

2026 年 7 月 14 日 全 4 頁

気候関連開示を投資家は必要としているか？

米国気候関連開示規則廃止案を巡ってアカデミズムでも激しい論争

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 米国証券取引委員会（SEC）はバイデン政権下で制定された気候関連開示規則の廃止を検討しているが、このような情報開示が投資家保護のためであるのか、見解の対立が表面化している。
- 気候関連開示規則の廃止を支持する意見は、資産運用業者等による開示拡充の要望には、事業機会拡大やブランド向上などの利益が含まれており、このような動機へ対応するために企業の開示コストを増大させるべきではないと主張している。
- 一方、気候関連開示規則を支持する意見は、気候関連情報は企業価値や将来キャッシュフローの評価に有用であり、多くの投資家が求める情報であるため、比較可能で信頼性の高い開示制度が必要であると主張している。
- SEC が気候関連開示規則を廃止した場合でも、企業価値に重要な影響を及ぼす気候リスクについては開示の必要性が残ると考えられ、今後は一律的な義務開示ではなく、企業の規模や業種ごとのマテリアリティに応じた開示の在り方が改めて問われるだろう。

気候関連開示規則廃止案にパブリック・コメント

別稿¹で紹介したように、米国証券取引委員会（SEC）は、バイデン政権時に制定された気候関連開示規則²の廃止に向けて規則改正を提案し、パブリック・コメントを募集中だ。気候関連開示規則については、このような規則を制定する権限が SEC にあるのか、また廃止手続きは適正か、など法制度的な疑問が投げかけられている。それにとどまらず、気候関連開示規則に則って開示される情報が投資家からの需要に応えるものであり、投資家保護に資するものであるのか、という実体面の問題も指摘されている。

パブリック・コメントでは、個人や企業などから様々な意見が出されているが、本稿ではアカデミズムからの意見のうち、特に投資家需要や投資家保護との関連を取り上げる。規則制定権限や手続き面の適正性などは、わが国では問題化する可能性はほとんどないが、投資家需要との関連は、今後問題になり得ると思われるからだ。金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、今後、有価証券報告書の各種記載事項について、投資判断にとっての有用性を確認した上で整理していくという方向性が示されている³。

日本ではサステナビリティ情報の開示制度が制定されたばかりであるが、同様の開示制度である米国の気候関連開示規則は、一度は制定されたものの廃止が検討されている状況だ。

その理由の一つが、投資家需要との関連で疑問が提起されているためである。日本のサステナビリティ情報の開示制度の今後を見通すためにも、米国での廃止検討の状況は重要な先例となり得るだろう。

アカデミズムから気候関連開示規則の廃止案に賛成するものとしては、ジョージ・ワシントン大学、デラウェア大学のカニンガム教授や UCLA のベインブリッジ教授等、19 人の共同意見書がある。廃止案に反対するものには、ハーバード大学のコーツ教授や元 SEC 委員のヘレン・リー氏ら 6 人の共同意見書がある⁴。証券法やファイナンスの研究者の専門的な意見であるものの、あらゆる論点で妥協の余地が無さそうなほど対立している。

投資家需要と投資家保護

上場企業に対する情報開示制度は、投資家が合理的な投資判断を行うために必要な情報を提供することを目的としている。証券市場においては、企業と投資家の間や投資家同士の間に情報の非対称性が存在するため、企業に一定の情報開示を義務付けることで、市場の公正性を確保しようとしている。もっとも、情報開示制度が保護しようとしているのは、特定の投資家や

¹ 鈴木裕「[気候関連開示規則の廃止案を公表：米国 SEC](#)」（大和総研レポート、2026 年 6 月 2 日）

² SEC “[SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors](#)”（2024 年 3 月 6 日）

³ 金融庁 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第 5 回）「[資料 1 事務局説明資料](#)」p. 38（2026 年 5 月 18 日）

⁴ 両意見書は、SEC “[Comments on Rescission of Climate-Related Disclosure Rules](#)” に掲載

特定の投資方針を有する投資家ではなく、一般的・平均的な投資家である。そのため、開示義務の対象となる情報は、企業価値や将来の収益力、リスク等を評価する上で有用なものでなければならない。

ある種の情報について一部の投資家が情報開示を要望しているという事実だけでは、その情報を全ての上場企業に対して開示すべきとする根拠としては不十分だ。情報開示制度の目的は、投資家のあらゆる関心や要望を満たすことではなく、投資判断に必要な情報を提供することにあるからだ。特に多くの企業に一律に開示を義務付ける場合には、その作成、収集、検証、報告のために企業が負担しなければならないコストが無視できなくなる。新たなデータの収集体制の整備や外部専門家による保証、社内統制の構築などが必要となれば、企業は相当な人的・金銭的負担を負うことになる。そのコストは最終的には株主や顧客、従業員などが負担することになる。

このため、情報開示制度を設計する際には、投資家需要があるかという点だけでなく、その情報が一般的な投資家の投資判断に実際に役立つのか、開示によって得られる利益が企業に課されるコストを上回るのかという観点から慎重な検討が必要だろう。

賛否の意見対立

この点で廃止賛成意見では、気候関連開示の需要が存在するとは認めながら、資産運用業者が純粋に投資判断上の必要性からこれを要求しているのではなく、自らの ESG ブランドやグリーンイメージの向上、顧客獲得、スチュワードシップ活動の効率化といった利益とも結び付いている可能性を指摘している。そうだとすると情報生産コストを上場企業に負担させながら資産運用業者側が利益を享受する利益相反が生じ得るため、気候関連開示制度の根拠とすることには慎重であるべきだ、と主張している。つまり、投資判断形成のために情報を求めているのではなく、自社のある種のマーケティングの材料にするための要望だということだ。議決権行使助言業者や ESG 評価業者についても、気候関連開示制度の拡充によって経済的利益を得る立場にあることを廃止賛成意見は強調している。これらの業者は、ESG 評価、企業向けコンサルティング、サステナビリティ関連サービス等を展開しており、規則化や開示項目の増加によって自らの事業機会が拡大する可能性がある。そのため、これらの業者による気候関連開示拡充の要望を、そのまま投資家保護に資するものと解するべきではないと論じている。

一方、廃止反対意見は、気候関連情報を投資判断として活用するための投資家需要は確かに存在していると主張している。気候関連情報を必要としているのは一部の ESG 投資家ではなく、企業価値や将来キャッシュフローを評価しようとする幅広い投資家層であるとのことだ。大企業の多くが自主的に気候関連情報を開示していることは、投資家需要の存在を示す証拠として位置付けており、比較可能性や信頼性を高める形で開示制度を整備することこそ SEC の役割だと論じている。廃止反対意見は、気候関連開示の要望を単なる政策選好やマーケティングのためではなく、証券市場の効率性向上と資本コスト低下につながる市場インフラとして捉えてい

る。

今後の見通し

このように、投資家が気候関連情報を投資判断に反映させるため、つまり投資家保護に資するがゆえに気候関連開示を行うというバイデン政権時の政策については、賛否が対立している状況だ。しかし、現在の SEC が廃止賛成意見に立っていることは明白であるから、今後、気候関連開示規則は廃止される可能性が高い。

しかし、仮に資産運用業者や各種コンサルティング業者が気候関連開示を自社の業務のために利用する目的で要望していたとしても、それが企業価値、資本コスト、株価等資産価格に影響し得るのであれば、利用しようとする投資家はいるはずだ。誰が要望したものであろうとも、幅広い投資家が利用する可能性があるならば投資家保護に資すると言えるのではないだろうか。もともと、その場合でも、全ての上場企業に一律に開示を求めることには慎重であるべきかもしれない。エネルギー、化学素材、農業、自動車、などの業種では、気候関連のリスクが企業価値評価に関係することは否定しがたいが、他の業種であればその関連性は必ずしも高くない場合もあり、そのような企業にまで開示を義務付けるべきではないと考えることもできそうだ。

結局のところ、各企業が自社の気候リスクについてマテリアリティ（重要性）があると判断するのであれば、自ら開示を行うことになるのではないだろうか。米国の気候関連開示規則は、SEC の Regulation S-K と Regulation S-X に新条項を設ける形で制定された。しかし、気候関連開示規則以前から Regulation S-K に基づき、他のリスク要因と同様に、気候変動が事業リスクや財務状態にとってマテリアリティがある場合には、その影響を開示することが求められていた。したがって、2024 年に制定された気候関連開示規則が仮に廃止されたとしても、個々の企業にとってマテリアリティのある気候関連リスクについての開示義務まで消滅するわけではない。気候関連情報だからといって特別な条項を制定・適用するのではなく、マテリアリティがあるのなら既存の開示規則を適用できる、というのが現在の SEC の政策だ。バイデン政権時代の気候関連開示規則は廃止になるだろうが、気候関連情報が全く開示されなくなるわけではないように思われる。

日本においても、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループが、投資判断にとっての有用性を確認した上で、有価証券報告書の記載事項を整理していく方針であることは先述の通りだ。投資家需要が存在するかという点だけでなく、その情報が企業価値評価にどの程度有用であり、開示コストを正当化できるのかという観点から、サステナビリティ関連を含む情報開示制度の在り方が改めて問われることになるだろう。