

# 美國氣候資訊揭露政策 與法制的凝聚與消散

鄭瑞健\*

## 壹、引言

氣候資訊揭露制度在美國法制之所以能浮上檯面，主要還是靠拜登（Joe Biden）總統在任期間的強力推行；即便遭逢強烈的反彈，在妥協折衝後仍有相當程度的推進。然此得來不易的進展在川普（Donald Trump）總統上任後，在政策上有如「髮夾彎」式的180度大轉變；讓本就遭逢多方挑戰而前途未卜的氣候資訊揭露制度帶來毀滅性的變數。氣候資訊揭露法制本就為高度政治性的政策決定問題，此部分卻較少被著墨，恐令人看不清為何政策一變再變。為釐清此問題，本文嘗試從不同視角，從上而下切入，先點出證券主管機關對氣候議題的態度轉變，再回頭探討轉變的最上位核心思想，逐步往下，直到發布最後的規則。也因為本文著重於政策決定的論述，故特別重視相關草案與規則發布時，時任美國證券交易委員會（U.S. Securities and Exchanges Commission,

SEC）委員們的發言，便可見政治角力何處來，政策方向何處去。而這一套的「過去、現在與未來」，將對我國相關政策的形成，以及在思考該如何與國際規範接軌時，都有相當的參考價值。

## 貳、證券主管機關對氣候變遷議題的態度從保守轉趨積極

儘管美國有學者早於2007年便已指出，或可透過調整證券法規的重大資訊揭露制度來達成上市公司所應遵循的氣候變遷要求的方向，藉由將上市公司的ESG報告列入各式報表，並課予公司董事及負責相關業務之經理人監督責任（oversight responsibility），藉此促使公司展現其內部監控成效的機制<sup>1</sup>。然SEC對此類議題的態度僅是偶有回應，長年處於不太積極的狀態，此情形直至2021年方見改變的曙光。縱然SEC於2016年針對Regulation S-K所應揭露的內容的公開徵求意

\* 本文作者係東吳大學法律學系專任副教授，美國印第安納大學布魯明頓校區法學博士。

（本文為國家科學及技術委員會補助專題研究計畫112-2410-H-031-012-MY2之部分研究成果。）

註1：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, 176-185, 198-199 (2007).

見的340個問題中，僅有8個直接關於ESG，然此是SEC自1974年來首次針對ESG的系統性調查，故收到超過26,500則評論；其中約有八成贊成擴張公開揭露的範圍，僅有一成反對<sup>2</sup>。不過，有證據顯示證券發行人多不願擴張揭露的範圍至ESG的項目，其看法與證券投資人頗為分歧<sup>3</sup>。然SEC對此強烈要求並無具體回應，有學者甚至認為有證據顯示SEC希望將「條列式」的揭露規範模式更改為相對寬鬆的「原則性」的揭露系統<sup>4</sup>。

其實回頭觀察SEC於2010年發布的「氣候變遷資訊揭露指引」（下稱揭露指引）（Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change）便不難發現，該揭露指引針對Regulation S-K的Item 101的事業描述（description of business）、Item 103的現行法律訴訟（legal proceedings）、Item 503的風險因子（risk factors）、Item 303的管理階層的討論與分析（management's discussion and analysis），以及規範於Form 20-F的外國私人發行人（foreign private issuers）5個部分的指引內容，前4項關於Regulation S-K的部分都相

對抽象，只有第5項關於Form 20-F的部分，才有相對完整具體的指引<sup>5</sup>。

對照SEC「當時」謹小慎微的處理方式，也呼應了學者於2020年時仍認為SEC可能走向保守路線的觀察。即便在2021年9月，由SEC所發布的「公司氣候變遷資訊揭露的模板信件」（下稱模板信件）（Sample Letter to Companies Regarding Climate Change Disclosures），亦僅重申了2010年揭露指引的五個內涵，並對該指引內容作三項總結，指出其所欲揭露的內容主要包含：現行與仍在制定程序中關於氣候變遷的法規、命令，或國際協約所帶來的衝擊；對法規或商業趨勢帶來的間接結果；因氣候變遷所帶來的實害<sup>6</sup>。又2021年的樣板信件的內容僅分有一般事項（General）、風險因子（Risk Factors），以及管理階層關於財務狀況及執行結果的討論與分析（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations）三個項目<sup>7</sup>。雖整體上仍延續11年前的規格，但實質內容卻愈發簡化；可見當初在更新此模板信件時，SEC雖已於同年3月對氣候變遷的資訊揭露議題發布

註2：Cynthia A. Williams & Donna M. Nagy, *ESG and Climate Change Blind Spots: Turning the Corner on SEC Disclosure*, 99 TEX. L. REV. 1253, 1471-72 (2021).

註3：Virginia Harper Ho, *Disclosure Overload? Lessons for Risk Disclosure & ESG Reporting Reform from the Regulation SK Concept Release*, 65 VILL. L. REV. 67, 115, 116 fig.2 (2020).

註4：諸如SEC提出對Regulation S-K Items 101, 103, and 105的修正草案內容。See Williams & Nagy, *supra* note 2, at 1472-1473.

註5：U.S. SEC. & EXCH COMM'N, COMMISSION GUIDANCE REGARDING DISCLOSURE RELATED TO CLIMATE CHANGE (2010), <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>.

註6：U.S. SEC. & EXCH COMM'N, SAMPLE LETTER TO COMPANIES REGARDING CLIMATE CHANGE DISCLOSURES (2021), <https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-climate-change-disclosures>.

註7：*Id.*

徵求意見稿，然在新政策正式公佈前，實仍維持相對保守的規格行事。

然SEC先前的保守作為在應對氣候變遷相關的風險一題，可能無法給出有效的答案。參考一份由美國勤業會計師事務所（Deloitte）發布的研究報告指出，其分析S&P 500的公司於2020年11月9日至2021年3月15日間，其中的439家公司所發布的年報，得出SEC目前所做的努力並沒有達到其所欲產生的影響的結論；該報告並期待SEC當時即將發布的揭露與氣候相關風險的提案，希望藉由更完整的架構迫使公司強化揭露<sup>8</sup>。可見欲有效地促使上市公司將氣候變遷相關議題從「口惠而實不至」到「言行一致」，實有賴於主管機關施以更高強度的監理措施；進一步言，若欲有效地促使跨國企業全面性地為氣候變遷議題有所作為，亦有賴於全球性地整合公私協作，透過大國間的合作從證券監理層面著手，若能將監管標準做一定程度的全球化，方可能達成減緩地球暖化的目標。

## 參、氣候相關金融風險揭露之重要政策方針與草案

### 一、拜登總統發布之氣候相關金融風險行政命令

參前述，氣候變遷相關風險議題於美國雖

早有論者倡議，然達到檯面化引發眾人關注約莫要到2015年起始；直至2021年該議題則進入全面快速開展的時期，相關規範與文件如雨後春筍般地出現。其中具有帶頭作用的莫過於拜登總統於2021年5月20日所發布之「氣候有關金融風險行政命令<sup>9</sup>」（Executive Order on Climate-Related Financial Risk），此命令勾勒出美國政府因應氣候變遷議題的總體戰略方向，未來各級行政機關所頒布的因應氣候變遷的相關策應，皆為與此「總體戰略」方向一致的各別「戰術目標」。該行政命令全文共7個部分，其中前3項與本文較為相關，分述如下：

該行政命令第1項為「政策目標」（policy）；其開宗明義指出因氣候變遷日漸嚴重所導致的衝擊所體現的對資產、上市股票、私人投資，以及公司物質上的風險（physical risk）——例如日增的極端氣候風險導致供應鏈的崩潰<sup>10</sup>。再者，全球的能源升級從密集碳排放的能源轉型，而此工業製程對諸多公司、社區以及勞工體現了轉型上的風險（transition risk）；金融機構若無法妥適地估量此些物質上的風險與轉型上的風險，恐對美國的公司及市場的競爭力帶來威脅<sup>11</sup>。因此，行政團隊致力於精進政策，提出一致、清楚、淺顯易懂、可比較，以及精確的揭露對與氣候有關的金融風險，其中包含物理上與轉型上的

註8：DEAN KINGSLEY & MATT SOLOMON, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/22/sec-risk-factor-disclosure-rules/#5b>.

註9：EXEC. OFFICE OF THE PRESIDENT, EXECUTIVE ORDER NO. 14,030, 87 FEDERAL REGISTER 27967 (2021), <https://www.federalregister.gov/documents/2021/05/25/2021-11168/climate-related-financial-risk>.

註10：Id. at 27967.

註11：Id.

風險，並於2050年前達到零碳排放經濟的目標<sup>12</sup>。

其第2項為「應對與氣候有關的金融風險的策略」(Climate-Related Financial Risk Strategy)。命由協助總統綜理此事的白宮國家經濟委員會主委(Director of the National Economic Council)、國家氣候顧問(National Climate Advisor)協同財政部長(Secretary of the Treasury)與行政管理和預算辦公室主任(Director of the Office of Management and Budget)，於命令發布之120日內，制訂可供政府各層級參用的整合性策略，且須基於下述三點考量：第一，所有聯邦政府的計畫、資產與責任，皆需檢測、評估、減緩與揭露其所可能與氣候有關的金融風險，以促進聯邦事務得以長期穩定的運行；第二，對美國經濟的資金運用需緊扣2050年前達到零碳排的綠能目標，將地球平均溫度上升抑制於攝氏1.5度之內，以因應由氣候變遷帶來的長期嚴重的衝擊；第三，當面臨促進經濟機會、賦權於工與減緩環境傷害此等金融需求，特別涉及弱勢與有色人種群體時，私人與政府的投資該如何扮演互補角色來滿足此些需求<sup>13</sup>。

其第3項為「由金融規範制定者衡量與氣候有關的金融風險」(Assessment of Climate-Related Financial Risk by Financial Regulators)。為進一步具體優化符合本命令第1項的政策目標，其需與現行法規一致，並使其適當可行；據此，第一，財政部長身為

金融穩定監督委員會(the Financial Stability Oversight Council, FSOC)的主席(the Chair)，自應召集委員研擬下列事項：一、全面且詳細地評量有關氣候的金融風險(包含物理上與轉型上的風險)，以維護聯邦政府與美國金融體系的金融穩定；二、促進向委員會的會員機構及其他行政部門或相關機構妥適地分享與氣候有關的金融風險的數據與資訊；三、於此命令發布後180日內，集結會員機構集思廣益，整合在其現行政策與執行計畫中涉及與氣候有關之金融風險，向總統發布報告，其討論須包含：(一)藉由建立規範供機構遵行以減緩金融體系與資產中氣候相關的金融風險，諸如對任何有需要強化氣候相關的金融風險揭露，並提供踐行上述行動的通盤計劃；(二)審視現行法規中已含有與氣候相關的金融風險考量者，將其重新歸類於合適的法律規範與監理行動之中，並指出於重新歸整過程中可能遭逢的任何困難；(三)提出可識別影響美國金融穩定的與氣候相關的金融風險的流程建議；(四)提出任何減緩已識別的與氣候相關的金融風險的建議，包含擇定合適地修改現行法規標準或建立新制度；四、金融穩定監督委員會向國會提供的年度報告書須包含對與氣候相關的金融風險的評估<sup>14</sup>。

第二，財政部長應：一、指示聯邦保險局(the Federal Insurance Office)評估與氣候有關之議題，或補足對發行人的監理與法規缺

註12：Id.

註13：Id. at 27967-68.

註14：Id.

漏，包含金融穩定監督委員會對金融穩定的部分評估以及其他更進一步的評估，向州層級諮詢國內區域性的私人保險所涵蓋者，其中特別可能受氣候變遷衝擊所影響者，並指出於改革過程中可能面臨的主要阻礙；二、指示金融研究局（the Office of Financial Research）協助財政部長及金融穩定監督委員會評估與識別影響金融穩定的與氣候相關的金融風險，包含妥適地搜集數據，並主導影響金融穩定的與氣候相關的金融風險的研究發展<sup>15</sup>。

綜上所述，可知拜登當局於因應與氣候相關之金融風險之步驟有三：第一，整理現行法規並加以分類；第二，識別風險並確定方針目標；第三，提出重新整合後的新法案，確立新法規或制度以控制與氣候相關之金融風險。此步驟亦同於美國政府各級機關於下述所介紹之作為，故該行政命令可視為政府部門對應此類風險的總體目標，應無疑問；故於檢視美國各級行政機關所推行之相關報告與草案時，或可參照本行政命令所闡述之內涵，以判斷該內容是否與最初之目的相符。

## 二、金融穩定監督委員會發布之氣候相關金融風險報告

金融穩定監督委員會（Financial Stability

Oversight Councils, FSOC）亦遵循該行政命令指示，於2021年10月21日發布共有125頁之「氣候相關金融風險報告<sup>16</sup>」（Report on Climate-Related Financial Risk），現僅針對前言、執行摘要與委員會的建議之重點部分為介紹。該報告於「前言」部分即指出：金融穩定監督委員會乃基於華爾街消費者保護法所設，其創設之主要目標之一即為回應對美國金融系統穩定的現時威脅；而委員會第一次討論氣候相關的金融風險議題為2021年3月的會議，委員會將與氣候相關的金融風險視為對美國金融系統穩定的現時威脅<sup>17</sup>。藉由委員們的通力合作，致力於加強對與氣候相關的金融風險的理解，並採取必要的作為，以確保金融體系對此類風險有足夠的適應能力<sup>18</sup>。

在「執行摘要」中，對氣候相關的金融風險所帶來的衝擊有較為具體的描述：不論在美國或全球，與氣候有關的衝擊以氣候暖化、海平面上升、旱災、野火、嚴重的風暴，以及其他與氣候相關的災害事件已讓民眾與經濟付出重大的代價<sup>19</sup>。如此也促成了美國政府制定於2030的中程減碳目標與2050年達成零碳排放的長期目標；諸多高碳排放的產業，例如能源產業、交通產業、製造業與農業，在可能需要進行結構重大調整的過程中，須仰仗創新科技與全盤法規檢討的協

註15：Id. at 27968.

註16：FIN. STABILITY OVERSIGHT COUNCILS, REPORT ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL RISK (2021), <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC-Climate-Report.pdf>.

註17：Id. at 1-2.

註18：Id. at 2.

註19：Id. at 3.

助，例如稅務優惠等，都將廣泛的影響各個家戶、各類社群，以及諸多產業<sup>20</sup>。在完成此項進程的道路上，尚有諸多工作仍須完成；委員會了解採取即時行動來改善可獲取數據的途徑與檢測工具，提升對與氣候相關的金融風險的評估能力，並適度地將與氣候相關的金融風險納入產業風險管理的日常實踐，並符合受監管業者的監管期待<sup>21</sup>。

此外，金融穩定監督委員會的委員們亦應促成一致的、可比較的，以及有助於決策的揭露規範，讓投資人及金融機構得以將與氣候相關的金融風險納入作成投資及借貸決策時的評估機制<sup>22</sup>。因此，投資人、市場參與者，以及規範制定者都需要透過諸如更高強度與透明度的揭露規範，以獲取更好的數據與資訊，方能評量氣候相關的金融風險及其可能對金融系統造成的影響<sup>23</sup>。使用此類資訊將有助於檢測對個別機構、市場，以及整體的金融穩定；而在諸多可行的分析工具中，為能廣泛適用於各種機構的情境分析（scenario analysis）風險檢測工具便相當重要<sup>24</sup>。情境分析法提供一個結構清晰的路徑來預判未來潛在的與氣候變遷相關的風險；根據外國實踐的經驗，情境分析法也有助於各類機構、規

範制定者，與監管機關解讀數據與建立模型（modeling）的需求<sup>25</sup>。

該報告書的章節編排與內容概要如下：第一章，「緒論」：框架式地探討氣候風險為何能升級為足以影響金融穩定的風險，以及闡述委員會將如何探討此類議題的途徑與委員會的核心任務及法規義務相一致<sup>26</sup>。第二章，「對氣候相關金融風險於規範上及監理上的因應」：橫向檢視金融穩定監督委員會各委員（即美國各個金融監理機關的首長）現正執行的工作項目中，涉及氣候有關的金融風險及金融穩定者<sup>27</sup>。第三章，「氣候相關金融風險——數據與研究方法」：則著重在評估氣候相關的金融風險所用的數據與研究方法時所面臨的挑戰，並探討可能的解決途徑<sup>28</sup>。第四章，「氣候相關的訊息揭露」：探討具一致性、可比較性，及於決策時實用的與氣候相關的資訊揭露制度，並於評量與氣候相關的金融風險時，需思考如何為投資人、金融機構、規範制定者，以及大眾扮演務實的角色<sup>29</sup>。第五章，「對金融穩定評估帶來的可能影響」：呈現如何評估對與氣候相關的金融風險所造成對金融市場及金融機構的可能影響的關鍵爭議的方法，過程將著

註20：Id.

註21：Id.

註22：Id. at 3-4.

註23：Id. at 4.

註24：Id.

註25：Id.

註26：Id.

註27：Id.

註28：Id. at 5.

註29：Id.

重於風險評估工具的需求，並強調情境分析法於實際評估時對此類工具的發展與運用所扮演的重要角色<sup>30</sup>。第六章，「委員會的建議」：透過一系列的建議來整合此報告的分析成果，並著手於闡述透過本報告所發現的各種挑戰與需求<sup>31</sup>。

金融穩定監督委員會於該報告的「委員會建議」部分提出四大建議：第一、擴建機構職能與擴大工作職掌以因應與氣候相關的金融風險；二、補充氣候相關的數據及研究方法的不足；三、深化氣候相關資訊的公開揭露；四、評估並減緩氣候有關風險對金融穩定的影響<sup>32</sup>。以下分述之：

第一、關於擴大機構職能與執掌部分：委員會認為需進一步地將工作內容擴及於相關的數據、檢測、評估、監理，以及規範工具，並投入資源以強化需用來全面應對此類風險的專業職能；具體作法為提升在金融穩定監督委員會內部以及委員轄下機構所屬的人員專業職能與相關資源，以聚焦於氣候相關的各類風險、強化與社會大眾溝通，宣講政府致力於氣候變遷議題的努力與認識，並因應較容易受此類風險負面衝擊影響的族群<sup>33</sup>。

第二、關於數據與研究方法的問題：委員會指出相關數據與研究方法對所有人而言都是新的概念，可能面臨數據取得困難或因格式不同而無法立即使用的問題，故需要各委員

轄屬單位協調合作，建立通用尺規以標準化各種數據，方得分析與量化各種相關風險<sup>34</sup>。

第三、關於公開揭露的議題：委員會於此開宗明義點出透明化（transparency）是美國金融監理系統的核心概念，高質量的氣候相關揭露內容可提供有意義的氣候相關金融風險資訊，如此有助於提升此類風險的透明度；當公眾易於取得該資訊時，便有助於提升氣候相關風險評估能力，以保護投資人及市場參與者，並有助於發現真實價格以提升市場效率<sup>35</sup>。其特別於建議事項3.6及3.9強調，SEC正在建構要求證券發行人對氣候相關金融風險以及與ESG事項相關的揭露內容；金融穩定監管委員會受SEC工作的激勵，支持並協助SEC致力於研擬深化與氣候相關以及與ESG內容相關的揭露制度，提供投資人具一致性、可比較性，且可用於決策的資訊<sup>36</sup>。後委員會亦建議聯邦層級的銀行以及州層級的地方金融機構（含保險業）的監管者評估現行法制，並思考如何強化與氣候相關的金融風險的揭露規範；亦歡迎並支持由國際金融報告標準基金會（International Financial Reporting Standard Foundation, IFRS Foundation）所創設之國際永續標準委員會（International Sustainability Standards Board, ISSB），其致力建立具一致性且可比較的揭露事項以創造企業價值，並為完成可跨境通

註30：Id.

註31：Id.

註32：Id. at 118-25.

註33：Id. at 118-20.

註34：Id. at 120-21.

註35：Id. at 122.

註36：Id. at 122-23.

用的永續報告標準的目標<sup>37</sup>。

第四、關於緩和對金融穩定的影響部分：委員會認為要能夠正確評估氣候相關金融風險並認識其對金融穩定各個層面的影響，必須要繁複且持續地透過一系列本國面向及國際層級的分析；相關的應用工具仍處於發展階段，且氣候相關的金融風險可能因氣候本身的變化而以不同的形式呈現，故單憑過往的經驗似不足以應對<sup>38</sup>。故委員會的各個會員機構應在可行的範圍內盡可能與來自於政府、學界，公益團體，以及私人機構的專家通力協作；而情境分析方法可持續預測未來的發展趨勢，將有助於判斷將來的變化並決定政策，且該框架下所生的數據與研究方法，將可有效地識別並分析風險，此有助於檢討現行監理工具的不足，並提升監管密度以達有效可行的程度<sup>39</sup>。

#### 肆、由SEC發布之氣候相關資訊揭露之增進與標準化規則

##### 一、時任SEC委員對所發布之氣候相關資訊揭露之增進與標準化草案的評價

SEC原訂於2021年底發布之氣候相關資訊

揭露之增進與標準化草案<sup>40</sup>（The Proposed Rule of the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors）（下稱草案），幾經波折終於2022年3月21日發布。該計畫書雖達五百多頁，然或受限於政策形成階段，內容相對抽象，且此版本之主要目的之一即為由主管機關提出諸多問題，公開徵求大眾意見，以利草案能獲得更多的支持；因草案與最終發布之規則相去甚遠，故僅對時任SEC的4位委員（含主委）的聲明內容為重點整理，看見可能的走向。

首先，關於Gary Gansler主委的看法，其認為如果該草案能順利通過，將能提供投資人具一致性、可比較性，以及有助於投資決策的資訊；亦有助於發行人提供一致且清楚的報告內容，促其完成相關義務<sup>41</sup>。且該氣候相關資訊的揭露標準與證券法所採之標準相同，皆須為具重大性之訊息方有揭露之義務；而對重大性的判斷標準與現行標準並無不同，為一個合理的股東在為投資決定時有實質上的可能性認為該資訊是重要的，或有極大的可能因該資訊的揭露而改變其投資決策。該草案所欲上市公司揭露之資訊包含財務資訊與非財務資訊，並採用TCFD所制定的標準，務求與國際接軌<sup>42</sup>。

註37：Id. at 123.

註38：Id.

註39：Id. at 124.

註40：U.S. SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION, THE PROPOSED RULE OF THE ENHANCEMENT AND STANDARDIZATION OF CLIMATE-RELATED DISCLOSURES FOR INVESTORS (2022), [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf](https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11042.pdf).

註41：Gary Gansler, *Statement on Proposed Mandatory Climate Risk Disclosures*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/statement/gensler-climate-disclosure-20220321>.

註42：Id.

其次，同Gansler主委的看法，Caroline A. Crenshaw委員指出草案可有效填補美國市場的氣候相關揭露框架過時且不實用的規範真空，公司將不再無所適從，能知道該遵守什麼法規，要揭露什麼資訊，以及如何做到最好；這些正確、可信賴與可比較的資訊與數據也能作為投資人為投資決定時更有效的工具<sup>43</sup>。

此外，Allison Herren Lee委員的觀察亦與Gansler主委的看法一致，皆認為此草案採用TCFD與GHG Protocol的標準，有效回應了長久以來投資人與市場對SEC提升與氣候相關資訊揭露的期待<sup>44</sup>。其並進一步指出因氣候變遷而生對金融市場的物理風險與轉型風險之劃分包括但不限於信用風險、市場風險、保險風險、執行風險、供應鏈風險、評價風險，與流動風險；氣候變遷所帶來的壓力與急迫的風險不僅存在於投資人與公司端，資本市場與整體的經濟亦感同身受<sup>45</sup>。其並整理整部草案所呈現的三大面向：第一，本次所建

立的新標準乃基於TCFD揭露框架而設，內容包括氣候風險對公司經營的實質衝擊、公司治理的相關資訊、風險管理，以及應對氣候風險的策略；第二，對於財務資訊強制揭露的標準將被細分為與氣候相關的衝擊、耗費、估算，及預判；第三，將按GHG Protocol所劃定的標準強制揭露公司的溫室氣體排放量，其包含範疇一與範疇二，甚至是最小規模的範疇三亦包含其中<sup>46</sup>。而上述規範皆會按照公司的規模，由大至小分階段實施。

最後，Hester M. Peirce委員則扮演一隻黑烏鴉，針對本草案的內容提出種種質疑<sup>47</sup>。其不僅認為草案無法提供投資人具一致性、可比較，且值得信賴的公司氣候資訊揭露；甚至質疑該草案會損及現今花費數十年建立的監理框架所奠基的具一致性、可比較，且值得信任的公司資訊揭露，並認為此種根本性的改變將無法避免傷害投資人、經濟，以及SEC自身<sup>48</sup>。其認為草案所指稱之風險有些固為真實，然亦有相當部分僅為紙上談兵的風

註43：Caroline A. Crenshaw, *Statement on the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-climate-statement-032122>.

註44：Allison Herren Lee, *Shelter from the Storm: Helping Investors Navigate Climate Change Risk*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/statement/lee-climate-disclosure-20220321>.

註45：Id.

註46：Id.

註47：早在草案時期就有文獻指出SEC立法的三大困境：第一，SEC並沒有足夠的彈性以產業為單位制定規則；第二，揭露的費用遠大於立法的利益；第三，任何的強制揭露都有可能違反憲法第一增修條文。See Lisa Benjamin, *The SEC and the Climate Risk*, 40 UCLA J. ENVTL. & POLY 1, 48-49 (2022). 而此些困難即便在正式的行政規則發布後，仍無法有重大的改善。

註48：Hester M. Peirce, *We are Not the Securities and Environment Commission-At Least Not Yet*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/statement/peirce-climate-disclosure-20220321>.

險，而經理人卻需耗費心力調和此種風險；亦將驅使投資人檢視公司的目光從公司的財務表現轉移到氣候評價，不免本末倒置<sup>49</sup>。

其指出計畫書中有六大問題沒有確實交待：（一）在現行的揭露規範中已含與氣候變遷有關的重大風險時，要推行草案的規範框架需要一套令人信服的理性分析；（二）重大性的界線亦應交代；（三）對草案能如何生成可比較、具一致性，以及可信賴的揭露內容應提出具有說服力的說明；（四）此草案應建立在妥適的法規授權之上；（五）對公司因應草案所生費用的合理評估；以及（六）應誠實交代草案對投資人、經濟，以及SEC所造成的後果<sup>50</sup>。

針對上述六點重要內容經統整綜述如後：首先，其認為按照現行之Regulation S-K的Item 303, Item 103, Item 105、按1933年證券法授權制定之Rule 408，以及按1934年證交法授權制定之Rule 12b-20，只要該風險對公司財務情況的影響已達重大程度，公司早已在揭露因野火的財物所失、海平面上升的風險，以及因應氣候變遷的法規風險；此種方式乃依循傳統的重大性原則，而非草案所採之一體適用的框架<sup>51</sup>。詳言之，過往數十年來針對重大性理論的累積，便足以要求公司揭露與氣候相關的財務或非財務風險，今為單一目的放棄根基，採行可能更為抽象的標準，

其成果令人存疑；其並認為草案中所要求的揭露有些與重大性沒有連結，例如草案要求所有公司對範疇一與範疇二的溫室氣體排放做全面性的揭露，然此全無重大性的過濾機制<sup>52</sup>。至於有些符合重大性要件的揭露事項，原先就已規範於各處，如今的重新統整如同放棄過往數十年的積累而重新開始，徒然勞民傷財而已；此外，草案的各種揭露事項並不僅止於公司本身，對其供應商、客戶及僱員等的相關資訊亦需預測與揭露，如此推敲資訊的準確度便有待商榷<sup>53</sup>。一言以蔽之，要期待草案能帶來具一致性、可比較且值得信賴的揭露，不免緣木求魚。

其次，其指出SEC依據法律所被授予的任務為——保護投資人、促使集資順利，以及建立公平、有序並有效率的市場；如此不僅在法律層面的授權依據有問題，強制揭露公司於法不需說明的中性資訊，亦可能延伸出違反美國憲法第一增修條文的言論自由問題<sup>54</sup>。再者，即便通過授權依據的挑戰，為符合該草案所要求揭露之事項，對公司而言將會增加非常大的成本，其主因有二：（一）儘管TCFD算是個較多公司選用的自願揭露框架，然此仍非普世的標準，對大部分公司而言，此乃全新架構，為此所耗費其實不減反增；（二），公司其實不會有足夠的自信靠自己處理此類揭露，即便憑一己之力完成相關資

註49：Id.

註50：Id.

註51：Id.

註52：Id.

註53：Id.

註54：Id.

訊的搜集，然於最終製作報表時不免仍須委託第三方機構處理，徒增勞費<sup>55</sup>。

據此，Peirce委員認為草案若最終成為SEC所發布的規則，將會帶給投資人、經濟以及SEC傷害；其主要論述有二：（一）草案不僅在要求公司應揭露何種訊息，甚至在建議公司該做些什麼，如此對公司獲利的影響可能難以估量；（二）公司為此獲利減損並不是經理階層所要在意的事情，因為他們的薪酬還會與ESG的KPI掛鉤，故最終承接損失的仍是廣大的投資大眾，甚至受害最深的可能是依靠退休金生活的族群<sup>56</sup>。

Peirce委員的發言確實擲地有聲，有諸多發人省思之處。此草案亦有公開徵求意見程序，SEC接獲雪片般的意見書；故幾經延宕，最後遲至2024年3月6日才發布。而之所以延後的主因固然為來自各界的強烈反對聲浪，以至於最後所發布的規則之部分內容與先前的計畫書內容相去甚遠，特別是關於範疇三的溫室氣體排放部分；然於此之重大讓步，可能是之所以延宕多時的主因，甚或是最終能順利通過的關鍵所在。然與氣候相關金融風險之揭露已為不可逆的趨勢，現階段的重點為：如何在與氣候變遷有關的資訊揭露與公司的勞費增加及獲利減損間的平衡與取舍的問題。

## 二、SEC所發布之氣候相關資訊揭露之強化與標準化規則

資訊揭露之目的為藉由透明化的方式，讓投資人得以在獲取充分資訊的情況下，為其投資組合作諸如買進、賣出、持有、投票等投資決定；故為回應投資人對氣候相關資訊的需求，SEC發布氣候相關資訊揭露之強化與標準化規則<sup>57</sup>（The Final Rule of the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors）（下稱草案），針對上市公司之商業策略、營運績效、財務狀況、對此類風險的治理與管理，以及在各式財務報表中載明極端氣候事件與其他自然災害，對公司造成的實質重大影響<sup>58</sup>。

然許多公司現已提供部分之與氣候相關風險資訊，何需再由SEC為統一規範？係因美國雖有超過三分之一的上市公司揭露氣候相關風險，然大多數並非揭露於SEC所規範之報表文件；再者，雖約有兩成的上市公司提供範疇一與範疇二的碳排放資訊，其部分公司卻未揭露於SEC所規範之報表文件之內<sup>59</sup>。然若放眼羅素1000指數（Russell 1000 Index）的公司，則有九成的公司公開揭露與氣候相關之資訊，並有約六成之揭露乃基於GHG Protocol的標準；可知除規模相對較大之上市公司群體外，其他規模較小之上市公司現所提供之

註55：Id.

註56：Id.

註57：U.S. SEC. & EXCH COMMN, THE FINAL RULE OF THE ENHANCEMENT AND STANDARDIZATION OF CLIMATE-RELATED DISCLOSURES FOR INVESTORS (2024), [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf](https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf).

註58：Id. at 10-11.

註59：Id. at 11.

氣候相關風險資訊，因無法提供足夠細節、可信任，與可比較之氣候相關風險資訊，故恐難讓投資人為有意義的比較，便無法成為對投資人為投資決定時的有效工具<sup>60</sup>。

SEC為有效回應投資人的需求，故制定有助於投資人為投資決定之更全面的氣候相關資訊揭露，藉由提昇相關資訊之一致性、可比較性，以及可信度，來達成此目標，進而提升對投資人的保護；又因此資訊揭露對投資人之重要性甚高，故輔以受認證的公正第三方專業機構參與揭露，以免於因自願揭露而生之資訊不完整或不一致的缺失，經年累月後，即失去投資人為投資決定時的參考功能<sup>61</sup>。

SEC並參酌來自各界對草案的諸多建議，現發布之規則採取了強化一致性與可比較性，並聚焦於公司所面臨的實質重大風險，以及公司如何管理此些風險的揭露方式；總體而言，對上市公司採取下列要求：（一）對任何造成公司實質重大衝擊（impact），或理論上可能帶來實質重大衝擊之與氣候相關風險的敘述；（二）公司針對特定的揭露事項所採取之任何調和，或適應該實質重大之氣候相關風險之管理作為，如轉型計畫與情境分析等；（三）揭露公司董事會對氣候相關風險的任何監督，以及管理階層對該類風險的評估與管理；（四）公司用以評估與管理氣候

相關風險的任何程序與步驟的敘述；（五）對任何造成公司商業上、經營業績或財務狀況的實質重大影響（affect），或理論上可能帶來實質重大影響的資訊，均須揭露<sup>62</sup>。

再者，為有助於投資人評估特定形態的風險，故有下列要求：（一）對範疇一與（或）範疇二碳排放之揭露按公司規模為基礎，採分階段將實質重大的碳排放，以及各類報表所要求揭露之範疇一與（或）範疇二碳排放；（二）須於財務報表中揭露極端氣候與其他自然災害事件對公司造成的影響，諸如其費用與損失<sup>63</sup>。

SEC的草案收到了超過4500份個別格式的意見，以及超過18000份按照SEC提供格式回饋的意見<sup>64</sup>；SEC也採納其中部分意見，例如豁免對新興成長公司（emerging growth companies, EGCs），以及小型申報公司（smaller reporting companies, SRCs）對氣候相關風險的揭露義務；或按其規模，將來另立新法規範之<sup>65</sup>。並促使SEC在確保投資人資訊需求的原則下，多加考量上市公司之法遵成本、責任風險，以及SEC自身的法定職權，故較草案更為限縮對公司之負擔；並主要表現在以下兩點：（一）避免過度廣泛地揭露與氣候相關的資訊；以及（二）將與氣候相關資訊之揭露範圍與傳統的重大性原則對接<sup>66</sup>。SEC認為

註60：Id. at 11-12.

註61：Id. at 12.

註62：Id. at 15.

註63：Id. at 15-16.

註64：如此數量或許也反映出為何會費時兩年才能發布最終的行政規則的主要原因之一。

註65：U.S. SEC. & EXCH COMMN, *supra* note 57 at 17-18.

註66：Id. at 18-19.

按上述基於公司形式規模與實質揭露內容之限縮，足以降低公司的揭露成本，並參酌此類資訊揭露對投資人帶來的助益，便足以正當化該規則之合法性<sup>67</sup>。

SEC延續草案的基本架構，主要採TCFD與GHG Protocol的規範來建構揭露法規，並認為此法可調和公司的法遵負擔且有助於控制費用；且因TCFD與GHG Protocol為世界上相對較廣泛使用的標準，故採用此架構亦有助於將受美國證券法規規範的公司與不受美國證券法規規範的公司置於同一平台之上，以比較其相關成效<sup>68</sup>。

綜上所述，SEC將於Regulation S-K新增subpart 1500，並於Regulation S-X增設Article 14；具體而言，上市公司須揭露下列項目：

- (一) 任何經識別之氣候相關風險已經或很可能對公司有實質重大的衝擊，內容包含面對衝擊的策略、經營績效，以及對財務狀況的短期與長期影響；
- (二) 任何經識別之氣候相關風險，對公司現實或潛在的實質重大衝擊，諸如對公司策略、商業模式，與前景展望等，即便是不屬於報表格式所列舉之實質重大衝擊亦須揭露之；
- (三) 作為策略的一部分，假設公司已致力於調和或適應某項實質重大的氣候相關風險，該執行策略的直接結果，諸如所生之實際花費的質性與量化描述、經過管理階層評估之對財務實質重大衝擊之預測與假設；
- (四) 假設公司已制定轉型計畫，並著手管

理某種實質重大的轉型風險，則對該轉型計畫的描述，以及未來數年基於該計畫之更新與相關作為之揭露；

- (五) 若公司採用情境分析法，並據此認定某種氣候相關風險很可能對其事業、營運績效，或財務狀況造成實質重大衝擊，則須對該情境分析的使用情狀為有限度的揭露；
- (六) 公司為評估與管理氣候相關風險而採用內部碳定價，其具實質重大性者，應對內部碳定價之內容為有限度的揭露；
- (七) 董事會對氣候相關風險之任何監督，以及管理階層評估與管理氣候相關風險所處之角色；
- (八) 公司用於識別、評估，與管理實質重大的氣候相關風險之任何程序，對於正在管理中的風險，是否或該如何整合於現有之總體風險管理系統或程序；
- (九) 若公司設有足以實質重大影響或合理可能影響公司營商、經營績效，或財務狀況等與氣候相關之標的與目標，則對該內容應為有限度的揭露；
- (十) 大型加速申報公司（large accelerator filer companies, LAFs）或加速申報公司（accelerator filer companies, Afs）不適用相關豁免規定，其範疇一與範疇二的排放需遵循實質重大原則為部分揭露；
- (十一) 應揭露達最低申報門檻之因極端氣

註67：Id. at 19.

註68：Id. at 24-26.

候與其他自然災害，例如颶風、龍捲風、水災、旱災、野火、極端高低溫，以及海平面上升等，所生之資本化成本、支出費用、花費，與損失；

(十二) 對於碳抵換及再生能源信用額度或憑證有關之資本化成本、支出費用、花費，及損失，若為公司達成與氣候相關之標的與目標所用之實質重大部分時，須為揭露；

(十三) 公司任何與氣候相關之標的或轉型計畫，或為製作財務報表所用之估算與推測資訊，其實質重大風險與不確定性若繫於極端氣候或其他自然災害，需載明對此衝擊影響評估之質性敘述<sup>69</sup>。

此外，本規則採漸進式要求大型加速申報公司與加速申報公司發布範疇一與範疇二之碳排放，兩者均須於3年後的第一個申報時點（compliance date）發布有限確信之溫室氣體排放之第三方確信報告；大型加速申報公司則另須於7年後的第一個申報時點，改為發布合理確信之溫室氣體排放之第三方確信報告<sup>70</sup>。

### 三、時任SEC委員對此規則之背書與批評

SEC時任的5位委員（含主委）對本案之投票結果分別有3票同意與2票反對；然若論及對最終版本的內容真正滿意者，僅有2人，分別為Gary Gensler主委與Jaime Lizárraga委員。

Gensler主委身為掌握程序的倡議主導者，自然全面支持本規則。不過其特別強調今日所通過者為實實在在的行政規則，而不僅是指引性質的行政指導，且相關資訊需揭露於正式的報表文件，而非僅是上網而已<sup>71</sup>；主委特別強調SEC所規定應揭露之資訊皆須妥善置於相關報表，若違反SEC的規定將有相對應的處罰。

另一位全盤同意本次投票的Lizárraga委員，亦不免照本宣科地認為今日通過之內容無異於現存之揭露機制，並有效地回應了投資人需求與市場變化<sup>72</sup>。對於另外兩位委員的強烈反對，Lizárraga委員指出在本案所牽動的廣大利益之下難免會有反對意見，雖有人認為本次通過之內容太過激進，但也有人認為太過保守；故借用古諺「我們千萬不能讓『完美』變成『好』的敵人<sup>73</sup>」，認為這份雖不完美但達成有效平衡的規範內容，應要得到SEC的認可<sup>74</sup>。

註69：Id. at 27-30.

註70：Id. at 30.

註71：Gary Gansler, *Statement on Final Rules Regarding Mandatory Climate Risk Disclosures*, U.S. SEC. & EXCH COMMN (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624>.

註72：Jaime Lizárraga, *Enhancing and Standardizing Climate-Related Disclosures for Investors*, U.S. SEC. & EXCH COMMN (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/news/statement/lizarraga-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624>.

註73：Id. (“We must not let the perfect be the enemy of the good.”)

註74：Id.

雖不真正滿意法規內容，但仍投下同意票的Caroline A. Crenshaw委員即表示此版本實非她所望，其看待本規則僅是氣候風險揭露框架的樓地板（floor），勉強達到最低標準（bare minimum）而已；其主要認為範疇一與範疇二的揭露範圍不應僅限於實質重大訊息，並主張範疇三資訊揭露的功能，強調不應將其全部刪除<sup>75</sup>。其認為本規則所規範者遠遠不夠，當日是為避免讓法案整個被否決，而勉強同意<sup>76</sup>。Crenshaw的觀點其實是最為開放，本屬孤獨的先行者；卻反以有總比沒有好，先求有再求好的思維行事，實屬為求規範至少能順利催生，故而妥協的典型範例。

屬反對者之一的Hester M. Peirce委員則以檢討法規實質內容的方法論述其反對理由，並總結下列質疑：

- （一）雖遵行本案規範所生之相關費用相較於草案已驟降許多，但仍可能佔據公司年度揭露成本的15%，在此前提，我們是否要回頭檢視公司數年前的預估

內容的正確性；若是，該以何種尺規以確保其客觀；此外，固然大型加速申報公司與加速申報公司可自行決定何謂應揭露的範疇一與範疇二的實質重大訊息，然我們是否明瞭公司對實質重大性評估所生之費用到底有多貴<sup>77</sup>？

- （二）各個公司現所揭露之相關資訊是否反能映出相同程度的一致性、可信賴性與可比較性；若否，我們要花多少時間才可能達到如此程度的要求<sup>78</sup>？
- （三）即便排除範疇三的揭露，範疇一與範疇二的溫室氣體排放仍為有別於SEC的其他揭露內容，甚或是全新的內容；若是，我們有充分的授權依據制定此規範嗎<sup>79</sup>；此類規範在執行上又會遇到什麼特殊考驗呢<sup>80</sup>？
- （四）假設我們有廣泛的授權來強制氣候揭露，我們是否有權限取代加州近期發布，企圖成為全國標準而創設的揭露法規<sup>81</sup>？
- （五）因為對自然環境狀況的條件沒有明確

註75：Caroline A. Crenshaw, *A Risk by Any Other Name: Statement on the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/news/statement/cresnshaw-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624>.

註76：Id. (“Ultimately[,] today's rule is better for investors than no rule at all, and that is why it has my vote.”)

註77：Hester M. Peirce, *Green Regs and Spam: Statement on the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, U.S. Securities and Exchange Commission, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624>.

註78：Id.

註79：此類違憲議題雖在美國遇到很大挑戰，然若於我國，則情況可能將大幅改觀；關於112憲判字第5號判決對證交法授權明確性的寬鬆認定的介紹，請參閱：吳秦雯（2023），〈ESG之公司永續資訊揭露義務與憲法〉，《月旦法學教室》，254期，第9頁。

註80：Peirce, *supra* note 77.

註81：Id.

定義，故可否擴張解釋何謂嚴苛的自然環境狀況？世界性的衛生疾病大流行是否屬嚴苛的自然環境狀況；若是，則是否受規範；若否，是否有不適用之明文；為何投資人不需要載有此類事件之花費或損失等等揭露內容之財務報表<sup>82</sup>？

(六) 即便揭露成本已較草案減輕許多，本案仍將面臨諸多考驗；假設公司在建置新資產時考量洪水的風險，在過去兩百年中每十年會遭遇一次洪災，那相關的管理措施該被分類為調和氣候風險的活動，還是轉型計畫之中？若公司非因氣候變遷之緣故，而係基於消費者的需求發明新的低碳商品或擴大現有的低碳商品供應，依據本規則該如何分類；公司該如何揭露可能因選舉結果而急劇轉變之轉型風險<sup>83</sup>？氣候相關風險是否包含因消費者需求、政治、法律或其他因素導致電動車需求降低的情況；汽車製造商為迎合消費者喜好而不再側重電動車的發展，此是否為一種轉型計畫<sup>84</sup>？

(七) 假設公司都花費相當程度的時間與金錢，致力於在各方面都達到強制揭露的要求，那公司基於過往經驗，能否預期新的規範與過往之內部控制的審計制度有何可能的異同之處？我們過往所學所知的經驗，於此能否適用<sup>85</sup>？

(八) 本規則允許公司聘雇非審計人員提供第三方確信報告，那是否能取得主計總處的法遵建議與不行動處分書？若可，則SEC該如何評估此建議與處分書<sup>86</sup>？

另一位反對的Mark T. Uyeda委員則以更為直白的陳述，赤裸裸地表達其反對意見，其論述主要可分為下列5部分：

#### (一) 創造了一條可利用SEC的揭露體系達成私人政治或社會目的之路

有心人士只須先購買上市公司股票成為主要目的不在追求投資回報的另類股東<sup>87</sup>，藉由持股迫使公司揭露對其重要的政治或社會相關議題<sup>88</sup>，然此議題卻無涉於公司經營及絕大多數股東的利益；待一些上市公司屈從於他們的需求，便轉而要求SEC將此揭露規則適用於所有的公司<sup>89</sup>。一旦SEC屈服，未來將

註82：Id.

註83：Id.

註84：Id.

註85：Id.

註86：Id.

註87：然有學者指出：按其觀察，股東看重ESG基金與公司重視ESG目標並非單純為了道德理由或親社會意願（prosocial willingness）而犧牲獲利，其乃基於其能提供永續的長期價值或更高的風險調適能力給股東。See Dorothy S. Lund & Elizabeth Pollman, *The Corporate Governance Machine*, 121 COLUM. L. REV. 2563, 2566 (2021).

註88：BlackRock與其執行長Larry Fink自2015至2019年對氣候變遷議題造成的影響，請參閱：Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. 1243, 1272-75 (2020).

註89：Mark T. Uyeda, *A Climate Regulation Under the Commission's Seal: Dissenting Statement on the*

會有更多濫用SEC職權來制定揭露特定政治與社會議題的情況發生，此舉恐將步步侵蝕SEC作為獨立金融管理機關的評價<sup>90</sup>。

## （二）SEC不尋常地對涉及經濟與政治的重大政策決定行使職權

本案在Regulation S-K與Regulation S-X中新設氣候變遷的章節，將促使氣候相關議題凌駕於上市公司所面對之其他所有課題；且本案要求公司揭露氣候相關之標的與目標，然SEC並無其他任何類似的揭露規定，諸如在商業上其他更重要的財務績效、產品開發、客戶獲得，與市場擴張的相關大小目標，都沒有任何揭露規範。總而言之，本案的通過將使氣候相關揭露成為一個有別於SEC所有其他揭露體系的全新類別；而如此沒有界限的規範與授權，就彷彿SEC不認為自身受有某種程度的限制，宛若沒有極限的存在<sup>91</sup>。

## （三）SEC應重新發布草案以免在程序上恐有違法之虞

在全面刪除揭露範疇三的碳排放，以及其

他諸多實質上的重要修正，本案與草案有極大程度的差異；故應重新提案，此舉至少能對受法規影響而生之成本與費用有更好的分析<sup>92</sup>。再者，先前的探討大多聚焦於範疇三的碳排放，而其他諸多修正大多未經公眾表示意見，甚或未曾得到關注，故應提出新草案，敘明更新後的經濟分析，並參酌公眾意見修正後，再為提案表決<sup>93</sup>。

## （四）將對董事會與管理階層的運營造造成重大的侵擾

即便最終沒有任何資訊被揭露，本案在實務上仍將耗費董事與管理階層諸多時間與資源來思量、討論，與處理氣候變遷；審計委員會、律師與會計師均不能倖免於難<sup>94</sup>。據此，SEC將創造公司可能忽略或無法足夠關注其他更為嚴重且立即的風險衝擊；尤有甚者，公司為免於潛在的責任，可能會自願對氣候相關風險為過度的揭露——即難免將實際上不是實質重大風險者列為實質重大資訊<sup>95</sup>而揭露之<sup>96</sup>。即便最終公司沒有揭露任何訊

*Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosure for Investor*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Mar. 6, 2024),

<https://www.sec.gov/news/statement/uyeda-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624>.

註90：Id. 此外，亦有學者警示SEC處理ESG與氣候變遷相關的揭露時，仍應秉持維護公平有序的效率市場準則，避免僅為達到某些社會目的而耗費股東財富；且SEC並無處理氣候、多元，以期其他社會政策的專業與政治基礎，久而久之將對SEC造成傷害。See Paul G. Mahoney & Julia D. Mahoney, *The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 840, 840-41 (2022).

註91：Uyeda, *supra* note 89.

註92：Id.

註93：Id.

註94：Id.

註95：關於美國與我國之重大性內涵之釐清與比較，請參閱：黃朝琮（2022），〈環境、社會與治理（ESG）資訊揭露之規範——以重大性之判斷為核心〉，《臺北大學法學論叢》，122期，第6-25頁。

註96：Uyeda, *supra* note 89.

息，卻仍需要耗費相當資源搜集與處理氣候相關資訊，例如對溫室氣體排放的預估、為達有效揭露的控制與程序，以及對財務報告的內部控制；至此，對上市公司而言，氣候議題幾乎無所不在<sup>97</sup>。本案將培養一干經濟受益者，但需謹記在心的是：諸多法遵的花費沒有一分一毫真正用在降低碳排放<sup>98</sup>，而股東終將為此買單<sup>99</sup>。

#### （五）豁免規範的不夠完備恐將損及外國公司對美國資本市場的興趣

本案僅免除新興成長公司與小型申報公司對於溫室氣體排放的揭露，故其仍須揭露氣候相關風險，恐將影響未來公司上市的意願；同時也不要以為降低對大型加速申報公司與加速申報公司的溫室氣體排放範圍（即排除範疇三）真能帶來什麼有意義的舒緩，畢竟僅需上市公司的流通市值達2億5000萬美元者就要揭露，實在太低<sup>100</sup>。再者，SEC應承認外國公司於該國所適用之氣候相關揭露標準，如此將有助於取得外國政府的相互承

認，可使在海外營運的美國公司受惠；可惜今日的局面轉為令美國公司須面對多重規範（multiple regulations）的問題，將使美國資本市場較不受外國公司的青睞<sup>101</sup>。

#### 伍、氣候相關資訊與風險揭露的現在與未來

如前所述，氣候變遷議題在美國其實已不是新議題，一直以來的難處在於能否有效的規制；如此情形直至拜登總統發布氣候相關風險行政命令後，方漸成風行草偃之勢。在FSOC發布氣候相關金融風險報告後，在相當程度上已可預見SEC在不久之後即會發布涵蓋範圍既深且廣的草案，勢必造成一波震動；而SEC也沒有讓大家失望，順勢提出了震撼各界的草案。草案之所以能引發大地震倒也合情理，畢竟這時候不發動，待規則發布就已落實底定；再為修正不但曠日廢時，且幅度有限。正因如此，從草案到規則的正式發

註97：Id.

註98：因為從證券監理的面向處理氣候議題，主要的規範層面在於「揭露」；故嚴格論之，揭露本身並無法降低任何碳排放。然此論述稍嫌嚴格，揭露本身固然無法直接將地碳排放，但公司為了揭露內容所做的減碳努力，都是源自於揭露規範轉變公司政策與行為而生的間接減碳成果，不可不察。故有學者認為欲達成公司減碳目標的手段不會是透過揭露，而是要從董事與公司的契約內容著手，提出「綠藥丸」（green pills）的觀念。See John Amour et al., *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, 65 ARIZ. L. REV. 285, 321-336 (2023). 此外，能影響公司行為者主要有內部控制與外部監督兩種方式，氣候變遷議題若在法規層面的外部監督遭逢重大挑戰時，從內部控制層面調整之，或許是另一種可行的方法。See Aneil Kovvali, *Stark Choices for Corporate Reform*, 123 COLUM. L. REV. 693, 745-754 (2023). 我國文獻亦有類似見解，指出ESG訴求僅係公司治理之手段。請參閱：莊永丞（2023），〈論我國ESG之揭露法治——從永續報告書揭開ESG面紗〉，《東吳法律學報》，35卷2期，第14-16頁。

註99：Id.

註100：Id.

註101：Id.

布，幾乎耗費兩年；時間雖長，卻不太意外。

綜觀SEC的草案與最後的規則，兩者最大的差距在於範疇三的排放；然即便SEC放棄範疇三碳排放的揭露，該規則仍受到反對者非常劇烈的反擊。僅僅在規則發布兩天後——即2024年3月8日，就有公司向美國聯邦第五巡迴法院對該規則聲請行政中止（administrative stay），而法院亦於同年3月15日准許之；故該規則將暫不生效，直至法院有進一步動作<sup>102</sup>。於同年3月21日，全美已有9個挑戰此規則的案件<sup>103</sup>，分訴於6個聯邦巡迴法院之中；於同年3月22日經公開抽籤，由聯邦第八巡迴法院合併承審上述案件，前述聯邦第五巡迴法院准許之行政中止亦解除之<sup>104</sup>。SEC並於同年4月4日發布命令

（order），宣布在聯邦第八巡迴法院做成判決前，將依職權暫停該規則的執行，並強調會積極捍衛該規則的法律效力<sup>105</sup>。

在川普總統上任後的3個月，時至2025年2月11日，SEC代理主席Mark Uyeda發布聲明，表達他已請求法院不要安排案件的言詞辯論，以便讓SEC有足夠的時間重新考慮其立場；並指出SEC在辯護中所採的立場不能反應他的看法，且SEC的成員組成亦有變化<sup>106</sup>。同日，Caroline A. Crenshaw委員亦明確地表示：「自從規則通過之後，唯一改變的是政治因素，而非實質內容；因此不贊同代理主席片面採行的立場<sup>107</sup>。」不意外地，於2025年3月27日，SEC宣布委員們投票決定不再為其所提出的這份所費不貲且過度侵擾（costly and unnecessarily intrusive）的規則做任何的抗

註102：Cydney Posner, *Fifth Circuit Grants Motion for Administrative Stay of SEC Final Climate Disclosure Rules*, COOLEY'S PUB. CO. PRAC. (Mar. 16, 2024),

<https://cooleypubco.com/2024/03/16/fifth-circuit-grants-stay-climate-rules/>.

註103：其實全世界的氣候訴訟早在多年前就已多方開展，其重要案件與分類，參閱：Maria L. Banda & Scott Fulton, *Litigating Climate Change in National Courts: Recent Trends and Developments in Global Climate Law*, 47 ENVTL. L. REP. NEWS & ANALYSIS 10121, 10122-10133 (2017).

註104：Cydney Posner, *Stay of SEC Climate Disclosure Rules Lifted*, COOLEY'S PUB. CO. PRAC. (Mar. 22, 2024),

<https://cooleypubco.com/2024/03/22/stay-climate-rules-lifted/>.

註105：U.S. SEC. & EXCH COMM'N, IN THE MATTER OF THE ENHANCEMENT AND STANDARDIZATION OF CLIMATE-RELATED DISCLOSURES FOR INVESTORS, 2 (2024),

<https://www.sec.gov/files/rules/other/2024/33-11280.pdf>.

註106：Mark T. Uyeda, *Acing Chairman Statement on Climate-Related Disclosure Rules*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Feb. 11, 2025),

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-statement-climate-change-021025>.

註107：Caroline A. Crenshaw, *Statement on Pause in Litigation Concerning the Climate-Related Disclosure Rule*, U.S. SEC. & EXCH COMM'N (Feb. 11, 2025),

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-statement-climate-related-disclosure-rule-021125>. (“The only things that have changed since the Rule was passed have been matters of politics and not substance. As such, I disagree with the position unilaterally taken today by the acting Chairman.”)

辯<sup>108</sup>。據此，該規則的命運很可能由政治始，亦由政治終。

## 陸、結論

綜上所述，該規則在聯邦第八巡迴法院的訴訟雖尚未決，結果卻不容樂觀<sup>109</sup>。不管最終判決為何，氣候相關資訊與風險揭露的戰

爭將不會停歇，而這樣的紛擾，或許隱約應證了本案實為高度政治與社會爭議的論調。即便SEC現在選擇鳴金收兵，仍不代表未來SEC就不會處理氣候變遷議題；但即便日後有所動作，未來可能還需要更為收斂地溝通，最終才可能有尊重與妥協，進而取得共識的餘地，以降低政治上的負面觀感，並減緩對社會的各種衝擊。

註108：U.S. SEC. & EXCH COMMN, SEC VOTES TO END DEFENSE OF CLIMATE DISCLOSURE RULES (2025), <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2025-58>.

註109：尚且不論是否會因違反言論自由而違憲的爭點，本案可能的結果或許會近似於今年(2024)二月底發布，耗費四年多才由DC聯邦地方法院判決之股東會投票顧問機構行政規則一案，因SEC制定之行政規則超越法規授權範圍而違法。關於ESG相關議題的強迫言論可能違憲的論述，請參閱：Mark R. Kubisch, *ESG, Public Pension, and Compelled Speech*, 11 TEX. A&M L. REV. 71, 71-77 (2023). 關於投票顧問機構行政規則違憲案的歷程與介紹，請參閱：Cydney Posner, *After 1676 days, DC District Court Holds Proxy Advisor Rule Invalid*, COOLEY'S PUB. CO. PRAC. (Feb. 28, 2024), <https://cooleypubco.com/2024/02/28/court-holds-proxy-advisor-rule-invalid/>.