

日本企業の社会的パフォーマンスと 金融的パフォーマンス―企業の社会的責任と証券市場―

首 藤 恵

はじめに

今御紹介いただきました早稲田大学の首藤と申します。この「証券セミナー」は二回目ということを先ほど思い出しました。このような場で再びお話ができる機会を与えていただきましたことを、日本証券経済研究所の皆様にご心より御礼を申し上げます。

今日のテーマは、「日本企業の社会的パフォーマンスと金融的パフォーマンス」です。企業の社

会的責任いわゆるCSRへの取り組みと企業価値との関係についてお話ししたいと思います。

日本では、CSRというのは経営者の方から余り歓迎されないといいますが、コストがかかるのか企業の行動を制約する要因と見られたり、実際の取り組みも、いわゆる社会貢献、社会のために企業が何かする、という見方が強いように思えます。その一方で、日本企業は独特の企業倫理、経営方針、リスク管理を重視し、長期的な経営という点では特徴的だということは海外でも評価されています。しかし、それに関しての十分な説明が

あるかどうかという情報開示の面では評価が低く、情報が不足しているというのも共通の指摘です。また、社会の構造変化とか企業環境の変化に対して鈍感ではないかという見方、自分たちのやり方に固執する点が多いという印象も、強く持たれています。

御存じのように、日本企業の事業活動の海外依存度は急激に高まりつつあるだけでなく、海外の投資家が日本市場のメジャープレイヤーになっていく現実がある。海外市場での日本企業の活躍と国内への海外投資家の進出という観点から見たときに、投資家の企業活動に対する評価の仕方や、企業の情報発信の仕方には、内外のギャップがまだ大きいような気がいたします。

日本企業は海外の市場でさまざまな問題を起こしています。これは日本企業だけではないのですが、その対応が適切ではないために、本来は大き

な問題にならないものが大きく取り上げられるということもあるわけです。

今日お話ししたいことは、二点です。一つは、経営者の視点から企業の社会的責任を捉える必要性について。これは経営者の行動インセンティブを社会的責任への取り組みにどう取り入れるのかということ。もう一つは、企業の社会的責任への取り組みに対する金融市場の評価の重要性についてです。国内投資家の行動と海外投資家の行動の違いが企業にどのような影響を与えているのか、そして、日本企業の社会責任行動に対する取り組みと企業パフォーマンスとの間にどのような関係があるのかについて、実証分析の結果を紹介して、現実の状況を把握する材料を提供したい。その上で、投資家はどのような視点から企業活動の社会的影響を評価するべきか、企業が社会的責任活動を戦略的に取り入れて、企業の価値の向上と

マーケットで評価される方向に取り組むことがなければ必要なかということをお話したいと思います。

これはあくまで研究者の分析ですので、実際にビジネスをおやりになっている方は、違うのではないかと思われる点があるかもしれません。客観的に一定の方法で複雑な現実をコントロールし、日本企業の行動及び企業に対する投資家の評価を洗い出すというやり方です。なるべくわかりやすいようにお話したいと思いますが、実証結果だけをとり上げるというわけにいきませんので、少しまどろっこしい説明になる部分もあるかと思いますが、ぜひその点は御理解をいただきたいと思っています。

経営者の視点から企業の社会的責任を捉える見方は、CSRのビジネス・ケース・アプローチと呼ばれ、経営者行動の市場評価に焦点を当てて、

企業活動の社会的な側面と企業の実体的な活動を結びつける実践的な見方です。経営者サイドのインセンティブとモチベーションという視点から、企業の社会的責任というものを考えるというのが、今日の主題です。

一、CSRと経営者のインセンティブ

企業経営にとって、CSRはなぜ必要か

（企業の社会的責任（CSR）とリスク—企業をとりまく環境変化—）

企業経営にとって社会的責任が、なぜこのように注目される状況になってきているのか。まず、企業を取り巻く環境変化は八〇年代以降急速に変化している。御存じのように、企業活動自体がグ

ローバル化、広域化し、コングロマリットや持ち株会社化によって組織が多様な形態に進展を遂げている。M & Aの活発な利用による組織の変質もある。その結果、企業活動にかかわるステークホルダーが、株主、債権者、従業員、取引先、消費者、地域、環境も含めて、多様化し、ステークホルダー関係が大きく広がり、その間の利益相反の問題が複雑化している。これにどう対応するかによって、企業が事業活動していく上で妨げとなる新たなコンフリクトを生む。

コンフリクトが生じたときに、それまではローカルな情報で済んでいたのが、直ちにこれがグローバルに発信され、広域的に情報が共有されて、それが企業の多面的な評価に結びつく。別の側面で見れば、情報開示をいかにうまくやってくかということが、企業にとって決定的に重要になる。何を開示するかと、そのタイミングの問題

です。

社会自体の企業に対する評価や要請も、大きく変わってきている。地球環境問題は言うまでもなく、健康とか安心・安全の問題が直接的に消費者から評価を受けるようになっただけでなく、多様な取引のチェーンを通じて企業評価が波及するという状況にあります。さらに、そういった企業の行動とか資金の流れに対して高い関心を持つ層が、成熟化した社会の中で大きく広がってきているということもあろうかと思えます。

（企業経営への監視と情報の流れ）

企業経営に対する監視の目が多様化し、企業活動に関してさまざまな情報が求められる。多面的なステークホルダーとの関係が重視される。海外のマーケットでは、企業の社会的な影響の認識とそれに対する対応はすでに企業評価の重要な要素

になっています。市場評価にそういった多面的な情報が組み込まれるという状況になっているわけです。

外からの規制とか制約といった面では、国際的な行動規範が増えてきている。UNEP・FI、これは御存じのように国連のESG（環境・社会・ガバナンス）基準で、金融機関が融資活動や投資活動を行うときにこれらを評価に組み込みなさいということで、海外の多くの金融機関がそれに賛同しているのに対して、日本は相対的にまだまだその数が少ないと言われています。

一昨年のISO26000の導入。組織の社会的側面、企業も含めて多様な組織がもたらす社会的な影響にどう対応するか、どのように情報を発信していくかについての、ガイダンス基準です。

有名なドッド・フランク法。今年から発効されますが、一五〇二条で紛争鉱物の使用の有無を、

アメリカ市場に上場している企業はSECに報告しなければいけない。サプライ・チェーンも含めて、紛争地域で採掘され、紛争に加担する形で使われている鉱物、例えばタンタルとか錫とか金とか、原材料にそういった紛争鉱物を使用しているかどうかについて情報を開示しなければいけない。これはグローバル企業にとっては非常に大きな制約になってきている。

投資家サイドからの非財務情報開示の要請は確実に、高まっています。随分前から、国際的な機関投資家は日本企業に対しても多面的な情報開示を要請しているのですが、日本市場ではそれが十分に出不来ないということがマイナスの評価になっています。

（企業と社会―英米欧の共通の理解―）

ステークホルダー関係については、後でもう少

し詳しく説明をしますけれども、企業の社会的な責任活動に関して、海外、特にアメリカ、ヨーロッパ、イギリスも含めて共通の理解はどこにあるのかについて、まずお話ししたいと思います。

企業とは、長期の利益あるいは価値の追求主体だということに関しては共通の認識です。しかしながら、それを社会の中でやらなければいけない。ということは、社会の規範とか法律と抵触しない行動をとらなければいけない。これは当然だという考え方です。もう一つ、企業の行動が社会の持続可能性とか安定性に影響を与えるとすれば、それに対応しなければいけないということです。

具体的な理解で、日本の企業とかなりの違いがあるように思われます。一つは、コンプライアンスを超えて、価値追求するためにやらなければいけない自発的な行動。これが共通した認識です。

日本の場合、コンプライアンス経営をCSRととらえて、例えば企業のホームページで「私どもの会社はコンプライアンス経営を行っています」ということを明示する企業がある。コンプライアンスは当たり前のことですので、それをもってCSRをやっているという見方をするのはおかしいとです。当然、経済的な外部効果、すなわち公害とか騒音とか、そういうものを超えたもつと広い概念です。やらなければいけない義務なのか、一定の責任をとることによって企業の活動をやりやすくするのか、あるいは企業として社会の中で活動をする上で何が必要なのかをみずから認識していく経営なのか。多くの日本の企業の捉え方とはかなり違っていることを、まず御理解いただきたいと思います。

日本企業の多くは、CSRとは「社会貢献です」と。「本業のCSR」が中心であるべきと最

近言われるようになりましたけれども、いろんな企業のCSR報告書とかホームページを見ますと、どれだけ社会貢献しましたということ、植林とか寄附とかさまざまなボランティア活動が全面的に出ています。それを広告宣伝とかブランド戦略、ある種のイメージと結びつけることも多い。しかしながら、企業が企業として価値を最大化していくために一体何をしなければいけないのか、どういうふうに企業の経営の中に組み込むか、これはガバナンスの問題として捉えなければいけない。日本の場合は、ガバナンスの問題とCSRを分離して捉える傾向がいまだに強いと思います。CSRとは企業の経営とは別のもの、あるいは社会のために何かしてあげること。CSRというのはある種の義務で、経済価値を生まないコストという考え方が強い。

（企業の社会的責任（CSR）——三つの側面——）

企業の活動の社会的な側面あるいは社会的な責任といったときに、大きく三つに分けることができます。

一つは先ほど言ったように、コンプライアンスというのは、企業だろうが個人だろうが、ある社会の中で守らなければいけないルール。それを守るのは当たり前で、これは社会の一員としての義務として基本的なCSRという捉え方ができるでしょう。

それから、フィランソロピーとかボランティアなど、いわゆる社会貢献ですが、これは企業の資源を社会的に使う、あるいは企業が生み出した利益の一部を社会に還元することです。言ってみれば企業の活動の一部を社会的な目的に使うということになりますので、株主や他のステークホルダーに対する説明責任が十分に果たされているか

どうか問われなくてはなりません。

それから、基本的なCSR。日本では本業のCSRと言われていますが、生産のプロセスでどれだけ排気ガスを出さないとかエネルギーを節約するとか、ハイブリッドカーなど生産物特性に組み込んだ商品の開発によって、社会問題の解決を企業活動に結びつける、社会の需要構造の変化に供給を合わせていく、あるいは潜在的なビジネスチャンスとしてそれを取り込んでいくということ。これは典型的な企業戦略としてのCSRと捉えることができるだろうと思います。

この三つの側面はどれも、それぞれの企業がどのような形で取り組むかを明確に認識して、経営戦略の中に入れ込んでいくことが肝心です。例えば本業のCSRだけをすればいいとか、社会貢献活動はコストがかかるだけとか、そういう考え方はなくて、どういう目的の活動なのか、一定の企

業資源の利用に対してどのような成果を期待しているのかを、明確に認識して取り組むことが重要です。企業の社会的責任への取り組みは、先ほどガバナンスの問題と言いましたけれども、企業の価値追求行動そのものにかかわっている。ということは、企業の戦略そのものです。企業経営の基本的な課題になるのは恐らく三番目の本業にかかわる活動でしょうけれども、ほかの面も含めてなすべきことをきちんと認識することが必要です。

（企業経営とCSR—コスト・ベネフィット、三つの側面—）

実際に企業がCSRを経営に取り込む場合、それらの活動は、経済的な観点から言えば三つの側面を持つわけです。

一つは、社会的に必要でも企業としては経済価値を生まない、企業の利益につながらないものが

あるわけで、これは義務。どの企業も負わなければいけない、あるいは企業市民として負わなければならないことであるとすれば、やらなければならない。これは市場メカニズムを制約するという側面があるが、社会の一員として一定のコストを払わなければいけないことは確かです。

それから、経済的な外部効果。企業活動を行う上でネガティブな負の生産物を出していく。それに対してきちんと対応しないで、利益を上げることは許されない。負の効果は、環境とか社会あるいは従業員が負っているということになりますので、これに関しては責任を負わなければいけない。それは企業活動をする上で払うべきコストだということになります。

しかし、三つめに、企業経営の戦略的な課題と捉えたときに、生産のプロセスとか生産物の特性への反映という見方に立って積極的に企業の活動

の中に取り込んでいくということになると、これは新しい価値を生む投資という捉え方ができるはずです。つまり、社会の人々の考え方が変われば、それに適合する商品を提供していく、市場を開拓する、顧客を開拓するということです。これはイノベーションです。それから、特定の顧客に絞って、必要な社会的な効果に配慮した商品を生産して供給していくことも重要です。そういう意味で投資と考えることができる。

社会的な側面をきちんとビジネスの中に取り込んでいくにはコストがかかります。企業の資源の利用が不可欠です。利用した資源に対して、どのような成果を期待するのかを明確にしていなくては、まさに投資決定そのものです。企業が長期的に利益を上げる、あるいは持続可能な経営を実現するという積極的な視点からどういうふうに取り組むか。経営者インセンティブの問題というのは

そういうことです。

(戦略的CSRと期待される経済効果)

通常、戦略的にCSR活動に取り組んでいくときに、企業にとつて期待される経済効果は、大きく四つに分けることができるだろうと思います。

一つは、コスト節約効果。典型的には、資源節約的な技術開発や、内部のオペレーション・コストの軽減。例えば安心・安全とか従業員の健康等々といったことは、オペレーション・コストを引き下げます。さまざまな企業の中での事故やコンフリクトを小さくする。さらに、従業員に対する啓蒙とか能力の啓発を適切にやっている企業は、労働市場で高く評価される。そういうところに優秀な人材が行きたがるということになりますので、リクルート・コストとか人材育成のコストが節約される。そういう見方もできる。

二つ目、リスクの削減効果。生産活動の安全性重視や、商品の安全性の向上は直接に事業リスクに関係するだけでなく、不連続な販売の落ち込みとかコンプライアンス・リスク等々を小さくして、事業のダウンサイド・リスクを小さくする。それから、評判のリスクの軽減。例えば環境保全を重視している企業や、人権問題に配慮している企業は、質の高い企業という社会的評価と信頼を得る。進出先の社会的な理念とか宗教理念を尊重する行動をとっているのかどうか、そういった商品を提供しているのかどうかも、評判リスクにかかわってくる。

企業の質あるいは商品の信頼は、情報の非対称性の大きな金融市場の中では、長期的な視点から企業を評価するときには大きく効いてくる。金融のリスク、例えばデフォルト・リスクとか資本コストのリスク・プレミアムの評価に、CSRに対

してどういう取り組みが行われているのかが入ってくるはずです。日本では、意識的にそういうことを重視している投資家とか企業は恐らく少ないだろうと思います。

アメリカとかイギリスでは、CSRに関する膨大な研究の蓄積があり、経済的な観点からどのよう to 評価するかについても、多様な視点で行われたさまざまな実証研究があります。最近の一つの流れは、金融市場におけるCSRの評価とコーポレート・ファイナンスとの関係に注目した研究です。デフォルト・リスクの評価に貸出先企業の社会的側面をどう組み込んでいくか、株式を発行するときの資本コストに投資家の評価がどういうふう to 反映されているか。金融リスクが、CSRのリスク削減効果と密接に関連しているという研究結果がすでにかなり得られています。

三つ目は生産性上昇効果。これは従業員のモチ

ベーションとか企業内のモラルとか能力との関係。生産性はプロフィットビリティに直接に関連してくるわけで、単にリスクの削減とかコスト節約だけではなくて、積極的に生産性を高める効果が期待される。

四つ目がイノベーション。先ほど申しましたけれども、社会の構造変化にともなう潜在的な需要を発掘していく、消費者や一般の人々の企業に対する認識の変化をきちんと生産プロセスに取り込んでいく。それによって商品を開発し差別化していく。市場の創出や顧客の確保のためのイノベーションは、戦略的CSRの中核です。

CSRとは、単に企業が社会のために何かしてやるというのではなくて、企業にとっては競争戦略あるいはコンペティティブ・エッジであり、リスク管理の手段です。長期的に利益をどうやって上げ続けていくか、リスクをどういうふう to 減ら

していくか、コントロールしていくかは、最終的に企業のサステナビリティーにかかわってくるのです。そういった側面から、戦略的CSRの経済効果の分析は極めて重要だという認識が一般的になされています。

（CSRと経営判断）

しかしながらに日本では経営判断に関連して、三つの課題があると思います。

一つはCSRの解釈の仕方です。社会貢献としてのCSRと、企業の戦略的な取り組みが混同される傾向が強いのではないか。これは経営判断を誤らせることになる。その関係を明確に区別する必要があると思います。

二つ目は、評価の基準です。企業の経済的成果は数字で捉えられますので明確ですが、社会的な効果をどう捉えるのか。これは非常に難しく、

さまざまな評価の基準が出されていますが、欧米でもCSR研究の課題の一つです。また、どのような評価基準を選んでいくかは、企業にとって実際に取り組む際に直面する課題であるのは確かです。

三つ目、CSRはお金がかかる活動ですが、一方で期待される効果は、長期的であつたり多面的であつたりするために、支出と効果に時間的ずれがあること。これが戦略をやりにくくしている。

日本企業のCSR報告書でも、これだけお金を使いましたという記述はありますが、どういう効果があがりましたという記述はほとんどないのではないかと思います。しかし、ある一定の戦略をとったときに、経済効果をどういうふうに捉えるか、こういった企業の視点は不可欠です。それぞれの企業が期待される経済効果について少なくとも明確な認識を示したうえで、取り組まなければ

いけない。

CSRを提唱される方の中には、経済効果を重視するのは望ましくない、社会のためになることはコストがかかっても積極的にやるべきだと主張される方が多いのですが、企業が企業として戦略的にやるときには、経済効果を明確に認識し、それを説明できなくてはならない。これは社会貢献をしないと、社会的成果を軽視していることではないのです。企業が取り組むときは、きちんと一定の経済効果あるいはコスト・ベネフィットを認識してやらなければならないということです。

繰り返して言いますが、ガバナンスの視点が不可欠です。ガバナンスの視点というと、取締役会の構成とか、仕組みの問題として論じられることが多いですが、ガバナンスというのは、企業が価値を生み出すあるいは長期的に利益を上げるといふ目的実現のために経営の規律づけがなさ

れているか、あるいは経営者にそういう行動をとるインセンティブが与えられているかのチェック・メカニズムです。どういう形態だったらうまく働くかということが、アメリカ型とか日本型とかいろいろ言われている仕組みの問題です。少なくともCSRの問題に戦略的に取り組む場合、投じたコストと経済効果の関係を明確にするためのガバナンスの視点は、CSRを経営戦略としてとらえるには不可欠だと思います。

（コーポレート・ガバナンスとCSR―日本企業の意識―）

日本企業がガバナンスとCSRの関係をどのようにに認識しているか。図表1は東証のコーポレート・ガバナンス白書です。ここで興味深いのは、ガバナンスは企業価値と関係あることを全体の半数以上、五二%ぐらいは認識をしています。ど

図表1 コーポレート・ガバナンスとCSR ー日本企業の意識ー

図表2 コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方

	企業価値		株主価値		監視・監督		執行	
	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比
全データ	52.4%	2.2%	6.4%	0.0%	38.4%	-3.4%	38.8%	3.7%
組織形態	監査役設置会社 委員会設置会社	52.2% 62.7%	1.9%	6.3%	0.1%	37.4%	-3.4%	37.8%
			15.5%	11.8%	-6.4%	80.4%	-1.4%	80.4%
								-5.1%
	意思決定		内部統制		ステークホルダー		社会的責任	
	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比
全データ	39.5%	-2.1%	16.8%	-1.1%	59.4%	1.5%	26.9%	-0.2%
組織形態	監査役設置会社 委員会設置会社	39.1% 52.9%	-2.0%	19.0%	-0.8%	59.5%	1.5%	27.0%
			-8.9%	7.8%	-8.5%	52.9%	-1.6%	23.5%
								-5.6%
	法令遵守		透明性		効率性		健全性	
	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比	該当 比率	前 回 比
全データ	40.2%	-1.2%	69.0%	0.3%	20.0%	0.9%	23.5%	1.5%
組織形態	監査役設置会社 委員会設置会社	40.6% 25.5%	-0.9%	68.7%	0.2%	19.9%	0.9%	23.8%
			-12.7%	82.4%	4.2%	21.6%	-0.2%	7.8%
								0.6%

「東証コーポレート・ガバナンス白書」2011年9月

うも効率性や健全性とは異なる仕組みがガバナンスだと思っている傾向が強いようです。

社会的責任との関連を認識している企業は、委員会設置会社、監査役会設置会社にかかわりなく四分の一ぐらいで、むしろ委員会設置会社のほうが低い。要するにガバナンスとは別物だとする傾向が強い。法令順守も委員会設置会社ではガバナンスの問題ではないと捉えられているようです。ガバナンスには透明性が必要だということは多くの企業が十分認識している。しかし、社会的責任はガバナンスと余り関係ないのではないかとみなしている企業が大半だと思います。そういう捉え方だということです。

二、戦略的CSRとステークホルダー関係

CSRの多面性と企業価値

(CSRとステークホルダー関係)

CSRへの取り組みを、実際にどういうふうに捉えるのがよいのだろうか。企業によって捉え方は随分違いますし、先ほど言った社会貢献と戦略的なCSRの混同が非常に広く見られます。

一つは、ステークホルダーとの関係で見ることです。企業が活動する上でさまざまな利害関係者に直面します。株主も一つのステークホルダーですし、債権者もそうです。それから、経営者、地域社会、取引先、消費者、環境など。企業が活動する上でステークホルダーとの間で生じる問題を回避したり、コンフリクトを小さくしていくこと

は、長期的な経営には不可欠です。そこで、ステークホルダー関係という観点から、CSR活動をうまくカテゴリー化していくことができるのではないだろうか。そうすると、CSRというのはステークホルダーとの関係をどういうふうにくくやっていくのかということになります。

最終的には、それをうまくやっていけばコンフリクトが小さくなる、経営がしやすくなりますので、株主にとっても利益です。企業価値を上げていくために、さまざまな過程で生じる問題をいかにうまく解決していくかということになります。ステークホルダー関係の重視とかステークホルダー・マネジメントというと、株主の利益と抵触するのではないかという懸念、これも日本ではかなり多いのですが、実はそうではないということです。

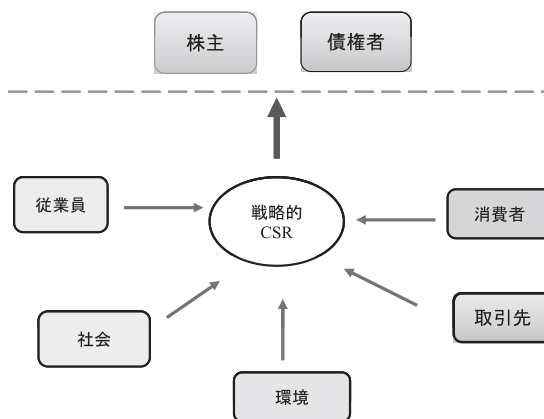
(CSRとステークホルダー・マネジメント)

ここでは、これまでの研究成果を踏まえて、六つのステークホルダーに分けてみました。(図表2)これはあくまでステークホルダー・マネジメントという観点から分けたものです。

一つは従業員マネジメント。これは内部のステークホルダーですが、先ほど言ったように、従業員の能力やモチベーションを高めていくことが企業価値を高める一つの要因です。従業員に対して、企業はどういう経営の姿勢をとるのかです。

二つ目が顧客マネジメント。これは消費者あるいはエンド・ユーザーの視点の重視です。あらゆる企業のエンド・ユーザーは消費者です。マーケットメカニズムがなぜ高く評価されるか。マーケットがうまく機能すれば、企業活動の最終的成果がエンド・ユーザーの利益につながるからです。消費者あるいはエンド・ユーザーがどのよう

図表2 戦略的CSRとステークホルダー



2013年1月18日 日本証券経済研究所

2

に商品特性や企業活動を受け取るのかは、まさに企業の方針が問われます。

三つ目はサプライ・チェーン・マネジメント。

企業は、他の企業が生産した生産物や情報を生産活動に投下するわけで、取引の連鎖、情報の連鎖というのが企業の価値に影響を与える。先ほどの紛争鉱物の例は、まさにサプライ・チェーン・マネジメントに直接かかわってくる問題です。それをうまくコントロールしているかどうか。サプライ・チェーン・マネジメントというと特殊な響きがあるかもしれませんが、バリュー・チェーン・マネジメントと呼んだ方が分かりやすいかもしれません。企業の価値を上げていく上で、取引関係がどういう影響をもたらすのか、それを一〇〇%完璧に把握することは不可能ですが、少なくとも現状与えられた条件のもとで、それぞれの企業は取引関係のプロセスで発生しうる問題を最大限把握

する必要がある。

それから、四つ目は社会との関係です。グローバルな社会経済構造の変化や国際政治の情勢の変化にうまく対応できているかどうか、企業進出先の地域社会の特性を適切に把握しているかどうか。これは地域とのコミュニケーションと情報発信、グローバル社会の構造の変化についての情報の収集や発信に関わる戦略です。

五つ目に、環境。当然のことながら、環境問題はグローバルな社会が抱える共通の課題で、環境対策、環境保全は、グローバルにせよ地域にせよ社会の信頼を確立する上で最優先課題ともいえます。

最後に、金融市場のステークホルダー。株主、債権者、投資家が、企業活動の社会的側面をどう評価するか。金融市場での評価は企業の意味決定に直接に反映されるという点で、最も大きな影響

力を持つステークホルダー・マネジメントと言えるかもしれません。図表2では、で先の五つのステークホルダーと金融市場のステークホルダーとの関係を示しています。

従業員対策、地域やグローバル社会の構造変化への対応、環境保全、あるいはサプライ・チェーンの視点からの取引先との関係、それからエンド・ユーザーの評価を含めて、戦略的に取り組まざるをえない。さらに、それを株主とか債権者にどう説明していくかです。ステークホルダー・マネジメントすなわち戦略的なCSRを、金融市場に適切に情報発信していくことが、企業経営にとって不可避となってきた。

(戦略的CSRと企業パフォーマンス)

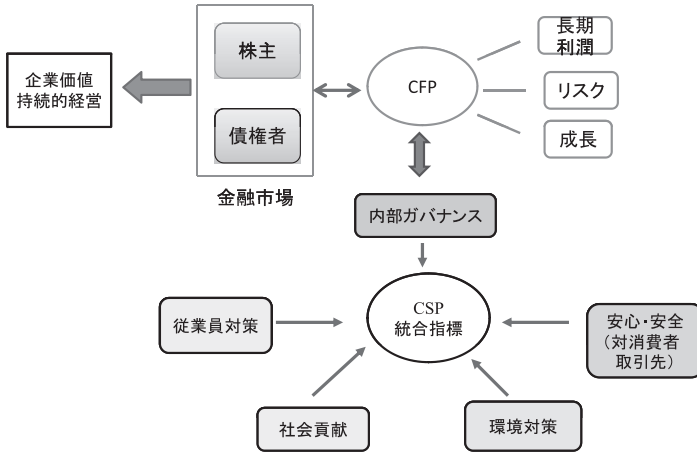
そこで注目されるのは、CSRと企業の経済的なパフォーマンスあるいは金融的なパフォーマンス

スとの関係です。英語で企業の経済的パフォーマンスを金融的パフォーマンスと呼んでいますので、ここで金融的パフォーマンスと経済的パフォーマンスというのは同じだと思ってください。社会的パフォーマンスというのは、ステークホルダーへの対応であり、それが経済的パフォーマンスに反映されているかどうかです。

社会的パフォーマンス(CSP)と経済的パフォーマンス(CFP)との間の関係について、一九七〇年代から、アメリカを中心に実証研究が進んで、多くの積み上げがある。この二つの間の関係をどう捉えるのか。社会的利益と企業の経済的効果は両立が可能かという非常にプリミティブな関心から、CSRの活動が企業の価値にどう結びつくのか、長期利益やリスク・プレミアムとの因果関係の分析へ、さらに、それと持続的な経営との関係へと、分析は大きく広がっています。

図表3は、企業のステークホルダー・マネジメントの指標あるいはCSPが、どのように企業の経済的なパフォーマンス(CFP)につながるのかを図示したものです。社会的なパフォーマンスと経済的なパフォーマンスを市場評価につなぐチャネルとして、ガバナンスの仕組みが極めて重要であることから、CSRの評価基準として、E(環境)とS(社会)に加えてG(ガバナンス)を入れて、ESG基準と言われます。企業の社会的な評価基準と経済的なパフォーマンスとの間の関係をこれから見ていきたいと思います。

図表3 CSP、CFP、金融市場



2013年1月18日 日本証券経済研究所

3

三、日本企業のCSR活動と経済的パフォーマンス

CSR活動は、企業の経済パフォーマンスにどのような影響を及ぼしているか。

(日本企業のCSR活動に関する実証分析の紹介)
日本企業について、私と同僚の竹原均教授との最近の実証研究を二つほどご紹介します。一つは、社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンスの因果関係の分析です。もう一つは、社会的パフォーマンスと市場との関係、つまりCSR活動に対する投資家の影響に関する分析です。ここでは、方法と結果の簡単な要約のみをお示しいたします。(Megumi Suto and Hitoshi Takehara (2013) "The Impact of Corporate Social

Performance on Financial Performance: Evidence from Japan"; Suto and Takehara (2012) "Stock Ownership Structure and Corporate Social Performance : Evidence from Japan")

(日本企業のCSR活動：実証分析(一)―社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンス)

CSR活動と経済的パフォーマンスとの関係について、三つの仮説を検証しました。利益上昇仮説 (Profit-driven)、リスク削減仮説 (Risk-reduction)、そして過剰投資仮説 (Over-investment 仮説) です。経営者が個人的な好みとか自分の評判を高めるためにCSR活動に取り組んでいたり、過度に宣伝するなどパフォーマンス軽視した取り組みを行う傾向があるとすれば、これはプロフィットを上げないどころか、長期の企業経営という観点でリスクを高める可能性があります

す。すなわち、負の経済効果を生み出す過剰投資と解釈されます。

(CSR関連データ)

日本企業の実証研究では、まずCSRの評価基準をどのように作成するかという問題に突き当たります。いくつかの指標が公表されていますけれども、私どもは理論的ベースにしたがってCSP指標をつくり上げていくことにしました。

CSP指標としてステークホルダーごとに評価する五つの個別指標を作成し、これらの個別指標からCSR活動の総合評価を示すCSP統合指標をつくるという方法をとりました。ここで方法については詳しく説明いたしませんけれども、原データとして東洋経済のアンケート調査データベースを使って理論的に適切なものだけをピックアップして分類し直し、一定の多変量解析の手法

図表4 金融パフォーマンス・データ

- データ・セット

観察期間: 2007-2010.

原データ: NIKKEI NEEDS

FDS PortfolioMaster Database.

- 収益性変数、リスク変数: 会計ベース、市場ベース

- 企業特性: 規模、産業、負債依存度、海外市場依存度、企業年齢

	2007	2008	2009	2010	TSE1	TSE2	Others	Total
Consumption Goods	147	149	153	166	161	17	22	200
Investment Goods	226	251	265	275	261	28	41	329
Services	129	132	164	181	140	23	60	220
Finance	0	0	0	0	0	0	0	0
Transportation	19	20	19	21	19	2	4	25
Utility	10	11	11	12	12	0	0	12
Real Estate	14	19	17	19	19	3	4	26
All Sectors	545	582	629	674	612	73	131	812

2013年1月18日 日本証券経済研究所

4

を用いて個別指標をつくり出して、さらにそれをウェイトづけして統合指標をつくる、こういう手続をとりました。

(金融パフォーマンス・データ)

二〇〇七年から二〇一〇年、最近の三年間について、分析を行いました。企業データとしてはNIKKEI NEEDS等々を使用しました。(図表4)

(CSR指標と金融パフォーマンスの相関)

まず、CSRの指標と金融パフォーマンスに相関関係があるかどうかを見たのが図表5です。ROS(売上高利益率)、ROE(自己資本利益率)、ROA(総資産利益率)、CFO TA(キャッシュフロー)、投資リターン。財務データはいずれも五年間パフォーマンス。市場データは

図表5 CSR指標と金融パフォーマンスのSpearman相関

- ・CSPは、利益指標、成長指標； 規模、対外依存度と正の関係
- ・財務リスク、株式投資収益率の変動と負の関係
- ・企業の存続可能性と正の関係

		総合CSP	雇用	社会貢献	安心・安全	内部ガバナンス	環境
会計利益	ROS	***	***	***	***	***	***
	ROE	***	***	***	***	***	***
	ROA	***	***	***	***	***	***
	CFOTA	***	***	***	***	***	***
成長率	GSL	***	***	***	***	***	***
	GTA	***	***	***	***	***	***
投資リターン	HRET	***	***	***	***	***	***
	Alpha	***	***	***	***	***	***
財務リスク	ROSSD	***	***	***	***	***	***
	ROESD	***	***	***	***	***	***
	ROASD	***	***	***	***	***	***
	CFOTASD	***	***	***	***	***	***
投資リスク	HVOL	***	***	***	***	***	***
	Beta	***	***	***	***	***	***
企業特性	規模	***	***	***	***	***	***
	海外取引依存度	***	***	***	***	***	***
企業年齢	Age	***	***	***	***	***	***
有意水準： * 10% ** 5% *** 1%				正の相関	負の相関		

2013年1月18日 日本証券経済研究所

Suto and Takehara (2013)

三年間です。五年間で長期と言えるかどうかという指摘もありますが、短期利益を見ているわけではありません。それと、それぞれ対応するリスクとしてボラティリティーを見えています。

利潤に関しては会計データと市場データに関して、総合CSP、雇用、社会貢献、安心・安全、ガバナンス、環境のいずれも、総じてプラスで明らかに利益と正の関係があります。

リスクに関しては、財務リスク、投資リスク、Betaを除く投資リスクとは負の関係があり、リスク削減効果が示唆されています。また、企業特性に関して注目すべき点は、海外事業の依存度が高いところはCSPが高いことでしょう。それから、企業の年齢すなわち持続可能性に関しても、CSPと正の関係が示されている。しかし、相関係数は因果関係ではなく、単に関係の有無だけを示していることに注意しなくてはなりません。

ん。

（CSPの経済効果の分析）

CSPがよいからパフォーマンスがいいのか、パフォーマンスがいいからCSRへの取り組みができるのか。因果関係について長年の議論があります。そこで、そういった両方向の効果をきちんと取り入れた手法で、回帰分析を行いました。その結果が図表6です。総合CSPに関しては、利潤指標とプラス、リスクに関してはマイナスと明確な結果が出ています。しかし、興味深いことに、CSR活動の個別の側面で見ると幾つか違いがあります。

雇用、社会貢献、環境は、リスク削減要因という結果です。また、それを市場が認識しているという結果も出ています。

他方、内部ガバナンスと安心・安全は、通常は

図表6 CSPの経済効果の分析

CFPとの相互依存性を配慮した推計
(操作変数法による2段階回帰分析)
・企業特性(企業規模等)、年効果、産業効果等を控除

		総合CSP	雇用	社会貢献	安心・安全	内部ガバナンス	環境
会計利益	ROS	***		**		***	***
	ROE	***			***	**	
	ROA	**			**	***	
	CFOTA		***	***	***	***	**
投資リターン	HRET	**	***	***	*		***
	Alpha		**	***	**	*	**
財務リスク	ROSSD	***	***	***			***
	ROESD	**	***	***			***
	ROASD	***	***	***	**		***
	CFOTASD	***	***	***			***
投資リスク	HVOL	**	**	***			***
	Beta	***	***	***	***	***	***

サンプル・サイズ=2537 有意水準： * 10% ** 5% *** 1% 正の係数 負の係数

リスク管理と密接に関連していると捉えられることが多いのですが、むしろ収益性効果と結びついている。ところが、市場での評価に結び付いていない。ビジネス戦略上で重要な要素であることが示唆されますが。

要約すると、CSRへの取り組みを総合的に見ると、明らかに収益性と結びついていますし、リスク削減効果があるということがわかります。しかしながら、個別の要因を見ると、企業パフォーマンスとの関係や影響にはかなり差があります。重要なことは、非財務情報、投資家や債権者が企業活動を多面的に評価できる情報が十分に与えられているかどうかであり、日本企業が問われるべき一つの課題なのではないかと思います。

四、CSRと金融市場

グローバル化のもとでの所有構造の変化は、企業のCSR活動にどのような影響を与えているのか。

金融市場において、投資家はCSRのドライバーとなっているか。

海外投資家と国内投資家の選好と影響力の差は。

(日本企業のCSR活動…実証分析(二) — CSR活動と投資家行動)

次に、CSRと金融市場の評価。つまり、どういう投資家がどのように評価し、影響を与えているのかということです。例えば海外の研究では、年金基金が企業のCSR活動に影響を与えているが、イギリスとアメリカで、年金基金の関心は異

なるという結果が出ています。イギリスの場合は雇用政策や環境を重視し、アメリカでは情報開示やガバナンスに関心をもつなど。総じて機関投資家は、企業がCSR活動に戦略的に取り組む上で、プレッシャーといえますが、モニタリングしている。つまり、機関投資家が「CSRのドライバー」として機能しているという。

日本はどうなのだろうか。日本企業の所有構造の変化と社会的パフォーマンスの関係、異なる投資家グループの影響を見てみたいと思います。ご存知のように、日本では外国人投資家の所有比率がほぼ三〇%近くになってきており、外国人投資家の行動に関心が向けられます。(図表7)

(所有構造の変化とCSR)

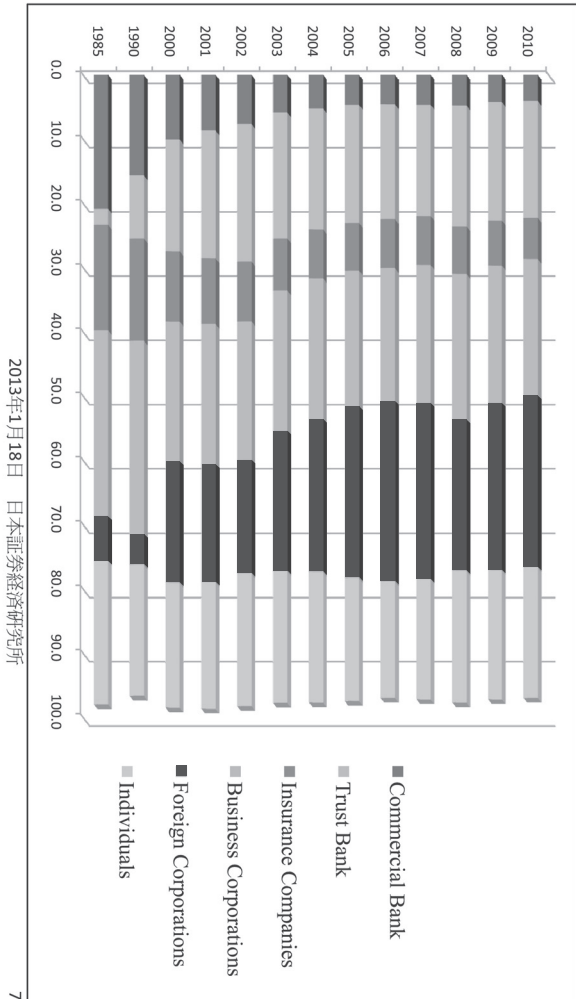
所有構造は様々な要因の影響を受けますので、ここではほかの要因を取り除いて、企業の社会的

パフォーマンスと所有構造の変化の関連を洗い出す方法で分析を行っています。企業データのカバレッジは、最初の研究より大きくなっています。データ設定はほぼ同じです。

図表8は、投資家を、国内法人投資家、外国人法人投資家、個人投資家に分類し、上半分では所有比率との関係、下半分では所有比率の変化の影響を示しています。所有比率の水準とCSPの関係を見ると、日本も外国人も法人投資家はプラスです。要するに、法人投資家は社会的な取り組みをやっている企業を選好しているということです。外国人にせよ日本人にせよ、法人投資家は一般に大企業とか成熟企業を保有する傾向があるわけ、レベルで見れば確かにそういうことが出てもおかしくない。注目すべきは、この観察期間の間に所有構造が大きく変わっていることから、所有構造の変化がCSR活動にどういう影響を与え

図表7 日本企業の所有構造の推移

日本企業のCSRのドライバーは、
外国人投資家か、国内投資家か、個人投資家か？



図表8 所有構造の変化とCSR－実証分析(2)
企業特性、産業特性、年効果を控除した回帰分析

- ・法人所有比率が高いほど、CSPIは高い。
- ・過去5年間の外国法人所有比率の上昇は、CSPを上昇。
- ・国内法人所有比率の上昇は、CSPを低下。
- ・個人投資家所有の増加は、環境対策を好意的に評価。

	総合CSP	雇用	社会貢献	安心・安全	内部ガバナンス	環境
所有比率の水準						
日本法人	***	*	***	**	***	***
外国法人	***	**	**	***		***
個人	***	**	***	*	***	***
所有比率の変化						
日本法人	***	**	***	**		***
外国法人	***	***	***	*	*	***
個人		**	***			***
有意水準: *	10%	**	5%	***	1%	
				正の係数		負の係数

サンプル・サイズ3,536 Suto and Takehara (2012)

たかということです。下半分は過去五年間の所有構造の変化です。明らかなのは、外国人の所有比率がふえているところがプラスになっている。*印が一つついているのは統計的な有意水準一〇%、二つが五%、三つは一%です。多くついているところがより統計的な有意性が高いことを示しています。外国人の所有比率が上昇した企業が、実はCSRの活動が高いという結果です。

所有比率の変化とCSRの因果関係をみるために、ここでは双方向の検定もやりました。しかし、CSRが高いから外国人が持っているという方向性は非常に低い。したがって、外国人の所有が高くなったところがCSRの活動を積極的にやっているという解釈が成り立ちます。

CSRのそれぞれの側面について、少し詳しく見てみましょう。外国人の所有比率の増加の係数は、雇用、社会貢献等々、個別の側面もすべてプ

ラスです。外国人投資家は企業活動を多面的に見ているといえそうです。

所有構造の変化以外の要因の効果にも触れておきましょう。例えばROA、DR（負債比率）、GTA（総資産成長率）。それから、市場の状況でいえばTurnは売買回転率。Vol3Yというのは株式のリターンのボラティリティー、BPRは簿価時価比率、FDRは海外市場依存度です。ここでは説明を省きますが、それぞれ、納得的な結果となっています。

ここで指摘しておきたい点は、過去五年間の外国人所有比率が上昇するほどCSP水準が高いということ、さらに海外市場での活躍の程度が大きい企業ほどCSP水準が高いということです。つまり、日本企業のCSRの取り組みには、海外市場の影響が大きいということです。

(日本企業の所有構造とCSR活動―実証結果)

つまり、外国人はCSRの高い企業を選好することは間違いないのですが、選好するだけではなくて、CSRを向上する力、ドライバーとしての機能を果たしていることが示唆されます。ところが、日本国内の法人投資家についてはそれと全く逆の結果です。これはCSRをきちんと評価していない、あるいはそういったところに余力を入れない、配慮が足りない企業に投資を行っている傾向があるという読み方ができるかも知れません。

外国人は日本企業のどこを見ているか。従業員対策、社会貢献、環境対策を高く評価している。最初に紹介した研究の結果をあわせて解釈すると、外国人はとくにリスク管理の側面から、CSR活動に非常に関心を持っているといえそうです。つまり、リスクの指標としてCSR活動見て

いると捉えることができます。

海外の投資家と日本の国内の投資家の間で、CSRに関しての認識のギャップが非常に大きいということがわかりました。外からの圧力がないと日本の企業は変わらないのかなという気もいたしますけれども、明らかにそういう結果が出ております。

おわりに

機関投資家・債権者は何を見るべきか

(実証分析からの示唆)

これらの実証分析の結果を踏まえて、ここから何が読み取れるか、あるいは何を言いたいのか。

一つは、CSR、CSRといいますが、経営者のインセンティブにきちんと働きかけなければ進

まないのではないか。つまり、企業が能動的、戦略的に取り組んでいるのかどうか、実際は決定的に重要なのです。

二つ目、CSPとCFPの双方向性です。社会的な側面を重視しているから持続的な経営が可能になるとか、経済的パフォーマンスを上げているからCSR経営が可能というのではなく、実は相互の関係が長期の企業経営には不可欠なのです。長期的な競争を勝ち抜いていくためには、双方向性に着目して進めなくてはならない。

最後に、今、企業がCSRの問題を考える上できわめて重要なのは、マーケット・パーセプションとの関連です。市場で投資家がどのように認識するかが、その企業のリスク・プレミアムに反映され、つまり、デフォルト・リスクとかキャピタル・コストに結びつく可能性があるからです。最近の研究では、企業のリスクマネジメントとマー

ケットのリスク・プレミアムの関係にも焦点を合わせる見方が広がっている。そこで企業にとって重要なのは、CSRに関する情報をいかにマーケットに出していくかということです。

(日本の機関投資家、債権者にとって何が必要か)

日本の投資家にとって今何が必要かといえば、第一に、戦略的CSRの視点で企業経営を評価すること、あるいは企業の質をきちんと捉えていく幅広い視点ではないか。二つ目は、企業の収益性とリスクという観点からCSRをあらためて考える。つまり、CSRを投資ととらえて、収益性とリスクの両面からCSR活動を評価すること。そのためには、企業は必要な非財務情報を出していかなければいけない。企業戦略に関わる情報を積極的、自発的に出していくことが、企業が適切に評価される要因だという認識が必要です。

今日は、企業のCSRをどういうふうに捉えるべきか。特にマーケティングのパーセプション（認識）と経営者のインセンティブの問題という面から捉える必要があるのではないかということをお話しました。

ありがとうございます。（拍手）

高坂常務理事 大変興味深いお話で、CSR活動は、まさに企業戦略そのものであるというメッセージが強く印象に残りました。

これからQ&Aセッションに入りたいと思います。皆様方の中で何か御質問等ございましたらお受けしたいと思います。お手を挙げていただければマイクをお回しいたします。

質問者 A 図表5のパフォーマンスのところで、先ほどのお話で、二〇〇七年から二〇一〇年を捉えたということですが、この期間は経済的な側

面、企業の側面から言うところのリーマンショックがあつて、ある意味で変動が非常に激しかった時期です。この背景がこれに影響を与えたという部分のお考えはどうだったか、そのところはいかがでしょうか。

首藤 二〇〇〇年代の前半に関しても、もう少し単純な分析は行つたことがあり、類似の結果が出ております。今日ご紹介したほうが出てきた結果としてはクリアです。ご指摘のように、市場の要因とか企業を取り巻く他の環境的な条件が違います。相関というのはあくまで関係だけを見ていますので、ほかの要因をコントロールしていません。そういう面での問題はあろうかと思いますが、少なくとも単純に関係だけを見ても明確な結果が出ていると思います。

質問者 A もう一つ、同じ表の上の会計利益のところはリターン・オン・エクイティとかそういう

ものだろうと思うのですけれども、財務リスクのところで使っているのはどんな指標でしょうか。

首藤 利益率の変動です。例えば負債比率で財務リスクを見るという見方もあろうかと思いますが。負債比率も計算していますけれども、同じような結果が出ていると思います。これはどのくらい安定的に利益を上げているかという視点、ボラティリティーです。

質問者A 金融的な意味でのバランスを捉えているということですね。

首藤 そうです。

高坂常務理事 同じ表に関しての質問です。これは日本の企業の例ですが、先ほど米国とか英国でかなりいろんな研究があるというお話でした。例えばこのテーマに関する類似の研究があるのか、また、結果は同じか違うのか、その辺についてはいかがでしょうか。

首藤 英米では、CSPとCFPに関する実証研究というのは山のようにあります。一言で申し上げますと、利益の結果はかなりミックスです。ただ、リスク削減効果のほうはかなり頑健といえますか、多くの研究でリスク削減効果があるという結果が出ています。今回、日本企業に関してきれいな正の関係が出たので、むしろちょっと驚いたのですが。日本企業に関する分析は、これまであまり行われておりません。

質問B このCSRの効果の問題ですが、大企業と中小企業との差異は、統計上何か出てきているのでしょうか。

首藤 それは明確にあります。ここでは東証の上場企業だけではなくてそれ以外の企業も含んでいます。データの関係上、4分の3程度は東証一部上場企業ですが、その中でも、規模によってCSR活動というのは非常に違います。大きい企業は

さまざまな面での活動をやっています。規模の違いをきちんとコントロールすることが、分析する上で非常に重要です。大ざっぱに言えば規模格差は明らかですが、単調な関係ではなく分布にゆがみがあるため、企業グループに分けて、ダミーを幾つか入れるという方法を使ってコントロールしました。

ほかの国もそうですが、CSRはコストがかかりますから、どうしてもそれができる企業とできない企業があるんですね。規模格差があるならば、本当に戦略的にやっているかどうかを見出すことはできないわけで、規模効果を取っても関係があるかどうか、そこは実証分析の際には一番大きなポイントになるかと思っています。

高坂常務理事 日本の投資家と海外の投資家を比べた場合に、お話では海外の投資家ほうがCSRに関心が高いということでした。しかし、彼らは

どちらかという利益の短期志向とか、そういう傾向が強い気がするにもかかわらず、成果に長期を要するかもしれないCSRについて関心が高いのは矛盾するような感じもするのですが、その辺はどういうふうに考えればよろしいでしょうか。

首藤 海外の投資家のほうが売買の回転率が高いとか短期志向が強いという見方には、私は疑問を持っています。日本の機関投資家は結構短期志向が強いのではないか。これまでの私の別の研究ではそういう結果が明確に出ております。日本の投資家と海外の投資家の間のそういった面の違いに関しては、例えば最後の表もそうですが、実際に計算するときは売買回転率などを入れていきますので、もしそういう傾向があるとすれば、一応そういう効果をとった後の関係を見ているということになります。

高坂常務理事 では時間になりましたので、本日

の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます
と思います。

改めまして、首藤先生、どうもありがとうございます
しました。(拍手)

(すとう めぐみ・早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
日本証券経済研究所客員研究員)

(この講演は、平成二五年一月一八日に開催されました。)

首 藤 恵 氏

略 歴

慶応義塾大学卒業、同経済学研究科 経済学博士。

財団法人日本証券経済研究所主任研究員、明海大学経済学部助教授、中央大学経済学部教授を経て、2004年4月から現職。

その間、Brookings 研究所客員研究員、大阪大学客員教授、Oxford 大学客員研究員など。

◆著書・論文：

『金融サービスのイノベーションと倫理』（編著）中央経済社 2011年

『金融サービス業のガバナンス』（監修・著）金融財政事情研究会 2009年など。

首藤恵・竹原均「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス-非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」（上・下）『証券経済研究』、2008年 第62号(p.27-46)、63号(p.29-49)

“Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors: Fund Management and Corporate Governance”, Megumi Suto and Masashi Toshino, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13 No. 4 (July 2005) など。