

【論 文】

地方銀行とサステナブルファイナンス

—なぜ何にどのように取り組むのか—

Sustainable Finance for Regional Banks

Why to do, what to do, and how to do

事業創造大学院大学 事業創造研究科

教授 唐木 宏一

【目次】

1. はじめに
2. サステナブルファイナンスの潮流
 - (1) ESG 投資とその経緯
 - (2) 「サステナブルな金融」論
 - (3) ESG 投資への批判
3. 地方銀行とサステナブルファイナンス
 - (1) 地方銀行というビジネス
 - (2) 取り組むべきものと受託者責任
4. おわりに

【要旨】

現象としての ESG 投資やサステナブルな金融は、SDGs の広まりを背景に拡大している。その源流には、2000年代の ESG を重視した経営を評価する投資の流れや、さらにそれ以前の社会的責任投資がある。それらの新たな金融のあり方を説明するロジックの検討も進められてきた。ロジックには、非財務情報（外部性とされてきたもの）の「内部化」を志向するものと、インパクトなど「非財務リターン」の明確化を試みるものの2つの流れがみられる。広まりの他方で、現状のあり方に対する批判の提起もみられ始めている。

地方銀行におけるサステナブルな金融を考えるとときには、地方銀行にとっての持続可能性をまず考える必要がある。運用にあたっての持続可能性の考慮は、本業として期待される地域に対する投融資に関しても重要であり、現にそれ

らに取り組む事例も今日少なくない。実践にあたり、まず自行とその立地する地域にとって重要となる持続可能性を明確化することが重要であり、さらに結果の点検とフィードバックを含めた社内外の運用体制の整備が求められる。

1. はじめに

今日わが国の企業活動の場においても、ESG (Environment, Social, & Governance) を重視した経営や、SDGs (持続可能な開発目標) といった用語を目にする機会が、着実に増加している。それらの問題意識は、企業等が取り組む事業活動に対する資金供給者であると同時に、それらの企業等の商品サービスを購入する、いわば事業活動を評価する顧客である市民社会から預金を受け入れる金融機関にとっても、等閑視ができないものである。金融機関も資金の供給者としての役割に止まらず、一つの事業主体として、ESG や SDGs への取り組みが社会から求められている。

金融機関の「持続可能性」に対する取組姿勢に関して、海外では2018年に EU において、望ましい金融現場実務のあり方の理念を提言する報告書が発表され、2019年には次項で詳述する PRI (Principle of Responsible Investment 責任ある投資原則) と同様に PRB (Principle of Responsible Banking 責任ある銀行原則)¹ が発行調印されるなどの動きがみられた。わが国においても、SDGs にターゲットを絞った金融

機関向けの提言が2019年に公表された（金融調査研究会（2019））。

しかし、それらは、議論の基底にあるものが「（ある特定の活動が）望ましいという規範」に止まるため、そもそもその規範が従うべきものとして適切であるかどうかや、株主や他のステイクホルダーに対する好ましい活動といえる正統性が明確とはいえないし、さらに地方銀行などの金融機関が、実際に何に取り組むべきかについての示唆という点でも明確とはいえない。

本稿は、それらの問題点を考えるための視点の提供を試みるものである。以下、第2節では、ESG投資の現況とその背景にある「規範」についての論拠として、それが如何に形成されてきたものであるか経緯を遡り、現在のそれらを説明するロジックとされるものを先行研究から抽出し検討する。さらに、近年みられはじめていいるそれへの批判についての検討を行う。第3節ではそれらの考え方、サステナブルファイナンスの地方銀行（以下、地銀と略す）における具体的な運用について、地銀が多様な主体から求められる役割を基底として検討を行い、第4節では総括と残された課題について言及する。

2. サステナブルファイナンスの潮流

(1) ESG投資とその経緯

ESGとは前記のように、環境、社会、（企業）

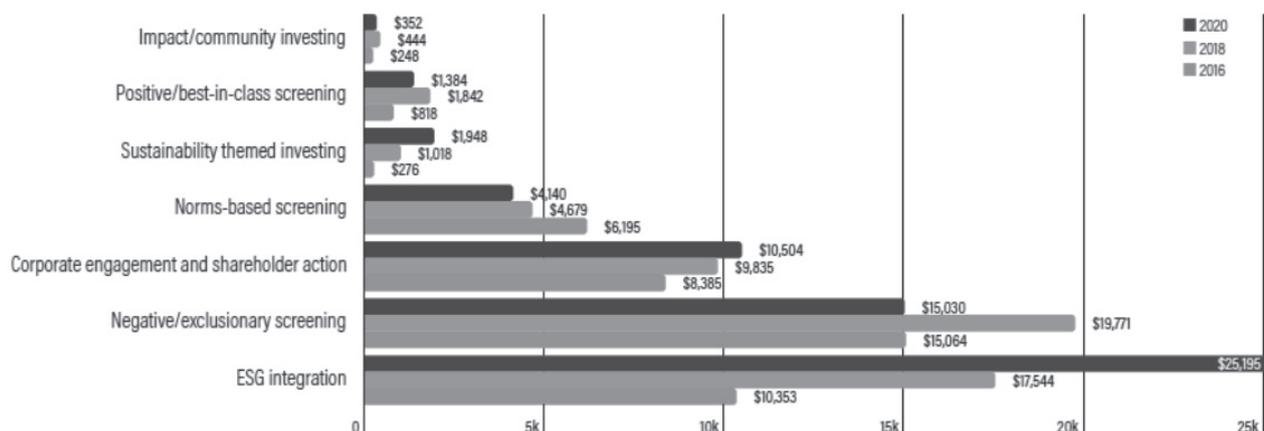
統治の英単語の頭文字を並記した略語であり、リターンを含めた財務諸計数以外に、それら非財務要素も意識した投資活動がESG投資である。

ESG投資は、近年大きく成長を遂げているとされる。アメリカやイギリス、EU、カナダ、オーストラリア、オランダ、日本のESG投資推進団体の連合体であるGSIA（Global Sustainable Investment Alliance）のレポート（GSIA（2021））によると、2020年初時点で、ESG投資の「7つの戦略」を用いた投資の金額は35.3兆米ドルに上り、機関投資家の管理資産の35.9%を占めるとされる。

「7つの戦略」とは、ESGインテグレーション、ネガティブ・スクリーニング、企業エンゲージメント、規範ベース・スクリーニング、サステナビリティ・テーマ型投資、ポジティブ・スクリーニング、インパクト/コミュニティ投資とされ²、直近6年間（2年毎調査を実施）での各「戦略」を用いた投資金額の成長の状況については、図表1を参照されたい。なお、各戦略間の相互排他性については必ずしも明確ではない部分があるが、各数値については、計数の集計を行った各国の推進団体の判断によるものとされている。

本項では現況に至る経緯について、背景となる事象や動きを明確にするために、時系列を遡

図表1 ESG投資「7つの戦略」の成長



り概観を行う。

今日の関心の高まりの背景には、2015年に国連サミットにて加盟国全会一致で採択されたSDGsと、それに関わる企業他諸団体による各種のキャンペーンがあることは論を俟たないであろう。では、SDGsの前にあったものは何か。前段階での「開発目標」については、地銀と持続可能性を考える次節で検討することとして、企業活動や投資のあり方についての重要指針であるESGへの注目について遡ると、責任投資原則PRIが転機として存在する。

国連の2つの機関、国連グローバル・コンパクトとUNEP FI（国連環境計画金融イニシアティブ）が創設パートナーとなり、当時の国連事務総長であったコフィ・アナンの呼びかけにより、PRIは2006年4月から世界各地で署名式典が開催されることとなった。この原則に署名した機関投資家は、受託者責任に反しない範囲で、投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込むことと明記されている³。PRIの署名機関数とそれらの運用する資産残高は、図表2のとおり漸次成長拡大を続けている。

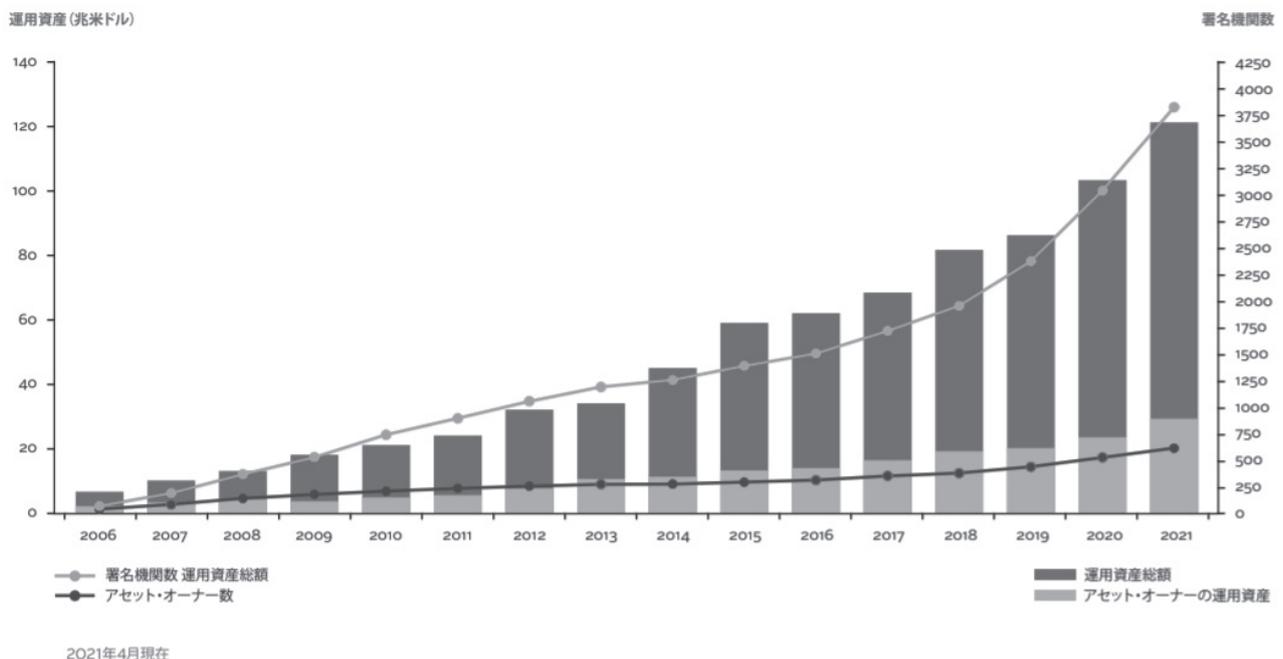
では、ESGはどこから生じてきた概念か。

筆者の記憶では、PRIに先立ち、筆者の参加した一橋大学の野村証券寄付講座「SRI研究会」（2005年）において初めて耳にしている。同研究会でのアメリカの機関投資家等に対する取材交渉時に、取材候補先大手機関投資家からの情報として、「SRIという用語は好まれず、経営に”materiality（結果に影響を与える重要性）”を持つ要素としてESGを重視する投資と称する動きがある」との報告が、調査担当からもたらされたものであった⁴。すなわち、ESGはそれに先立つ反主流的性格のSRI（Socially Responsible Investment 社会的責任投資）の、主流側からのオルタナティブとしての性格を有していたと考えることができる。

なお、市民運動的性格をもつために、忌避の対象寄りとされていたSRIを、欧米の主流的な機関投資家が無視できなくなった背景には、非財務的情報を投資判断に加味する動きが、2000年前後頃にイギリス他いくつかの国で関連法規の制定がなされるほど、プレゼンスを持つに至ってきたことがあると考えられる⁵。

SRIは、社会的投資や倫理的投資とも称される。投資先の属性状況などを投資判断において

図表2 PRI 署名機関と運用残高の成長



出典：PRI brochure 2021 (Japanese) 5 ページ <https://www.unpri.org/download?ac=14736>

考慮するような投資手法は、それ自体20世紀初頭からみられた宗教団体の投資活動やそれ以前に遡るとされているが、投資活動の一つのカテゴリーとして記述されたのは、43頁の図表3のリストに挙げた文献1などを見ると、1990年前後からと考えられる。

SRIは① screening（投資選別）と② engagement（株主行動）、③ community investment（コミュニティ投資）の3つの領域からなるとされる（図表3文献1、2など）。①と②の機能より、企業に対して社会的責任を果たすことを求めるためのツールとして、企業に社会的責任を問う流れの中で欧米を中心に注目を集め、わが国でも2000年代初頭に、環境的に好ましい企業に投資する「エコファンド」が一般投資家の注目を集めるなどの動きがみられた。③は1990年代のアメリカで、基盤の劣化が進む都市等地域の（再）開発のツールとして当時の民主党クリントン政権により重視され、CDFI Fund（地域開発金融機関基金）の設置他、さまざまな支援策が実施された。

現実レベルでSRIがそのままの形で残らなかった背景と考えられるものについては上述したが、ロジックとして省みられなかった事由としては、試みられたSRIの理論化において、「SRIはFinancialなリターンに加えてSocialなリターンも求める」とのロジックの立て方を追おうとしたため、学問としての体系を作ることができなかったことがあるのではないかと考える⁶。

時間の流れは前後するが、関連概念としてインパクト投資と称する手法が2010年頃より登場している。インパクト投資は「財務的リターンを超えて（beyond）ポジティブなインパクトを作り出すことを試みる」とされる（J. P. Morgan（2010））。サブプライム危機の直後という登場のタイミング、説明に見られる“an emerging asset class”という表現が、背景を物語っていると考えられる。インパクトの計測方法についてもインパクト投資の推進団体

GIIN（Global Impact Investment Network）で進められているほか⁷、それに関連する動き（評価の対象等に関して異なるところも多いが）は、わが国の内閣府の「社会的インパクト評価イニシアチブ」でもみられる⁸。

次項では、1990年代以降の関連領域の書籍を概観し、これらの現実の活動を理論化する取り組みの推移とロジックの要点を確認する。

（2）「サステナブルな金融」論

先に述べた図表3は「サステナブルな金融」にかかる海外での書籍の刊行事例について、筆者が読み、確認したものをまとめたものである。2019年以降に刊行事例が急増しており、確認できていないものが増えつつある。傾向を大まかに述べると、編著者の拡大（実践家から研究者へ、出身国がアメリカ・イギリス系（カナダ、オーストラリア含む）から欧州、それ以外へ）、刊行の目的の変化（記録と背景の考察から、「理論化」の試みへ）などがみられる。例えば、1992年刊行のリスト文献1はアメリカの実践家を中心として編集されており、著者はアメリカとイギリスとその系統の国出身者、刊行の目的は記録と取り組むべき理由、ロジックの考察であるリスト文献3はイギリスの実践家を主体とするもので、目的等は概ね同様である。リスト文献4は、リーマンショック後に欧州系の研究者が投資のあり方を望ましいものに変えようと主張するもの。リスト文献6はアメリカとイギリスの研究者がインパクト投資の非財務リターンを主張するもの。リスト文献7はイギリスとアメリカの研究者が中心となり、「社会的な金融のあり方（Social Finance）の教科書」を志向したもの。リスト文献8と9も教科書的な理論書を志向。リスト文献10はイギリスやアメリカ以外の研究者による理論書志向の論考集である。

2010年代以降に登場した理論書志向の書籍が目指しているものは、「新たな金融論」の枠組みを作ることであり、そこにおいて志向されて

図表3 SRI、Social Finance、Sustainable Finance 文献リスト

No.	書籍文献
1	Kinder, Lydenberg, and Domini (ed) (1992) <i>The Social Investment Almanac: A comprehensive guide to Socially Responsible Investment</i> , A Henry Holt & Co.
2	Domini, A. (2001) <i>Socially Responsible Investment: making a Difference and Making Money</i> , Dearborn Trade
3	Sparks, R. (2002) <i>Socially Responsible Investment: A Global Revolution</i> , John Wiley and Sons
4	Camejo, P. (2002) <i>The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investment has outperformed financially</i> , New Society Publishers
5	De Bettignies, H.-C., and Lepineux, F. (ed) (2009) <i>Finance for a Better World</i> , Palgrave MacMillan
6	Bugg-Levine, A. and Emerson, J. (2011) <i>Impact Investing</i> , Jossey-Bass
7	Nicholls, A., Paton, R., and Emerson, J. (2015) <i>Social Finance</i> , Oxford Univ. Press
8	Krossinsky, C and Purdom, S., (2017) <i>Sustainable Investing: Revolutions in Theory and Practice</i> , Routledge
9	Schoenmaker, D. and Schramade, W. (2019) <i>Principles of Sustainable Finance</i> , Oxford Univ. Press (加藤晃監訳 (2020) 『サステナブルファイナンス原論』 きんざい)
10	Ziolo, M (eds) (2021) <i>Finance and Sustainable Development</i> , Routledge
11	Bril, H., Kell, G., and Rasche, A. (ed) (2021) <i>Sustainable Investing- A Path to a New Horizon</i> , Routledge

出典：筆者作成（生活経済学会2021年度第37回研究大会 自由論題報告資料より抜粋）

いるものは、非営利の資金⁹の流れの統合や、非財務要素である ESG の重視と従来の金融との統合の展望である。

リスト文献7のように非営利性の統合を重視する例では、Emerson (2003) で主唱された「ブレンド価値 (Blended Value)」がロジックとされている。価値の「ブレンド」とは財務的リターンと社会的リターンを混ぜ合わせることを意味するが、両方を睨むということであり数値的な統合を目指すものではない。それらの位置づけについては、44頁の図表4を参照されたい。

さらに価値のブレンドにおける社会的リターンについての検討が、リスト文献7の第10章 (Nicholls & Tomkinson (2015)) で行われている。主流的ファイナンスの“CAPM”のようなリスクとリターンの線形関係を念頭におきつつ、社会的リスクと社会的リターン¹⁰についての考察が行われているが、「社会的なファイナンス」を社会的な目的によるもの限定して

いる点で (ibid. 285頁)、主流的なファイナンスのすべてを統合することを構想するものではないこと、意図がオルタナティブの提示と主張に止まるものであることが明確である。

一方、リスト文献9や10のように、ESG と主流的なファイナンスとの接続(「価値」の統合)を目指すと解されるものでは、44頁の図表5や6にあるように、ESG 要素の評価への組み入れ(全体の価値として財務的価値に ESG の価値を加算)を構想している。企業の非財務要素であった ESG は、従来の経済性の算出において排除されていた外部性とみることが前提とされている、すなわち外部性の内部化が構想されていると言えよう。外部性の考え方については、アフリカのケニア他数か国で利用されているモバイル送金サービス M-PESA¹¹について書かれている。45頁の図表7の外部性の説明(企業の「真実」の稼得を、ビジネス上の稼得に経済的価値と社会的外部性、環境的外部性を加えたも

図表4 リスト7文献における「ソーシャルファイナンスのスペクトラム」

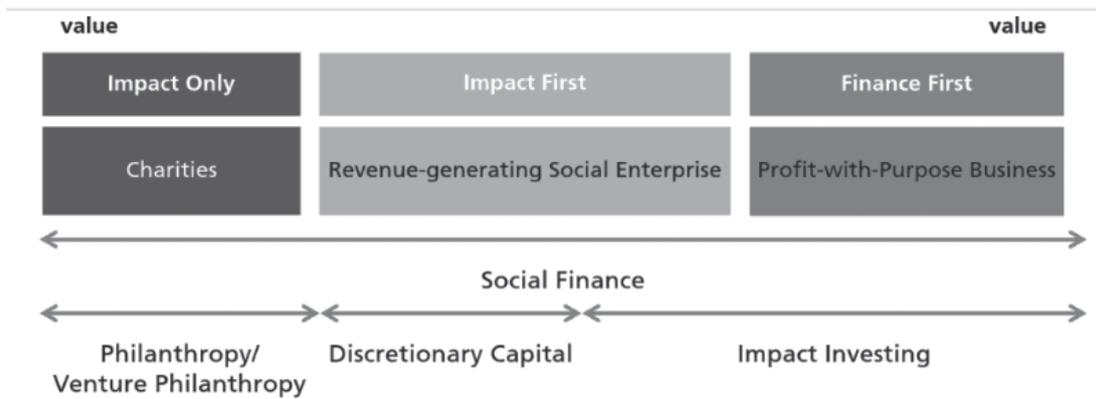


Figure 0.1. Spectrum of social finance

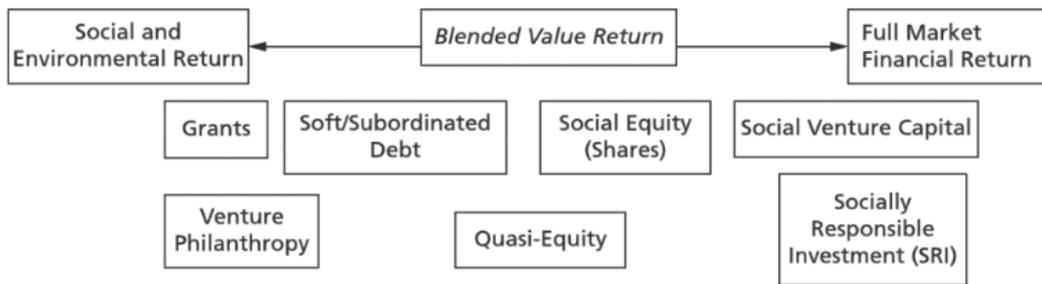


Figure 0.2. Spectrum of social finance instruments

出典：リスト7の5頁

図表5 リスト9文献における「サステナブルファイナンスのフレームワーク」

Sustainable Finance typology	Value created	Ranking of factors	Horizon
Sustainable Finance 1.0	Shareholder value	$F > S \text{ and } E$	Short term
Sustainable Finance 2.0	Stakeholder value	$T = F + S + E$	Medium term
Sustainable Finance 3.0	Common good value	$S \text{ and } E > F$	Long term

Note: F = financial value; S = social impact; E = environmental impact; T = total value. At Sustainable Finance 1.0, the maximisation of F is subject to minor S and E constraints.

出典：リスト9（邦訳）の26頁

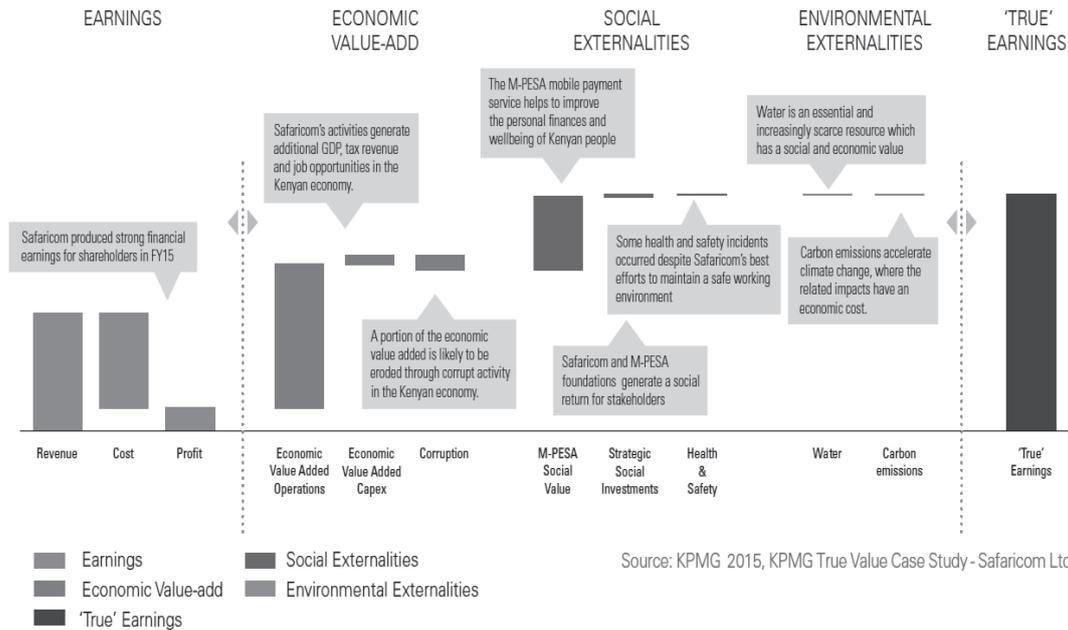
図表6 リスト10文献における「サステナブルな金融システムのタイプ」

Sustainable financial systems (SFS) typology	The dominant component*	Incorporated ESG** factors	Sustainability pillars***	Risk mitigation	Type of stability	Value****	Perspective
SFS1 unsustainable (soft)	$P > M$	E	Ec	Financial risk	Financial stability	F, Ec	Short term
SFS2 semi sustainable (mid)	$P \geq M$	E, S	Ec, S	Financial risk	Financial stability	F+Ec+S	Short and mid term
SFS3 sustainable (hard)	$P \leq M$	E, S, G	Ec, E, S	Financial and nonfinancial (ESG) risk	Financial stability and financial sustainability	F+E+Ec+S+G	Long term

* P-public financial system; M-market financial system;
 ** E-environmental, S-social, G-governance;
 *** Ec-Economic, E-Environmental, S-social;
 **** F-financial; S-social; E-environmental, Ec-economic; G-governance.

出典：リスト10の201頁

図表7 Safaricom の M-PESA 事業からの「外部性」の考察



出典：KPMG (2015)

のとして計算する)が、考え方としてわかりやすい。

非営利を重視し統合を試みない陣営についても、外部性の内部化を試みる陣営についても、「やるべきことのガイドライン」的なものまで示しているものの、具体的な評価の対象として何を優先するのかにおいて、嗜好¹²の入り込む余地があることを、現状での問題点として指摘できる。優先されるモノの正統性の確保はSDGsの決定プロセスにおいてみられたように(南・稲場(2020))容易ではない。しかし逆に、すでに一定のコンセンサスを得られたものとしてSDGsの諸ゴール等を用いるというやり方があるのではないかと考えられよう。

また、この領域においては、森永(2021)が「デザイン思考」と周辺概念の整理において指摘したものとかかなり似通った問題状況¹³がある。そして、この問題状況は、本稿でみてきた海外研究者だけに止まらない。

(3) ESG 投資への批判

ここまでは推進する立場の視点からの見解やロジックを見てきた。SRIやESG投資のパフ

ォーマンスについての賛否は2000年代から少なからず見られたが¹⁴、書籍著作の刊行の増加に対応するように、2020年頃より事実やロジックに基づく批判がみられはじめた。ここではそれらのうちの2件、ハーバードビジネスレビューに掲載されたPucker(2020)と2021年12月のBloombergのウェブ記事“The ESG Mirage”¹⁵についてみていこう。

実務家(「社会的企業」として高名なパタゴニア社役員)の経歴を持つ研究者であるPuckerは、サステナブル投資の問題点として、①「サステナブル」の定義が無意味、②格付の信頼欠如、③比較の難しさ、④SRIの成功を評価する困難、⑤有効なインパクト投資を拡張する困難、の5点を指摘している。結果的に「優良銘柄」に投資しているだけという①や、③④⑤については、現状の事実として否定しづらい。だが②の根拠として挙げられた、ESG評価機関各社による企業に対する評価結果において相関が少ないという批判に対しては、多数多様な外部性のうちどれを内部化するかについて、評価機関によってバラつきがあるのであるならば、それ自体当然の帰結となるため、適格な批判と

はいえないと考えられる。一方、これとは異なるアプローチで「格付の信頼の欠如」を明らかにしたのが、Bloombergのウェブ記事であった。

アメリカの大手格付会社であり、ESG投資関連においても業界に大きな支配力を有しているMSCI社のESG格付が、さまざまな問題を内包していることを、データ（S&P500企業中のマクドナルド社など155社と、それらの格付上昇）に基づき検討し、明らかにした。また同記事では、ESG格付が企業のESG領域におけるパフォーマンスの改善につながらない（CSR推進につながっていない）ことも明らかにしており、ESG投資を推進しようとする側にとって、非常に厳しい指摘となっている。とはいえ、それらの批判は現在の「手法」に対する批判であり、考え方を否定しているわけではない。

これらの指摘や批判から得られる示唆として、ESG投資やサステナブルファイナンスに取り組む際に前提として認識しておくべきこととして、以下が考えられよう。

格付に代表される評価が、必ずしも確立されたものでは無く開発途上であるということ。一方で、何を評価の対象とするかについてのコンセンサスは重要ではあるが、本来コンセンサスの是非についても議論と検討がなされるべきであること。それゆえに、自社がこれに取り組む際には、何をどのように評価しているかについて、アカウントビリティを具備することが重要であるということ、である。

3. 地方銀行とサステナブルファイナンス

(1) 地方銀行というビジネス

前節までの検討を踏まえて、以下では地銀の取り組むべきサステナブルファイナンスについて検討を行う。まずは地銀というビジネスについての「棚卸し」から始めよう。

銀行の提供する金融サービスの3つの領域である①送金・決済、②貯蓄・運用、③貸出与信のうちで、地銀ゆえの制約を特に受けるものが

③貸出与信であろう。貸出の対象となるエリア（地域的広がり）が限定されているという点において、そもそも分散できないリスクを制度的に負っているビジネスであるということがいえる。

また、この貸出与信の機能は、異時点間の交換を信用創造によって実現可能とするものであり、それにより「交換」メカニズム¹⁶を通じた財の行き来の流量が増えるということが、「金融の公益性」の根源であると、筆者は認識している。そして、その公益性ゆえに、銀行はその事業活動を持続し続けることが、機能の受益者（地域社会）から求められることとなる。銀行が持続し続けるためには、事業活動として持続し続けられること（受益者から支持を得続けられること）とともに、そのサービスの対象となる地域社会が持続し続けられることも重要である。

次に、この持続し続けられること、すなわち持続可能性について確認しておこう。SDGsという名称の中にSDすなわち「持続可能な開発」という用語が含まれていることに注意を要する¹⁷。SDを定義したWCED(1987)においては、サステナブルとは「将来世代に負担を渡さない、残すことを避けること」が要点とされている。

これらをまとめると、事業の基盤となる地域社会が将来に負担を残さずに継続でき、その事業が地域社会から支持を得続けられるような事業活動（金融サービスの提供）が求められるということになるだろう。

次にビジネス活動を具体的に説明するために、運用ポートフォリオという視点から考えてみよう。預金で負債調達した資金の運用は、目的機能や形態によって、①預金支払準備にかかる資産、②地域の企業活動に対する投融資資産、③それら充当後の「余資」の純粹運用の3者に大きく分けられると考えられるが、②と③に関して上記のSDの考え方の適用が求められることとなる。そこで以下では、②と③それぞれのあり方（やるべきこととその要点、すでにみら

れる事例等)について検討をしておこう。

地域社会・経済を持続可能ならしめるための資金供給は、融資タイプと出資タイプ¹⁸に分けられるが、銀行の元々の主たる業務である融資タイプからみていこう。

融資を行う目的はさらに分けることができ、成長を促進し雇用増強など、地域経済の活性化を目指すためのものと、雇用の維持など、産業と社会のあり方の維持や保護を要する事業主体に対する救済改善のためのものの2つの方向性がある。前者には、従来からの新規設備投資や研究開発資金や増加運転資金等があるが、さらに踏み込んで、望ましい事業のあり方への誘因をそれらに付加設定する方法もある。環境負荷の少ない設備への買換えや、二酸化炭素排出量削減等に寄与する取り組みの場合に、金利等の減免優遇を与えるいわゆる「環境融資」と称される手法がこれに該当する。2000年代より滋賀銀行などの取り組みがみられたが、近年TSUBASA アライアンスのサステナビリティ・リンク・ローンのような、新たな展開がみられはじめている。

一方、後者の取り組みとしては、返済の留保許容といった手法のほかに近年みられる手法として、資本金の劣後ローンとしての支援などもある。日本政策金融公庫との連携による「新型コロナ」への対応の取り組み（横浜銀行他）がこれに該当する。

以上の融資タイプの取り組みにあたり、担保や保証への過度の依存を避けるための「事業性評価」を組み合わせることも、地域の持続可能な開発への貢献につながると考えられよう。

出資タイプについては、地域ベンチャーキャピタルを通じた成長資金の支援や、匿名組合契約を利用した資本金調達への紹介などが挙げられる。銀行の貸出はキャッシュフローで返済を受けることが前提であるため、急拡大を志向するベンチャー企業の資金調達には馴染まないことが通常となろう。しかし、それらのニーズに応じることは、地域経済の活性化のためには

不可欠である。したがって、それらの需資に応じるためには、地域の有力企業や中小企業基盤整備機構等の支援を得つつ、地域ベンチャーキャピタルを設立運営し、出資により資金を供給することも重要な役割となりうる。銀行法上、出資期間には制約があることもあり、出資した資金の回収方法として、IPOに固執せずM&Aを活用する動きが拡大している¹⁹。これに取り組む地域や銀行は各地で数多く見られる。

後者については、不足する自己資金を補うものとして、資本金調達の支援を目的で、匿名組合契約を利用した資金調達に取り組む、金融商品取引法第2種免許業者の紹介に関わる事例も少なくない。

本項でここまで見てきたものは、従来銀行が取り組んできた本業並びに派生サービスではあるものの、持続可能な開発の視点を組み込むことによって、地銀のサステナブルファイナンスの根幹部分となりうることを認識する必要がある。

続いて、「純粋運用」的な部分についても検討しよう。地銀が事業主体として持続可能であるためには、単純に運用収益を生むという目的以外に、運用資産のリスク分散の視点も考慮した取り組みが求められる領域といえるであろう。しかし、この領域の実態については、海外債券投資へ傾斜への懸念（成田・藤江（2020））や、リスクコントロールの視点からハイリスクへの懸念を示すもの（日本銀行（2016））など、現状への懸念を示す見解が少なからずみられる。「持続可能性」への考慮を運用方針に加えるべき、という方向性を示すことは簡単だが、具体的にどのように実施するかというと、簡単に決めることは困難と言える。たとえば、既存のESG格付を考慮するとしても、それらの適切性に対する疑義があることは、本稿2節3項に記した通りである。次項ではそれらの問題状況を踏まえた対応の指針について考察する。

(2) 取り組むべきものと受託者責任

ここでは地銀が持続可能性を重視した事業活動を実施するにあたり、何になぜ取り組むべきなのかについて考察する。

地銀に限らず、活動主体である企業は、他に何も存在しない「真空」の中で勝手気ままな行動をとる存在ではない。法人である場合、資金という資源を提供する株主となる投資家や、労働力という資源を提供する従業員となる個人から、それぞれの期待（配当や株価上昇、より良い賃金等）を満たすことが求められている²⁰。地銀の場合は、余資の運用を付託する地域社会の法人個人の預金者や、公益性ある銀行業務の実施を付託する監督行政の期待に応じることが、一般的な企業以上に特別に求められよう。すなわち、地銀の事業活動のアウトプット、アウトカム、インパクトを評価するのは、それらが株価に反映するために投資家がそれにあたるほか、預金者等の地域社会や監督庁等もそれにあたるべきことが特徴といえる²¹。言い換えれば、地銀はそれらに対して負っている受託者責任のパフォーマンスを向上することが、求められている。地銀が本稿のテーマである「持続可能性」に取り組もうとするならば、上記の付託者達に対して、サステナブルファイナンスは、地域経済にも銀行自体にもサステナブルであることをまず説明できる必要があるということになる。また、取り組みの正統性やパフォーマンスを明確にするために、目標の設定や評価の仕組みの設定も必要となる。

サステナブルファイナンスのもたらす財務的影響を簡潔にみておこう。そもそもポートフォリオに制約を与える活動である以上、市場リスク以上のリスクを負うことになる。ただし、立脚する地域の持続可能性に貢献するということは、企業価値の下振れの危険性の低減につながる可能性を指摘できる。取り組むための準備コストがかかることとなるが、これは下振れ防止のための保険料的支出と評価することができる。また、好ましい資金供給先の成長の可能性

は、取り組みに対する市場の評価の向上にもつながりうるため、上振れの可能性を内包していることも想定できる。これらは現時点では仮説にすぎないが、論理に基づく可能性である。

一方の目標設定や評価の仕組みについても検討しておこう。自行と地域にとって何がサステナビリティに対して materiality をもつ要素であり、それについてどの程度の達成をするべきであるのかを明らかにすることは、現時点では難しいと言わざるを得ない。純運用部分についても、1節3項でみたように既存のESG格付の信頼性には問題がある。ただし、手続き的により透明性とアカウントビリティを具備する方法は、地銀とその活動に付託しているステイクホルダーによる検討とコンセンサスであろう。それらを統括管理する仕組みが求められると言えよう。

4. おわりに

今日地銀においても、運用資産のサステナブル化が求められる趨勢にあると言っているのではないか。それに取り組むロジックにおいては、地銀は株式公開をしている市場の主体として、説明責任上非営利性に振る方向性よりは「外部性」の内部化の路線をウォッチするほうが適格であろう。とはいえ、格付の信頼性等の問題も含め、まだそれについての手法が確立されたといえる状態ではない。自行と地域にとって重要性のあるサステナビリティを、資源の付託者であるステイクホルダーに対して、正統性をもって主張する仕組みの構築が求められている。

方向性としては、それらのステイクホルダーとの協調による、透明性とアカウントビリティを有する仕組みづくりが求められよう。

ただし、株主すべてがこれに同意する保証はない。さらなる検討が求められるところであるが、サステナビリティの重視を主題としていくのならば、野崎（2020）p128-9に示された、地銀の持続可能性に資する方策に賛同する投資家に株主になってもらう、非上場化志向の文脈

が整合するのではないかと考えられる。

参考文献（図表3掲載の書籍を除く）

- Becker, G. S. (1971), *The Economics of Discrimination, 2nd ed.*, Chicago: University of Chicago Press.
- Bass, R., Nova, N., and Sunderji, S., (2019) *Evaluating Impact Performance*, Global Impact Investing Network, <https://thegiin.org/research/publication/evaluating-impact-performance> (2022年2月18日参照)
- DB Climate Change Advisor (2012) *Sustainable Investing: establishing Long-term Value and Performance*, Deutsche Bank Group
- Emerson, J. (2003) “The Blended Value Proposition: Installing Social and Financial Returns”, *California Management Review*, 45 (4), pp35-51
- Friedmann, J. (1992) *Empowerment: The Politics of Alternative Development*, Blackwell, (斉藤・雨森監訳 [1995] 『市民・政府・NGO - 「力の剥奪」からエンパワーメントへ』 新評論)
- 林孝宗 (2019) 「イギリスにおける会社の非財務情報に関する開示と社会的責任 (1) - 労働者に関する情報開示と情報開示による行為規制 -」 『平成法政研究』 第23巻第2号
- 岩坂健志・唐木宏一 (2020) 『金融機能による社会的課題の解決』 白桃書房
- 唐木宏一 (2020) 「クラウドファンディング及びESG投資の意義 - 背景と評価」 『季刊個人金融』 2020秋, pp11-21
- 唐木宏一 (2015) 「送金における金融インクルージョンの考察」 『季刊個人金融』 2015春, pp57-66
- 唐木宏一 (2008) 「CSR 金融とソーシャルバンク」 『季刊個人金融』 2008秋, pp37-47
- KPMG (2015) *KPMG True Value Case Study: Safari-com Limited*, KPMG
- 水口剛 (2017) 『ESG投資 新しい資本主義のかたち』 日本経済新聞出版社
- 南博・稲場雅紀 (2020) 『SDGs - 危機の時代の羅針盤』 岩波新書
- 森永泰史 (2021) 『デザイン、アート、イノベーション』

同文館出版

- 成田和弥・藤江弘和 (2020) 「2020年3月期地方銀行の有価証券運用に関する資産別利回りとアセットアロケーションによる説明力」 『日興リサーチレビュー - Research Report2020年11月』 <https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2020/11/rr202011-0001.pdf> (2022年2月18日参照)
- Nicholls, A. & Tomkinson, E., (2015) “Risk and return in social finance”, in Nicholls, Paton, & Emerson (2015) (図表3リストの文献7)
- 日本銀行 (2016) 「地域金融機関の有価証券投資とリスク管理の課題」 『金融システムレポート別冊シリーズ』 日本銀行
- 野崎浩成 (2020) 『消える地銀生き残る地銀』 日本経済新聞出版
- Polanyi, K. (1977) *The Livelihood of Man*. Cambridge: Academic Press, (玉野井, 栗本訳 [1980] 『人間の経済 I』 岩波書店)
- Pucker, K. P. (2021) Overselling Sustainability Reporting, *Harvard Business Review*, May-June 2021
- 酒井良清・前多康男 (2003) 『新しい金融理論』 有斐閣
- TSA Consultancy Ltd (2003) . *Social Finance in Ireland - What it is and it's going*. Dublin: Dublin Employment Pact
- UNCTAD (2014) *World Investment Report 2014*, UNCTAD
https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf (2022年2月18日参照)
- The World Commission on Environment and Development (WCED) (1987). *Our Common Future*. Oxford: Oxford University Press.
- 山岸俊男 (1998) 『信頼の構造』 東京大学出版会
- 山口昌樹 (2019) 「何が地方銀行を海外有価証券投資に駆り立てたか」 『証券経済研究』 第107号

注

1. PRBは後述のPRI同様、UNEP FI (国連環境計画金融イニシアティブ) の主導により進められてきたものであり、2021年12月時点の公表で世界265の銀行が調印、銀行運用資産の45%超。日本

の地銀では九州フィナンシャル G、滋賀銀行などが調印している。PRB は、「経営戦略と人々のニーズや社会のゴールとの整合性を取る」、「好ましいインパクトの増大を図り目標を明確にする」、「顧客らへの働きかけ」、「ステイクホルダーとの連携」、「責任ある銀行の統治や文化を通じて原則にコミットする」、「透明性と説明責任を徹底する」の6つを原則としている。

2. ESG インテグレーションは ESG 要素を統合し投資判断を行うこと、ネガティブ・スクリーニングは好ましくない対象を投資先から外すこと、企業エンゲージメントは株主として企業活動に影響を及ぼすことを目的として経営陣とコミュニケーションをとること、規範ベース・スクリーニングは国際機関等の提唱する規範に基づく投資、サステナビリティ・テーマ型投資は持続可能性を重視した投資、ポジティブ・スクリーニングは好ましい対象に優先して投資すること、インパクト/コミュニティ投資は投資に伴う効果を期待したり、劣化する地域を救うための投資。詳しい内容については、GSIA (2021) を参照されたい。
3. PRI には遵守すべき「6つの原則」が下記のように明記されている。PRI のウェブサイト <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> 参照。(2022年2月18日参照)
 - ①私たちは、投資分析と意思決定プロセスに ESG 課題を組み込みます。
 - ②私たちは、活動的な所有者になり、所有方針と所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
 - ③私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。
 - ④私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
 - ⑤私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
 - ⑥私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。
4. 筆者はこの「SRI 研究会」では、コミュニティ投資関連の総括を担当し、アメリカのコミュニティ

開発金融機関やその支援機関と、マイクロファイナンス事業者や支援機関等の取材にあたり、谷本編 (2007) の執筆と刊行に参与した。

5. 唐木 (2020) 16ページにて言及。なおイギリスの1999年の年金法改正については、林 (2019) も参照。
6. Social Return の定義について「Social Dividend (社会的配当) を生むもの (TSA Consultancy Ltd (2003))」などとする試みがあったが、今度は社会的配当の定義が必要になるなど、定義のために新たな用語定義が必要となる、いわば”無限ループ”に陥ることとなった。00年代前半にはアメリカのロバーツ事業開発財団 (REDF) による社会的 ROI (SROI) を求める取り組みがみられたが、評価の対象となる取り組みのみから得られた社会的便益 (当初は公的収入増と支出減の数値で計測を構想) の算出は容易ではない (別の要因の影響を排除することの困難性)。ただし、SROI についての検討はのちにイギリスの New Economics Foundation に引き継がれ、以後も多様な主体で検討が続けられている。
7. GIIN のウェブサイト参照。 <https://thegiin.org/> (2022年2月18日参照)
8. 内閣府社会的インパクト評価イニシアティブのウェブサイト参照。 https://www5.cao.go.jp/kyumin_yokin/initiative/initiative.html (2022年2月18日参照)
9. 投下した資本に対する配当を求めないことに止まらず、ケースによっては元本の償還も求めないものも対象と考えるもの。
10. ただしリスクを分散 (variance) だけでなく、可能性 (probability) や不確実性 (uncertainty) の3タイプに分けて検討していることが特徴である。
11. M-PESA の最大の特徴はインターネットを使用せず、フィーチャーフォンのショート・メッセージ・サービスを使用し、低コストでの運用を可能としていることである。詳しくは唐木 (2015) や、岩坂・唐木 (2020) の pp151-153などを参照。
12. Becker (1971) の示した「差別嗜好」を念頭においた表現である。
13. 「各概念の提唱者やフォロワーの多くが他の概念

を適切に参照することなく」(森永(2021)170頁)であるとか、問題が収斂しようとしないうこと、「各概念のオリジナリティや相互の関連性に関する議論の欠如である。提唱者やフォロワーたちによる近隣の研究領域へのレビューはほとんど行われておらず」(ibid. 5頁)といった状況である。

14. それらを総括的に検証したレポートも少なからずみられる。DB Climate Change Advisor (2012)などを参照。
15. ウェブ記事 URL <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-on-corporate-bottom-line/> (2022年2月18日参照)
16. ポランニーらの「3セクター」論の交換メカニズムを想定している。
17. SDGsに先立つ開発目標として、2000年の国連ミレニアムサミットで採択された貧困撲滅を謳うMDGs (Millennium Development Goals) がある。MDGsにおいてもSDの考え方が取り入れられているが、MDGsにさらに先立つ1992年のリオの環境会議の「環境と開発に関するリオ宣言」やそれを具体化するための「アジェンダ21」でも取り入れられた。
18. 金銭消費貸借契約に基づき調達側が負債で受けるものを融資タイプ。匿名組合契約に基づき負債で受けたり、出資を資本で受けたり、償還の不確実性のより高いものを出資タイプと考える。
19. ゆうちよ財団から受託した『わが国ソーシャルファイナンスの実態的研究』の2016年の取材時に、広島や新潟などで聴取。
20. もしも満たせない状況が続く場合には、資源の供給が得られなくなる可能性がある。
21. 預金者の具体的な期待を収集しそれを事業活動に反映させた銀行の例として、イギリスのコオペラティブ銀行が挙げられる。筆者が同行を取材した2005年当時には、同行は倫理規定を預金者による投票によって決定し、その倫理規定に基づき融資先のネガティブ・スクリーニングを実施し、好パフォーマンスの好循環を実現していた。唐木(2008)参照。