



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

サステナビリティに関する開示（3）

－日本の動向－

2023年4月28日（金）15:00～16:55

オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	関西大学大学院法務研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

サステナビリティに関する開示

－日本の動向－

早稲田大学大学院法務研究科教授

黒 沼 悦 郎

目 次

- | | |
|---------------------------|-------------------------------------|
| 1. 背景 | 則) |
| (意義) | (従業員の状況欄における開示) |
| (金融庁の態度) | (女性活躍推進法) |
| (コーポレートガバナンス・コード (CG コード) | (育児・介護休業法) |
| (国際的な動向) | (趣旨) |
| (スチュワードシップ・コードの 2020 年改訂) | (問題点) |
| (CG コードの 2021 年改訂) | 5. 将来情報の開示 |
| 2. マテリアリティの基準 | (開示ガイドライン当初案) |
| (意義) | (私見) |
| (DWG での議論) | (パブリックコメント) |
| (内閣府令等の改正) | (適用範囲) |
| (検討) | (後段部分) |
| 3. サステナビリティ情報の記載欄の創設 | (検討) |
| (改正内閣府令) | (記述情報の開示の好事例集) |
| 4. 記載内容 | 6. 任意開示書類の参照 |
| (全般的事項) | (効果) |
| (4つの構成要素の区分) | 7. その他の動向 |
| (記載方法) | (段階的な適用の可否) |
| (気候変動開示の特則?) | (サステナビリティ基準委員会 (SSBJ) と開示基準の法的位置付け) |
| (GHG 排出量の開示) | (保証の在り方) |
| (検討) | (ロードマップ) |
| (多様性を含む人的資本に関する開示の特 | 討論 |

○川口 定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、早稲田大学の黒沼先生から、「サステナビリティに関する開示－日本の動向－」と題

してご報告いただきます。

それでは、よろしくお願ひいたします。

○黒沼 早稲田大学の黒沼です。よろしくお願ひします。

多くの資料をお送りしましたけれども、主としてレジюмеに沿って話をしますので、お手元の資料やレジюмеを参照しながらお聞きいただければと思います。

1. 背景

(意義)

まず、サステナビリティに関する開示とは、企業と社会の持続可能性に関する情報を企業に開示させることをいいます。

サステナビリティに関する開示を企業に求めることには、社会の持続可能性を確保するという意義と、いわゆる ESG 投資を行っている投資者に判断資料を提供するという意義があり、いずれの意義を重視するかによって開示の在り方も変わります。端的に言うと、社会の持続可能性を確保するには、開示だけでは足りないので、企業行動を直接規制する必要があると、EU ではその方向に一步踏み出していると言えらると思います。

(金融庁の態度)

金融庁は、2018 年頃まで、サステナビリティ情報を法定開示の対象とすることにどちらかというところ消極的でした。2018 年 6 月 28 日の金融庁のディスクロージャーワーキング・グループ報告 (DWG 報告) は、「有価証券報告書では、公益又は投資者保護のため必要かつ適当な事項を記載することが求められており、個別に記載が求められている事項のほか、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項 (いわゆる ESG 要素) が発行体の事業や業績に重要な影響を与える場合には、有価証券報告書の経営方針、経営環境及び対処すべき課題等、MD&A、事業等のリスクの項目において、それらの事項についての開示が求められる」と述べ

るにとどまっていた (7 頁注 17)。

つまり、ESG 情報が重要ならば、記載欄を設けなくても有価証券報告書に記載しなければならないことになっているから、非財務情報の充実を求めた当ワーキンググループの報告では ESG 情報は取り上げないというわけです。しかし、実際には、統合報告書など任意開示を行っている企業でも、有価証券報告書にサステナビリティ情報を記載する企業は少なかったのです。

(コーポレートガバナンス・コード (CG コード))

CG コードも、2021 年改正前までは、原則 2-3 において、上場会社は社会・環境問題を初めとするサステナビリティを巡る課題について適切に対応すべきであるとし、補充原則 2-3 ①は、「近時、こうした課題に対する要請・関心が高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである」とするにとどまっていた。

つまり、提言は、「適切に対応する」といったどのような意味にも解釈できる抽象的なものであり、また、文言では「積極的・能動的」という言葉を使っていますが、社会の関心が高まっているから対応すべきであるという受動的なものであったと言えらると思います。

(国際的な動向)

こうした政策が転換したのは、今回のシリーズでご紹介いただいた国際的な動向であります。

イギリスでは、上場企業及び大企業に気候変動開示を義務付ける会社法改正を行い、2022 年 4 月 6 日以降に開始する会計年度から適用を開始しました。

EU では、企業サステナビリティ報告指令 (CSRD) 案を公表し、2023 年会計年度から適用開始としたほか、2022 年に企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令案を公表しました。

アメリカでは、SEC が 2020 年 8 月に「人的資本

に関する開示規則」を改正し、2020年3月に気候変動関連の開示規制の改正案を公表しました。

任意開示の世界では、金融安定理事会（FSB）の下に設置された気候関連財務情報タスクフォース（TCFD）のフレームワークの活用が盛んとなり、IFRS財団は、2021年11月に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を設立し、同審議会は、2022年3月にサステナビリティ開示基準の公開草案を公表しました。

これに対応して、日本においても、財務会計基準機構（FASB）が2022年7月にサステナビリティ基準委員会（SSBJ）を設置し、同委員会が開示基準の検討を開始しています。

（スチュワードシップ・コードの2020年改訂）

また、機関投資家のスチュワードシップ活動については、日本版スチュワードシップ・コードの2020年改訂により、指針1-1に「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく」という文言が付加されました。

これは、「運用戦略に応じた」との限定付きであり、サステナビリティを考慮しないという運用戦略を選択することも可能であるものの、考慮した運用を行うことが推奨されていると言えます。

（CGコードの2021年改訂）

さらに、CGコードの2021年改訂では、補充原則2-3④において、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理といったサステナビリティの課題を具体的に示し、「こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し」という従来あった文言を削除しています。

また、プライム市場上場会社に対しては、補充原則3-1③において、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影

響についてTCFD又はそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実が求められています。

このような内外の動向を反映して、サステナビリティ関連項目、特に気候変動対応、人的資本への投資、多様性の確保等を法定開示に取り込むかどうか、2021年9月に開始されたディスクロージャーワーキング・グループ（DWG）の議題とされました。DWGでの議論は、2023年1月31日改正の内閣府令等に反映されていますので、3以下において、改正点ごとに検討することとしたいと思いますが、1点だけ、DWGの議論を少し詳しく見ておきたい点があります。それは、マテリアリティと呼ばれている問題です。

2. マテリアリティの基準

（意義）

DWGでは、重要なサステナビリティ情報の開示を求めるとしても、企業は何を基準として重要性（マテリアリティ）を判断するのかが、まず議論の対象となりました（資料①）。

気候変動を例にとると、気候変動が企業に与える影響を基準とする「シングルマテリアリティ」のほか、企業が気候変動に与える影響が重要な場合も開示の対象とする、EU指令で採用されている「ダブルマテリアリティ」があります。

このほか、金融庁資料（資料①の10頁「開示における重要性」）に記載のある「ダイナミックマテリアリティ」と「ビルディングブロックアプローチ」を挙げています。

このうちビルディングブロックアプローチは、企業価値を基準とする開示をベースラインとし、各国が独自の政策により開示項目を追加するという方式です。これは重要性の基準とは言えないと思います。

ダイナミックマテリアリティとは、

①社会が地球温暖化を意識するようになる場合には、人・環境・経済に与える影響も報告事項に入る。

②投資家が企業のネットゼロ移行を市場の価格

付けに考慮し始めると、サステナビリティ情報も報告事項に入る。というもののようです。

これは、社会や投資家の関心に応じてサステナビリティ情報が企業価値に影響するので、その限りで開示対象になるというものであり、企業が気候変動に与える影響も開示対象とすべきだという説明には使えても、社会の関心や投資家の投資基準を誰がどう判断するのかを明確にすることができず、重要性の具体的な判断基準としては使えないのではないのでしょうか。

例えば、地球温暖化法による温室効果ガス（GHG）排出量の開示の義務付けによって、対象企業に対する社会の関心が示されているから、当該事項を有価証券報告書の対象にすべきだというのであれば、それは開示義務化の説明に使っているにすぎないように思います。

また、機関投資家が気候変動への対応を議決権行使基準に入れていることから、投資家の関心があるというふうに認める場合も同じことではないかと思えます。

これに対し、個々の企業がそれらを判断して開示対象とするかどうかを決めるという枠組みでダイナミックマテリアリティの考え方を基準とすることは難しいのではないかと思われるわけです。

（DWG での議論）

DWG では、ダブルマテリアリティやダイナミックマテリアリティを採用すべきだとする意見もありましたが、有価証券報告書への記載を求めるのだから、企業価値への影響を基準とするシングルマテリアリティを取るべきだとの意見が大宗を占めました。

そこで、DWG 報告の記載では、現在の「記述情報の開示に関する原則（2019年3月）」において、重要性は投資家の投資判断にとって重要か否かにより判断すべきとされていることを示したうえで、「企業価値に関連した投資家の投資判断に必要な情報が開示されるよう、金融庁において、国際的

な動向も踏まえつつ、「記述情報の開示に関する原則」を改訂すべきである」としています（資料②5頁）。

（内閣府令等の改正）

これを踏まえた内閣府令等の改正では、投資家の投資判断にとって重要か否かに従うという従来の「原則」を維持したまま、「記述情報の開示に関する原則（別添）－サステナビリティ情報の開示について－」（開示原則別添）（資料③）を発出しました。

そこでは、「サステナビリティ情報の開示における「重要性（マテリアリティ）」の考え方を含めて、今後、国内外の動向を踏まえつつ、本原則の改訂を行うことが考えられる」という DWG 報告と同様の文章が記載されています。これは、海外の動向によってはダブルマテリアリティに移行する可能性もあり、その場合にはこの別添の改訂で行うという意味だと思われます。

（検討）

そこで簡単に検討を加えますと、後述のように今回の改正では、地球温暖化法の適用対象企業について、GHG 排出量の開示を厳密には、法的には求めていません。

そのような帰結となったのは、気候変動関連において最も重視されている GHG 排出量は、企業価値に対する影響ではなく、社会に対する影響を基準としなければ、開示項目として出てこないものだからではないのでしょうか。つまり、地球温暖化法は社会に対する影響を基準として GHG 排出量の開示を求めているのであり、それを有価証券報告書の記載事項とするには、ダブルマテリアリティの採用が必要だということです。

今回、シングルかダブルかという理念が先にあったのか、GHG 排出量の開示を有価証券報告書で求めないという結論が先にあったのかは分かりませんが、重要性の基準としてダブルマテリアリティを採用しなかったことは、海外に比較して日本

の開示が遅れているという印象を与える点で残念だと思っています。

3. サステナビリティ情報の記載欄の創設 (改正内閣府令)

改正内閣府令は、有価証券報告書の「第一部 企業情報」の「第2 事業の状況」の中に、「サステナビリティに関する考え方及び取組み」の記載欄（サステナビリティ記載欄）を新設することとしました。

独立した記載欄を設けることについて、DWG ではほとんど異論がありませんでした。この開示欄は、気候変動に限らず、サステナビリティ情報全般に適用されるものです。

そこで、サステナビリティ情報の範囲が問題となりますが、開示原則別添において、「国際的な議論を踏まえると、例えば、環境、社会、従業員、人権の尊重、腐敗防止、贈収賄防止、ガバナンス、サイバーセキュリティ、データセキュリティなどに関する事項が含まれ得る」とされています。これは、おおむね ESG 情報と呼ばれる情報の範囲と一致します。

もともと、有価証券報告書には、「第4 提出会社の状況」の中に「コーポレートガバナンスの概要」の記載欄があり、別途、ガバナンス情報の開示の充実が図られてきています。したがって、サステナビリティ記載欄におけるガバナンスとは、提出会社の企業統治に関する情報を除いた、腐敗防止などを代表例とする企業行動に関する情報というふうに捉えるべきでありましょう。

この改正内閣府令による開示は、2023年3月31日以降に終了する事業年度に係る有価証券報告書から適用されます。

4. 記載内容 (全般的事項)

サステナビリティ記載欄においては、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標及び目標」の4つの構成要素を記載することになりますが、

第二号様式の記載上の注意（30-2）a、b（資料④34頁）において、「ガバナンス」と「リスク管理」については全ての企業が記載し、「戦略」と「指標及び目標」については、重要なものについて記載することとされました。

「重要なものについて記載する」とは、DWG 報告を踏まえると、各企業が重要であると考えられる場合に記載しなければならないという意味です。以下、記載上の注意は全て第二号様式、有価証券届出書のものを参照しますが、ご存じのとおり、これらは第三号様式で準用されていますので、中心となる開示媒体は有価証券報告書とお考えただいて結構かと思えます。

この4つの構成要素は、TCFDの枠組みに由来するものです。サステナビリティ報告などの任意開示では、この枠組みを採用するものが多く、後にISSBの公開草案に取り入れられています。

4つの構成要素のイメージをつかむために、TCFDが望ましいとしている開示項目を見ると、それは金融庁資料の「TCFD提言①（推奨される開示項目）」という表に記載のとおりとなっています（資料①13頁）。

「記載上の注意（30-2）a、b」によると、「ガバナンス」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し、及び管理するためのガバナンスの過程、統制及び手続をいい、「リスク管理」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会を識別し、評価し、及び管理するための過程をいいます。

したがって、「ガバナンス」の開示を義務付けることは、有報提出会社がサステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し管理するための手続を整えることを要求し、「リスク管理」の開示を義務付けることは、サステナビリティ関連のリスクを管理するよう要求することに等しいこととなります。「ガバナンス」の整備の典型例は、サステナビリティに関する委員会の設置でありましょう。

他方、「戦略」とは、短期、中期及び長期にわたり連結会社の経営方針・経営戦略等に影響を与

える可能性があるサステナビリティ関連のリスク及び機会に対処するための取組みをいい、「指標及び目標」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会に関する連結会社の実績を長期的に評価し、管理し、及び監視するために用いられる情報をいう、とされます。

そして、「ガバナンス」と「リスク管理」の体制を整えれば、サステナビリティ情報の企業業績に対する影響を判断できるはずであるから、その影響が重要なものについて、「戦略」及び「指標及び目標」欄の記載をしなければならないとされたわけでありませう。

これらについて有報提出会社が重要だと認識しなかった場合には記載しなくてよいとは、例えば、気候変動が企業業績に及ぼす影響が重要でないと判断した会社においては、気候変動対策を記載しなくてよいということの意味をしています。この点は、後でもう一度考えてみたいと思います。

（4つの構成要素の区分）

そして、このようにある事項が「ガバナンス」と「リスク管理」に属するのか、「戦略」「指標及び目標」に属するのかにより、法的義務付けの程度が異なることにはなりますが、これらのカテゴリの区別はあいまいな場合があるように思われます。

一例を挙げますと、ISSBの気候関連開示基準草案においては、役員報酬がサステナビリティ関連の目標（KPI）と連動しているか否かが、「ガバナンス」の開示内容として明示的に盛り込まれていると言えます。しかし、この開示事項は、リスクと機会を識別するためのガバナンスではなく、むしろ「戦略」のように思われるわけです。

前述のように、重要と認識した場合に記載するというところを、記載上の注意では「戦略並びに指標及び目標のうち、重要なものについて記載する」と表現しています。この表現は、客観的に重要なものについて、その記載がない場合には「不記載」に当たるようにも読めます。

しかし、これは繰り返しになりますけれども、DWG報告が「戦略」と「指標と目標」は、開示が望ましいものの、各企業が「ガバナンス」や「リスク管理」の枠組みを通じて重要性を判断して開示することとすべきである（DWG報告7頁）と提言していたことを踏まえたと、記載したとおりのガバナンスとリスク管理が整えられている有報提出会社において重要でないと判断した事項を記載しなかった場合には、「不記載」に当たらないと解してよいでしょう。

これに対し、記載したガバナンスやリスク管理が整えられていない会社では、まず「ガバナンス」や「リスク管理」に虚偽記載があると言え、その結果、重要でないとして戦略や指標・目標が記載されていない場合には、「戦略」や「指標・目標」にも不記載があると判断されるのではないかと思います。

（記載方法）

なお、記載方法について、立案担当者の解説では、4つの構成要素それぞれの項目立てをせず、一体として記載することもできるとしていますが（上利悟史ほか「企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正」商事法務 2320号（2023）6頁）、「記載上の注意」からそう読み取れるのか、やや疑問があります。

また、4つの構成要素を分けないと、「戦略」や「指標と目標」の記載がないことが開示義務に違反するものであるかどうか分からないという点でも、問題があるように思います。

（気候変動開示の特則？）

次に、気候変動開示の特則かという意味で「？」を付けてありますが、DWGでは、サステナビリティ情報欄の一般的な記載事項に加えて、気候変動対応に関する開示を特別に検討対象としていました。そしてDWG報告では、近い将来、ISSBとSSBJにおいて具体的な開示内容の検討に取りかかることを踏まえ、「現時点においては、（……………）

企業が、業態や経営環境等を踏まえ、気候変動対応が重要であると判断する場合、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の枠で開示することとすべきである」としていました（DWG 報告 12 頁）。

この部分は、読み返してみますと、内容があいまいであり、どのようにルール化するのが分かりませんでした。当初私は、気候変動対応については特に重要な情報なので、4つの枠で必ず開示せよというものだと理解していましたが、「企業が重要であると判断する場合」という限定が付されていますので、それは誤解であり、むしろ反対に、気候変動対応が重要でない且有報提出会社が判断した場合には、ガバナンスやリスク管理の記載も不要であるように読めます。

DWG 報告の当該部分は、開示原則別添の注 2 で DWG 報告をそのまま引用する形で記載されていません（資料③）。

しかし、ガイダンスである開示原則が法令である「記載上の注意」の特則を定めることはできないので、気候変動対応についても、「記載上の注意」どおりに「ガバナンス」と「リスク管理」は必ず記載しなければならないと解されます。加えてサステナビリティ情報全般のガバナンスとリスク管理により気候変動が企業価値にとって重要であると判断した場合に、「戦略」及び「指標と目標」を記載しなければならないと解されます。

そして、開示原則別添は、「ガバナンス」や「リスク管理」は、サステナビリティ全般に関するものと気候変動に関するものとで異なることが通常なので、気候変動対応向けの「ガバナンス」や「リスク管理」は他のものと分けて記載することを推奨するという趣旨であろうと考えられます。

この理解を図で示したのが資料⑤の 9 ページですが、これは好事例集の中に金融庁の資料を再掲しているところなのですが、そこでは、気候変動関連の対応については、重要である場合に開示をするというようなことが横断的に図で示されています。

(GHG 排出量の開示)

また、DWG 報告は、

①有報提出会社全般については、重要性の判断を前提としつつ、特に、事業者自らによる直接排出を意味する Scope 1、及び他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出を意味する Scope 2 の GHG 排出量について、積極的に開示することが期待される。

②「地球温暖化対策の推進に関する法律」に基づき、Scope 1・Scope 2 の GHG 排出量の公表が求められている有報提出会社には、特にその重要性を適切に評価したうえで、開示を検討することが期待される。

としていました。

そして、開示原則別添の注 2 は、DWG の提言をそのまま引用するのみであり、この点について、「記載上の注意」の改訂は行われていません。この点は、後述のように、人的資本、多様性に関する開示について、他の法律に基づき開示している情報をそのまま有価証券報告書に記載させるのと対照的です。

立案担当者の解説では、今回の改正では細かな記載事項は規定しなかったとし、その例として、TCFD の提言では、「戦略」において開示が推奨されているシナリオ分析や、「指標及び目標」において開示が推奨されている Scope 1、Scope 2 等については、開示府令において開示を求める事項として規定されていないと明言しています（前掲「上利ほか」6 頁）。

なお、開示原則別添においては、サステナビリティ情報の開示全般について、企業が重要でないとして判断して「戦略」と「指標及び目標」に記載をしない場合でも、当該判断やその根拠の開示を行うこととされており、これは気候変動対応についても適用されます。

また、国内における具体的開示内容の設定が行われていないサステナビリティ情報の記載に当たって、例えば TCFD 又はそれと同等の枠組みに基

づく開示をした場合には、適用した開示の枠組みの名称を記載することとされています。

しかし、これらは期待される開示事項として挙げられているものでありまして、開示を義務付けるものではありません。

(検討)

これらの点は、開示の義務付けについては ISSB や SSBJ の開示基準策定を待つということかもしれませんが、前述したように、シングルマテリアリティと相まって重大な帰結をもたらすように思われます。

つまり、GHG 排出量の多い有報提出会社について見ると、その GHG 排出量が社会（地球の温暖化）に及ぼす影響は大きいですが、当該会社の業績に及ぼす影響は大きくないという場合があります。そのような場合に、シングルマテリアリティによって重要でないと判断すれば、当該会社が地球温暖化法によって公表している Scope 1・Scope 2 の排出量を有価証券報告書に記載しなくてよく、つまり、記載しない場合に「不記載」に問われないということになります。

シングルマテリアリティを採用する意味がここにあったとすると、立法政策としては大きな疑問があります。

(多様性を含む人的資本に関する開示の特則)

次に、人的資本に関する情報は、国際的な開示フレームワークにおいてサステナビリティ情報の一つと捉えられていたことから、有価証券報告書中のサステナビリティ記載欄に記載させることとなりました。

人的資本においては、「ガバナンス」及び「リスク管理」の記載が求められるほか、特則として、

(a)人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針及び社内環境整備に関する方針（例えば、人材の採用及び維持並びに従業員の安全及び健康に関する方針等）を戦略において記載すること。

(b) (a)で記載した方針に関する指標の内容並びに当該指標を用いた目標及び実績を指標及び目標において記載することが求められる（記載上の注意(30-2)c）。

これは DWG 報告に沿うものです。つまり、有報提出会社は、人材育成方針と社内環境整備方針を定め、しかも、それぞれの方針に関する目標と実績値を開示しなければならないということです。これは、気候変動に関する開示やサステナビリティ情報全般に関する開示よりも一歩踏み込んだ内容になっていると言えます。

(従業員の状況欄における開示)

また、有価証券報告書の従業員の状況欄において、有報提出会社及びその連結子会社に係る次の事項の記載を求めることとしました（資料④記載上の注意(29)d-g）。これも DWG 報告に沿うものです。

ちょっと細かいことになりますが、女性管理職比率、男性の育児休業取得比率、男女間賃金差異について規定が置かれています。

d：女性管理職比率（女性の職業生活における活躍の推進に関する法律に基づく一般事業主行動計画等に関する省令（厚生労働省令）19 条 1 項 1 号ホ）を記載する。ただし、「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」（女性活躍推進法）の規定による公表をしない場合には、記載を省略できる。

e：男性の育児休業取得比率（厚生労働省令 19 条 1 項 2 号ハのうち男性に係るものであって、同条 2 項の規定により公表しなければならないもの又は育児休業、介護休業等育児又は家族介護を行う労働者の福祉に関する法律施行規則 71 条の 4 各号に掲げるいずれかの割合）を記載する。ただし、女性活躍推進法の規定による公表をしない場合、かつ育児休業、介護休業等育児又は

家族介護を行う労働者の福祉に関する法律（育児・介護休業法）の規定による公表をしない場合には、記載を省略できる。

f：男女間賃金差異（厚生労働省令 19 条 1 項 1 号リであって、同条 2 項の規定により公表しなければならないもの）を記載する。ただし、女性活躍推進法の規定による公表をしない場合には、記載を省略できる。

（女性活躍推進法）

女性活躍推進法では、常時雇用する労働者の数が 100 人を超える一般事業者は、行動計画において女性活躍推進取組の目標を定めなければならない（同法 8 条 2 項）、労働者数が 300 人を超える場合には、一定の実績値を定期的に公表しなければならないとされています（同 20 条 1 項、厚生労働省令 19 条）。

そのうち、男女間賃金差異は必須の公表項目ですが、女性管理職比率はそうではなく、これに代えて、例えば新規採用者中の女性比率を公表するのでも足りません（同省令 19 条 1 項 1 号）。

育児休業取得比率も選択的な公表項目であり、公表しないこともできます。

また、労働者数が 300 人を超えない一般事業者は、①機会の提供に関する実績、②環境の整備に関する実績、の少なくともいずれか一方を定期的に公表しなければならないとされています（同法 20 条 2 項）。

そして、女性管理職比率及び男女間賃金差異は①に、育児休業取得比率は②に属するものの、①、②の列挙事由のうち、一般事業者が適切と認めるものを公表すればよいとされているため（同省令 20 条 1 項）、労働者数が 101 人以上 300 人以下の一般事業者は、女性管理職比率、男女間賃金差異、育児休業取得比率のいずれも公表しないということもあり得ます。

女性活躍推進法の公表は、おおむね年 1 回以上、インターネットの利用その他の方法によるとされています（同省令 19 条 4 項）。

（育児・介護休業法）

また、育児休業、介護休業等、育児又は家族介護を行う労働者の福祉に関する法律の育児・介護休業法は、労働者数が 1,000 人を超える事業主は、男性の育児休業取得比率をインターネットの利用その他の適切な方法により公表しなければならないとしています（同法 22 条の 2、施行規則 71 条の 3、71 条の 4）。

この改正法の施行は 2023 年 4 月 1 日であったことから、その時点で、記載上の注意も再改訂されています。パブリックコメントに記されたときの記載上の注意では、この育児・介護休業法に係る部分は載っていなかったのですが、その後の改正で入ったということです。

（趣旨）

改正府令は、企業が女性活躍推進法や育児・介護休業法の規定により公表を義務付けられない情報については、企業の負担を考慮して、開示を要しないこととしましたが、女性活躍推進法等は、前述のような複雑な規制になっているため、「公表を義務付けられない」という表現ではなくて、女性活躍推進法の「規定により公表をしない場合」といった表現を用いています。

開示義務を負うのは、有報提出会社及びその連結子会社に女性活躍推進法等の規定により公表を行っている会社がある場合であり、この点は DWG 報告に沿っています。

（問題点）

前述のように、男女間賃金差異については、該当企業は必ず公表しなければなりません。女性管理職比率や男性の育児休業取得比率については他の選択肢があります。したがって、有報提出会社やその連結子会社は、他の選択肢を選択することにより有価証券報告書上の開示を免れることができます。これは、もともと女性活躍推進法が選択的な開示を許容していたということと、上場会

社の負担を考慮して新たな開示を求める事項を少なくするという配慮から生じた奇妙な結果です。

日本の現状では、新規採用者に占める女性の割合に比して女性管理職の比率は低いため、有価証券報告書における女性管理職比率の開示を嫌う上場会社では、女性活躍推進法上の公表項目を女性管理職比率から女性新規採用者比率に変更するものが出てくる可能性があります。つまり、投資者向けに有価証券報告書の開示の充実を図る政策が、女性活躍推進法上の公表の目的、すなわち女性の職業選択に資するという目的を害することになるのではないかという問題があるように思います。

5. 将来情報の開示

サステナビリティ情報を有価証券報告書の記載対象としたことは、虚偽記載があった場合に、提出者の代表者及び提出者に罰則が適用され、虚偽記載又は記載漏れ、いわゆる不記載があった場合に、提出者に課徴金が課され、虚偽記載・記載漏れ又は誤解を生じさせる記載があった場合に、提出者やその関係者が特別の民事責任を負うようになることを意味します。

サステナビリティ情報には将来情報が多く含まれることから、将来情報について虚偽記載の責任を問われるということも生じることとなり、そのことが開示に対する上場会社の消極的姿勢を生むことも考えられます。

日本では、これまで将来情報の開示に関するセーフハーバー・ルールは存在しませんでした。ただし、非財務情報の開示を扱った 2018 年の DWG 報告後の内閣府令の改正の際に、パブリックコメントに対し金融庁が、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がなされた場合、提出後に事情が変化したことをもって虚偽記載の責任が問われるものではないと考えられる」と回答していました。

しかし、虚偽記載の有無の判断は、そもそも開示書類の提出時を基準とするので、この回答は当たり前のことを述べているにすぎず、虚偽記載の

有無の基準とはなり得ません。そこで、DWG 報告は、企業開示内容等開示ガイドライン等において、サステナビリティ開示における事例を想定して更なる明確化を図るべきであるとしていました (DWG 報告 9 頁)。

(開示ガイドライン当初案)

これを受けて、開示ガイドラインの 5-16-2 に規定が設けられましたが、この規定の当初案は次のようなものでありました。「将来に関する事項 (以下「将来情報」という。) については、有価証券届出書に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、当該将来情報に関する経営者の認識や当該認識の前提となる事実、仮定及び推論過程に関する合理的な説明が記載されている場合のほか、当該将来情報について社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経たうえで、その旨が、検討された事実、仮定及び推論過程とともに記載されている場合には、直ちに虚偽記載等 (……………) の責任を負うものではないと考えられる。」 (資料⑥)。

この当初案は、将来情報を導出するための前提となる事実、仮定及び推論過程の 3 つが合理的であるというだけでなく、①前提事実、仮定及び推論過程に関する合理的な説明が記載されているか、又は②社内で適切な検討を経たことが前提となる事実、仮定及び推論過程と共に記載されている場合には、虚偽記載等の責任を負わない、とする点で画期的なものでありました。

つまり、一般的には、前提となる事実、仮定及び推論過程が合理的であれば、将来情報の虚偽記載等の責任は負わないと考えられていると思われます。

日本では、例えば業績予想の開示について、「業績予想は、発表日現在において入手可能な情報に基づいて作成したものであり、実際の業績は、今後発生する様々な要因により予想値と異なる可能性があります」といった注意表示が行われていますが、もちろん、このような注意表示だけで虚

偽記載等の責任を一切免れると考えられているわけではありません。実際に虚偽記載等を問われた段階で、どのような情報に基づいて、どのような仮定を置き、どのような推論過程で予想値を導出したかを説明し、その説明に合理性があれば責任を負わないという考え方に立脚しているものと思われま

す。これに対しガイドライン改正の当初案は、そのような説明を初めから記載せよというふうに言っているわけです。私が推測するに、説明を記載させるという発想は、アメリカのセーフハーバー・ルールとその運用をヒントにしたものではないかと思

います。アメリカのセーフハーバー・ルールでは、一定の将来情報に「意味のある注意表示」が伴っているときは虚偽記載の免責を受けられますが、意味のある注意表示は、将来情報と現実の結果の大きな乖離を生じさせるような重要な要因を特定するものでなければなりません（33年法27A条(c)(1)項、34年法21E条(c)(1)項）。

例えば、気候変動が業績に及ぼす影響という将来情報について、予想の仮定（例えば2%の気温上昇）や推論過程（例えば2%の気温上昇の業績への影響を測定する方法）が異なれば、現実の結果が予測と大きく異なることになるので、これらは乖離を生じさせる重要な要因であると言えます。

また、セーフハーバー・ルールの運用上、予測の前提となる事実が歴史的事実と異なっていた場合には免責を受けられないとSECは考えています。前提事実が歴史的事実と異なっていたり、それを前提とすることが不合理であったりする場合には免責を受けられないというわけです。

（私見）

私は、この当初案を支持できると考えていました。その理由は、第1に、将来情報が投資判断にとって重要な情報になるためには、投資者がその情報を信頼できるものでなければならず、投資者が信頼できるためには、将来情報の導出過程の説

明がされている必要があると考えられるからです。

第2に、ガイドラインは、前提事実、仮定、推論過程の説明が記載されている場合には虚偽記載等の責任が生じないとするだけであり、つまり一種のセーフハーバー・ルールと見ることができ、セーフハーバー・ルールとして合理的であると考えられるからです。そのような記載がないと虚偽記載等の責任を必ず問われると言っているわけでは

（パブリックコメント）

ありません。将来情報の取扱いについて、多くのパブリックコメントが寄せられました。パブリックコメントのNo.193から230がそれに相当します。

もっとも、前述の当初案の変更の契機となったのはNo.201のコメントで、それは、当初案の①と②の相違を尋ね、表現の明確化を要望するものでした（資料⑦62頁）。

これに対する回答は、ガイドラインの趣旨は、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、直ちに虚偽記載等の責任を負うものでないこと、また、当該説明を記載するに当たっては、例えば、社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経ている場合には、その旨と検討内容（例えば、当該将来情報の記載に当たって前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要を記載することが考えられることを明確化したものであり、その趣旨が明確になるように開示ガイドラインの文言を修正したとしています。

この回答が、そのまま改正後の開示ガイドライン5-16-2の内容になっているわけです（資料⑧）。

このように何らかの記載が必要であるという点は維持されましたが、「一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には責任を負わないというのでは、なぜ説明が必要なのかが分かりません。

そして、説明の記載例の書きぶりでは、前提事実、仮定及び推論過程の概要の記載が常に必要と

は読み取れないうえ、社内で適切な検討を経るべきであるというメッセージも伝わってきません。何よりも、セーフハーバー・ルールであるとはなかなか読み取りにくいものになっているように思います。

(適用範囲)

なお、開示ガイドラインの今扱った前段部分は、虚偽記載、記載漏れ、誤解を生じる記載の3つに適用される形をとっていますが、ここでは何らかの将来情報を記載した場合を想定していますので、虚偽記載又は誤解を生じる記載についての解釈と理解すべきだろうと思います。

(後段部分)

「経営者が、有価証券届出書に記載すべき重要な事項であるにもかかわらず、投資者の投資判断に影響を与える重要な将来情報を、届出書提出日現在において認識しながら敢えて記載しなかった場合や、重要であることを合理的な根拠なく認識せず記載しなかった場合には、虚偽記載等の責任を負う可能性があることに留意する」としていません(資料⑧)。

当初案と比較しますと、新たに開示義務を設定するものでないという趣旨を明確にするために、「有価証券届出書に記載すべき重要な事項であるにもかかわらず」という文言が付加されたほかは、大きな変更はありません。

後段部分は、重要な将来情報の記載が欠けている場合の免責についての解釈論であると理解できます。ガイドラインは、虚偽記載等の責任を負う可能性があるというふうに言っていますが、記載すべき重要な事項の記載が欠けている場合に適用される解釈論でしょう。そういう観点で見ると、この内容は、記載が欠如している場合の故意・過失の解釈論として当たり前のことを述べているにすぎません。

後段部分は、その内容が将来情報の開示に特化した解釈論とはなっておらず、将来情報の開示が

虚偽記載に問われるおそれを低減させるものともなっていないのではないのでしょうか。

このほか、開示ガイドライン5-16-2の対象範囲が「企業情報」の「第2 事業の状況」の1から4までとされているのは、サステナビリティ記載欄だけでなく、他の非財務情報を広く対象とし、他方、財務諸表を除外する趣旨であります。また、当然のことながらその内容は、有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書に準用されています。

(検討)

ここで、サステナビリティ欄のどのような将来情報が開示ガイドライン5-16-2の適用対象となるかということについて少し考えてみたいと思います。

サステナビリティ情報の「戦略」欄には戦略や計画が記載され、「指標及び目標」欄には将来の目標が記載されることになっており、それらが重要であれば、記載が義務付けられます。

例えばTCFDでは、気候変動関連の戦略には、異なる気候変動シナリオを考慮し、シナリオごとの企業の戦略のレジリエンスを説明することが推奨されており、指標と目標では、GHG排出量やその削減目標を記載することが推奨されています。

人的資本関連で、戦略欄に人材の育成に関する方針及び社内環境整備に関する方針を必ず記載し、指標と目標欄には、これらの方針に関する指標の目標値と実績値の記載が求められます。

これらのうち、戦略や計画は将来の事象を含むものですが、現実の結果がそれと異なっても、戦略や計画が虚偽であったとは言えないと考えられます。戦略や計画を立てたときに、真実そういう計画をしていたのであれば、虚偽になるということとはあり得ないと考えられます。

目標を達成できなかった場合、仮に目標の設定に無理があったとしても、そういうことを目指すことを決定した以上は、目標の記載が虚偽記載となるわけではありません。したがって、戦略欄や

目標は将来情報を含むものですが、現実の結果が異なっても、虚偽記載を生じるような情報、言い換えると、開示ガイドライン5-16-2が適用されるような将来情報ではないと考えられます。

(記述情報の開示の好事例集)

ところで、金融庁は内閣府令改正に合わせて、2023年1月に記述情報の開示の好事例集を改訂しました(資料⑤)。

これを見ますと、2022年3月期の有価証券報告書に気候変動対応の開示や人的資本情報の開示を行っている例があります。例えば、好事例集の最初に取り上げられている株式会社NTT データの場合、リスク情報として、気候変動に関するリスクと当該リスクへの対応を記載していますが、資料⑤の21ページ目、NTTデータの1-1と書いてあるページの(1)として枠で囲んである部分はガバナンス、(2)は戦略、1-2 ページで枠で囲んである部分はリスク管理に相当する記載であろうと思います。

戦略に関しては、気候変動シナリオ分析の概要が記載されているのみで、詳細はサステナビリティレポートを参照しています。

注目に値するのは、リスク管理において、分類されたリスクごとに財務上の影響が予想金額で記載されていることです。これは、開示ガイドラインの適用対象となるような将来情報だろうと思います。

そして、予想の前提となる事実、仮定、推論過程の概要が記載されているかという点、これは表形式で簡単に記載されているので、十分読み取することは難しいかもしれませんが、リスクごとに「リスクの内容と顕在化した際の影響」欄に記述されていると評価することができるのではないかと思います。

このように、虚偽記載が問題となり得る将来情報は、気候変動やそれへの対応が企業の財務に及ぼす影響といった「リスク管理」欄の記載にまず表れるのではないかと思います。

サステナビリティ記載欄において、記載すべき事項そのものが将来情報となっている例は見当たりません。つまり、従来どおり日本法では、アメリカ法もそうですが、将来情報の開示を強制してはいないのです。

しかし、近い将来、気候変動対応の開示項目が定められ、GHG 排出量の削減目標が記載対象となれば、それを記載しないということは、将来情報の不記載となり、開示ガイドライン5-16-2後段の適用対象と形式的にはなりません。しかし、排出量の削減目標が虚偽記載を問われ得るような情報ではないということは、先ほど述べたとおりです。

6. 任意開示書類の参照

サステナビリティ情報については、統合報告書、サステナビリティ報告書などの任意開示書類で既に詳細な開示を行っている企業があります。そのような企業については、サステナビリティ関連の詳細情報について任意開示書類を参照してもらうことが望ましいので、DWG 報告は、この参照を認めることにしました。

この点は、開示ガイドライン5-16-4に明文化されており(資料⑧)、記載上の注意30-2のサステナビリティ情報欄の記載に当たっては、規定事項を有価証券届出書に記載したうえで、当該記載事項を補完する詳細な情報について、提出会社が公表した他の書類を参照する旨の記載を行うことができます。

同条が記載上の注意(55)iの取締役会の下に置かれる各種委員会の活動状況の記載について触れているのは、WG報告の提言に係るガバナンス情報の開示についての改正点ですので、今回の報告とは関係ありません。

参照の細かい方法については、パブリックコメントの回答によって説明がなされていますが、本日の報告では省略したいと思います。

DWG 報告では、参照先の情報が有価証券報告書の記載とみなされないことを前提として、参照先

の書類に明らかに重要な虚偽又は誤解を生ずるような表示があることを知りながら参照する等、当該書類を参照する旨を記載したこと自体が有価証券報告書の重要な虚偽記載等になり得る場合があるということを指摘していました（DWG 報告 10 頁）。

虚偽記載等になり得る場合の解釈については、開示ガイドライン 5-16-4 に明文化されました。もっとも、任意開示書類の虚偽記載のある箇所をピンポイントで参照している場合は別として、悪意で虚偽記載のある任意開示書類を参照すると、参照そのものが虚偽記載であるというふうに本当に評価できるのか、疑問がないではありません。

（効果）

参照先の情報は有価証券報告書の記載とみなされないという解釈は、ガイドラインに明示されていません。ガイドラインは、「参照先の書類に虚偽の表示または誤解を生ずるような表示があっても、……直ちに有価証券届出書に係る虚偽記載等の責任を負うものではない」としています。この書きぶりでは、例外に該当する場合以外であっても、有価証券届出書に係る虚偽記載等の責任が生じる余地があるように読めてしまいます。

この点は、参照先の情報が有報の記載とみなされないという解釈を明確化するために、「参照することができる」旨の規定は、解釈を示す開示ガイドラインではなく、法令に該当する「記載上の注意」に定めるべきではなかったかと考えます。

法令上、参照することができる旨を定め、参照先を記載事項とみなす規定を置かなければ、参照先が記載事項に当たらないという解釈はより強固なものになると考えられるからです。

7. その後の動向

DWG は 2022 年 10 月に再開され、サステナビリティに関する幾つかの事項を審議して、同年 12 月に報告書をまとめました（資料⑨）。以下、DWG12 月報告の内容を紹介します。

（段階的な適用の可否）

まず、国内で検討される開示基準に関し、市場区分や企業の規模等に応じて段階的に適用すべきかどうかを検討されました。この点は賛否両論があり、DWG12 月報告も両論併記となっています。

市場区分に応じて、例えばスタンダード市場上場会社には、簡略化された日本基準を作成して適用するという考えには反対説が強かったです。他方、企業規模に応じて、例えば小規模企業への適用は時期を遅らせるという考えには、理解を示す意見もありました。

（サステナビリティ基準委員会（SSBJ）と開示基準の法的位置づけ）

次に、法定開示に SSBJ の開示基準を取り込む以上、会計基準の場合と同様、設定主体と基準を金融商品取引法上に位置付ける必要があるのではないかという論点が取り上げられました。

これに反対する意見はなく、DWG12 月報告の結論としては、関係法令を整備して、SSBJ の開発する開示基準について、個別の告示指定により、日本の「サステナビリティ開示基準」に設定していくべきであるとされました（12 月報告 14 頁）。

（保証の在り方）

国際的な議論や作業が続いている中、有価証券報告書のサステナビリティ情報に対して保証を求める場合は、金融商品取引法において規定することが必要であることが確認されました。

保証の担い手や保証基準については、議論の途中であり、確定的な提言は行われていません。

また、現在、企業がサステナビリティ情報について任意で保証を受ける例が見られるようですが、有価証券報告書におけるサステナビリティ情報記載欄において保証を受けている旨を記載する場合には、保証者の名称、準拠した基準や枠組み、保証者の独立性等について明記すべきであるとされました（12 月報告 16 頁）。

この点は、二号様式の記載上の注意で対応すべきことのように思われますが、現在までのところ、改正はされていないようです。

(ロードマップ)

最後に、企業や投資家における予見可能性を高め、実務的な準備を確実に進める観点から、金融庁がロードマップを示し、随時改訂していくべきであるとされました（12月報告16頁）。

このロードマップは、12月報告書とともに公表されています（資料⑩）。

これによると、SSBJの開示基準と保証の導入は2025年を予定しているようですが、この図は大ざっぱでありまして、3月末日以降に終了する事業年度に係る有価証券報告書からなのか、そうじゃないのかというのは、図からは必ずしも読み取れないので、明示されていないように思います。

私の報告は以上です。よろしくご議論をお願いしたいと思います。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。金融審議会のワーキンググループでの議論を踏まえながら、サステナビリティ開示についての日本の現状と課題について詳細にご報告をいただきました。

それでは、全体的にどこからでも結構ですので、ご質問、ご意見を頂戴できればと思います。よろしく申し上げます。

#### 【重要性の判断主体】

○前田 レジュメ6ページのサステナビリティ記載欄の4つの構成要素のうちで、「戦略」と「指標及び目標」については、重要なものだけ記載すればよいとされていて、しかも、重要かどうかの判断は各企業が行えばよいというお話でした。

金商法の開示規制では、「重要な」という概念がほかの場面でもよく使われますし、会社法の事

業報告の開示などでもそうですけれども、そこでの重要性というのは、一般に客観的に決まると解されてきたと思います。もちろん、客観的な重要性といっても幅があって、重要かどうかを一番よく知っているのは会社自身ですので、会社にはその幅の範囲内で裁量が認められるでしょうけれども、幅はあるにしても、重要性は客観的に決まらざるを得ないかと思うのです。このサステナビリティ開示の場面では、重要性の概念が、ほかの開示規制と異なる特殊な意味に捉えられているように感じました。

これはDWG報告が基礎になっていることですが、重要性の意味について、なぜこのような捉え方がされたかについて、ご教示いただけませんか。

○黒沼 戦略や指標と目標というのは、サステナビリティ関連のリスクに対処すべきかどうかを検討し、対処すべきであるという判断を前提にしていることだと思うのです。そうすると、そのリスクが企業にとって業績に大きな影響を与えないということであれば、あるいは収益の機会をもたらすようなものではないということであれば、戦略はありようがない、そういう考え方に基づいていると感じています。

そして、ワーキンググループの議論を前提とすれば、企業に重要性を判断させて、そして重要だと判断したものについて記載するというのは明らかなのですが、改正府令の記載上の注意では、「重要なものについて記載する」というふうに、あたかも客観的に重要なものについては記載しなければならないと読めるような記載ぶりになっている点については、私はやや問題があると感じています。

従来、先生がおっしゃるように、「重要なものについて記載する」と書いてあれば、客観的に重要なものは記載しなければならないということになるはずであって、このような従来と同じような文言を使うと、他の事項について影響を及ぼすおそれが出てくるのではないかと感じて、ややその

点は危惧しています。

○前田 どうもありがとうございました。

#### 【ダブルマテリアリティと有価証券報告書】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

日本では、サステナビリティについては、有価証券報告書での開示を前提に、その内容や基準の議論がなされてきました。これはサステナビリティ関連の情報が投資判断に影響を与え得るという理解なのだろうと思います。

海外では、シングルマテリアリティのみならず、ダブルマテリアリティでの開示の検討が進んでおり、黒沼先生は今日のご報告で、日本では、後者が見送られたのは残念だと話されていました。私も、同感ではありますが、日本でそれを導入する際、有価証券報告書という媒体で開示させることができるのか、そのような方向性が妥当なのかという点をお聞きしたいと思います。

すなわち、社会や気候変動に与える影響が重要であっても、企業の財務内容に影響がない場面も想定できるのではないかと。そうであれば、日本で、海外の動向に合わせてダブルマテリアリティを導入する場合に、金商法の世界で対応できるのでしょうか。

前回は話題にしましたが、イギリスではこの問題は会社法で対応しているのです。会社法であれば、日本でも、企業の社会的責任という話と連動させることができそうです。例えば事業報告で開示をさせるようなこともあり得るのかもしれませんが、しかし、投資者保護を目的とする金商法の世界で対応でき得るのかという点について疑問があり、ご意見をお聞かせ願えればと思います。

○黒沼 金商法以外で対応することも十分可能だと思っています。具体的には、既に地球温暖化対策法とか、あるいは女性活躍推進法等で個別に適用範囲を定めて、一定の開示義務を課しているわけです。ですから、有価証券報告書で開示しなくても、個別の法律でそれぞれ進めていくという事は可能だと思います。

ただ、そういった法律を見ると、どうも相当義務付けがあいまいでして、企業が選択的にこの指標がいいというものを選んで、それについて開示すればいいという形になっていたりして、統一が取れていないのです。

そして、有価証券報告書に記載すると、それは投資者保護のための記載ではないという批判はあり得るのですが、ただ、有報に提出すると、やはり比較可能性が高くなりますし、利用もしやすいので、そういった意味での利便性は高くなると思います。

それから、有報に記載させることの問題点は、投資者保護以外の目的のものが記載されているということですが、その点は、ちょっと大胆なことを言うと、例えば、虚偽記載に対する制裁などは金商法の規定の適用除外とするとか、あるいはエンフォースの手段として別のものを考えると、そういったやり方もあり得るというふうには思っています。

○川口 ありがとうございます。そもそも金商法の目的に合ったような開示なのかというのを知りたかったということでありました。

これはなかなか難問ですよ。統一的な開示であれば、比較可能性が高まるというのは、もちろんそのとおりで、記述の仕方も統一されて分かりやすいということにはなるのでしょうか。しかし、もっと、基本的な話で、金商法の規制対象としていけるのか、疑問に思っていて、質問をさせていただきます。

#### 【投資家のニーズ、立法の評価等】

○齊藤 本日は大変たくさん勉強させていただき、ありがとうございました。前回 EU の動きを勉強させていただく機会をいただいたこととの関連で、2点お伺いしたいことがございます。

1点目は、川口先生が質問された事項の裏返しではあるのですが、ダブルマテリアリティとシングルマテリアリティという区別をしますと、日本の金商法の開示はシングルマテリアリティに親和

的であるという整理はしやすいように思います。他方、ESG 投資の関連で、投資家の方が、サステナビリティ関連事項が企業の収益性に与える影響だけでなく、サステナビリティ活動への貢献それ自体を投資先の選定との関係で重視しているという側面もありますので、シングルマテリアリティと呼んでよいかはともかく、収益性との関係はひとまずおいて、社会のサステナビリティへの貢献それ自体からサステナビリティ情報開示をもう少し強化すべきだというご意見は、議論の過程で、でなかったのでしょうか。

2点目は、気候変動関連情報の開示推進の側面が弱いという先生の分析に関連するものです。これについては、何か日本特有の事情があるのかどうか気になっております。というのは、欧米のサステナビリティ情報開示規制においては、人的資本の開示の話よりも、気候変動の話が先に出てきて、後者の方が圧倒的に議論が蓄積しているといいますか、強い開示の圧力が働いているという印象を持ちます。しかし日本では、この段階に至っても、金融庁の態度は気候変動関連の開示には及び腰であるように感じられまして、そこには政府の意向や方針、あるいは無関心というのが影響したと言える余地があるのかというのが、前回の報告においても気になっておりました。

つまり、岸田政権においては「新しい資本主義」を掲げられていることから、人的資本の開示を充実するというのは、そのような政府の方針に非常に親和的でもあり、目玉にもなるわけです。これに対して、気候変動問題につきましては、日本は従来から化石燃料への依存度も高く、産業界や日本のエネルギー政策との関連から、気候変動における開示の強化やゼロエミッションへの移行を、強力に推進していくという方針を打ち出すのは、具合が悪いというような配慮が働いたのかというところが気になっているところです。そのあたりにつきまして、先生の何かご感触があれば教えていただきたく存じます。どうぞよろしく願いいたします。

○黒沼　　まず1点目の質問ですけれども、投資家がサステナビリティを志向すれば、それが企業価値にも影響するののかというのは、ダイナミックマテリアリティの考え方だと思うのです。それを支持する意見もありました。

私は、今日は疑問を付したのですが、確かに説得するときの材料にはなるかと思います。社会の関心がそこに向けば、当然、投資者にとっても重要な情報になるのではないかと。誰がいつ、それを判断するのかというのが明確ではないといいますが、うまくそれを判断して情報開示に取り込んでいけるのかがなかなか難しいし、企業に任せていたのでは、またばらばらになってしまうだろうというのがあります。齊藤先生から更にお教えいただければと思います。

2点目については、確かに気候変動関連の開示は、相当及び腰になっているというふうに私も思いました。好意的に解釈すれば、SSBJで近く開示内容を作っていくので、それまで待ちましょうということですが、それも、いわば先取りはしないということを行っているだけで、欄は設けたけれども、SSBJの基準ができるまでは何を書いてもいいという、そんな感じに読み取れるのです。

それで、人的資本の開示との対照性については、これは私の個人的な感想ですけれども、私も岸田政権の政策が関係していると思いました。人的資本の開示を議論するときの資料の1枚目に、「新しい資本主義」という話が出ていましたので、それを相当意識して作っていることは間違いないと思います。

あまりお答えになっていないかもしれませんが、更にご意見等をいただければと思います。

○齊藤　　ありがとうございます。1つ目の質問につきましては、私自身もまだシングルマテリアリティとダブルマテリアリティの切り分けと、その間をどのように捉えるのかということについて整理がついていないところがありまして、EUのように社会のサステナビリティそれ自体も大事で、投資をする側もそれを気にせよと促す政策を正面

から打ち出している場合には、ダブルマテリアリティという立場をとるのは一貫性があり、また他方で、企業は収益性だけを追求すべき存在であり、投資家の最終的な関心も投資先の収益性に尽きるという立場からシングルマテリアリティというのはあるのですけれども、今の ESG 投資はその中間にありますので、その中間のニーズに開示規制がどのように応えていくのかにつきましては、私もまた考えてみたいと思います。

後者につきましては、私も、今後の金融庁の動向に注目していきたいと思います。ありがとうございました。

○梅本 ご報告ありがとうございます。私、実は恥ずかしながら、日本の気候変動等の開示の議論を十分認識しておりませんで、今日のお話でよく理解できました。

1 点コメントで1点質問をさせていただきます。

まずコメントですが、私はてっきり、金融庁は前のめりでサステナビリティ開示に踏み込んだのかと思っておりました。しかし、先生のご報告によると、2018年までは開示にかなり消極的で、そしてまた現在でも、基本的に投資家の投資判断にとって重要か否かというシングルマテリアリティを前提にしているということで、金融庁はよくやっているなど思ったということです。

気候変動の問題に無関心であっていいとはもちろん私も思いませんが、先ほど川口先生がおっしゃったように、金商法じゃなくて別の法律で対応すべきじゃないのかと。これがコメントです。

次に質問ですけれども、黒沼先生は、温室効果ガスの排出についてダブルマテリアリティを採用しなかったことについては、日本の開示は遅れているという印象を与える点で残念だという立場を取っておられるということですが、私も、海外が日本の市場をどう見ているかという観点はとても重要だと思います。であるからこそ、気候変動等についての開示をとりあえずやるということは重要だと思います。ただ、EUのように、ダブルマテリアリティに踏み込むというのは、さきほど川口

先生のご質問にもありましたが、例えば金商法1条の目的規定との関係で、金商法の目的に適合するのかなど。アメリカにおいて、SECの規制権限がそこに及ぶのかという議論があったのと同じように、日本でも、金商法で規制対象にすべきかという議論はあり得るのではないかと思います。黒沼先生はどのようにお考えでしょうか。

○黒沼 先ほどのお答えと重複するかもしれませんが、私は、個別法で開示をさせるのと金商法で開示させるのとで大きな違いはないと思っています。

社会のための開示なのか、投資家のための開示なのかというのは大きく違うのですけれども、投資家のためでない開示を有価証券報告書に記載させるような場合があってもいいし、ただ、その場合には、例えば虚偽記載があっても、投資家は損害を被るわけではないので、虚偽記載に基づく民事責任はやめるけれども、開示事項によっては、例えば労働者に損害賠償請求権を持たせるというようなやり方もあり得ると思うし、媒体がどこかということは、実はそんなに重要ではないのではないかというふうに思っているわけです。

これでお答えになっていますでしょうか。

○梅本 先生のお考えは分かりました。

○川口 別の法律でやるといっても、一体どこがやるのかという話になるのでしょうか。

○黒沼 女性活躍推進法なんかで、厳格ではないけれども、一定の働きかけをしているわけです。

○川口 気候変動などではどうなりますか。

○黒沼 気候変動もやはり、今の世の中は、例えば一定の大規模な企業、あるいは温暖化法があるわけですから、排出量の多い企業については立法をするということは、国民の合意は得られているのではないかと思います。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

#### 【セーフハーバー・ルール】

○北村 詳細なご報告をいただきまして、ありがとうございました。

11 ページから 12 ページにかけてのセーフハーバーについて、確認的な質問をさせていただきたいと思います。

黒沼先生は、開示ガイドラインの改正後ガイドラインよりも当初案の方が適切であるというお考えを示されました。その理由として、経営者の認識や当該認識の前提となる事実、仮定及び推論過程について記載されていれば、それがセーフハーバーになるべきで、改正後ガイドラインは、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされている場合には責任を負わないと規定しているわけで、これではセーフハーバー的なメッセージが伝わらないし、何を言っているのか分からないというご判断ですね。

それはそのとおりにかと思いますが、改正後のガイドラインを見ますと、説明の中に「例えば」と出てくるんですね。そうすると、「例えば」のとおりに書いていけば合理的説明になり、それがセーフハーバーになる。かつ、「例えば」は「例えば」なのだから、これ以外のことがあれば、それを書いて合理的説明と見られればセーフハーバーになると、こういうことになるのではないかなと思います。

だから、具体的に初めから書いておくべきものを限定するのがいいのか、もう少し幅を持たせるのがいいのかというコメントに対し、それに回答がされた結果、この改正がされたように思うのです。

そうすると、セーフハーバーとしての範囲がいまいになったとか、仮定とか推論過程とかを常に書かなくてよくなったのが適切でないというご指摘だと思うのですが、やはり「例えば」というのは弱いというお考えなのでしょうか。その点をお伺いできればと思います。

○黒沼 大変重要なご指摘だと思います。まず、このガイドラインで私がまずいと思うのは、説明が記載されているということですが、この説明というのは、将来情報の説明そのものなのか、その根拠となるような説明のことを指しているのかが

よく分からないのです。だから、将来情報について何らかの説明があるのは当然ではあるけれども、その説明にどういう意味があるのかがよく分からないというところがあります。

そして、「例えば」でこれでセーフハーバーになっているかという点は、私は疑問に思うのですが、この「例えば」に該当するときには、合理的な具体的説明ということになって責任を負わないというのに加えて、そうでない場合でもセーフハーバーとして機能するので、セーフハーバーの範囲が広がるというふうに考えることもできるとは思います。

ただ、それについては、私はやはり事実と仮定と推論過程の少なくとも概要——概要でいいと思うのですが——が記載されていないければ、セーフハーバーにしてはならないのではないかと考えていて、この例示だと広がり過ぎるのではないかとこの危惧を持っています。

ですから、ちょっと方向性の違う 2 つの批判を一緒に言ってしまったので分かりにくいと思いますが、うまくセーフハーバーとして機能するのかが疑問だということと、セーフハーバーになったら、広がり過ぎるのではないかとこのことです。

○北村 黒沼先生のお考えでは、セーフハーバーであると言うためには、事実、仮定、推論過程は必須であって、これは例示ではないというご理解ですね。

○黒沼 そうですね。

○北村 先生のお考えはよく分かりました。ありがとうございました。

○川口 今のセーフハーバーのところですが、そもそもの話、これはセーフハーバーといえるようなものなののでしょうか。責任を負わない、と言い切れるのでしょうか。

○黒沼 日本の立法上、セーフハーバーを作るには法律に書かなければいけなくて、それが書きにくいということがあるのは、皆さんご存じだと思います。これはガイドラインなので、行政庁内

での解釈を示したものであるということにすぎないので  
すね。だから、裁判所を当然拘束するものではない  
です。

実際上の機能としては、課徴金をかけるときに  
金融庁はこれに反する解釈はしないだろうという、  
そういう保証がある程度あるということではない  
でしょうかね。

○川口 分かりました。私もそのように思いま  
す。もともと、このところは、虚偽記載の責任を  
恐れて開示が萎縮することを懸念して設けられた  
ものですね。この点をもっと明確にして欲しいと  
いう要望から定められたものと理解しています。  
しかし、あくまで、金融庁の見解に過ぎないので  
すね。確かに、黒沼先生の言われるとおり、課徴  
金の納付は命じられないのかもしれませんが。しか  
し、裁判では別の可能性があるというものはセー  
フハーバーと呼べるのかという気もします。これ  
は用語の使い方の問題に過ぎないのかもしれませ  
が。

#### 【ガバナンス・リスク管理の虚偽記載】

○行澤 大変貴重なご報告をありがとうございます。  
ます。

初歩的な質問で申し訳ございません。レジюме  
6 ページ、サステナビリティ情報を4つのカテゴ  
リーに分けて書けとある。そして、「ガバナンス」  
と「リスク管理」については義務付け、「戦略」  
と「指標及び目標」については重要と企業が考え  
るものについては書けという区別は大変よく分か  
りました。ありがとうございます。

一つ質問させていただきたいのは、「ガバナン  
ス」「リスク管理」が整えられていると判断され  
る場合、あるいは整えられていない、もしくは虚  
偽記載があるというのは、どういう基準によって  
判断されるのかということです。会社法的に考え  
ますと、とにかく会社が内部統制として妥当・合  
理的と考えるものを整備しておけば、それにつ  
いて不十分とか虚偽記載ということには一応なら  
ないと言えそうです。あと経営判断ということも言

われているのですが、どういうふうにガバナンス  
とリスク管理が十分だと言えるのか、あるいは虚  
偽記載がある場合というのはどうかということ  
をお聞きしたいと思います。

それと、ガバナンスやリスク管理がきちりと  
開示できていれば、有価証券報告書提出会社が重  
要でないと判断したことについて「戦略」や「指  
標・目標」に書いていなくても、それは別に構わ  
ない。しかし、リスク管理が不十分もしくは虚偽  
記載であれば、その結果として、本来重要であ  
るのに重要でないとして見落としてしまって戦  
略や指標・目標に対する記載がないということは  
不記載になるということですが、結局、リスク  
管理やガバナンスの虚偽記載に、戦略や指標・  
目標の不記載ということをつけ加えるというこ  
との意味はどこにあるのでしょうか。

むしろガバナンスやリスク管理に虚偽記載があ  
るかどうかで判断すればいいような気もしたの  
ですが、その点はどうなのでしょう。

○黒沼 まず1点目ですけれども、ガバナンス  
やリスク管理については、記載が要求されていて、  
ガバナンスやリスク管理をしっかりせよとい  
うことを一応求めているのですけれども、十分  
なものができているかどうかというのは、これ  
は信任義務の問題だろうと思うのです。です  
から、虚偽記載の話にはなりません。

そして、虚偽記載の典型例としては、ちょっと  
極端な例を出しますけれども、サステナビリ  
ティ委員会というのを作りましたと書いてあ  
るけれども、実際は作っていない場合ですね。

○行澤 はい。

○黒沼 リスク管理のときに、これとこれと  
これについてこういうリスクがあるというふう  
に考えて、これについて検討しましたと言っ  
ているけれども、実際にはある項目を検討し  
ていなかった。そのために、その項目につ  
いては、本当は重要なのに、それが落ちて  
いたために戦略や指標や目標を記載しな  
かったというようなときには、「リスク管理」  
についても虚偽記載があつて、「戦略」

や「指標と目標」にも不記載があったということになるかなと思うのです。

そして、ガバナンスやリスク管理の虚偽記載というのは、個別の情報とか個別の事項についての虚偽とか不記載にはならない場合が多いので、それ以外に、「戦略」や「指標と目標」についての不記載、それを加えることの意味は、その不記載から損害が発生したとか、そういう因果関係を認定しやすくなる意味があるのではないかと思います。

○行澤 なるほど。それは、合わせて一本で、4つのカテゴリ全部で総合的に見て、信任義務違反、注意義務違反があって損害賠償責任になり得るというようなことですか。

○黒沼 ちょっと違いますかね。例えばガバナンスやリスク管理については、一般的な記載がなされることになるんじゃないかと思います。

○行澤 ああ、なるほど。

○黒沼 少なくとも気候変動と人材以外の部分については一般的な記載がなされるので、ガバナンス体制と、それからどういうふうにリスクを管理するかということが書かれるのですね。

○行澤 はい。

○黒沼 そこで、例えばサプライチェーンにおける人権問題がその会社にとって重要なのに、リスクとして戦略や指標・目標について何も書かれていなかったということになると、それは不記載ということになって、その不記載から生ずる損害とは何かとか、そういうことが問題になるのかなというふうに思います。

それを書いていないことは、必ずしもガバナンスやリスク管理については、企業が重要でないと判断したときには書かなくていいので、そもそもその判断がガバナンスやリスク管理がしっかりしていなかったから誤ったというときは、やはり何らかの虚偽記載がガバナンスやリスク管理についてあるということになりそうですかね。

○行澤 そうなるとガバナンスやリスク管理について虚偽とまでは言えないけれども、重大な過

失で発見すべきリスクを見落としした結果、戦略とかについて、結果的に取るべき行動を取れなかった、計画ができなかったというような場合には、何か合わせて一本のような気もするのですが、どうでしょうか。

○黒沼 そこはちょっと、表現の問題かもしれませんが、私は、取締役の信任義務の問題かなと思っています。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【任意開示書類の参照】

○石田 ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

レジュメの15ページのところをお教えいただきたいと思います。開示ガイドラインの5-16-4の第2段落、「また」以下のところですが、任意開示を参照できるというような方法が採用されていて、非常に珍しいやり方だなと思ってお聞きしておりました。

法律上の問題としては、虚偽記載があった場合にどうなるかという論点を黒沼先生が分析なさっていて、この点も非常に勉強になりました。ただ、金商法上の開示書類に、参照という形式であるとしても、情報提供をしている限りは、やはり正確性の確保というのは必要であって、金商法上のエンフォースの対象にするべきではなかったのかなと私は思っております。

この「また」以下の文章を読んでも、参照を指図したときの、参照すべきという記載をしたときの認識が問われるという非常に分かりにくい判断をしないといけないことになりますので、この辺も実際機能するのかなというふうに疑問に思っているところです。

結論として、黒沼先生は、(レジュメ15頁の) (効果) のところで、参照先の情報が有報の記載とみなされないという解釈を明確化するためには外すべきだったというふうにお書きになっておられますけれども、そもそもこれは金商法上のエンフォースの対象にはするべきではないというふう

にお考えなのか、それとも、するべきだというふうにお考えなのか、いずれなのでしょう、お教えください。よろしくお願ひいたします。

○黒沼　まず、参照することができるのは、詳細な細かい部分についての情報であって、記載上の注意で書かれていることについては、基本的にそれにふさわしい事項は記載しなければいけないということが前提になります。

そうすると、政策としては、やはり参照先まで虚偽記載等の対象に含めることは、任意開示の後退になってしまうおそれが高いので、それは避けるべきかと思っています。

このガイドラインで、知りながら参照するという、要するに悪意があるということで、有報にそれを書くとそのまま虚偽記載になってしまうから、わざと有報には書かず、参照にとどめているというような場合だと思うのですが、普通そういう場合は、有報に記載すべき事項を記載していないと評価されることもあるんじゃないでしょうか。

そこで、記載すべき事項以外のものについて参照できるというのは、一応これは日本法の建前なので、だからそれについてはこういう限定を付したということなのかと考えています。

○石田　そうすると、自社の開示内容が非常に優れている、他社より優位な状況にあるというようなことを示すために提供した参照先の補足情報において虚偽があるような場合であっても、悪意でないならば、それは金商法上のエンフォースの対象にはならないということなのでしょう。

○黒沼　理屈の点から言うと、細目的な情報なので、それに虚偽があっても、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼさないというふうに、理屈のうえでは評価できるかなと思うのですが、どうでしょうか。

○石田　ありがとうございます。

○前田　私も石田先生がご質問になった任意開示書類の参照について、少し疑問を感じました。確かに任意開示書類は、それほど詳細・厳密に内容をチェックせずに作成されていることが少なく

ないと思うのです。しかし、参照するからには内容をチェックすべきであって、もしチェックできないのであれば参照すべきではないのであって、もし不実の開示があれば、虚偽記載の責任を問うべきなのではないでしょうか。つまり、参照先の情報も有価証券報告書の記載と見ていいのではないかと思ったのです。

法定の開示書類を参照するという、いわゆる参照方式では、細目的な事項には限りませんので少し事情は異なると思うのですが、参照先の情報はもろに開示すべき記載の一部を構成すると見るわけですね。

です。この開示ガイドラインが、参照先の情報が虚偽であることを知って参照したような場合しか虚偽記載にならないと言っているのだとしますと、先ほど黒沼先生も少しおっしゃりましたように、微妙な情報は任意書類の方に記載して、それを参照する形にする方が無難だということにもなりかねません。参照に関する虚偽記載の責任を緩く捉え過ぎてはいないかと感じたのですが、更にコメントいただくことがあれば、よろしくお願ひいたします。

○黒沼　ありがとうございます。私ももう少し考え直してみたいと思います。法学者としてはそういうふう考えるのは素直な考え方だと思いますし、非常に重要なことだと思います。

ちょっと感じたのは、例えばNTTデータの有報の記載が挙がっていたので見ていたのですが、シナリオ分析については定性的な話しか書いてなくて、細かいところは任意開示書類を参照しているのです。そこにシナリオ分析で定量的な数字が出てきたときに、その数字については要するに確証が持たないので、有報には記載したくないとか、そういうことは結構あるかなと思うのです。

そして、NTTデータは、企業業績に対する影響は割と大胆に有報でも数字を記載していたのですが、ほかの企業で、例えばその数字を記載したくないというところもあり得ると思います。そういうのを例にして、やはり今後議論していか

なければならぬ話かもしれません。

気候変動については、これから SSBJ が作る開示基準はどうなるのかということにも依存すると思います。

○前田 どうもありがとうございました。

#### 【開示規制の適用対象】

○齊藤 黒沼先生のお考えをもう一点お聞きしたいと思います。

前回の EU の報告におきまして、EU の企業サステナビリティ報告指令は、もはや会社法の規律であると位置付けられる部分がかかり認められたわけですが、日本の非財務情報の開示の促進をこのまま進めていくときに、例えば上場会社以外の大会社も含めた開示として、会社法的に捉えていくような方向というのは、先生のお考えに合う方向なのか、それとも、上場会社については金商法の開示をエンフォースメント手段として利用するというのが重要であり、会社法上の非上場会社の開示というのは本当にエンフォースメントも弱いので、余り、会社法上の開示規制として捉える必要はないとお考えになるのか、そのあたりについていかがでしょうか。

○黒沼 難しい問題で、私に答える資格はないような気もするのですが、やはり上場しているかどうかというのはそれほど重要ではなくて、将来的にダブルマテリアリティ、特に社会に対する影響が重要だということになってくれば、企業の規模とか、GHG の排出量とか、そういうものを基準にして適用対象企業を分類していく必要が出てくるのではないかと思います。

日本では、今のところ、一般的な規律としては金商法と会社法しかなくて、会社法の方にするエンフォースメントが弱いというのはそのとおりだと思うのですが、そうすると、やはり個別立法をしていくのか、あるいは、その個別立法をまとめて一本の法律にするということも考えられなくはないと思います。十分考えてこなかったのでお答えになっていないと思いますけれども、とり

あえずそんなところですよ。

○齊藤 ありがとうございます。また私も考えてみたいと存じます。

○川口 黒沼先生がおっしゃったように、上場しているかどうかは関係ないということであれば、さらに、市場区分によって分けるということも論外といたしますか、おかしいという話になりますでしょうかね。すなわち、その情報が企業価値に影響を与えるといったことについては、市場区分には関係のない話なのかなと思いました。

では、会社の規模によって開示義務の有無を判断するとなると、なぜ基準が規模かということになります。それは情報開示のコストを負担できるか、できないかという点に求めるのでしょうか。

○黒沼 やっぱりステークホルダーに対する影響の大きさということではないですか。それをどうやって測るかは、従業員数で測るとか、あるいは資産の額で測るとか、負債の額で測るとか、そういうことになるのでしょうか。

○川口 この辺は、今まで海外の動向を研究してきたものが役に立つのかもしれないと思いました。

ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、これで、本日の研究会はこれで終わりにさせていただきたいと思います。黒沼先生、ご報告をありがとうございました。