

ソーシャルキャピタル論から見た ESG投資の効果

～新たな企業価値の創造プロセス～



大阪市立大学大学院 経営学研究科 教授

宮川 壽夫

1. はじめに

CSR (Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任) という概念が資本市場の舞台で重視されるようになって久しい。2006年には国連事務総長コフィー・アナンが金融業界に対してESG (環境、社会、ガバナンス) 課題を考慮する国連責任投資原則 (PRI) を提唱し、投資家側の視点で社会的責任を評価することがたちまち具体化された。機関投資家の間では「持続的な社会の構築」に貢献している企業を受託者責任において選別すると

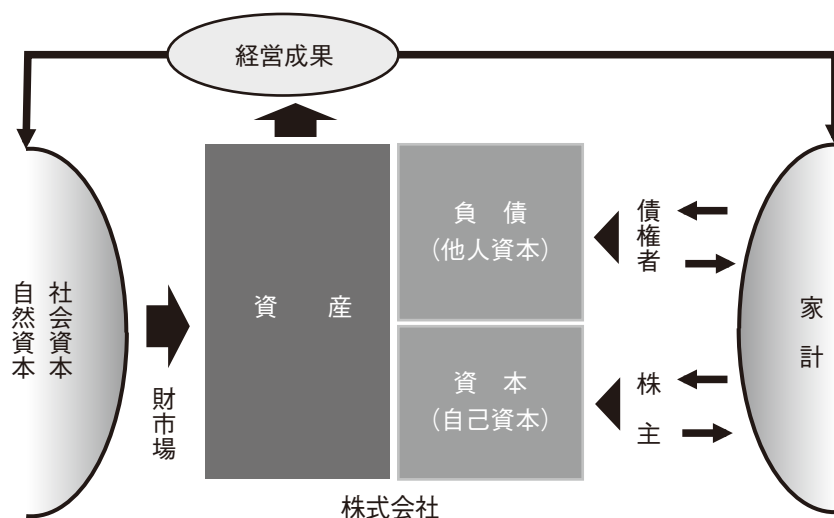
いう実務レベルの行動に達し、「ESG投資」という表現が一般的となった。2015年には年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が先のPRIの署名機関となりESG投資に踏み出すとの報道がなされるなど、改めて企業の社会的責任を評価する投資家の動きが進んでいる。

ESGという評価項目が具体的に示されたことから、一般論としてのCSRよりわかりやすいなどESGとCSR両者の概念に混乱があるかもしれない。しかし、これまでの成り立ちを考えればESGは投資家側の概念であり、CSRは企業側の概念であると整理できるだろう。たとえば、企業では「CSR部」などの名称で組織していることが依然として一般的で、「ESG部」という部署名はあまり聞かない。一方、ESGの名を冠する部署はもっぱら投資機関に組織されているようだ。本稿で紹介する先行研究では企業の行動に着目してCSRという表現を使用しているため、これに倣って検討を行う。視点や表現は異なるものの、

(目次)

1. はじめに
2. 企業活動とCSRの関係
3. CSR活動とソーシャルキャピタルの蓄積
4. ソーシャルキャピタルと企業価値
5. おわりに

(図)



(出所) 宮川壽夫『企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路』(2016年、中央経済社)をもとに作成

CSR活動が目指すところもESG投資が目指すところも本質的には大きく変わらないと思われる。

しかし、なぜ私企業がこのような社会的責任を負うべきなのか、また、企業がそれを果たしたとしてどのようなメカニズムで企業価値に影響を及ぼすのかについてはあまり明確に語られていない。最近になって学術分野ではCSRの効果をソーシャルキャピタル論の観点から実証する研究が行われている。本稿では、ファイナンス分野におけるソーシャルキャピタルと企業のCSR活動に関する近年の研究を紹介しながら、CSRが企業価値を創造するメカニズムを検討する。ソーシャルキャピタルという補助線を引くことによって、企業のCSR活動の意義が明確になるとともに、一方でエージェンシーコストの発生などCSRが

企業価値に対して必ずしもポジティブな評価ばかりでないことも示唆する。

以下2節でCSRが企業価値を創造する基本的なメカニズムを説明する。3節でソーシャルキャピタルとはなにかを明らかにし、4節では、ソーシャルキャピタルとCSRに関する最近の研究をレビューする。5節は結語として今後の企業価値評価への展望を述べる。

■ 2. 企業活動とCSRの関係

図を見ながらバランスシートを中心に企業の活動を理念的にとらえてみよう。企業はバランスシート左側の資産を活用して事業活動を行う。製造業であれば、土地を取得し、工場を建設し、機械を購入し、完成した製品を販売する。このように資産を活用して事業活

動を行った結果、経営成果が生まれる。ファイナンスの世界では経営成果を現金収入（キャッシュフロー）としてとらえる。

左側の資産を買い付けるのに必要な資金を、企業は金融市場を通じて債権者と株主から調達する。それぞれの出資は債権者が出資した負債（他人資本）と株主が出資した資本（自己資本）という形でバランスシートの右側に記載される。債権者も株主も結局のところ家計を背景としており、企業の経営成果は利子や配当という形で家計に還元される。図の右半分で資金が循環することによって経済が持続的に拡大することになる。

ただし、そのためには出資者（負債と資本）が要求する経営成果を企業が上げて家計に配分することが前提だ。ところが、出資した資本が経営成果としてのキャッシュフローを生むまでには時間を要するとともに不確実性が生じる。どれくらいの時間と不確実性が発生するかは個別企業の事業戦略や管理能力によって異なり、不確実性はリスクとして認識される。認識されたリスクは企業が資本を活用するためのコストとなる。したがって、このコストに見合う経営成果を上げることが企業の目標とされている。なぜなら家計が企業に要求するリターンは出資した他人資本と自己資本に応じたコストが目安になるからだ。これを資本コストと呼んでいる。

高い経営成果を獲得すると期待される企業の資産価値は拡大する。具体的には、企業が将来獲得すると予想されるキャッシュフロー

を資本コストによって割り引いて価値が計算される。これが企業価値と言われるものだ。当該企業が将来どれくらいのキャッシュフローを生むかという予測も、それによってどれくらいのリスクが生じるかという資本コストも金融市場において出資者（投資家）が評価することになる。

ところで、企業は高い経営成果を上げるためには競争力のある資産を外部から購入する必要がある。土地も機械も人材も財市場を通じて社会資本や自然資本といった社外から調達されたものを活用しなければならない（図の左側）。当然のことながら社会資本や自然資本が常に健全な状態でなければ優れた資産を調達することはできない。その健全な状態に対するリスクを出資者が感じ始めたところに企業のCSRの動機が存在している。汚染された土壌に工場を建設することはできないし、人権が侵害されたような社会からは優秀な人材を調達することはできない。自然資本や社会資本が健全であることが図の右側にあるような資金循環の前提であり、企業価値を高める背景だ。そこで、企業は自然資本や社会資本を健全に保つため、資産の調達方法を検討したり、あるいは獲得した経営成果の一部を投資するなどの対策が必要となる。このような象徴的なCSR活動が事業リスクの低下、すなわち資本コストの低下につながると期待され、企業価値を高めるメカニズムとなる。

日本では、CSR活動の要素として、企業の当然の義務である法令順守が中心的課題とみ

なされることが多い。しかし、以上のメカニズムに従えば、CSR活動の評価はあくまで出資者（投資家）によるものであって、必ずしも法令順守とは関係がない。実際、ヨーロッパでは法的要請や契約上の義務をCSRの定義に含めておらず、企業の自主性に重点を置いている（注1）。

本来、自然環境や社会環境の整備は法令や制度によって行われるべきであって、政府が担う役割といえる。しかし、近年における自然環境や社会環境の問題は政府のコントロールを超えて深刻になっており、かつグローバルな問題として大きくなるばかりだ。それらに対して一国の政府が対応できることには限界が生じているとともに、相対的に企業の影響力は高まっている。その結果、企業がこれらの問題に対して社会的な責任の一部を負うことには経済的合理性が存在する。だとすれば、企業のCSR活動は制度上の合意を超えて行われる必要がある。言い換えれば「法令には反していないから」という理由で責任を免れることにはならないのがCSR活動だ。

■ 3. CSR活動とソーシャルキャピタルの蓄積

3-1. CSRがソーシャルキャピタルを蓄積する

最近になってコーポレートファイナンスの実証研究の分野では、企業のCSR活動がソーシャルキャピタルを蓄積し、その結果として

企業価値を拡大するという研究が始まっている。ソーシャルキャピタル (social capital) は、一般的に「社会関係資本」という日本語訳があてられ、各分野で古くから研究されてきたテーマである。端的に言えば、人と人、組織と人、あるいは組織と組織の間にある社会的なつながりや関係それ自体に何らかの価値があるという考え方を共通の前提としている。人や組織が持っているネットワーク、規範、信頼関係、互酬関係などがソーシャルキャピタルであり、ソーシャルキャピタルはお互いの利益のためにコミュニティの調整や協力を容易にする効果を持っている。同時に、社会に協調的な行動を促すための暗黙的な規律として機能する。

ソーシャルキャピタルはこれまでファイナンス分野で扱われることはあまりなかったが、最近になってCSRをメジャメントとしたソーシャルキャピタルの研究が行われている。ソーシャルキャピタルとCSRとの間に次のような関係を見出しているからだ。すなわち、企業にとってCSRは社会との信頼関係を築き、ネットワークを拡大することにつながる。信頼やネットワークの拡大が企業にとってソーシャルキャピタルの蓄積をもたらす。その結果、企業を取り巻く不完全競争の中で、ソーシャルキャピタルが不確実性や情報の非対称性を低減し、企業の経済効率性を引き上げる効果となる、というものだ。ソーシャルキャピタルが蓄積されている企業とそうでない企業とでは、企業の価値や行動に違いが生

じる可能性がある。

これまでも企業のCSR評価と企業価値の関係についての研究は蓄積されてきた。しかし、両者の間にソーシャルキャピタルという補助線を引くことによって、企業が行うCSR投資がソーシャルキャピタルを蓄積し、その結果企業価値の拡大につながるという因果関係がより明確になる。企業のCSR活動がソーシャルキャピタルの蓄積に貢献するという考え方は、前節で述べたようなCSRによる事業リスクの低減という因果律をサポートし、企業行動をより広範な視点から観察する契機を与える。また、環境、人権、ガバナンス、教育、コミュニティといった本来は社会的次元にあるテーマが、資本主義の象徴である企業価値に重要な影響を与えるというソーシャルキャピタル論の視点は現代経済学が向かう方向性と親和性が高いとも考えられる。

3-2. ソーシャルキャピタルとはなにか

ソーシャルキャピタルの定義について多くの論者が使用するPutnam [1993] に従えば、ソーシャルキャピタルとは「相互利益のための調整と協力を容易にする、ネットワーク、規範、社会的信頼のような社会的組織の特徴を表す」概念である。ソーシャルキャピタルの効果についてPutnam [1993] は「一般化された互酬性という強固な規範を促進し、社会的信頼を醸成」とともに「人々の間の調整とコミュニケーションを容易にし、集合行為のジレンマを解決へと導く」と述べてい

る。

たとえば、現代の社会においてあらゆる経済的取引は相互の「信頼」という規律がなければ成立しない。商品を買った相手先が入金しないのではないかと常に心配するような取引は日常的ではないし、レストランで食事をして釣銭をだまし取られる心配をすることもない。取引相手が自動販売機であっても、コインを入れて缶コーヒーが出てこないリスクを常に感じる人はあまりいないだろう。

取引における相互信頼は当然のように感じるかもしれないが、次のようなデータがあることを聞いたらどうだろうか。世界価値観調査によれば、「一般に、たいていの人は信頼できるか、それとも人との取引には細心の注意を要すると思うか」という質問に対して、スウェーデンでは68%の人がたいていの人は信頼できると答えるが、ブラジルで信頼できると答える人は9%となる (Benjamin [2011])。この結果は単なる国民性ではなく国家のあり方を反映しているのかもしれない。つまり、信頼は国家のあり方のような「法律外のメカニズムが協力的な行動をとらせる社会」(Zingales [2012]) が生むだけではなく、過去からの持続性によって形成される。

ソーシャルキャピタル論は、人や組織といった経済主体間の関係性それ自体に何らかの価値があることを見出す考え方だ。その関係性は人々の共通の利益や目的を達成することに貢献するだろう。ソーシャルキャピタルの価値は社会に属する人々にいかにして有効な

共同の意識を植えつけることができるかによって測られることになる。

ソーシャルキャピタルの定義は学術分野や論者によって確かにさまざまではあるが、おそらくはだれもが直感的にそういうものがありそうだと理解できるのではないだろうか。社員お互いの信頼関係が強い組織で働く方が仕事の効率性は良さそうだ。お互いの規範意識が高い取引先同士の方がビジネスはうまくいくように思われるし、住民の結びつきのある地域の方が住みやすそうに感じるだろう。ソーシャルキャピタルの存在に対して直感的に異論は唱えがたい。しかし、ソーシャルキャピタルはどのようにして構築され、その大きさをどのように測定し、その効果をどのように認識するか、仮にソーシャルキャピタルに何らかの効果があるとしてどのような因果関係によってどういう効果が表れるのか、ソーシャルキャピタルの定義の背景にある考え方には学術分野や論者の間で多くの相違がある。次節ではファイナンス分野においてCSRをメジャメントとしたソーシャルキャピタル関係の最近の研究を概観する。

■ 4. ソーシャルキャピタルと企業価値

4-1. 企業行動に影響を与えるソーシャルキャピタル

ソーシャルキャピタルが企業の行動特性に影響を及ぼすとする研究は精力的に行われて

いる。Hasan et al. [2016] は米国に本社を置く企業を対象に、大統領選挙の投票率や国勢調査の回答率などをもとにソーシャルキャピタルを定量化し、ソーシャルキャピタルの蓄積レベルが高い地域に本社を置く企業ほど銀行からの借入金利が相対的に低くなることを実証している。

Hilary and Huang [2016] は世界価値観調査を活用し、普遍的な信頼がエージェンシーコストを削減することを実証している。彼らによれば、米国において住民お互いの普遍的な信頼が高い地域にある企業は、保有している現金の価値が高く評価され、経営者による過剰投資の可能性が低く、企業リスクも低い傾向にあるという。エージェンシー問題がソーシャルキャピタルによって解決できることを示唆した研究だ。

Kelly [2014] は、オランダ銀行による家計調査のデータをもとにソーシャルキャピタルと企業の配当支払いの関係を調査している。彼によれば、ソーシャルキャピタルの蓄積が低い地域、すなわちその国の金融市場への信頼が低い地域の個人投資家は、高配当の企業への投資を好むという。逆に、人々の金融市場への信頼性が高い地域では、低配当企業でも株価が高く評価される。金融システムに対する普遍的な信頼水準が低下してくると配当に対する投資家の要求が高まり、企業は配当を支払うようになるという。これはソーシャルキャピタルが企業による配当支払いの決定要因に影響を与えるという証拠を示した

点で、配当パズルの部分的な説明に貢献したことになる。

4-2. CSRがソーシャルキャピタルを蓄積する

コーポレートファイナンスの分野では最近ソーシャルキャピタルを蓄積するCSR活動が企業価値に影響を及ぼすという実証研究が行われている。たとえばLins et al. [2017] は金融危機時の株価リターンをとらえて、CSR投資によってソーシャルキャピタルを蓄積した企業の株価が下支えされることを示した(注2)。

しかし、多くの研究においてCSR投資が企業価値に与える影響に関する実証結果は必ずしも安定していない。たとえばFlammer [2015] はCSRのアナウンスが株価への正のリターンを生み、財務パフォーマンスを改善することを発見し、CSRが企業の付加価値を創出すると主張しているが、一方で、Di Giuli and Kostovetsky [2014] の検証結果ではCSR活動への投資が株価にマイナスの影響を与えることを示している(注3)。

CSRを通じたソーシャルキャピタルへの投資は大きければいいというものではない。過剰な投資が行われると物理的資産への投資と同じように企業の限界生産性が低減していくからだ。あるいは、CSRが経営者にとって個人的な名声となるなら経営者は株主のためではなく、自らの私的便益のためにCSR投資を行うことになる(注4)。過剰な投資は株主と

経営者の間のエージェンシー問題を発生させ、企業価値の毀損につながる。

CSR投資がエージェンシー問題をひき起こすという観点から実証を行ったのがKruger [2015] である。彼は、特定の状況下においてCSR活動が株主価値を高めると結論しながらも、エージェンシー問題が深刻な企業においてはCSRに関するポジティブなニュースに対しても株価が下落することがあるとしている。企業の特性によってCSRに対する株価評価が異なるというのは、企業が社会的責任を果たすことが株主利益の拡大にとって必要条件ではあるが、十分条件とはならないという示唆となる。

エージェンシー問題が深刻かどうかは当該企業のガバナンスを見る必要があるだろう。ガバナンスという観点からはCSR活動を評価した研究も多い。最近の研究でもFerrell et al. [2016] はガバナンスの優れた企業ほどCSR活動に熱心だという報告を行っている。一方で、Kacperczyk [2008] はデラウェア州裁判所の判決資料を用いて、買収防衛策が企業のCSR活動とその後の業績に影響を及ぼすことを実証した。企業は買収の脅威がなくなると社会環境や自然環境の保全に関心を高めるといふ。これは買収の脅威という企業への規律付けがむしろソーシャルキャピタルへの投資を妨げる可能性を示唆している(注5)。さらに、Popadak [2013] は、企業がヘッジファンドの要求によってガバナンスを改善する努力を行うと短期的に企業業績を改善する

が、長期的には株主価値の毀損をもたらすとしている^(注6)。この要因について彼女は企業文化の重要性を主張する。つまり、経営者は目先のガバナンスの改善を行い、企業業績は一時的に改善されるが、ガバナンス改善の過程で企業は取引先の信用や従業員満足度に根差した無形資産としてのソーシャルキャピタルを徐々に食いつぶす結果になるといふ。経営者は目に見えにくいソーシャルキャピタルへの投資を犠牲にして、株主から観察が容易な短期業績への改善のための政策を優先してしまう。ここにトレードオフが存在する。彼女は短絡的な設備投資や工場閉鎖などが、長期的には企業文化を毀損する可能性を説いている。

ブルデューの古典的研究^(注7)ではネットワークの構成者が持つ文化的資本の豊富さがソーシャルキャピタルを蓄積するという文化資本論の立場からソーシャルキャピタルをとらえているが、最近の実証研究でもソーシャルキャピタルを企業文化として取り上げるケースは多い。Graham et al. [2017] は、米国企業を対象に企業文化の改善が企業価値を拡大することを示している^(注8)。彼らは企業文化における価値として誠実性、協調性、環境適応性を挙げており、これらは明らかにソーシャルキャピタルに結びつくものとして Servaes and Tamayo [2017] も評価している。

■ 5. おわりに

これまで見てきたように、ソーシャルキャピタルという文脈の中でCSR活動への投資効果を検証する研究が精力的に行われている。企業にとってCSRは社会との信頼関係を築き、ネットワークを拡大することにつながる。信頼やネットワークの拡大が企業にとってソーシャルキャピタルの蓄積をもたらすことになる。ソーシャルキャピタルは不完全競争の中で不確実性や情報の非対称性を低減し、企業の経済効率性を引き上げる可能性を持つ。今後はデータが蓄積されていくにつれ、この因果関係の実証結果にも安定性が増していくと思われる。

古典派経済学において、企業は資本と労働を統合し、利潤の最大化を目指す。その生産過程の中で企業は資本コストに等しくなるまで投資を行う。結果として、企業の成長が一国の経済発展に貢献することになる。企業の投資活動においては、これまでエージェンシー問題に起因する過剰投資や過少投資問題、投資資本における人的資本などインタンジブルズの重要性がホットイシューとして議論されてきた。

そして、近年になって企業の社会的責任が経済発展の問題として問われている。自然資本と社会資本に対する危機感が大きくなる中で、企業に社会的責任の一端を配賦することに合理的妥当性を見出すことができるという

ことは述べた通りだ。となると、企業の価値評価はもはや一企業が生む将来キャッシュフローの現在価値としての資本に対する評価のみではなく、社会的な共通資本への貢献というもう一つの軸が加わることになる(注9)。CSR活動あるいはESG投資という軸が企業によるソーシャルキャピタルの蓄積として評価されるとすれば、新たな企業モデルの構築に貢献を果たすことになるかもしれない。

〔参考文献〕

- ・宇沢弘文 [2015] 『社会的共通資本』 岩波新書
- ・宮川壽夫 [2016] 『企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路』 中央経済社
- ・Aldrich, D. P. [2012] *Building Resilience - Social capital in post disaster recovery*, The University of Chicago Press.
- ・Benjamin Pauker [2011], "Understanding Libya's Michael Corleone", *Foreign Policy*, March 7, 2011.
- ・Bourdieu, P., [1986] "The forum of Capital", *Handbook of Theory and Research for the Society of Education*, Greenwood Publishing Group, pp.241 - 258
- ・Di Giuli, A., and Kostovetsky, L. [2014], 'Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility', *Journal of Financial Economics*, 111, 158 - 80.
- ・Flammer, C. [2015], 'Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach', *Management Science*, 61, 2549 - 68.
- ・Hasan, I., Hoi, C., Wu, Q., and Zhang, H. [2016], 'Social Capital and Debt Contracting : Evidence from Bank Loans and Public Bonds', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.52-3, June 2017, pp. 1017 - 1047
- ・Hilary, G., and Huang, S. [2016], 'Trust and Contracting', working paper, INSEAD and Singapore Management University.
- ・Kelly, P. [2015], 'Dividends and Trust', working paper, University of Notre Dame.
- Kinenberg, E. [2002] *Heart Wave : A Social Autopsy of Disaster in Chicago*, The University of Chicago Press.
- ・Kruger, P. [2015], 'Corporate Goodness and Shareholder Wealth', *Journal of Financial Economics*, 115, 304-29.
- ・Lins, Karl V., Henri Servaes, Ane Tamayo, [2017], 'Social Capital, Trust, and Firm Performance : The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis', *The Journal of Finance*, August 2017, vol72, issue4, 1785 - 1824
- ・Popadak, J. [2003], 'A Corporate Culture Channel : How Increased Shareholder Governance Reduces Firm Value', working paper, Duke University.
- ・Servaes, H., and Tamayo, A. [2013], 'The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value : The Role of Customer Awareness', *Management Science*, 59, 1045 - 61.
- ・Servaes, H. and Ane Tamayo [2017], "The role of social capital in corporations : a review", *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 33, Number 2, 2017, pp.201 - 220.
- ・Zingales, L., [2012] *A Capitalism for the People*, New York, Basic Books.

(注1) 2004年6月に行われた欧州マルチ・ステークホルダー・フォーラム最終報告によれば「CSRとは(中略)、法的要請や契約上の義務を上回るものである。(中略) CSRは法律や義務に置き換わるものでも、また、法律および契約を避けるためのもの

のでもない」と定義されている (European Multi-stakeholder Forum on CSR “Final Results and Recommendation”, 2004)。

(注2) 有事におけるソーシャルキャピタルの効果についての研究は多い。Kinenberg [2002] はシカゴ熱波における治安の差が住民の死亡率に影響したことを示し、Aldrich [2012] は、関東大震災、阪神・淡路大震災、インド洋大津波、ハリケーン・カトリーナの4事例において、災害後の人口回復の差がソーシャルキャピタルにあったことを指摘している。

(注3) 彼らによれば、S&P500企業はCSR投資を1増やすと期待収益率が2.4%低下するとしている。

(注4) Servaes and Tamayo [2017] でも同様のことが指摘されている。

(注5) Servaes and Tamayo (2017) を参照のこと。

(注6) この研究ではカバナンス改善後2年間で株価は1.4%下落することを示している。

(注7) Bourdieu [1986]

(注8) 米国1,300の企業を対象に企業文化の重要性を調査し、米国の経営者の90%が企業文化が重要であると回答し、92%が企業文化の改善が企業価値拡大に貢献するとしている。

(注9) 宇沢 (2015) では「社会的共通資本」としてこの概念をとらえている。

