海岸沿いの不動産に対して生じる気候変動関連の物理的变化や危険は、そのリスク地域に不動産を所有する法人に融資している銀行に対して、実質的な信用上のリスクをもたらす可能性があるとされている。

また、気候変動は、公開企業の供給プロセスに、様々な状況で影響をもたらす可能性があると考えられている。たとえば、①気候変動により重要な材料等の供給が減少する可能性、②供給者側の社会的インフラに物理的損害が生じることで、その輸送に中断が生じる可能性、③気候変動に伴う物理的变化により、当該製品やサービスに対する消費者の需要が減少する可能性についても言及されている。

これらのリスクは、偶発債務として把握できる可能性があるが、従来の規則の下では、正面からその開示が要求されてこなかったと言える。

第5章 「気候変動に関する開示についての指針」の内容と影響

2010年2月2日、連邦証券取引委員会は、公開企業に対して、気候変動に関する評価を行い、財務報告書にその情報を記載することを命じる「気候変動に関する開示についての指針」(以下、「指針」)を採択した⁶⁹⁾。同指針は、これまで述べてきた解釈指針の制定要求に応えて、証券取引委員会が、初めて気候変動リスクをいかに開示すべきであるのかを明らかにしたものである。同指針の施行日は、同年2月8日である。

これが連邦証券取引委員会規則ではなく指針という形で定められたのは、既存の規則における開示ルールが、気候変動に関してどのように適用されるのかについて、証券取引委員会の解釈を明らかにするものであったことによる⁷⁰⁾。具体的に関連する主たる開示規則は、規則S-K、規則S-X、および、規則で明示的に開示が義務づけられていない実質的な情報に関する開示を規定している証券法規則408号(Securities Act Rule 408)⁷¹⁾と取引法規則12b-20号(Exchange Act Rule 12b-20)⁷²⁾である⁷³⁾。

この指針の適用範囲は広く、適用される業界を限定していない。また、気候変動の影響に関して、当該公開企業への影響のみならず、供給者や顧客への影響といった間接的な影響についても対象としている。具体的に、どのような場合に、どの程度まで気候変動リスクを開示すべきかは、当該公開企業の営業形態や操業の状況によって異なるものとなろうが、指針はその詳細については明らかにしていない。

気候変動が、連邦証券取引委員会に提出する文書において、どの部分に記載されるかは、その内容によって異なりうるが、「事業内容」、「現在直面している法的手続」、「リスク要因」、「財務状況と営業活動に関する経営者による検討と分析」などにおける記述が考えられるであろう。

今回の指針は、公開企業が気候変動に関する情報開示を準備する際に考慮すべき4つの具体的なポイントを示している。

その第1は、国内法令の影響である⁷⁴⁾。公開企業は、気候変動に関連する既存の連邦法、規則、州法、条例等により当該企業に生じる結果とプラスの機会との双方を考慮しなければならない。この例としては、二酸化炭素排出権取引に関する規制により生じる費用又は利益、排出削減のための設備・機器の改善

に要する費用、商品・サービスの需要の変化から生じる利益・損失の増減、一定の商品の原価の変動などが挙げられよう。具体的な記載事項の例としては、「事業内容」における記述では環境管理施設の設置に要する資本の予想⁷⁵⁾、「財務状況と営業活動に関する経営者による検討と分析」では、気候変動に関する法令等が当該公開企業の財務状況または事業の結果に実質的な影響をもたらすことが合理的に予測される場合の記述⁷⁶⁾、「リスク要因」としては気候変動に関する既存の法令、または、審議中の法令により当該企業に生じる重大なリスク⁷⁷⁾、「法的手続」については気候変動に関する法令等により提起された訴訟等に直面した場合、その損害賠償額や罰金等の予想⁷⁸⁾などが考えられる。

第2のポイントは、国際的な合意による影響である⁷⁹⁾。指針では、国内法令による影響と同様に、EU排出量取引制度や京都議定書等の国際合意により当該企業に実質的な影響を受ける場合も対象とされている。

第3のポイントは、法令または経済動向に関する間接的な影響である⁸⁰⁾。その例としては、温室効果ガスの影響により特定の商品やエネルギー源に対する需要の増減、気候変動に対応する技術革新に関する競争の激化、当該企業が排出する温室効果ガスデータに起因する企業評価によるインパクト、などが挙げられる。これらは、「リスク要因」や「財務状況と営業活動に関する経営者による検討と分析」における記述に反映されることになろうが、M & A等を伴う重要な戦略的変化が生じる場合には「事業内容」の箇所で記述されることになる。

第4のポイントは、気候変動による物理的影響である⁸¹⁾。この物理的影響には、洪水やハリケーン等の気象状況、海面上昇、水資源の枯渇や質の変化などが挙げられる。一定の企業は、その事業内容もしくは主力設備の立地条件等から、気候変動により生じる物理的変化に対して脆弱である可能性がある。例えば、沿岸部に操業が集中している場合や、主要な供給者や顧客の操業が混乱することによる間接的な影響、損害保険料・免責額の増額や保険そのものに加入できない可能性、農業の減産などの事態が懸念される。

このように見てくると、今回の指針は気候変動により生じる企業リスクや機会について、具体的に何を開示すべきかについて、明確な答えを示すものとはなっていない。その一方で、同指針は一般的なリスク要因を記述するだけではリスク開示としては不十分であるとしている⁸²⁾。このため、当該企業がシリーズ等による自主的な開示に参加しているのであれば、そのような開示情報を取り込んだり、保険業であれば、前述した全米保険監督協会による開示方法など

を連邦証券取引委員会への開示に取り入れるなどの方策が考慮されるべきであろう。将来的には、今回の指針に基づいた気候変動に関する情報開示の蓄積を受けて、証券取引委員会が、より詳細な指針や規則を定めていくことになると予想される。

わが国では、金融商品取引法上、有価証券報告書において投資家の保護に資する情報の開示が求められていると言えるが、具体的な開示方法や義務に関する規則等がないのが現状である。このような事態をなるべく早く打開し、環境情報、さらには、本稿で考察した気候変動リスクについても、開示に関する制度を早急に整備するべきであると考ええる。

註

- 1) 米国の証券取引法制の下における従来の環境情報の開示の詳細については、拙稿「企業による環境関連情報のディスクロージャー——米国証券取引法の下での偶発債務の開示とわが国への示唆」人間環境論集6巻1号1頁以下(2005年)を参照のこと。
- 2) 「米投資家、環境対策 開示迫る SECに法制化要望 CO2削減コストなど判断材料」(日本経済新聞2007年10月11日国際2面)。
- 3) 「カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト2006 グローバルFT500—225投資家(総資産31兆ドル)を代表して」(邦訳:日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所、2007年7月)。http://www.dbj.go.jp/japanese/download/br_report/ny/90.pdf (last visited December 2, 2010)。
- 4) 偶発債務とは、現時点では債務でないものの、一定の事由を条件として、将来債務となる可能性のある債務を意味する。
- 5) See Press Release, U.S. Securities & Exchange Commission, SEC Issues Interpretive Guidance on Disclosure Related to Business or Legal Developments Regarding Climate Change (Jan. 27, 2010), <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-15.htm>
- 6) 本稿は、拙稿「気候変動と企業統治」鈴木幸毅・所伸之編著『環境経営学の扉—社会科学からのアプローチ(第1版)』(文真堂、2008年)が改定されるに当たり執筆した予定稿に、加筆したものである。
- 7) 本稿の執筆にあたっては、以下の文献を参照した。Jayne W. Barnard, *Corporate Boards and the New Environmentalism*, 31 WM. & MARY ENVTL. L. & POL'Y REV. 291 (2007); Nickolas M. Boecher, *Exploring How Today's Development Affects Future Generations around the Globe: SEC Interpretive Guidance for Climate-Related Disclosures*, 10 SUSTAINABLE DEV. L. & POL'Y 43 (2010); Sung Ho (Danny) Choi, *It's Getting Hot Here: The SEC's Regulation of Climate Change Shareholder Proposals Under the Ordinary Business Exception*, 17 DUKE ENVTL. L. & POL'Y F. 165 (2006); Lisa Anne Hamilton, *Canary in the Coal Mine: Can the Campaign for Mandatory Climate Risk Disclosure Withstand the Municipal Bond Market's Resistance to Regulatory Reform?*, 36 WM. MITCHELL

L. REV. 1014 (2010); Theodore Keyes & Gina M. Schilmoeller, *Existing SEC Requirements Serve as the Baseline for Climate Change Risk Disclosure*, 7-2 ABA ENVTL. DISCLOSURE COMMITTEE NEWSL. 7 (2010); Kevin J. Klesh, Bret C. Cohen, & Mary Beth Houlihan, *SEC Issues Broad Interpretative Guidance Outlining Climate Change Disclosure Obligations for All Filers*, 7-2 ABA ENVTL. DISCLOSURE COMMITTEE NEWSL. 1 (2010); Jeffrey M. McFarland, *Warming up to Climate Change Risk Disclosure*, 14 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 281 (2009); David Monsma & Timothy Olson, *Muddling Through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non-Financial Information*, 26 STAN. ENVTL. L.J. 137 (2007); Roger A. Pielke, Jr., *The Case for a Sustainable Climate Policy: Why Costs and Benefits Must Be Temporally Balanced*, 155 U. PA. L. REV. 1843 (2007); Christina Ross, Evan Mills, & Sean B. Hecht, *Insurance Risk: Management Strategies in the Context of Global Climate Change*, 26 STAN. ENVTL. L.J. 251 (2007); Michael Sugar, *Massachusetts v. Environmental Protection Agency*, 31 HARV. ENVTL. L. REV. 531 (2007); Alison Torbitt, *Implementing Corporate Climate Change Responsibility: Possible State Legislative and SEC Responses to Climate Change Through Corporate Law Reform*, 88 OR. L. REV. 581 (2009); Perry E. Wallace, *Climate Change, Corporate Strategy, and Corporate Law Duties*, 44 WAKE FOREST L. REV. 757 (2009); Constance Wagner, *Corporate Environmental Reporting and Climate Change Risk: The Need for Reform of Securities and Exchange Commission Disclosure Rules*, 11 TRANSACTIONS 151 (2009); Kevin W. Weigand, *Climate Change Disclosure: Ensuring the Viability of the Insurance Industry While Protecting the Investor*, 34 WM. & MARY ENVTL. L. & POL'Y REV. 281 (2009). また、邦語文献としては、会計学の視点からこの問題を分析した川原尚子「企業年次報告における気候変動情報開示—SEC解釈通達『気候変動関連開示に関する委員会指針』の評価—」商経学叢57巻1号31頁、野崎麻子「投資家向け制度開示におけるサステナビリティ情報の位置付け・動向と課題-」トーマツリサーチセンター会計情報407号8頁を参照した。

- 8) See generally Intergovernmental Panel on Climate Change [IPCC], <http://www.ipcc.ch/> (last visited December 2, 2010).
- 9) Intergovernmental Panel on Climate Change, Working Group I, Climate Change 2001: The Scientific Basis 787 (J.T. Houghton et al. eds., 2001).
- 10) 「IPCC 第4次評価報告書統合報告書政策決定者向け要約（文部科学省・経済産業省・気象庁・環境省）」（平成19年11月17日）http://www.env.go.jp/earth/ipcc/4th/syr_spm.pdf.
- 11) See Kyoto Protocol, Status of Ratification, http://unfccc.int/kyoto_protocol/status_of_ratification/items/2613.php (last visited December 2, 2010).
- 12) See, e.g., Richard W. Thackeray Jr., *Struggling for Air: The Kyoto Protocol, Citizens' Suits Under the Clean Air Act and the United States' Options for Addressing Climate Change*, 14 IND. INT'L & COMP. L. REV. 855, 875 (2004).
- 13) Shamus Cooke, *Why Copenhagen Failed*, MARKET ORACLE, Dec. 19, 2009, <http://www.marketoracle.co.uk/Article15930.html>.
- 14) Notice of Denial of Petition for Rulemaking, 68 Fed. Reg. 52,922 (Sept. 8, 2003).

- 15) 549 U.S. 497 (2007).
- 16) *Id.* at 532.
- 17) *Id.* at 532-34.
- 18) Endangerment and Cause or Contribute Findings for Greenhouse Gases Under Section 202(a) of the Clean Air Act, 74 Fed. Reg. 66,496 (Dec. 15, 2009).
- 19) Notice of Decision Granting Waiver of Clean Air Act Preemption for California's 2009 and Subsequent Model Year Greenhouse Gas Emission Standards for New Motor Vehicles, 74 Fed. Reg. 32,744, 32,767, (July 8, 2009).
- 20) Exec. Order No. 13514, 74 Fed. Reg. 52,117-119 (Oct. 8, 2009).
- 21) American Clean Energy and Security Act of 2009, H.R. 2454, 111th Cong. (2009).
- 22) 米国の株主提案権については、次の論文を参照のこと。中原俊明「米国の株主提案権をめぐる近時の動向—通常業務執行事項 VS 公益的提案」志学館法学3号79頁以下。
- 23) See Robert Monks et al., *Shareholder Activism on Environmental Issues: A Study of Proposals at Large U.S. Corporations (2000-2003)*, 28 NAT. RESOURCES F. 317, 324 (2004).
- 24) たとえば、1989年にアラスカ州沖で大規模な原油流失を起こしたエクソン・バルディーズ号事件では、エクソン社は、その浄化に20億ドルもの費用を要した。See Nell Minow & Michael Deal, *Corporations, Shareholders, and the Environmental Agenda*, 12 CARDOZO L. REV. 1359, 1365-66 (1991).
- 25) See Mitchell F. Crusto, *Endangered Green Reports: "Cumulative Materiality" in Corporate Environmental Disclosure After Sarbanes-Oxley*, 42 HARV. J. ON LEGIS. 483, 490-91 (2005).
- 26) See CERES Home Page, <http://www.ceres.org/> (last visited December 2, 2010) (CERESは、Coalition for Environmentally Responsible Economiesの略語である)。
- 27) CERES Sustainable Governance Project, Value at Risk: Climate Change and the Future of Governance (2002), available at <http://www.ceres.org/pub/publication.php?pid=37> (last visited December 2, 2010).
- 28) このネットワークには、2010年の時点で90を超える機関投資家等が参加し、その運用資産の合計は9兆ドルを超えている。See generally Investor Network on Climate Risk, <http://www.incr.com/> (last visited December 2, 2010).
- 29) Eric Assadourian, *The Evolving Corporation: The Role of Stake-holders*, World Watch, Sept.-Oct. 2005, at 24.
- 30) Telephone interview with Douglas Cogan, Deputy Director, Social Issues Service, Institutional Shareholder Services (Feb. 6, 2007).
- 31) See Ceres, Shareholder Action, <http://www.ceres.org/Page.aspx?pid=428> (last visited Dec. 2, 2010).
- 32) See SEC Staff Legal Bulletin No. 14E(CF) (Oct. 27, 2009), available at <http://www.sec.gov/interp/legals/cfs1b14e.htm>. なお、株主提案とノーアクション・レターの関係に関するわかりやすい論考として、以下の文献を参照のこと。橋本基夫「株主提案のガイドラインを示す米国SEC規則の改正」資本市場クォーターリー1998年夏号、同「ノー・アクション・レターの実態」同号 <http://www>.

nicmr.com/nicmr/report/backno/1998sum.html.

- 33) See N.Y. Gen. Bus. , 358 (1996).
- 34) See Letter from Katherine Kennedy, Special Deputy Attorney Gen., Env'tl. Prot. Bureau, Office of the N.Y. Attorney Gen., to Richard C. Kelly, Chairman, President and Chief Executive Officer, Xcel Energy (Sept. 14, 2007).
- 35) In re Dynegy, Inc., AOD 08-132, 3-5 (N.Y. Atty. Gen., Dep'ts of Inv. Prot. & Env'tl. Prot., 2009).
- 36) See Nat'l Ass'n of Ins. Comm'rs., Insurer Climate Risk Disclosure Survey 1 (2008).
- 37) 企業の取締役は、投資利益を最大化する法的義務を負い、かつ、その受託者である株主への情報提供義務を負っていることから、気候変動に伴う情報開示もその義務に含めて考えるべきであるとの議論は、米国では、以前から存在している。See Rose Foundation for Communities and the Environment, *The Case for Incorporating Environmental Factors into Investment Management Policies* (2002) <http://www.rosefdn.org/images/EFreport.pdf> (last visited December 13, 2007). See also Jeffrey A. Smith & Matthew Morreale, *The Fiduciary Duties of Officers and Directors*, in GLOBAL CLIMATE CHANGE AND U.S. LAW 497, 497-529 (Michael B. Gerrard ed. 2007).
- 38) 17 C.F.R. §229 (2007).
- 39) *Id.* §210.
- 40) *Id.* §229.101(a).
- 41) *Id.* §229.101(b).
- 42) *Id.* §229.101(c)(1)(xii).
- 43) *Id.*
- 44) *Id.* §229.103.
- 45) See SEC Staff Accounting Bulletin 92, 56 Fed. Reg. 33, 376 (June 14, 1993) (codified at 17 C.F.R. pt. 229.103).
- 46) *Id.* §229.103, Instruction 5.
- 47) *Id.* at Instruction 5.A.
- 48) *Id.* at Instruction 5.B.この要件の下では、当該金額を計算するときには、利息と費用とを除外して算出する。*Id.*
- 49) *Id.*
- 50) *Id.* at Instruction 5.C. この10万ドルという金額に該当するか否かを決定するときには、同様の性格をもつ複数の訴訟等は、個別に扱われるのではなく合計して計算される。ここでも、その計算の過程においては、利息と費用とは除外して算出される。*Id.*
- 51) もちろん、これらのいずれにも該当しない場合には、その開示を行う義務はない。See *Crouse-Hinds Co. v. InterNorth, Inc.*, 518 F. Supp. 416, 474-75 (N.D.N.Y. 1980).
- 52) See *TSC Industries v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448-49 (1976).
- 53) 17 C.F.R. §229.303 (2009).
- 54) Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Operations, Exch. Act Release No. 6211, 52 Fed. Reg. 13,715, 13,717 (Apr. 26, 1987). See Jeffrey A. Smith & Matthew Morreale, *Disclosure Issues*, in GLOBAL CLIMATE CHANGE AND U.S. LAW 453, 458-68 (Michael B. Gerrard ed. 2007).

- 55) 485 U.S. 224 (1988).
- 56) *See* Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, 54 Fed. Reg. 22427 (May 18, 1989) (codified at 17 C.F.R. pts. 211, 231, 241, 271).
- 57) *Id.*
- 58) *See* SEC Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities Act Release No. 8350, Exchange Act Release No. 48,960, 68 Fed. Reg. 75,056 (Dec. 29, 2003) (codified at 17 C.F.R. pts. 211, 231, 241).
- 59) *Id.*; *see also* Jeffrey Smith, *Climate's Impact on Securities Disclosures*, 38 ENVTL. L. REP. NEWS & ANALYSIS 10128 (2008).
- 60) *See* SEC Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities Act Release No. 8350, Exchange Act Release No. 48,960, 68 Fed. Reg. 75,056 (Dec. 29, 2003) (codified at 17 C.F.R. pts. 211, 231, 241); *see also* SEC Division of Corporation Finance, Significant Issues Addressed in the Review of the Periodic Reports of the Fortune 500 Companies, www.sec.gov/divisions/corpfin/fortune500rep.htm (last visited Dec. 12, 2010).
- 61) Regulation S-K §229.503(c).
- 62) General Instruction C in Form 10-K. Form 10-K, 17 C.F.R. §249.310 (2007).
- 63) Form 10-K, at Item 1A. 10-K 様式とは、米国の公開会社に求められる財務諸表等の年次決算開示様式のことである。なお、小規模報告会社 (smaller reporting company) の場合には、年次報告においてリスク要因を開示する義務はない。*Id.* at Item 1A. この小規模報告会社とは、一般的には、証券の流通金額が7500万ドル未満の企業、または、証券が流通していない場合には収入が5000万ドル未満を意味する。*See* Regulation S-K, 17 C.F.R. §229.10(f)(1) (2008).
- 64) General Instruction C in Form 10-Q. Form 10-Q, 17 C.F.R. §249.308a (2007).
- 65) Form 10-Q, at Item 1A. 10-Q 様式とは、10-K の四半期開示に用いる様式のことである。小規模報告会社の場合には、年次報告においてリスク要因を開示する義務はないことから、四半期ごとのリスク要因の更新も求められていない。*Id.*
- 66) Regulation S-K §229.503(c).
- 67) *Id.*
- 68) Appendix G-Key elements of proposed SEC guidance on climate disclosure, http://www.edf.org/documents/7004_SECPetitionAppendixG_KeyElements.pdf (last visited December 2, 2010).
- 69) SEC Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Release Nos.33-9106, 34-61469, FR-82 (codified at 17 C.F.R. pts. 211, 231, 241).
- 70) *See* Guidance at 3.
- 71) *See* 17 C.F.R. §230.408.
- 72) *See* 17 C.F.R. §240.12b-20.
- 73) *See* Guidance at 12 -21.
- 74) *See id.* at 22-24.

- 75) *See* item 101(c)(1)(xii) of Regulation S-K.
- 76) *See* item 303 of Regulation S-K.
- 77) *See* item 503(c) of Regulation S-K.
- 78) *See* item 103 of Regulation S-K.
- 79) *See* Guidance at 24.
- 80) *See id.* at 25-26.
- 81) *See id.* at 26-27.
- 82) *See id.* at 22.