

# ESG 投資が導く新しい社会

岸 真 清

## A New Society Led by ESG Investment

Masumi KISHI

Issue of corona bonds, particularly, those for individuals, is promoting the direct participation of citizens in ESG investment. Since it is expected that the sympathy of the citizens will further increase in the future, it sounds that the conditions for citizen participation will be emphasized.

The purpose of this paper is to create an environment that earns the trust of citizens and inspires investment, that is, to consider accurate information (financial information and non-financial information) on ESG investment and its disclosure, while it is needless to say that the participation of citizens requires an improvement in the standard of living of household.

This paper will approach information issues by referring to the rules and behaviors of residents in the familiar community.

Key Words : SDGs, ESG 投資, コロナ債, 財務情報, 非財務情報, 情報開示, 家計の金融資産, フォーマル制度とインフォーマル制度, 内発的發展アプローチ, コミュニティ

### I はじめに

ESG 投資とは, Environment (環境), Social (社会), Governance (ガバナンス) を重視する投資のことである。2015 年, 国連によって採択された SDGs (持続可能な開発目標 : Sustainable Development Goals) は, 「誰一人取り残さない」との理念の下で, 人々を主役にした環境, 社会, 経済面の自立的な持続性を目標にしている。この SDGs を資金面から支えるのが ESG 投資であるが, コロナ禍の下で, 一層, 重視されつつある。

Global Sustainable Investment Review によれば, ESG 投資は社会の要求に応じて始まり, 目覚ましい伸長を見せている<sup>1)</sup>。実際, これまでの環境・社会問題に関連する投資を

---

1) 世界全体の ESG 投資残高は 2016 年の 22 兆 8,900 億ドルから 2018 年にかけて 30 兆 6,830 億ドルに増加している。同期間の投資残高が最も多い欧州の場合, 12 兆 8,900 億ドルから 30 兆 6,830

振り返ってみても、官から民へ、官の中では地方自治体（地方政府）、民の中では個人の参加が目立つようになってきている。ESG 投資に関しても、医療・介護や中小企業を対象とするコロナ債や個人向けコロナ債が発行されるなど、市民の直接的な参加を促進しつつある。

今後、ESG に対する市民の共感が一層高まることが予想されるだけに、市民参加の条件が重視されることになる。市民の参加にとって、家計の生活水準の向上を要することは言うまでもないが、本稿の目的は、市民が安心して投資できる環境の整備、すなわち、ESG に関する正確な情報とその公開に求めることにある。ESG 投資基準の策定には、財務情報だけでなく、環境問題、社会問題、ガバナンスに関する非財務情報が含まれるだけに、困難が予想される。

しかし、正確な情報こそが公正な経済・社会構築の鍵を握ると考えられる。コミュニケーションが密なコミュニティでいきわたっている習慣や行為、またそれぞれの国内の地域と地域さらに他国の地域との取引条件と決定のプロセスを検討、参考にすることが、世界全体の ESG 投資基準策定に貢献する一つの方法ではないのだろうか。

この問題意識の下で、まず、第Ⅱ節において、コロナ債さらに個人向けコロナ債にまで多様化してきた ESG 投資、伸長の足跡とその背景を振り返る。その上で、第Ⅲ節は家計の金融資産・負債を検討、ESG 投資参加の可能性を探る。次いで、第Ⅳ節では、ESG 投資の鍵を握る情報を考察、経済付加価値や営業利益率などの財務情報だけでなく環境、社会、ガバナンスの3つの要素を含む非財務情報を組み込む必要性を指摘する。しかし、非財務情報の客観的な指数化は容易ではない。第Ⅴ節は、情報の不完全性を個人主役の社会から論じる North (1990) や地域コミュニティを重視する内発的発展アプローチの主張を取り上げ、情報問題に接近することにする。第Ⅵ節において、まとめと、若干の提案を行う。

## Ⅱ ESG 投資の伸長とその背景

ESG 投資は、2006 年にアナン国連事務総長が責任投資原則 (Principle for Responsible Investment : PRI) を提唱したことに端を発する。RRI 6つの原則は、① 意思決定プロセスへの ESG 課題の組み込み、② 株式所有方針に対応する ESG 課題の組み込み、③ 投資対象企業に対する ESG 課題の適切な開示、④ 資産運用業界において本原則が受け入れられ、

---

億ドルに増加、米国も 8 兆 7,230 億ドルから 11 兆 9,950 億ドルに増加している。日本は、欧米に比べ残高は小さいものの、4,740 億ドルから 2 兆 1,800 億ドルへと急増している。その結果、全運用資産に占める ESG 投資のシェアは、欧州 48.8%、米国 25.7%、日本 18.3% になっている。GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2019) ウェブ・ページ、pp. 8-12.

実行に移されるような働きかけ、⑤ 本原則の実行効果を高める協業、⑥ 本原則の実行に関する活動状況報告のことである。

責任投資に対する関心が高まった理由は、① 金融取引上、ESG 課題が重要であるとの認識、② ESG の課題を組み込むことが、顧客と受益者に対する投資家の受託者責任の一部であるとの理解、③ 企業の業績、投資収益、市場行動に短期主義が及ぼす影響に対する懸念、④ 投資家が行使する権利と所有者としての責任に対する公共政策の要請、⑤ 責任投資を通じて差別化を図る競合各社からの圧力、⑥ 投資家、顧客、受益者の倫理的動機、これらである<sup>2)</sup>。

PRI によって企業経営者は経営成績や決算などの財務情報に加えて、会社の経営戦略、リスクや ESG の 3 要素（環境、社会、ガバナンス問題）に関する非財務情報を適切に提供する使命が生じた。PRI そのものは個別企業を対象にしたものであったが、この考え方を世界全体の企業に拡大したのが ESG 投資である。

その後、2015 年の国連サミットにおける SDGs の採択、さらに同年、気候変動対策を取り決めたパリ協定によって ESG 投資が推進されてきた。同年、日本では年金積立管理運用独立法人（GPIF）が PRI に署名、最低限のリスクで年金財政上必要な利回りの確保を目指すことになった。続いて、翌年の企業年金連合会（PFE）の署名を通じて、ESG 投資が拡大することになった。

ただし、ESG ボンドは、環境問題を対象とするグリーンボンド（環境債）、医療、教育、中小企業、農業などの社会問題を対象とするソーシャルボンド（社会貢献債）、さらに環境問題と社会問題の双方を対象とするサステナビリティボンド（サステナビリティ債）に分類される。

日本の場合、ESG ボンドは欧米諸国に遅れ、2015 年に日本政策投資銀行を通じて初めて発行されたが、当初は政府系金融機関や地方自治体などの公共機関に限られていた。その後、商業銀行や事業会社などの民間企業でも発行されるようになった。これらの債券の中で、欧米諸国などでは、2014 年に国際市場協会（International Capital Market Association : ICMA）がグリーンボンド原則<sup>3)</sup>を策定したことからグリーンボンドが中心になっていた。しかし、2015 年の SDGs の採択以来、ソーシャルボンドはグリーンボンド以上に伸長し、シェアが最も大きくなった。両者の目的を併せ持つサステナビリティボンドは

2) United Nations (2019) ウェブ・ページ, pp. 4-6.

3) The Green Bond Principles (GBP) は自主的な手続きに係るガイドラインであり、グリーンボンド発行のための手引きを示すことによって、透明性と情報開示を奨励し、グリーンボンド市場の秩序だった発展を促進している。ICMA (2018) ウェブ・ページ, pp. 2-4.

遅れて誕生したものの、最も高い成長率を示している。

ちなみに、2017年時点でグリーンボンドが660億円、ソーシャルボンドが1,231億円であったのが、2020年時点ではグリーンボンド7,754億円、ソーシャルボンド9,150億円に増加している。両者に遅れて発行され始めたサステナビリティボンドも、2019年時点の1,370億円から2020年には4,435億円に増加している。いずれも高い増加率を示しているが、サステナビリティボンド224%、ソーシャルボンド173%、グリーンボンド127%の順であった<sup>4)</sup>。

サステナビリティボンドの増加率が特に著しい中で、その伸長に寄与しているのが医療体制の整備、ヘルスケアサービス、中小企業の資金繰り支援、失業手当を目的とするコロナ債である。2020年に入って、民間金融機関や企業による新型コロナウイルス対応のコロナ債発行が目立つようになってきている。当初は、政府系金融機関や地方自治体、それに民間の機関投資家が推進者であった。

日本の場合、コロナ債のほとんどが新型コロナウイルスが猛威を振るい始めた2020年に予定、実施されている。また、金利(利回り)は国債など他の債券に比べ高く設定されている。2020年時点のコロナ債の主な事例は、以下のようである。

- ① 三菱UFJ銀行：投資家から資金調達し、資金繰りに苦しむ中小企業への融資を目的として、国内初のコロナ債である600億円程度の社債発行を目指している<sup>5)</sup>。
- ② 第一生命保険：新型コロナウイルスのワクチン開発のための債券に、新たに機関投資家から調達した資金である約158億円を投資する。なお、期間は10年、利回り(金利)は1%強である<sup>6)</sup>。
- ③ イオンモール：新型コロナウイルスや環境問題を対象にして、機関投資家向けに300億円、債券を発行する<sup>7)</sup>。
- ④ 中国銀行：コロナ禍に苦しむ地場中小企業などの支援を目的とする地方創生の債券である。償還期間10年(期限前償還条項付)の条件で、100億円の社債(劣後債)を発行する<sup>8)</sup>。

---

4) 日本証券業協会(2020)ウェブ・ページ, 1-2ページ。

5) 日本経済新聞2020年11月7日。

6) 日本経済新聞(2020)「第一生命、ワクチン債158億円」, <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO60907340Y0A620C2100000/> (2021.2.19 アクセス)

7) 時事ドットコム(2020)「中国銀コロナ債100億円発行10月、地場中小銀行を支援」, <https://www.sanyonews.jp/article/1047054> (2020.11.7 アクセス)

8) 山陽新聞デジタル(2020)「中国銀コロナ債100億円発行10月、地場中小企業を支援」, <https://www.sanyonews.jp/article/1047054> (2020.11.7 アクセス)

- ⑤ 東京都：地方自治体として初の起債である。コロナ禍に苦しむ中小企業支援目的の 5 年債 600 億円の発行を目指している<sup>9)</sup>。  
次に、個人向けコロナ債を見てみよう。
- ⑥ 三菱 UFJ 銀行：新型コロナによって、収入が減少した中小企業や感染防止策を要する病院・製薬会社への融資を目的として、世界初の「個人向けコロナ債」を 1,500 億円、発行する。ただし、10 年 4 カ月の満期償還債券と 5 年 4 カ月後に三菱 UFJ フィナンシャル・グループの判断で期限前に償還可能とする債券の 2 種類が用意されている。前者の金利は 0.7%～1.1%、後者は 0.4%～0.8%である<sup>10)</sup>。
- ⑦ 大和証券：新型コロナウイルス感染拡大で経済的に困窮している子供たちを支援するため、500 億円程度の起債を行う。このうち、1,000 万円程度をコロナ禍で収入が減り、経済的困難に直面した家庭の子供支援として寄付する<sup>11)</sup>。

### Ⅲ 家計の金融資産

言うまでもなく、コロナ債の伸長は、サステナビリティボンド、ESG 債の増加をもたらすことになる。これらの債券の増加は、環境、社会問題、ガバナンス改善に対する人々の賛同、共感とともに、高い収益を生む可能性にも基づく。ESG 債の目的に賛同、投資する人々が多くなるほど需要を増やし、長期的な収益を高めていくことが予想される。実際、コロナ債は保有期間も長く、金利（利回り）も高く設定されている。

しかし、今後とも ESG 債が順調に伸長するためには、家計の購入力と E, S, G を促進する正確な情報が不可避である。まず、ESG 債投資の可能性を考えるため、日本銀行の資金循環表と総務省の家計調査を用いて家計の金融資産と負債を検討することにする。表 1 は、2019 年第 4 四半期から 2020 年第 3 四半期までの金融資産を表している。同表によって、新型コロナウイルスに対峙することになった期間の家計の金融行動を推測することができる。

2020 年第 3 四半期時点の家計の金融資産は 1,901 兆 4,315 億円であるが、2019 年第 4 四半期の 1,893 兆 2,834 億円から若干ながら増加している。金融資産は、現金・預金、債務証券、株式等・投資信託受益券、保険・年金・定型保証、対外証券投資によって構成されている。このうち、相対的に堅調であったのが、現金・預金と債務証券である。

9) 日本経済新聞 2020 年 11 月 26 日。

10) 日本経済新聞 2020 年 8 月 22 日。

11) サンケイビズ (2020)「大和が個人向けコロナ債発行へ 500 億円程度、貧困家庭の子供ら支援」, <https://www.sankeibiz.jp/business/news/200513/bse2005130500001-n1.htm> (2021.2.16 アクセス)

表1 家計の金融資産

(億円)

	2019/4Q	2020/1Q	2020/2Q	2020/3Q	平均増加率
現金・預金	10,075,014 (53.2)	9,999,568 (54.7)	10,305,506 (54.7)	10,340,771 (54.4)	0.9%
債務証券	258,060 (1.4)	264,313 (1.4)	263,045 (1.4)	262,605 (1.4)	0.6%
国債・財投債	135,253 (0.7)	138,526 (0.7)	138,822 (0.7)	134,635 (0.7)	- 0.2%
地方債	2,783 (0.0)	2,651 (0.0)	2,481 (0.0)	2,292 (0.0)	- 6.3%
政府関係機関債	15,391 (0.1)	15,909 (0.1)	15,812 (0.1)	15,771 (0.0)	0.8%
事業債	64,586 (0.3)	64,615 (0.4)	63,325 (0.3)	65,199 (0.3)	0.3%
信託受益権	39,990 (0.2)	42,556 (0.2)	42,550 (0.2)	44,693 (0.2)	3.8%
株式等・投資信託受益証券	2,704,119 (14.3)	2,198,018 (12.0)	2,412,077 (12.8)	2,524,142 (13.3)	- 2.3%
保険・年金・定型保証	5,293,975 (28.0)	5,270,863 (28.8)	5,300,106 (28.1)	5,304,419 (27.9)	0.1%
対外証券投資	215,116 (1.1)	194,563 (1.1)	200,896 (1.1)	203,941 (1.1)	- 1.8%
金融資産残高合計	18,932,834 (100.0)	18,280,575 (100.0)	18,841,412 (100.0)	19,014,315 (100.0)	0.1%

注1) 2020年第3四半期は速報値。

注2) 括弧内の数字は、構成比(%)。

出所) 日本銀行統計、ウェブ・ページから抜粋、作成。

現金・預金の増加は生活への不安感が影響しているように思われる。他方、債務証券の中でも信託受益権を別として、政府関係機関債の増加は、金利が相対的に高いことに加えてリスクが低いと思われる。表1は債務証券だけを金融商品ごとに表しているが、政府関係機関債は長期保有ということでESG債と共通している。また、個人向け国債、個人向けコロナ債、住民公募型の地方債は、個人参加の視点で共通している。

政府関係機関債には政府保証債と財投機関債があるが、政府保証債のうち、21年2月25日を払込期日とした政府保証第63回日本政策金融公庫債を見てみると、期間10年、金利0.110%である。ただし、債券の金額は10万円単位である。他方、財投機関債も日本政策金融公庫第86回社債(一般担保付)を見てみると、払込期日は2000年8月7日、期間4年、年利0.010%であった。債券の金額は1,000万円である<sup>12)</sup>。

国債・財投債のうち個人向け国債には、2003年に導入された変動10年債、2006年に導

入された固定5年債、2010年に導入された固定3年債がある。変動10年債の金利は0.09%、固定5年債および固定3年債の金利は0.05%に設定されている<sup>13)</sup>。

地方債の事例として、共同発行市場公募地方債（共同債）を見てみると、期間10年、発行価格100円、金利0.145%である<sup>14)</sup>。

前述のように第一生命保険の期間10年のコロナ債金利が1%強であること、また三菱UFJ銀行のコロナ債は劣後債であって金利が0.4～0.8%であることから、ESG投資が金利面で優位にあることを確認できる。

しかし、いかなる年齢層がESG投資の可能性を有しているのだろうか。表2は、年齢階層別の貯蓄と負債の残高を表している。2020年第3四半期時点での二人以上の世帯が対象になっているが、貯蓄から負債を差し引いた純貯蓄の平均値は1,265万円である。40歳代と50歳代が負債超過と貯蓄超過を分ける世代になっている。50歳代に次いで年間収入が高い40歳代がマイナスであるのは、30歳代と同様に住宅・土地購入のための負債が大きいことによる。

表2 世帯主の年齢階層別貯蓄および負債の1世帯当たり現在高（2020年第3四半期）  
(万円)

	平均	～29歳	30～39	40～49	50～59	60～69	70歳～
年間収入	630	546	682	784	870	591	441
貯蓄	1,820	389	759	1,121	1,786	2,329	2,292
金融機関	1,792	383	728	1,075	1,725	2,310	2,283
通貨性預貯金	578	257	374	451	579	670	667
定期性預貯金	614	54	155	251	489	844	897
生命保険など	362	50	149	264	409	477	399
有価証券	237	21	50	108	247	318	320
株式・株式投資信託	201	18	48	93	229	257	268
貸付信託・金銭信託	8	2	1	4	6	9	14
債券・公社債投資信託	28	0	1	12	13	53	38
金融機関外	28	6	31	46	61	19	9
負債	555	674	1,269	1,229	682	249	84
純貯蓄	1,265	-285	-510	-108	1,104	2,080	2,208

出所) 総務省統計局(2021)ウェブ・ページより抜粋。

12) 日本政策金融公庫「第63回発行要領」ウェブ・ページおよび「第86回発行要領」ウェブ・ページによる。

13) 額面金額が100円につき100円で共通している。財務省ウェブ・ページ。

14) 地方債協会(2021)ウェブ・ページ。

純貯蓄がマイナスである40歳代までの世帯の貯蓄構成は通貨性預貯金が主であり、有価証券の保有も少ない。対照的に、50歳代以上の年齢層は、定期性預貯金と有価証券保有額も保有比率も高まっている。ちなみに、40歳代の有価証券保有比率9.6%に対して、50歳代は13.8%、60歳代は13.7%、70歳代以上は14.0%である。ただし、有価証券の中心になっている株式・株式投資信託は70歳代以上の保有額が最大であるが、保有期間が長い債券・公社債投資信託に関しては、60歳代が70歳代以上の世帯よりも保有額が多くなっている。

上述のことから、長期のESG投資の可能性が高いのは50歳代以上とりわけ60歳代世帯であると推測できる<sup>15)</sup>。

#### IV 情報開示

50歳代以上の家計を主力とするESG投資を促進するためには、投資先企業の正確な情報が必要になる。これまで、企業価値は、貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書などで表された財務業績によって計られてきた。しかし、ESG投資が重視されるのに伴って、環境保全、地域展開、従業員待遇、コーポレート・ガバナンスなどのESG業績を組み込んだ非財務情報の公開が求められるようになってきた。すなわち、株主だけでなく、企業に関与するステークホルダーのすべてを対象として、非財務情報を財務情報と同じように扱いたく公開する必要性が生じるようになった。ところが、非財務情報は定量的な分析が可能な財務情報と異なって定性的な分野も多く、正確な測定が難しいという問題を抱えている。

この課題に対して、非財務情報開示に向けた施策が試みられてきた。2014年に日本版スチュワードシップ・コード、2015年にコーポレート・コードが作成されたのもその一環である<sup>16)</sup>。前者は受益者に対して機関投資家が負うべき忠実義務を定めている。すなわち、機関投資家は受益者・受託者の利益のためにのみ議決権を行使すべきであるとする。とともに、投資先企業の企業価値および資本効率を高めその持続的成長を促すことを目的にしている。そこでは、社会・環境問題に伴うリスクに関わる事項が想定されることになっていた。

後者は、投資先である上場企業を対象としているので、スチュワードシップ・コードと

---

15) 高齢世帯の中で、所得格差と地域間格差が顕著であることに留意する必要がある。岸真清(2011)、2-6ページを参照。

16) 国際人権NGOヒューマンライツ・ナウ(2018)ウェブ・ページ、6-13ページおよび宮永雅好(2019)ウェブ・ページ、13-17ページによる。

両輪をなすことになる。すなわち、① 株主の権利、平等性の確保、② 株主以外のステークホルダーとの適切な協業、③ 適切な情報開示と透明性の確保、④ 取締役会等の責務、⑤ 株主との対話、これら5つの基本原則によって構成された上場規制が、東京証券取引所と上場会社との契約に基づいて適用された。

コーポレート・コードは2018年6月に改訂版が公表されたが、非財務情報にESG要素が含まれるべきとのパブリックコメントが寄せられたことから、ESG要素に関する情報が開示されることになった。さらに、経営者は財務情報と非財務情報を法令に基づいて開示するだけでなく、主体的に開示すべきということになった。すなわち、企業の非財務情報の開示は、機関投資家から開示が求められるだけでなく、ビジネスと人権に関する指導原則からも、企業が国際的な人権を尊重する責任へどのように対処したかの説明としても求められている。

しかし、ESG要素を客観的に開示することは依然として容易とは思われない。厳密な客観的・定量的な数値目標が立てられるであろうか。その目標を実現する手段は、ESGの課題への取り組みを財務的な成果との関連で数値として捉え、持続可能性を明示することにあると思われる。

ESG基準の策定を論じる林(2019)は、「GRI(Global Reporting Initiative)スタンダード」,「国際統合フレームワーク(International Integrated Reporting Framework)」,「SASB(Sustainability Accounting Standard Board)スタンダード」,「TCFD最終提言書(Final Report: Recommendations of the Task Force on climate-related Financial Disclosures)」の情報開示基準を取り上げ、これら4つの基準間の整合性を高める必要性を説いている<sup>17)</sup>。

4つの基準は発表された年次順に、次のようである。「GRIスタンダード」は最も長い歴史を持つ基準である。2000年に環境NGOのCeresによって主導され「GRIガイドライン」の名称で公表されたが、経済、環境、社会の3つの面について、企業が開示すべき項目や指標(Key Performance Indicator: KPI)を具体的に定めている。KPIとは経済的付加価値や営業利益率などの財務指標だけでなく、顧客や住民とのコミュニケーション、社員が働く環境などの非財務指標を含めた重要業績評価指標のことであるが、GRIガイドラインはそれを表示したことで貢献、2016年にGRIスタンダードへと名称変更された。

「国際統合報告フレームワーク」は2013年に策定された。財務情報と非財務情報を結び付け、長期にわたる価値創造プロセスを、順次、報告する統合報告書という新たな情報開示の手段を生み出したことで貢献している。ただし、具体的な開示項目・指標が示された

---

17) 林寿和(2019)ウェブ・ページ, 26-35ページ。

とは言い難い。

「SASB スタンダード」は2018年に正式版が公表されているが、GRI スタンダードと同様、企業が開示すべき項目や指標（KPI）を具体的に定めている。ただし、11業種・77産業ごとにカスタマイズした開示項目・指標を設定したことでGRI スタンダードと異なっている。

「TCFD 最終提言書」は2017年に公表された。本報告書はG20財務大臣・中央銀行総裁会議の要請を受け、金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）が設置した気候関連財務開示タスクフォース（TCFD）によって作成されている。

林によれば、これらの基準を統合しようとしても、① だれがステークホルダーなのか、投資家なのか、② また、どのような設計構想なのか（原則主義か細則主義なのか）の差異が存在する。この基準で分類すると、GRI スタンダードは、マルチステークホルダー本位・細則主義型、国際統合報告フレームワークとTCFD 最終提言書は、投資家本位・原則主義、SASB スタンダードは投資家本位・細則主義になる。しかし、ESG 投資そのものも単一の投資戦略をとるわけではなく、多様化しつつある。

この状況の下、企業の説明責任の範囲を、株主を対象とした企業会計報告からESG要素を含めたステークホルダーにまで拡張した企業説明責任報告の公表を求める動きが強まりつつある。実際、ESG 投資に対応する具体的な目的を掲げ、新しい国際的な会計プロジェクトであるValue Balancing Alliance（VBA）が、2019年8月29日、フランクフルトでスタートしている<sup>18)</sup>。VBAはESG投資のために新しい会計基準の策定を目指し、次のようにアナウンスしている。

- ① 会計帳簿を超えて企業活動の社会的、人間的、環境的影響のバランスをとることが、企業価値を測定することになる。
- ② 新しい会計基準となる評価の概念は、「人間の幸福への影響」を尺度とする。
- ③ VBAの「成長」は、財務よりはるかに広範であり、「人間の幸福」に関連するため、量的よりも質的なものと捉える必要がある。
- ④ VBAが新しい会計基準を開発する目的は、より良い未来に向け、より総合的に企業業績を総合評価できるように、経営者、投資家、政治家等の意志決定を改善させることにある。

上述のように、VBAの意図は、企業の眼を、株主、投資家の利益だけでなく、従業員、地域住民など多様なステークホルダーの幸福に向けることにある。しかし、これまでの財務諸表をどのように扱うかの問題が残る。つまり、従来通りの財務諸表と、E（環境問

---

18) 一般社団法人サステナビリティ情報操作審査協会 ウェブ・ページによる。

題), S (社会問題), G (企業統治問題) を組み入れて別に作成した財務諸表を併用する方法が考えられる。さらに, これまでの財務諸表に ESG の要素を組み入れ一本化するかどうかである。

この課題にとって, 世界各国, 各地域の連携, コミュニケーションが不可避と思われる。目下, 数値化しやすいこともあって, 最も世界で受け入れられている TCFD の基準を軸としながら, できるだけ多くのステークホルダーとの意見交換を通じて ESG 要素を組み入れていくのが現実的な解決策と思われる。全国銀行協会の「IFRS 財団による「サステナビリティ報告に関する協議ペーパー」に対するコメント」が, 意見交換を通じた柔軟な基準策定の手順を示している<sup>19)</sup>。

IFRS (International Financial Reporting Standard: 国際財務報告基準) を設定した IFRS 財団も国際会計基準策定機関として高い信頼を得ている。しかし, すでに TCFD が環境問題を中心に世界で広く受け入れられつつある中で<sup>20)</sup>, 新たに IFRS 基準をそのまま導入すると, TCFD と IFRC の二つの基準が並列してしまうことになる。したがって, 環境問題, 社会問題, ガバナンス問題のうち, 最も早く指数化が進んでいる環境問題を出発点として意見交換をしながら, 次第に厳密な基準を固めていくことが望まれる。

## V 市民生活と財務報告基準

基準作成の対象としてステークホルダーの重みが増し, 実施機関間の意見交換がますます重要になることは否定し難い。しかし, 非財務情報を組み込んだ財務諸表作成を担当するのが各国・地域の推進機関であるとしても, そこには市民の日常生活における意志伝達が深く関わってくる。ESG 投資にしても個人の直接・間接的な参加を保証, 促進する情報公開の基準および制度を確立していく必要が生じる。しかし, 情報そのものは不完全, 非対称的であり取引コストを要する。したがって, 制度は取引コストを削減する役目を負

19) サステナビリティ報告は 2020 年 9 月 30 日に IFRS 財団によって公表されている。ウェブ・ページ, 1-4 ページによる。

20) 日本の 2020 年 3 月末時点の TCFD 賛同状況は, 時価総額上位の企業に賛同事業が集中している。また, 業種別では, 電力・ガスの TCFD 賛同割合が高い。ところが, TCFD 提言に関しても以下の疑問が提起されている。1) TCFD 提言は原則として財務報告(日本では有価証券報告書が相当)での開示を求めている。しかし, 有価証券報告書には虚偽記載への罰則規定があり, 企業が TCFD に基づく開示情報について記載するのは難しく, 財務報告書への記載を義務化することは, 企業を委縮させ, 結果的に開示内容の質の低下を招く可能性がある。2) CO<sub>2</sub> 排出量等の基礎的データについて, 比較可能性の観点からミニマムスタンダードとして一定の標準化をする意義がある可能性もある。しかし, ガバナンスや戦略等の記述情報は各社の業態・特性等によって異なるものであり, 標準化を進めることが開示内容の画一化を招く可能性もある。経済産業省 産業技術環境局 環境経済室 ウェブ・ページ, 1-29 ページによる。

うことになる。それゆえ、統一した基準の構築を目指そうとするならば、その基盤である社会制度に触れざるを得ない。

この課題の指針となるのが、Northの主張であると思われる<sup>21)</sup>。Northは情報の不完全性、非対称性が取引コストを要することから、それを削減する制度が重要であることを強調する。そして、主観を重視する個々人の集合体において、個人が自己に課す制約が制度であると定義する。その上で、日常生活における人々の行動、情報に着目しながら、制度、組織またその相互関係を論じる。すなわち、制度を、個人的選択を基礎とするルールとして、また組織（企業、政治団体、経済団体などの諸団体）をプレーヤーとして、両者の相互依存関係を考察する。これらの団体は共通の目標に向かって結び付けられた個々人の集合であるが、個人をプレーヤーの主役に位置付けする。

Northによれば、制度は社会のルールと言うべきフォーマルな制度（制約）と、人々の慣習、行為の場であるインフォーマルな制度（制約）によって構成されている。制度の存在が、日常生活の枠組みを形成、不確実性を和らげる。しかし、人が考案するフォーマルな制度は政治的ないし司法上の決定の結果、突然、変更されることがあるのと同様に、インフォーマルな制度はそれほど変わらない。インフォーマルな制度は、フォーマルな制度を修正、補完、拡張する役割を果たしている。この制度的枠組みが経済成長に主要な役割を果たすことになる。

ところで、制度は大きな取引コストの発生と収獲逓増現象の出現によって変化するが、取引コストは経済発展につれて拡大する。小規模な生産が地域社会において始まるような初期的な段階の交換は個人的交換が主であり、取引コストは低いものの分業が未発達なため生産コストは高くなる。しかし、交換の規模と範囲が拡大するにつれ、交換が多様化、契約が複雑化するので、非個人的交換が生じることになる。さらに規模が拡大すると、第三者の執行を必要とする非個人的交換形態に変わることになる。すなわち、複雑な社会において詐欺、ごまかしが生じ、それを規制する第三者を要することになる。

ところが、この第三者機関による規制が万全というわけではない。むしろ、多様なインフォーマルな制度を有効にするルール集合を作る方が効果的と思われる<sup>22)</sup>。この方策こ

---

21) Northの主張は、取引費用をゼロと仮定する伝統的な新古典派と対立する。ただし、North自身、新古典派の中でも、Roomer, P. M., Lucas, R. Simon, H. は人間の意志、行動をモデルに組み、知識の蓄積を重視する成長モデルを構築しているとしている。North, D. C. (1990), 3-12ページ。また、Kaldor, N., Robinson, J. など新ケインズ派は、新古典派の個人の趣味・嗜好および技術の規模に関する収益不変の仮定に疑問を提起している。岸真清 (2018), 197-199ページを参照。

22) North, D.C. Ibid., 44-47ページを参照。

そ、本稿が目指す個人向け ESG 投資促進政策に繋がるものと思われる。

次に、収穫逓増も大きな取引コストと同様、制度を変える。すなわち、新しく制度を創設しようとするれば巨額なコストを要するが、インフォーマル部門での集合の結果、学習効果が技術を進歩させ、収穫逓増をもたらす。フォーマル部門のルールにインフォーマル部門におけるプレイヤーの主観と技術進歩があいまって、経路依存性すなわち漸進的な発展経路を辿る可能性が出現する<sup>23)</sup>。

上述のように、North の主張は、ルールとプレイヤーによって構成される制度的枠組みが知識と技術の獲得の方向を形作り、社会の長期的発展の決定的要因になることである。本稿は、世界各国、各地域社会への ESG 投資の相互貢献にとって、正確な情報と公開が不可避であると考えただけに、North が説く制度、特にインフォーマルのそれが重要になる。

さらに、Vázquez-Barquero (2010) も内発的発展アプローチを展開することで、イノベーションの導入と普及を通じた収穫逓増の持続可能性を主張する<sup>24)</sup>。それまでの発展政策と異なる点は、地域に在住する人々の意欲と組織の変革を重視して、それが収穫逓増をもたらす原動力になると主張することである。その特徴は、① 実際の発展には多様な型が存在することを認め、それぞれの地域に適した発展方式を提供すること、すなわち、地域のプレイヤーが主役となるボトムアップ方式の経済発展方式を掲げることにある。② 目的に関しては、大型プロジェクトを掲げ、量的な成長を求めるよりも、絶えず技術革新を誘発する制度の変化を重視することである。③ 資本蓄積過程だけでなく、貯蓄と投資を経済・社会的進歩に導くメカニズムに着目して、地域の資源の活用を推奨する。④ 組織に関しては、中央集権また公的な管理ではなく、地域の自立的なプレイヤーの協業に期待を寄せることになる。

Vázquez-Barquero もコミュニティ、個人の行動を重視することで、North と共通している。本稿も個人を主役としているが、地域を重視する点で、Vázquez-Barquero らの内発的発展アプローチに近い考え方をしている。グローバル化が進展している今日、インフォーマルな制度が国境を越えてフォーマルなそれと相互依存しながら、正確な情報基準の作成および公開に向かうことが期待される。

23) 現実的には、インフォーマルな制約が深く浸透しているのに対して、フォーマルなルールは、選択形成においてわずかな部分を占めるのに過ぎない。Ibid., 124-127 ページ。

24) Vázquez-Barquero, A. (2010), pp. 53-79. ただし、内発的発展アプローチの名称は、地域の制度・社会組織の分析を重視することでハマーショールド財団の報告書や鶴見和子の内発的発展論の立場にあるが、金融面を含めて経済・社会システムのあり方を対象としていることを強調するため、筆者が呼称した。岸真清 (2018), 203-206 ページを参照。

上述のことから、基準の作成に際し、中央集権的、画一的にはなく、各国、各地域の住民・市民の意向をくみ取りながら進行させていく工夫が必要と思われる。つまり、コミュニティの活用は、Northが重視するインフォーマル制度重視、またVázquez-Barqueroが重視する地域の自主性重視に繋がるとと思われる。コミュニティの活動を基盤とする本稿も、コミュニティが共感を有する人々によって運営されているものと想定する。コミュニケーションが密な社会であれば、情報の非対称性が生じる機会が少なく、情報コストを抑えることができるはずである。加えて、アイデアを生みだし、技術革新を行う機会も生じやすい。それゆえ、収穫増の可能性さえ想定され、収益の拡大が実現すると考えられる。

地方創生が喫緊の課題となっている今日、コミュニティビジネスが見直されることになるが、ESG投資の対象として各国のコミュニティビジネスを取り上げることができるのではないだろうか。

コミュニティビジネスには、中小企業・小規模事業、ベンチャービジネス、農業のように当初から利益の獲得を目指す事業と、医療・介護、教育、環境関連事業のように当初から利益の獲得を目的としない事業すなわちソーシャルビジネスが含まれる。しかし、ソーシャルビジネスも、政府の補助金などに依存するよりも、組織を存続するだけの資金を自ら得ようとする動きが強まっている。

これらのコミュニティビジネスを活性化する条件は、営利型であっても非営利型であっても、イノベーション、専門家・コミュニティ事業のリーダー、それに事業資金である。ところが、一般的に、コミュニティビジネスの資金調達、特に長期資金の獲得は難しい。これをカバーするかのごとく市民参加型のコミュニティファンドが活発化している。しかし、コミュニティビジネスへの共感が高まる場合、あるいは収穫増が見込めそうな場合には、個人向けコロナ債に象徴されるように、ESG債が貢献することになる。

そこで、表3-1と表3-2を用いて、ソーシャルビジネスと営利型コミュニティビジネスの資金の源泉と用途を概観してみよう。ESG債がクローズアップされる以前にも、さまざまな金融組織がコミュニティビジネスに資金を供給してきたことに着目しておきたい。

特に市民、家計との関係が深い資金チャンネルとして、① 協同組織金融機関（信用金庫、信用組合、労働金庫、農林漁業系統金融機関）、NPO・NPOバンクなどの民間金融機関主導型チャンネル、② 住民参加型市場公募地方債（ミニ公募地方債）やコミュニティファンド（市民ファンド）などの市民主導型チャンネル、さらに③ 少人数私募債、クラウドファンディングのような新しい金融商品を挙げることができる<sup>25)</sup>。

---

25) コミュニティビジネスに特に関連する官民ファンドである中小企業基盤整備機構、農林漁業

表 3-1 ソーシャルビジネスの資金の源泉と使途

資金の使途	資金の源泉
非営利事業	寄付・会費
	補助金・助成金
	融資・借入
	社会的投資ファンド
	住民参加型公募地方債
	官民ファンド
	市民ファンド
	クラウドファンディング (寄付型・購入型)
	ESG 債
	資本金

出所) 筆者作成。

表 3-2 営利型コミュニティビジネスの資金の源泉と使途

資金の使途	資金の源泉
営利事業	融資・借入
	官民ファンド
	市民ファンド
	少数私募債
	クラウドファンディング (購入型・貸付型・投資型)
	ESG 債
	資本金
	利益剰余金

出所) 表 3-1 に同じ。

- 1) 民間金融機関主導型チャンネル。協同組織金融機関は低い取引コストに加えて、地域を地盤としているだけに情報の非対称性を克服しやすいという利点を有している。事業者の大気汚染や水質汚染防止設備投資に対して貸出金利の優遇措置をとることもある。また、地方銀行、第二地方銀行それに地方公共団体などの連携も行われてきた。
- 2) 市民主導型チャンネル。市民が直接参加するファンドであるが、地方自治体が仲介するミニ公募地方債と、NPO バンクや市民ファンドなど民間団体が仲介する型があ

---

成長産業化支援機構、地域経済活性化支援機構を含めた資金チャンネルについては、岸真清 (2020a) 65-95 ページを参照。また、少数私募債とクラウドファンディングについては、それぞれ、岸真清 (2019) 101-119 ページおよび (2020b) 171-186 ページを参照。

る。ミニ公募地方債は校舎建設，市道整備，運動場整備，地震・防災対策などを目的として発行されてきたが，金利の優位性が低下したこともあって，2006年以降伸び悩んでいる。他方，NPOバンクは市民が出資した資金を源泉として，福祉，環境保全活動を行うNPOや個人などに融資する役割を果たしている。

一方，市民ファンドは地域の住民や企業が自ら出資した資金で設立された直接金融型の基金である。この中で地域を特定するコミュニティファンドは，市民風車事業や太陽光発電事業のように特定地域のベンチャービジネスやソーシャルビジネスに資金を供給している。

- 3) 新しい金融チャンネル。特に目立っているのは，クラウドファンディングである。クラウドファンディングは不特定多数の人々がインターネットを通して自らの企画案を発進することで，共感した人から資金を募る仕組みである。IT技術の進化を通じた情報の伝達速度の向上や情報収集コストの削減，集合知による審査機能の向上が資金供給者と需要者を直接結び付け，取引量を拡大する可能性を高める手段になり得る。

地域発のグローバル化が進展すれば，地域と地域を結ぶESG投資やクラウドファンディングの伸長に期待を掛けることもできそうである。また，それにつれて，正確な財務・非財務情報の基準作成と公開が迫られることになるものと思われる。この過程に，住民・市民自身がオープンに意見を述べる機会を設けるなど参加システムの構築が望まれることになる。

## VI おわりに——若干の提案

新型コロナウイルス感染防止，雇用維持・事業継続支援に向け，ESG投資がクローズアップされている。ESG投資は，環境整備事業を対象とするグリーンボンド，社会的な課題の解決を目指す事業を対象とするソーシャルボンドを主な資金調達手段にしてきた。しかし，今日，これら両者を合わせたサステナビリティボンドがESG投資を支えている。その伸長に与っているのが，コロナ債さらに個人向けコロナ債である。

これまでも，コミュニティビジネス，とりわけ医療・介護，教育，自然環境問題などソーシャルビジネスへの市民参加が，ミニ公募地方債，コミュニティファンド（市民ファンド），クラウドファンディングなどを通じて実現していた。コロナ債，特に個人向けコロナ債はその流れを強化するものと思われる。

しかし，そのためには，投資を可能にする家計の経済水準の確保と，正確な情報および公開が前提となる。その基盤となる身近なコミュニティにおける市民の行動を念頭に置きながら，若干の提案を行うことにする。

第1に、特に高齢世帯の貯蓄と投資がポイントになるが、ソーシャルビジネスに期待がかかる。高齢世帯のうち、特に低所得世帯に最小限度の公的年金を保証する年金グラントデザインを提示するとともに、高齢世帯の経験と知識を活かしたソーシャルビジネス事業への参加がコミュニティ内の資金循環活性化に繋がると考えられる。同時に、高齢世帯向けの魅力に富む金融商品の開発が望まれる。しかし、新しい金融商品を広く紹介する必要があり、各種金融機関との協業が重要になると思われる。

また、社会的事業を対象とする社会的インパクト投資に対して、促進を目指す社会的投資減税が検討されてきた。ESG投資への同様な適用が望まれる。

第2に、投資家保護体制の強化が必要になる。情報が鍵となる今日の経済・社会にあつて、経済規制を一層緩和するためにも、ブルーデンス規制および情報規制の強化が要される。ブルーデンス規制とは銀行法、情報公開、自己資本規制、格付けなど安全性や健全性を保ち、預金者・投資家を保護する諸規制のことである。情報規制とはそれぞれの金融機関が取引きする金融商品の価格と数量を会計・監査基準にしたがって報告する義務を負わせることである。

ESG投資の場合、非財務情報を含めた正確な情報基準を要求されるが、基準作成過程を公開して可能な限り広く意見を求める手順が求められる。米国サステナビリティ審議会が実施しているように、公開意見を求める様式であれば、情報不完全性の緩和を通じて公正な基準策定に近づくことができそうである。

また、詐欺リスクが生じる危険性が潜んでいる。衆知が働くといわれるインターネット活用の場合でも、情報の非対称性が解決され、不正な行為が完全に防がれるわけではない。そこで、共感を持ち信頼を置ける参加者と引受機関の責任が重視されることになる。たとえば、地域を基盤とする取引事例を参考にした基準作成プロセスが世界の基準作成に役立つと思われる。すなわち、地域発グローバル化に期待できるのではないのか。特に地域金融機関が有する情報生産機能（情報収集、審査、監査）がポイントになるが、証券会社、保険会社、ゆうちょ銀行などとの協業によるネットワーク拡大が望まれる。

#### 参考文献

- 岸真清（2011）「共助社会における高齢世帯の資産運用」岸真清・黒田巖・御船洋編著『高齢化社会の資産運用』、中央大学出版部。
- （2018）「地方創生の内発的發展アプローチ」『商学論纂』第59巻5・6号。
- （2019）「私募債と中国の中小企業—日本の経験を参考にして—」『経済学論纂』第59巻第3・4合併号。
- （2020a）「地方創生の金融規制改革」岸真清・島和俊・浅野清彦・立原繁『規制改革の未来』、東海大学出版部。
- （2020b）「中国の株式型クラウドファンディングと地方創生—米国の事例を参考にして—」

- 『経済学論纂』第60巻第5・6合併号。
- 経済産業省産業技術環境局環境経済室 (2020) 「TCFD 開示を巡る現状と課題—より decision-useful な TCFD 開示のありかたに向けて—」, [https://www.meti.go.jp/shingikai/energy\\_environment/kankyo\\_innovation\\_finance/pdf/003\\_04\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/energy_environment/kankyo_innovation_finance/pdf/003_04_00.pdf) (2021.1.6 アクセス)
- 国際人権 NGO ヒューマンライツ・ナウ (2018) 「非財務情報 (ESG) 開示をめぐる国際的動向と提言—ビジネスと人権に関する国別行動計画 (National Action Plans) への提案—」, <https://www.hrn.or.jp/wpHN/wp-content/uploads/2018/05/b355a05350281611040192d4861fc01b.pdf> (2020.12.4 アクセス)
- サステナビリティ情報操作審査協会 (2017) 「ESG 投資に向けた新しい会計基準の始動」, [https://www.j-sus.org/column\\_25.html](https://www.j-sus.org/column_25.html) (2021.3.1 アクセス)
- 財務省 (2017) 「個人向け国債・新窓販国債の商品性の比較」, <https://www.mof.go.jp/jgbs/individual/kojinmuke/recruitment/pdf/comparison/pdf> (2021.2.27 アクセス)
- 総務省統計局 (2021) 「家計調査貯蓄・負債編二人以上の世帯」, <https://www.stat.go.jp/data/sav/1.html> (2021.2.22 アクセス)
- 地方債協会 (2021) 「共同発行市場地方公募地方債 令和2年度発行実績」, [https://www.chihousai.or.jp/03/01\\_03.html](https://www.chihousai.or.jp/03/01_03.html) (2021.2.27 アクセス)
- 日本銀行統計 (2021) 「資金循環」, <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/> (2021.2.21 アクセス)
- 日本証券業協会 (2020) 「SDG 債の発行状況」, <https://www.jsda.or.jp/sdgs/hakkou.html> (2021.2.21 アクセス)
- 日本政策金融公庫 (2021) 「第63回 公庫債券発行要項」, <https://www.jfc.go.jp/n/ir/pdf/shk210203.pdf> (2021.2.21 アクセス)
- (2020) 「第86回 社債要項」, [https://www.jfc.go.jp/n/ir/pdf/snk1010\\_14.pdf](https://www.jfc.go.jp/n/ir/pdf/snk1010_14.pdf) (2021.2.21 アクセス)
- 林寿和 (2019) 「多様化する ESG 情報開示基準等の果たす役割と課題～ GLI・IIRC・SASB・TCFD の比較分析を通じて～」, ニッセイアセットマネジメント ESG 推進室/投資調査室, <https://www.camri.or.jp/files/libs/1314/201908011157137646.pdf> (2020.11.8 アクセス)
- 宮永雅好 (2019) 「ESG 経営と非財務情報の開示」, 東レ経営研究所, 経営センサー, <https://cs2.toray.co.jp/news/tbr/newsrrs01.nsf> (2020.11.8 アクセス)
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2019) 2018 Global Sustainable Investment Review, [https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR\\_Review2018F.pdf](https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf) (2021.1.10 アクセス)
- ICMA (2018) Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf> (2021.1.30 アクセス)
- Japanese Bankers Association (2020) 「IFRS 財団による「サステナビリティ報告に関する協議ペーパー」に対するコメント」, <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion321229.pdf> (2021.1.30 アクセス)
- North, D. C. (1990) *INSTITUTIONS. INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC PERFORMANCE*. (竹下公視訳 (2017) 『制度 制度変化 経済成果』 晃洋書房)
- United Nations (2019) 「責任投資原則」, <https://www.unpri.org/download?ac=10971> (2021.1.25 アクセス)
- Vázquez-Barquero, A. (2010) *The New Forces of Development: Territorial Policy for Endogenous Development*, London: World Scientific.