

2024 年 9 月 4 日 全 4 頁

米国 GHG 開示規則に関する SEC の主張

SEC には GHG 開示規則制定権限がないとの批判に対し詳細な反論

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国 SEC が制定した GHG 開示規則の無効化を求める裁判で、規則の効力を維持すべき理由を述べた反論文を SEC が提出した。
- 行政機関が制定した規則の効力を肯定的に考えるシェブロン法理によれば GHG 開示規則の効力を否定するのは難しいようにも思えたが、米国連邦最高裁判所は、別の裁判でこの法理を否認する判決を下している。
- SEC の反論にもかかわらず、GHG 開示規則の行方は、一層厳しくなったように見える。

混迷深める米国 GHG 開示規則

米国の上場企業に温室効果ガス（GHG）排出量や削減の取り組み等に関する情報開示を義務付ける規則（以下、GHG 開示規則）は、2024 年 3 月 6 日に米国証券取引委員会（SEC）で採択された¹のち、規則の無効化を求める訴訟が提起され、ひと月も経たない 4 月 4 日に SEC 自身が執行停止を決めた²。

執行停止後の裁判で、SEC は GHG 開示規則の効力維持を求めてきたが、8 月 6 日に詳細な主張を提出している³。SEC の主張は、大きく以下の 3 点に整理できる。

- ① SEC には GHG 開示規則の制定権限があること（ARGUMENT I）
- ② GHG 開示規則の制定プロセスは適正であること（ARGUMENT II、III、IV）
- ③ GHG 開示規則は、企業の表現の自由を侵害しないこと（ARGUMENT V）

SEC が、①の規則制定権限に関して冒頭で詳細に論じていることから見て、この問題が GHG 開

¹ SEC “[SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors](#)” (2024 年 3 月 6 日)

² 鈴木裕「実現に向け暗雲立ち込める米国の気候関連開示規制の行方」『週刊金融財政事情』2024 年 5 月 28 日号 pp. 22-25)

³ SEC “[On Petitions for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission](#)” (2024 年 8 月 6 日)

示規則の行方を左右しそうだ。以下、①②③について簡単に議論の内容を紹介する。

GHG 開示規則の有効性に関する SEC の主張

① SEC には GHG 開示規則の制定権限があること

SEC の規則制定権限については、規則の無効化を求める立場から 2 つの主張がある。一つは、重要問題法理 (major questions doctrine) との関係であり、もう一つは最近のシェブロン法理 (Chevron doctrine) 否認との関係だ。

重要問題法理とは、行政機関が経済的・政治的に重大な問題に対処する場合、明確な議会の委任がなければならないとするものだ⁴。気候変動に関連する開示規則を、証券行政の担い手である SEC が制定すべきだとする明確な委任が議会からあったのかという問題だ。GHG による気候変動は問題化してから日が浅い上、これまでの財務情報を中心とする開示事項とはかなり異質に思える。このような法制定時には意識されていなかった、新しく重要な情報の開示について、法改正なしで SEC が規則を制定できるのかが問われる。

もう一つの問題であるシェブロン法理の否認との関係は SEC にとってさらに対応が難しいかもしれない。シェブロン法理とは、行政機関が規制対象に精通していることから、規制に関する行政機関の判断を基本的には尊重すべきという考えだ。曖昧で抽象的な法律の記述を規則として現実に適用するためには、知見の豊富な行政機関の判断を尊重すべきであり、知見に乏しい裁判所が規則の効力を否定するには慎重であるべきという帰結になる。しかし、6 月 28 日に連邦最高裁判所は、シェブロン法理を否認する判決を別の裁判で下している⁵。これにより、行政機関が制定した規則について、規則制定権限や規則内容に関する行政機関の判断を裁判所が基本的に尊重するという姿勢は取れなくなる。

シェブロン法理が有効であれば、行政機関が制定する規則の効力を肯定する方向に作用するが、重要問題法理に該当すれば例外的に規則制定権限が否定される⁶。シェブロン法理が否認されたことで、行政機関の規則制定権限を白紙状態から検証することとなり、重要問題法理を適用するまでもなく裁判所が規則の効力を否定しやすくなるものと考えられる。

こうした裁判所の判断の変化によって、GHG 開示規則についても、SEC は規則制定権限を有していることを主張・立証する必要があるということだ。SEC は、上場企業の GHG 排出状況や削減への取り組みは、株価や業績に関係するのであるから、投資家保護や証券市場の秩序維持のために開示が必要であり、それは SEC のミッションそのものであると主張している。

⁴ 鳥毛拓馬「[バイデン政権の優先課題に立ちはだかる連邦最高裁判所の判断](#)」(大和総研コラム、2022 年 8 月 18 日)

⁵ [No. 22-451, 603 U.S. \(2024\). Loper Bright Enterprises v. Raimondo](#)

⁶ 重要問題法理とシェブロン法理の関係については、森田崇雄「[『重要問題』に係る行政機関の制定法解釈と Chevron 敬讓](#)」(『関西大学法学論集』第 67 巻 第 3 号 pp. 603-636)

② GHG 開示規則の制定プロセスは適正であること

GHG 開示については、これを証券市場の利用者が必要としているのか、また、規則制定プロセスで行われた意見募集の期間や手順が適正なものであったのか、さらには意見募集で収集された意見を適切に規則に反映したかなどが、規則の無効を求める根拠として主張されている。つまり、GHG 開示規則は適切な行政手続きを踏まえずに制定されたという批判だ。

これに対する SEC の答えは、当然ながら規則制定に至る行政手続きに不備はないというものだ。

③ GHG 開示規則は、企業の表現の自由を侵害しないこと

GHG 開示規則は、表現の自由を定める合衆国憲法修正第 1 条に反するとの主張も根強い。情報開示制度は、単なる事実を開示するものばかりではない。開示内容によっては、開示する企業に対する政治的・倫理的な評価につながりかねないものがある。GHG 削減は、自社にとっての重要課題ではないとか、現状の対応で十分であるなどと説明すれば、地球環境を破壊する企業だと批判される恐れがある。このような政治的・倫理的に自社を不利な立場に立たせかねない事項について、上場企業が沈黙することも消極的な言論行為であり、その保護は、積極的な言論を保護するのと同じくらい重要なはずだ。GHG 開示規則はこの意味で、企業の表現の自由の侵害となると批判されている。

SEC は、このような批判に対して、GHG 開示規則が求めているのは純然たる事実に関する (purely factual) 情報の開示であり、政治的・倫理的評価にかかわるものではないと論じている。投資家が投資判断を下す上で有益な情報であって、企業の取り組みの善悪を評価するようなものではないということだ。

厳しい今後の見通し

4 月 4 日の SEC による執行停止の決定文では、裁判確定までの間、上場企業を不明確な状況に置き続けることは適切ではないので、執行停止を決めたと記しながら、裁判では規則の正当性を力強く主張していくのだとしている。しかし、訴訟を担当することとなった第 8 巡回区控訴裁判所は、ほとんどの判事が共和党政権で任命されており、保守的な傾向が強い。SEC の言い分は通りにくいのではないだろうか。その上、連邦最高裁判所によるシェブロン法理の否認があった。この最高裁の判断が、GHG 開示規則にどう影響するか、意見は分かれてもいるが、SEC にとっては厳しくなるだろうという見方がある⁷。

このような状況ではあるが、他の規則によって上場企業に GHG 関連の開示が義務付けられる

⁷ Jon McGowan “[SEC Climate Disclosure Rule Is In Peril After Supreme Court Opinion](#)” (Forbes, 2024 年 7 月 1 日更新)

Ben Geman “[How the Supreme Court’s massive Chevron decision will affect climate policy](#)” (Axios, 2024 年 7 月 1 日)

可能性は残っている。カリフォルニア州の開示規則や、欧州の規則、また国際的な開示規則統合などの動きは軽視できない。

カリフォルニア州では、年間総売上高が 10 億米ドル超で、州内で事業を営む企業に対し、GHG 排出量等の開示を義務付ける州法が 2023 年 10 月に成立している。当初は、2026 年からスコープ 1、2 が、2027 年からスコープ 3 までの開示が求められる予定であったが、関連規則の制定が思うように進まず、適用開始は 2 年先送りされそうだ⁸。カリフォルニア州と同様の法律を制定する動きは他の州にもあり、いずれは開始されるこれら州法による GHG 開示に備える必要があると指摘されている⁹。

EU の「企業サステナビリティ報告指令 (CSRD)」も、GHG に関する開示規定を定めており、域外適用の規定によって、少なからぬ米国企業が影響を受けると言われている。米国内の開示規制では求められることのない、広範で複雑な開示負担が多くの米国企業に生じることとなる。また、国際的には ISSB (国際サステナビリティ基準審議会) が「気候関連開示 (IFRS S2)」に関する規則を公表している。GHG の排出量等の開示を定めた規定だ。

しかし、カリフォルニア州法は、適用開始を先送りしただけでなく、連邦政府の規制権限を侵害している恐れがあるとの指摘もある¹⁰。いったんは SEC が GHG 開示規則を策定したのであるから、各州がそれとは異なる規則を適法に設けることができるのかという問題もある。また、EU の CSRD の域外適用に関してバイデン政権は交渉の機会があったにもかかわらず米国企業に適用されることを許してしまったと、共和党は批判している。11 月の選挙結果次第では、この問題が再燃するのではないかと。また ISSB にはもともと強制力がなく、各国の規則当局に採否は委ねられている。SEC の GHG 開示規則でさえ暗礁に乗り上げている状態では、ISSB の IFRS S2 を国内規則化することはできないだろう。

世界最大の証券市場を有する米国は、GHG 開示規則をめぐる紛糾はしばらく収まりそうにない。わが国では金融審議会に「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」が新設され、検討が進められている。GHG などサステナビリティに関する開示規則を定める権限が金融庁にあることに疑問の声が、全くないというわけでもない¹¹。GHG 開示に関する SEC の規制権限をめぐる混迷を続ける米国の状況が、わが国での検討にどのような影響を及ぼすのか、要注目だ。

⁸ 鈴木裕「[カリフォルニア州気候変動開示制度が施行延期へ](#)」(大和総研レポート、2024 年 7 月 17 日)

⁹ Maureen Gorsen, Evan Grosch “[States Forge Ahead on Climate Disclosures as SEC’s Plan Drags on](#)” (Bloomberg Law、2024 年 5 月 23 日)

¹⁰ Kevin R. Feldis, Nancy Cruz “[California Enacts Broad Climate Disclosure Laws](#)” (Perkins Coie LLP、2023 年 10 月 19 日)

¹¹ 八巻高之「[問題だらけの脱炭素開示 米国は大幅後退、日本の金融庁に募る不満](#)」(「日経ビジネス 電子版」2024 年 5 月 13 日)