



諸外国地域の証券取引所における 持続可能性情報の開示規定の発展

川 原 尚 子

要旨 近年、諸外国地域の証券取引所において開示される上場企業の年次報告を対象とした、環境情報を含む持続可能性情報の開示に関する規定が急速に発展しつつある。しかし、日本では、上場企業の制度財務報告における持続可能性情報を開示する規定や仕組みは初期段階にある。本稿では、諸外国地域の証券取引所に関連した持続可能性情報開示に関する様々な規定および仕組みに関する文献研究を通して、上場企業の年次報告での持続可能性情報の開示を進展させる重要な要因を検討している。証券取引所における持続可能性情報開示を求める明瞭な規定、および開示を促進する効果的な仕組みを設定することは、上場企業の年次報告での持続可能性情報開示を進展させる最も重要な要因である。

Abstract Currently, different provisions concerning sustainability information disclosure in annual reports issued by listed companies have been rapidly developing by national and regional stock exchanges. However, provisions and a regime which require sustainability information disclosure in annual regulatory financial reports for investors prepared by listed companies are still in embryonic form in Japan. This paper examines key factors which can improve sustainability information disclosure in annual reports produced by listed companies and is based on a review of the literature associated with the issues including various provisions and the regime related to the disclosure to national and regional stock exchanges. The setting up of clear provisions and an effective regime can be one of the most important drivers for the development of sustainability information disclosure by listed companies as it encourages them to account for their sustainability work to stock exchanges.

キーワード 持続可能性 (sustainability), ESG 開示 (environmental, social, and governance disclosure), 企業社会的責任 (corporate social responsibility), 証券取引所 (stock exchange), 環境報告 (environmental reporting)

原稿提出日 2012年9月19日

な規定と開示を促進する仕組みに関する文献研究を通して、上場企業の年次報告での持続可能性情報の開示を進展させる重要な要因を検討し、課題を整理していく。日本では、上場企業の制度財務報告における持続可能性情報の開示は、制度開示の枠組みでの事業等のリスクなどの記述、あるいは制度外の持続可能性報告での先進的開示実務が観察されるものの、証券取引所に関連した強固な開示を発展させる初期段階といえる。よって、このような検討は、持続可能な証券市場制度の構築と持続可能性情報の開示を促進させる制度設計に向けた政策的議論の基礎を提供するものとして非常に有意義であると考えられる。

本稿の構成は次のとおりである。まず、第2章では持続可能性情報開示に関する先行研究を検討し、第3章では諸外国地域の証券取引所での持続可能性情報の開示規則を検討し、第4章では証券取引所での持続可能性情報の開示の意味合いを討議し、最後の第5章では結論を述べていきたい。

Ⅱ 先行研究

（1）持続可能性情報の開示の意味合い

「持続可能性」は、「将来の世代のニーズを満たす能力を損なうことなく、現在の世代のニーズを満たす開発」⁽¹⁾で定義される広範な「持続可能な開発」の概念を基礎として、広範な概念で定義される。「持続可能性」の概念をもとに、政府、組織、および地域社会は政治的意思を認識し、自らの意思決定が及ぼす影響について幅広い長期的な考慮が求められる⁽²⁾。しかし、企業の持続可能性のこれまでの議論において、地球の持続可能性についての討議が見られず、また、組織の責任の議論において、資本主義の責任についての討議が見られず、公共利益への奉仕を要求する考えが社会あるいは正義などの概念に基づいていない⁽³⁾。

企業の持続可能性に関する報告は、媒体や様式を問わず、ESG 報告、CSR 報告、およびトリプルボトムライン報告と同様の文脈で知られる⁽⁴⁾。企業報告の主流である年次報告の記載において、持続可能性に関する情報は財務情報を補完する非財務情報の範疇に含められるが、企業統治の枠組みに関する記述部分のうちでリスクマネジメントの関連情報として、あるいは事業の説明に関する記述部分で戦略の関連情報として報告される⁽⁵⁾。

(1) The Brundtland Commission (1987), *Our Common Future*, Oxford University Press.

(2) IFAC (2011), p.19.

(3) Gray *et al.* (2010), p.19.

(4) IIRC (2011), p.28.

(5) CDSB (2011), p.6.

ESG は、投資家の視点で、企業行動の文脈で環境、社会、および統治の問題を記述する分野を示すために国際的に現れた用語である⁽⁶⁾。ESG が何を指すかを決定的に定義し内容を列挙したものは見られないが、この用語で取り扱われる内容には典型的な特徴があげられる⁽⁷⁾。すなわち、伝統的に非財務情報またはあまり重要でないと考えられてきた問題、中長期的視点、質的な事柄ですぐに金額単位に数量化が可能な質的对象、市場メカニズムによってはあまり十分に把握されない外部性（他の企業にあるいは社会全般によって負わされた費用）、規制または政策の枠組みの変化、企業のサプライチェーンを通して生じる傾向（およびそれゆえ測り知れないリスクに影響されやすいもの）、および社会全体の関心事という特徴である⁽⁸⁾。

近年、ESG 情報を、投資家等を対象とした年次報告書に組み込み、財務情報と統合して報告する「統合報告」に関する国際的な試みがある。「統合報告」とは、営利行為、社会、および環境の状況を反映する方法で、企業の戦略、統治、業績および将来予測の重要な情報を統合し、どのようにステewardシップを証明し、どのように価値を創造し維持するかについて、簡潔明瞭な表示を提供することを目的とする⁽⁹⁾。

統合報告の試みは、国際統合報告審議会(IIRC)を中心に進められている。IIRC は、企業、投資家、会計専門家、証券関係者、規制当局、学術研究者、基準設定主体、および市民社会の代表で構成され、明瞭な、簡潔な、一貫性のある、および比較可能な様式で、財務、環境、社会、および統治の情報をまとめる、国際的に一般に認められる「統合報告」の枠組みの作成を目指している⁽¹⁰⁾。IIRC は、より持続可能な世界経済の要求を満たすため、過去と将来の組織に関する、より包括的で十分理解可能な情報の開発の支援を目的としている⁽¹¹⁾。IIRC は、2011年9月12日に討議資料「統合報告に向かって – 21世紀における価値のコミュニケーション」⁽¹²⁾を、2012年7月11日に統合報告の枠組みの概略の草案を公表しており、2012年内に公開草案を提出する予定である⁽¹³⁾。

（２）持続可能性情報の開示の会計理論

企業の持続可能性情報開示に関する様々な社会会計分野の理論の中で、ステークホルダ

(6) IIRC (2011), p.28.

(7) *Ibid.*

(8) *Ibid.*

(9) IIRC (2011), p.2.

(10) IIRC web site.

(11) *Ibid.*

(12) IIRC (2011).

(13) IIRC web site.

一理論⁽¹⁴⁾は、企業とその環境との間の関係をシステムの捉え、企業責任や説明責任との関係を明らかにした説明を提供しており、最もよく用いられる理論である⁽¹⁵⁾。この理論による説明は、社会的契約に関連する結果としての政治的な比喩、あるいは合理的経営に関連する結果としての合理的な比喩として位置づけられるが、より生物学的な比喩である⁽¹⁶⁾。組織のステークホルダーは組織の活動によって影響される、または影響する可能性のある人間の行為的主体性と定義される⁽¹⁷⁾。

ステークホルダー理論では、価値は必ずかつ明らかに事業遂行の一部分であるという仮定に始まり、経営者が創出する価値観の共有、および中核となるステークホルダーと共に何をもたらすかを表現することを求めている⁽¹⁸⁾。また、この理論では、事業をどのように行いたいかにについて、特に、どのようなステークホルダーとの関係を望むか、また目的を果たすためのステークホルダーとの関係について、経営者が明らかにすることを求めている⁽¹⁹⁾。現実の経済社会でも、経済的価値は自発的に一緒に協力して皆の状況を改善しようとする人々によって作り出され、また経営者はステークホルダーとの関係を発展させなければならないし、企業が約束する価値をもたらすため皆で努力する地域社会を創造しなければならないことが強調されている⁽²⁰⁾。ステークホルダーは明らかに重要な構成要素であり、その活動は利害に特徴づけられるが、価値創造の過程を刺激することにあるというよりも、むしろ結果に利害の関心がある⁽²¹⁾。

ステークホルダー理論は、あらゆる点で、説明責任に対する規範的な取り組み方を示すものであり、 그레이の主張する説明責任のモデルと直接関係し、組織とステークホルダーとの相互作用を責任および説明責任に関わる社会的基盤をなす関係として看取できる⁽²²⁾。

一方、ステークホルダー理論のうち、経験的説明責任の視点においては、ステークホルダーを組織の利害のために管理する必要がある集団と捉え、組織にとってより重要な場合、関係を持続するよう組織は努力する⁽²³⁾。財務会計および社会会計の情報は、ステークホルダーの支持と承認を得るために、組織が管理あるいは操作する可能性がある重要な要素である⁽²⁴⁾。ステークホルダー理論に従って、社会会計および開示の割合が組織活動と比例するとの説

(14) Ullman (1985) and Robert (1992).

(15) Gray *et al.* (2010), p.25.

(16) *Ibid.*

(17) Freeman (1994).

(18) Freeman *et al.* (2004), p.364.

(19) *Ibid.*

(20) *Ibid.*

(21) *Ibid.*

(22) Gray *et al.* (2010), p.25.

(23) *Ibid.*, pp.25-26.

(24) *Ibid.*, p.26.

明が極めて可能となる⁽²⁵⁾。

制度理論⁽²⁶⁾は、組織と組織の場に関わる理論である。多様な相互依存にある組織が特別な役割を果たすところの社会的構成領域を生みだし、文化的なネットワークシステムからなる組織の場の概念による文脈から制度理論の当初の洞察が得られた⁽²⁷⁾。ここでいう場は、相互作用、利害の共有、共通の関心事、および共同の活動などから生じた社会的構成領域を指し、社会会計の分野で見るとグローバル・レポーティング・イニシアティブ、また、環境監査および経営スキームなどがこれにあたる⁽²⁸⁾。制度化の過程は、場に安定と慣性を与えるため組織行動を収斂する均質化および同形の過程であり、これは法令や市場の変化などによる強制、教育や専門化を通した価値共有や収斂という規範的仕組み、また成功を思わせる行為の模倣の仕組みの3つの組み合わせで起きる⁽²⁹⁾。ステークホルダーの複雑な絡み合い、およびステークホルダーの相互作用および相対的強みを場と考えると、制度理論は前述のステークホルダー理論と近い関係にある⁽³⁰⁾。

正当性理論は、社会会計分野で広範囲に利用され、前述の制度理論と非常に近い関係にあり、その特例ともいわれる理論であり、また、前述のステークホルダー理論に葛藤と軋轢の要素を加えた2次変形理論である⁽³¹⁾。正当性理論では、組織はその組織の存する社会自身の価値あるシステムと釣り合う価値あるシステムであると社会に認められる場合のみ存続できると主張される⁽³²⁾。組織はその正当性に対して多くの脅威に直面しうるので、脅威を相殺すべく幅広い正当性戦略を用いる。この戦略にはステークホルダーの教育、ステークホルダーの問題への認知の変化、関心事の問題から気をそらすか操作すること、または、業績についての外部の期待を変化しようとするものの4つがある⁽³³⁾。よって、否定的な要素よりも、むしろ組織行為の肯定的な点を強調する社会環境開示の一般的な傾向は、組織の一部を正当化する行動と比例するように説明される⁽³⁴⁾。ただし、組織がまったく開示しないことを選択する、あるいはなぜ開示が選択的であるかの理由が説明できていない⁽³⁵⁾。

資源依存理論は、組織と予想不可能な資源供給への依存との間の動的關係を主張する理

(25) *Ibid.*

(26) DiMaggio and Powell (1983).

(27) Gray *et al.* (2010), p.26.

(28) *Ibid.*

(29) *Ibid.*

(30) *Ibid.*, p.27.

(31) *Ibid.*, p.28.

(32) *Ibid.*

(33) Lindblom (1993).

(34) Gray *et al.* (2010), p.28.

(35) *Ibid.*, p.29.

論で、不確実性と敵対行為を組織環境の重要な構成要素とする⁽³⁶⁾。資源は財務、労働、供給、および市場などに限らず、正当性および評判なども含む⁽³⁷⁾。そのような環境において開示体制が影響を及ぼす可能性は明らかなので、そこで社会会計が利用される⁽³⁸⁾。資源依存理論は社会会計分野でそれほど広く用いられないものの、前述の制度理論と直接関係があり、条件適合理論と近い関係にある⁽³⁹⁾。

条件適合理論は、いかなる組織もよく機能するために、その環境や状況にうまく適応する構造、態度、使命、活動のようなものを採用するという理論である⁽⁴⁰⁾。単一の理想的な組織や組織構造はなく、社会責任についての単一の理想的態度も、また単一の理想的情報フローのシステムおよび開示体制もなく、組織の最善はその状況によるとする⁽⁴¹⁾。よって社会責任および社会会計は、重要な環境要因および組織要因に依存する条件変数といえる⁽⁴²⁾。

意思決定有用性理論は、強い会計理論であり、社会会計の説明にも使用されてきた理論であるが、社会会計のような情報が、適切な意思決定者が意思決定に有用と認めるなら作り出されることを示すものである⁽⁴³⁾。この理論では、意思決定者が誰で、関心をもつ理由を明らかにしていないため、結局、経営者や投資家のような強力な意思決定者についてかわかり、よって他の大方の意思決定者をそれとなく無視している⁽⁴⁴⁾。またこの理論は規範的な面と現実肯定的な面が混乱している⁽⁴⁵⁾。よって、投資家や金融機関でも、倫理的投資家のような少数派を対象としてのみ、社会情報が非常に有用な情報と認められる⁽⁴⁶⁾。社会情報がもし完全に直截で明確である場合、企業のすべてのステークホルダーの意思決定にどのように影響するかは別問題で、これは未だ試されていない⁽⁴⁷⁾。

前述の意思決定有用性の変形であるシグナリングの概念は、経営者は財務ステークホルダーに対するシグナルのために社会会計報告を行うという説明で用いられる⁽⁴⁸⁾。すなわち、投資家が組織の社会環境リスクに注目しており、組織がうまく事業を行い、また社会的に正当化されない予想外の衝撃に対しても比較的自由であると、投資家が仮定するかもしれ

(36) *Ibid.*

(37) *Ibid.*

(38) *Ibid.*

(39) *Ibid.*

(40) *Ibid.*

(41) *Ibid.*

(42) *Ibid.*

(43) *Ibid.*

(44) *Ibid.*

(45) *Ibid.*

(46) *Ibid.*

(47) *Ibid.*

(48) *Ibid.*, p.30.

ない⁽⁴⁹⁾。このような状況は、多くの組織が別個に社会環境報告書を公表する理由であり、市民社会の構成員に宛てるより、経営者、投資家、メディアにとって組織能力のシグナルとして意図されたものといえる⁽⁵⁰⁾。

以上見てきた社会環境会計に関連する理論は、証券市場で投資家向けに企業が持続可能性報告や開示を行う仕組みについてのメカニズムの説明を提供しているといえる。

(3) 企業経営と外部性および社会責任

ドラッカーは経営者の社会的責任は事業責任であり、経営者は事業の環境および社会への影響を考慮し説明責任を果たす必要があり、業績報告が重要であると指摘している。以下、この指摘に関する論説を見ていく。まず、経営者は戦略と目標を正しく定義し、人を開発し、業績を測定し、組織のサービスをマーケティングすることに責任があり、よって、経営者は新たな社会的機能を担ってきている⁽⁵¹⁾。科学技術的な革新より社会的革新の方が、社会への非常に重要な影響を及ぼすので、経営者に規律と革新をどのように求めていくかが重要な経営課題となる。経営者の社会的機能が既に広がっており、深刻な努力目標であるため、経営者の社会的役割や社会的説明責任の問題は一般に認められにくい。経営者が誰に、何を説明し、経営者の権限で何を行い、その妥当性はどうかなど、説明責任に関する問いかけは非常に政治問題であり経済問題ではない⁽⁵²⁾。

経営者は業績に関して説明可能でなければならないので、どのように業績を定義し、測定し、実行し、それを誰に説明すべきかが重要となる⁽⁵³⁾。企業が従業員に共通の目的や価値を共有することを求めるのであれば、経営者は簡潔明瞭な一つの目的を明示すべきで、経営者が一番にやるべき仕事は目的や価値、目標の設定にある⁽⁵⁴⁾。売上高や決算報告の損益それ自体が経営者や企業の業績を適切に測定するものではない。組織の業績評価のためには、多様な測定を必要とし、企業や経営者の活動に業績を組み込み、測定し、判断し、そして継続的改善をすべきである。顧客満足のように経営結果が企業外部に存在することが最も重要なことである⁽⁵⁵⁾。経営者の関心や責任は、組織の業績と結果に影響するすべてのものにあり、企業内部あるいは外部か、企業管理下あるいは管理を完全に超えているか

(49) *Ibid.*

(50) *Ibid.*

(51) *Ibid.*, p.8.

(52) *Ibid.*, p.9.

(53) *Ibid.*, p.10.

(54) *Ibid.*, p.11.

(55) *Ibid.*, p.12.

にかかわらない⁽⁵⁶⁾。

経営は人そのもの、人的価値、成長および発展を扱う、つまり人間性の形成に関わり、社会構造や地域社会に影響を及ぼす⁽⁵⁷⁾。経営は倫理に深く関係しており、今後ますます、経営とは、人間性に関する規律および実践となる⁽⁵⁸⁾。企業は人、地域社会、および社会に影響を及ぼしているはずであり、経営とは社会への影響および企業社会的責任を管理することである⁽⁵⁹⁾。経営の使命や目的は目標に落とし込むべきもので、目標には社会的責任が含まれる⁽⁶⁰⁾。企業は社会とその経済に存立していることから、生き残りの側面で捉えるべきである⁽⁶¹⁾。社会的責任には、企業の社会への影響から生じるものと、社会自らの問題として生じるものとの異なる2つのものがある。企業は社会や地域社会にサービスを提供しているので、社会や地域社会と密接な関係にあり、しかも従業員を雇用することで社会への影響が避けられない⁽⁶²⁾。

地球環境への影響や社会への問題は、企業活動に必然的に発生し避けられない面があるので、社会への影響に経営者は責任をもつことに疑いはない。一方、社会問題は社会の機能不全から生じている。しかし、地域社会の問題は企業に影響するし、病んだ社会に健全な企業は存立しえない。経営者は健全な社会に関心を持つものである。影響の特定と予測を現実的にすることは経営者の仕事である。社会、経済、地域、個人への必然に生じる企業の影響は、それ自体が目的でも使命でもないが、最小限にとどめ削減することが望ましい。この対応例として、ダウケミカル社が第二次世界大戦後に、大気水質汚染にかかる環境問題への市民からの抗議が起こるかなり前に、汚染ゼロ方針を工場に適用した例がある⁽⁶³⁾。

デュポン社では産業製品の毒性管理の環境対応技術を自社で発展させるだけでなく、事業機会の開発に結びつけたが、このような例は多くない。むしろ、コスト削減の面で環境影響を除去させる場合がある。問題は、一般市民が支払った「外部性」が事業コストになり、規制やある種の市民行動によって、事業競争劣位を招くかもしれないことにある。規制が施行される前に、影響を最小限に除去することが経営者の仕事である。社会への影響に関する責任は経営責任であり、それが社会的責任であるからではなく、事業責任である

(56) *Ibid.*, p.94.

(57) *Ibid.*, p.12.

(58) *Ibid.*, p.13.

(59) *Ibid.*, pp.14-16.

(60) *Ibid.*, pp.20-31.

(61) *Ibid.*, p.37.

(62) *Ibid.*, p.51.

(63) *Ibid.*, p.52.

からである⁽⁶⁴⁾。

報告というものは経営の道具として必要であり、誤用されたときには役目を終え有害となる⁽⁶⁵⁾。業績を達成する道具として報告が必要であり、重要な領域の結果を達成するために必要な業績だけに焦点を定めるべきである⁽⁶⁶⁾。ビジネスの強みは説明責任と測定能力にあり、業績が無形の場合でも、二次的作業を特定し、明瞭な目標を設定でき、業績が測定できるので、結局、無形の領域についても達成が可能となる⁽⁶⁷⁾。

これまで見てきたように、ドラッガーの論説では直接的に持続可能性に言及していないものの、環境および労働面の外部性の問題の責任は事業責任であり、持続可能性の目標設定、業績測定および報告を重視する考え方に結びつく経営理論を提供しているといえる。

Ⅲ 証券取引所の持続可能性情報開示規定

(1) 持続可能な証券取引所(SSE)の比較調査

近年、諸外国地域の証券取引所で、上場企業の年次報告での持続可能性情報（以下、ESG 情報、CSR 情報を含む）の開示を要請する重要な「規定」が発展しつつある⁽⁶⁸⁾。証券取引所をめぐる持続可能性情報に関する「規定」は、上場企業の情報開示スタンスに影響し、開示内容に重要な影響を及ぼす要因となりうる⁽⁶⁹⁾。投資家にとって、より意味のある持続可能性情報の開示が提供されることを通じて、投資家の責任投資(RI)が容易となり、責任投資市場が拡大すること、それを通じた持続可能な社会の発展が期待されている⁽⁷⁰⁾。

持続可能な証券取引所(SSE)イニシアティブは、投資家保護の観点から、企業の ESG 情報開示を数量化することが重要であると指摘している。企業の ESG 情報を個別にかつ監視可能な数量化指標で開示することで、経営者の持続可能性問題に対するリーダーシップに関する情報が、投資家やその他のステークホルダーに提供されるからという。SSE は持続可能性に関する企業活動を環境、社会および統治の問題の三つの項目に分類し、具体的な数量化指標を提案している（図表 1）⁽⁷¹⁾。

(64) *Ibid.*, pp.54-55.

(65) *Ibid.*, p.122.

(66) *Ibid.*, p.125.

(67) *Ibid.*, pp.60-61.

(68) ここでいう「規定」は、証券制度の規制当局が定める企業内容開示（ディスクロージャー）の法令規則、証券取引所による自主規制および規則、または、企業に自発的情報公開を促すイニシアティブやガイドラインなどの強制的あるいは自発的な内容を含む。

(69) Frost (2007).

(70) IRI, web site.

(71) *Ibid.*, p.40.

図表1 企業の ESG 活動について潜在的に数量化できる項目例

環 境	社 会	統 治
エネルギー効率性	従業員報酬	取締役会の独立性
カーボン排出量	便益	取締役会の出席
温室効果ガス排出量	従業員の交代	株主議決権
生物多様性目標	従業員の健康	訴訟リスク
水使用	安全活動および目標	取締役および経営者報酬
自然資源の利用	訓練の費用および目標	
リサイクル活動	多様性および目標	
廃棄物のエネルギー化		

出典：SSE(2012), p.40. 筆者記。

SSEでは、過去十年間にわたり、企業がESGの実践に関して、ますます多くの情報を開示していることを高く評価しながらも、一方、これまで様々な関係者が協働して作成してきたESG項目の個別規準を数量測定するための国際的基準は、把握しづらいものであることを指摘している。統治に関連する指標には、統治の改善について広く一般に認められた要求事項があるという。最近のオリンパス社の巨額会計不正事件、また金融機関が公的資金で救済されたにも関わらずその経営者に高額報酬が支払われた事件などが問題視されており、開示規制において、統治に関するより詳しい説明を経営者に要請しているという。一方、環境や社会の開示については、企業もステークホルダーも、最近、より詳しい情報開示の重要性を認めているという。例えば、アップル社のアジアにおけるサプライチェーンでの劣悪な労働問題の事例に対して投資家の監視がますます強化されているという⁽⁷²⁾。

SSE は企業が ESG 問題の対応を怠れば、持続可能な成長能力、あるいは極端な場合、生き残りに重大な影響を及ぼしうる点を挙げて、この問題に対応することが重要であると主張している⁽⁷³⁾。ある調査によれば、地球温暖化対策のもとでの炭素排出量の抑制の規制が実施された場合、所定の企業は2050年まで資産の利用が80%に制限される可能性があるという⁽⁷⁴⁾。このことは石炭、石油およびガス企業が保有資産を燃焼できないという組織的

(72) *Ibid.*

(73) *Ibid.*, p.41.

(74) SSE は環境指標をもとに炭素関連の組織的リスクは巨大になると主張している。2011 年の「燃焼できない炭素」と呼ばれた研究で、2℃超の温暖化の確率が20%ならば、世界は2050年までに565 Gt CO₂（10 億トン二酸化炭素）に予算制限しなければならないが、世界の化石埋蔵量は2,795 Gt CO₂ と見積もられ、既存資産は2050年の5倍の予算に相当するので、資産価値における重大な意味合いをもつという。実際、トップ100の石炭企業およびトップ100の上場石油およびガス企業だけが745 Gt CO₂の潜在的排出量を表わしており、これらの燃料の燃焼能力がすべての資産にわたり均等に制限された場合、埋蔵量の80%を燃焼できないという。このことは組織的リスクであり、投資家は法令実施が実現した場合、「免れ得ない資産」をもち続けることになりうるといふ。*(Ibid., p.41)*。

リスクにあたるので、投資家にとり重大なリスクとなりうるという⁽⁷⁵⁾。

持続可能性情報の開示の発展に証券取引所が重要な役割を果たすべきと SSE は主張している。SSE では、世界の主な30証券取引所⁽⁷⁶⁾を対象に、既存の ESG 情報開示への証券取引所の取り組みに関して、2010年に継続して2012年2月時点での調査結果を公表した⁽⁷⁷⁾。この調査の主な5つの項目には、1)証券取引所自らが ESG 情報を開示しているか、2)証券取引所自らが責任投資原則(PRI)に署名しているか⁽⁷⁸⁾、3)持続可能性に関連したインデックスを証券取引所が売り出しているか、4)上場企業向けに持続可能性報告指針を提供しているか、および、5)炭素市場取引またはその開発を支援しているかが挙げられ、27証券取引所を比較分析した結果が示された⁽⁷⁹⁾。その結果をみると、まず、1)証券取引所の ESG 情報開示について、グローバル・レポーティング・イニシアティブ(GRI)の持続可能性報告ガイドラインを利用した開示について、サンパウロ、ドイツ、香港、および NYSE ユーロネクストの4か所、GRI 以外での開示について11か所、開示の回答がないのが12か所であった。GRI は世界で持続可能性報告のためのフレームワークを推進し、フレームワークの継続的改善、および持続可能性報告が世界で適用されることを推進している組織である。GRI 持続可能性報告ガイドラインでは、この主なフレームワークを指し、組織が経済、環境、および社会的業績を測定および報告するための原則と指標を定めている⁽⁸⁰⁾。

次に、2)証券取引所の PRI の署名については、サンパウロ、イスタンブール、およびヨハネスブルグの3か所のみが該当した。PRI とは、国際連合が後援する責任投資原則イニシアティブの略称で、6つの責任投資原則を実行するために働く国際的な投資家のネットワークの非営利法人を指す。投資コミュニティによって考案されたこの責任投資原則は、ESG の問題が投資ポートフォリオの業績に影響を与える可能性があり、受託者責任を果たすのであれば、投資家は適切な考慮をしなければならないとの見識を反映している。この責任投資原則は、意思決定と所有権の慣行に ESG 問題を組み込み、社会の目標と自らの

(75) *Ibid.*

(76) 調査対象の30証券取引所の国地域には、オーストラリア、ブラジル、スペイン、チリ、メキシコ、インド、マレーシア、ドイツ、香港、インドネシア、トルコ、南アフリカ共和国、大韓民国、イギリス、イタリア、ロシア、アメリカ合衆国、フランス、ポルトガル、ベルギー、オランダ、デンマーク、フィンランド、スウェーデン、アイスランド、インド、フィリピン、サウジアラビア、中国、シンガポール、スイス、タイ、日本、およびカナダが含まれる。証券取引所が国地域を超えた市場提携による運営を行う場合もあれば、国地域で複数の証券取引所をもつ場合もある。

(77) Panwar and Blinch (2012), p.5.

(78) 2012年8月4日現在、日本の6資産所有者および13資産運用管理団体がPRIに署名している。PRI web site.

(79) Panwar and Blinch (2012), pp.14-17. 主な27取引所の調査結果について、付録1を参照。

(80) GRI web site.

目標をうまく提携させる自主的フレームワークを提供するものである⁽⁸¹⁾。

3つ目に、3)持続可能性関連のインデックスについては、サンパウロ、スペイン、メキシコ、ボンベイ、ドイツ、インドネシア、ヨハネスブルグ、韓国、ロンドン、NYSE ユーロネクスト、ナスダック OMX、インド、上海、東京、およびトロントの15か所が該当した。

4つ目に、4)上場企業向けの持続可能性報告指針の提供については、サンパウロ、マレーシア、ドイツ、香港、ヨハネスブルグ、韓国、上海、シンガポール、タイ、およびトロントの10か所が該当した。

5つ目に、5)炭素市場取引またはその開発の支援については、オーストラリア、サンパウロ、ドイツ、およびトロントの4か所のみが該当した。

これら5項目について、27証券取引所の該当数を筆者が集計したところ（付録1参照）、サンパウロが全5項目、ドイツとヨハネスブルグが4項目、韓国、上海およびトロントが3項目に該当していた。5項目すべて該当なし、あるいは一つのみ該当したのは、東京を含む11か所であった。

SSE では調査結果を6つに総括し、証券取引所の役割の重要性と課題を示している。1点目に、証券取引所の持続可能性への影響に関する理解および経営がいくらか進展したと評価している。2010年調査で回答率は53%であったが、2012年の調査では78%と明らかに改善したという。しかし、国際的競争力のある市場の証券取引所では、規制当局との関係において証券取引所ができることにおのずと限界があることも明らかとなったという。そこでSSEは、投資家および政策立案者がその限界について、もっと理解する必要がある、そこで証券取引所や規制当局との対話を目標にすべきであり、それが証券取引所の取り組みを進めるには効果的であると主張している⁽⁸²⁾。

2点目に、証券取引所が企業責任および持続可能性イニシアティブへの約束を再断言している点をSSEは評価している。アンケート調査の4分の3の回答者が、持続可能性問題に関して企業責任を増大するよう推進していくにあたり、証券取引所に責任があると応えたという。このような証券取引所が強く確信をもつことが、証券発行者に持続可能性情報の開示指針を提供したり、あるいは開示促進の規定を設定したり、持続可能性インデックスを増加させたり、および自発的な開示基準を「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の市場原則に変更したりといった進展に反映してきたと見ている。ただ、持続可能性情報の開

(81) PRI web site.

(82) *Ibid.*, p.5.

示指針には、その詳細さや権限にかなりばらつきがあり、広告文あるいは詳細な自発的指針を公表するというレベルから、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の制度によって支持するレベルまでであるという。また、既に、または今後、証券取引所独自の持続可能性インデックスを売り出す予定があるとの回答が86%あったという⁽⁸³⁾。

3点目に、投資家が市場の需要を創出することを明らかにする必要がある、第一義的に機関投資家がより多くの ESG 情報の開示の改善を導いてきた点を、SSE は評価している。調査結果によれば、機関投資家はステークホルダーの持続可能性イニシアティブを一般的に支援しているものの、回答者のほぼ半数が、投資家にためらいがあり、そのことが証券取引所がさらに活動することを阻止する要因になっていると言及している。このようなためらいがあるので ESG 情報開示の発展には限界もあるとの懸念が示されている。ある事例では、投資家の需要が持続可能性商品に関する需要であると証券取引所が誤解しているという。しかし、投資家は持続可能性要因に関して重大な損得はないと、証券取引所が指摘すると、それによって投資家が ESG 開示を強引に要求することがより難しくなるといふ。これとは別に、ある証券取引所によって共通に特定される要素が、ある国に関連した ESG 開示として明らかに要求されることもあるが、企業はどのような開示が期待され、また、投資家が開示を意思決定にどのように統合するかの問題がある。しかし、既存の証券市場の専門知識のもとでは新しいトピックである持続可能性について独力で手さぐりの対応をせざるを得ないため、証券取引所に任せたままで、投資家が一貫して詳細なことを述べてこなかったという⁽⁸⁴⁾。

4点目に、持続可能性の要因は企業の事例を呈示させるが、未だ、収益性に重大に影響する要因ではないと SSE は指摘している。資本市場で持続可能性に焦点をあてている長期的な投資家が主導するイニシアティブが掲げる目標に反して、全体でみれば、証券取引所では主な収益源である取引量に依存する傾向が強くなっている。ただし、頻繁な取引、およびデリバティブ取引は投資家の長期の要求を満たすことと互いに相容れないものであると、証券取引所は強く主張するという。これは、上場企業に対する持続可能性に関する強い基準があることは取引所にとってもよいビジネスセンスを作るという見方に、今回の調査では回答者の57%が同意し、同意しなかったのは14%であったという結果に示されているという。2010年では、回答者の37%がこの見方に同意したことと比べると、SSE は証券取引所の意識が進展したことの証拠と見ている⁽⁸⁵⁾。

(83) *Ibid.*

(84) *Ibid.*

(85) *Ibid.*, pp.5-6.

また、持続可能性イニシアティブおよび持続可能性関連商品は、大きな収益にそれほど貢献しないが、発行企業の信頼性の向上に関連すると証券取引所が考えていることを SSE は指摘している。ESG 情報開示に対して保証証明書が添付されることは、新興市場の証券取引所では企業の競争差別化および評判向上の要素として見る傾向がより強いが、先進国市場のいくつかの取引所でも保証証明書が添付されることを評判向上のための有益なツールとして見ているという⁽⁸⁶⁾。

5 点目に、証券取引所が活動に意思を示しても、必ずしも活動の能力に転換されるとは限らないと SSE は指摘している。証券取引所が営利組織にその形態を変更することで、国家あるいは業界の規制当局に対して従来は自主的義務であったことを証券取引所が放棄することが容認されるという。持続可能性開示や説明責任を促進する仕組みを実践することが、上場規則に関係するものも含めて、単に証券取引所の権限の範囲であると考えたのは、回答者のわずか10%であったという。これに比較し、回答者の過半数がこのような権限が規制当局や会社法などの立法者と共有する権限であると示唆したという。また、回答者の3分の1は、これは完全に規制当局や立法者の支配区域であると考えたという。さらに、証券取引所が持続可能性イニシアティブの実践を思いとどまる要素について、回答者の半数が規制側の支援不足にあると強調したという⁽⁸⁷⁾。

6 点目に、規制的イニシアティブが、持続可能な資本市場の主流を構築するために必要であると SSE は強調している。今日の資本市場は、市場の影響力と規制的イニシアティブの両方によって形成されてきたという。同様に、将来の持続可能な資本市場の発展において、既存の市場の知識や経験の外に統合を必要とする要因があるならば、政策立案者側からの軽い圧力が必要になるという。最近の市場の性質や説明責任をめぐる複雑さがあるため、真に効果的であるのは、全体的対話であり、幾分緊急に、しかし思慮深い政治的介入を必要とするという。市場で企業による ESG 開示を増加させるための指針となる原則の導入およびロードマップを、もし政策立案者が、今、支援するならば、かなりそれは促進するという。企業の開示に関して、企業に説明責任をもたせるための仕組みを正式なものにするものでもあるという⁽⁸⁸⁾。

加えて、SSE は、市場を通じて最低限レベルで ESG 開示の比較可能性が必要であると主張する。国際的な最低基準が存在しないことは、各市場でサイロのように急成長しつつある ESG 開示に関連したイニシアティブを徐々に害することになるかもしれないという。

(86) *Ibid.*, p.6.

(87) *Ibid.*

(88) *Ibid.*

印象的なのは、証券取引所の調査回答者の4分の3以上が、一貫した、かつ重要な企業の持続可能性報告への国際的方法を歓迎していることという。さらに類似の割合の回答者は、「企業の持続可能性報告の国際協定」に賛成しており、その協定は企業の取締役会に対して持続可能性報告を、次のように命ずることの検討を政府に要求するものという。その内容は、持続可能性問題を企業が戦略決定の際に検討し、「準拠せよ、さもなければ説明せよ」の原則で、年次報告の中に企業が重要と考える持続可能性問題を統合することであるという⁽⁸⁹⁾。

以上、持続可能性情報開示を発展させるための証券取引所を取り巻く課題を見てきたが、次に、持続可能性情報の一つである気候変動情報に関する開示規定の課題を検討していく。

(2) CDSB の気候変動開示の規定に関する調査

気候変動開示基準審議会(CDSB)は、投資家、企業、および社会が比較可能な分析を行えるような、気候変動リスク情報を収集するための世界中の開示基準の統一を目標としている。CDSB は、2007年に世界経済フォーラムの年次総会で設立され、企業の気候変動情報開示における世界的な枠組みを作成し、有価証券報告書などでの気候変動情報開示を促進することを使命とする組織である⁽⁹⁰⁾。CDSB は前述の IIRC とも連携している。このような動向の背景には、気候変動情報開示の世界的な標準化を求める企業や金融市場からの要求の高まりがある。CDSB では「気候変動報告フレームワーク」⁽⁹¹⁾を2010年に公表し、普及を図っている。

CDSB は、2011年10月に「気候変動関連開示に関する国家および地域の発展の目録」の調査結果を公表し、近年、気候変動関連報告開示の基準が、様々な国地域で発展しつつあるが、比較可能性に問題があり、報告内容を調和化させ、一貫性が必要であることを強調している⁽⁹²⁾。

この調査の総括として、まず、調査対象とした先進国地域および発展途上国⁽⁹³⁾において、気候変動関連の報告様式が異なる点をCDSB は指摘している。また、関連規定についてみると、法律設立者、基準設定主体、産業界での最善事例が混合して設定されており、またそれぞれに監督されているという。規定が設けられている分野としては、金融、エネルギー

(89) *Ibid.*

(90) CDSB の組織概要はCDSB のウェブサイトを参照している (CDSB, web site)。

(91) CDSB (2010)。

(92) CDSB (2011), pp.6-7。

(93) この調査では、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、デンマーク、ヨーロッパ連合(EU)、フランス、日本、ニュージーランド、シンガポール、南アフリカ共和国、スウェーデン、イギリス、アメリカ合衆国およびインドの16を対象としている。*Ibid.*, pp.5-6。

一、および環境分野、証券取引所上場規定、企業統治、貿易および商業、および CSR の分野で幅広く見られるという。さらに、規定の様式についても多様で、気候変動の緩和を特に目的とした法律、汚染管理規則、貿易スキーム、企業統治行動基準、財務報告や経営者による説明(MC)規則、企業法および環境法といった様々な様式をとっているという⁽⁹⁴⁾。

また、温室効果ガスの測定と報告規定を比較した結果、適用範囲および境界、測定方法、排出係数、結果についての保証および認証の品質、および開示手続きの面で、様々な相違がある点を CDSB は指摘している⁽⁹⁵⁾。

2010年に公表された GRI による調査⁽⁹⁶⁾でも、気候変動関連開示に関して、様式および目的の異なる様々な規定があることが示されている⁽⁹⁷⁾。具体的には、リスク開示、温室効果ガス排出測定、ESG 問題の考慮に関する投資家の責務、気候変動によってもたらされる潜在的影響の統治、炭素税などの税務、および温室効果ガス排出量取引スキームについて、様々な規定があるという⁽⁹⁸⁾。

CDSB では、気候変動開示規定を企業統治報告に関する規定と、温室効果ガスまたはエネルギー測定および報告に関する規定の大きく 2 つに区分している。前者は年度の証券制度上の企業財務報告書類の提出の際、企業統治の枠組みで、気候変動リスクマネジメントおよび戦略について組織に開示を要請する規定を指す⁽⁹⁹⁾。

このような結果をふまえ、法管轄区にわたり気候変動開示の規定および実務の発展に対する一つの方法がないため、温室効果ガス削減などの活動の比較が困難であり、また、国地域での実践を調和化させるための努力も複雑になると CDSB は主張している。数多くの異なる首尾一貫しない方法の調和を促進し、方法の発生を最小限にするためには、国際的な協調が必要と結論している⁽¹⁰⁰⁾。

気候変動開示規定をどのように効果的に設定するか議論は、CDSB によれば、近年、国際的調和化に向かいつつあるという。これまで開示規定を比較において、自発的あるいは強制的、原則主義あるいは細則主義、ハード・ローあるいはソフトロー、柔軟な分散体制あるいは多元的で拘束力ある制度、また、「適用せよ、さもなければ説明せよ」の原則あるいは「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則のどちらかを適用するかなどの論点があったという。これまで様々な適用されてきた方法を、どのように国際的に調和化するか

(94) *Ibid.*, p.4.

(95) *Ibid.*, pp.20-22.

(96) UNEP *et al.* (2010).

(97) *Ibid.*, p.23.

(98) *Ibid.*

(99) *Ibid.*, p.6.

(100) *Ibid.*

が焦点となっているという⁽¹⁰¹⁾。

以上、気候変動開示に関する規定の国際的比較可能性の課題を見てきたが、次に、持続可能性情報を基礎として証券市場で投資家向けに提供される持続可能性インデックスの課題を見ていく。

(3) 証券市場における持続可能性インデックス

国際金融公社(IFC)では、2011年に公表した調査をもとに、新興市場17カ国における持続可能性インデックスの急速な広がり、持続可能性インデックスが持続可能性投資の拡大努力を支援する可能性に関して興味深い見解を示している⁽¹⁰²⁾。まず、持続可能性投資に対する関心が高まりつつあり、投資価値を優先する投資家によって市場がかなり発展してきており、市場にはこのような投資家の価値をもっと強調するセグメントが含まれているという⁽¹⁰³⁾。

2つ目に、新興市場の持続可能性インデックスは、先進国市場での経験を基にして、近年、急激に増大してきたものの、インデックスの趣旨は多様であり、市場発展の初期段階であるという⁽¹⁰⁴⁾。

3つ目にこのような状況でも、新興諸国の持続可能性インデックスは広範な持続可能性にむけての努力を支援し活発にさせる重要な役割を担う可能性があるという⁽¹⁰⁵⁾。

4つ目に、新興諸国の持続可能性インデックスは、先進国のそれと同様に、投資家に価値をもたらす、また企業の持続可能性を促進するために位置づけられていることを確実にするには、取り組みを必要とするという根本的な努力目標に直面しているという⁽¹⁰⁶⁾。

5つ目に、インデックスの提供者および他のステークホルダーは、持続可能性に関心のある多様な投資家の要求と、多様な要求を満たすインデックスとの間での提携がうまくいくよう、この努力目標に取り組む必要があるという⁽¹⁰⁷⁾。

6つ目に、新興諸国の持続可能性インデックスは、短期的にはインデックスの発展や管理において便益をもたらすかもしれないし、長期的にはリスクマネジメント面の価値を示すと同時に、持続可能性戦略を実行し成功をおさめるという、ビジネス指標に焦点を合

(101) *Ibid.*, p.24.

(102) Lubin, *et al.* (2011).

(103) *Ibid.*, p.8.

(104) *Ibid.*

(105) *Ibid.*, p.9.

(106) *Ibid.*

(107) *Ibid.*, p.10.

わせている企業における持続可能性に関する重要な点の証拠を示すかもしれないという⁽¹⁰⁸⁾。

IFC はインデックスの提供側および ESG データの提供者が、企業の持続可能性報告を有意義に改善するための 4 つの可能性を示している⁽¹⁰⁹⁾。まず、どのように持続可能性業績を評価しているか、また、分析の際に利用する測定規準を企業にもっと分かりやすくすること、2 つ目に、持続可能性報告基準の要求事項を支持すること、3 つ目に、持続可能性報告イニシアティブが互いに協力し、その努力が統合されるよう奨励すること、4 つ目に、企業にはしっかりした持続可能性報告を継続するよう、また持続可能性に向けた取り組みのビジネス上の費用対効果も報告するよう奨励することを挙げている⁽¹¹⁰⁾。

以上、新興諸国の証券市場を背景とした持続可能性インデックスの課題を見てきたが、次に、具体的に、いくつかの諸外国地域の証券取引所に関連した持続可能性情報開示規定および仕組みの特徴的内容を見ていく⁽¹¹¹⁾。

（４）諸外国地域の証券取引所に関連した持続可能性情報開示規定

A) デンマーク、オランダ、スウェーデン、およびノルウェー

ヨーロッパ諸国の中でも、デンマーク、オランダ、スウェーデン、およびノルウェーでは、環境報告の強制規定を含む、証券取引所での持続可能性情報の開示に関連する様々な規定が早い時期から見られる。まず、デンマークでは、1996年より、約3,000社の企業を対象に、重要な環境影響を「緑字決算書(Green Accounts)」で公表し、規制当局へ提出することを要請している⁽¹¹²⁾。デンマークの環境エネルギー省および環境保護庁のもと、1995年12月の環境保護法⁽¹¹³⁾の第35条では、「緑字決算書」にエネルギー、水、および原材料の重要な消費量、また、生産プロセスでの大気、水系、および土壌への排出、または製品や廃棄物の部分となる汚染の種類および量などを示すことを求めている。また、この法は、企業の一般情報、経営者の声明、および環境業績を数量化した報告を、「緑字決算書」に含めて作成するよう指示している⁽¹¹⁴⁾。

しかし、1999年の法令が公式に評価された際、「緑字決算書」の履行が予想に叶うものではないことが示され、企業が環境報告をする動機を高めるため、2002年に法令を強化す

(108) *Ibid.*

(109) *Ibid.*, p.31.

(110) *Ibid.*

(111) 紙面の制限により、諸外国地域の状況について包括的で横断的な分析を提供するものではないが、示唆に富む事例としていくつか取り上げていきたい。

(112) Egan *et al.* (2003), p.10.

(113) 1995 年環境保護法は、Amending the Environmental Protection Act(Green accounts)を指す。

(114) *Ibid.*

るに至った。改正にあたり、数量化情報よりも叙述的情報の拡充がより求められ、企業が規制当局に、一旦、「緑字決算書」を提出し受理されれば、毎年同じパターンの情報で公表する悪い習慣も可能になるとの批判がある⁽¹¹⁵⁾。仮に、読者が特定の株主ではなく広範なステークホルダーとした場合、「緑字決算書」が汚染防止のための企業活動に関連し、コミュニケーションの価値があり、社会や経済の側面に関連した環境情報であれば情報要求に見合うが、法令で強制されない限り法令の効果を問題視する見方もある⁽¹¹⁶⁾。

そして、デンマークの2001年の財務諸表法⁽¹¹⁷⁾は、企業の財政状態の真実かつ公正な外観を提供するならば、環境資源の利用を企業に開示するよう求めており、さらに2009年には経営者報告に一般的にCSRを含むよう財務諸表法が拡大改正された⁽¹¹⁸⁾。この法の第99条A項に従って、国有企業、また、1千9百万ユーロ以上の総資産、3千8百万ユーロ以上の収益、および従業員250人以上の企業は、CSRへの取り組みについて、2010年より報告しなければならず、GRI持続可能性ガイドラインの利用が奨励されている。また、年金基金、保険会社、信用機関および投資仲介者に適用する財務報告に関する特別上級経営者への指示がある⁽¹¹⁹⁾。そして、約1,100社の企業を対象としたこの法で報告すべきCSR情報として、企業のCSR方針または社会的責任投資(SRI)についての情報、そのような方針が実際にどのように実践されているかの情報、および、これまで得られた結果とCSRやSRIについての将来の経営者の見込みの情報が列挙されている⁽¹²⁰⁾。

オランダ、ノルウェー、およびスウェーデンでも比較的早い時期に環境報告の強制開示の規定を設けている。オランダでは、1999年より数百社の企業を対象に、活動、プロセスおよび前年からの環境変化を公表し規制当局へ報告しなければならないとしている⁽¹²¹⁾。ノルウェーでは、1999年の会計法⁽¹²²⁾で、健康、安全および環境情報がすべての企業の年次財務報告に含めなければならないとしている。スウェーデンでは、1999年より、環境情報を2万社の企業の年次報告で提供しなければならないとしている⁽¹²³⁾。

しかし、これら環境情報を強制開示する規定について、持続可能性の情報開示の視点が

(115) Jørgensen and Holgaard (2004), p.17.

(116) *Ibid.*

(117) 2001年財務諸表法は、the Danish Financial Statements Actを指し、2009年改正法は Act amending the Danish Financial Statements Act (http://www.eogs.dk/graphics/Regnskab/Regnskabslov_en.html)を指す。

(118) IRI web site.

(119) *Ibid.*

(120) Danish Commerce and Companies Agency (2008).

(121) Egan et al.(2003), p.10.

(122) 会計法は、LOV 1998-07-17 nr 56: Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven), (<http://www.lovdato.no/all/hl-19980717-056.html>)を指す。

(123) Egan et al. (2003), p.10.

抜け落ちているとの批判がある⁽¹²⁴⁾。

B) ドイツ

ドイツでは、2002年に保険監督法⁽¹²⁵⁾で、年金資金の枠組みに環境および社会報告の要求事項を導入した⁽¹²⁶⁾。

保険監督法第115条(4)

年金資金は、原則、契約時および年次で倫理、社会および環境を投資方針に考慮しているかどうか、どのように考慮しているかを受益者に告知しなければならない。

2004年のドイツの会計規則改正法⁽¹²⁷⁾では、企業の発展および業績に重大に影響する重要な財務および非財務情報の重要業績指標(KPIs)を、企業年次報告の分析に含めて報告することを要請しているが、この趣旨は環境や従業員問題など生態学的、社会的な側面を考慮することを求めることにある⁽¹²⁸⁾。

ドイツでは、2011年に、上場企業を含むすべての経済組織を対象とした、「ドイツ持続可能性規定(GSC)」が、持続可能な発展のためのドイツ審議会(RNE)⁽¹²⁹⁾によってドイツ連邦政府に提案され、今後、上場企業への強制力のある規定化を目指している⁽¹³⁰⁾。RNE は GSC の実施に向けた勧告として、政府ができるだけ迅速に、GSC をヨーロッパおよび世界的なレベルで普及させること、将来のグリーン経済の予測に重要に貢献するものとして GSC に言及すること⁽¹³¹⁾、また、とりわけ政府が、企業の非財務情報の KPIs および CSR に関するヨーロッパ内の討議に、GSC を採用すべく欧州委員会に GSC を提出すべきと勧告している⁽¹³²⁾。

RNE は GSC の普及を国際的規模で進めている。国内の連邦政府 CSR フォーラムとともに、国内での GSC の対話を進め、また国外の関連諸団体、すなわち世界銀行(WB)、IFC、アジア開発銀行(ADB)、国連責任投資イニシアティブ(UN PRI)、GRI、欧州証券アナリス

(124) Egan *et al.* (2003), p.10.

(125) 保険監督法は、the Insurance Supervision Act(Versicherungsaufsichtsgesetz)を指す。

(126) O'Neill, Laura (2008), p.17.

(127) Bilanzrechts-reformgesetz (BilReG) - Reform Act on Accounting Regulations をさす。

(128) Buchheim and Beiersdorf (2005), p.862.

(129) RNE は、2001年にドイツ連邦政府の委託によって設立した審議機関である。RNE の役員会は首相に指名された一般人の委員で構成され、委員の任期は3年である。

(130) IRI, web site.

(131) メルケル首相は2012年6月25日のRNE年次会議で、GSCを政府が支援し、持続可能な経済活動の重要な方向性を位置づけるものと言及している(RNE, web site)。

(132) RNE (2012), pp.3-4.

ト協会連合会(EFFAS)⁽¹³³⁾、および持続可能な開発のための世界経済人会議(WBCSD)への働きかけを予定している。また企業が発行した適合性宣言をプールする、国際提携プラットフォームの設置を予定している⁽¹³⁴⁾。

GSCの目的は、組織の法的形態や規模によらず、組織が自発的に利用し、組織の透明性、比較可能性、および拘束力ある誓約が強化されることを通じて持続可能性を際立たせることにある。そして、企業のための新規投資家を開発し、主流の投資家のためのアクセスを促進し、消費者の意識を高め、革新を促進し、企業の最小基準を基準化し定義し、そして信頼できる情報を開示させることにある⁽¹³⁵⁾。

GSCの適用についての特徴をみると、まず、企業の持続可能性の業績についての透明性を表わす基準とされ、CSRについてベンチマークする際、GSCを適用することで妥当性が生み出されるという。適用は任意であり、「準拠せよ、さもなければ説明せよ」の原則が適用され、詳細は注釈で提供されている。RNEでは、既に持続可能性報告に積極的に取り組んできた企業グループの範囲を超えて、GSCが適用されることを期待しており、今後の適用状況を監視していくという。GSCが金融市場、企業、および市民社会の代表など多くのステークホルダーとの対話の間で作られ、また、フィールド・テストを経ているので、企業が実践できる可能性が高いという⁽¹³⁶⁾。

GSCの適用組織は、企業規模によらず、すべての製造業、商業、サービス企業、すべての組織、団体、NGO、貿易連合、大学、科学組織、さらに公企業が対象である。これらが社会で利害関係のあるメンバーに自主的に情報開示する手段としてGSCを適用する。公的事業機関も、公的年金規定における福祉について焦点を強化すべきで、その際にGSCを適用すべきである。開示に対する外部監査が要求されないが、企業の持続可能性の達成についてのコミュニケーションを始める手段を示すことになる。よってGSCが事業相手や供給者の選択に役割を果たす可能性がある⁽¹³⁷⁾。

この他、GSCでは、証券市場での効果を上げるために、独立の第三者により公表される検証（限定的保証）を使って、適合性宣言の信頼性を確立することを目指している⁽¹³⁸⁾。

最後に、GSCの要求事項に準拠するための挑戦的特徴として、企業は包括的な報告書を

(133) 欧州証券アナリスト協会連合会(EFFAS)は1962年に設立された、現在フランクフルトに本部のある、ヨーロッパ27か国の証券アナリスト協会の連合組織である(EFFAS web site)。EFFASの会員であるドイツ投資専門家協会(DVFA)とESG開示のためのKPIsを作成し2010年に公表している。DVFA(2010)参照。

(134) RNE (2012), p.4.

(135) *Ibid.*

(136) *Ibid.*, p.6.

(137) *Ibid.*, p.3.

(138) *Ibid.*

作成する際には、GRI(A+)またはEFFAS (Level III)の最も高い報告基準に準拠しなければならない点がある。GRIまたはEFFASの指針に従って報告すべきかどうかは、証券市場の要求事項によって決定されるという⁽¹³⁹⁾。

GSCによる具体的開示内容は、おおむねGRIまたはEFFASに基づいている。下記で環境項目に関する内容を示す（図表2）。

図表2 「GSC」における環境開示の項目

環境	
天然資源の使用	
11. 企業はその事業のために、どの程度の天然資源が使用されているかについて開示する（原材料、水、土壌、エネルギー、排出、土地、生物多様性などの、投入量および出力量）。企業は持続可能な経営システムが、どのように製品ライフサイクル全体をその分析に組み込むかを開示する。	
12. 企業は、資源の効率的利用、再生可能エネルギー源の使用、原材料の生産性増加、および天然資源の使用を削減の点で、どのような質的および量的な目標をそれ自体に設定し、そしてこれらの目標がいかに満たされているかを開示する。	
重要業績指標 (KPI)	
GRI EN1	使用原材料の重量または量
GRI EN3	一次エネルギー源ごとの直接的エネルギー消費
GRI EN8	水源からの総取水量
GRI EN22	種類および廃棄方法ごとの廃棄物の総重量
または	
EFFAS E04-01	総廃棄物のトン
EFFAS E05-01	総廃棄物のリサイクル割合
EFFAS E01-01	エネルギー消費の総量
13. 企業は、温室効果ガス(GHG)プロトコルまたはそのプロトコルに基づく基準に従って設定された目標と一緒に、GHG 排出量を開示する。	
重要業績指標 (KPI)	
GRI EN16	重量で表記する直接および間接的な温室効果ガスの総排出量
GRI EN18	温室効果ガス排出量削減のための率優先的取り組みと達成された削減量
または	
EFFAS E02-01	温室効果ガス総排出量（スコープ I, II, III）

出典：RNE (2012), pp.12-13. GRI EN 指標の訳は GRI ウェブサイトを参照、他は筆者訳。
太字原文まま。

(139) *Ibid.*, p.4.

C) オーストラリア

オーストラリアでは1998年の企業法および2001年の改定企業法で、企業の年次報告書において重要な環境規制の開示を要求している⁽¹⁴⁰⁾。ここでいう企業には上場企業や所定の公開企業が含まれる⁽¹⁴¹⁾。

オーストラリア「企業法2001年」第299条(1)(f)⁽¹⁴²⁾

取締役年次報告—一般情報

事業年度の取締役報告は、企業が、連邦法または州法地方行政区の法律の下にある、特別なおよび重大な環境規制に従っているならば、環境規制に関連した企業業績の詳細を伝えなければならない。

また、オーストラリア証券取引所(ASX)の上場規則の定期的開示の基準では、重要事項の即時の告知に関する一般原則(3.1)では、合理的な者が企業の証券の価格または価値に重要な影響を及ぼすと予想する情報を証券取引所に開示するよう求めている⁽¹⁴³⁾。また、すべての企業が年次報告に含むべき追加的情報に関する基準(4.10.3)では、企業が年次報告と同時に提出する企業統治の声明において、オーストラリア企業統治審議会による勧告⁽¹⁴⁴⁾に対して、その事業年度においてどの程度準拠したか、従っていない場合の理由を開示するよう求めている⁽¹⁴⁵⁾。特に、勧告の第7原則(7.1)では、事業、環境および持続可能性などのリスクを含む、重要な事業リスクの方針を確立して開示し、リスク管理と内部監査に経営者が責任をもつよう求めている⁽¹⁴⁶⁾。

前述の企業法第299条の法令施行により、オーストラリア企業の年次報告における環境情報開示のレベルに重要な影響があったとの研究報告がある。施行前後の4年間で、対象の71企業の年次報告をみると、報告企業数が増加し、環境業績についての情報レベルが著しく向上したという。また、この法令の適用に関してばらつきがかなり見られたという。さらに、企業財務報告とは別に公表する環境報告書の中では公表していない環境法規制違反

(140) 1998年に、企業法(the Corporations Law)第299条(1)(f)で環境規則の開示が要求され、2001年改定企業法(the Corporations Act of 2001)もその内容が含まれる。Corporations Act 2001, Act No. 50 of 2001 as amended, Section 299, Annual directors' report-general information (1)(f), Start Date 20 Apr 2012 (ComLaw web site).

(141) ACCA (2004), p.39.

(142) Corporations Act 2001, Act No. 50 of 2001 as amended, Section 299, Annual directors' report-general information (1)(f), Start Date 20 Apr 2012 (ComLaw web site).

(143) ASX (2003), section 3.1, p.302.

(144) ASX Corporate Governance Council (2010).

(145) ASX (2012), section 4.10.3, pp.410-411.

(146) ASX Corporate Governance Council (2010), section 7.1.

を、強制法に従って報告した企業において、特に環境開示が進んでいるという。よって、これまでのような自発的開示に依存することには限界があり、強制力のある開示媒体が加わることで開示レベルに影響を及ぼすことが指摘されている⁽¹⁴⁷⁾。

D) 南アフリカ共和国

南アフリカ共和国は企業統治改革の進展の分野での先駆者として認識されており、ヨハネスブルグ証券取引所(JSE)ではキングレポートの作者であるキング氏の提言に基づき、統合報告を導入している。1994年の最初のキングレポートはステークホルダーへの説明責任を先導し、ステークホルダー志向の企業統治を通して、社会、環境、および統治についての考慮を事業の中心に組み入れることを強く求めてきた。2002年のキング II は、持続可能性を統治と報告にさらに統合することを示唆したが、さらに2009年のキング III は、JSEの上場規定を通して上場企業に統合報告を要請することを主張し、企業は統合報告の作成義務を負うこととなった⁽¹⁴⁸⁾。

JSEの上場基準は、1973年の企業法が2008年に広範囲に改定されたことを受けて調整され、2011年5月1日から効力を有するもので⁽¹⁴⁹⁾、その7.F.5項で、キングコードの原則への準拠を求めている。

キングコード⁽¹⁵⁰⁾

7.F.5 証券発行申請者は、事前の上場声明に以下を含めるべきである。

- (a) 株主および潜在的投資家が、キングコードで述べられた原則がどのように適用されてきたかを評価できる説明を提供しながら、申請者がその原則をどのように適用してきたかを解説した声明書、および声明、
- (b) キングコードにどの程度準拠しているか、そして準拠していない場合の、おのすべての理由を取り扱う声明。

また、上場基準8.63項(iii)で、鉱山業企業を特定した年次開示基準を設定している。

年次財務諸表の最小限の項目

(147) Frost (2007).

(148) ACCA (2012).

(149) LexisNexix (2011). 1973年の企業法は the Companies Act を指す。

(150) *Ibid.* 筆者訳。

8.63 (iii) 鉱山業企業の年次開示基準

鉱山業企業は、適用可能な場合、レビュー対象財務年度・期間の年次報告書の部分として次の情報を開示しなければならない。(中略)

(13) 環境管理の要約と財源

E) マレーシア

マレーシアでは、2007年より、政府がすべての上場企業に CSR 活動と方針の記述を年次報告書に含めて公表するよう要請している⁽¹⁵¹⁾。クアラルンプール証券取引所（ブルサ・マレーシア）の上場基準の付録(9C, 29)は、次のように示している⁽¹⁵²⁾。

(29) 上場証券発行者およびその子会社によって企てられた CSR 活動または実践の記述、あるいは、もしそれがない場合、その結果に対する声明

クアラルンプール証券取引所は、マレーシアで CSR 開示に関して、政府方針を執行する中心的役割を担っている⁽¹⁵³⁾。2007年にクアラルンプール証券取引所は、上場企業の CSR 報告および実践のための枠組みを作成し、公表している⁽¹⁵⁴⁾。同年マレーシア政府は、790億ドルの資産のあるマレーシア従業員積立基金を、よい CSR の実践をする企業へなるべく投資することを公表している⁽¹⁵⁵⁾。

クアラルンプール証券取引所は2010年に「企業持続可能性プログラム」を掲げ、マレーシアの上場企業が企業戦略に持続可能性を統合するよう奨励している⁽¹⁵⁶⁾。このプログラムは企業経営者に向けた持続可能性指針の公表、および証券取引所のウェブサイト上で、持続可能性に関する知識の閲覧ができる入口を導入する内容を含んでいる⁽¹⁵⁷⁾。

G) シンガポール

シンガポール証券取引所(SGX)が2011年6月27日に公表した『上場企業のための持続可

(151) Lydenberg, Rogers and Wood (2010), p.53.

(152) Bursa Malaysia Listing Requirements, Appendix 9C. Lydenberg and Grace (2008), p.42. 筆者訳。

(153) Lydenberg and Grace (2008), p.5.

(154) IRI web site.

(155) *Ibid.*, p.9.

(156) IRI web site.

(157) *Ibid.*

能性報告指針』⁽¹⁵⁸⁾（SGX 指針）は、証券取引所が上場企業に自発的な持続可能性の報告を行うことを要請する規定である⁽¹⁵⁹⁾。SGX は2010年8月28日に公開草案⁽¹⁶⁰⁾を公表し、2010年10月29日までにこの公開草案に対して広く国内外からコメントを求め、2011年6月27日に「SGX 指針」を上場規則に関連させて公表した。

「SGX 指針」は、持続可能性の報告を行う上場企業の最初の段階としての手引書と位置づけられている⁽¹⁶¹⁾。全体で表裏含め16ページの分量に過ぎず、目次の項目がほぼ1ページずつに簡潔に編集され、明瞭で理解しやすい文章表現が採用されている。利用者の判断や選択に余地をもたせる内容とともに、さらに発展した段階を想定した詳細な内容に関する参考文献も同時に示している。

「SGX 指針」の構成は明瞭であり、目次⁽¹⁶²⁾を参照すると、1)「方針声明」の部分と、2)から8)までの具体的内容の部分の大きく2つからなる。2)指針の目的や位置づけ、3)上場企業に報告が要請される理由、4)報告対象企業である上場企業の明示、5)報告の方法や様式、6)報告すべき主な内容、7)報告の時期、および、8)媒体や形式など報告場所という項目が、それぞれ非常に簡潔に説明されている。

主な特徴として、まず、持続可能性の報告がとりわけ要請される企業の性質や具体的業種が明示列挙されている。(i) 環境的および社会的リスクに敏感である産業で操業する、(ii) 重大な環境汚染を生み出す産業で操業する、(iii) 自然資源のかなりの利用者である、または(iv) 最終顧客が、供給者や請負者に責任ある行動を要求するサプライチェーンの一部であるという4事業が明示されている（「誰が報告すべきか？」（9頁）3.2項）。

次に、持続可能性の報告義務を負う企業の範囲は、環境や社会への影響のかなり高い業種であると明示している。列挙した業種には、1)農業、2)航空輸送業、3)化学業および製薬業、4)建設業、5)食品業および飲料業、6)森林業および紙業、7)鉱山業および金属業、8)石油およびガス業、9)船舶業、および10)水道業がある（同3.3項）。

3つ目に、独立第三者の保証はあくまでも強制ではないと明示しながらも、持続可能性の報告に含まれる情報の信頼性を付与することを明示している（「方針声明」（6頁）3.8項）。

最後に、上場企業に自発的な持続可能性報告を期待する一方、将来、規制や規則によって強制される可能性も明示してある（「持続可能性報告の指針の目的」（7頁）1.2項）。

(158) SGX (2011).

(159) 付録 2.を参照。

(160) SGX (2010).

(161) SGX (2011), p.7, Sec.1.3.

(162) *Ibid.*, p.2.

IV 討 議

(1) 証券取引所の関係者の課題

上場企業の年次報告での持続可能性情報の開示を進展させる重要な要因として、投資家、証券取引所および規制当局、および政策立案者の間における対話と政策立案者からの支援が非常に重要かもしれない。前述の SSE は、投資家、証券取引所および規制当局、および政策立案者の対話が効果的であると強調し、それぞれに対する提言を表明している。まず、投資家については、市場規制当局および政策立案者のそれぞれと強く対話することで、証券取引所との対話を補完すべきであるという。短期的収益性に力点を置く投資家の傾向によりポートフォリオ・パフォーマンスに損害を受けた長期的志向の投資家は、彼らの意見を公的当局にもっと伝えるべきであるという。2つ目に、証券取引所の調査で、投資家は持続可能性指針の公表、および指針で要求する協議に反応せずにいたことが明らかになったという。3つ目に、投資家がそのような機会において、もっとはっきりと断定的意見を述べる必要があるという。投資意思決定の際に考慮する ESG 要素、および証券発行者の ESG データを投資家がどのように利用するかについて、投資家が準備すべきという。4つ目に、投資家が自らの投資意思決定を通して、ESG 要素について証券発行者にもっと報いるか懲らしめるかははっきりと表明する必要があるという⁽¹⁶³⁾。

次に、各証券取引所に対して、SSE は、まず、ヨハネスブルク証券取引所(JSE)、BM&Fボベスパ(サンパウロ証券取引所)、およびイスタンブール証券取引所のような先導的証券取引所に見習うべきで、また UN PRI に署名すべきという。UN PRI は多国間の「証券取引所と持続可能な資本市場に関する円卓会議」で、市場規制当局や政策立案者が証券取引所および投資家と協働できる新しいプラットフォームの創設を検討するかもしれないという。2つ目に、上場企業と ESG 開示についての対話を強化する必要があるという。リスクおよび機会の強調、一般に認められた報告および経営システム、および国際的基準および認証の採用などが普通の取り組みになるよう目指すべきという。3つ目に、証券取引所と市場規制当局が2012年6月のリオデジャネイロでの「持続可能な証券取引所 2012年グローバル対話」に向けて活発に参加の準備をすることを推奨している。ここでは最善の実務、および持続可能な資本市場の将来に関する討議を共有するためのプラットフォームが提供されるという。4つ目に、規制当局は「準拠せよ、さもなければ説明せよ」の原則に

(163) *Ibid.*, pp.6-7.

基づいて、重要で一貫した ESG 開示を上場企業が提供することを要請する国際的政策枠組みの開発において、政策立案者と協働すべきであるという⁽¹⁶⁴⁾。

最後に、政策立案者に対して、まず、改善された一貫性のある市場全体の上場企業の ESG 開示を支援する国際的政策枠組みを開発するためのロードマップを設定すべきと、SSE は提言している。次に、すべての市場の市場規制当局および証券取引所が、上場企業に関連した持続可能性の取り組みの導入を支援すべきであると主張している⁽¹⁶⁵⁾。

（２）証券取引所が提供する持続可能性開示指針

証券取引所が上場企業に向けて提供する持続可能性開示指針は、市場競争力を向上させ、あるいは高めるかもしれない。ブラジル、フランス、マレーシア、南アフリカ共和国、およびスウェーデンの規制機関および証券取引所を対象とした調査によれば、環境および社会報告を要請する基準が増加しており、このような戦略の大部分は、投資の増加および市場競争力の維持を目標とする政府によって決められたものであると指摘されている。これらの外国市場における透明性の向上、および社会的責任投資に向けられた資金が増加している状況に鑑み、今後、アメリカ合衆国の証券市場の競争力低下のリスクがあるとの懸念が示されている。もし、アメリカ合衆国の規制機関または証券取引所がそのような開示を奨励する努力をしなければ、金融コミュニティで環境および社会データの重要性が明らかになるにつれ、アメリカ合衆国の市場競争力が低下すると指摘されている⁽¹⁶⁶⁾。

前述の SGX の『上場企業のための持続可能性報告指針』は、持続可能性に向けた課題解決というよりも、企業の環境および社会の開示レベルを向上させる意義ある第 1 段階となる可能性がある。SGX のこの指針について、その公開草案が加筆修正された点と比較すると、当初、持続可能性に向けた課題への報告という意味合いがいくらか弱められた様子が伺える。まず、報告対象者が「証券発行者」から「企業」に範囲が狭められた（「方針声明」（３頁）1.2項）。２つ目に、環境および社会領域にかかるフットプリントについて企業がステークホルダーとコミュニケーションをとるように、指針が「強く主張」との文言が「推奨」の文言に変更された（「方針声明」（３頁）1.2項）。３つ目に、方針声明によって上場企業間で「意識」が生成されることを期待していた部分が「関心」の生成へと文言が変更された（「導入」（４頁）2.5項）。４つ目に、企業に「事業原則として、および報告すべきものとして」持続可能性を受け入れ、また誓約することを期待した記述から「報告すべ

(164) *Ibid.*, p.7.

(165) *Ibid.*

(166) Lydenberg (2008), p.7.

き」の部分が抹消された（同2.5項）。5つ目に、企業が包括的なリスクマネジメントの範囲で払うべき、環境および社会リスクへの適当な「考慮」の文言から、「注意」へと差し替えられた（「原則」（5頁）3.2項）。適時報告「しなければならない」から「すべき」と語意が弱まった（同3.3項）。6つ目に、環境および社会の問題のリスクマネジメント、および重要な環境および労働規制の遵守などが基本的「事業を行う権利」とする文脈で、この文言が削除された（「いつ報告すべきか？」（13頁）6.1項）。7つ目に、「持続可能性リスク」の用語（同6.2項）、また、「企業業績」および「持続可能性業績」の用語（「いつ報告すべきか？」（14頁）7.2項）も削除された。

一方、公開草案よりも最終版では文脈が明瞭になり、上場企業が持続可能性報告に取り組みやすい指針の性質を備えた部分も伺える。まず、業績測定システムについて、多くの持続可能性報告の枠組みにおいて測定すべき指標に関するさらに詳しい指針が提供されているとの情報を追加している（「原則」（5頁）3.4項）。2つ目に、持続可能性報告を財務報告の補足部分とする場合、正負両面の「寄与」を含めることでバランスの良い客観的な視点を提供するとの文脈での「寄与」の用語は、「影響」の用語に変更され（同3.5項）、金額など数量的情報に限らず叙述的信息を含めた報告を可能とする表現といえる。3つ目に、上場企業が持続可能性報告で確保すべきものとして、品質に加え、「透明性」も追加された（同3.6項）。4つ目に、持続可能性報告の詳細なガイダンスとして、包括的な GRI 持続可能性報告ガイドラインを参照することを求め（「何を報告すべきか？」（12頁）5.4）、この他に社会責任に関連した概念および原則についての国際的指針である「ISO26000-社会責任の指針」も追加された（「原則」（6頁）3.7項）。5つ目に、持続可能性情報が独立の報告書で公表される場合ばかりでなく、年次報告の部分として情報開示される場合を想定したためか、「報告」を「情報」に文言が変更されている（同3.8項）。独立第三者による保証については持続可能性報告の過程の強制的部分でないことを強調した文言が追加されている（同3.8項）。6つ目に、環境および社会的側面の企業の業績を、企業統治についての報告の範囲の拡大とする文言が追加され、企業報告との位置づけを明示している（「持続可能性報告の指針の目的」（7頁）1.3項）。7つ目に、報告の必要性についての説明では、企業の透明性の向上、リスクマネジメントの強化、およびステークホルダーとの取り組みという文言がより明示されている（「なぜ報告すべきか？」（8頁）2.1項、2.2項、および2.3項）。8つ目に、外部保証について、保証提供者の選定に配慮することを求める内容が追加された（「どのように報告すべきか？」（10頁）4.4項）。9つ目に、持続可能性リスクだけでなく、持続可能性に関する企業特有の性質、産業特有の関心事も報告範囲として明示された

（「何を報告すべきか？」（11頁）5.1項）。10番目に、推奨される環境および社会の検討および開示事項を具体的に列挙している（同5.2項）。11番目に、持続可能性報告は企業統治に関する行動指針のもとで上場企業に要請されるとの位置づけを明瞭に示す記述が追加された（「何を報告すべきか？」（12頁）5.3項）。上場企業でこれから持続可能性報告をする場合、準備状況や計画の声明を開示することを奨励する記述が追加された（同5.5項）。

以上、公開草案が目指した、持続可能性報告により企業報告に対する全体論的な方法を発展させ、伝統的な財務報告の中に環境および社会の領域についての考慮の記述を含めて情報を統合するという野心は最終版で弱められたといえる。例えば「持続可能性」の用語が「環境および社会」の用語に差し替えられ、持続可能性「業績」報告が必ずしも要請されず「環境および社会の問題を開示」が奨励されるという文脈に変更され、持続可能性報告の本来的目的の取り扱いがあいまいにされたといえる。

SGX の指針は、シンガポール上場企業の持続可能性情報開示のレベルを改善するため公表されたものとして一定の評価が得られるものといえる。開示レベルの状況について例を挙げると、シンガポールの上場企業774社のうち、一桁の企業が環境および社会の指標について企業の影響を報告しており、持続可能性報告、およびカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト(CDP)⁽¹⁶⁷⁾の気候変動開示でも、1999年より持続可能性報告を開始しているアメリカ合衆国、アジア地域のインドおよび中国と比較した場合にシンガポール企業の開示レベルが低いとの調査結果が示されている⁽¹⁶⁸⁾。ゆえに SGX が指針を公表したことを評価する見方がある。そして、2011年には上場企業の14%が持続可能性報告を行い、指針公表以前に比較し25%増加し、また、資本金10億シンガポールドル以上の企業の60%が持続可能性報告を行ったという。代表的企業の「都市開発社(City Development Limited)」では、ISO26000の持続可能性指針を企業戦略に導入し、GRI の枠組みで体系的情報開示をしているという。企業は株主総会で持続可能性に関連する質問が増加する状況に直面する状況が予想されている⁽¹⁶⁹⁾。

しかし、イギリス勅許会計士協会(ACCA)等の2011年に実施した調査では、対象となった上場企業570社は、SGX の指針が年次報告に与える影響を一般に低く評価したという。調査回答者の63%は、環境、社会、および統治の問題を2011年あるいは2012年の年次報告

(167) CDP は世界で約 2,500 社の企業の気候変動情報のデータベースをもつ世界最大の非営利企業である。毎年、CDP は企業に温室効果ガスおよび気候変動戦略に関する開示について回答を求め、投資、ビジネスおよび政策決定に関心のある関係者のためにデータを収集している (Emergent Ventures International (2010), p.5)。

(168) *Ibid.*, p.4.

(169) Olivia (2012).

の検討事項および業績に含めることを想定していないという。このようにあまり乗り気でない理由として、持続可能性報告についての理解不足または精通していないことがあげられている。非常に多くの割合の上場企業が自らの企業グループに関係ないと感じているという。このような結果について、ACCA では SGX の指針は任意規定に過ぎず強制でないため、上場企業が実践する意欲に欠くと結論している⁽¹⁷⁰⁾。

(3) 持続可能性報告の強制規定の意味合い

年次報告での持続可能性報告は、投資家への ESG 情報開示を含む包括的統合報告として評価される可能性がある。持続可能性報告自体が投資家に財務的価値をもたらすと想定するよりも、企業の継続的自己評価と改善の明瞭な像を提供する企業の能力に投資家が価値を見出すべきとの見方があり、持続可能性報告が企業の重要な持続可能性問題を特定し、生産性を向上させ、関係性を構築することに役立つとの仮定において、企業の実施する持続可能性 KPIs の分析、測定および開示を投資家への包括的な業績報告とつなげてその意味合いを捉える考え方といえる⁽¹⁷¹⁾。

持続可能性情報開示が強制力のある規定や開示の仕組みのもとで要請される場合、持続可能性情報報告の透明性が改善し、企業行動に変化が生じる可能性がある。58カ国を対象とした調査によれば、企業統治の改善、汚職の低下、経営の信頼性の向上など企業行動に変化が生じたことが明らかにされ、法的執行の強い、持続可能性の保証が広く普及している国でその傾向が強いという。この理由として、複数のステークホルダーに悪い ESG 業績を開示することを避けるため、ESG 情報を開示することが企業に問題を効果的に管理することを強いるし、規制当局も企業が測定する ESG 規準を政策的に改善させたいのであれば、報告は有用な手段となるからであるという。そして ESG 業績が企業の競争力を高め長期の財務業績に影響するならば、報告を行うことが企業の生み出す経済価値を向上させるという可能性が示唆されている⁽¹⁷²⁾。

統合報告が強制開示となった場合、年次報告での持続可能性報告の内容や企業行動に変化が生まれる可能性がある。ACCA の調査が対象とした南アフリカ共和国の10企業の報告において、統合報告が強制適用になった後の2010年および2011年には2009年に比較して、かなり多くの社会、環境、および倫理情報が示されたという。非財務情報が企業に財務的影響をもたらすとの認識が企業の中でも高まりつつあり、持続可能性問題が重要性やリス

(170) ACCA Singapore and Deloitte Touche Tohmatsu Limited (2012), p.3.

(171) Olivia(2012).

(172) Ioannou and Serafeim (2011), p.27.

クとどのように関連するかに変化が生じてきているという。統合報告が強制適用される以前は、通常、持続可能性報告自体は特定のセクションで限定されて情報開示されていたが、強制適用後はステークホルダー志向の報告書に変わり、代表者の声明や上級経営者の論評にその志向が顕著に表れたという。統合報告によって、ステークホルダーに注意を払う開示も出はじめ、ステークホルダーとの取り組みにも大きな注意が向けられるようになったという⁽¹⁷³⁾。

V 結 論

最近、諸外国地域の証券取引所において開示される上場企業の年次報告を対象とした、環境情報を含む持続可能性情報の開示に関する規定の急速な発展が伺える。本稿では、世界の主な証券取引所で発展しつつある持続可能性情報の開示に関する規定と開示を促進する仕組みに関する文献研究を通して、上場企業の年次報告での持続可能性情報の開示を進展させる重要な要因を検討してきた。

第2章では、持続可能性情報の開示の意味合い、社会会計分野の理論およびドラッグーの経営理論などの先行研究を検討した。第3章では、諸外国地域の証券取引所での持続可能性情報開示への取り組みの比較、気候変動情報開示規則の比較可能性の問題、さらに具体的に任意の諸外国の特徴的な関連開示規則や仕組みを検討した。第4章では、証券取引所の持続可能性情報の開示の役割や規定の意味合い、持続可能性報告と統合報告が強制された場合の効果を検討した。

持続可能性報告、ESG 報告および統合報告は、概念や目的の点で必ずしも同一とは言えないものの、諸外国の事例ではこれらの報告に関する様々な規定や仕組みの発展状況が制度適用から任意適用の幅は見られるもののかなりの程度で伺えた。南アフリカ共和国の事例では、持続可能性情報の代理変数として ESG の情報を企業統治の枠組みで強制開示させることの可能性が伺えた。ヨーロッパ諸国、オーストラリア、マレーシアの事例では、持続可能性開示に関連した様々な規定や仕組みの可能性が伺えた。ドイツの事例では、KPIs 情報の信頼性確保についての可能性が伺えた。シンガポールの事例では、証券取引所による任意開示規定の課題が伺えた。

残された課題には、今回、事例として取り扱った以外の諸外国における規定および仕組み、環境リスクの高い事業を営む企業の持続可能性報告の保証、気候変動報告および開示

(173) ACCA (2012), p.3..

の制度規定, 持続可能性報告および統合報告との関係性, 職業会計人の統合報告への役割, および持続可能性リスク開示の規定などの検討がある。

結論として, 証券取引所での持続可能性情報開示に関連する明瞭な規定, および証券取引所の開示を促進する効果的な仕組みを設定することは, 上場企業の年次報告での持続可能性情報開示を進展させる非常に重要な要因である。最後に, 日本の上場企業の制度年次報告での持続可能性報告に関する明瞭な規程の設定, および証券取引所による企業の持続可能性情報の開示を促進させる効果的な仕組みの開発に期待したい。

以上

付録1. 世界27証券取引所の持続可能性の取り組み状況（2012年2月現在）

No.	証券取引所	国地域	上場企業 数(2012年 1月)	時価総額 (2011年11 月, US\$)	証券取引所 ESG開示	a	b	c	d	e	a ~
1	オーストラリア証券取引所	オーストラリア	2,078	1,303	N	N	N	N	N	Y	1
2	サンパウロ証券取引所	ブラジル	372	1,393	GRI	Y	Y	Y	Y	Y	5
3	スペイン証券取引所	スペイン	3,263	1,096	Y	N	Y	-	-	-	2
4	サンティアゴ証券取引所	チリ	266	290	N	N	N	N	N	N	0
5	メキシコ証券取引所	メキシコ	476	441	N	N	Y	*	N	N	1
6	ボンベイ証券取引所	インド	5,115	1,225	N	N	Y	*	N	N	1
7	マレーシア証券取引所	マレーシア	937	431	Y	N	N	Y	Y	N	2
8	ドイツ証券取引所	ドイツ	742	1,303	GRI	N	Y	Y	Y	Y	4
9	香港証券取引所	香港	1,506	2,480	GRI	N	N	Y	Y	N	2
10	インドネシア証券取引所	インドネシア	442	407	N	N	Y	-	-	-	1
11	イスタンブール証券取引所	トルコ	264	232	Y	Y	N	N	-	-	2
12	ヨハネスブルグ証券取引所	南アフリカ共和国	392	852	Y	Y	Y	Y	Y	N	4
13	韓国証券先物取引所	大韓民国	1,816	1,091	Y	N	Y	Y	Y	N	3
14	ロンドン証券取引所グループ	イギリス, イタリア	2,864	2,297	Y	N	Y	N	N	N	2
15	モスクワ銀行間通貨取引所	ロシア	284	770	N	N	N	-	-	-	0
16	NYSEユーロネクスト	アメリカ合衆国, フランス, ポルトガル, ベルギー, オランダ, イギリス	3,418	3,418	GRI	N	Y	-	-	-	2
17	ナスダックOMX	アメリカ合衆国, デンマーク, フィンランド, スウェーデン, アイスランド	3,440	5,057	N	N	Y	-	-	-	1
18	インド国立証券取引所	インド	1,641	1,200	N	N	Y	N	N	N	1
19	フィリピン証券取引所	フィリピン	253	175	N	N	N	N	N	N	0
20	サウジ証券取引所	サウジアラビア	150	347	N	N	N	-	-	-	0
21	上海証券取引所	中国	932	2,457	Y	N	Y	Y	Y	N	3
22	深圳証券取引所	中国	1,420	1,044	Y	N	*	*	N	N	1
23	シンガポール証券取引所	シンガポール	772	665	Y	N	N	Y	Y	N	2
24	スイス証券取引所	スイス	280	1,122	Y	N	N	N	N	N	1
25	タイ証券取引所	タイ	545	289	Y	N	N	Y	Y	N	2
26	東京証券取引所	日本	2,288	3,468	N	N	Y	N	N	N	1
27	トロント証券取引所	カナダ	3,947	2,014	N	N	Y	Y	Y	Y	3
GRI: GRI準拠					4						4
Y: 該当回答					11	3	15	10	4		43
N: 非該当回答					12	24	11	8	16		71
—: 非公式開示情報・無回答								6	7		13
*: 非公式回答							1	3			4
計: 27証券取引所			39,903	36,867	27	27	27	27	27	27	135

出典：Panwar and Blinch (2012), pp.14-17. 筆者抜粋，加筆および訳。

付録2. 「シンガポール証券取引所『上場企業のための持続可能性報告指針』」

(表紙) (1頁)

目次 (2頁)

1. 方針声明
2. 指針の目的
3. なぜ上場企業は報告すべきか。
4. 誰が報告すべきか。
5. 上場企業はどのように報告すべきか。
6. 上場企業は何を報告すべきか。
7. 上場企業はいつ報告すべきか。
8. 上場企業はどこで報告すべきか。

持続可能性報告についての方針声明 (3頁)

1 目的

- 1.1 当証券取引所は、持続可能性の報告が上場企業による全体論的開示の重要な側面であるとしている。証券発行者は、慣行および規制開示の経験があり既に開示の一部である財務および統治の側面に追加して、組織の環境的側面および社会的側面の業績を評価し開示すべきである。
- 1.2 企業が事業を行う地域共同体との間の相互作用、およびそのような地域共同体内での環境的および社会的相互作用が、組織の長期的な成功に影響する。企業とステークホルダーとの関係が、企業に事業の責務を余儀なく遂行させる。当証券取引所は、責任ある事業実践に関する企業の透明性が、とりわけ環境的また社会的な側面の実践に関する透明性が、企業がステークホルダーに報告する際に必要または重要であるということが、これまで理解されてこなかっただろうことに注目する。この情報格差に取り組むため、環境的および社会的領域での企業の足跡について、上場企業が自らのステークホルダーと意見交換をするよう当証券取引所は推奨する。
- 1.3 この方針声明は持続可能性報告の特徴を述べ、また、上場企業が持続可能性を報告する枠組みを発展させる際、企業を指導するための広範な原則を順序立てて説明する。

2 導入 (4頁)

- 2.1 ブルントランド報告書 (1987年)⁽¹⁷⁴⁾は、持続可能な開発を「将来の世代のニーズを満たす能力を損なうことなく、現在の世代のニーズを満たす開発」と定義している。
- 2.2 組織に関連した持続可能な開発の概念を参照するために、様々な用語が利用されてきている。これらには企業の社会的責任(CSR)、企業市民、持続可能性などが含まれる。
- 2.3 狭義には、持続可能性報告とは、組織の業績の環境、社会および統治(ESG)の3つの範囲にわたる活動および結果を反映する包括的戦略的方法により、これらの情報を公表することを指す。
- 2.4 「遵守するか、さもなければ説明せよ」の原則において、上場企業に適用されうる「企業統治行動規準 (行動基準)」は、シンガポールでの企業統治の高い基準を定めている。改訂行動

(174) Our Common Future, Report of the Brundtland Commission, 1987, Oxford University Press. 原文注記まま。

基準の第1原則は、取締役会は共同して、企業の長期の成功に責任を負うことをはっきり述べている。改訂ガイドライン1.1は、さらに、取締役会の機能には、持続可能性の問題、例えば、環境のおよび社会的要素の考慮を、戦略の組織的な表現として、含むことを詳しく説明している。

- 2.5 当証券取引所は、持続可能性と持続可能性報告に向けた進歩的手法を採用し、国際的および地域的開発を調和させる。方針声明は、企業統治の範囲を超えて社会的および環境の側面を全体論的に報告するための基準線を定めている。われわれはこの声明で、事業原則の一つとしての、持続可能性の支持と約束に結び付けながら、上場企業の間での関心を引き起こすつもりである。

3 原則（5頁）

取締役会の責任

- 3.1 取締役会は、企業の戦略目標に責任を負う。これは、環境の、社会の、および統治の考慮を全体論的に統合することを含む。取締役会が企業価値および基準を設定する際に、組織全体にわたって重要な持続可能性問題について意味のある考慮をするため、経営管理者とともに行う。

包括的リスク管理の枠組み

- 3.2 ステークホルダーは、標準的な企業統治の問題を超えて、環境の、および社会の問題についての取締役会の経営にますます目をみはりつつある。企業の事業活動の環境的および社会的側面についての効果的な企業経営を示すことにより、ステークホルダーの信頼が増すであろう。当証券取引所は、包括的なリスク管理の枠組みの中で管理されるリスクの部分として、地球環境および社会に企業が与える影響に対して、適切な配慮が与えられるべきと考える。リスクはすぐ近くにも、および長期間の両方にある。それゆえに、リスクを低減すべきで、かつ、報告を実行すべきである。
- 3.3 持続可能性の側面は、組織の強みかもしれない。「グリーンラベル」⁽¹⁷⁵⁾の認証、社会的責任プロセス、および生物多様性の保全に従事する企業は、持続可能性を企業の強みの証拠となる。持続可能な事業の開発に従事することは企業価値に寄与し、また適時に報告が行われるべきである。

業績測定システム

- 3.4 効果的リスク管理の枠組みは、企業に自らの持続可能性の業績を一定の目的に対してベンチマークさせ、また、時間を経て比較することを促進する業績測定システムを伴うべきである。これは企業が改善のための領域を特定すること、および説明責任の証拠となることを支援する。持続可能性を報告するほとんどの枠組みは、測定されるべき指標についてのさらなる指針を提供している。

持続可能性報告

- 3.5 当取引所は、ステークホルダーが企業業績について理解を深める、リスク低減、業績データ、およびその他の重大な影響を及ぼす情報を含めて、企業が持続可能性の方針を開示すること

(175) 「グリーンラベル」が何を指すかについての具体的な説明は特に見られない。

を推奨する。持続可能性報告は、企業がどのように事業を成し遂げてきたかについての包括的な説明を与えるために、財務的開示を補完する。企業はプラスおよびマイナスの両方の影響を含めることにより均衡のとれた客観的な概観を提供すべきである。

- 3.6 上場企業は持続可能性報告の高い基準を目指して励むべきである。上場企業が単なる決まり文句の報告を超えて、上質の開示と透明性を確実にすべきである。

国際的手引き（6頁）

- 3.7 持続可能性報告に関する詳細な手引きを探し求める上場企業にとって、膨大な情報が入手可能である。ISO26000という社会的責任の手引きは、社会的責任に関連する概念と原則についての国際的な手引きである。グローバル・レポーティング・イニシアティブ(GRI)持続可能性報告ガイドラインは、上場企業の持続可能性報告を支援する価値ある枠組みである。企業は、産業や地域にもっとも適した方法を採用するであろう。

独立の保証

- 3.8 独立の保証は情報の正確性と完全性においてステークホルダーの信頼性を増す。会計事務所のような独立の専門家団体による企業の外部者の検証は、報告に含まれる業績データおよび他の情報に信頼性を付与するであろう。しかし、独立の保証は、持続可能性報告の過程において強制的な段階ではない。

4 実務指針

- 4.1 この方針声明は、2011年7月27日に取引所によって公表された「上場企業のための持続可能性報告指針」によって補足される。

持続可能性報告の指針の目的（7頁）

- 1.1 この指針は、2011年7月27日にシンガポール証券取引所によって公表された「持続可能性報告についての方針声明」の補足である。指針は持続可能性報告に関する上場企業からの頻繁な質問に答える。

上場企業による自発的な持続可能性報告

- 1.2 持続可能性報告は、上場企業にとって上場手引書に従った強制的な要求事項ではない。他の多くの国々と同じく、シンガポールでも自発的な実践である。しかし、世界的に持続可能性における関心が高まりつつあり、その結果、企業が何をどのように行っているのかを報告することと同様に、企業の事業方針や実践において、企業に持続可能性に取り組むよう要求の数が増加しつつある。想像するに、将来、規制や規則を通して、強制的な報告に発展するであろう。
- 1.3 ある上場企業は、既に持続可能性報告の高い基準を備えて先導している。しかしながら、ほとんどの上場企業は、コスト、報告範囲、報告過程に不慣れであるといった考慮のために、持続可能性報告を依然として開始しなければならない。この指針は、上場企業が企業統治に関する報告を、企業業績について環境および社会の側面に拡大していくとともに、重要な最初の段階を踏むよう支援する。

なぜ報告すべきか？（8頁）

企業透明性を向上する

- 2.1 持続可能性報告は、環境の、社会の、および経済の考慮が、統治構造にどのように埋め込まれているかについての的を射た説明である。それは、伝統的な財務的測定基準を超えて組織の開示を拡張し、そして環境と社会の測定基準について企業の透明性を向上する。「企業統治に関する行動指針」に従った原則の一つによって公表されているとおり、持続可能性報告は、均衡がとれかつ理解可能なステークホルダーによる企業業績の評価が、企業の説明責任を促進させることを許可する。

リスク管理を強化する

- 2.2 社会および環境の配慮を含む経済、戦略、および事業的要因を超えて、持続可能性報告は、上場企業が新興するリスク分野を考慮させ、また、他の分析的およびシステムに適合した方法で監視されるリスクによって表現される機会を特定させる。持続可能性を組み入れたリスク管理方法は、新興する問題を特定するための、また企業の評判を保護したり株主価値を改善したりすることに役立つ適切な対応を開発するための、有用なデータを経営者に提供する。

ステークホルダーとの誓約を促進する

- 2.3 ステークホルダーを特定し、およびステークホルダーと誓約することは、持続可能性報告の根本であり、様々な国際的な持続可能性の枠組みによって重要な段階として言及されている。上場企業の持続可能性の業績に関心がある、および業績に影響されるステークホルダーと、効果的に誓約するためには、企業は自らのステークホルダーを特定する必要がある。株主、従業員、顧客、供給者、および地域社会のようなステークホルダーの様々な性質と関心を考えれば、ステークホルダーとの誓約は、持続可能性の関連情報の開示について、様々なステークホルダーの情報要求を企業が考慮することを可能にする。そこで、企業はステークホルダーとそれぞれの開示すべき問題の優先順位を決定しなければならない⁽¹⁷⁶⁾。

ステークホルダーとのコミュニケーションを改善する

- 2.4 環境のおよび社会的相互作用や影響についての非財務情報開示を含めるため財務的开示を超えて、開示を拡大することにより、企業は非財務業績を測定するための枠組みを提供する。また、企業は非財務リスクを管理する際に直面する、機会と脅威についての指針を与える。持続可能性報告書⁽¹⁷⁷⁾は、組織がどのように影響しているか、および持続可能な開発についての期待によってどのように影響を受けているかの証拠を示しながら、さらに、時の経つにつれて同業競争企業を促進しながら、既存の枠組みに関する持続可能性の業績をベンチマークし、および評価するために利用可能である。このように、持続可能性報告は、ステークホルダーとのコミュニケーションを改善するための拠り所として貢献する。

誰が報告すべきか？（9頁）

(176) ここでは should よりも義務命令の程度の強い must の語彙が使われている。

(177) 原文の sustainability reporting との用語を、筆者は「持続可能性報告（あるいは持続可能性の報告）」と訳して、企業が持続可能性について報告する行為としてとらえ、この項の sustainability reports の用語については区別して、媒体を問わず、所定の報告の意味合いで「持続可能性報告書」と訳している。

- 3.1 当取引所はすべての上場企業に、よい企業統治の欠くことのできない部分として持続可能性報告を考慮することを勧める。
- 3.2 持続可能性の報告に特に関連する上場企業は、
- (i) 環境的および社会的リスクに敏感である産業で操業する、
 - (ii) 重大な環境汚染を生み出す産業で操業する、
 - (iii) 自然資源のかなりの利用者である、または
 - (iv) 供給者や請負者が責任をもって行動することを最終顧客が要求するサプライチェーンの一部である。
- 3.3 具体的には、次に述べる影響の高い産業分野で、事業を行っている上場企業は、基調を定めるべきであり、かつ持続可能性報告を実施すべきである。
- (i) 農業、
 - (ii) 航空輸送業、
 - (iii) 化学業および製薬業、
 - (iv) 建設業、
 - (v) 食品業および飲料業、
 - (vi) 森林業および紙業、
 - (vii) 鉱山業および金属業、
 - (viii) 石油業およびガス業、
 - (ix) 船舶業、および、
 - (x) 水道業。

どのように報告すべきか？（10頁）

国際的に一般的に認められた報告の枠組み

- 4.1 取引所は、グローバル・レポーティング・イニシアティブ(GRI)持続可能性報告ガイドラインのような、企業が持続可能性の業績を開示する際の、国際的に一般的に認められた報告の枠組みを採用することを勧める。GRI 持続可能性報告ガイドラインは、国際的に適用可能であり、上場企業が自らの経済の、環境の、および社会の業績を測定し報告するために利用することができる一般原則と指標を定めている。上場企業は、外部のコンサルタントと契約する義務または必要はなく、GRI の枠組みを利用することが可能である。初年度報告者のための入門レベルの定型書式があり、この書式は入手しやすく使いやすく企画されている。

産業特有の報告の枠組み

- 4.2 上場企業のいくつかでは、環境および社会の問題にかなり敏感である産業において事業活動を行っている。石油およびガス、鉱山業および金属業の分野のような産業は、組織のリスクや業績について意味のある評価を行うための特別の目的のための報告の枠組みを正当化する、環境的および社会的な高い危険度にさらされこれらへの影響を及ぼす。これらの上場企業は、鉱山業および金属業の産業分野のための国際金属・鉱業評議会(ICMM)によって公表された枠組みのような、あるいは選定された産業のための GRI 分野補足文書⁽¹⁷⁸⁾のような、産業特有の報告の枠組みを適用することが奨励される。

(178) ここでいう GRI 分野補足文書は GRI のウェブで提供されている (GRI (2011))。

外部の保証

- 4.3 持続可能性報告書を作成してきた上場企業は、その報告書の独立認証を実施するための外部の保証提供者と契約する可能性がある。持続可能性報告の保証は、報告に信頼性を付与するとともに、情報の正確性及完全性においてステークホルダーの信頼性を向上させる。保証は、また、持続可能性報告書の品質を向上させる際に、上場企業に重要なフィードバックの仕組みとして働く。
- 4.4 保証提供者を選択するとき、企業は提供されつつある保証サービスの性質、そのようなサービスを提供する際の提供者の技術や経験、提案された保証過程の厳格さ、そして、妥当なものとして認められた基準への遵守について理解すべきである。保証提供者が、報告書の筆者と独立していることは避けられない。

何を報告すべきか？（11頁）

- 5.1 持続可能性報告書は、環境、社会および統治の問題についての企業の考慮と業績についての的を射た説明である。それゆえ持続可能性報告の範囲は企業特有の特徴、産業特有の問題、およびリスクに起因して異なるであろう。

環境および社会開示に関連する持続可能性報告の側面

- 5.2 当取引所は次の事項についての開示を、企業の事業活動に重大な影響を及ぼす限りにおいて、上場企業が考慮し提供するよう勧める。

全般的（事項）

- (i) 持続可能性方針および目標、そして重大な段階、目標達成のための計画、および長期的目標を含む。
- (ii) 企業の説明責任および持続可能性問題についての意思決定の順位
- (iii) 賄賂行為および汚職についての企業態度
- (iv) 持続可能性の影響、リスク、または機会についての評価
- (v) 環境および社会問題から生じるリスク管理方針および過程
- (vi) 関連法令規則、国際的合意、または組織とそのステークホルダーに戦略的に重要な自発的合意、これには罰金、制裁、訴追、および環境法規制の非遵守による事故を含む。
- (vii) 同僚や競争者によって観察されるような、企業が事業活動を行う特定の産業についての問題および将来の取り組み
- (viii) 表明された目標、同業他社、およびベンチマークに対する業績評価

環境的（事項）

- (ix) 気候変動開示、例えば、組織に影響を及ぼしかねない気候変動の緩和または適応に関連した事業または法令の発展
- (x) 生物多様性経営
- (xi) 環境経営システム

社会的（事項）

- (xii) 労働組合活動および関係
- (xiii) 多様性および包含

(xiv) 地域社会に及ぼす事業影響を評価し管理するプログラムおよび活動

(xv) 製品責任方針および活動

(12頁)

5.3 持続可能性報告の統治の側面は、企業統治の行動指針に従い、十分に適用される、また、上場企業の年次報告の中の企業統治の開示に対して、遵守せよ、さもなければ説明せよという方法を上場企業が適用することを要請する。持続可能性の文脈において、統治もまた、経済の、環境の、および社会の業績を管理するために組織が保有する制度や手続きに焦点を当てる。

5.4 前述の一覧は網羅的ではない。上場企業はより包括的な開示手引きとして GRI 持続可能性報告ガイドラインを参照すべきである。

準備

5.5 持続可能性報告は、また、持続可能性に備えつつある、あるいは開始しようと意図しつつある上場企業にとっても関連がある。上場企業は持続可能性報告のために準備を整えるために、事業活動、準備状態、また計画の評価を開示するよう推奨される。

いつ報告すべきか？ (13頁)

新規上場時の開示

6.1 新規上場の際、持続可能性の問題について報告することは、企業のよりよい理解を与える。統治、財務的業績、将来の見込みのみならず、リスクについての開示と合わせて、持続可能性報告は、投資家に企業の業績についての全体論的な表示を提供する。

6.2 環境の、あるいは社会の問題から生じるリスクは、企業が直面する不確実性の部分を構成するかもしれない。企業はリスク開示の義務を満たすため、環境リスクおよび社会のリスクを含む、リスクを包括的に評価すべきである。例えば、企業は環境法令の適用がはっきりしないという不確実性から生じるリスクを開示すべきである。加えて、環境法令が広く精巧に作られている限りにおいて、法令の要求事項をどのように固守しているか、また、投資家のためにどのように連続的に法令遵守するつもりかを開示すべきである。いかなる過去および現在の違反も、いかに企業がこれまでその違反を取り扱ってきたか、および企業がそのような事故を繰り返さないことを確実にするための対策も含めて、開示しなければならない⁽¹⁷⁹⁾。

継続的上場を基礎とする開示

6.3 規則第703条⁽¹⁸⁰⁾に従って、上場企業は、その企業の証券で虚偽の市場が成立しないために必要な情報、あるいはその情報の証券の価格あるいは価値に重大な影響を及ぼしそうな情報を開示するよう要請される。持続可能性問題の開示は、規則第703条の範囲内に含まれるかもしれない。

6.4 企業が規則第703条に従って、特定の情報が、最近、重大な影響を及ぼさないが、組織の業績に広範に長期的な意味合いをもつかもしれないと評価するならば、企業は事業を行う事業環境を記述する文脈において開示をすべきである。持続可能性の影響がないならば、否定的な声明が有益であろう。

(179) ここでは should よりも義務命令の程度の強い must の語彙が使われている。

(180) シンガポール証券取引所の上場規則第 703 条第 1 項の内容をさす。

http://rulebook.sgx.com/en/display/display.html?rbid=3271&element_id=5068.

どこで報告すべきか？（14頁）

- 7.1 上場企業は、そのステークホルダーや産業にもっとも適合し適切である持続可能性報告のための媒体を適用するための柔軟性をもつ。報告媒体を選択する際に、企業は最も重要なステークホルダーの識字率、インターネットへのアクセス、および印刷文書の環境への影響のような要素を考慮すべきである。

年次報告の中の持続可能性報告

- 7.2 環境および社会問題に関する報告を分けて発行する代わりに、そのような開示を年次報告の中で表示することを選択してきている企業もある。持続可能性が企業の意識のうちに深く埋め込まれているならば、年次報告の中で財務のおよび非財務の開示を組み合わせている全体的な表示は、その企業の企業実務の自然な反映である。

独自の持続可能性報告書

- 7.3 独自の持続可能性報告書で、環境および社会の問題を包括的に開示することに専念する企業がある。そのような発行者は、この実務を継続するよう奨励される。

（以上）

出典：Singapore Exchange (2010), “Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies”. 筆者訳。太字原文まま。（ ）内は筆者加筆。

謝 辞

本研究の一部は文部科学省科学研究費補助金(22530505)の助成を受けたものである。

略 号 一 覧

Asian Development Bank, the: ADB
Association of the Chartered Certified Accountants, the: ACCA
ASX Group: ASX
Carbon Disclosure Project, the: CDP
Climate Disclosure Standards Board, the: CDSB
Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management: DVFA
Environmental, Social, and Governance: ESG
European Federation of Financial Analysts Societies: EFFAS
European Union; EU
German Sustainability Code, the: GSC
Global Reporting Initiative, the: GRI
Greenhouse Gas: GHG
Initiative for Responsible Investment, the: IRI
Institute of Directors in Southern Africa, the: IoDSA
International Council on Mining and Metals, the: ICM
International Federation of Accountants, the: IFAC
International Finance Corporation, the: IFC
International Integrated Reporting Council, the: IIRC

Johannesburg Stock Exchange, the: JSE
Management Commentary; MC
Rat für Nachhaltige Entwicklung (German Council for Sustainable Development, the): RNE
Responsible Investment: RI
Singapore Exchange, the: SGX
Socially Responsible Investment: SRI
Sustainable Stock Exchanges, the: SSE
United Nations-supported Principles for Responsible Investment, the: UN PRI
United Nations Environment Program Finance Initiative, the: UNEP FI
World Bank, the: WB
World Business Council for Sustainable Development, the: WBCSD

参考文献および参照ウェブサイト

- Association of the Chartered Certified Accountants, the: ACCA (2004), *Towards Transparency: Progress on Global Sustainability Reporting 2004*, ACCA, UK,
http://www2.accaglobal.com/pdfs/environment/towards_trans_2004.pdf.
- ACCA (2012), *Reporting pre- and post-King III: what's the difference?* ACCA, UK,
<http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/integrated-reporting/tech-tp-wtd.pdf>.
- ACCA Singapore and Deloitte Touche Tohmatsu Limited (2012), *Impact of New/ Revised IFRS / FRS on Singapore Listed Companies*, ACCA and Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Singapore,
http://www.cfoinnovation.com/system/files/Impact_of_New-Revised_IFRS-FRS_Singapore_ACCA.pdf.
- ASX Corporate Governance Council (2010), *Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments*, 2nd Edition, Australia,
http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/cg_principles_recommendations_with_2010_amendments.pdf.
- ASX Group: ASX (2003), *Chapter 3: Continuous disclosure*, Listing Rules, Australia,
<http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/Chapter3.pdf>.
- ASX Group: ASX (2012), *Chapter 4: Periodic disclosure*, Listing Rules, Australia,
<http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/Chapter04.pdf>.
- Buchheim, Regine and Kati Beiersdorf German (2005), "New Developments in Management Reporting - the Modernisation of the Annual Report", *German Law Journal*, 6(5), pp.861-868.
- Climate Disclosure Standards Board, the: CDSB, web site, <http://www.cdsb.net/>.
- CDSB (2010), *Climate Change Reporting Framework - Edition 1.0, Promoting and Advancing Climate Change-related Disclosure*, CDSB, UK,
<http://www.cdsb.net/file/72/climate-change-reporting-framework-edition-1.0-jan-2012.pdf>.
- CDSB (2011), *Inventory of National and Regional Developments on Climate Change Related Disclosure*, paper presented to the United Nations Conference on Trade and Development Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting, 28th Session, 12-14 October 2011, Palais des Nations, Geneva,
<http://www.cdsb.net/file/69/consistency-paper-iunctad-isar-committee.pdf>.
- Danish Commerce and Companies Agency (2008), "About the Danish law: Report on social responsibility for large Businesses", Danish Commerce and Companies Agency,
<http://www.csrgov.dk/graphics/Samfundsansvar.dk/Dokumenter/About%20the%20Danish%20law.pdf>.

- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management: DVFA (2010), *KPIs for ESG - Key Performance Indicators for Environmental, Social and Governance Issues - A Guideline for the integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation (version 3.0)*, Frankfurt am Main,
http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/non_financials/application/pdf/KPIs_ESG_FINAL.pdf.
- DiMaggio, Paul J. and Walter W. Powell (1983), "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields", *American Sociological Review*, 48(2), pp.147-160.
- Drucker, Peter F. (2001), *The Essential Drucker*, Harper, New York.
- Egan, Mary Lou et al. (2003), "France's Nouvelles Regulations Economiques: Using Government Mandates for Corporate Reporting to Promote Environmentally Sustainable Economic Development", A Paper Prepared for Presentation at the 25th Annual Research Conference of the Association for Public Policy and Management, Washington, DC, November 2003,
<http://www.bendickegan.com/pdf/EganMauleonWolffBendick.pdf>.
- Emergent Ventures International Pte. Ltd.: EVI (2010), *Business Response to Climate Change: Sustainability Reporting in Singapore*,
<http://www.emergent-ventures.com/docs/SGX-Sustainability-Final.pdf>.
- European Federation of Financial Analysts Societies: EFFAS, web site, <http://effas.net/>.
- Freeman, R. E. (1994), "The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions," *Business Ethics Quarterly*, 4(4), pp.409-421.
- Freeman, R. Edward, Andrew C. Wicks, and Bidhan Parmar (2004), "Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited", *Organization Science*, 15(3), pp. 364-369.
- Frost, Geoffrey R. (2007), "The Introduction of Mandatory Environmental Reporting Guidelines: Australian Evidence", *Abacus*, 43(2), pp. 190-216.
- German Council for Sustainable Development, the: RNE, web site,
<http://www.nachhaltigkeitsrat.de>.
- RNE (2012), *The German Sustainability Code: GSC, Recommendations of the German Council for Sustainable Development*, text No. 41, the German Council for Sustainable Development, German,
http://www.nachhaltigkeitsrat.de/uploads/media/RNE_The_German_Sustainability_Code_GSC_text_No_41_January_2012_01.pdf.
- Global Reporting Initiative, the: GRI, web site,
<https://www.globalreporting.org/languages/japanese/Pages/default.aspx>.
- Gray, Rob, Dave Owen and Carol Adams (2010), "Sustainability, Environmental Performance and Disclosures", *Advances in Environmental Accounting and Management*, 4, pp.1-5.
- Initiative for Responsible Investment, the: IRI, *Global CSR Disclosure Requirements*, web site,
<http://hausercenter.org/iri/about/global-csr-disclosure-requirements>.
- Institute of Directors in Southern Africa, the: IoDSA, *King Report on Governance in SA*,
<http://www.iodsa.co.za/PRODUCTSSERVICES/KingReportonGovernanceinSA.aspx>.
- International Integrated Reporting Council, the: IIRC, web site,
<http://www.theiirc.org/the-iirc/>.
- IIRC (2011), *Towards Integrated Reporting - Communicating Value in the 21st Century*, the Discussion Paper, September, 12th, 2011,
http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf.
- International Federation of Accountants, the: IFAC (2011), *IFAC Sustainability Framework 2.0*, IFAC, <http://viewer.zmags.com/publication/052263e2#/052263e2/20>.

- Ioannou, Ioannis and George Serafeim (2011), "The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting", *Harvard Business School Research Working Paper*, No. 11-100, <http://ssrn.com/abstract=1799589> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1799589>.
- Jørgensen, Tine Herreborg and Jette Egelund Holgaard (2004), "Environmental Reporting: Experiences from Denmark", Division of Technology, Environment and Society Department of Development and Planning, Aalborg University, ISSN 1603-9890, http://www.plan.aau.dk/digitalAssets/5/5479_workingpaper62004.pdf.
- LexisNexis (2011), *JSE Limited Listings Requirements*, Service Issue 14, http://www.jse.co.za/Libraries/JSE_-_Listings_Requirements_-_Service_Issues/Service_Issue_14.sflb.ashx.
- Lindblom, C.K., (1993), "The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure", Paper Presented at the Critical Perspectives on Accounting Conference, New York.
- Lubin, David, et al. (2011), *Assessing and Unlocking the Value of Emerging Markets Sustainability Indices*, International Finance Corporation, the: IFC, Washington DC, [http://ifcext.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p_SI-IFC-AssessingEmergingMarketsSustainabilityIndices/\\$FILE/IFC-AssessingEmergingMarketsSustainabilityIndices.pdf](http://ifcext.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p_SI-IFC-AssessingEmergingMarketsSustainabilityIndices/$FILE/IFC-AssessingEmergingMarketsSustainabilityIndices.pdf).
- Lydenberg, Steve and Katie Grace (2008), *Innovations in Social and Environmental Disclosure Outside the United States*, Prepared for Domini Social Investments, http://www.domini.com/common/pdf/Innovations_in_Disclosure.pdf.
- Olivia (2012), "Why Sustainability Reporting Matters", *TODAY*, Green Drinks Singapore, <http://sggreendrinks.wordpress.com/2012/06/26/today-why-sustainability-reporting-matters/>.
- O'Neill, Laura (2008), *Regulating Pension Fund Disclosure of Environmental, Social and Governance Practices*, Submission to the Nova Scotia Pension Review Panel, the Shareholder Association for Research and Education, Vancouver, http://www.gov.ns.ca/lae/pensionreview/docs/SHARE_Submission.pdf.
- Panwar, Jaideep Singh and Jenny Blinch (2012), *Sustainable Stock Exchanges: A Report on Progress*, Sustainable Stock Exchange Initiative: SSE, http://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/Sustainable_Stock_Exchanges.pdf.
- Roberts, Robin W. (1992), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory", *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), pp.595-612.
- Singapore Exchange, the: SGX, <http://www.sgx.com/>.
- SGX (2010), *Proposed Policy Statement and Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies*, SGX Consultation, Aug 28, 2010, http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/cp_en/site/regulation/public_consultation/pc_28_Aug2010?presentationtemplate=design_lib/PT_Printer_Friendly.
- SGX (2011), *Guide to Sustainability Reporting for Listed Companies*, http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Sustainability_Reportin_g_Guide_and_Policy_Statement_2011.pdf.
- Ullmann, Arie (1985), "Data in Search of A Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance", *Academy of Management Review*, 10, pp.540-577.
- United Nations-supported Principles for Responsible Investment, the: UN PRI, web site, <http://www.unpri.org/about/>.

United Nations Environment Programme, the: UNEP *et al.* (2010), *Carrots and Sticks - Promoting Transparency and Sustainability*, UNEP *et al.*,
<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Carrots-And-Sticks-Promoting-Transparency-And-Sustainability.pdf>.

World Business Council for Sustainable Development, the: WBCSD and United Nations Environment Programme Finance Initiative: UNEP FI (2010), *Translating ESG into Sustainable business Value: Key insights for companies and investors*, WBCSD and UNEP FI, US and Switzerland.

以上