

野村サステナビリティ・ウィーク 2025：「サステナビリティはどこに向かうのか—米国、欧州、そして日本—」

大川 隼人

■ 要 約 ■

1. 野村グループは 2025 年 9 月、「野村サステナビリティ・ウィーク 2025」を開催し、「サステナビリティはどこに向かうのか—米国、欧州、そして日本—」と題したセッションを行った。
2. 本セッションでは、第 2 次トランプ政権発足を契機に米国で反 ESG（環境、社会、ガバナンス）の動きが鮮明化するなど潮流が混沌化する中、日本、欧州、米国におけるサステナビリティの現在地を整理し、今後の行方を議論した。
3. 欧州は ESG 支持を維持しつつも、競争力の維持・向上と防衛力の強化との両立を模索している。米国は連邦レベルで反 ESG が強まる一方、州や民間の取り組みが継続している。全体として、サステナビリティは「現実志向」へ再定義されつつある。
4. 日本はガバナンス改革・競争戦略に根差した企業価値向上を中心とする視座が重要であり、持続的・本質的なサステナビリティ推進を戦略的に検討していく必要性が高まっている。
5. 総じて、日本は企業価値向上というコーポレート・ガバナンス改革の原点を見失わずに、企業と投資家が実務と対話を深化させていくべきだと言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・関田智也・中村美江奈「拡大の動きが活発化する欧州防衛セクター投資—ESG 投資における位置付けの再検討—」『野村サステナビリティクオータリー』2025 年夏号。
- ・西山賢吾・橋口達「米国における反 ESG への向き合い方が問われる日本—企業価値向上という『原点』を見つめ直す好機に—」『野村サステナビリティクオータリー』2025 年春号。

I はじめに

野村グループは 2025 年 9 月、「野村サステナビリティ・ウィーク 2025」を開催し、「『サステナビリティ』はどこに向かうのか—米国、欧州、そして日本—」と題したセッションを行った。パネリストは、野村資本市場研究所のロンドン事務所 関田智也主任研究員及びニューヨーク事務所 橋口達副主任研究員の 2 名であり、同研究所の西山賢吾主任研究員がモデレーターを務めた。

これまでスピード感をもって進展してきた ESG（環境・社会・ガバナンス）やサステナビリティの世界的な潮流は、米国で第 2 次トランプ政権の誕生により転換点を迎える、反 ESG の動きが勢いを増すなど、全体として混沌とした様相を呈している。

本セッションでは、こうした状況を踏まえ、日本、欧州、米国におけるサステナビリティの現在地を確認した上で、今後の行方についてパネルディスカッションを行った。

II 日欧米サステナビリティの「現在地」

日本、欧州、米国のサステナビリティの現在地について、各パネリストから、(1) 情報開示、(2) 投資家から企業への ESG 推進に向けた働きかけ、(3) ESG 関連の国際的なイニシアティブ、といった 3 つの観点から見解が示された（図表 1 参照）。

1. 日本

日本では、サステナビリティ情報開示、とりわけ法的開示について、従来は全企業を対象としていたが、現在は主に時価総額の大きな企業へ対象を絞って進める方針が示されている。また、ESG 関連の国際的なイニシアティブにおいて、一部の日本の金融機関や運用会社が離脱する動きも見られ、サステナビリティ推進が停滞しているとの見方が生じているのが現状である。

しかし、実際にはサステナビリティ推進は継続している。例えば、2026 年 3 月期からは、有価証券報告書において企業戦略と関連付けた人材戦略や従業員の待遇・報酬決定方針についての記載が求められる。また、2025 年 6 月に改訂されたスチュワードシップ・コードでは、協働エンゲージメントの推進が掲げられた。さらに、2025 年 6 月の株主総会における環境関連の株主提案に対する賛成率は前年より低下しており、企業側の対応が着実に進んでいると評価できる。

図表1 サステナビリティ・ESG推進に関する最近の日欧米の動向

項目	日本	欧州	米国
情報開示	<ul style="list-style-type: none"> ・プライム市場上場企業に対するサステナビリティ情報の有報開示について、時価総額5,000億円未満の企業で導入先送り ・2026年3月期より、企業戦略と関連付けた人材戦略や従業員給与・報酬の決定に関する方針、従業員給与の平均額の前年比増減率等の有価証券報告書での開示を必須に 	<ul style="list-style-type: none"> ・EU: オムニバス法案に基づき、CSDDD及びCSRDの適用時期延期が決定。現在、規制負担軽減策(適用範囲の縮小等)を検討中 ・英国: 英国版タクソノミーにつき、政府が導入見送りを表明。今後は移行計画の開示に重点を置く方針 	<ul style="list-style-type: none"> ・SEC、上場企業のディスクロージャールールの緩和についてNYSE、ナスダックと協議 ・SEC、気候変動リスク開示に関する規則を巡る訴訟への抗弁を終えることを決定
投資家から企業へのESG推進に向けた働きかけ	<ul style="list-style-type: none"> ・スチュワードシップ・コードの改訂による協働エンゲージメントの推進明示 ・環境関連株主提案に対する賛成率低下 	<ul style="list-style-type: none"> ・英国及びデンマークの大手年金基金、ESGに関連する議決権行使やエンゲージメント活動の方針を背景に委託運用会社を変更 ・欧州運用会社によるESG関連株主提案の賛成率は高位安定(2024年において、米欧運用会社の平均賛成率はそれぞれ19%・82%) 	<ul style="list-style-type: none"> ・大量保有報告における「発行体の支配に影響を及ぼす目的」の解釈変更→エンゲージメント消極化の可能性 ・委任状説明書からの株主提案の除外事由(経済関連性除外事由と通常業務除外事由)明確化→社会的課題に関する株主提案の除外可能性 ・米国ビジネスラウンドテーブルが社会・環境・政治的株主提案の制限を求める声明 ・大統領令によるDEIプログラム終了と民間企業のDEI推進撲滅への働きかけ
ESG関連国際的イニシアティブ	<ul style="list-style-type: none"> ・金融機関、運用会社の中で気候関連の国際的イニシアティブからの離脱が見られる 	<ul style="list-style-type: none"> ・一部金融機関で離脱の動き。ただし、GFANZ傘下の主要イニシアティブをはじめとするアライアンスの中核は依然として欧州金融機関が占める 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融機関、資産運用会社による気候関連の国際的イニシアティブからの離脱

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

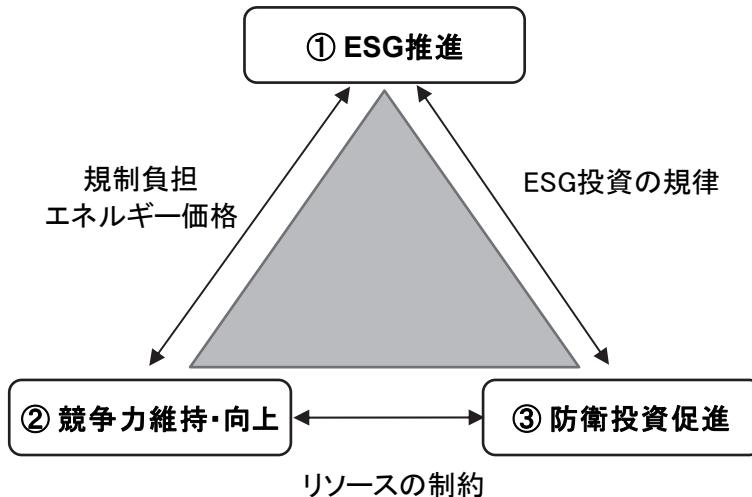
2. 欧州

1) 欧州連合(EU)が直面するESG投資を巡るトリレンマ

欧州では、ESGを重視する姿勢は依然として維持されている。EU市民を対象とした世論調査によれば、「気候変動は深刻な問題である」と回答した市民は全体の85%以上にのぼり、ESGが引き続き市民の大きな関心事であることが確認できる。また、こうした世論に後押しされ、一部のアセットオーナーが、資産運用会社のESGに対するスタンスを理由に、運用委託先を米国の資産運用会社から欧州の資産運用会社へ変更する事例も見られる。

しかし、2022年以降の地政学面を中心とした情勢変化によって、EU内外の環境は変わりつつある。ESG推進と並行して追求すべき新たな政策目標として、競争力の維持・向上、防衛投資の促進という2つが浮上しており、これら3つの政策目標は相互に両立が難しい関係にあるように見受けられる。EUは、いわばトリレンマの状況に陥っていると言えよう(図表2)。

図表2 EUのESG投資を巡るトリレンマの概念図



(出所) 野村資本市場研究所作成

2) 競争力の維持・向上

欧州中央銀行（ECB）元総裁のマリオ・ドラギ氏が、欧州委員会ウルズラ・ファン・デア・ライエン委員長の依頼を受け、2024年9月に公表した報告書「欧州の競争力の未来（ドラギ・レポート）」では、EUの経済成長やイノベーション創出力が米中に大きく遅れを取っていると指摘し、企業の負担を緩和し、インセンティブに基づく手法を重視すべきと言及された。これを契機に、欧州委員会は様々な競争力の維持・向上を図るための各種政策を打ち出している。具体的には、EU企業の情報開示負担を25%以上（中小企業は35%）削減するとともに、情報開示負担を含むあらゆる管理業務負担につき、今後5年間で年間375億ユーロ分削減することを目指している。

さらに、欧州委員会は2025年2月にサステナブルファイナンス関連規制の負担軽減を図る「オムニバス法案」を公表した。同法案は、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）などのサステナブルファイナンス関連規制の負担軽減を意図するもので、規制対象企業の範囲縮小や規制負担の簡素化が見込まれる。

一方で、ECBのクリスティーヌ・ラガルド総裁は、過度な規制の簡素化は本来の目的達成を損なうリスクがあるとして、欧州委員会に対し牽制する発言を行っている。競争力の維持・向上とESG推進のバランスを如何に取るかが今後の焦点であり、この観点からオムニバス法案の行方は極めて重要である。

3) 防衛セクター投資の拡大

ロシアによるウクライナ侵攻や、2025年3月にトランプ政権がウクライナへの軍事支援を一時凍結したことなどを背景に、欧州では自衛力強化の動きが急速に広がって

おり、EU 及び加盟国政府は防衛支出の増加など、積極的な政策を展開している。

EU 市民にとっても防衛力強化は最大の関心事となっており、欧州委員会の世論調査では、EU が直面する重要課題の第 1 位が「ロシアのウクライナ侵攻」、第 2 位が「国際情勢」、第 3 位が「安全保障・防衛」と、上位 3 位が安全保障関連テーマに集中している。一方で、「環境・気候変動リスク」も依然として重要ではあるものの、市民の関心は相対的に低下している。

欧州の年金基金をはじめとするアセットオーナーは、各々の責任投資／ESG 投資方針に基づき防衛セクターへの投資を制限してきた。しかし 2025 年に入り、市民の危機感の高まりや防衛関連株の良好なパフォーマンスを背景に、同セクターへの投資が進みつつある。実際に、一部の年金基金や ESG ファンドの中には、防衛セクターへのエクスポートを高める動きが見られる。

防衛セクター投資を ESG 投資の枠組みの中でどう位置付けるかについては、欧州内でも議論が分かれている。コンセンサス不在の現状が長期化すれば、EU の ESG 投資に対する信頼性や一貫性がリスクに晒される可能性があり、今後の動向が注目される。

以上のように、EU では気候変動対策や ESG に対する市民の支持が根強く、反 ESG の動きが急速に広がる可能性は低いと考えられる。一方で、ESG 推進と同等以上に重要な政策課題の台頭により、EU はトリレンマに直面している。EU は ESG 関連規制や ESG 金融商品市場の分野で世界をリードしてきたが、ESG 関連政策・規制で大きな方針転換を行うのか、また、アセットオーナーや資産運用会社が ESG を巡る運用方針を変更するのか等の点につき、今後の展開が注目される。

3. 米国

1) 第 2 次トランプ政権による反 ESG の動き

トランプ大統領は 2025 年 1 月の就任以降、「自国経済の最優先」「国際協調からの離脱」「バイデン政権からの方針転換」を軸に政策運営を進めてきた。ESG や DEI (多様性・公平性・包括性) の推進に対しては一貫して否定的な姿勢を示している。

ESG では、トランプ大統領就任初日にパリ協定からの再離脱や液化天然ガス (LNG) 開発の促進を指示する大統領令が発出された。DEI についても、各当局に対し、民間企業における各種 DEI 推進・優遇策の洗い出しを求め、多くの企業が対応を迫られた。さらに 2025 年 8 月には、特定の団体・業界・消費者に対する銀行サービス提供が制限される、いわゆる「デバンキング」の解消を目指す大統領令も発出している。

2) SEC による反 ESG の動き

トランプ政権下の米国証券取引委員会 (SEC) も、複数の側面から反 ESG 的な措置

を進めている。特に、(1) 大量保有報告、(2) 株主提案、(3) 情報開示の 3 点は注目に値する。

(1) 大量保有報告

SEC 事務局は 2025 年 2 月、大量保有報告の解釈に関する質問と回答 (Q&A) を改訂した。米国の大量保有報告にはスケジュール 13D とスケジュール 13G の 2 種類の様式があり、投資先企業の支配に影響を及ぼす場合には詳細なスケジュール 13D、そうでない場合は簡易なスケジュール 13G による報告が求められる。従来、インデックスファンドの運用会社は、投資先企業の支配に影響を及ぼさない前提で、規制コストの低いスケジュール 13G を多用してきた。しかし、今回の改訂では、買収防衛策の撤廃、役員報酬慣行の変更、社会・環境・政治的政策について特定の行動を企業に求める場合は「支配に影響する」とみなし、13G を利用できない可能性が示された。これには、企業と投資家の ESG に関する対話を抑制する狙いがあったと推察される。この改訂を受け、一部の運用会社は投資先企業とのミーティングを一時停止したもの、現在は再開されている。とはいっても、従前に比べコミュニケーションが取りにくくなつたとの指摘もあり、この改訂が必要以上に対話を抑制している可能性がある。

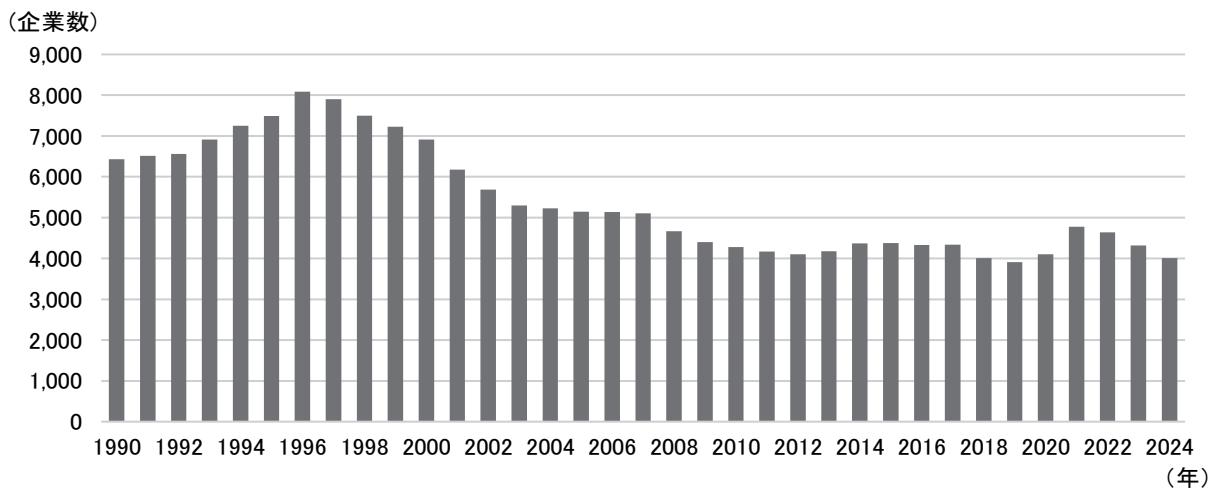
(2) 株主提案

SEC は 2025 年 2 月、企業が SEC に承認を得た上で委任状説明書（株主総会の議案説明書）から特定の株主提案を除外できる事由を明確化し、広範な社会的影響を伴う政策的課題であっても、当該企業に特化していない提案は除外の対象となり得ることを示した。これは、社会的課題に関する株主提案が株主総会に付議される可能性を低下させる措置と言える。その背景には、株主提案が企業価値向上に結び付いておらず、ESG アジェンダの推進手段として濫用されているとの企業側の不満がある。2025 年 4 月のビジネス・ラウンドテーブルのレポートによれば、米国企業の約 90% が「株主提案は企業価値向上に寄与していない」と認識している。

(3) 情報開示

バイデン政権下の SEC は 2024 年 3 月、上場企業に対し、重大な気候変動リスクやその低減に向けた取り組みの開示を義務付ける規則を最終化した。しかし、この規則は環境推進派からは「開示情報が投資家保護には不十分」、共和党系州からは「SEC の越権行為」として訴訟が提起され、係争中であった。トランプ政権下の SEC は当該訴訟での抗弁を取りやめ、同規則の適用は見送られることとなった。他方で、SEC、NASDAQ、ニューヨーク証券取引所は、上場企業の開示規則緩和に向けた議論を進めているとされる。背景には、過去数十年間で米国の上場企業数が減少してきたが、これは情報開示の厳格化など上場コストの増加に一因があるのではないかという指摘がある（図表 3）。

図表 3 米国の上場企業数の推移



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

3) 國際的イニシアティブから脱退した金融機関

多くの金融機関や運用会社はバイデン政権時代の 2024 年から、クライメート・アクション 100 (CA100+) やネットゼロ・アセット・マネジャーズ・イニシアティブ (NZAM) 、ネットゼロ・バンキング・アライアンス (NZBA) などの気候変動に関する国際的なイニシアティブから相次いで脱退し始めた。2024 年 11 月の大統領選挙後、大手行は一斉に NZBA から脱退した¹。その背景には共和党からの圧力があり、共和党議員や共和党主導の州は、国際イニシアティブに加盟する金融機関に対し、排出量ネットゼロに向けた共同エンゲージメントが反トラスト法に抵触すると主張し、加盟金融機関とのビジネス停止などを求めてきた。

以上のとおり、トランプ政権及び SEC は多角的に反 ESG 的な動きを強めており、企業や金融機関は公然と環境・社会課題の解決を掲げにくい環境に置かれている。現状では、表立った旗振りは避けつつ、サステナビリティ関連の取り組みを肃々と継続する対応が求められている。

III サステナビリティはどこに向かうのか

本セッション後半では、欧州における現実志向のサステナビリティへの転換、米国に州毎の ESG 対応や民間による継続的な取り組みなど、地域ごとの多様な動向を踏まえ、日本が今後どのようなサステナビリティを目指すべきかについて議論が展開された。

¹ なお、NZBA は 2025 年 10 月 3 日、活動を停止した。

1. 欧州：より現実的なサステナビリティへ移行

欧州には依然としてサステナビリティを重視する、いわば教条主義的な投資家も存在する。典型例としては、宗教的・倫理的な投資方針を堅持するアセットオーナーが挙げられ、例えばドイツの教会関連年金基金では防衛セクターへの投資が依然として除外されている。こうした投資家は、今後も一貫した方針を維持する可能性が高い。

一方で、欧州全体の平均的な傾向としては、従来対比でより現実的なサステナビリティへの転換が着実に進んでいる。先述の通り、従来は風評リスクなどを理由に敬遠されてきた防衛セクターへの投資が、安全保障を支える重要産業として再評価されつつある。実際に、ドイツの ESG ファンドでは防衛セクターへのエクスポートを高める動きが確認され、欧州の年金基金でも防衛関連株を投資対象に含める事例が見られ始めている。

さらに、防衛以外の領域では、トランジション・ファイナンスを ESG 投資の一部として位置付ける潮流が生まれつつあり、EU 自身もその推進に動いている。

以上から、欧州には教条主義的な投資家が一定数残るもの、全体としてはより現実的なサステナビリティへの移行が進展していくと考えられる。

2. 米国：州や民間の取り組み

1) 州レベルで分かれる ESG への姿勢

政権交代により連邦レベルでは反 ESG の動きが鮮明になっているが、州レベルでは ESG に前向きな動きも依然として見られる。民主党主導か共和党主導かによって、ESG への姿勢は大きく異なる。

民主党主導州では、ESG 要素の考慮は受託者責任の一環と捉えられ、気候変動などの長期的な要素を考慮することが長期的リターンの向上につながると認識される。例えば、ニューヨーク州の年金基金はサステナブル投資を継続して推進しており、石油・ガス企業への投資を制限している。

一方、共和党主導州では、ESG 要素の考慮は受託者責任から外れるとみなされ、経済的リターンへの換算可能性に疑義が示されている。テキサス州では、議決権行使助言会社が助言に ESG や DEI 要素を用いる場合、財務的利益のみを考慮したものでない旨の明示と、助言根拠の具体的説明を義務付ける州法が 2025 年 6 月に施行された（2025 年 9 月時点で一時差し止め）。

このように、州ごとに ESG への姿勢が大きく異なるため、企業が全米で事業展開を行う場合にはその対応の複雑性が一段と高まっている。

2) 機関投資家と PRI の動向

責任投資原則（PRI）は 2025 年 9 月時点でも活動を継続しており、プライベート資産分野での ESG 推進などに注力している。トランプ政権はパリ協定から離脱するな

ど国際協調から自国優先へ転換したが、PRI に対して政権が直接的に干渉・圧力をかけるような動きは確認されていない。国際連合教育科学文化機関（ユネスコ）やパリ協定は政府が加盟・脱退を判断できる一方、PRI は民間主導であり、政府が直接介入しにくいことが影響しているかもしれない。

PRIは2025年7月に米国内でラウンドテーブルを開催し、機関投資家が引き続きサステナビリティ関連情報を投資判断に組み入れているとの見解を示した。ただし、社内外のコミュニケーションには変化が生じており、サステナビリティ報告書の公表を控えたり、報告書内の「ESG」という単語を「サステナビリティ」に置き換えたりする事例も見られているという。米国の機関投資家は政権に配慮しながらも、サステナビリティへの取り組みを継続するものと考えられる。

3. 日本への示唆

欧州と米国の動向を踏まえると、サステナビリティ推進は全体としてトーンダウンしつつも「現実志向」に再定義されていると捉えられる。欧州ではサステナビリティが競争力の源泉という考え方方が根強く、基本姿勢は維持されている。米国でも取り組みは継続される一方、政権への配慮から表立った発信が抑制される傾向にある。

日本では、ESGやサステナビリティは競争戦略やガバナンス改革に根差し、企業の価値向上が主目的である。この点は日本のサステナビリティ政策の今後を考える上で重要な視座となる。欧米の動向を踏まえつつも、価値向上を中心に据えた持続的・本質的なサステナビリティ推進を戦略的に検討していく必要性が高まっている。

IV おわりに

本セッションでは、日欧米のサステナビリティの現在地と行方を俯瞰し、企業価値向上を軸にした現実志向へ再定義されつつあることを確認した。欧州は ESG 支持を維持しつつ競争力・防衛との両立を模索し、米国は連邦の反 ESG と州・民間の継続が併存、日本はガバナンス改革・競争戦略に根差した実務重視が進む。本セッションでの議論が、日本のサステナビリティが企業価値向上というコーポレート・ガバナンス改革の原点を見失わずに、企業と投資家が、持続的・本質的な企業価値向上を戦略的に追求する実務と対話の深化へと歩みを進める一助となれば幸いである。