



宝印刷D&IR研究所では研究員レポート、事例分析、寄稿、キーワード、セミナー開催報告、そして本研究員コラムなど毎週水曜日に必ず一本アップしております。昨年はサステナビリティ情報開示元年となる2025年を前にして、国際的な非財務情報開示に関する動きが多くありました。

これら国内外の動向を日本企業の、より良い開示、ひいては企業価値向上に資する情報アップデートを心がけております。

何卒今年もよろしくお願いします。



研究員コラム 102

## 「トランプ2.0と企業開示」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

2025年の干支は、乙巳（きのとみ）で「努力を重ね、物事を安定させていく」という意味があるそうだ。また、巳、つまり蛇は、豊穡や金運を司る神様として祀られており、古くから神の使いとして信仰の対象とされ、脱皮することから「復活」と「再生」を意味し、不老長寿など縁起のいい動物とされているらしい。

米国の分断を象徴するような昨年の選挙戦を経てトランプ氏が第47代米国大統領に1月20日就任する。トランプ2.0の本格始動だ。既に大統領選挙直後から政権移行チームが、気候変動対策の国際枠組み「パリ協定」離脱を宣言する準備を進めているとした報道も流れている。日本のメディアでも「石油など資源を重視する第2次トランプ政権が、ESG関連の政策をバイデン政権から大きく転換するのではないかと」の観測が浮上している」とした報道も目立つ。また、欧州では欧州経済をリードする大国のドイツとフランスにおける政治の不安定化、そしてその結果として右傾化も懸念材料とも言える。グローバルにサステナビリティ情報開示元年ともいえるが、干支では「復活」と「再生」の2025年に「トランプさんのこのような動きは、なんと世の中の流れに逆行する動きだろう」との嘆きも聞かれる。しかし、結論から言おう、資産運用という視点でみると大きな影響があると思われるトランプ2.0も、欧州政治の右傾化が仮に起こっても、資本市場における企業開示の視点では今までも今後も大きな変化はないだろう。しかし、「三方良し」の文化が根付いている日本では元々マルチステークホルダー思考が強い事から「投資家」を意識した開示に頭を切り替える必要があるとも言える。

### 要旨

- 総論賛成各論反対で頓挫した「ステークホルダー資本主義」  
「株主資本主義」から「ステークホルダー資本主義」への転換を宣言したものの各論では株主の意向は無視できない現実
- ESG原理主義からの転換  
ESGが過度に政治的になったことにより、受益者のリターンを尊重する動きが加速
- DE&Iお前もか！  
「Woke企業（目覚めた企業）」への圧力によるDE&Iからの離脱
- 「Primary User（主要な利用者）」って？  
マルチステークホルダーから財務報告書利用者への回帰
- トランプ2.0と企業開示  
米国における開示は財務・非財務に関わらずマテリアルな情報は全て開示することが求められており、この点に関してはバイデン氏であろうとトランプ氏であろうと大きな変わりはない。

次頁よりこれらの要旨に沿って、詳細を述べたいと思いますのでご興味があれば是非一読ください。

## 総論賛成各論反対で頓挫した「ステークホルダー資本主義」

どう考えても暑すぎる夏が長く地球温暖化を科学的に解明し、それに対する対応を行うことは重要だと思うし、自社及びサプライチェーンにおける人権や人的資本投資も重要だ。そういった「持続的（サステナブル）」というトレンドの流れから2019年8月19日に米国の主要企業が名を連ねる財界ロビー団体であるビジネス・ラウンドテーブルが発表した声明は、ビジネス界に大きなインパクトを与えた。その理由は、この声明では企業経営の原則とされていた「株主資本主義」を批判し、「ステークホルダー資本主義」への転換を宣言したからである。そこでは、企業は自社の利益の最大化だけでなく、パーパス（Purpose）の実現も目指すべきだという姿勢が表明された。

しかし、この「ステークホルダー資本主義」宣言は総論では181名もの米国超巨大企業のCEOが署名したにも関わらず早々に消えていったといっても過言ではないだろう。このビジネス・ラウンドテーブルの宣言を下に、それらに署名した企業に対して続々と「ステークホルダー資本主義」への転換、つまり株主や債権者のみでないマルチステークホルダーを対象に運営する公益法人化を求めた株主提案が2021年から出て来たが、全ての企業取締役会はそれらを否定し、且つ、株主の賛同もほとんど得られなかった。

### ESG原理主義からの転換

ESGが問題視されていなかった2015年にオマハの賢人、ウォーレン・バフェット氏がCEOを務めるバークシャ・ハサウェイ社の「株主への手紙」の中で「気候変動が地球にとって大きな問題となる可能性は高いと思われます。『可能性が高い（highly likely）』というのは、私には科学的な素養がなく、2000年問題時には多くの『専門家（experts）』たちの悲惨な予測をよく覚えているからです。（中略）一市民として、気候変動

で夜も眠れなくなるのは当然かもしれませんが、低湿地帯に家を持つ人は、引っ越しを考えるかもしれません。しかし、大手保険会社の株主としてだけ考えるなら、気候変動は心配の種にならないはずです。」としてコストをかけた更なる気候変動に対する開示に対しては消極的であり、且つ、その意見が一定の投資家から支持を得ているのも事実であった。

その後ESGの急進的な考え方に対して、受益者や一部アセットマネージャーからは「政治的思考に溢れた価値観の押し付け（気候変動関連の動きもその一つ）を排除して純粋にアセットオーナーやアセットマネージャーの背後にいる一般市民である受益者の権利を保全すべきであり、その価値を毀損させるリスクはESG原理主義思考にもある」との指摘も出てくるようになった。このような流れを受けて、米国の大手運用会社CEOが2023年6月25日に環境・社会・企業統治（ESG）という用語は政治的であり、この使用を中止するとして発表につながった。

### DE&Iお前もか！

多様性（Diversity）、公平性（Equity）、包摂性（Inclusion）略して「DE&I」は筆者の感覚からすると「お説ごもっとも」であり、特にこれが問題になると筆者は思ってもいなかった。しかし、昨年末「ウォルマートDE&Iの取り組みを撤回し、ウェブサイトからLGBTQ商品の一部を削除」としたニュースが世界を駆け巡った。このような動きはウォルマートに先立つ昨年6月、小売企業Tractor Supply Coが「DE&Iの役割を廃止し、プライドフェスティバルのスポンサーをやめる」と発表したことや、住宅リフォーム・生活家電チェーン企業のLowe's、自動車会社のFord、酒類・清涼飲料水メーカーMolson Coors等でもこの数か月で「D&E（注）に関する方針の一部を撤回した」との報道があったことから米国での一つのトレンドになっていたが

日本ではあまり話題にならなかった。しかし、ウォルマートはDOW30銘柄でもあり、米国を代表する企業のため日本でも大きく報道された。

このような動きはこれに先立つ2023年、ビールメーカーAB Inbev（アンハイザー・ブッシュ）傘下でバドワイザーブランドのビール会社「Bud Light」がトランスジェンダーのインフルエンサーであるDylan Mulvaney氏とのコラボレーションをきっかけに米国で同ブランドがボイコットされ、バドライト・ラガーの需要が急落し米国での売上が昨年10%以上減少したり、同年米国小売大手のTargetがトランスジェンダー向けの水着を含むプライド関連商品を巡り顧客から脅迫を受け、一部商品を店頭から撤去したりしたニュースにも見られるように少しずつ大きくなったようだ。米国では社会における不正や差別、特に人種差別や性差別に対して企業ぐるみで取り組んでいる企業を「Woke」企業（目覚めた企業）と位置づけている人々が少なからずいることは既にご案内の通りだが、米国のみならずグローバルでも右派が台頭しつつあり「Woke」企業のボイコットは今後さらに大きくなるかも知れない。

（注：企業によってDE&IとしているものやD&E、或いはE&I等様々あるためここでは報道された通りのD&Eとしている）

### 「Primary User（主要な利用者）」って？

昨年11月下旬にIFRS財団が「サステナビリティ関連のリスクと機会、およびマテリアル情報の開示」（注）と題したISSBスタンダード導入のための教育用資料を公開した（以下教育用資料）。この教育用資料は、短、中、長期的にキャッシュ・フロー、資金調達、資本コスト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と機会に関するマテリアルな情報を特定し開示するという、企業にとっての基本的な作業を支援する新しい包括的なガイドである。この資料は3つの章で構成され、第一章で「マテリアル情報の定義とISSBスタンダードにおけるその適用」、第二章で「企業の見通しに影響を与える

可能性が合理的に予想されるサステナビリティ関連のリスクと機会、およびISSBスタンダードにおけるその適用」そして第三章で「マテリアルな情報の識別と開示」についての事例を挙げながら、各章で①接続性・つながり（Connectivity）という観点から、企業が開示するサステナビリティ関連の財務情報が、一般目的財務報告書で提供する開示を、利用者が理解できるようになっているか、②相互運用可能性（Interoperability）と言った側面から、企業がISSBスタンダードと併せて適用する可能性がある他のスタンダードとの区別や相互運用に関連して、それぞれの考慮事項を検証している。従って、ConnectivityやInteroperabilityという言葉は多く登場するが、それ以上に「Primary User（主要な利用者）」という術語が頻出する。数えてみると62ページの資料の中に約130回も登場する。Connectivityの17回やInteroperabilityの18回と比べてもその多さが突出しているとわかるであろう。また、2024年5月31日から英国サステナビリティ開示技術諮問委員会（TAC）は、ISSBが発行した2つのIFRSサステナビリティ開示スタンダードの技術的分析を開始しているが、TACが作成した2024年12月5日開催会議資料のアジェンダペーパー2においてもパラグラフ18「スタンダード適用」において「ISSBの目的は、Primary Usersおよび金融市場のニーズに焦点を当てた、高品質で包括的なグローバルな開示基準となるサステナビリティ基準を策定することである。Primary Usersとは、既存および潜在的な投資家、銀行、その他の債権者を指す。」として強調されている。

財務の世界では「Primary Users」という言葉はIFRS会計基準のIAS第1号7項「マテリアリティの定義」で昔から利用されている言葉だった。このIAS第1号7項では「既存及び潜在的な投資家、銀行、その他の債権者の多くは、報告企業に直接情報を提供することを要求すること

ができず、必要な財務情報の多くを一般目的財務諸表に頼らざるを得ない。その結果、これらのユーザーは、一般目的財務諸表が向けられる主要なユーザーとなる。」という文脈の中で「Primary Users」は登場するがサラッと説明されているにすぎない。しかし、教育用資料では冒頭の第一章の「Primary Usersの情報ニーズと、一般目的財務報告書に基づいて下される意思決定」で「Primary User」についてかなりきっちりと定義に関する記述に割かれている。このような違いはどこから来るのか？考えてみるとIFRS会計基準が導入された時代にはマルチステークホルダーという概念自体が薄かったことに起因し、その後の「ステークホルダー資本主義」でみられるように、「企業は株主だけのものではない」としたマルチステークホルダーに対する責任とした考え方になると財務報告書そのものの読み手を投資家、銀行等貸付人、その他債権者とした定義では齟齬が出るので、ISSBスタンダードにおけるPrimary Userはその定義を強調する必要性があり、ISSBスタンダードの読み手は「投資家、銀行等貸付人、その他債権者」という「Primary User」であることをほぼ各ページで述べているのではなかろうか。

注：この教育用資料「Sustainability-related risks and opportunities and the disclosure of material information」はこちら  
<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/supporting-implementation/issb-standards/issb-materiality-education-material.pdf> オリジナルを参照のこと

## トランプ2.0と企業開示

米国における開示ではかなり太い柱がある。それは財務・非財務に限定することなく、企業にとってマテリアルな情報は開示することである。そしてこの「マテリアル」という言葉の定義は1947年には既に、証券取引法の規則405で定義されていた。当時の定義は「我々はあらゆる対象に関する情報提供の要件を定義するために使用される場合、マテリアリティは、有価証券を購入

する前に、平均的な賢明な投資家が合理的に知っておくべき事項に要求される情報」であった。この定義は1982年、米国最高裁判所の判決に従い、SECは規則405における「マテリアル」の定義を次のように改正し、いくつかの法廷論争があったもののこの定義が現在も適用されている。

我々は、あらゆる対象に関する情報提供の要件を満たすために使用する際にマテリアリティは、有価証券の購入を決定する際に合理的な投資家が重要視する可能性が極めて高い事項に限定して要求している。

(When used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, materiality limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered.)

この考え方は、非財務情報開示においても、例えば、バイデン政権下の昨年3月にSECが発表し、訴訟を受けて現在も留保されている気候変動関連に関する開示指針「投資家向け気候関連開示の強化とスタンダード化（The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors）」でも踏襲され以下のようにはっきりと記載されている。

マテリアリティとは、特定の企業に対する投資や議決権行使の意思決定における情報の重要性を指しており、そのような意思決定以外の気候関連問題に対する情報の重要性を指しているわけではない。

(materiality refers to the importance of information to investment and voting decisions about a particular

company, not to the importance of the information to climate-related issues outside of those decisions.)

つまり、「Primary User」の投資や議決権行使においての意思決定に際しての重要性が問題であり、それは財務や非財務という区別なく、昔からSECにおいて貫かれている開示方針である。

この考え方は、非財務情報開示におけるグローバルスタンダードとして登場しているISSBスタンダードでも踏襲されており、前述の教育用資料でも以下のように記述されている。

サステナビリティ関連の財務開示の文脈において、情報がマテリアルであるのは、その情報の省略、虚偽記載、または不明瞭化が、財務諸表およびサステナビリティ関連の財務開示（特定の報告企業に関する情報を提供する）を含む一般目的財務報告書に基づいて一般目的財務報告書の「Primary Users」が行う意思決定に影響を与えることが合理的に予想される場合である。

そして何よりも重要なポイントは、この教育用資料「ステップ3サステナビリティ関連財務開示のドラフト内の情報の整理」とした項目の中で相互運用可能性に関わる懸念として以下のように「Primary Users」を「broader range of stakeholders（より広範なステークホルダー）」と対比させた記述があることである。

ESRSやGRIスタンダードなどの他のサステナビリティ関連のスタンダードと併せてISSBスタンダードを適用する企業は、「Primary Users」にとって主要な情報を、より広範なステークホルダーを対象とした他の情報で不明瞭にしてはならない。

(Entities applying ISSB Standards alongside other sustainability-related standards, such as ESRS and GRI Standards, must not obscure information that is material for primary users with other information intended for a broader range of stakeholders.)

教育用資料は昨年11月19日に発行されたもので日本語版はないため、筆者が訳したものである。「must not obscure information」を「他の情報で不明瞭にしてはならない」と訳したが、「obscure」の訳としては「埋没する」といった意味もある。このコンテキストの意味は「ESRSやGRI」という他のフレームワークが用いているマテリアリティがISSBのマテリアリティとは異なるという事をかなり意識した説明であると考ええる。従って、ここで述べられている意味をより具体的に説明すると「GRIやESRSと言った他のスタンダードを使ってもよいが、ISSBスタンダードに準拠した開示においては他のフレームワークで定義されたマテリアル情報は『Primary Users』にとって不必要な異なるマテリアル情報であり、それらを掲載することでISSBが意図した本来必要な情報が『埋没する』ため、それらとは区別して『Primary Users』にとって必要なISSBが定義したマテリアル情報のみを掲載せよ」という趣旨であることがわかる。ISSBのこの考え方は米国SECの考え方と同一であり、財務報告書に記載すべき内容は誰が大統領になっても大きな変化はないと考える。



## まとめ

トランプ2.0はあらゆる面でその影響力の大きさに世界が揺れ動く不安材料と見られている。そして、その流れは米国のみならず欧州でもドイツ、フランスという欧州をリードする大国においても政治的混乱の原因ともなっており、ドラギレポートと共に報道では「欧州存亡の危機を脱するために既存の規制簡素化に向けた動き」として不安視されている。

例えば運用サイドの流れではあるが、昨年12月17日には欧州委員会の諮問機関である「持続可能なファイナンスに関するプラットフォーム」が、サステナブル投資の枠組みの変更推奨を欧州証券取引委員会向けの提案書として公表し資産運用サイドでESG商品のラベリングに関しての規制簡素化の流れも報道されている。

しかし、企業開示の側面から見ると開示の世界に政治を持ち込んだ動きが終息し、本来の企業開示の姿勢が再認識される時代になるであろうと想像される。こういった動きをアンチESGと呼ぶ人々もいるが、アンチESGと言われている人々も決して気候変動問題や社会課題に対して否定的な訳ではないと考えている。運用サイドでESGを利用して儲けようとしている輩を排除し、ESGの議論であまりにも政治的な世界に引き込まれていた企業開示の世界を再度本質的な方向に戻すだけという事になるのではないだろうか。そういう意味では「復活」と「再生」の2025年になるのであろう。

