会社役員のための法律実務研究会　2025 年 11 月度例会

「開示制度の改正に向けた議論の現状と今後の方向性

－虚偽記載等に対する責任とセーフハーバー・ルールをめぐる議論を中心に－」

2025 年 11 月

清原国際法律事務所

代表弁護士　清原　健

1.0　はじめに

2024 年 3 月から、サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関する WG（**サステナ WG**）での議論が開始し、2026 年以降、開示制度は一つの大きな転機を迎えることになる。

2025 年 7 月、サステナ WG での第 8 回までの議論をとりまとめた「**中間論点整理**」が公表され、制度改正の方向が提言された。（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20250717/01.pdf）

サステナビリティ情報の開示の改正・保証制度の導入、虚偽記載等にかかる法的責任とセーフハーバー・ルールの導入等について、議論の現状について整理したうえで、今後の改正の方向性について、皆様と一緒に見ておきたい。まだ議論の途上であるが、サステナビリティ情報の開示充実と信頼性の確保のバランスを図る観点から、虚偽記載等に対する法的責任のあり方について、ディスクロージャーWG（**DWG**）が別途設置されて議論されているが、制度改正に向けて 2 つの WG が並行して議論を進めることはこれまで例のない状況でもあり、まったく新しい制度としての保証制度を法制化するとともに、新たにセーフハーバー・ルールを導入することとなる金商法改正が控えている。これらの一連の動きは、開示制度の大きな転機ともいえ、個々の改正事項への対応だけを考えるのではなく、どのような議論がなされて新たな制度が導入されることになるのか、そのプロセスについても理解することは、開示制度の趣旨に沿った適切な開示を進めていくうえでも有益であると思われるところでもある。

本日の講演では、まず、制度の相互の関係や複数の WG 等の関係などについての概説から始めたい。[1]

1.1　サステナビリティ情報の開示にかかる開示基準の適用と保証制度の導入

2023 年 1 月の企業内容等の開示に関する府令（**開示府令**）の改正により導入された有価証券報告書での「サステナビリティに関する考え方及び取組」欄におけるサステナビリティ情報の開示は、サステナビリティ情報の開示実務の定着・促進を優先し、企業の柔軟な開示を許容するものとしてスタートしたものだが、徐々に定着してきている。

他方、比較可能性の観点から、国際的なサステナビリティ開示基準（**ISSB 基準**）と整合的なわが国のサステナビリティ情報の開示基準（**SSBJ 基準**）の導入に向け、サステナビリティ基準委員会（**SSBJ**）において検討が進められ、公開草案に対するパブリックコメントを経て、2025 年 3 月に SSBJ 基準が公表されたところである。

SSBJ 基準の策定に向けた議論と平行して、SSBJ 基準に準拠した開示という次の段階に進むための議論と保証の議論を進めるべく、サステナ WG が設置されて 2024 年 3 月から議論がなされてきた。

1.2　中間論点整理・ロードマップの公表と DWG での議論

サステナ WG は、2025 年 6 月に 2 回議論の後、 2025 年 7 月に「中間論点整理」 とロードマップを公表した。

---

[1] 講演者は金融審議会の専門委員としてサステナ WG 及び DWG、さらにサステナビリティ情報の保証に関する専門家グループ（**専門家 G**）の議論に参加しているが、本日の講演において、意見にわたる部分は講演者個人の見解であり、これらの WG 等の意見ではない。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

中間論点整理では、有価証券報告書での開示の充実と虚偽記載等に対する責任の範囲の明確化のための環境整備として、統制の及ばない第三者から提供を受けた情報の開示に関するセーフハーバーを「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）」（**開示ガイドライン**）の改正で導入することを提言した。しかし、サステナＷＧでは、サステナ情報の開示にかかる虚偽記載等に係る法的責任について、法律に根拠のある形でのセーフハーバー・ルールの導入に向けた検討が必要等の意見があった。そのため、中間論点整理では、法改正を伴うセーフハーバー・ルールの導入に向けた検討についても提言されていた。

そこで、開示法制の根幹に関わる専門性が高い法的責任の議論に向けて、会社法・金商法の学者複数名を含むメンバー構成での DWG が設置されることとなり、2025 年 8 月から 10 月まで 3 回開催がなされ、金商法に直接の根拠規定のある形での正式なセーフハーバー・ルールの導入に向けて、適用範囲・適用要件等の議論がなされた。今後、2025 年 12 月の DWG 報告とりまとめに向けて議論をし、金融商品取引法の改正へと進むことになる。

1.3 サステナ情報の保証

サステナ開示の進展とあわせて新たに保証制度を導入するに当たり、サステナ WG で保証制度の枠組みについて 2024 年 12 月まで大きな方向性（保証の範囲、水準、担い手等）の議論を重ね、保証に関する専門的な事項について議論を進めるべく、専門家 G が設置され、2025 年 2 月から 5 月まで 4 回議論がなされた。

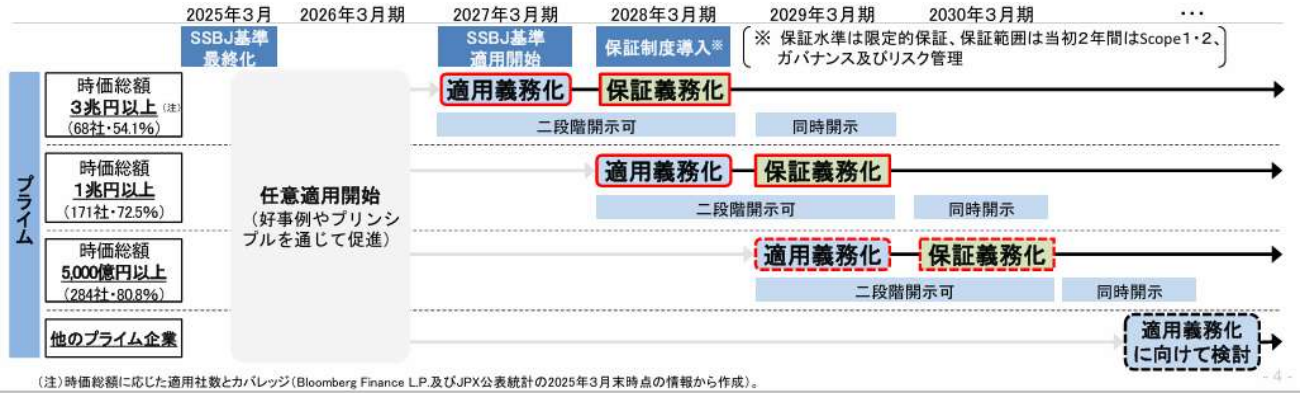
専門家 G では担い手の登録要件、義務・責任、保証基準・倫理基準のあり方、自主規制機関の役割などを議論したが、サステナビリティ情報の「保証の担い手」をめぐり、専門家 G では、＜監査法人に限定すべきでないとの意見＞、＜監査法人に限定すべきとの意見＞と＜その他の意見＞に分かれて議論が決着せず、両論併記の形でサステナ WG に対して報告がなされ、中間論点整理は両論併記で公表されるに至った。

その後、2025 年 10 月に再開したサステナ WG 第 9 回で、保証の担い手は監査法人に「限定しない」方向性で進めることで意見の調整がなされた。

限定しない、との意見の論拠として、サステナ保証業務を独占業務とする論理に乏しいこと、市場競争を通じた品質の高まりへの期待、企業にとって選択肢を確保することが望まれること等があげられるが、任意の保証業務の現状として、監査法人以外による保証が相当程度あることが考慮されたこともあげられる。

2.1 SSBJ 基準の適用

＜サステナビリティ開示基準の適用及び保証制度の導入に向けたロードマップ＞



© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

プライム市場上場企業を対象に、時価総額の大きな企業から順次、SSBJ 基準に準拠した有価証券報告書のサステナビリティ情報の開示が必要とされることとなる。

SSBJ 基準の適用開始のスケジュールは以下のとおりである。

① 時価総額３兆円以上の企業 ： 2027 年３月期から

② 時価総額３兆円未満１兆円以上の企業 ：2028 年３月期から

③ 時価総額１兆円未満５千億円以上の企業 ： 2029 年３月期から

上記③の 5000 億円以上の企業について、2025 年 7 月の中間論点整理の段階では「引き続き検討」とされていたが、サステナ WG 第 9 回での議論の中で、2029 年 3 月期から、との方向に意見がまとまった。

なお、サステナ WG 第 9 回において、2026 年 1 月中に開示府令の改正を最終化することを目指し、2025 年 11 月から開示府令改正案のパブコメを開始するとの方針が事務局から示された。[2]

時価総額は、サステナ WG 第 9 回において、期末時価総額の 5 期分の平均値を用いること、2027 年 3 月期から適用開始となる時価総額３兆円以上のプライム市場上場企業は、事業年度開始直前の 2026 年 3 月末の時価総額とその前 4 事業年度末の時価総額の平均（＝2023 年 3 月期から 2027 年 3 月期の各末日の時価総額の平均値）との事務局案が提示されている（詳細は開示府令改正案のパブコメを経て 2026 年 1 月を目途に最終化の見込み）

2.2 SSBJ 基準の構成と二段階開示

国際的なベースラインとなる ISSB 基準は、S1 号（一般基準）とＳ２号（気候変動関連）の２つから構成されるのに対して、SSBJ 基準は３つから構成され、ISSB 基準の S1 号と対応するものとして、SSBJ 基準は「適用基準」と「一般基準」があり、ISSB 基準の S2 号に対するものとして SSBJ 基準には「気候関連開示基準」がある。このような対応関係にあるが、SSBJ 基準は、ISSB 基準と機能的に整合性が確保されていると確認されている。

SSBJ 基準により開示を求められるのは、「企業の見通しに影響を与えると合理的に見込み得る、報告企業のサステナビリティ関連のリスク及び機会に関する情報」であり、「**サステナビリティ関連財務開示**」が求められている。サステナビリティ関連財務開示は、関連する財務諸表と同時に報告されなければならない。

ただし、ISSB 基準は、適用初年度の経過措置として、財務諸表報告の後に次の期中報告と同じタイミングでのサステナビリティ関連財務開示の報告を許容する（いわゆる**二段階開示**）。わが国の SSBJ 基準では、適用開始年度と次の年度の 2 年間について、新たな制度に対応するための準備期間と捉えて、二段階開示を認めている。そこで、具体的には、有報の提出期限（期末から 3 か月以内）までにまず有報を提出した後、二段階目として、有報の訂正報告書によりサステナビリティ関連財務開示を行うことが想定されている。なお、二段階目では、SSBJ 基準に基づく内容の一括開示が適当とされている（中間論点整理９頁）[3]

---

[2] 本講演後、2025 年 11 月 26 日に 金融庁から「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（案）等に対するパブリックコメントの実施について」（https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20251126/20251126.html）が公表され（パブコメ募集期間は 12 月 26 日まで）、2026 年 2 月 20 日に開示府令及び開示ガイドライン等の最終版とパブリックコメントの結果が公表された。（https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20260220/20260220.html）

[3] 有報の提出期限の延長について、中間論点整理において本年中に当 WG で結論を出すことが適当である（11 頁）とされていたが、サステナ WG 第 9 回において、延長を実施しない（事務局資料 6 頁）との方向で議論がなされた。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

2.3 サステナ情報に対する第三者保証の導入

サステナビリティ情報の保証は、SSBJ 開示基準の適用開始の翌年から受けることが必要となり、保証報告書を有報に添付することが義務化されることが予定されている。

サステナビリティ情報の保証は、国際的基準（保証基準 ISSA5000、品質管理基準 ISQM1、倫理・独立性基準 IESSA）と整合的な基準に準拠して実施されることが想定されており、そのような基準に準拠して保証業務を実施できる者が当局に登録して保証業務の担い手となり、保証業務を実施することとなる。

登録要件を満たす限り、監査法人と監査法人以外の法人のいずれも登録可能になる。

サステナビリティ情報の保証は、限定的保証とされ、保証範囲は、当初 2 年間は、ガバナンス・リスク管理と Scope 1/Scope 2（その後の範囲の拡大は今後の検討）とされている。

このような保証制度は、金融商品取引法等の改正の施行により導入され、登録要件その他の具体的な内容は、改正法の成立後、政令・府令等を通じて確定されるが、新しい制度であるため、具体的な内容の変更も将来はあろう。

3.1 セーフハーバー・ルール導入に向けた議論の背景

サステナビリティ情報は投資判断に有用であり充実した情報開示が望まれるが、将来情報等の不確実性の高い情報を含むサステナビリティ情報の開示に対して、虚偽記載等にかかる法的責任に対する懸念から企業の開示が萎縮し、有価証券報告書での積極的な情報開示を避けようとすることにつながるとの懸念がある。そこで、開示の充実という政策目的を実現するうえで、虚偽記載等に係る責任をめぐる考え方を整理したうえで、セーフハーバー・ルールを整備していくことが必要とされたものである。

3.2 セーフハーバー・ルール導入に向けた議論の流れ

企業の開示の委縮のおそれという課題は、2017 年から 2018 年に設置されていたディスクロージャーＷＧの議論において非財務情報・紀伊述情報の開示の促進に向けた議論がなされていた頃から意識されていた（なお、弊職はこのＷＧのメンバーであった）ものである。これまでの議論の流れの概要は以下のとおりである。

まず、記述情報の開示の充実に向けた 2019 年の開示府令の改正に向けたパブリックコメントへの回答において、リスク情報の開示にかかる質問に対して、金融庁は考え方を示したのが第一歩であった（後記 3.4.1 参照）。

次に、有価証券報告書でのサステナビリティ開示を導入した 2023 年 1 月の開示府令の改正とともに公表された開示ガイドラインの改正において開示ガイドライン 5－16－2 を新設し、将来情報にかかる虚偽記載等の責任に関する考え方が示された（後記 4.2 参照）。

今般サステナ WG での議論では、SSBJ 基準の適用開始に向けた環境整備の一環として、統制の及ばない第三者から取得した情報等に関連したセーフハーバーの必要性が意識され、中間論点整理において、開示ガイドラインの改正によりカバーすることが提言された（後記 4.1 参照）。[4]

しかしながら、開示ガイドラインによる考え方が有用であるものの、それは法令ではない点で裁判所の判断を拘束するものではなく、その点で、開示ガイドラインだけでは十分とは言えないのではないか、等の意見や、サステナ開示の虚偽記載等の責任について重過失がなければ責任を問われないものとすべき等の意見があり（後記 3.3 参照）、中間論点整

[4] なお、本講演後に公表された開示府令の改正案とともにこの点に関する開示ガイドラインの改正案が公表されている。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

理において、法改正を視野に入れて検討することが望ましいと整理された（後記 3.4.2 参照）。

3.3 サステナ WG での議論におけるセーフハーバーに関する主な意見

セーフハーバーに関する主な意見

- 制度の普及に向けて、企業に安心感を与えるため、合理的に定めることができるのであれば、セーフハーバー・ルールは導入すべき（第 1 回）
- 不確定要素を多く含むサステナビリティ情報の開示を促進するためには、セーフハーバー等の制度整備を行い、法定開示責任との関係で企業が委縮しない仕組みが重要（第 1 回）
- セーフハーバーにつながる考え方を整理する意味で、企業がしっかりした内部統制を整え、それをベースに保証業務が提供されるとリスクが相当下がることや、ガバナンスの関わり方などについても議論することが重要（第 1 回）
- Scope 3 中心に不確実性を有するサステナビリティ情報の性質を考慮すると、厳格なエンフォースメントにはなじまない。企業側が萎縮しないようなセーフハーバーの設定が不可欠。その観点では、現状の開示ガイドラインの要件はセーフハーバーとしては少し狭過ぎるのではないか（第 3 回）
- 合理的なスタンスに基づいて誠実に開示されていれば、行政処分の対象にならないことを明確にして、開示に対して企業側が消極的にならないよう、十分配慮する必要がある（第 3 回）
- 利用者としては、Scope 3 の排出量の開示が重要であり、開示を躊躇されることがないよう、セーフハーバーを新たに追加する必要がある。ただし、無制限に免責されるのではなく、一定の制限や規律を設けることも検討する余地があるのではないか（第 3 回）
- SEC 規則が最終化される前の提案の段階では、Ｓｃｏｐｅ３の開示について、合理的な根拠に基づき、誠実に開示がされたときには虚偽に当たらないとの考え方が示されている（第 3 回）
- サステナビリティ情報については、重過失でなければ虚偽記載等の責任を負わないとすることも、十分検討に値するのではないか（第 3 回・第 6 回事務局資料で再掲）
- 緻密な排出量の数字よりは、開示する情報を社内でどのように検討し、決めたのかという、そのプロセスが妥当に行われているのかが、虚偽記載との関係でも重要な要件になる。社内での合理的な根拠に基づいて適切な検討が行われているかといったような要件については、例えば金商法上で求められる内部統制の仕組みを活用する可能性もあるのではないか（第 3 回）
- 企業サイドの心理的ハードルが本当に高いと感じており、サステナビリティ開示の一番のネックは虚偽記載（第 4 回）
- 誠実性につながる企業の開示姿勢というものを少し盛り込んでいくとよいのではないか。信頼される開示を行う上で、企業は内部統制を整えている。特に内部統制の実施基準の目的の 1 つは「報告の信頼性」という形に今般改正されており、企業はその対応をされているところ。サステナ情報についても、信頼を得られるような、誠実な責任ある態度で開示をしているからこそ、セーフハーバーによって責任が問われないという形にできる（第 4 回）
- 財務情報の視点とサステナビリティの視点では、一般的に合理的と考えられる範囲が異なる。さらに、慣習がまだ定まっていない中で、一般的に合理的という判断も難しい。また、サステナビリティ基準では「重要性」が非常にキーとなる概念になる。サステナビリティ情報については、他の企業の取組に依存する部分が多く、既存の将来情報よりも、不確実性が高いが、不確実性が高いということは信頼性が低いということではなく、信頼性が高くても不確実性が高いということもあり得る。そのため、厳密に過ぎないことが必要で、結果として重要な項目について開示されている数値に差異

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

があったような場合についても、重要性がないものについては責任を負わないといった書き方も考えられる（第４回）
- 我が国においてもガイドラインの改定だけではなく、法制化も視野に入れて議論することが重要（第５回）
- 不確実性がある将来情報や統制が及ばない第三者の情報に対して企業側が負うべき責任はどういったものかということ等をしっかりと考え、法的責任というのはどういうあるべきなのかを議論する必要（第５回）
- 企業に萎縮効果が生じないようＳＥＣ規則案も参考にしつつ、開示検討プロセスの合理性のみをセーフハーバーの要件とすることや、挙証責任の転換といったことも検討いただきたい　（第５回）

（注）カッコ内は意見のあった会議、第 1 回分の意見は第 2 回事務局資料 12 頁より、第 3 回分の意見は第 4 回参考資料 8･9 頁、第 4 回分は第 5 回参考資料 6-7 頁、第 5 回分は第 6 回事務局資料 13 頁より抜粋

3.4　中間論点整理での提言

3.4.1　サステナ WG での議論を踏まえ、中間論点整理で提言された開示ガイドラインの改正は、以下のとおり。ただし、本講演後に 2025 年 11 月に公表された開示ガイドラインの改正案は、上記の記載形式とは異なり、現行の開示ガイドライン 5-16-2（後記参照）の改正案として提案されている。

セーフハーバーの整備（開示ガイドライン）

Scope 3 GHG 排出量に関する情報については、･･･企業の統制の及ばない第三者から取得した情報や見積りによる情報の開示が求められるといった特性があることを踏まえ、現行の開示ガイドラインを参考に、まずは、Scope 3 GHG 排出量の虚偽記載等のセーフハーバーを整備することについて賛同が得られた。

具体的には、開示ガイドラインの改正により、仮に Scope 3 GHG 排出量に関する定量情報が事後的に誤りであったことが判明したとしても、
- 企業の統制の及ばない第三者から取得した情報を利用することの適切性（含：情報の入手経路の適切性）や、見積りの合理性について会社内部で適切な検討が行われたことが説明されている場合であって、
- その開示の内容が一般に合理的と考えられる範囲のものである場合

には、虚偽記載等の責任を負わないとすることが適当であり、まずはこの方針を踏まえて、金融庁において開示ガイドラインの改正を行うべきである。（中間論点整理 16 頁）

3.4.2　中間論点整理は、法改正を視野に入れた議論の必要性について、以下のとおり取りまとめていた。

セーフハーバーの整備（法律改正）

当ワーキング・グループでは、セーフハーバーの対象をバリューチェーン情報一般に拡大すべきではないかといった意見のほか、サステナビリティ情報の特性を踏まえた上で法的責任のあり方を議論すべきではないか、金融商品取引法上の損害賠償責任の要件を他国の例との整合性も踏まえて見直すべきではないかという意見もあったところであり、セーフハーバーの内容・適用要件 (注 52)、適用範囲 (注 53)、効果といった各論点について、法律改正も視野に入れて、引き続き検討していくことが望ましいとの方向性が確認されたところである。

注 52）セーフハーバーの内容・適用要件としては、挙証責任の転換の見直しや、主観要件を重過失責任に見直すことも検討に値するとの　意見があった。また、合理的な根拠なく、又は誠実に開示しなかったことが証明されない限り、不正な記載とはみなされないとすべきといった意見があった

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

注 53）セーフハーバーの適用範囲については、サステナビリティ情報全体に広げても良いのではないかとの意見、将来情報やバリューチェーン情報を出発点として検討すべきではないかとの意見があった。 （中間論点整理 16－17 頁）

4.1 セーフハーバーに向けた考え方の発展① リスク情報の開示と責任（開示府令改正案パブコメに対する金融庁の 2019 年当時の回答）

パブコメに対する金融庁の考え方

事業等のリスクの開示に当たっては、取締役会等において、そのリスクが企業の将来の経営成績等に与える影響の程度や発生の蓋然性に応じて、それぞれのリスクの重要性をどのように判断しているかについて、投資者が理解できるような説明をすることが期待されており、平成 31 年２月１日まで意見募集を行っている「記述情報の開示に関する原則」（案）においても同様の考え方を示しています。 このように、事業等のリスクの記載は、将来の不確実な全ての事象に関する正確な予想の提供を求めるものではなく、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクについて、具体的な説明を求めるものです。

事業等のリスクの記載が虚偽記載に該当するかどうかは個別に判断すべきと考えられますが、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクについて、一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことをもって、虚偽記載の責任を問われるものではないと考えられます。

一方、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクについて敢えて記載をしなかった場合、虚偽記載に該当することがあり得ると考えられます。

4.2 セーフハーバーに向けた考え方の発展② 将来情報の虚偽記載等にかかる責任の考え方～開示ガイドラインでの整理[5]

開示ガイドライン５－16－２ （2023 年１月改正で新設）

有価証券届出書の様式中「企業情報」の「第２ 事業の状況」の「１ 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」から「４ 経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」までの将来に関する事項（以下「**将来情報**」という。）で有価証券届出書に記載すべき重要な事項について、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、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、直ちに虚偽記載等（重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていることをいう。以下 ５－16－２及び ５－16－４において同じ。）の責任を負うものではないと考えられる。当該説明を記載するに当たっては、例えば、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ものである場合には、その旨を、検討された内容（例えば、当該将来情報を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要とともに記載することが考えられる。

[5] 本講演後、2026 年２月 20 日に開示府令の改正とあわせて開示ガイドライン 5-16-2、5-16-4 の改正が公表された（https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20260220/05.pdf）。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

なお、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。

開示ガイドライン 5－16－4 後段 （2023 年 1 月改正で新設）

参照先の書類に虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があっても、当該書類に明らかに重要な虚偽の表示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していた場合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届出書の虚偽記載等になり得る場合を除き、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ことに留意する。

5.1 DWG での議論の参考資料（海外法制について）

諸外国で、法律上、一定の非財務情報の虚偽記載等について、民事責任に係るセーフハーバーを規定することが一般的であるが、それらは非財務情報の開示の充実を意図した措置とみられる。

米国での民事責任は、詐欺的行為について責任と位置づけられ、英国では原告（投資者）が虚偽記載等のある情報に依拠して証券を取得したこと等の立証を要する等の制度となっている。

これらに対し、我が国の制度では、金商法 21 条の 2 では、被告・企業側に無過失責任の立証責任があるほか、因果関係の推定等も規定されているため、被告（会社）の責任が問われやすい制度となっている。

5.2 DWG での議論

5.2.1 セーフハーバーの議論の背景・必要性

サステナビリティ情報の開示は、将来情報や第三者から入手した情報に基づく開示など不確実性の高い開示内容を含み、後日虚偽記載等があったとされた場合に法的責任を問われうるとの懸念から、企業の開示姿勢が消極的・保守的になる（開示の萎縮）おそれがある。そこで、投資者にとって有用な情報の開示を促進する観点から、セーフハーバーを議論がなされていた。サステナビリティ情報の虚偽記載等の責任に係るセーフハーバーは、情報の特性を踏まえた合理的なものであるとともに、有価証券報告書における開示の充実・責任の範囲の明確化のための環境整備として妥当なものとする必要があるとの整理が提示されていた。（DWG 第 1 回事務局資料 8 頁）

5.2.2 法的責任について

セーフハーバーの対象について議論する際に、民事責任、刑事責任、行政責任において求められる主観要件の違いを考慮することは一つのポイントである。民事責任、刑事責任、行政責任の大枠は以下のとおりである。

民事責任： 金商法 21 条の 2 は、立証責任の転換された過失責任である。金商法の民事責任以外に、民法 709 条、会社法 350 等を根拠とした損害賠償請求の可能性があり、金商法においてセーフハーバーを規定することにより、その免責の効果はこれらにも及ぶこととできるか、それらの請求の余地が残るのか、について検討が必要となる。

行政責任： 課徴金は、故意・過失を問わない。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

刑事責任： 我が国の刑事責任は、行為者である自然人の故意犯とした規定が原則となる。法人は両罰規定による罰金刑の適用となる。

5.3 DWG での民事責任にかかる議論

5.3.1 対象

DWG での議論では、セーフハーバーの対象として、民事責任の免責が基本となることを出発点としている。具体的には、金商法 21 条の 2 の責任に関して、民事責任の免責を規定することが想定される。

5.3.2 セーフハーバーの適用範囲

次に、セーフハーバーの適用範囲（対象となる情報）は、非財務情報のうちの、将来情報、見積り情報、統制の及ばない第三者から提供された情報（総称して「**将来情報等**」という）を対象とする方向で議論がなされている。

＜将来情報＞ に関して、どの開示項目がこれに該当するか、具体的な例示が求められるとの意見あり。

＜見積り情報＞に関して、会計上の見積りは、セーフハーバーの対象となっていない：非財務情報の中での見積りを検討するもの。

＜統制の及ばない第三者から提供された情報＞は、主に Scope 3 を念頭においたものであり、今回のセーフハーバー・ルールの検討を必要とする主要な開示事項。

5.3.3 セーフハーバーの内容

セーフハーバーの内容として、以下の 2 つの案が事務局から提案されて DWG で議論され、案②の方向で進めることで概ね意見が一致した。

案① 主観要件を過失責任から、無重過失に見直す案 ～例として、英国の戦略報告書（虚偽記載等に重過失がある場合に責任あり）

案② 一定の要件の下で、合理性のある開示がなされていれば、不正な記載とみなされないとする案～例としては、米国 1995 年改革法（意味のある注意文言（meaningful cautionary statement)が付されていることを求める）

案①は、金商法 21 条の 2 の見直しをさらに進める考え方であり、見直しの必要性を特に否定するものではないが、セーフハーバー・ルールとして今回さらなる検討をすることにはならず、中長期的な検討課題として位置付けられる。

5.4 セーフハーバーの適用要件

適用要件について DWG 第 2 回で議論がなされ、事務局からは案②のイメージとして、非財務情報のうちの将来情報等については、その合理性が確保されていると認められる場合には、金商法上の民事責任の規定を適用しないことが提案され、「考え方」として、合理性が確保されていると認められる場合について、情報開示に係る体制の整備と開示の要素を考慮することが明確性の観点からも適当と考えられるとし、有価証券報告書と確認書（下記の見直しを提言）の記載事項（有価証券報告書に関して、以下の記載事項の追加提言の記載を想定している）が真実であることを前提に、その開示をもってセーフハーバーが適用されることを提案のうえ、DWG での議論がなされた。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

5.5 関連する有価証券報告書の記載事項の追加

中間論点整理において、有価証券報告書の記載事項の追加に関して、以下の提言がなされている（中間論点整理 18 頁）。[6]

> 当ワーキング・グループでは、有価証券報告書に以下のような事項の記載を求めることについて議論が行われた。
>
> - 将来情報、見積り情報、企業の統制の及ばない第三者から提供を受けた情報等（以下「**将来情報等**」という。）を含む記載箇所を特定した上で、これらの情報が含まれる旨
> - 開示された将来情報等が、事後的に異なるものとなる可能性がある事項については、その旨及び要因
> - 将来情報等を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程
> - 情報の入手経路を含む将来情報等の適切性を検討し、評価するための社内の手続
> - データ・プロバイダー（注 57）から入手した情報を含む記載箇所を特定した上で、当該情報を含む旨及び当該プロバイダーの名称
>
> このうち、データ・プロバイダーに関する情報を詳細に記載させることについては、慎重に考えるべきとの意見があったところであるが、これらの情報は、責任の範囲の明確化とともに、投資者にとっても、サステナビリティ情報の信頼性を判断する上で有用と考えられる情報であることから、改めて情報の有用性や機密性に留意しつつ、金融庁において必要な制度整備を行うべきである。
>
> 注 57）例えば、Scope 3 GHG 排出量の測定における 2 次データ（バリューチェーン内の特定の活動から直接入手されないデータ）として業界平均、統計データなどを報告企業に提供する者

5.6 確認書の見直し

確認書の見直しは、サステナ WG における議論の過程で事務局からの提案でサステナ WG 第 4 回・第 5 回で議論され、中間論点整理において「セーフハーバーの整備の論点と密接に関連することから、当該論点と併せて、引き続き検討していくことが望ましいと考えられる」（同 17 頁）とされていた。

DWG では、確認書の制度が適正な情報開示に対する経営者の意識付けの向上を図るものであるという制度趣旨を踏まえ、確認書の記載事項として、

- 開示手続を整備していること
- 開示手続の実効性を確認したこと

を追加する案が事務局から提示され、DWG 第 1 回で議論された。DWG のメンバーは概ね見直しを支持するものであり（下記「DWG での主な意見」参照）、経営者の意識付けの向上やセーフハーバーの要件との接続といった観点の合理性や諸外国の制度と比較しても整合性があり、また、企業に過剰な負荷を求めるものではないと考えられること等を根拠として、上記記載の追加を内容とする確認書の見直しに向けて DWG では報告において提言されることいなると思われる。

---

[6] なお、本講演後、開示府令の改正が公表されているが（前掲注 2 参照）、下線を付した開示項目は改正版に含まれていない等、提言内容と改正は必ずしも一致していない。

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

DWG での主な意見（第 1 回）

- 企業の開示プロセスの構築は、開示情報の精度を上げると同時に、開示情報が経営まで明確に伝わって行動につながるという意味でも有用。
- 開示手続の整備・実効性の確認を確認書に明記することをセーフハーバー・ルールの適用の前提とするべき。
- 有価証券報告書の適正性の一層の確保に向けた経営者の姿勢を明確に示すことは極めて重要。
- 非財務情報が拡充する中で、開示手続の重要性や戦略への対応等についての経営者の目線が重要になっている。経営者の姿勢を示すために、事務局提案に賛成。
- サステナビリティ情報は、重要性の判断において利用者の特性や企業自身の状況を考慮する必要があり、企業の判断が強く求められる。その観点から経営者の意識付けの向上のために、事務局提案に賛成。
- 開示体制・手続の整備・運用状況が有価証券報告書に記載され、それを経営者が確認することで、免責につながるということが明確になると良い（再掲）

6.1 本講演のまとめ

本講演では、開示制度の改正に向けたサステナ WG[7]と DWG[8]での議論の状況について、WG メンバーの主な意見をも紹介しながら概観してきたが、最後に留意すべきと考える点に触れておきたい。

開示制度の改正に合わせて、各社において、①自社の開示手続の整備状況を確認し、かつ②開示手続の実効性を確認する等の作業を進めることが必要となる。これら 2 点は上述した確認書の見直しによって記載が求められることになる事項である。

中間論点整理の提言を踏まえて、有価証券報告書の開示事項として今後追加的に記載が求められることとなる事項についての対応も必要となる。上述のセーフ・ハーバーの考え方を踏まえると、将来情報に関して、開示情報が合理的な根拠に基づくものとなるように自社の検討プロセスを整備・確認するほか、統制の及ばない第三者から提供された情報の確認プロセスのチェック、見積りの適正性についての確認プロセスのチェック等の対応を進めていくこととなろう。

さらに、情報開示を含む内部統制の整備・運用に関する取締役会の役割について CG コードの原則等において規定されているところをも踏まえて、再確認することが妥当である。

しかし、果たしてこれだけでよいのであろうか。これだけでは、開示ルールのための開示に陥ってしまいかねないので、一度立ち止まって、果たしてこれだけで十分といえるであろうか、と自問してみることも有益であろう。講師からのコメントとして、

そもそも情報開示の充実は 「何のために必要か？」

を意識することを提言したい。

そして、株主・投資家の目線・社外の視点を踏まえて、開示の充実を通じて透明性を高め、企業経営への信頼を確保すること、そのようなことを通じて企業価値向上に貢献することが取締役・監査役等には期待されている、と考えることがよいのではないか。

6.2 最後に サステナビリティ開示の充実と信頼性確保を通じた企業価値向上に向けて

---

[7] 本講演後、2026 年 1 月 8 日、サステナ WG 報告が公表された。（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20260108/01.pdf）

[8] 本講演後、2025 年 12 月 26 日、DWG 報告が公表された。（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20251226/01.pdf）

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025

サステナブルな成長を支えるガバナンス、リスクマネジメントと内部統制とこれらが向かうべき方向性として、以下をお伝えして、本講演の結びとしたい。

- ✓ 経営トップは、組織のパーパスおよびミッションを踏まえ、その実現に向けた一貫性のあるリーダーシップの発揮
- ✓ 経営のリーダーシップの下、目的の実現を支えるという実質を伴ったリスクマネジメントと内部統制の整備・運用を
- ✓ サステナブルな成長を支えるガバナンスの担い手の中核として、取締役会はその役割（監督責任）を果たす
- ✓ 健全なリスクテイクを支えるためにも、取締役会は、独立して、かつ、多様な視点から、実効的にガバナンスを効かせる
- ✓ 実効性のあるガバナンス、リスクマネジメント、内部統制のキーポイントは、組織のミッションの実現に向けて、組織の関係者が（役職員を中心に）協働する姿勢をもって職務を遂行 ☞ 企業文化/カルチャー
- ✓ 人的資本を活かす経営と組織の「風通し」（openness, “Speak up” Culture）☞ 企業文化/カルチャー
- ✓ 株主・投資家/ステークホルダー向けの外部報告は、利用者の有用性・開示による透明性向上を通じた信頼性の向上
- ✓ 開示・報告の信頼性を支えるデータの integrity と その合理的保証を提供する内部統制

企業価値向上に向けた開示の充実と信頼性確保を進めていただくうえで、本講演が参考になれば幸いである。

以上

ご質問がある場合には以下にお問合せください。
清原国際法律事務所
代表弁護士・ニューヨーク州弁護士　清原　健
Email: kkiyohara@cma-partners.jp
Website : https://www.cma-partners.jp/

© KIYOHARA INTERNATIONAL LAW OFFICE 2025