

## 非財務情報の不実開示に対する エンフォースメント上の課題

高 逸 薫

### 一、はじめに

近年、世界中で非財務情報（記述情報）の開示の重要性が高まっている。特に、日本では、最近数年間ではサステナビリティに関する非財務情報の開示を充実させるための制度整備が急速に進展している。二〇二三年一月三十一日には、改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下、開示府令）、「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」

（以下、開示ガイドライン）等が公布・施行された。有価証券報告書等にサステナビリティに関する考え方及び取組の記載欄が新設され、日本の有価証券報告書提出義務を負うすべての上場企業（日本で上場している外国企業も含めた約四、〇〇〇社）は、サステナビリティと関係する「ガバナンス」及び「リスク管理」について必須の事項として記載することが求められ、「戦略」及び「指標及び目標」は、重要なものについて記載することが求められている。また、二〇二四年三月二十九日、SSBJ（サステナビリティ基準委員

会)がサステナビリティ開示基準の適用(案)、一般開示基準(案)、気候関連開示基準(案)の三つの基準の公開草案を公表した。SSBJは確定基準を二〇二四年度末までに公表することを目指しているため、仮に確定基準が二〇二五年三月に公表された場合、三月決算企業であれば二〇二五年三月期に係る有価証券報告書から任意適用することができる。適用義務化の時期や対象企業については、二〇二四年三月二六日に始動した金融庁の金融審議会「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」(サステナビリティWG)で検討されている。サステナビリティWGでは、「プライム市場上場企業のうち、時価総額の大きい企業から順次適用対象を拡大」することが提案されている<sup>(1)</sup>。具体的には、(i)プライム市場上場企業のうち時価総額三兆円以上の企業は二〇二七年三月期から、時価総額

一兆円以上の企業は二〇二八年三月期から、もしくは(ii)プライム市場上場企業のうち時価総額三兆円以上の企業は二〇二八年三月期から、時価総額一兆円以上の企業は二〇二九年三月期から、SSBJの基準の義務化を開始することが提案されている<sup>(2)</sup>。

他方、有価証券報告書に非財務情報を記載する際に虚偽または不記載等の不実記載がある場合、現行の金融商品取引法では、財務情報の不実開示と同様に刑事処罰、課徴金、民事責任の対象となる。ところが、次の項で後述するように、非財務情報の記載事項の適正性を確保するにあたり、財務情報とは異なる特殊性が存在する。これにより、非財務情報の不実開示がある場合、財務情報の不実開示と同じ方法でエンフォースメントすべきかどうかについて様々な問題が生じている。以下では、このような諸問題を確認し、今後の方向

性について簡単に検討する。

## 二、非財務情報の不実開示問題の 特殊性

非財務情報とは、一般に、法定開示書類（有価証券報告書等）において提供される情報のうち、金融商品取引法第一九三条の二が規定する「財務計算に関する書類」において提供される財務情報以外の情報を指す。具体例としては、有価証券報告書における非財務情報の記載項目として、①企業の概況（従業員の状況など）、②事業の状況（経営方針、経営環境及び対処すべき課題等、サステナビリティに関する考え方や取組など）、③設備の状況（設備投資等の概要など）、④提出会社の状況（コーポレート・ガバナンスの状況等など）がある。

このような非財務情報の場合、財務情報とは異なり、その内容を数値化することが難しく、財務情報に直接的に影響を与えるかどうか不明な事実状態に関する記載や、経営者の事業に対する認識や分析、意見、将来に対する予測情報まで、多岐にわたる内容を含んでいる。さらに、何よりも非財務情報は、各企業の事業内容によって社会や環境などに与える影響がそれぞれ異なり、それによって企業のサステナビリティに与える影響も異なる。こうした特殊性のため、開示府令では抽象的で原則的な内容のみを規定し、具体的な記載内容については発行者に委ねられている。原則的な内容のみを規定し、詳細な内容を発行者に委任することで、それぞれの事情に合わせたより具体的な開示が可能となり、これは投資家の投資判断にも有用な情報となる可能性が高い。

一方、原則的な内容のみを規定し、具体的な内

容については発行者の裁量に任せる場合、投資家の投資判断に重要な非財務情報であるにもかかわらず、詳細に記載しない場合や、投資家に誤解を招くように誇張したり、虚偽の記載をする可能性がある。もともと、非財務情報開示に対して過度に規制をかけると、開示に萎縮効果をもたらす可能性があり、これは結果的に投資家に良質の情報を提供できなくなるため望ましくない。特に、サステナビリティ開示に対する制度が導入された初期であるため、実務で発生している混乱を考慮すればなおさらである。

そのため、適切な非財務情報の開示のためには、過度に強すぎない程度の規制は必要であると言える。このような情報開示の規制方法を大きく二つに分けてみると、事前に開示される情報の内容が適切かどうかについて、第三者機関に確認を受け保証を受ける方法と、事後的に不適切な開示

に対して一定の責任を負う方法が存在する。前者については、発行開示において、財務情報は公認会計士や監査法人によるチェックを受けることになっており、非財務情報は引受証券会社がチェックすることになっている。しかし、継続開示の場合、非財務情報については、公認会計士・監査法人のような外部の専門家による適正性のチェックする、いわゆるゲートキーパーが存在しない状況である。

非財務情報のうち、サステナビリティ開示については、第三者保証機関を設立するための議論が本格的に行われてはいるが、実際の制度の導入までには相当な時間がかかると考えられる。したがって、非財務情報の不実開示問題に対応するためには、事後的なエンフォースメント、すなわち刑事責任、課徴金処分、民事責任に頼るしかない状況である。

### 三、エンフォースメント上の

#### 問題①―「重要な事項」の判断

前述の通り、非財務情報の不実開示問題に対応するためには、事後的なエンフォースメントに頼るしかない状況であるが、財務情報とは異なる非財務情報の特殊性により、事後的なエンフォースメントにも様々な解釈上の問題が存在する。

現行の金融商品取引法では、非財務情報の不実開示があった場合、財務情報の不実開示と同様に、刑事責任（金商法一九七条一項一号、一九七条の二第六号等）、課徴金処分（同法一七二条の二、一七二条の四等）、民事責任（同法一八条、二一条、二二条等）の対象となる。刑事罰、課徴金処分、民事責任の規定は、いずれも「重要な事項」における虚偽記載を対象としている。「重要

な事項」とは、記載事項の性質や虚偽の程度において、投資者の投資判断に著しく影響を与える事項またはその記載内容によって投資者の投資判断が変わり得る事項と一般的に解釈される（東京地判令和四年三月三日資料版商事法務四五八号一二三頁）。したがって、法定開示書類に虚偽記載があっても、投資者の投資判断に著しい影響を与えない限り、民事・刑事責任、課徴金処分の対象とはならない。

ところで、先に述べたように、財務情報とは異なり、非財務情報の場合、発行者ごとに重要と判断して開示している情報が異なる可能性があり、一般的に投資家がどのような非財務情報を基に投資判断をしているのかが明確ではないため、非財務情報のうち、どの情報が不実開示問題において投資家の投資判断に著しく影響を与える「重要な事項」であるかを判断することは容易ではない。

現に、非財務情報の虚偽記載を理由とした課徴

金処分事例や裁判例は極めて限られており、不実開示が行われた非財務情報が「重要な事項」に該当するかどうかについての解釈が当該事件の主要な争点となっている。そして、極めて稀な判例においても、投資家の投資判断に一般的かつ抽象的な影響を与える事項を「重要事項」と見るのではなく、具体的かつ個別的な投資判断に著しく影響を与える事項を重要事項と見るべきであるという批判的な見解も示されている。<sup>8)</sup>

このように、現行制度の下では、非財務情報の虚偽記載に対するエンフォースメント基準は事案ごとに異なり、その基準が明確でないため、行為者の立場からは予測が困難であると考えられる。

また、予測困難なエンフォースメントは萎縮効果を生じさせ、結果として非財務情報の適切な開示という政策目標の達成が難しくなる可能性がある

る。

こうした問題に対処するため、金融庁は開示ガイドラインを通じて、将来情報に関して一定の基準を満たせば虚偽記載責任を免れることを明示している。具体的には、サステナビリティ情報等における将来情報について、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、結果が異なっても虚偽記載責任を負わないとされている。さらに、当該説明には、社内での合理的な検討が行われた旨を、前提や仮定とともに記載することが求められている（開示ガイドライン五―一六―二）。

しかし、この金融庁の立場は、将来情報に限定されており、どの非財務情報が投資家の判断に著しく影響を与えるかについての明確な指針は示されていないため、問題の完全な解決には至っていない。このような問題に対処するためには、全体

的な非財務情報の中で投資者の投資判断に著しく影響を与える可能性がある情報の分類作業が必要であると考えられる。さらに、この分類作業においては、非財務情報が企業価値に及ぼす影響について多様な議論が存在することを考慮すれば、当面の間、財務状況に影響を与える非財務情報は投資判断に著しく影響を与える可能性があるとして評価しても良いが、企業の財務状況に与える影響が不明な情報については、投資判断に著しく影響を与えると評価すべきではない。

金融庁の証券取引等監視委員会の役割も重要であると考えられる。金融庁の証券取引等監視委員会が虚偽情報の調査・審査を担当しているため、実務上、虚偽情報の内容に依じて課徴金を課さない、または告発しないことで過度な萎縮効果を防ぐことが期待できるからである。

#### 四、エンフォースメント上の

##### 問題②―民事責任の構造的な

##### 問題とセーフハーバー・ルール

一方、先に説明した金融庁の証券取引等監視委員会の裁量は、刑事責任と課徴金処分に限定されるものであり、非財務情報の不実開示を理由に民事責任を追及する証券訴訟が提起される可能性は依然として残っている。

このような虚偽記載による証券訴訟のリスクを軽減するために、米国と英国の場合にはセーフハーバー・ルールを設けている。米国の一九三三年連邦証券法および一九三四年証券取引所法には、企業が予測情報を提供する際に一定の要件を満たせば、その予測が実際の結果と異なっても法的責任を免れることができる規定が設けられてい

る。具体的には、一九三三年証券法の Rule 175 および一九三四年証券取引所法の Rule 3b-6が該当し、合理的な根拠と誠実な説明が含まれる予測情報が保護される。さらに、一九九五年に制定された私的証券訴訟改革法は、予測情報の免責を明確にし、企業が将来に関する情報を自由に提供できるようにしている。これにより、企業は透明性を維持しつつも過度な法的訴訟から保護されることが期待されている。

英国においては、二〇〇六年会社法（第四六三条）によりセーフハーバー・ルールが設けられている。具体的には、会社の取締役は、戦略報告書、取締役報酬報告書、取締役報告書、およびコーポレートガバナンス声明に虚偽または誤解を招く記載があった結果、または記載漏れがあった結果として会社が被った損害に対して責任を負う。ただし、その記載が虚偽または誤解を招くも

のであること、または重要な事実を隠蔽する意図であることを知っていた場合に限られる。

一方、日本の場合、民事責任において、米国や英国のようなセーフハーバー・ルールはまだ存在しない。先ほどの開示ガイドラインで説明しているように、将来情報に関して合理的な根拠に基づき具体的な説明を行い、開示が行われた場合には不実開示の責任を負わないとされているが、これは刑事責任と、行政処分（課徴金）に限られたものであり、民事責任を負わないというわけでない。

そうすると、将来情報の開示に対する不必要な民事責任を負わないために、日本でもセーフハーバー・ルールを立法的に導入すべきなのか。この問題については、以下の理由から不要であると考える。

まず、裁判所では、ガイドラインの内容を基準



にして、重要な事項に不実開示があるかどうかを判断する可能性が高い。そのため、立法的にこのようなセーフハーバー・ルールを導入する必要性が高いとまでは言えないと思われる。

さらに、金融商品取引法上の民事責任の構造上の問題により、原告と被告のバランスを取る必要がある。すなわち、法定開示書類の虚偽記載を理由に、投資家が発行者又は関係者に民事責任を追究する訴訟を提起することは現実的に容易ではない。その原因としては、訴訟を提起しようとする原告の立場では、①開示書類の虚偽記載を発見することがまず困難であり、②虚偽記載と損害の因果関係を立証し、損害額を算定することが非常に困難であるだけでなく、③一般投資家一人当たりの賠償額が少ない場合が多いため、訴訟を提起するための諸費用が賠償額より多くなる可能性があることを指摘できる。

①の問題については、平成一六年改正により課徴金制度が導入され、証券取引等監視委員会が課徴金の執行のために開示書類の調査と審査を行っており、一般投資家としては、少なくとも課徴金賦課が行われた事案については、その成果を利用して訴訟を提起することができるようになった。

②の問題に関しても、平成一六年改正と平成二六年改正により損害額の推定規定が導入され、立証責任の転換規定、すなわち、原告は虚偽記載等の不実開示の事実のみを主張立証すればよく、不法行為者（発行者等）の故意・過失、損害額、損害との因果関係については別途立証する必要がない（金商法二二一条の二）。そのため、原告は一般的に民法に基づいて不法行為責任（民法七〇九条）を負う場合に比べ、比較的容易に民事訴訟を提起することができるようになっていいる。

もともと、セーフハーバー・ルールに基づき、

原告が非財務情報の開示（将来に対する予測）が合理的な根拠に基づいて行われたことを証明しなければならない場合、証明責任が再び逆転し、原告側に過度な負担がかかる可能性がある。したがって、特に投資家保護のために立証責任の転換規定を設けている趣旨を考慮すると、長期的に第三者保証機関による事前規制が定着するまでは、原告の立証責任セーフハーバー・ルール予測情報に対する合理的な根拠を伴う開示を前提に、限定的にセーフハーバー・ルールを運用することが必要であると考えられる。そうすると、限定的な運営のために立法的にセーフハーバー・ルールを導入する必要までではないであろう。

## 五、おわりに

以上では、非財務情報の開示の不実開示をめぐ

るエンフォースメント上の問題点について確認した。結論としては、まず長期的には、非財務情報の不実開示に対するエンフォースメントを行うにあたり、投資家が投資判断を行う上で重要な非財務情報がどのようなものなのか、その類型化のための議論が行われる必要があると考えられる。またSSBJによるサステナビリティ情報の開示基準は確定していないが、開示基準が確定され次第、具体的な内容に合わせて、非財務情報の不実開示に対するエンフォースメントにおいて重要な事項を分類・類型化し、予測可能性を高める必要がある。

さらに、民事責任において、一般投資家一人当たりの賠償額が少ないという問題は依然として存在するため、あえて損害賠償を請求するケースは多くないと予想される。しかし、不実開示の違法性が大きい事案については、民事訴訟も同様に提

起される可能性が常に存在し、略奪的な投資家によつて濫用的な訴訟が行われる可能性がないとは言い切れない。このような状況の中で、原告と被告の適切なバランスをとるために、セーフハーバー・ルールは限定的に運用する必要があると考えられる。長期的には、第三者保証機関の責任を含め、証券取引被害者の損害回復のためのより根本的な制度の改革が必要と考えられる。米国のように証券クラス・アクションが存在しない日本においては、このように個人の賠償額が少ない場合に個人の民事訴訟に頼ることは限界があり、株価の一时的な下落を目標とし勝訴を目的としない訴訟や嫌がらせ目的の訴訟、経営権紛争が背景にある訴訟などの濫用的な訴訟の可能性もあることを考えると、投資者保護の観点から、特定の機関または団体が証券取引における違法行為によつて一般投資家が被る損害を一定部分補償する新しい

制度を構築することについて、より深い研究と議論が必要であると考えられる。<sup>(4)</sup>

さらに、損害賠償の算定において、非財務情報による影響と財務情報による影響を同様に扱うべきかについて、より深い研究が必要であると考えられる。特に、非財務情報の虚偽記載が株価に与える影響と、財務情報との違いを明確にし、損害賠償の算定方法を同一にすることが妥当かどうかを検討することが求められる。この点については、今後の課題としたい。

(注)

(1) 一方、スタンダード市場やグロース市場の上場会社に関しては、サステナビリティWG（第一回）の事務局説明資料にも提案がないことから、S S B J基準の適用が義務化される可能性は低いと考えられる。

(2) 金融審議会「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（第一回）事務局説明資

料」(二〇二四)二八―二九頁参照。

- (3) 梅本剛正「非財務情報の虚偽記載と二つの「重要な事項」の解釈」証券レポート一七四三号(二〇二四)二二頁以下。

- (4) 株主代表訴訟の場合は、担保提供の申立て(会社法八四七条の四第二項)、訴え却下の申立て等(会社法八四七条一項ただし書、同条五項ただし書)の濫用的な訴訟への対策がある程度講じられている半面、不実開示にかかる民事責任に対しては、このような規定が存在しないため、今後濫用的な訴訟の問題が生じる可能性があると思われる。

(参考文献)

- ・ 梅本剛正「非財務情報の虚偽記載と二つの「重要な事項」の解釈」証券レポート一七四三号(二〇二四)
- ・ 川島いづみ「非財務情報に関する開示規制の高度化―イギリスにおけるTCFD提言に沿ったサステナビリティ情報等の開示法制」早稲田社会科学総合研究第二〇巻第一号(二〇二二)
- ・ 藤津康彦・金丸由美・近藤武尊「近時の証券訴訟における法的論点(2)非財務情報の虚偽記載等」旬刊商事法務二二五一号(二〇二四)
- ・ Aisha I. Saad & Diane Strauss, 'The New 'Reasonable

- Investor' and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation. 2 Berkeley Bus. L.J. 17 (2020)
- ・ Anell Kovvali, ESG and Securities Litigation: A Basic Contradiction, 6 Duke L.J. 73 (2024)

(コウ イルフン・当研究所研究員)