

企業の社会的責任（CSR）と 機関投資家のコーポレート・ガバナンス

首藤 恵

若林常務理事 大変お待たせいたしました。今月の「証券セミナー」を開催させていただきます。

本日は、御案内いたしましたように、早稲田大学の首藤恵教授をお招きしまして、「企業の社会的責任（CSR）」と機関投資家のコーポレート・ガバナンス」と題してお話を伺うことになっております。

首藤教授につきましては、皆様方よく御存じのことと存じますが、お手元に御略歴をお配りさせていただいております。それに沿って若干御略歴を御紹介したいと思っております。

昭和四五年に慶応大学の経済学部を御卒業になりま

して、六二年に慶応大学の博士課程の学位取得をなさっております。その間、昭和四七年四月には、私どもの日本証券経済研究所に御入所になり、その後、明海大学、中央大学を経て、平成一六年四月から早稲田大学大学院のファイナンス研究科教授に御就任になり、現在に至っております。

その他にも、数多くの公的機関の理事をなさっておりますが、特に証券経済学会、日本金融学会等において御活躍中でございます。また、東京証券取引所において、「四半期ディスクロージャー」の研究会が設置された折には、首藤先生が座長を務められ、四半期

ディスクロージャーの考え方、手続等について報告書を出しておられます。

このように、首藤先生は、証券界にも大変縁が深いわけですが、本日の講演会では、最近盛んに議論されており、コーポレート・ガバナンス、企業の社会的責任の問題に加えて、より証券界に関係の深い話として社会的責任投資（SRI）などの問題につきまわって、その背景、考え方について、先生からお話をお伺いしたいと思います。

それでは先生、よろしくお願いたします。

はじめに

早稲田大学の首藤と申します。

今日は、日本証券経済研究所、高橋理事長を初め、研究所の方々のおかげをもちまして、ここで

「企業の社会的責任（CSR）と機関投資家のコーポレート・ガバナンス」という題でお話をさせていただくことになりました。

企業の社会的責任に関連する話題は、このところマスコミを中心に耳目を集めております。しかし、企業の社会的責任について、日本では少し偏った理解がなされているのではないかという気がいたします。

企業の社会的責任の問題とは、突き詰めていけば企業のコーポレート・ガバナンスの枠組みでとらえるべき部分かなり大きゅうございます。それですべてカバーできるわけではございませんけれども、ガバナンスの観点から今求められておりますのは、企業を取り巻くさまざまな環境変化の中で、企業が企業として行動していく上でどういった行動の規律づけを行っていかなければいけないのかです。私は、あくまで価値創造主体ある

いは利潤追求主体としての企業がなすべきガバナンスという観点から、社会的責任の問題をとらえてみたいと思います。

今日のお話は、大ざっぱに三つ焦点がございませう。今申し上げましたように、企業を取り巻く環境が大きく変わり、企業に対する評価がさまざまな角度から行われている。それが最終的に企業価値あるいは株価につながっていくということでございます。つまり、企業が直面している外部ガバナンス環境は非常に大きく変わっている。そういった構造変化をしっかりとらえなければいけないということが第一でございます。

第二点といたしまして、そうした変化の中、社会的責任の問題をコーポレート・ガバナンスの枠組みでどのようにとらえるべきかを明らかにしたいと思います。

外部ガバナンスの構造変化と申し上げました

が、企業活動が多面的に評価される状況であつても、最終的に企業価値という観点からそれをとらえて、企業の規律づけに最も大きな貢献を果たすのは、やはり投資家でございます。その中で機関投資家の役割が極めて注目されるべきであると思ひます。そこで第三点目として、企業の社会的責任の評価について機関投資家の果たすべき役割と日本における課題についてお話をしたいと思います。

一、企業活動とステークホルダー

(1) 外部環境の五つの変化

まず、企業活動とステークホルダーとの関係から企業の外部環境変化についてお話しします。

私は大きく次の五つの変化をとらえるべきではないかと思ひます。

一つ目は、企業活動の広がりと組織の複雑化が、さまざまな利益相反の問題を引き起こしていることです。企業の活動が極めて広域化し、クロスボーダー化が進んで、かつ、昨今のコングロメリット化に象徴されるように企業組織が極めて複雑化している。

これまででは、利益相反問題として認知していなかったことが取り上げられる、あるいは、異なる地域にまたがって経済活動が行われれば、ある地域では大きな問題とはならないことが、ほかの地域では大きな問題として取り上げられるような事態が生じている。つまり、ステークホルダー（企業の利害の関係者）として認知される主体が広がって、なおかつその間の利害対立が複雑化してきているというのが第一点でございます。

二つ目は、情報技術革新の進展にもなう企業情報の伝達速度の急速な上昇です。あるローカル

なマーケットで生じた事象がリアルタイムで世界中で伝播され情報として共有される。企業の不祥事とか、地域社会など特定のステークホルダーとの間の紛争といった利益相反に関する問題が生じたとき、これまではローカルなレベルにとどまっていた情報が瞬時にしてグローバルなレベルで共有されてしまうことになったわけです。

同時に、企業サイドからの積極的な情報開示が求められ、なおかつその開示のタイミングについて厳しく要請されるようになってきました。

三つ目は、企業に対する見方、社会的な要請自体が大きく変わってきたということです。

これまで、企業は社会の一員であるとか、企業市民とかそういった言い方はありましたが、これも、現実の問題として、企業活動の経済的側面のみが目され、社会の一員である企業の活動の社会的側面が評価されたり、あるいは社会の一員と

して企業の行動ルールが求められるということ
は、それほど強くはなかったわけです。しかし、
社会が成熟化するにつれて、個人と同じように企
業であつても社会の一員としてきちんとルールを
守らなければいけない、そういった行動規範が極
めて厳しく求められるようになった。

そしてなおかつ、社会の価値観の多様化によ
り、企業行動の規範あるいは評価基準が多様化し
ている。つまり、企業活動の社会的影響が注目さ
れ、企業はただ利益をあげればよいというのでは
なく、多様な社会的要請に真摯に応えてその行動
を説明できなくてはならない。

四つ目は、それと関連いたしますけれども、自
分の提供した資金が最終的に社会の中でどのよう
に使われるのか、資金の流れに関する一般の関心
が高まったことです。これまで外部ステークホル
ダーとして最終的に資金を供給する家計とか個人

が、直接に市場で資金を提供する割合は日本では
余り大きくなく、金融機関を通じて間接的に供給
する資金が大きな割合を占めておりました。した
が、いまして、例えば銀行にお金を預けると、その
お金がどう使われるかということには余り関心が
払われませんでした。資金の流れに対する一般の
関心が高まった、これは非常に大きな変化である
うと思えます。

五つ目といたしまして、多面的なモニタリング
と多面的な開示の要請です。単に事業活動がうま
くいつているかどうか、利益を上げているのかど
うかということではなくて、その事業活動のプロ
セス、あるいは事業活動の直接・間接的な影響が
生みだす社会的コストとベネフィットも含めて、
企業の活動の波及効果に高い関心が持たれるよう
になり、多面的なモニタリングが行われるように
なりました。

そして、モニタリングをする上で必要な情報開示も、財務情報だけではなくて、非財務情報も含めて、開示の要請が高まってきているということでございます。

(2) ステークホルダーとしての各種の経済主体

次に、企業の利害関係者という意味でステークホルダーという言葉を使いましたけれども、ステークホルダーとは一体どういう経済主体を指すのだろうかということについて、少し御説明をしたいと思えます。

教科書的になりますけれども、企業活動とは何かについてから説明したいと思えます。

最初に申し上げましたように、企業というのはあくまで経済資源を最も効率的に利用して、必要な財・サービスを提供する、つまり価値を生産する主体でございます。

価値の生産の過程にはさまざまな利害関係者が直接・間接に関与します。企業の内部では経営者と従業員。これがいわゆる内部ステークホルダーです。経営者も、経営資源を提供する経済主体であり、一つのステークホルダーと捉えられます。

代表的な外部ステークホルダーには、外部資金の供給者である株主と債権者、原材料の購入先あるいは製品の売却先を含めた取引先企業、それから、最終的に製品・サービスを購入する消費者が含まれます。どのような経済活動も最終的には消費につながっていると考えなければいけないわけで、そういう意味でのエンド・ユーザーです。

それから、企業活動をする上で関わる地域コミュニティ・環境、これも外部ステークホルダーでございます。例えば地域コミュニティ・環境がどのような形で企業の活動にかかわるかといえば、生産の場として提供するだけではなくて、公害・

景観・雇用などさまざまな形で企業の外部効果を、好むと好まざるとにかかわらず被るからです。

最後に、広い意味では、規制当局もまた企業の重要なステークホルダーに含まれるのです。規制当局は、多様なステークホルダーに対して、一種代理人として行動する。例えば、具体的には消費者保護とか、投資家保護とか、あるいは労働者保護という言葉であらわされる役割です。そういうふうに考えますと、企業というのは単に従業員と経営者、あるいは経営者と株主といった関係から成り立つわけではなくて、多様なステークホルダーを巻き込んだ一つの大きな組織だと考えることができます。

こういった説明をすると、ステークホルダーはどこまでも広がってくる、それはどうとらえたらいいのか、こういう疑問もわいてくるでしょう。

う。けれども、考え方としては、企業活動とはさまざまなステークホルダーの貢献とコスト負担から成り立つ活動だと理解すべきであると思っています。

この考え方は、企業活動に対する「ステークホルダー・アプローチ」と申し上げていいかと思いません。

(3) 企業活動の目的と含意

次に、企業活動の目的です。あくまで価値を生産する主体が企業なので、企業活動の目的は企業資源の効率的な利用である。それは、裏側から見れば、長期利潤の最大化、企業価値の最大化ととらえることができるわけです。これは当然とおっしゃられるかもわかりませんが、これも。

もう一方で、この企業は、目的に沿って生み出

された成果を配分する仕組みでもあるわけです。

企業活動に参加した（あるいは影響を被った）経済主体に対して、その貢献に応じたリターンあるいはこうむったマイナスの影響に対して対価をきちんと評価して支払っていく。つまり、成果の公正な配分がどのくらい十分に行われているかが問われる。

現実の企業は一時的に組織化されて利益を上げて解散するものではなく、企業活動の持続性、経営の持続性というのが、ゴーイングコンサーンとしての企業のもう一つの目的であるはずですが、いまは、利潤の追求あるいは企業価値の最大化というのは、あくまで先に述べた意味での公正性を前提とする効率性の追求でない限り、企業経営は持続可能ではないといわなければいけない。

そこで、企業をさまざまなステークホルダーが

ら成る組織ととらえれば、企業として存続し、利益を上げ続け、価値を高めていくには、ステークホルダーの間で企業活動に関する十分な理解と合意が形成されなければいけないし、協調が不可欠であると考えられるわけです。ステークホルダー間の対立は、企業資源の効率的利用を阻むコストやリスクを生むからです。

企業はだれのものか、株主のものに決まっているという言い方が一時ありましたけれども、このようにとらえますと企業が株主のものであるはずがないわけで、株主はあくまで残余利潤を受け取る権利を与えられた、事業リスクを有限責任で負担する立場にあるステークホルダーです。リスクを負担し残余利潤を請求する立場にあるからこそ、企業の効率的な経営に最も強い関心を持ち、そして企業がそういう方向に活動するようにモニタリングし方向付けるもつとも強いインセンティブ

プを持つステークホルダーなのです。いわゆる「シェアホルダー・アプローチ」というのは、このように理解すべきでしょう。

ですので、ここで私が申し上げたステークホルダー・アプローチは、長期的な観点に立つならば、シェアホルダー・アプローチと何ら変わらな

いと考えるべきであると思います。

OECDコーポレート・ガバナンス原則は、世界中のコーポレート・ガバナンス・ルールあるいは行為基準をつくり上げる上でのベースになっています。その前文では、所有と経営の分離に焦点を当てて議論されているけれども、それはステークホルダーの合意と協調があつて初めて成り立つものである明確に書いているわけです。九年のOECDのレポート (M. Naher and T. Andersson, Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth) で

は、ステークホルダー・アプローチとシェアホルダー・アプローチを取り上げて、それは矛盾するものではないと明確に論じています。

ですので、まずは企業をそういう視点からとらえることなしには、直面している環境変化に企業がどう対応していくか、行動を打ち立てていくことはできない。少し過激な言い方ですが、まずそのことを指摘したいと思います。

(4) ステークホルダー間の利益相反と情報

企業をステークホルダーから成る組織ととらえ、企業価値の向上のためにはその間の合意と協調が不可欠と申し上げましたけれども、問題は、当然のことながら実際には多様なステークホルダーの間で必ずしも意見が一致しない点にあります。意見が一致しない一つの大きな要因は、ステークホルダーの間における情報の格差です。情

報に差があるがために利害対立が出てくるわけですから。

例えば、株主と経営者との間。株主への利益の分配と経営者の報酬（金銭的・非金銭的）との間のせめぎ合いとよくいわれるわけですけれども、もしも経営者の行動を完全にモニターできる、情報が完全に手に入るのであれば、こういう問題は出てこない。完全情報が前提とされる競争市場のモデルでは、利益相反問題は出てこないわけです。

それから、株主と従業員との関係、投資家と債権者との関係、経営者と従業員、株主と環境あるいは地域との関係など、企業は貢献と対価をめぐる複雑な利益相反の可能性をほらんだ組織であるところであることができる。

さらなる問題は、そういった企業活動に直接・間接に参加する主体の間に生じるさまざまな紛争

や利害対立の可能性についても情報に差があることです。例えば、リスクを評価する情報が十分に得られないために貸し手が企業のリスクを過大評価して貸出条件を引上げる。あるいは株主が過度に高いリスク・プレミアムを要求する。環境問題に対する企業と地域との認識の違いが地域とのさらなる軋轢をもたらすなど。そういった可能性の利益相反を経営者が正しく認識し、紛争や対立を事前に防いだり、あるいは利益相反が紛争として生じたときに円滑に解決することが必要になってくる。そのかぎは、ステークホルダーの間の情報の格差をいかに埋めるか、その努力にかかっているとあります。そうした努力があつて初めて、経営者と他のステークホルダーの間の合意と協調の形成が可能になると考えることができるだろうと思います。

二、外部ガバナンス・メカニズム

(1) 企業経営への監視と情報の流れ

見方を変えれば、企業経営は、多様なステークホルダーの監視と評価に常にさらされているということができます。企業に対する外部ガバナンスのメカニズムは、今までは株主によるガバナンス、債権者によるガバナンスという極めて狭い範囲にとらえられていたわけですが、いまや、企業経営は、三つの市場メカニズムと、二つの非市場メカニズムによって常に監視されていることを認識しなければいけないだろうと私は思います。

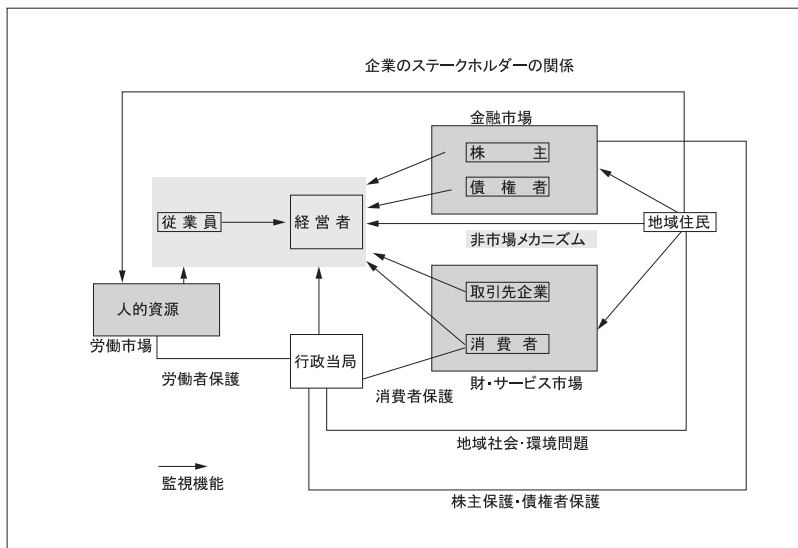
図表1に示されているように、従業員と経営者から成る内部組織、企業と社会を結ぶNPOとかNGOなどの社会的仲介機関。そして次の三つの

市場。株式市場、銀行、債券市場などの金融市場。消費財市場と中間財市場を含む財・サービス市場。人的資源が取引される労働市場。これら二つの非市場組織と三つの市場によって、企業経営はモニタリングをされていると申し上げたいと思います。

生産物の市場、財・サービスの市場では、消費者は最終的に手にする商品の質だけでなくサプライチェーンを含めて生産プロセスで生じる社会・環境・倫理的な問題を極めて敏感に反応する状況になっております。サプライチェーンの中で、取引先企業がどういう関係を当該企業と持つのか。そういう点も含めて、財・サービスの市場で経営の質と商品の質が監視されている。

日本でも人的資源は最近非常に流動性が高くなりつつあります。優秀な人材を確保するといったときに、優秀な人材であるほど労働市場で企業を

図表 1 ステークホルダーと企業経営



厳しい目で選別している。

今までのように、単にどれだけ事業の業績を上げたかというだけではなくて、能力開発やキャリアパス、従業員の評価システムやインセンティブ・システムなどの内部組織や、その企業の誠実さに対する社会的評価など、そういったものを含めて企業を評価いたしますし、従業員は常に外のマーケットと内側の労働環境や企業の持続可能性を比較しながら選別を行っている。外のマーケットでより優れた企業があるとすればそちらにシフトすることは、今では珍しいことではなくなっているわけです。

そういう点で、優秀な人材を確保しようと思えば、企業の従業員対策や社会的側面等を含めて評価にさらされていることを認識すべきだろうと思います。

それから、金融市場では、これは当然のことな

がら資金供給者はこうむるリスクに応じたリターンを期待できるかという観点からモニタリングを行うわけですし、そのために必要な情報を求めてくる。外部の非市場メカニズムとして、地域住民等が、例えばNPOとかNGOといった、社会活動家の仲介を通じて企業活動を監視している。

これらの多様なモニタリングに対して行政当局は、さまざまな角度からステークホルダーの権利を保護する制度を構築しバックアップしている、こうとらえることができるだろうと思います。

もう一回繰り返し返しますけれども、企業経営は三つの市場を通じた監視に加えて、企業の中と企業以外の二つの非市場メカニズムを通じた監視にさらされていると申し上げたいと思います。

(2) 企業活動の社会的側面とリスク

次に、もう少し焦点を絞りまして、企業の直面

するリスクについて考えたいと思います。

これまでは、企業経営に関連するリスクは、多くの場合、事業リスク、金融リスクに限定されていたのですけれども、企業が直面するリスクは、もっと広範囲です。例えば、組織内部のリスクとしてインセンティブリスクがある。従業員のモチベーションをいかに高めるかが、実は企業の経営の成果につながってくるわけで、モチベーションの不確かさがリスクを生み出すのです。経営者も一つの経営資源を提供するステークホルダーでありますので、経営者のモチベーションを安定して高めるような報酬体系とか評価のシステムが必要になってくるだろうと思います。

それから、外部ステークホルダーとの係争のリスク。地域住民とか製品の質の問題も含めて、経済的な外部効果の内部分化が失敗すれば、訴訟、賠償、不買運動など、リスクとしてはね返ってくる

る。

さらに、評判のリスク。各市場を通じて企業が直接的に評価されるだけでなく、社会的な評価が株価等市場評価にはね返ってくる。

ステークホルダー間の関係が、企業のリスク構造とリスク水準を決定することになるわけです。ですから、株主が最終的に残余利潤の請求者として負担するリスクは、こうした企業の総合的なリスクであるという認識が必要だろうと思います。

三、企業の社会的責任（CSR）と企業価値

(1) CSRの三つの側面

次に、企業の社会的責任（CSR）と企業価値の関係について、少し詳しくお話したいと思

ます。

その前に、CSRの考え方をまとめておきましょう。今までは企業の社会的な影響とか社会的評価、こういう言葉を使ってまいりましたけれども、CSRの問題としてこれをとらえるときには、私たちは三つの側面に分けて考える必要があるだろうと思います。（図表2）

一つは、当然果たすべき「社会の一員としての義務」、これはCSRではなくてSRと呼びたいと思います。例えば法令遵守とか環境保全、これは個人でも企業でも持続可能な社会の一員として求められるのは当然のことですので、これは企業活動の前提であるにとらえるべきであろうと思います。

二つ目、これは「企業戦略としてのCSR」。価値最大化を目的とする企業が価値を追求していく過程で当然考慮しなければいけない社会との調

図表2 CSRの3つの側面

①社会の一員としての義務—基本的SR

・環境保全・法令順守は、企業活動の前提。

②企業戦略としてのCSR＝基本的CSR

・社会的価値基準と調和する企業価値の追求

③社会貢献としてのCSR

・企業資源の社会的利用、社会への利潤還元→所得移転

和とか社会に対する影響に対する配慮あるいは対処、これは企業戦略として不可欠であると申し上げたいと思います。

三つ目として、「社会貢献としてのCSR」。例えば寄附とかフィランソピー、従業員が浜辺とか地域で掃除をするなどのボランティア活動、こういうことが社会貢献ととらえられているわけです。これは、いつてみれば、企業が生み出した利潤をどう社会に還元するかであったり、あるいは企業資源の一部を社会的に利用する活動ととらえることができるわけで、一種の所得の移転とみなすことができます。

日本の場合の問題は、③の「社会貢献としてのCSR」が拡大解釈されていて、あたかもそれが企業の社会的責任であるというふうに取り上げられていることです。他方、社会の一員としてはたすべき義務である、コンプライアンスは狭

い意味の法令遵守ととらえられ（もっと広い意味での社会的なルールを守るのがコンプライアンスですが）企業活動のコストとみなされている。こういったある種のゆがみがあるわけです。

①のSRは当然のこととして、企業が企業として行動する上で最も重要なのは、②の「企業戦略としてのCSR」になると思います。

企業活動その過程でさまざまなリスクを引き起こして、それが企業の評価にもつながっているとということになれば、実は②の「企業戦略としてのCSR」というのは、企業のリスク管理でありまさにコーポレート・ガバナンスの問題になるわけです。

(2) 企業価値の決定要因

そこで、企業価値の決定要因についてまとめて

みましょう。

簡単な式で、ここにいらっしやる皆さんには当たり前ではありますが、ファイナンスのテキストによれば、企業活動が生み出す価値は、Net Presented Value で計算される。（図表³）

企業価値の決定要因は二つの部分に分けることができる。一つは分子である期待利潤。期待利潤をいかに高めるか。もう一つは、他の条件が同じであれば、分母の現在割引率をいかに小さくするか。

期待利潤を引き上げるためには、予想収益を伸ばすか、あるいは予想されるコストを下げるか。それから、現在割引率を下げれば企業価値が上がりますので、それにはリスク・プレミアムを下げる必要がある。つまり、与えられた条件のもとでなるべくリスクを小さくすることが企業価値の最大化につながるわけです。

図表3 企業価値の決定要因

★企業は多様なステークホルダーからなる組織

★企業価値とは

企業活動に直接・間接に関与する多様なステークホルダーが
生み出す純価値 Net Presented Value

企業価値(NPV)

$$= \text{期待利潤} / (1 + \text{現在割引率})$$

企業価値の向上のためには

期待利潤↑ = 予想収益↑ - 予想コスト↓

現在割引率↓ = 安全利子率 + リスク・プレミアム↓

(3) CSRと企業価値

次に、CSRと企業価値の関係を考えてみますと、ステークホルダー間の利益相反が紛争という形で出てくるならば、それは、当然のことながら訴訟コストなど期待利潤を構成するコストを引き上げて期待利潤を小さくするでしょうし、それが従業員とか経営者のモチベーションを低めることになれば、これも期待利潤の低下につながるはずであるわけです。

将来の企業活動の不確実性を高めるような利益相反の問題の可能性があるとするれば、潜在的なリスクをはらんでいることになりしますので、それをいかに小さくするかが企業価値を高める上で決定要因になる。単純に申し上げるとこういふふうにいえるかと思えます。

したがって、企業戦略としてのCSRとは、企業の収益性や直接に直面するコストの問題

だけではなくて、まさにリスクの問題にかかわってくる。

(4) CSRとリスク管理

つまり、CSRはリスク管理の問題ととらえるべきであって、事前にどのようにリスクを認識するか、リスクに関する情報をどう集めるか、リスクに対してどう対処するか、もしも一度それがコストという形で実現したときには、事後的な対応措置をどのようにするか。こういう戦略問題としてとらえなければいけないことになると思います。

株式会社の場合、企業活動のリスクは最終的に株主が負わなければならないとしても有限責任ですから、潜在的なリスクは他のステークホルダーに転嫁される。こういう内在的問題を持っているわけです。経営方針として株主の利益だけを重視

することは、実は他のステークホルダーへのリスク転嫁を見逃している。それが認知されたときには、企業経営の破綻とかサドンデスという形で表面化することになる。

また、CSRに関するリスク管理というのは、さまざまなステークホルダーに対する影響に配慮して企業の経営をやったとしても、それがすぐに目に見えるような形で出てこない可能性がある。

この場合には、ダウンサイドのリスクをできるだけ小さくする、サドンデスとか破綻の可能性をいかに小さくするが、そういうリスク管理の問題としてとらえるべきである。つまり、企業が直面するさまざまな負の社会的な影響あるいは他のステークホルダーとのコンフリクトを、経済的なリスクに転嫁させない仕組みを構築するということ

が、企業に求められているリスク管理なのです。そういう観点に立つならば、企業の内部リスク

管理をもっと広げて、社会的なリスクも含めて対応しなければいけないことになりすし、そういった面での情報収集、分析、開示のシステムを社内体制として整備していくことが必要になってくる。そう考えますと、これはまさにガバナンスの問題ということになるわけです。

(5) CSRと企業パフォーマンス

次に、特に証券業界の皆様は、CSRというのが実際に投資のリターンにつながるか、利益になるかどうかというのに御関心が高いわけですので、ここで幾つかの実証研究の例を挙げてみたいと思います。

日本では余り多くございませんので、まずアメリカの実証研究の例を挙げましょう。

アメリカはかなりの膨大な蓄積がございます。

CSRの格付が、企業のパフォーマンスつまり会

計的な利益とか投資収益率にどういった影響を与えているかを実証的に分析した例が多々ございます。その中の代表的な研究結果は次のようにまとめられるでしょう。

まずCSR格付と会計利益、ROAとかROEとの関係については、おおむね正の効果があるという研究が多いようです。もちろん、それに対して懐疑的な研究もありますが。

それに対してCSR格付と株式投資収益指標との関係について、逆に懐疑的、否定的な結果が多い。それではどうしようもないと思われるかもしれませんが、少なくとも株式収益性効果に関しては実証結果はおぼつかない。

他方、リスクに対してどういった影響を与えているか。これに関して幾つか興味深い研究がございます。例えば、環境問題への対応がトータル・リスクとシステムック・リスクを削減するという研

究結果がございませし、会計リスクは削減するけれども、市場関連のリスク削減にはかばかしい効果が見られないとする研究。あるいは、会計指標とベータのいずれもリスク削減効果を持つといった研究がございませす。

おおむねCSRに配慮する企業の方がリスクは小さいという結果といえるのではないかと思ひませす。

日本に關しては、それほど多くの研究はありませせんが、例えば二〇〇四年の経産省レポートでは、おおむねCSRレーティングと企業パフォーマンスの間に正の關係がある、こつこつ結果が得られておりませす。

私が今年のファイナンス学会に報告いたしましたケースを御紹介したいと思ひませす。

これは非常に明確な結果といつわけではございませせんけれども、リスク削減効果が見られませ

た。CSRのレーティングは評価基準によつてかなり違つてくるので、四つのCSRインデックスを用ひませました。ダウ・ジョーンズ、エティベル、ロンドン取引所のFTSE、モーニングスターのCSRインデックスです。各インデックスに含まれる日本企業をグループ化して四グループ間で比較する方法与、それらのインデックスに選ばれていない同業種、同規模の企業を選んて、非CSR企業グループをつくり、それとインデックス企業グループとを比較する、二つの方法を行つてみませした。五年間平均で、会計利潤率と投資収益率、トーピンq、リスク、指標、それぞれについてグループ平均の差の検定しました。

主要な結果は、第一にCSR企業と非CSR企業の間で業績ベースのリスクの差が検出されませした。やはりCSR企業はリスクが小さい。第二に、異なるインデックス・グループ間では、明確

にCSR方針を出している企業を評価するインデックスと、総花的・多面的にCSR活動をチェックしているインデックスとの間で差がある。明確な方針を打ち出しているインデックスに選別された企業の方が、パフォーマンスがよいという結果でございました。

(6) 実証研究結果からの示唆

これらのことから、非常に雑駁なまとめになりますけれども、まずCSRに関して「リスク・アプローチ」が有用である。つまりリスクの側面から企業のパフォーマンスに影響を与える。これがCSRのかぎといえるかと思えます。

それから、CSRに対する認識でございます。あれもこれもと多彩なCSR活動を行うより、明確なCSR戦略こそが重要である。つまり企業価値を高める上でどういうCSR活動をすべきか、

本業としてのCSR活動についての理解が重要であると。

企業の市場評価、株式市場による評価に关しましては、一般に必ずしも明確な結果が出ておりません。これはどう理解するかですけれども、一つは株式市場にはさまざまなノイズがありますので、それをどうコントロールするか、分析手法の問題があります。企業サイドの問題として、CSR活動について投資家への説明不足、情報開示の不十分さ、投資家の関心の低さがこういう結果をもたらした要因ではないかと思われま

四、CSRと社会的責任投資（SRI）

次に、CSRとSRI（社会的責任投資）との関係を考えてみたいと思えます。

御存じのように、SRIには、一定の社会的価値基準に基づいて企業を選別して投資を行うというところで、一定の基準で優良な企業を選び出すポジティブスクリーニングと悪い企業を排除するネガティブスクリーニングがあります。いずれにせよ、一定の社会的評価基準でスクリーニングしますので、投資ユニバースが制限されるために、投資パフォーマンスが低いのではないかといわれております。

それと、SRIには二つの立場があります。①一つはよりよい社会をつくり出すための社会運動の手段として、資金の流れに関与していこうという立場でありますし、②もう一つは、長期投資の視点から、さまざまな社会とのあつれきとか紛争、評判低下は企業の価値を損なうから、社会的基準を含めて企業を選別する必要がある。

私は、長期投資家としては②の立場が重要であ

ろうと考えておりますけれども、もちろん①の立場、多面的な社会での価値を反映する投資手段を提供していくというのも投資戦略として有用だろうと思います。

例えば、投資信託は、②だけではなくて、①の観点からさまざまなスタイル投資のファンドを提供していくことができます。

次に、SRIの市場を見てみましょう。アメリカのSRI市場は、二〇〇三年末で二兆一六四〇億ドルといわれています。推計の仕方ですけれども絶対的な数値ではございませんけれども、そのうち投資信託が七・五%、残りには年金基金関連であり、公的年金の社会的な問題に関する株主提案なども含まれます。

次に、イギリスのSRI市場。最新のデータがとれませんでした。二〇〇一年末現在で、二二四五億ポンドで、投資信託は六%でやはり極めて

小さい。あとは年金基金が八〇%を占めています。

いずれにせよ、欧米のマーケットでは、機関投資家がSRIのドライビング・フォースの役割を果たしているといえるだろうと思います。

次に、日本のSRIの市場ですけれども、二〇〇五年八月現在、いわゆる投資信託で一〇〇〇億円程度でございます。企業年金等は七五億円程度と極めて小さなマーケットです。環境投資を中心とした投資信託が主流で、年金基金等の長期機関投資家はほとんど関心をもっていない状況といえます。

世界的に見れば、SRIだけではなくてCSRに対する投資家サイドの考え方も、最近はかなり変わってきたと申し上げたいと思います。欧米の市場では、機関投資家がSRIの中心で、機関投資家の行動が企業の社会的責任を促進する役割を

果たしてきました。さらに最近では、次の三つの点で投資化サイドから、目に見える新しいアプローチが出てきたといえるかと思えます。

私は、CSRは企業リスクの側面からとらえるべきだ、リスクの側面から企業価値につなげてCSRの問題をとらえなければいけないと申し上げましたが、一つは、このリスク・アプローチの明確化です。

二〇〇四年の英国保険協会のレポート、Coweレポートと呼ばれるレポートによりますと、以前はCSRの問題は、スキャンダルを起こした特定の企業の問題として取り上げられることが多かったのだけれども、今は幅広いリスクを評価することによって、それが企業価値を評価しなくてはならないとするリスク・アプローチが一般的見方として広がってきている。したがって、そういった面で、SRIはもう特別な投資ではないの

だ。

二つ目は、非財務情報開示の必要性です。これは、国際的な機関投資家の組織であるICGNのことしのロンドン大会でも、一つのセクションで強調されたことです。CSRに関して、どこまで情報を開示するかそれ自体が企業戦略となり、企業の評価につながる。ですから、これから重要なのは財務情報の開示だけではなく、CSRなど企業経営の質に関連する非財務情報の開示です。いかにそれを定性的のみならず定量的に提供していくかがこれからの大きな課題であるというふうに取り上げられた。

したがって、コーポレート・ガバナンスの枠組みの中でCSRへのリスク・アプローチと、それを評価するための非財務情報開示の重要性が、投資家サイドから指摘されているということ

三つ目は、コーポレート・ガバナンスの公共的

な側面です。これはOECDのガバナンス原則の前文でも明確に書かれていることでありますけれども、日本では余り強調されておりません。また、ICGNでしばしば強調されるのは、質の高いガバナンスを企業に求めることは、その企業だけではなくて他の企業に対する波及効果、市場への波及効果、経済に対する波及効果を生む。そういった正の波及効果の面で機関投資家の行動は高い公共性を持っている。したがって、企業活動の社会的な影響についても、機関投資家は企業活動をきちんと把握する必要があるということです。

今、こういった三つの観点から、CSRをとらえることが機関投資家の役割なのだ、こういう認識が広がっていると申し上げたいと思います。

五、日本の機関投資家の行動

次に、日本の機関投資家のガバナンス行動を見ましょう。日本の投資家層は、このところ大きく分解しております。まずは個人投資家と機関投資家の分解によつて、代理株主と実質株主の関係が注目されている。

それから、個人投資家層が、一般的投資家とインターネット売買を行う短期投資家に分解してきている。一般的な投資家は、機関投資家を介した市場への間接的参加の傾向が強まってきた。

ところが、代理株主である機関投資家も分解してきている。例えばいわゆる投資ファンド、投資信託、長期投資家である年金基金など、分解が生じております。さらに、投資手法が極めて高度化・複雑化することによって、実質株主があいまい

になってきている。

そういう点をひつくるめて見ると、株主として企業のガバナンスに責任を持つ投資家層は一体どこなのか、長期的な機関投資家に行き着かざるを得ないだろうと思ひますし、そういう期待が極めて高まっている。

投資信託は、多様なタイプのファンドを提供して、さまざまな投資家にアピールしていく、これはこれで重要なことでありますけれども、長期的な視点から企業価値をモニタリングし経営の強い規律づけ行動を求めるのはやや難しいのではないかと。そうしますと、代表的な投資家としての役割を年金基金や受託機関といった長期投資家にゆだねざるを得ないのではないかと。こう考えざるを得ないと思ひます。

実際、投資顧問の運用資産残高が増加し、その中でも年金基金あるいは一任勘定がふえている事

実は、御説明する必要もないわけでございます。

現実の日本の機関投資家の株主行動を見ますと、企業年金連合会がリーダーシップをとって、活発な株主行動をはじめております。例えば、二〇〇五年の株主総会における連合会の反対投票率は三〇%、受託機関は二五%であり、非常に強い影響力を与える状況になっている。

これに対しましてイギリスの場合ですと、例えばU S S（大学年金基金）では、大体この半分以上くらいしか反対票がない。事前のコミュニケーション、対話を重視して、株主総会の場合の態度表明は最後の手段として残しておく。したがって、最終的に合意に達しないときのみ投票で否という態度表明を行う。こうした基本方針の違いがあるのです。

日本の場合は、まだまだそこまではいかなく、まずは議決権行使で態度表明をする段階によ

うやくたどりついた。こういうえる状況かと思えます。

実際の議決権行使の内容も、皆さん御存じのように、取締役の選任とか役員慰労金为中心で、最近では新株予約権の発行に対して反対が高まっております。いわゆる財務情報をベースにした意思決定が、大きな部分ではあるといえるわけです。

日本の機関投資家の株主行動がどのくらいガバナンス効果を与えたかに関して、幾つかの研究がございます。大雑把に言えば、最近の研究によれば、金融機関の所有比率が高いところはどちらかといえばパフォーマンスがよいという結果です。

さらに、年金基金の株主行動に関する研究を追いますと、一九九〇年代を観察期間とする研究では、余り年金基金のガバナンス効果は認められない。これは当然のことで、二〇〇〇年代に入ってから年金基金と受託機関が積極的な株主行動をす

るようになってきたのですから。

ことし一〇月の証券経済学会の報告の中で極めて興味深い報告がございました。日本証券経済研究所の研究員である若園智明さんの報告で、二〇〇一年を境に二つの期間に分けて、外国人保有比率あるいは年金資金の持ち株比率、企業パフォーマンスの関係进行分析しております。

この報告によれば、二〇〇二年以降に、年金基金の保有比率が高い企業は高いパフォーマンスをあげている、こういう結果が得られております。先行研究では、日本の中でこれまでガバナンスに関して影響力が強かったのは外国人だけである。

若園報告でも、一九九九年から二〇〇三年にかけて、外国人保有比率が高い方がやはりパフォーマンスがいい。しかし、二〇〇二年以降になりますと、外国人だけではなくて、年金基金の保有比率も高まり、企業の経営に影響力をもちつつあると

いえるかと思えます。

そこで、日本の機関投資家の現状を見ますと、長期機関投資家の保有比率が上昇トレンドを示し、かつ、ガバナンスの面でも影響力を発揮し始めたといえるだろう。資産運用ビジネスの成長とともに、機関投資家のガバナンス行動、株主行動の影響力はさらに高まってくるだろうと期待できるでしょう。

しかしながら、現在の日本の機関投資家の株主行動は議決権行使に関心が集中していて、CSRに関連する問題についての認識あるいは関心というのはいまだ低い状況である。

六、機関投資家と証券市場のガバナンス——課題——

最後に、我が国の証券市場の発展から見た課題

について三点ほど指摘しておきたいと思います。

第一に、企業経営の環境変化に対応したガバナンス。機関投資家は、個人と市場をつなぐ運用の代理人として企業活動の社会的影響を含む幅広いリスクをカバーして環境変化に対応したガバナンス行動をとっていく必要があるのではないか。

第二に、そのときに重要になるのは、今も大きな問題でございませうけれども、ガバナンス・コスト。情報活動とガバナンス活動のコスト軽減の努力が求められる。経営者とのエンゲージメントの促進という点でも、機関投資家間の連携をもっと進めていく必要がある。そういう点での情報コストの節約が、これから機関投資家に求められることではないだろうか。

三つ目として、機関投資家自体の行動の外部効果を十分認識する必要があるだろう。先ほどCSRの新しいトレンドとして、投資家からのCSR

に対するアプローチの最後のところで申し上げましたけれども、機関投資家の行動の公共性です。

機関投資家が市場の代表的なプレーヤーとして行動することが、市場に与える影響を十分認識しなくてはならない。それが大投資家であり代表的な大株主である機関投資家の社会的責任である。そして、それを顧客だけではなくて広く市場に対して説明していくことが、証券市場の効率性につながっていくと考えなければいけないと思います。

もちろん、CSRはコーポレート・ガバナンスの枠組みで完全にカバーされるものではないと思います。しかし、CSRの問題をガバナンスの枠組みでいかにきちんととらえるかが、これからの機関投資家の行動、証券市場の信頼性にかかわってくるのではないかと思うわけでございます。

以上でございます。

若林常務理事 首藤先生、どうもありがとうございます。CSRにつきまして、大変興味深いお話を伺うことができましたし、最後には機関投資家と証券市場の今後のあり方についても、大変御示唆に富むお話をしていただきました。大変ありがとうございました。

それでは、若干時間もあるようですので、御質問等ございましたらぜひ御発言いただきたいと思いますが、いかがでしょうか。

質問者 不勉強なもので、非常にベーシックな質問をいたします。

CSRレーティングという言葉が出てまいりました。例えば欧米では、企業の格付が、ムーディーズだとかスタンダード・アンド・プアーズのような格好で、第三者機関によるCSRレーティングなるものが存在するのということですか。

日本の場合、SR投資ですとかCSRというのは、ファンド、いわゆる投資信託の組成会社が、ここはCSRが非常にいいのだとか、熱心な会社ですというようなことで、ファンドが選んでいますが、このような会社については、やや不透明さを感じるわけです。本当にそうなのかと。

そういう利益相反ではないですけれども、そういう利益に関係ない第三者によるCSRレーティングなるものは存在するのでしょうか。

首藤 CSRレーティングは、客観的な第三者によっても評価されるのかについてのご質問と受け取ってよろしいですか。そういう評価機関自体が実は中立的ではないのではないかと、そういう御質問でしょうか。

質問者 中立的な評価機関というのはどこがあるのでしょうか。

首藤 例えばダウ・ジョーンズとかモーニングス

ターとか、ファイナンシャルタイムズとか、あとエティベルというベルギーの会社もございませう。そういうところは評価基準を公表しておりませう。

それから、評価結果を公表しない企業もございませう、それには、日本ではインテグレックスとかそういう会社も幾つかございませうけれども。

質問者 日本も評価しているということですか。

首藤 先ほど申し上げたように、四つの国際的な評価機関は、日本企業も評価しております。ですから、そこに含まれている日本企業を選び出して、含まれていないところとどう差があるのかを検定することも、パフォーマンスの差を見る上では有用な方法かと思ひます。

ただ、問題なのは、評価機関によって評価の基準がかなり違ふことです。

例えば、ファイナンシャルタイムズは、タバコとか武器の生産に関連する企業はそもそも排除されていませう。

ダウ・ジョーンズは何十項目にわたるチェック・リストをつくつて点数を配分し、スコアリングする方法をとつていませう。例えば人権問題とか人種差別の問題とか、社会適合性も含めて多面的にチェックして合計しませう。そうしませうと、全体としてむしろわかりにくくなつてしまつていませう傾向があります。どこのところに問題があるかが見えませうから。

それに対して、例えばエティベル社は、企業の社会的責任に対する方針自体を評価するやり方をしております。特定のレーティングだけをとり、それで高い評価を受けているからいいとか悪いといふのでは偏りがありますので、企業を評価するときは、見る方がそういう評価のバイアス

もきちんと理解する必要があるだろうと思います。

若林常務理事 よろしいでしょうか。そのほかにご質問等がありませんでしょうか。

質問者 私の理解が正しいかどうかも含めて御質問したいと思います。

企業の社会的責任（CSR）と企業価値という図表²では、①と②に焦点がある。①はベースで企業戦略としてのCSRが注目されるべきだという御指摘だったと私は理解しているのですが、機関投資家がどうという観点で、ガバナンスの意味も含めてこの問題に取り組んでいくべきなのかということについても、この二つのポイントを中心に考えていくべきだという御趣旨なのでしょうか。

もう一点は、ちょっと細かい話なのですが、大口投資家の分解という御指摘がございました。投資ファンドと長期間投資家とに分けられたのは、

投資ファンドというのは短期的な投資家だということ御指摘があったということでございますでしょうか。

首藤 CSRの三つの側面のどこにターゲットを置けばいいか。（図表²参照）

おっしゃるとおり、私は、②の企業戦略としてのCSR、つまり価値を生み出す、利潤を追求する主体としての企業にとって、利潤を追求する過程でどういうネガティブな社会的影響を生み出しているのかをきちんと把握し対応することが戦略としてのCSRであり、その企業にとってのリスク管理である。リスクを小さくしていくことによって企業価値を高めていく。そういう点で、これから機関投資家は社会的なリスクも含めて投資先企業を評価していく必要があるのではないかと、というのが私の考えてございます。

CSRで問題にされるのは③の側面です。社会

貢献としてのCSRを企業サイドは大きくアピールしようとするし、ある種のブランド価値を高める手段とか、一種のPR戦略とみなす傾向がある。それに対して投資家は、かなりネガティブな評価を与えていると思います。

そのところに、実際のCSR活動に対する、企業サイドと投資家サイドのギャップがあるのではないでしょうか。結果として、CSRなんて単にコストがかかるだけだ、こういう見方が投資家サイドに多かつたと思うのです。

社会貢献としてのCSRを何らかの形で企業価値に反映しようとするならば、株主や投資家の理解が必要でしょう。社会との融和とかそういう点で、望ましいと投資家や株主が評価するならば、それはそれでいいと思います。少なくとも投資パフォーマンスを追求する機関投資家であれば、②を重視して、③に関しては企業に説明責任を求め

ていくべきだと思います。その企業にとって本当に必要な活動なのか、あるいは社会が望んでいる活動なのか。といいますのは、企業がいろんなボランティア活動をしてアピールしようとする。ところが、それが地域社会に必ずしも評価されていないことはよくある。そんなことをする前に本業をちゃんとやってもらいたい、こういう厳しい批判があつたりする。

それに関して、やっている方の企業は、厳しい評価を実は認識していないといった問題があるのではないのでしょうか。機関投資家は、②に関してきちんと評価をしていくことによって、企業の活動に影響を与えることが必要なのではないか。もちろん、コンプライアンスとかそういうのは当たり前のことだと思っていたらだいたいと思っています。

もう一つのご質問でございますが、これもあつ

図表4 CSRと企業パフォーマンス—日本の実証研究—

- 1 実務的検証
経済産業省レポート(2004)
CSRレーティングと企業パフォーマンスに正の関係
- 2 首藤・増子・片山(2005)ファイナンス学会報告
3つのCSRインデックスに選別された日本企業と非CSR企業の比較
収益性—5年間平均ROE、ROA、株式投資収益率、トービンq
リスク—それぞれの5年間変動(1999-2003年度)
 - ①業績ベースでリスクの差を検出、株式関連データは差は検出されない
 - ②CSRへの取り組みの内容が多彩な企業よりも、基本方針・行動指針の明確なインデックスが良好なパフォーマンス。

しやるとおりでございます。ガバナンスのドライビング・フォースとなるのは長期機関投資家であると考えております。

若林常務理事 よろしゅうございますか。そのほかにご質問等はありませんでしょうか。

質問者 「CSRと企業パフォーマンス—日本の実証研究—」(図表4)のところで、2の②で、「取り組みの内容が多彩な企業よりも、基本方針・行動指針の明確なインデックス」とありますが、より具体的に御説明いただけますでしょうか。

首藤 取り組みの内容が多彩な企業というのは、例えば、人権にも配慮していますし、従業員に対しても優しい企業です、寄附もしています、あるいはボランティアの活動もしていますというように、多彩なメニューを挙げてこれだけやっているとおアピールする。しかし、そのような企業より

も、当社のCSR活動はどういう方針に基づいているのかが明確な企業、例えば従業員を高めるためにこういう人的資源の開発を行っているとか、地域の環境に関してはこういう目的で地域との融和をはかっています、というように明確にしている企業が、むしろパフォーマンスはいい。

CSR活動をあれもこれもやっているというアピールする企業は、適切な社会貢献を行っているのか疑問ですし、あるいは、価値向上や経営の改善につなげてCSRを戦略的に考えていないのではないかと思われれます。そういうことだと思います。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終わらせていただきたいと思います。

首藤先生、本日は本当に有難うございました。

（拍手）

（すとう めぐみ・早稲田大学大学院教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成一七年二月五日に開催されました。）

首藤 恵氏

略 歴

学 歴

- 昭和45年3月 慶応義塾大学経済学部卒業
昭和47年3月 慶応義塾大学大学院経済学研究科修士課程修了
昭和51年3月 慶応義塾大学大学院経済学研究科博士課程単位取得満期退学
昭和62年6月 慶応義塾大学大学院経済学専攻博士課程学位取得

職 歴

- 昭和47年4月 財団法人日本証券経済研究所入所、研究員。
昭和60年11月 同主任研究員に就く。
昭和63年4月 明海大学経済学部助教授に就く。
平成4年4月 中央大学経済学部教授に就く。
平成16年4月 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授に就き、現在に至る。

そ の 他

証券経済学会理事、日本金融学会理事、日本証券経済研究所理事、日本証券顧問協会理事、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ委員など。