



2026年の干支は丙午（ひのえうま）で、相場格言では「午（うま）尻下がり」と、相場が下降しやすい年とされており、過去には、1990年のバブル崩壊など、午年には相場が低迷する歴史的転換点となることもあった干支です。宝印刷D&IR研究所では今後も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毎週水曜日に発信しております。

本年も何卒よろしくお願いいたします。



研究員コラム109

サステナビリティを定義する

企業開示 原点への回帰 - 2025年グローバルトレンドを総括して -

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

要旨

2025年のサステナビリティ情報開示を考える上で筆者が重要だと感じる事柄が二つあった。一つは、約一年前の2025年1月29日に欧州委員会による「競争力コンパス（Competitiveness Compass）」の発表だ。その趣旨は「競争力を回復し、持続可能（サステナブル）な繁栄を確保するためのEUの指針」としており、「イノベーション」、「脱炭素化」、「安全保障」を主要3分野として、これらを現実のものとするためのアプローチと主要施策の選択肢が提示されている。「サステナブル」という用語は環境や社会課題への配慮といった側面が強調されていたが、それらは単に環境や社会課題のみに焦点を当てるのではなく、「イノベーション」や「安全保障」という枠組みの中で成し遂げるべきものとして用語の定義をかなり大胆に変更してきた点である。

もう一つは、英語圏においても「サステナビリティ」という核となる用語の定義が未だ共有されていない事に気付かせてくれたニュースである。昨年11月末、フロリダ州司法長官が、機関投資家向け議決権行使助言サービス最大手に対し、フロリダ州の消費者を欺き、株主総会議決権行使における支配的地位を濫用し、自らの影響力を武器化して米国企業およびフロリダ州の退職者にイデオロギー的なアジェンダを押し付けたと主張し訴訟を起こした。本コラムではこの訴訟について議論するつもりはない。ただ、訴状の項番111がとても興味深い内容だ。ここでは「Defendants fails to sufficiently define key terms, like “materiality” and seek to confuse consumers by mudding ill-defined concepts like “diversity” and “sustainability”.」とある。つまり、「被告側（ここでは議決権行使助言企業）は『マテリアリティ』といった重要用語を十分に定義せず、『多様性』や『サステナビリティ』といった『曖昧な概念（ill-defined concepts）』を混同させることで、裁判所の判断を混乱させようとしている。」として英語圏ですら「マテリアリティ」「ダイバーシティ」「サステナビリティ」という用語の定義が未だ確定していない「曖昧な概念」であることを再認識させている点である。

「サステナビリティ」という用語はロシアのウクライナ侵攻が開始される前まではどれだけ安く買える、或いは流通できるのかという「①経済的な側面」と、それら経済活動が環境に悪影響を与えないかという「②環境的な側面」そして、それらで得られる対価におけるバリューチェーンにおいて強制労働や人権侵害が行われていないかという「③社会課題的な側面」の3つを念頭においておけばよかった。しかし、紛争が激化する中でエネルギー問題を筆頭に企業のサステナビリティの定義には、

どこの国にどれだけ依存出来るのかという「④経済安全保障的な側面」も十分に考慮する必要が生じて来た。つまり、国家が蹂躪される環境下では「サステナビリティ」が持つ意味合いが大きく変化している現状を認識することとなった。そのような環境下で、大きく理想論に傾いていた欧州が国の安全保障といった喫緊の課題や欧州経済の成長力確保に対処するためには、理想論で固められていた欧州企業サステナビリティ報告指令（CSRD）や企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（CSDDD）を大きく変更する必要性に迫られたのが2025年であったと言える。

本コラムではこういった欧州や米国の2025年動向をベースに「サステナビリティ」という用語を定義してみた。関心のある方は以下ご覧いただきたい。

欧州動向2025

欧州における企業開示における動向は、昨年1月17日の欧州委員会のウルズラ・フォン・デア・ライエン委員長と欧州人民党（EPP）のマンフレート・ウェーバー党首、そしてドイツのキリスト教民主同盟（CDU）のフリードリヒ・メルツ党首（当時は首相候補）がベルリンで2日間の首脳会談を行ったことから始まった。この首脳会談で採択された共同文書は「ヨーロッパにはさらなる成長と雇用が必要である。官僚主義と過剰な規制を削減することで競争力を強化する（Europe needs more growth and jobs – Enhancing competitiveness by cutting back bureaucracy and over-regulation）」とされたもので、この文書では「EUの低迷する経済を活性化するには、再生可能エネルギー目標の廃止とサプライチェーン報告規則の停止が必要である」として、「企業持続可能性に関する法律、例えば企業サステナビリティ報告指令（CSRD）や企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（CSDDD）などは、過剰に負担が大きく、欧州の中小企業に多大な波及効果をもたらすことが証明されています。CSRDとCSDDD、およびタクソノミ規則や炭素国境調整メカニズム（CBAM）などの関連法の施行は、少なくとも2年間は保留すべきです。（中略）大企業の報告義務を少なくとも50%大幅に削減すべきです。これにより、影響を受けるすべての企業に法的確実性がもたらされると同時に、長期的には官僚的

負担が軽減されます」と、2年間の延期と共にその内容を50%以上削減するべきだとしていた。

また、ほとんど同じタイミングの1月20日、フランス政府も欧州委員会に対して「フランス当局からの通達：規制・行政の簡素化に関する欧州アジェンダの対策案」とした書簡を提出した。この書簡はドラギレポートを受け、昨年末欧州委員長による規制簡素化パッケージの策定に向けた中でのフランス政府からの要望書という位置づけで19の項目におけるフランス政府の考え方が示されており、この19項目のうち2番目がCSDDD、3番目がCSRD、そして4番目がEUタクソノミのそれぞれ簡素化のための改正要望であった。

そして、こういった流れの中で、1月29日、欧州委員会は「競争力コンパス（Competitiveness Compass）」を発表した。発表された27ページの「競争力コンパス」が2月26日に発表される「包括的簡素化パッケージ」へとつながっている。2月26日に発表された欧州委員会に提出された指令案（法案）は、「加盟国が特定の企業のサステナビリティ報告書およびデューデリジェンスの要求事項を適用する日付に関して、指令(EU) 2022/2464および(EU) 2024/1760を改正する」とした「延期指令」と「特定の企業のサステナビリティ報告書およびデューデリジェンス要求に関して、指令2006/43/EC、2013/34/EU、(EU) 2022/2464および(EU) 2024/1760を改正

する」とした「改正指令」がメインとなっていた。

コラムであることやページの制約から途中経過は割愛するが、紆余曲折を経て外形的基準の当初案は10月13日の法務委員会（JURI委員会）では承認を得たものの、その後10月22日の欧州議会全体会議で否決された改正案だが、その後12月の議会と加盟国の紆余曲折の議論で決着し、12月16日の採択をへてようやく一応の決着をみた。一説によるとCSRD対象企業数は当初の20%弱になったとも言われている。こうした簡素化の流れで2025年中に確認されている事項を大きく分けると以下の6点に集約される。

- 1. 企業の大半を適用除外に：** CSRDに基づく報告義務の対象範囲が縮小され、当初対象となる企業80%以上が適用除外となる可能性がある。報告義務は主に超大企業（例：従業員数1,000人以上または5,000人以上かつ売上高が相当規模の企業。具体的な提案段階により異なる）に焦点が当てられる。
- 2. 実施スケジュールの延期：** CSRDおよびCSDDDの対象範囲内にある企業に対する報告期限が、1年から2年延期された。
- 3. 報告基準の簡素化：** 欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）は、欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）の簡素化を任務としており、必須データ項目の数を大幅に削減する（場合によっては70%以上削減する）提案を行っている。
- 4. 産業施設に対する個別要件の削減：** 委員会は、個々の産業施設や畜産農場が敷地固有の環境管理システム（EMS）を構築する義務を廃止する可能性がある。代わりに、簡素化された単一の全社的なEMSが認められることになる。
- 5. 特定の開示を任意とする：** 業界別の報告や、一部の企業における詳細なパリ協定に沿った気候変動移行計画の作成義務は廃止された。
- 6. 中小サプライヤーの保護：** CSRD適用範囲も中小企業を除外し当初案から大幅に縮小する

と共に、小規模企業を保護するための「バリューチェーン上限」を導入することで大企業は、自主的かつ比例原則に基づく基準で要求される範囲を超えて、対象外の中小ビジネスパートナーから情報を要求することを禁止する。

米国動向2025

一方、米国では2024年3月6日に米国証券取引委員会（SEC）が採択した「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）」に関する規則に対するSEC議長代行のマーク・T・ウエダ氏の2025年2月11日付「気候関連開示規則に関する議長代行メッセージ」でのろしがあがった。同氏はメッセージの中で、「本規則には重大な欠陥があり、資本市場と経済に著しい損害を与える可能性がある。この規則がもたらすと期待される利益は、コストに見合わない。財務収益と明確な関連性のない情報の開示を促進する事業に我々に従事させることができるのは、連邦議会からの命令だけである」と主張しSECには気候変動問題に対処する「法的権限も専門知識もない」としている。そして筆者が最も重要だと感じるメッセージは「この規則は、財務上は重要ではない大量の情報を要求していること、財務上重要な気候関連リスクはすでに既存の規則の下で開示の対象となっていること、提案されている規則はSECの規制権限を逸脱していること」である。（注：その後昨年3月27日、SECは同規則の弁護を正式に終了することを採決した。）

3月12日、米国上院議員であるビル・ハガティ氏（共和党、テネシー州選出）が、欧州連合の有害な域外規制から米国企業を守るための法案であるとして「規制の行き過ぎによる重要企業の標的化防止（PROTECT USA）法2025年」を提出した。同氏の主張は「2024年5月、EUは

CSDDDを採択した。これは、さまざまな国際協定を米企業に強制執行可能な拘束力のある法律に転換するものである。この新しい規制により、米国企業はEUの『ネットゼロ』炭素排出量目標や、米国法の要件を超えるその他のスタンダードを採用せざるを得なくなる。違反に対する厳しい罰金が課せられることに加え、この規則は、大企業がサプライヤーに対してESGスタンダードの順守を監視することを要求しているため、間接的に中小企業に悪影響を及ぼすことになる。米国企業は米国の法律によって管理されるべきであり、外国の首都で責任を負わない議員によって管理されるべきではない。欧州連合のイデオロギーに動機付けられたこの行き過ぎた規制は、米国の主権に対する侮辱である。私は、それを阻止するために、私に与えられたあらゆる手段を使用する。PROTECT USA法は、米国企業をこの有害な規制の拡大から守る。この法律は、米国の特定の企業が、外国のサステナビリティに関するデューデリジェンス規制に従うことを強制されることを禁止し、規制に関連する行動または不行動を理由に、そのような企業に対して不利な措置が取られることを禁止し、そのような企業が被害を受けた場合に民事訴訟を起こすための私的権利を確立する。」として欧州における行き過ぎた規制が米国企業に及ぼす影響に対しての防御措置であるとしている。

また、米国の21州26人の財務長官・監査官・会計監査官が7月29日付で、米国資産運用会社大手18社のCEOに書簡を送り、州との取引を継続したい場合は、環境、社会、ガバナンス（ESG）に関する取り組みを放棄するよう警告した。この書簡では「気候変動による大災害など、将来に関する投機的な仮定を今日のイデオロギー的な結論の正当化に利用する、いわゆる『長期的なリスク軽減（long-term risk mitigation）』という名目のもとで受託者責任は薄められている。本来受託者責任は政治的イデオロギーではなく、財務的

メリットに基づく効率的な資本配分を促進する重要な安全装置として、長年にわたり機能してきた」としている。

11月上旬、米国の経済紙に「大統領令で議決権行使助言会社に制限が課される可能性あり」としたニュースが出たが、11月20日、フロリダ州の司法長官が投資家を欺き企業統治を操作したとして議決権行使助言大手企業を提訴した。訴状では、議決権行使助言会社がフロリダ州の消費者を欺き、株主投票市場における支配的地位を濫用し、自らの影響力を武器化して米国企業およびフロリダ州の退職者にイデオロギー的なアジェンダを押し付けたと主張している。そして、12月3日、米国SEC委員のMark T. Uyeda氏は「説明責任の欠如と議決権行使権力の集中」とした講演会におけるトピックの中で「議決権行使助言会社の勧告のみに基づいて『会社の支配に影響を与える目的または効果を持つ』株主提案を支持する投資家は、アクティビスト投資家と同様の報告義務、つまりSECのルール13dのファイリングが求められる」という資産運用企業における議決権行使助言会社利用に違った視点の問題提起を行った。その後、12月11日付大統領令においてSECに対し、主要な議決権行使助言会社が、環境・社会問題への対応に関連して規則や独占禁止法に違反したかどうかを審査するよう指示すると共に、連邦取引委員会（FTC）や労働省を含む関係機関に対し、新規制などの措置を検討するよう命じるものであった。

グローバルトレンド2025総括

欧州では企業の競争力低下の原因が過大な規則によるものとして、理想論をそのまま具現化しようとしたサステナビリティ開示三法（CSRD、CSDDD、EUタクソノミ）の簡素化が叫ばれ、対象企業の8割以上が対象外となった反面、その根幹となっているダブルマテリアリティの原則は

維持している。しかし、その一方で相互運用性という観点からシングルマテリアリティを原則としている国際サステナビリティ基準審議会が推進するISSBスタンダードの併用も認めるとも読める、かなり不透明な方向性となっている。「2026展望」で詳述するが、この大きな方針変換の考え方の基本となっているのが2025年1月29日に発表された「競争力コンパス（Competitiveness Compass）」である。サステナビリティ情報開示は当初の環境課題や人権課題に対するサステナビリティという概念から、成長や国家の安全保障までを念頭においたサステナビリティとなり、同じ「サステナビリティ」という用語でも、考え方の根本が大きく変わった起点となっている。

米国では年次報告書（10-K）に組込まれると思われていた「投資家向け気候関連開示の強化とスタンダード化に関する規則」の検討が終了した。この意味は規則が現在有効ではなく、おそらく今後有効になることもないことを意味する。これはそもそも米国証券取引法では気候変動関連においても企業のキャッシュフローを毀損するリスクがある場合、それらマテリアルな情報は開示することを要求しており、複雑で企業のキャッシュフローにどのように影響を与えるか投資家が判断できない開示をコストや労力をかけて行うことがナンセンスであるという考え方であろう。また、ESG関連の開示や、株主総会における株主提案における考え方と同様、企業の経営において政治的な駆け引きを材料にすべきではないという考え方が広く支持されているからであろう。

2026年展望

上述のように、外部環境が個別企業に与える影響がマテリアルである場合、それらを開示するという考え方で一貫しているのは米国であろう。それが環境課題であろうが、社会課題であろうが、特に固執することなくキャッシュフローに影響を与える、特に毀損リスクがある場合はそれらを

開示することを求めている。但し、ESGの議論に端を発した開示に関連して企業の事情に左右されず、横比較可能な非財務情報開示を求める声の高まりに最初に対応したのも米国である。2011年に投資に対応する事象にフォーカスした非財務情報開示の標準化に対応するために米国で設立された Sustainability Accounting Standards Board（サステナビリティ会計基準審議会：SASB）が中心となってサステナビリティ開示のデファクトスタンダードとなろうとしていることから、決して米国においてESGに対する考え方が他国より劣後している訳ではないことは明らかであろう。SASBは、その後IFRS財団に吸収されISSBスタンダードとしてグローバルなデファクトスタンダードとなろうとしている。

一方、欧州では外部環境が企業に与える影響と共に、企業が社会に与える影響も開示すべきだという議論が根底にあり、この原則（ダブルマテリアリティ）が混乱を与えている。この考え方は外部環境が当該企業に対してどのように財務的な影響を与えているかと共に、企業が外部に与える影響を定量化してそれが企業財務にどのように影響を与えているのか、そしてそれらに監査という観点から保証することが可能なのかというかなり複雑な問題を抱えている。こういった動きが欧州で強制されれば、欧州企業の開示負担が相当に重くなり悪化している欧州企業の競争力が更に低下するという問題が大きいのしかかっている。そのような中でロシアのウクライナ侵攻が始まり、理想論から現実を直視する必然性がそこに生じた。そして、2024年9月には欧州中央銀行（ECB）元総裁でイタリア元首相のマリオ・ドラギ氏が監修し、欧州委員会から発表された「欧州の競争力の未来」という報告書、通称「ドラギレポート」によって欧州の危機的状況からの脱却が焦点となった。この流れを受けて2025年1月29日に欧州委員会

が発表した「競争力コンパス（Competitiveness Compass）」が発表され、サステナビリティも競争力を確保するための手段の一つと位置付けられた。この「競争力コンパス」では安全保障を達成するためにイノベーションがあり、脱炭素化があるとした考え方が根底にある。そして「安全保障」「イノベーション」「脱炭素化」を達成するための共通基盤として5つをあげている。その5つは「簡素化」「単一市場への障壁の低減」「競争力のためのファイナンス」「技能と質の高い雇用の促進」「EUおよび各国レベルでの政策のより良い調整」である。「簡素化」では「規制および行政上の負担を大幅に軽減することを目的としている。また、EU資金へのアクセスやEUの行政決定を得るための手続きをより簡素化、迅速化、簡略化するための組織的な取り組みも含まれる。昨年末欧州議会で採択された『包括的提案（Omnibus proposal）』では、サステナビリティ報告書、デューデリジェンス、タクソノミ

の簡素化が図られることになっている。コンパスでは、企業による事務負担を少なくとも25%、中小企業による事務負担を少なくとも35%削減することを目標としている。」として、欧州企業の企業競争力獲得のため簡素化が最も高い優先順位となっている。

つまり、2026年サステナビリティ情報の開示はISSBスタンダードを中心に企業に過度な負担や労力をかけることのない方向での各国の足並みは揃うことになろう。例えば、気候変動問題で言うと、将来にわたりいくつかの前提を置いてシナリオ分析を要請される移行計画等は劣後し、あくまでも物理的なリスク要因の開示に限定されるのではなかろうか。具体的には自社の工場、或いは部品の仕入れ先等のバリューチェーンで、気候変動によって生じる洪水被害等による操業停止で部品調達に影響を与えるような事象はマテリアルと認識され、このような情報は当然開示対象となるであろう。

サステナビリティを定義する

デンマークの某洋上風力発電企業は毎年1月にスイスのダボスで開催される会議で発表される「世界で最もサステナブルな会社」の常連である。昨年の順位は世界で第9位（一昨年は17位）であったが、この企業の株価は2021年年初に751デンマーククローネを付けて2025年12月末の終値は122.35デンマーククローネとなっている。昨年8月末にトランプ政権が建設停止命令を出したこともあり、その後25%の人員削減や外部からの出資を受け入れる等企業の持続性に赤信号が灯っている。果たして株価がピークから80%以上減少している企業を世界で最もサステナブルな会社と位置付けることが妥当なのだろうか。ロシアのウクライナ侵攻が起こる以前の視点はおそらく「現在のニーズと将来世代のニーズのバランスを取り、人間と自然の両方が生産的で永続的な調和の中で共存できる条件を創出し、維持すること」ではなかっただろうか？我々、企業開示を念頭に置いた際のサステナビリティはそれ以前に長期的な経済的成長を支えるという視点が欠けているのではないだろうか。環境悪化、気候変動の影響（海面上昇や異常気象など）、資源の枯渇等と同様に安全保障という観点から、平和と安定を損なう要因をマテリアルな事象として認識していなかったのではないか。本来は最も急激にそして過激に進展する地政学的なリスク、例えば物理的な戦争や、経済戦争、サイバー戦争等の安全保障という概念が最上位に来るマテリアルな事象であるのではないか。

昨年後半、日本の大手飲料メーカーがランサムウェア攻撃によって大規模なシステム障害を起こし、国内グループ各社の受注・出荷業務などに影響が発生し、手作業による対応で一部製品に限定して出荷を再開するという事態が発生した。安全保障に詳しい専門家によるとある特定の国からの攻撃である

ことは明らかであるようだ。また、昨年誕生した日本の新政権に対する隣国からの圧力を見るにつけ、自社及び自社のバリューチェーンにおける特定国との関係で部品調達や販売先が一挙に崩壊するリスクがあるような事態も今後多発するであろう。このようなハイブリッド戦争とも言えるようなサイバー攻撃や国境をまたぐ関税の問題が起こる中、特定国や地域への過剰な依存は、「戦略的自律性（Strategic Autonomy）」を巡る問題として国、地域、企業、そして投資家に認識されている。これは、環境や社会よりも直接的で且つ、喫緊に圧倒的に大きな影響を与えるマテリアルな事象である。こういったリスクを減らし、安全保障を企業レベルで留意する必要性が出てくるであろう。

「サステナビリティ」という用語はロシアのウクライナ侵攻が開始される前まではどれだけ安く買える、或いは流通できるのかという「①経済的な側面」と、それら経済活動が環境に悪影響を与えないかという「②環境的な側面」そして、それらで得られる対価におけるバリューチェーンにおいて強制労働や人権侵害が行われていないかという「③社会課題的な側面」の3つを念頭においておけばよかった。しかし、欧州では紛争が激化する中でエネルギー問題を筆頭に企業のサステナビリティの定義には、どこの国にどれだけ依存出来るのかという「④経済安全保障的な側面」も十分に考慮する必要が生じて来た。環境や社会への配慮という理想論に突き進んだ欧州でさえ「EU plans to cut bureaucracy for companies and industry（企業と産業の官僚主義削減）」を通して、その軸足を成長戦略に戻しつつある。これから「サステナビリティ」を語る企業は、欧州も目を向けだした成長という経済的側面を最重要視し、環境や人権等の社会課題に配慮しつつ、自社のバリューチェーンにおける地域や国に偏らない企業としての「経済安全保障」に配慮及び問題点を開示する必要があるだろう。さて、日本はこのようなグローバルトレンドに遅れることなくついて行ける年になるだろうか。霞を食う理想論でなく地に足をつけた成長に力点を置かないといけない転換点となる2026年ではなかろうか。

