



RIETI Policy Discussion Paper Series 18-P-003

## CSR活動の類型整理と実証分析のサーベイ

遠藤 業鏡

中曽根康弘世界平和研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## CSR活動の類型整理と実証分析のサーベイ\*

遠藤 業鏡（中曽根康弘世界平和研究所）

### 要 旨

本稿はこれまで多義的に用いられてきた CSR 活動の類型整理を行い、営利法人に許容されるのは利潤獲得動機と統合的な CSR 活動であることを確認する。格付会社などが企業に付与する「環境、社会、ガバナンス (ESG)」スコアは、単に良い評判を形成するだけでなく、「経営の質」の推定や業績予測の改善といった実用的な用途に利用され、これが CSR 活動を行う企業に誘因を与えていることを指摘する。実証分析のサーベイは、①CSR 指標と企業業績との関係を考察する「アウトカム分析」と、②CSR 指標の規定要因を探る「決定要因分析」の2つに分けて行う。これらは相互補完的であり、CSR 活動を通じた価値創造プロセスを正確に理解するためには、同一の CSR 指標について両方の分析を行っていく必要があることを強調する。ESG の各要因は並列でないことを明らかにし、ガバナンス要因 (G) を環境要因 (E) や社会要因 (S) より上位に位置付けたりサーチ・デザインが必要であることも指摘する。

キーワード：戦略的 CSR、啓発された自己利益、功利主義、ESG 情報  
持続可能な開発目標 (SDGs)、コーポレート・ガバナンス  
JEL classification: M14, Q57, G34

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

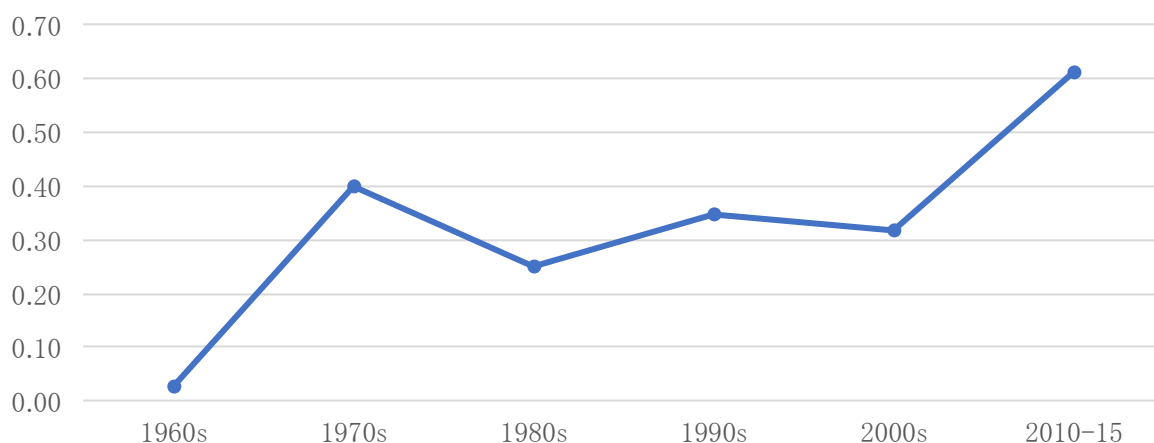
\* 本稿は、独立行政法人経済産業研究所 (RIETI) における「生産性向上投資研究」プロジェクトの成果の一部である。本稿の原案に対して、矢野誠所長、森川正之副所長、宮川努ファカルティフェロー、深尾京司ファカルティフェロー、細野薫教授 (学習院大学)、大瀧雅之教授 (東京大学)、広田真一教授 (早稲田大学)、鷹羽美奈子氏 (MSCI) ならびに日本政策投資銀行設備投資研究所におけるワークショップ参加者の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

# 1. はじめに

## 1.1 問題意識

企業の社会的責任（corporate social responsibility [CSR]）の重要性が幅広い層に認知されていくのと呼応して、アカデミズムの世界でも研究の蓄積が進んでいる。図1は経営学のトップジャーナルである *Academy of Management Journal* に掲載された CSR 関連の実証論文 87 本(1958-2015 年)を年代別に集計したものである。1970 年代以降、Friedman (1970/2008) に触発されて CSR の実証論文が目立つようになったが、発行ペースは概ね横ばいで推移していた。しかし、2010 年以降は 1 号当たりの掲載本数が倍増となるなど、CSR 研究の注目度が高まっている。当該ジャーナルは 1993 年から年間 6 号の発刊ペースなので、2010-15 年の期間、CSR 関連の論文は年平均 3.7 本掲載されていた計算になる。初期の分析は、CSR 指標が企業業績を高めているかという「アウトカム」に注目する分析が中心だったが、近年では CSR 指標がどのような要因に規定されているのかという「決定要因」に着目する分析も増えている（Wang et al. 2016）。アウトカム分析（“whether it pays to be good”にちなみ適宜「whether の問題」と言う）で CSR の価値関連性が浮かび上がってくる中で、なぜ CSR 活動が価値創造に結びつくのか（“why CSR does exist and how it affects firm value”にちなみ適宜「why/how の問題」と言う）という背景にも注目が移り、決定要因分析が急増したと推測される。

図1 CSR 関連の実証論文の推移（per issue）



（備考）Wang et al. (2016)より作成

国内では CSR という用語を意識的に避ける実務家も存在するが、これに代わる新たな用語を持ち出すメリットは低いと考える。例えば、事業活動の中で環境・社会問題を解決する取り組みを Porter and Kramer (2006, 2011)に倣って「共有価値の創出（creating shared value

[CSV]) と表現する向きがあるが、Porter and Kramer は「同一用語の二義使用」を行っているばかりか、CSV の定義で難を抱えている (脚注 11 参照)。2015 年 9 月の国連サミットで採択された『持続可能な開発目標 (sustainable development goals [SDGs])』は、CSR 活動と大きく異なるという説明がなされることがあるが、これは正確性に欠ける。Global Reporting Initiative などが SDGs との対応表を示していることからわかる通り<sup>1</sup>、SDGs は従来の CSR 活動の中で消化吸収することができる。SDGs は発想の大転換を迫るものではなく、人権尊重といった各テーマの「豊水練 (principles)」を「水練 (practices)」に変える呼び水と理解するのが正確であろう。清水 (2010) が指摘するように、「企業の社会的責任、という言葉がしばしば捉えどころがないように響くのは、その含む内容が多様であり、かつその内容が必ずしも整理されていないからである」(p.254)。本稿は多義的な CSR を CSV に代表される「流行語 (buzzword)」に安易に置換せず<sup>2</sup>、類型整理を通じて営利法人が行いうる CSR 活動を絞り込む。こうした作業によって「無関係 (irrelevant)」な対立軸が消し去られるため、営利法人がなぜ社会的責任なるものを果たそうとするのか理解しやすくなると考える。その上で先行研究のレビューを行い、日本の実証研究で求められる分析視点を提示する。

## 1.2 社会的責任の定義

CSR に関する定義は様々なものが提起され諸子百家的な状況にあったが (付表 1)、2010 年 11 月 1 日に国際標準化機構が「社会的責任 (social responsibility [SR])」に関する規格 ISO 26000 (以下、単に「(SR) 規格」と言う) を発行したことで収束傾向にある。

### 社会的責任の定義 (規格 2.18)

組織の決定及び活動が社会及び環境に及ぼす影響に対して、次のような透明かつ倫理的な行動を通じて組織が担う責任。

- 健康及び社会の繁栄を含む持続可能な発展に貢献する。
- ステークホルダーの期待に配慮する。
- 関連法令を順守し、国際行動規範と整合している。
- その組織全体に統合され、その組織の関係の中で実践される。

注記 1 活動は、製品、サービス及びプロセスを含む。

注記 2 関係とは、組織の影響力の範囲内の活動を指す。

規格は序文において、「社会的責任に取り組み、実践するとき、組織にとっての最も重要

<sup>1</sup> [https://www.globalreporting.org/resource/library/SDG\\_GRI\\_Linkage.pdf](https://www.globalreporting.org/resource/library/SDG_GRI_Linkage.pdf)

<sup>2</sup> 一般に定着している「環境、社会、ガバナンス (environment, society, and governance [ESG])」という用語は、CSR の評価軸を指すものとして用いる。

な目標は、持続可能な発展への貢献を最大化することである」と宣言し、SRの目的となる理念は持続可能な発展であること、別の言い方をするとSRは持続可能な発展の「手段」であると説明している。また、持続可能な発展を「将来の世代の人々が自らのニーズを満たす能力を危険にさらすことなく、現在のニーズを満たす発展」と定義し、「質の高い生活、健康及び繁栄という目標を、社会的正義及び地球の生命の多様な状態での維持と統合すること」と解説している。持続可能な発展とは将来世代の境遇を現在世代の先取行為(e.g. 化石燃料への過度の依存)によって改悪しないという制約を課した発展なので、SRは「他者の自由を尊重する責任」と整理できよう。井上(2008, p.157)は、自己と視点を異にする他者の接遇により、自己の権力への意思を自己批判的に制御する自由を「他者への自由」と呼び、他者の自由を制圧する権力への意思を孕む「他者からの自由」と区別している。規格が擁護する自由は「他者への自由」であり、この普遍主義的正義概念によって真摯な正義志向性を持つCSR類型とそれを欠くものが篩い分けられる。その意味で、この正義概念はCSRの「正統性(legitimacy)」を判断する基準となる。

定義文は、組織が責任を担う「影響(impact)」として、「社会及び環境」を挙げている。Elkington(1997)は、「経済」だけでなく、「社会」と「環境」を加えた3つの側面(トリプル・ボトム・ライン)から企業活動を評価する必要があると早くから指摘していた。定義文にある持続可能な発展への貢献をElkingtonが言う「経済」と読み替えると、規格はトリプル・ボトム・ラインの発想を取り入れているとみなせる。ステークホルダーを定義している規格2.20は、「組織の何らかの決定又は活動に利害関係を持つ個人又はグループ」と言及している。自らの決定及び活動の影響を特定することで、組織にとって最も「重要(material)」なステークホルダーを特定し、ステークホルダーと対話・エンゲージメントすることを推奨しているという特徴も有している。重要なステークホルダーを特定する自由度を組織(会社)に与えているという点でMatten and Moon(2008, p.405)の定義と共通点がある。

以上は共通点だが、次に先行研究とニュアンスが異なる点を確認する。European Multi Stakeholder Forum on Corporate Social Responsibility(2004)やそれに先行する初期のCSR研究(e.g. Davis 1973, p.312; Jones 1980, pp.59-60; McWilliams & Siegel 2001, p.117)は、法的要求事項を超える取り組みかどうか、すなわち「自発的(voluntary)」かどうかでCSRとそうでないものの境界線を引く傾向にあったが、定義文は法令順守もSRの要件に含めるなど広めの解釈をしている。これは、数十年前と比べて法令順守のハードルが上がりCSR活動の多くが当然行うべき行為に転化したことが影響していよう。例えば、英国の2006年会社法では、ステークホルダー利益の考慮義務とそれをチェックする開示義務が課されている。考慮義務を定める172条1項は、「取締役は、社員全体の利益のため、会社の成功を最も促進するであろうと誠実に考える方法で行動しなければならない」とした上で、特に考慮しなければならない事項として、(a)意思決定が長期的にもたらしうる結果、(b)従業員の利益、(c)納入先、消費者等とビジネス上の関係を醸成する必要性、(d)事業活動が地域社

会や環境へ及ぼす影響、(e)高いビジネス行為規範を有しているという名声を保持することの望ましさ、(f)社員間で不公平が生じないように行動する必要性、が列挙されている<sup>3</sup>。開示義務を定める現行の 414C 条では、大企業と中堅企業に「戦略報告書 (strategic report)」の作成を義務付けており、上場会社は環境、従業員、人権など社会問題等に対する会社の方針や当該方針の有効性に関する情報も必要に応じて開示することが求められている。英国のようにステークホルダーの利益を包括的に考慮することが義務付けられているケースでは、法的責任が尽きたところから CSR が始まると考えると、企業にとって「社会的責任」と呼べる行為はほとんどなくなってしまふ。国連『ビジネスと人権に関する指導原則 (以下、「指導原則」と言う)』は人権を尊重する企業の「責任 (responsibility)」を規定し、人権デュー・ディリジェンスーサプライチェーンで発生しうる人権への負の影響を特定し、防止・軽減するとともにその取り組みを公表することなどを求めている。これは法的拘束力を有する「義務 (duty)」とは異なるが (Ruggie 2013, Ch.3)、グローバル企業を含む「すべての企業」に適用されると明言することで、「“お手製”の人権基準 (“homemade” human rights standards)」(Ruggie 2013, p.100) に委ねることはしていない。人権を尊重する企業の責任は「他者を救う」という積極的責任ではなく、「他者に害をなさない」という消極的責任—その不履行が人権侵害となる「相関的な責任 (correlative responsibility)」(Ruggie 2013, p.95) —と位置づけられているため<sup>4</sup>、グローバル企業に人権問題を真剣に考えさせる契機となっている。『指導原則』はソフトローとしても大きな影響を与えており、これらの取り決めに従い労働者の権利や環境・保健基準を順守しつつ、ダイナミックかつ十分に機能する民間セクターの活動を促進することが SDGs (第 67 パラグラフ) でも謳われている。ソフトローによる規律付けが射程を拡張して「自発的 vs 強制的」という二分法が意味を失ったこともあり、先行研究がしばしば用いてきた「自発的」という用語は規格の定義文で用いられていない<sup>5</sup>。

規格は「統合 (integration)」という言葉を用いて、組織が有している既存のマネジメントサイクルに社会や環境への配慮を組み込んでいくことを推奨している (関 2011, p.23)。同時に、規格 3.3.4 において、「慈善活動 (ここでは慈善事業への寄付とする) は、社会にプラスの影響を与えることができる。しかし、組織はこれを、その組織への社会的責任の

---

<sup>3</sup> 株式会社の場合、条文中の「社員全体 (members as a whole)」は、現在及び将来の株主を指すと解されている (Keay 2013, p.110)。

<sup>4</sup> 先進国と途上国との投資協定では、力の非対称性もあって、人権を代償とした商業的利益の創出が固定化—倫理的慣習が「選択の自由」によって無効化—されることがある (Ruggie 2013, Ch.5)。貧困・人権問題を途上国の国内要因に還元して当該問題に対する先進国の責任感覚を麻痺させ、問題を再生産する現行の制度的秩序をまことしやかに合理化する諸々の知の欺瞞を批判的に剔抉する文献として、Pogge (2008, 2010)、Young (2011, Ch.5)、井上 (2012, 第 4 章) などがある。『指導原則』はこうした一連の議論の延長線上にあると言えよう。

<sup>5</sup> 人権尊重の責任はそれが履行されないうきに非難される正義の実践であるのに対し、CSR は善行の実践—「善きサマリア人の務め (supererogation)」—であるため、両者は異なる概念であると Wettstein (2016) は指摘する。人権侵害は善行で償うことはできないという彼の理解は正しいが、CSR が善行ないし自発的行動であるという彼の単純化論法には誤りがある。

統合に代わるものとして利用すべきでない」と言及している。すなわち、慈善活動の有用性を認めつつも、慈善活動だけでは通常業務から乖離した付加物となってしまう、組織への統合が達成されないと考える。例えば、会社近くにある保育園へ「温情的寄付 (warm-glow giving)」を行うだけでは CSR 活動とならないが、それが女性従業員のエンパワーメントを企図した人事制度改革とセットで行われていれば、組織全体に統合された活動と見なされ CSR の構成要素となるというロジックである (藤井 2005, p.41)。Carroll (1991, p.40) が CSR の第一の徳目とした「慈善的 (philanthropic)」という用語が定義文で用いられていないのは、このような思想が背景にあると考えられる。

規格において、SR は「ステイクホルダーとの関係において論じられており、株主あるいは所有者はその中の 1 つとして位置付けられている。このような立場に立つ限り、利益というものはそれほど重要な問題ではなくなる」(清水 2010, p.255)。しかし、規格はありとあらゆる社会・環境問題への対処—Greene (2013)が言う「幸福製造装置 (happiness pump)」として社会全体に裨益すること—を組織に求めている。求めているのは、時代とともにハードルが上がっていく関連法令や国際行動規範に追いつく行為であり、それらを追い抜く行為ではない。この点だけを取り出すと SR は未来志向に欠けた平凡な活動に映るが、定義文のキモは他の部分にある。規格は組織全体への「統合」という言葉を用いることで、慈善活動のような利益の分配でなく本業で社会・環境問題を解決することが CSR の王道であることを示唆している。Crifo and Forget (2015)など近年の先行研究も社会・環境問題への配慮が組織全体に統合されているかどうかを CSR の定義として重視している。

これまでの説明から明らかな通り、CSR 活動をどう捉えるかについては、経済学や経営学だけでなく、法学など隣接諸科学の知見も無視できない。続く 2 章では経済学の立場から CSR の諸類型を整理するが、3 章では CSR 活動が支持される制度的・思想的背景について言及する。もっとも、類型整理をしても、どれがドミナントな類型であるか立証しなければ意味がない。4 章ではその前段階として CSR 指標の測定方法を概観し、5 章・6 章でアウトカム分析と決定要因分析といった実証分析についてサーベイを行う。7 章で全体を総括し政策的含意等を導く。

## 2. 経済学からみた CSR の諸類型とその解釈

経済学の文脈における CSR 活動は、「公共財」的性格を有する財・サービスをどのような経済主体がどのように提供するかという問題として捉えることができる。CSR を巡る議論は 1930 年代の Berle-Dodd 論争 (3.1 節参照) が有名だが、Friedman (1962, Ch.8, 1970/2008) による CSR 批判やそれへの応答などが幾重にも折り重なった結果、今日では複数の解釈が並立している。本稿では、営利企業が行う CSR 活動を中心に議論するが、その前に、これ

までの CSR 活動に関するサーベイ論文に依拠して、様々な立場の CSR 活動に対する考え方について述べておきたい<sup>6</sup>。表 1 は、Kitzmueller and Shimshack (2012)の類型整理を筆者なりに再構成したものである。縦方向の対立軸は、ステークホルダーへの配慮の濃淡を区分するものである。横方向の対立軸は、会社の目的が利潤追求という「一元論 (single-valued objective function)」として位置付けられるかそうでないかで区分するものである。縦方向はコーポレート・ガバナンスにおける「公平性」の濃淡を、横方向は「効率性」の濃淡を表していると見ることもできよう。以下では、これらの対立軸を頼りに CSR を 3 つに分類する。本章の議論を少しだけ先取りすると以下の通りである。経済合理性から考える場合、それぞれの類型に根拠があるため、「CSR 活動は利潤創出に貢献しているか」というアウトカム分析が実証経済学的にもまた社会的な制度設計の観点からみても意味のある問題設定となる。

## 2.1 消極的 CSR

CSR 活動は政府が提供すべき「公共財」を私的に供給する行為であるため、ステークホルダーへの配慮を法令順守という最低限の制約に限定して利潤追求を目指せばいいという考えがある。本稿ではこのようなビジョンを「消極的 CSR」と呼ぶ。Friedman (1970/2008)は、「経営者の責任とは株主の意向に沿ったビジネスを行うことであり、それは一般には法律や倫理的慣習など社会の基本的なルールに従いつつ、可能な限り利益を上げることである」(p.34)と言及した。Carroll (1979, 1991)は、CSR の次元を達成が容易な順に、経済的責任、法的責任、倫理的責任、裁量的責任 (のちに慈善的責任) と整理したが、経済的責任と法的責任の必要性を認めていたという点だけ取り出せば、Friedman も「CSR の唱道者」だったと言えなくもない。営利法人における CSR の射程限定を是とするのは Milton Friedman のような経済学者にとどまらない。従業員や取引先といったステークホルダーへの外部不経済は契約や規制によって内部化されているので、取締役は株主利益の最大化に全精力を傾ければいいという考えは米国の会社法学者の間でも広範に共有されていた (e.g. Easterbrook & Fischel 1991, p.38; Hansmann & Kraakman 2001, p.441)。

このビジョンは、「公共財」を私的供給するコストは「株主の道具 (instrument of the stockholders)」(Friedman 1962, p.135)たる私企業が負うべきものではなく、政府など公的機関が賄うべきものであると考える。そのため、「市場メカニズムあるいは交渉、その結果としての契約など代替的なメカニズムが有効である場合にはコースの定理が示唆するように、(不平等の問題はあっても)利益追求と社会的厚生の上は一致する」(佐々木 2010, p.47)。経営学者の Levitt (1958)も同時期に Friedman と似たような議論を展開した。すなわち、法令を順守して利潤最大化を図ることこそが民間企業の務めであり、コミュニティの

---

<sup>6</sup> 例えば、Crifo and Forget (2015)、Kitzmueller and Shimshack (2012)、Schmitz and Schrader (2015)を参照されたい。



利益や雇用への配慮は政府の仕事である—“Government’s job is not business, and business’s job is not government” (p.47)—という議論（二分法）を展開した。政府が外部不経済を内部化するの、法令順守など必要にして最低限の配慮をしていれば、企業は利益追求に集中すればいいという含意である。現代で言えば、Reich (2007, Ch.5)がこれに近い考えを主張している。

表 1 CSR の諸類型

		【会社の目的】	
		利潤以外も追求 (多元論)	利潤の追求 (一元論)
【制約条件】 ステークホルダーへの配慮	積極的… 正統性重視	<b>公益志向 CSR</b> <b>【ビジョン：doing good】</b> ステークホルダーへの配慮を直観主義的に拡張 →CSR は会社の目的の一部	<b>戦略的 CSR</b> <b>【ビジョン：doing well by doing good】</b> ステークホルダーへの配慮を功利主義的に拡張 →CSR は利潤追求の手段
	消極的… 正統性軽視	/	<b>消極的 CSR</b> <b>【ビジョン：doing well】</b> ステークホルダーへの配慮を法令順守に限定 →CSR は投資ではなく単なるコスト

もちろん、現実の世界では政府は万能ではないため、企業活動に伴う外部不経済は残りうる。環境税など市場メカニズムを用いた外部性の解決は、「二次的公共財 (second-order public good)」の問題や政府間協調 (e.g. 自国ファーストの排除) の失敗もあって実効性に欠けると考えられる<sup>7</sup>。政府は秩序問題の解決に当たり、企業など民間部門の自助努力を期待しているように見受けられる。例えば、「温室効果ガス (greenhouse gases [GHG])」を多量に排出する国内事業者は、地球温暖化対策の推進に関する法律によって排出量の算定・報告義務が課せられているが、削減義務までは課されていない。政府は、事業者から報告

<sup>7</sup> 企業の機会主義的行動を前提として強力な法規制で環境問題を解決しようとする、不法投棄などを監視する行政コストが非常に大きくなってしまい、当初の問題を解決することで得られるメリットを上回る惧れがある。つまり、監視・統制という行為が「二次的公共財」となり、新たな問題が発生してしまう (山岸 2000, pp.95-99)。そのため、環境税による解決は、環境問題によるコストを監視・統制コストの負担問題に置き換えるだけに終わる可能性がある。

された GHG 排出量を公表することで、環境保護を自生的ガバナンス (e.g. 不買運動など 共同体的制裁によるフリーライダーの掣肘、エンゲージメント・議決権行使) に委ね、自らの役割を庭師的なもの—「計画者 (planner)」でなく「世話役 (facilitator)」—にとどめていると言えよう。Arrow (1973)は、市場メカニズムを用いた外部不経済の内部化が困難な ケースやコアとなる製品情報—現代の文脈で読み替えると、強制労働・児童労働への「受 益的加担 (beneficial complicity)」の有無や食料品の産地情報などが売り手に偏在してい るケースでは、社会的責任なる発想を持つことは望ましいと指摘している。O. Hart and Zingales (2017)も、政府による外部不経済の内部化が困難な場合には、企業レベルの対応が 「手ごろな代替物 (reasonable substitute)」になると主張し、消極的 CSR 以外の類型に期待 を寄せている。このように、消極的 CSR は伝統的な経済学の枠組みでは合理性を有してい るものの、その考え方が広く実現できるかどうかについては疑問が残る。

## 2.2 戦略的 CSR

戦略的 CSR は、消極的 CSR よりも主体的・能動的に CSR 活動に関わる類型である。戦 略的 CSR 活動が正当化される背景にはいくつかの理由がある。その中で最も大きな理由 は、市場の不完全性である。政府が公共財を提供し民間が利潤追求に邁進するという Friedman (1962, Ch.8, 1970/2008)や Levitt (1958)の二分法は、政府が個人の選好を正確に把 握しているという前提が必要となる (Crifo & Forget 2015)。また、異質な消費者を前提と すると、政府の介入は企業活動に伴う外部性に選好を示さない消費者—エコプロダクツな どに関心がない消費者—に規制を加えることになってしまう (Besley & Ghatak 2007)。

一方、企業には利潤最大化と矛盾しない形で、CSR 活動を行う誘因がある。Crifo and Froget (2015)は、市場の不完全性を前提とした上で、規制、契約、競争の3つの観点から整 理している。規制に関してよく用いられる議論は、政府の規制強化前に企業が機先を制し て環境投資を実施するというものである。しかし、企業の環境投資が社会的に望ましい水 準に落ち着くとは限らない。企業が投資コストを負担してしまった現状を政府が追認し、 社会的に望ましくない (i.e. 過少な) 投資水準に落ち着く可能性もある。これは CSR 活動 を規制と代替的に捉えるケースだが、補完的なケースも考えうる。例えば、政府が規制を 強化することで、環境投資を促進させるだけでなく、新たなイノベーションを触発するか もしれない (Porter & Van der Linde 1995)。こうした規制の影響については数多くの実証研 究がなされているが、頑健な結果は導かれていないようである。

契約理論から見た CSR 活動は、株主と経営者との契約が不完全であることに由来する。 すでにみた異質な消費者と同様、企業は様々な選好を有する株主によって支えられている。 もちろん利潤最大化を望む株主は多いが、倫理に反するような「稼ぎ方」を認めないとい う考えも浸透しつつある。その結果、個人の価値観を投資行動に反映させたいという動 機を有する株主が増え、サステナブル投資も拡大を遂げている (2.4 節参照)。CSR 活動は、

企業の利潤動機に基づきながら、こうした多様な株主の要望にも応える手段の一つと位置付けられる。また CSR 活動は、その企業で働く労働者との関係にも良い効果をもたらす。CSR 活動を積極的に行っている企業は、ロイヤリティが高く質の高い労働者を獲得できる可能性が高くなり、労働者の離職が少なく採用コストが抑制できるなどのメリットを享受でき、結果的に生産性が向上する可能性がある。実際、こうした分野での実証研究も進んでいる。

最後に不完全な競争状態に対応した CSR 活動に対して考える。先ほど述べた異質な消費者の中には、環境活動を積極的に行う企業の製品を購入したいという選好を有する消費者もいるかもしれない。しかし、製品や企業活動に対する情報の不完全性によって消費者は環境活動に対して積極的かどうかを見分けることができない。しかし実際に環境活動に積極的で CSR 活動を行っている企業が、その活動を公表すれば、自社の製品を他社の製品と差別化することができ、競争市場で優位に立つことができる。GHG 排出の例を取ると、負の外部性を被る消費者からの評判悪化が予想されるため、消極的 CSR が容認する野放図な GHG 排出は、たとえ合法であっても全体的に見て得にならない可能性がある。この場合、バリューチェーンの見直しやエコプロダクツの開発によって消費者からの評判を高めようとする環境経営—国境に道徳的境界をおかない「公平な観察者」のまなざしに耐えうる経営の実践—が功利主義的な観点からは是認される<sup>8</sup>。人権侵害の未然防止に功利主義的な配慮を拡張することも可能である。貧困や児童労働の撲滅などは SDGs でも謳われているが、現代奴隷法が成立して以降の英国では売上高 3600 万ポンド以上の企業に対して奴隷・人身売買の防止に関する方針や社内プロセスの開示を義務付けている。こうした動きと並行して、Know the Chain や Corporate Human Rights Benchmark などの組織もグローバル企業の人権監視を強めており、Amundi のように人権に関するエンゲージメント—石油・鉱業セクターにおける人権ポリシーの尊重、タバコ・カカオ業界のサプライチェーンにおける児童労働の排除要請—を実施する運用機関も存在する（水口 2017, 第 3 章）。アドボカシー活動による「名指しの批判 (name and shame)」が効果的であれば、サプライチェーン企業に対する人権デュー・ディリジェンスの徹底や途上国の「低所得層 (base of the pyramid)」向けビジネスなど潜在的な顧客に対する働きかけも功利主義の観点から正当化される。いずれも利潤追求の手段としてステークホルダーに配慮するという点で共通しており、「道具的ステークホルダー理論 (instrumental stakeholder theory)」と同じビジョンである<sup>9</sup>。もっとも、こうした CSR 活動はコストを伴うため、規範的妥当性だけでなく実効性も持つためにはそれを上回るベネフィットを生み出す必要である。戦略的 CSR の場合、組織の評判—正統性調達によるムラ八分の回避—がカギを握ると考える。本稿は剥き出しの利潤追求を

<sup>8</sup> SR 規格の序文は、社会的責任を果たすメリットとして、「組織の評判 (reputation)」など無形資産が蓄積される効果を指摘する。

<sup>9</sup> これまでの説明で明らか通り、このビジョンはステークホルダーを文字通り「道具」として扱うことを推奨するものではなく、公正に扱われるべき「他者」として尊重する。

放棄した戦略的 CSR が経済合理性を持つと考えるため、3.4 節で CSR 格付などの「ゴシップ」がベネフィットを生むメカニズムを詳述する<sup>10</sup>。

Porter and Kramer (2006)は環境汚染の防止などは戦略的 CSR に含まれないと整理しているが、彼らの「戦略論」には数多くの反論が寄せられている。Minor and Morgan (2011)は、環境汚染の防止などの取り組みは、リコールが起きた時に不買運動などを回避する「評判の保険 (reputation insurance)」として機能していると指摘する。環境側面を例にとって彼らが言わんとしたことを整理すると以下の通りである。エコプロダクツ開発のような「攻めの CSR」—Porter and Kramer (2006)が言う CSV—と汚染の防止や無事故操業のような「守りの CSR」の両方を実践する企業は「評判の保険」という防護壁で守られるが、小手先のマーケティングで「本業とは関係ないが人目に付く CSR (side show)」だけをチェリー・ピッキングで実践してもダウンサイド・リスクを低減させることはできないというのが Minor and Morgan の含意である。ジョン・スチュワート・ミルの「他者危害原則」は規則功利主義者が支持する二次的規則として理解することができるが (児玉 2012, 第 4 章)、Minor and Morgan はこの原則の価値関連性—汚染防止など純粋なコストに見える「守りの CSR」が功利主義的に正当化でき、かつ、「攻めの CSR」に優先すること—をイベント・スタディの実証分析で示したものである。彼らが着目した保険機能は他の研究でも指摘されている (Flammer 2013; Godfrey et al. 2009; Pelozo 2006)。「保険」という表現こそ用いていないが、Nofsinger and Varma (2014)は平時にパフォーマンスが低いポジティブ・スクリーニング銘柄 (サステナブル投資の一類型; 付表 2 も参照) が、金融危機の時には逆に高いパフォーマンスを示したと指摘する。CSR の誘因としては「評判の報酬」が大きく作用していると考えられることから (3.4 節参照)、本稿では Porter and Kramer (2006)の考えを斥け、汚染防止活動など「守りの CSR」も戦略的 CSR に包含されると考える<sup>11</sup>。戦略的 CSR のビジョンは、リバタリアンのように「責任なき自由」を希求するものでなく、トクヴィル (1840/2008) が言うところの「啓発された自己利益<sup>12</sup>」を追求するものである。このビジョンが成立するためには、「他者の権利領域を尊重する『リベラルな個人』(他者の権利領

<sup>10</sup> Kreps (1990, pp.100-111)は、「継続企業 (going concern)」の本質の 1 つとして「評判の担い手 (reputation bearer)」機能を挙げている。興味深いことに、ゴシップ・トークをするため—社会関係に関する情報 (評判) をやり取りするため—言語が発達したとする説がある (Dunbar 1997)。このように考えると、CSR 格付のような「ゴシップ」が企業評価で重用されるのも首肯できよう。

<sup>11</sup> Minor and Morgan (2011)は「攻めの CSR」への射程限定が引き起こす問題点—正統性欠損が引き起こすリスク・ヘッジ機能の低下—を指摘したもののだが、それ以上に深刻な問題がある。Porter and Kramer (2006, p.91)は CSV を企業価値創造の「手段」と捉えていたが、続編論文の Porter and Kramer (2011, pp.64-65)では経済的価値と社会的価値の総和で定義した会社の「目的変数」を「共有価値 (shared value)」と呼んでいる。戦略的 CSR から公益志向 CSR への転向とも解釈できるが、「同一用語の二義使用」には注意が必要である。岡田 (2015) はこの問題を CSV 論文の「ゆらぎ」と指摘している。

<sup>12</sup> 松本礼二訳では「利益の正しい理解の説 (self-interest well understood)」だが、後述する英国の ESV アプローチや先行研究 (e.g. Davis & Blomstrom 1975, pp.243-245, Jensen 2001, Steiner 1971, pp.144-145) との共通点を浮き彫りにするため、「啓発された自己利益 (enlightened self-interest)」と表現する。外部性は政府が規制によって対処すべきと考える Jensen (2001, p.12)は、環境問題などを CSR の射程に含めていない。従業員への「寛容」や消費者への「礼讓」をまとってはいるが、道徳的境界を国境に置いて他者への危害を無自覚に合理化するという点で Jensen の考えは消極的 CSR のビジョンに限りなく近い。

域におけるその他者の選好と両立しない自己の選好には社会的発言権の承認を要求しない個人)の存在」(井上 1986, p.149)が必要となる。

### 2.3 公益志向 CSR

戦略的 CSR はステークホルダーへの配慮が「得になる」と考え彼らを包摂しようと試みるが、表 1 左上に分類される「公益志向 CSR」はそうした行為の「正しさ」ゆえ行うべきだと考える。ステークホルダーの積極的配慮を支持して外部不経済の内部化を図るという点では戦略的 CSR と共通点を有するが、基本的な発想が異なる。トクヴィル (1840/2008, pp.211–217) に倣って表現すれば、「有用な徳」を手段として利潤を追求するのが戦略的 CSR であり、利益を犠牲にして「美しい徳」を追い求めるのが公益志向 CSR である。岩井 (2005) は、CSR を論じる中で「法人企業としての会社の存在意義を、利益の最大化に限定する必要などない」(p.94) と主張するが、公益志向 CSR は「規範的ステークホルダー理論 (normative stakeholder theory)」と同様に多元論で表現できる (e.g. Elhauge 2005; Evan & Freeman 1993; Stout 2012; 高田 1970, pp.201–203)。このビジョンは利潤だけでなくコミュニティの便益や環境保護など社会的利益の追求も目指すため、CSR は手段ではなく会社の目的の一部を構成する。具体的には、「一般的な公益 (general public benefit)」や「特定の公益 (specific public benefit)」の創出を目的とする米国のベネフィット・コーポレーション (以下、「B コープ」と言う) や非営利法人などの活動がこれに当たる。法律の建付け上、B コープは「営利法人 (for-profit corporation)」なので、この類型は「非営利 CSR」ではなく「公益志向 CSR」と呼ぶ。以下では引用文を除いて、B コープ以外の営利法人を「通常の営利法人」と呼んで区別する。

利潤を犠牲としたこのような類型も株主の選好次第では規範的妥当性を持つ。B コープ形態を取る Patagonia Works は、「ビジネスを手段として環境危機に警鐘を鳴らし、解決に向けて実行する」ことをミッション・ステートメントに掲げ、年間売上高の 1% を環境問題解決のために寄付するという条項を定款に書き加えている (Chouinard 2016, p.155)。同社は「利益を目的としない」ことを正々堂々と宣言し、Greene (2013) が比喻として用いた「幸福製造装置」として社会に尽くしている。但し、既存の株式会社を B コープに変更するためには、各種株主による議決権の 3 分の 2 または 4 分の 3 以上の賛成が必要である (高橋 2016a, p.258)。そのため、向社会的な創業者が経営の実権も握っている Patagonia Works のようなケースを除けば、公益志向 CSR の実効性は低いと考えられる。ただ、以上は通常の営利企業に限定したストーリーである。もしその組織の最高責任者や同組織のステークホルダーが、利潤ではなく環境などの社会的な価値を重視し、それを組織の目的とするならば、取るべき組織形態は、「非営利法人」ということになる。

## 2.4 近年のトレンド

現代道徳哲学の基礎を作った Sidgwick (1907)は、倫理学の方法を利己主義、功利主義、直観主義の3つに分類したが、これらは消極的 CSR、戦略的 CSR、公益志向 CSR といった CSR の諸類型にそれぞれ対応させることが可能であろう。Friedman (1962, Ch.8, 1970/2008)が CSR の射程を必要にして最低限なものに限定した背景には、「純粋に利己的な人間 (*homo economicus*)」が社会で多くを占めるという見方も根底にあったと考えられるが、より広い人間行動を考えればこのような理解は正確とは言えない。Fischbacher et al. (2001)の実験結果によると、被験者の50%は「条件付き協力者 (*homo reciprocans*)」で、フリー・ライダーは30%であった。条件付き協力者とは、相手が協力しない場合でも自分一人だけ協力するほどお人好しではないが、相手が協力するなら自分も喜んで協力するという人間を指す。天使と悪魔の中間的存在としての両義性を備えた人間が多数派であるため、何らかの外的ショックで天使性を持つ人間がクリティカル・マスを超えて存在するようになると、ある人の「向社会的 (*prosocial*)」な行動が他の人の向社会的行動の呼び水となり、それがまた別の人の向社会的行動を誘発する…という具合に小さな変化がフィードバックを繰り返すうちに社会全体に「責任の共鳴」をもたらす。換言すると、人間本性は「発見」されるものではなく、他者の接遇を通じて「構築」されるものであり、時代や地域によって変わりうる。CSR の文脈では、2006年に国連が提唱した「責任投資原則 (*principles for responsible investment [PRI]*)」が外的ショックの1つとして挙げられよう。同原則は、「私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます」、「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」など6原則の実行を署名機関に求めている。PRI が求めているのは功利主義的な立場からの包摂であると考えられる。例えば、ESG の S に当たる経済格差は、社会の不安定性増大や消費需要の減退につながるため、長い目で見たとき投資家に負の帰結をもたらすという点が強調されている (Wood 2016)。そのため、PRI の活動は公益志向 CSR より戦略的 CSR との親和性が高いと考える。

2018年3月16日時点、PRI の署名機関は1,948にまで達しており、それと呼応する形で全世界のサステナブル投資残高は22.9兆ドル (2016年時点) と運用資産残高の26.3%を占めるまでになっている。イノベーション研究では、普及率16%がブレイクスルーのクリティカル・マスと捉えられている (Moore 1991, Rogers 1962)。これを参照枠とすると、サステナブル投資は「死の谷 (*chasm*)」を超え、安定的な普及期に入ったと判断できる<sup>13</sup>。

<sup>13</sup> サステナブル投資のシェアは欧州で52.6%、米国で21.6%であるが、日本におけるシェアは3.4%にとどまる (数字の出典等は付表2を参照)。現代の就職活動では黒色のスーツを着ることが「常識」になっているが、かつては紺やグレーが企業受けする色であり、喪服を連想させる黒色のスーツは「非常識」と考えられていた。この例が示すように、ある趣味嗜好がクリティカル・マスを超えて流布されると、①そこから感化される、②それと異なる趣味嗜好を有することで生じるコンフリクトを避けるため自らの趣味嗜好を変える、などの要因が合わさって一定の秩序が強化・再生産されていく。裏を返すと、一旦定着した社会の価値観を覆すにはかなりの労力 (e.g. 国連などによる粘り強い啓発活動、マスコミ等による宣伝) を必要とする。ちなみに、リクルートスーツの例示は大瀧雅之教授からのご教示による。

資産 300 万ドル以上を有する富裕層を対象に U.S. Trust が行ったサーベイによると、サステナブル投資に「関心あり（含む投資経験あり）」と回答した個人は増加傾向にあり、2017 年時点ではベビー・ブーマー世代（53-72 歳）の 39%、ミレニアル世代（21-36 歳）に至っては 80%を占めている（U.S. Trust 2017）。若年層ほど感度が高いため、世代交代が進むに従ってサステナブル投資はさらに拡大していくと見込まれる。2015 年 9 月に国連環境計画・金融イニシアティブなどが公表した『21 世紀の受託者責任』は、投資実務において ESG 問題のように長期的な投資価値に貢献する要素を考慮しないことは受託者責任に反するという見解を表明し、米国エリサ法の解釈通達もこれに同調する形で修正されたが、これらはもう一つの外的ショックと言える。サステナブル投資が大きくなってきたことで、これまで推進派に課せられていた立証責任（ESG 要因を考慮すべき理由の説明責任）は懐疑派の反証責任（ESG 要因を考慮しない理由の説明責任）に置き換えられた。ゲームのルールが変わった 2015 年、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、「GPIF」と言う）が PRI に署名し、2017 年からサステナブル投資を開始している。持続可能なビジネスと持続可能な金融は車の両輪だが、150 兆円を超える運用資産を持つ世界最大級の「傍観者 (bystander)」が「未来の創造者 (future maker)」に転んだことで、戦略的 CSR を是認・促進するフィードバック・ループが国内でも回っていくと予想される。

### 3. 隣接諸科学からみた CSR 活動の位置づけ

前章は CSR 活動を経済合理的に説明することを中心としたが、コーポレート・ガバナンスの問題などでは、会社法学も関わってくる。CSR を事業活動に統合する企業が増えている今日では、隣接どころか「CSR が会社法の中に取り込まれ」（神作 2009, p.206）ていると表現した方が正確かもしれない。1.2 節で言及した人権問題などはグローバル・ジャスティスに関わるテーマであるため、国際関係論や法哲学の分析射程でもある。CSR 活動に従事する実務家の間では、経営企画、広報・IR、環境・CSR、研究開発、財務<sup>14</sup>といった各部門でバラバラに実施されている CSR 活動を 1 つの「傘の下」にまとめること—「サイロ思考 (silo thinking)」から「統合思考 (integrated thinking)」への転換—が必要だと認識されている。管見によれば、このような統合思考が CSR 研究でも必要であると考えられる。例えば、経済学では「営利法人はなぜ CSR 活動（信頼に値する行動）をとるのか」という問題設定をするが、心理学では「なぜ人々は他人を信頼するのか」という問いの立て方をする。経

---

<sup>14</sup> 資金使途を環境改善効果のあるプロジェクトに限定した「グリーンボンド」のように資金調達のグリーン化を図る場合には、財務部門も CSR 活動の当事者となる。Climate Bonds Initiative (2018)によると、2017 年の全世界発行額は 1,500 億ドルと前年比 78%増となった。RE100 プロジェクトに加盟—使用電力の再生可能エネルギー比率を 100%にすることにコミット—している Apple は 2017 年 6 月に 2 回目のグリーンボンド（10 億ドル）を発行した。

経済学が他分野の知見を受容して広い視点の中で CSR 活動を位置づけることで、効果的な使い方のヒント（e.g. ナッジやフレーミング効果）や留意点（e.g. クラウディング・アウト効果）が浮かび上がると考える。以下では、「正統な経済学（Economics）」の守備範囲を超えた文献についても目を配り、「サイロ思考」からの脱却を試みる。

### 3.1 多元論の是非

通常の営利法人が公益志向 CSR に従事できるかどうかは、利潤追求以外の目的を会社の目的とすることができるかという論点に還元できる。1930年代に論争を展開した Dodd (1932)は、利潤創出機能だけでなく「社会奉仕（social service）」機能を果たす経済制度として株式会社を見ようとする方向に世論が大きく傾いているため、表1で言う公益志向 CSR は実際の企業が取りうる選択肢であると考えていた。これに対し Berle (1932)は、そのような考えは規範的な理論たりえても実際に取りうる選択肢を示すものでないと指摘し、「他者への責任に関し、明快で合理的な実効性あるスキームが提示されるまでは、『株式会社は株主のために利益をあげることを唯一の目的とするという見解』を強調しないわけにはいかない」（p.1367）と反論した。現在でも論争は続いており、Dodd に好意的な Elhauge (2005)は、「営利法人だからと言って本業に付随する慈善事業を行う黙示の権限が疎外されることはない」という *Dodge v. Ford Motor Company*<sup>15</sup>の判示に注目し、取締役は株主利益の追求を唯一の目的とすることを義務付けられていないと解釈している。Stout (2012)も、「米国会社法は、公開会社の取締役に株主利益最大化を求めておらず、これまでも求めていなかった」（pp.3-4）と述べ、株主利益の追求は「経営者の選択（managerial choice）」の問題であって、「法的要求事項（legal requirement）」ではないと主張する。取締役がステークホルダーに配慮する裁量権は、経営判断原則や米国の多数の州で制定されている「利害関係者制定法（constituency statutes）」との関連で認められており、ステークホルダーの利益と株主利益が衝突したときには株主利益を犠牲にすることも許容されていると主張する。

彼らの意見には、デラウェア州最高裁判所の Strine 判事が反論を加えている<sup>16</sup>。Strine (2015)が着目した判例は、同州の衡平法裁判所で争われた *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*<sup>17</sup>である。クラシファイド広告サイトを運営する craigslist 社の創業者であった被告の Craig Newmark は、サイトを有料化して株主利益に貢献することよりも、サイト利用者が属するコミュニティの便益を大事に考えていると認めていた。事件を担当した Chandler 判事は、「営利法人の形態を選択した以上、craigslist 社の取締役らは、その形態に伴う信認義務や基準に拘束される。その基準には、株主利益のため会社の価値を促進する

<sup>15</sup> 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

<sup>16</sup> 株主やステークホルダー間の利害衝突が起きた場合に実践的な行為指針が示せない多元論は、経営陣に広範な裁量権を与えエージェンシー問題を大きくするという批判もある (Jensen 2001; Keay 2013, Ch.2; Tirole 2006, pp.56-60; 落合 1998, pp.21-22)。

<sup>17</sup> 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010).



活動が含まれる」と判示し、少数派株主による支配権獲得の可能性を削ごうとライツプランを採択した Newmark から取締役の信認義務違反を認めた。Strine (2015)は当該判決を CSR の議論に当てはめ、従業員・コミュニティなどステークホルダーの配慮を株主利益の手段としてではなく、それ自体目的として扱っていることを「認めた (admit)」場合、(少なくともデラウェア州法の下では) 当該取締役の信認義務違反が認定されると指摘する。Stout (2012)が論拠に挙げた利害関係者制定法についても、そこでのステークホルダーの配慮は may 条項による「容認 (allow)」でしかなく、shall 条項による「義務 (require)」でない点を強調する (Strine 2014b, 2015)。表 1 に引き付けて言えば、利潤追求の手段として戦略的 CSR に訴えることは容認されるが、会社の目的 (取締役の信認義務) を勝手に「再定義」して社会的利益も追求する公益志向 CSR は通常の営利法人では容認されないことを意味する<sup>18</sup>。2006 年に会社法を改正した英国も多元論を棄却して、長期的な株主利益を最大化させるための「手段」としてステークホルダーの利益を考慮する一元論—「啓発された株主価値 (enlightened shareholder value [ESV])」を追求する包摂的アプローチを採用している (Keay 2013, Ch.3)。

Dodd 流の考えに共鳴し戦略的 CSR に物足りなさを感じる企業は、定款を変更して公益追求を目的に掲げることができる「適切な法人形態 (appropriate vehicle)」を自由に選択すればいいというのが eBay 判決の含意である。規範理論における功利主義と直観主義 (義務論) の対立は近代英国で始まり、時代に応じて形を変えながら現代まで続いていると言われる (児玉 2010, p.248)。CSR の諸類型は社会の制度構想に関わるため、類型間の対立—「道徳観を異にする諸部族 (moral tribes)」(Greene 2013) の間の対立—については合意の不在にもかかわらず、否、合意が不在だからこそ反対者をも拘束する集合的決定によって裁断すべきものが存在する。会社の目的に関して言うと、会社法の建付けによって直観主義 (義務論) に根差す多元論は棄却されている。他者の幸福促進を会社の目的とする「カント流資本主義 (Kantian capitalism)」(Evan & Freeman 1993) を国内で目指すのであれば、倫理的潔癖性を訴えるだけでなく、高橋 (2016a, 2016b) や畠田 (2013) が試みたように B コープのような法人形態の実現可能性を検討すべきであろう。

### 3.2 機能的正当性

消極的 CSR は政府の有効性を正当化の拠りどころとしていた。しかし、国境を越えられ

---

<sup>18</sup> 米国の判例では、慈善事業への寄付は当該行為を行う通常の営利法人に利益をもたらすことが「擬制」される限りにおいて—金額が相当の範囲に収まっている限りにおいて—認められている (松元 2014, pp.149–164)。神作 (2009) は、本稿が戦略的 CSR と呼ぶビジョンを日本企業の多くが採用している事実を指摘した上で、この取り組みは「基本的には会社の目的および経営者の行為規範に対する通説的な理解に反するものではないと解される」(p.207) と指摘する。eBay 判決で用いられたロジックは、「不公正発行」(会社法 210 条 2 号) を判断する際に用いられてきた従来の判例法理 (主要目的ルール) と類似していると言えよう。

ない政府とグローバル企業との活動範囲にはズレがあるため、各国政府が適切な量の「国際公共財」を提供する保証はない。「諸国家のムラ」(井上 2012, pp.370–385)の構成員たる各国政府が討議して「国際公共財」を供給するとしても、合意に達するのは難しいと思われる。Wade-Benzoni et al. (1996)は、大学院生を被験者とした漁業資源割り当て実験で、非対称な選好を持つ利害関係者間の合意形成を分析した。被験者は将来の漁獲量に対する割引率が異なる4タイプの利害関係者に割り振られ、各人は割り当て量を交渉によって決める(非対称実験では4人1組の疑似コミュニティが31組作られた)。例えば、大規模事業者は、特定の魚を採りつくしても漁船の新規投資で別の魚種への切り替えが容易なため、当該事業者を演じる被験者はより近視眼的な利潤関数を持つという設定になっている。被験者は対象となるコミュニティで持続可能な年間漁獲量は2,500トンであると知らされていたが、割り当て漁獲量の合計がこれを下回ったグループは約10%しか存在しなかった(平均値3,436トン)。他方、利潤関数など立場が対称的な4人で同じ交渉をした実験では、64%のグループが持続可能な漁業資源割り当てに合意できた(平均値2,614トン)。Wade-Benzoni et al. (1996)は、利害関係者の選好が非対称なケースでは「バイアスのかかった公正(biased fairness)」が働いて資源枯渇を回避する合意形成が難しくなったと解釈している。彼女たちは利害関係者がコミュニケーションをとることで、「バイアスのかかった公正」—「諸国家のムラ」の文脈で捉えれば「自国ファースト」の身勝手な行動—がいくらか軽減されると救いを持たせているが、最近の研究は別の厳しい現実を突きつけている。

それは、「バイアスのかかった認識(biased perception)」によって科学的なエビデンスすら正確に評価されず、合意形成ができなくなるという問題である。Kahan et al. (2012)は、気候変動リスクを例に取ってこの点を検証した。気候変動問題への懐疑主義は一般に無知によるものだと理解されることが多い。この通説が正しければ、科学知識への通曉度を表す科学リタラシーや数量的情報の処理能力を表すニューメラシーが高い人物は気候変動リスクを正しく認識—現在進んでいる地球温暖化を危機的なものと認識—していることになる<sup>19</sup>。ところが、米国の成人を代表するサンプル1,540人(2010年1月時点)による彼らの実験では、この通説は支持されなかった。他方、「序列を重んじる個人主義者(hierarchical individualists)」は気候変動問題に懐疑的な傾向があること、「平等を重んじる共同体主義者(egalitarian communitarians)」は深刻な脅威と信じる傾向があることが確認された。「文化的世界観(cultural worldviews)」の説明力が高いことから、米国で蔓延している気候変動問題に対する懐疑主義は、科学知識の欠如という限定合理性によるものではなく、「仲間うち」への同調によるものだとKahan et al.は解釈している。「仲間うち」と同じ考えでいることは個人にとって心地よいため、気温や水温など事実を受け止める行為自体が「二次的公共財」になっていることを示している<sup>20</sup>。そのため、気候変動問題のように党派的な事案の場

<sup>19</sup> Vandenbergh (2005, pp.1159–1162)は、政府が十分な情報を提供すれば環境保護や互惠性の規範が活性化されるはずだと期待を寄せるが、実証はしていない。

<sup>20</sup> Pew Research Center (2016)によると、ソーシャルメディアの浸透にも関わらず、ニュースの共有を「通

合、二次的ジレンマも絡み合っ必要とされる「公共財」が政府によって提供されない蓋然性が高い。トランプ大統領によるパリ協定離脱表明などはその一例であるが、価値観が事実の見方に影響を及ぼすという病理は世界中に瀰漫していると言えよう。

以上のように、各国による個別対応は規範的妥当性を有するものの固有の問題を多く孕んでおり、越境的性質を持つ問題—道徳観の非等質性が高い問題—には特に実効性に欠ける<sup>21</sup>。地球温暖化や貧困撲滅の解決策としてグローバルな税制度が提案されているが、Kahan et al. (2012)が指摘した「バイアスのかかった認識」を乗り越えるのは容易ではないだろう。「先住民族の権利に関する宣言」というソフトローを採択するのに作業グループの設置から25年も要したことを踏まえると、世界税や国際条約による対応は、実現可能だとしても交渉に長い年月がかかることが予想される。SDGsを達成する上で企業は「重要なパートナー (vital partner)」であると認識されているが<sup>22</sup>、これは根治療法 (ガバメントの協調) が存在しない中、過渡的措置として対症療法 (ガバナンス) への期待が高まっていることの現れと言えよう。自国ファーストを主張する身勝手なガバメントが跋扈すれば、グローバルな問題は解決されないばかりか世界全体が混乱してしまう。Bevir (2012, p.12) は、グローバル・コモンズの管理など「国家横断的な諸問題 (transnational problems)」の解決にはガバメントよりもガバナンスが適合的であるため、ガバナンスという複雑で厄介なプロセスに人々の関心が集中するようになってきていると指摘する。伝統的に国家の守備範囲と考えられてきた人権問題について企業の「責任 (responsibility)」が強調されるようになり (Ruggie 2013, Ch.3)、気候変動問題において「産業界・NGO等 (non-state actors)」の存在感が高まっているのは、その一例である。通常の営利法人が行えるCSR活動はあくまで本業の中での向社会的行動—世界税や人権条約のような「特効薬 (silver bullet)」と異なり、エコプロダクツの開発などの「遅効性の良薬 (looking-for-keys-under-the-lamppost approach)」—になってしまいが、社会・環境問題を解決する道筋をほのかに照らしている。この「対症療法」は、「人間の弱さに見事に適合しているので、その説はたやすく大きな力を獲得し、

---

常口伝えで行う (word of mouth)」と回答した人は85%も存在しており、情報の咀嚼—「事実」の確認及び信念の固定化—が家族・友人など「仲間うち」で行われていることが示唆されている。

<sup>21</sup> Friedman (1962, Ch.8)はCSRを希薄化させるための「道徳原理」としてアダム・スミスの「見えざる手」を持ち出すが、当のスミスは「社会的存在としての個人が、胸中の公平な観察者の是認という制約条件のもとで、自分の経済的利益を最大にするように行動する」(堂目 2008, p.272)ことを想定していた。「私益 (private vice)」の追求が「公益 (public benefit)」をもたらすためには、「各個人の支出最小化行動が、他人のそれに直接影響を与えることがなければ」(大瀧 2013, p.75)という但し書きが満たされている必要がある。『蜂の寓話』の世界と異なり、現実の世界でこの但し書きが成立することは極めて稀である。例えば、安価な石炭を燃料に用いて多量のGHGを大気中に「垂れ流し (free disposal)」する行為は、コストカットに貢献するため個々の企業の利潤追求に叶う。GHG排出量の報告など関連法令を順守している限りにおいて、この行為はFriedman (1962, Ch.8, 1970/2008)が主張する社会的責任の要件を満たす。しかし、地球温暖化・海水温上昇など気候変動に伴う危害 (e.g. 酷暑による食糧生産の減少、海面上昇による国土消失) を現在及び将来世代に負わせてしまうという点で他者の自由を抑圧する身勝手な行為となっている。Friedmanが支持する消極的CSRは、他者が同様の行動を取ったとき、自分にも危害が及ぶという点で機能的な自壊性を内包している。

<sup>22</sup> 国連グローバル・コンパクトなどがまとめた『SDGsの企業行動指針:SDGsを企業はどう活用するか』で引用されている潘基文国連事務総長(当時)の発言。

その力を長く保持することも難しくない。というのも、それは個人の利益に訴えて個人の利益を克服」(トクヴィル 1840/2008, p.214) するからである。「啓発された自己利益」を追求する戦略的 CSR 活動は、功利主義的な説得に訴えることで、消極的 CSR を実践する企業を「ナッジ (nudge)」することもできよう<sup>23</sup>。例えば、「窓を開けなさい」という表現は命令だが、「いい天気だから窓を開けると新鮮な空気が入って気持ちいいですよ」という表現はナッジである。「責任の共鳴」が起きている状況では、「利益を犠牲にして社会のために尽くしなさい」という北風政策に訴えずとも、「戦略的 CSR は得になりますよ」という太陽政策によって合理的な利己主義者は戦略的 CSR を自らの意思で選択すると考えられる。CSR は天使性を顕示するよう企業に動機づけを与えるため、環境税のように行政コストの肥大化という深刻な二次的ジレンマを発生させる惧れもないと考えられる。

### 3.3 権力の正統性

通常の営利法人に許容されるのは利潤獲得を目的とした CSR 活動であり、表 1 の類型では消極的 CSR と戦略的 CSR がこれに当たる。3.1 節の議論は戦略的 CSR が「容認 (allow)」されることは示すが、なぜ法令順守を超える活動を社会から期待されるのか—法的拘束力を有する「義務 (duty)」とは異なる「責任 (responsibility)」なるものを企業が求められるのはなぜか—という点への答えにはなっていない。この問題の解明には権力の正統性が深く関わっているため、Berle (1959a, pp.98–110) の議論をベースにこの点を確認する<sup>24</sup>。Berle and Means (1932) は、「資産分離 (asset partitioning)」(Hansmann & Kraakman 2000) ないし「資本隔離 (locking in capital)」(Blair 2003) によって、現代の株式会社は「株主の私有財産 (private property)」でなくなり、「社会組織 (social organization)」になったと認識した。すなわち、資産分離ないし資本隔離によって会社資産が「逃げない資産」に変質したことで、株主の債権者だけでなく、株主自身やその相続人の出資払い戻し—有機的な組織を溶解させる契機—から守られるようになった点に注目した<sup>25</sup>。株式の流動性や株主有限責任原則と引き換えに株主が手放した積極的財産の処分権 (とそれに付随する責任) は経営者に移ったが、新たに発生した経済権力の肥大化をどう制御するかが Berle (1959a) の問題意識であった。「財産なき権力 (power without property)」という特権を享受している現代の経営者は「輿論」の支持が必要だというのが彼の考えである<sup>26</sup>。Berle は明言していないが、

<sup>23</sup> 人権問題では、「ビジネスと人権に関する国別行動計画」の策定も必要であるため、「対症療法」だけでなく、「根治療法」の開発も同程度に重要である。

<sup>24</sup> CSR の文献で正統性という用語が使われることは稀だが、これと同義の「社会からの操業許可 (social license to operate)」という用語は 90 年代から用いられてきた (Morrison 2014, pp.14–16)。

<sup>25</sup> ここで言う財産の変質は、株式が多数の小株主に分散して保有されているという Berle and Means (1932) の「観察事実」とは無縁であることに十分留意されたい。

<sup>26</sup> Berle (1959a, pp.110–116) は、熟慮と経験を経て定着した集団的な合意を「輿論 (public consensus)」と呼び、公共心が低く多数派の臆説といった意味合いしか持たない「世論 (public opinion)」と明確に区別している。Berle が Dodd に「敗者の弁」を述べたため (1955, p.137)、晩年になって改説したという指摘

これは「貴族の身分は責任を伴う (noblesse oblige)」という原則を一般化した「権力は責任を伴う (pouvoir oblige)」という原理を適用したものであると考えられる。「特別の社会的責務を果たすことが特権の正当化根拠であるがゆえに、特別の責務の履行は特権の正当化根拠が含意する内在的制約であるとするのが、この原理の核心である」(井上 2012, pp.169–170)。「財産なき権力」と経営者の社会的責任は表裏の関係にあるため、自己の影響下にある諸個人を保護する責任の不履行—財産というハードパワーどころか規範的権威というソフトパワーの裏付けを欠く経営者—は、権力の正統性を喪失するというロジックである (see also Davis 1960; 櫻井 1976, pp.53–59; 高田 1970, pp.184–189)。Berle にとって「正統性なきガバナンス」は「正統性なきガバメント」同様に語義矛盾であり、そのような会社の経営者はステークホルダーの自由を篡奪する支配者—非道な「私掠船の船長 (privateersman)」(Berle 1959b, p.xiii) —と映ったに違いない。ガバナンスの語源はガバメントと同じくラテン語の「舵取り (gubernare)」であるという。Berle (1959b)は「ガバナンス」という現代風の表現こそ用いていないが、船長のメタファーを用いることで「正統性ある支配」をガバナンスと捉えていたようである。

輿論で経済権力にタガをはめるという Berle (1959a)の主張は茫漠としているが、「先例」が通用しない問題に対し「道理」を働かすことで解決を図ったとみることができよう<sup>27</sup>。輿論が注意深い大学教授、責任あるジャーナリスト、尊敬されている政治家によって形成され、輿論の支持を失った会社は名誉や社会的地位を失うという一連の説明を踏まえると、『指導原則』などのソフトローや SDGs を始めとした各種ガイダンスが彼の言う輿論を構成すると解することができる。例えば、『OECD コーポレート・ガバナンス原則 (以下、「OECD 原則」と言う)』は、1999 年の制定当初はステークホルダー配慮に関する取締役会の責任を「法令順守」に限定し、消極的 CSR にも正統性を認めていた。輿論は批判・検討にさらされることで、寛容の限界も時代とともに変わってくる (Berle 1959a, p.99)。事実、2001 年に発生した Enron や WorldCom など企業不祥事の続発を受け、2004 年の改定では「高い倫理基準の適用」を求めるようになっていく。すなわち、「コーポレート・ガバナンス」と言うとき、「法令順守」が正統性承認の十分条件でなくなっており、「効率性」と「公平性」のバランスが強く意識されるようになっていくのが近年の特徴である (Gill 2008; Muchlinski 2012)。こうした動きに呼応して、2015 年 6 月施行の東京証券取引所『コ

---

があるが、この見解には批判的留保が必要である。経営者を無条件に信頼した Dodd (1932)と人間本性に潜む悪を見据えた制度構想を目指した Berle (1955, 1959a)との間には大きな径庭があると言わざるを得ない。「株主重視 vs ステークホルダー重視」と単純に捉える二項対立図式は、晩年の Berle の立ち位置を見誤らせてしまう点でも有益でない。なお、Berle の「輿論」は Smith (1790/1976)が繰り返し言及する「一般的諸原則 (general rules)」と類似性がある。

<sup>27</sup> 19 世紀を通して株式会社とパートナーシップの構成員は責任という点において質的な差はなかったが、20 世紀の初めから株主有限責任原則が米国で広く定着した (Horwitz 1985, p.208–209)。これと軌を一にする形で、株式会社の取締役は株主の「代理人 (agent)」ではなく「会社そのもの (corporation itself)」とみなされるようになった (Horwitz 1985, p.183)。Berle はこうした変革の中で新たな「道理」を見出そうとしたのだと考えられる。

一ポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」と言う）』基本原則2も、「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」と謳い、物的資産以外にも資産概念を拡張する必要性を匂わせている。これは会社を「企業特殊的投資の束（nexus of firm-specific investments）」（Blair & Stout 1999, p.275）と見る企業観に基づいており、リソース依存理論（6.1節参照）とも親和的である。有機的結合体としての会社は、「コモンズ」（大瀧 2011, p.112）と表現してもいいかもしれない。このような輿論が「重し」となっている状況では、コモンズたる会社を私物化せず、「ステークホルダーの利益も十分に配慮し、公平に取り扱う」ことが正統性条件として要請される<sup>28</sup>。ステークホルダーへの配慮を法令順守という最低限の制約に限定する消極的CSRは、SR規格が擁護する正義概念によって篩い落とされる性格のものである。ステークホルダーへの配慮を功利主義的に拡張する戦略的CSRは、集合的決定の敗者一弱い立場に置かれているステークホルダーや公益志向CSRの支持者一が敬譲できる程度の正統性は具備していると言えよう。Smith (1790/1976, Part.2 Sec.2)の言葉を借りると、戦略的CSRは「善行（beneficence）をなす」という積極的責任の履行ではなく、「正義（justice）にもとる行動をしない」という消極的責任の履行と理解できる。善行がなくても社会は存続しうるが、不正が横行する社会は破綻するという彼の考えに依拠すると（Smith 1790/1976, p.86）、数多くの企業が戦略的CSRという名の正義を実践すれば私的利益と社会的利益のコンフリクトが軽減されると考えられる。Brown and Forster (2013)は、寄付活動をCSRの王道と解釈する経営者一道德観ないしユートピア像の押し付け一をアダム・スミスは支持しないであろうと指摘する<sup>29</sup>。

これまでの議論を整理すると以下の通りである。自らが加害責任を負っていない他者の窮状救済一「善きサマリア人の務め（supererogation）」のような崇高な理念の実践一を行おうとする公益志向CSRは、会社法の建付けから通常の営利法人が取りうる選択肢とならない。ステークホルダーへの配慮を法令順守という最低限の制約に限定する消極的CSRは、SR規格が擁護する正義概念や『OECD原則』と相容れない。労働者を酷使して不当に利益を貪る「ブラック企業（sweatshop）」からの原材料調達など受益的加担による正統性喪失を

---

<sup>28</sup> 括弧内の表現は、ステークホルダーに対する取締役会の責任を記述した『OECD原則』からの引用である。『CGコード』は意思決定（e.g. 役員選解任）における公正さを謳うものの、ステークホルダーとの関係では「公正（fairness）」という用語は用いず「適切な協働」という曖昧な表現をしている。

<sup>29</sup> 大沼（2008）は、「どの政府も実務家もジャーナリストも、国際法を道徳として扱ってこなかった。（中略）仮に国際法がある有力な学者の法の定義にあてはまらないとしても、わたしたちは、国際法が法として扱われ、そうした前提に立って私たちの生活が営まれているという現実から出発しなければならない」（p.37）と説くが、文中の「国際法」をBerle (1959a)が言う「輿論」に入れ替えても文意が通る一国際法と戦略的CSRは正義の実践という点で類縁性がある一ように思われる。興味深いことに、輿論という社会的合意によって経済権力の抑制・均衡を主張したBerle (1959a, p.114)は、輿論の類義語として「未完成な法（inchoate law）」という表現を用いている。

スティグマと感じない企業は、自らが「正しい (right)」と信じる消極的 CSR を選択できるが<sup>30</sup>、それが起こす連鎖反応、具体的にはアドボカシー活動による「名指しの批判」や不買運動 (e.g. ユニバーサル・オーナーが採用する ESG 指数からの選定漏れ) など共同体的制裁によって、得にならない帰結を引き寄せる可能性が高い。責任ある投資家と責任ある消費者による「責任の共鳴」が作用していれば、「社会からの承認 (social license)」というソフトパワーを損なうことのデメリットは大きくなるため、「他者の目 (the eyes of other people)」(Smith 1790/1976, p.114) を持って自分自身を見ることを学習した合理的な経営者は消極的 CSR から戦略的 CSR へ「折れる」余地はある。近年のように「責任の共鳴」が起こっている社会では消極的 CSR がペイしなくなり、自然淘汰されていくと考えられる<sup>31</sup>。もっとも、「啓発された自己利益」を追求する戦略的 CSR は、その深遠性ゆえ権力の濫用が見えにくい。Stout (2012)らに向けられた Strine (2015)の批判は、株主利益の追求をあからさまに「拒否 (denial)」しているという一点に絞られていた。Stout らのような有徳人が集合的決定の産物である法を自分の道徳観に合致する限りでしか尊重しなくなったら、アナキー状態になってしまうことを危惧したわけである。裏を返すと、利潤追求を公然と否定しなければ公益志向 CSR—経営者の道徳観には適合するが、「企業の身の丈に合わない (over-sustainable)」CSR 活動—が経営判断原則で守られる可能性は高い。どこまでが資源の有効利用でどこからが無駄使いかを判断することはできないが、特定のサンプル企業について、多元論と一元論の「線引き」がきわどく弛緩しているかどうかはチェック可能である。そのため実証経済学では、「通常の営利法人が実践している CSR が利潤獲得という『目的』を達成しているか」が意味のある問題設定となる。本稿は上場企業を対象とした実証分析をサーベイするため、以下では特に断らない限り形容詞のない CSR は戦略的 CSR を指すものとする。

### 3.4 価値創造ストーリー

#### 3.4.1 評判を通じた協力

トクヴィル (1840/2008) は、個人がアトム化した民主的で平等な社会では「市民は誰もが独立し、同時に無力である。一人ではほとんど何をなす力もなく、誰一人として仲間を強制して自分に協力させることはできそうにない。彼らはだから、自由に援け合う術を学ばぬ限り、誰もが無力に陥る」(p.190)と言及し、19世紀米国における結社が他者とアイデンティティを共有する社会装置として作用し、協力行動を促進させている事実に注目した。Keynes (1926)も、「自らの目的を達成しようとバラバラに行動している個々人は、あま

<sup>30</sup> 東証一部・二部の上場会社は、『CGコード』各原則を実施する義務を負っておらず、実施しない場合にその理由を説明する義務だけを負っている (東証有価証券上場規程 436 条の 3)。

<sup>31</sup> 「道徳・倫理・正義は私利・私情から生じたもので、それ故に守られる。それらは何ら社会的功利を目的としたものでないにもかかわらず、利潤追求のように、結果として世の役に立つ」(小谷 2000, p.229) ため、アダム・スミスの道徳論はムラ八分の理論であると小谷は指摘する。

りにも無知、あるいはあまりにも無力であるため、往々にして自分自身の目的すら達成できない」(p.39)とトクヴィルを連想させる発言をし、私的利益と社会的利益の乖離を埋める存在として「自治の学校」でもある株式会社に期待を寄せていた<sup>32</sup>。トクヴィル(1840/2008, p.218–221)は「啓発された自己利益」の追求が宗教的信仰と親和性があることを見抜いていたが、法人などの「虚構 (fiction)」を通じた幻想の共有は大規模な共同体での協力活動を容易にする可能性がある (Haidt 2012, Ch.10, Harari 2015, Ch.2)。Keynes は「分割統治についての中世的諸構想 (medieval conceptions of separate autonomies)」への回帰を訴えていたが、その意図は以下のように解釈できよう。中世では貴族など身分的諸権力と王権との「抑制と均衡 (checks and balances)」が働いて権力の暴走が防がれていた。身分制から解放された近現代ではこのシステムが作用しないので、「社会化 (socialization)」しつつあった会社を二次的諸権力に位置づけ、多元的な抑制・均衡メカニズムを再構築しようとしたのだと推察する。レッセフェールはアノミーに行きつく可能性があるので、国家が歯止めをかけるだけでなく、労使共同体における公共心の涵養—同胞や「社員」といった幻想の共有による連帯<sup>33</sup>—を通じて秩序の安定を図ろうとしたのだと考えられる。共同体による自治は、国家や市場を代替する秩序構想として歴史的証明をある程度得ているが、その実効性を高めるためには監視や累進的制裁などの設計原理が働いている必要がある (Ostrom 1990)。裏を返すと、自己利益に一定の歯止めをかけて全体の利益を増進する共同体的な原理が働いていれば、企業による「公共財」の供給は実効性を持つ。以下では、「共有地の悲劇」の実験室版である「公共財ゲーム (public goods game)」を手がかりに、互惠性原理がCSR活動でも働いていることを示す。

人間は過去に親切にしてくれた人物を助ける直接互惠性だけでなく、他人に対して親切な人を助ける傾向にある。「二者で閉じない助け合い」の下では、評判—企業になぞらえれば一種の無形資産—を高めようという協力的行為は戦略性を帯びるが、これが結果として「公共財」問題を軽減する可能性がある (for a review, see 巖佐 2015, pp.17–24)。Yoeli et al. (2013) のフィールド実験でも、このような推論が妥当することが示されている。彼らは、電力需要が集中する時間帯での節電 (具体的にはデマンドレスポンス) への参加が匿名となるコミュニティと開示されるコミュニティとを分けて、参加率に変化が生じるか 2,413 世帯を対象に実験を行った。匿名性がないケースでは、ピークカット活動への参加率が 8.8% と匿名性があるケースの 3.0% を大きく上回った ( $p < 0.01$ )。協力者が「見える化」されたコミュニティでは非協力者が自然と炙り出される。この場合、ゴシップ・トークによって非協力者に対する悪評が拡散される可能性が高いため、多くの傍観者を協力的行動に駆り立てた

<sup>32</sup> Schlesinger (1944, pp.24–25)は、自発的な結社を「自治の最良の学校 (the greatest school of self-government)」と評価し、建国初期の米国で社会的紐帯を強める大きな役割を果たしたと指摘する。

<sup>33</sup> 「従業員 (employee)」を「社員 (member)」と呼ぶ慣習が物語るように、日本では (正規の) 従業員を債権者—ジョブ単位の報酬と引き換えに会社に労務を提供する契約主体—と認識するケースは極めて稀である。その意味で、「社員」という呼称は、良きにつけ悪きにつけ幻想の共有に一役買っていると言えよう。



と考えられる<sup>34</sup>。

### 3.4.2 評判の報酬

企業活動に引き付けて考えると、CSR 格付は企業の正統性を比較可能な形で「見える化」するため、諸企業の「ムラ社会」においてゴシップ・トークを促進する。こうした情報を通じて形成された評判が、消費者の「支払意思額 (willingness to pay [WTP])」の増加につながることは容易に想像される。例えば、フェアトレード (以下、「FT」と言う) 製品を対象としたサーベイ分析や仮想実験でも価格プレミアムが確認されてきた。しかし、このプレミアムが何を意味するのかは議論がある。例えば、国際フェアトレード基準に合致するためには、強制労働・児童労働の禁止といった社会的基準だけでなく、農薬・薬品の使用などの環境的基準にも適合する必要がある。そのため、確認されるプレミアムは途上国への「間接的な所得移転 (indirect transfer)」ではなく、優れた品質への対価になっているかもしれない。Koppel and Schulze (2013)はドイツ国内で実施したナチュラル・フィールド実験でこの点を検証した。彼らは、①FT 豆を使った「真正 FT コーヒー」とレギュラー・コーヒーを販売する店舗 A と、②レギュラー・コーヒーと慈善団体 MISEREOR への寄付を抱き合わせた「疑似 FT コーヒー<sup>35</sup>」とレギュラー・コーヒーを販売する店舗 B において真正/疑似 FT コーヒーが選択される比率を比較した。真正 FT コーヒー (60 ユーロセント) とレギュラー・コーヒー (50 ユーロセント) の差に当たる 10 ユーロセントを寄付金額としたため、疑似 FT コーヒーの料金は真正 FT コーヒーと変わらない。FT コーヒーが選択された比率は店舗間で有意な差はなかったことから ( $p$  値: 12%)、彼らは FT 豆の属性が WTP に及ぼす影響はマイナーで、開発援助といった向社会的な動機が FT コーヒーの購買行動に影響を及ぼしていると解釈している。

この結果は新たな論点を生み出す。MISEREOR への寄付というチャネルを持つコーヒー店が存在すれば、向社会的な消費者はコーヒー購入と寄付という 2 つの取引を組み合わせることで疑似 FT コーヒーを自らの意思で「複製」できる。実際にそのようなことが起きるのか、Koppel and Schulze はレギュラー・コーヒーしか販売していない店舗 C に MISEREOR への募金ボックスを置いて検証した。疑似 FT コーヒーをメニューに持つ店舗 B は来店客の 5 割強が疑似 FT コーヒーを購入したのに対し、募金ボックスを置いた店舗 C のケースでは約 1 割しか寄付をせず有意な差が認められた。戯画的に表現すると、寄付単体では我々の心の内にある「道徳のボタン」を押さないのに対し、疑似 FT コーヒーに形を変えると我々

<sup>34</sup> 電気は「貯蔵」が困難なため、夏や冬の数日間に発生するピーク需要に合わせて安定供給を目指す行為は非常にコスト高になってしまう。米国では、わずかに 1.1% のピーク需要に対応するために、発電能力が 10~15% も余分に必要になっているという (Joskow 2012, p.40)。ピークカットは、それを実践する利用者にとっては不便であるが、投資抑制を通じた電気料金の低減や停電・システム障害の回避といった全体の利益に貢献するという意味で「公共財」を提供していることになる。

<sup>35</sup> これはコーズ・マーケティングと呼ばれるものだが、類似点を明確にするためここでは「疑似 FT コーヒー」と呼ぶ。寄付の対象となった MISEREOR は、途上国の零細事業者 (コーヒー生産者含む) を支援するドイツ国内で最も有名な団体であるという。

の「道徳のボタン」を押すようになるというわけである。この非合理的な行動は、心理学においてフレーミング効果として知られている (Tversky & Kahneman 1981)。数理的表現では同一の意思決定問題であったとしても、表現の仕方によって受け止め方が変わり、異なる意思決定が行われる現象を指す。コーヒーと寄付を別々に販売する店舗 C において寄付は単なる「贈与」と認識されたのに対し、コーヒーと寄付をセット販売する店舗 B を訪れた消費者は、疑似 FT コーヒーの寄付相当分が途上国労働者への公正な報酬—返礼義務を伴う「贈与交換 (gift exchange)」に類する行為—であると認識して、ついつい買ってしまいう傾向にあったと Koppel and Schulze は推測している<sup>36</sup>。伝統的な経済学で想定されてきた *homo economicus* と異なり、「生身の人間 (human)」の多くは慣習という共同幻想に引きずられてしまう—疑似 FT コーヒーの価格からレギュラー・コーヒーの価格を引いて寄付相当分を計算できない—という含意である。以上を総合的に勘案すると、消費者は FT 商品という倫理的商品を販売する企業を「評判の担い手 (reputation bearer)」(Kreps 1990, p.111) と認識し、良い評判への対価として高いプレミアムを支払っていると推察される<sup>37</sup>。

CSR に関する評判は、投資家もきちんと受け止めている。米国企業を分析した Ioannou and Serafeim (2015)は、CSR 格付が高い企業が「買い推奨」される可能性は低かったが、2000 年以降のサンプルを加えるとその傾向はなくなると指摘する。ベテランのセルサイド・アナリストだけを取り出して分析すると、近年では CSR 格付が高い企業が「買い推奨」される傾向がむしろ高まっていると言う。すなわち、担当会社の目利き力があるアナリストはその会社の CSR 格付を額面通り受け止めて、銘柄推奨という形で評判を拡大再生産しているわけである。CSR 格付が高い企業は資本コストが低い傾向にあることから (El Ghoul et al. 2011)、アナリストはこうしたエビデンスを抛りどころに付加価値のある判断を行っているようである (see also 北川 2018, 鷹羽 2016)。この他、CSR 格付を経営の質と関係づける分析も存在する。ファンドマネージャーがサステナブル投資を行う誘因を考察した Van Duuren et al. (2016)は、ESG 情報が国・セクターレベルではなく個社レベルの分析で専ら活用されていることから、ESG インテグレーション (付表 2 参照) は経営の質を押し量るツールとして機能していると類推している。31 ヶ国のクロスカントリー分析を行った Dhaliwal et al. (2012)は、CSR 報告書を発行している企業はアナリストによる業績予測の誤差が小さいと指摘しており、Van Duuren et al. (2016)と整合的な結果を導き出している。マネジメント・プラクティスをスコア化した経営の質と CSR 指標をダイレクトに比較した Attig and Cleary (2015)と遠藤 (2017) は、両者に正の相関があると指摘しており、こうし

---

<sup>36</sup> この結果は、間接的な所得移転という性格を持つ FT 商品が消費者の「寄付 (direct transfer)」と代替的でないことを示しており、人間感情に随伴する非合理的な要素を削ぎ落した Friedman (1962, Ch.8)への反証になっている。そのため、森林管理協議会などによる認証商品の選択肢を増やすことで潜在的なドナーを責任ある消費者に変えることができれば、エコプロダクツに対する家計の WTP が高まる—クラウディング・イン効果が発現する—可能性があろう。

<sup>37</sup> CSR 活動とは製品の「質」を販売する行為だと見抜いた Young (2011, pp.145–146)は、啓発された自己利益を追求するプレーヤーによって正義が促進される可能性を指摘する。

た見方を裏付けている。デラウェア州の買収法理は株主が気づかない「隠れた価値 (hidden value)」が存在するという前提に立つと首尾一貫して理解できると言われるが (Black & Kraakman 2002)、CSR 活動に関する情報はビジネスリスクや経営の質など目に見えない価値を推し量る材料になっていると推測される。

PRI 署名機関の増加や SDGs を意識した経営の浸透を通じて CSR 指標が公正さや経営の質のレピュテーション指標として無視できなくなれば、剥き出しの利潤追求—経済力というハードパワーへの傾倒—を放棄した CSR 活動が経済合理性を持ちうる。この場合、CSR に価値を見出さなかった企業も利潤追求の手段として CSR 活動にコミットすることが予想される。その際必要なのは、「選択の自由」を主張する不寛容な企業に寛容を押し付けるのではなく、寛容が得になることを教えて「啓発された自己利益」の追求を選択するようにナッジすることである。欲得尽くの協力は真の協力ではないという主張があるが、評判の報酬を継続的に得るためには、小手先のマーケティングで「善い企業」を演じるだけでは不十分で、「真に善い企業」にならなければいけないという点は重要である。功利主義を擁護する Greene (2013, Ch.10)は、自分が偽善者であることを認識した上で、偽善の度合いを弱めていく努力をする人間になりたいと発言をしている。Greene のように「公平な観察者」のまなざし—井上 (2012, p.127) の表現を借りれば視点の「反転可能性テスト」—を自らに向けてることができない企業に対しては、CSR 格付会社やアドボカシー活動が「他者の目」を提供しよう。こうした機関は、ESG 情報というゴシップの流通を通じて「筋金入りの偽善者 (frenemy)」を識別し、彼らの「自己啓発」を促す社会装置になっていると考えられる<sup>38</sup>。利潤獲得動機で CSR 活動を実践する企業は、「意志をもって直接徳に向かわないとしても、習慣によって知らぬ間にそれに近づき」(トクヴィル 1840/2008, p.215) き、公共性が自然と陶冶されていく可能性がある。CSR がペイするという「アノマリー」が積み上がっていき、戦略的な CSR という表現が語義矛盾でないことが広く理解されていけば、社会・環境問題を解決することで世界をより良いものにするという高邁な理念を持ち合わせていない投資家であっても、サステナブル投資を選択するようになり、企業の CSR 活動を意図せずに後押しする。もちろん、目障りな「アノマリー」をエビデンスとして認識するという行為自体が「公共財」であるが、近年では消極的 CSR を合理化していた「現実」そのものが変わりつつある。この点は第 5 章で確認する。

---

<sup>38</sup> もっとも、CSR 格付会社の力量については一定の留保が必要である。対人マーケットの仕組みを読み切った賢い企業が製品の環境性能を過大に見せる「欺瞞的行動 (greenwash)」に従事し、ESG スコアの底上げに成功しているかもしれない。しかし、「名指しの批判」を通じた測定方法の継続的改善によってこのような動きを封じることは可能であろう。そうだとすると、こうしたメディアが「生み出す害悪はだからそれが矯正する害悪よりはるかに小さい」(トクヴィル 1840/2008, pp.196–197)。『環境経営度調査』の総合スコアは「経営の質」と相関があるため (遠藤 2017)、上で指摘したような「欺瞞的行動」をとっている日本企業は少ないと考えられる。

### 3.5 権力の抑制・均衡

評判の報酬は CSR 活動を支えるメカニズムであるが、功罪両面を併せ持っている。経営者が会社の評判を自己の名声と同一視した場合、世間からの称賛を得るため非効率な CSR 活動を独善的に行う可能性は否定できない。単純な利潤追求と異なり、環境・社会問題の解決を通じて利益をあげる「啓発された自己利益」の追求は、その深遠性ゆえ権力の濫用が見えにくく、手段と目的のすり替えが起きやすい。トクヴィルの影響を受けたジョン・スチュワート・ミルも、有徳であることが初めは幸福になるための手段であっても、やがてそれ自体が目的の一部になってしまう可能性を暗示していた (Mill 1861/1998, Ch.4)。そのため、“doing well by doing good”という戦略的 CSR のビジョン (表 1 参照) が経営陣の“feeling good”に転化ないし墮落する可能性は否定できない。これは Merton (1940, p.563) が「目的の転移 (displacement of goals)」と呼んだ現象の一例だが、現代版の抑制・均衡メカニズムを模索していた Keynes (1926) も「社会化」しつつあった株式会社の経営陣が責任倫理なき心情倫理に傾く危険性を十分認識していた。彼は、経営者の答責性を確保するため、事業状況に関する広範な情報開示—現代の文脈で読み替えると、ESG 情報のような非財務情報の開示—の制度化なども提唱していた。戦略的 CSR は消極的 CSR のシニシズムだけでなく、公益志向 CSR が内包する権力濫用リスクも批判的に乗り越える必要がある。

井上 (2008, pp.44–59) は「自由の秩序」の基本条件として、国家・市場・共同体という 3 つの競合する秩序形成装置を併存させて相互の抑制・均衡を保持する「秩序のトゥリアーデ」を提唱するが、国家を輿論に置き換えると彼の秩序構想は Berle (1959a) の企業観に通じる部分がある。会社を株主の私有財産とみるエージェンシー理論では、所有と経営の分離は重大な欠陥と認識されるため、業績連動報酬によって経営者を「所有者」に変えること—互惠性が働いている共同体に契約という市場メカニズムを持ち込んで「ガバナンス」を「所有者支配」に先祖返りさせること—が是とされる<sup>39</sup>。他方、抑制・均衡を「諸権力 (powers)」の間で働かせる欧米の伝統—そして、「絶対的権力は絶対に腐敗する」というアクトン卿の格言—を踏まえると、資産分離ないし資本隔離によって生じた所有と経営の分離はむしろ望ましいと捉えることができる。すなわち、株主と経営者のどちらか一方が真の支配者というわけではなく、輿論を含む複数の権力を機能で分けた上で意識的に調和させるのが「秩序のトゥリアーデ」の要諦と言えよう。例えば、企業が開示する ESG 情報の受け手である市場は、これを「評判の報酬」に変えて CSR 活動を実り豊かなものにするとともに、モニタリングを通じて労使共同体の専制 (e.g. 経営者の私的利益追求、従業員の利益を過度に重視) を抑制することが期待される。もっとも、その市場にも悪魔性が潜

<sup>39</sup> エージェンシー理論のような経済学のアイディアが利己主義やシニシズムに拍車をかけ、自然状態に近い「無責任の共鳴」を生み出すと警鐘を鳴らす先行研究は数多く存在する (Ferraro et al. 2005; Frank et al. 1993; Ghoshal 2005; Schwartz 2012; 脚注 49 も参照)。「責任の共鳴」という理想状態は脆弱で、個々人の心の持ち様次第で「無責任の共鳴」に変化してしまうことを示唆している点で、アイディアの危険性を喝破した Keynes (1936, p.383–384) に通底する考えである。

んでいるため、市場の専制が顕著となれば国家や超国家体がこれを掣肘し、力の拮抗が破綻しないよう共同体へ保護膜を提供することが期待される。人権問題を例にとると、英国の現代奴隷法の他、『指導原則』やSDGsなどが市場（e.g. 短期的視野の株主）への掣肘—「輿論（public consensus）」による「世論（public opinion）」の征伐—と理解できよう<sup>40</sup>。図2に示した決定要因分析は、CSR活動を豊饒化するための示唆を与えるだけでなく、CSRが過大投資となって利潤創出という「目的」を達成できていないときの原因特定—バランス感覚を失ったCSR活動の原因究明—も可能にする。アウトカム分析と相互補完的な決定要因分析のサーベイは第6章で行う。

## 4. CSR指標の測定

### 4.1 実証分析の類型化

通常の営利法人は事業目的になり得ない無償の行為をあからさまにすることができないが、非営利法人や米国のBコープであれば、戦略的CSRだけでなく利益を多少犠牲にした公益志向CSRの担い手にもなりうる。すなわち、通常の営利法人とBコープ等の活動を隔てるのは、CSRの有無でなく、実践されるCSRの類型による。林（2016）は、ESG情報を投資運用の結果に影響しうるもの—UK Law Commission（2014）が言うところの「財務要因（financial factors）」—とそうでないものに分類して、前者を「狭義のESG情報」、後者を「広義のESG情報」と整理している。これまでの議論から明らかな通り、一元論に対応するESGは「狭義のESG」である。以下では「狭義のESG」を単に「ESG」と表現し、CSRの評価軸（スコアリングのディメンジョン）を指す用語として用いる。

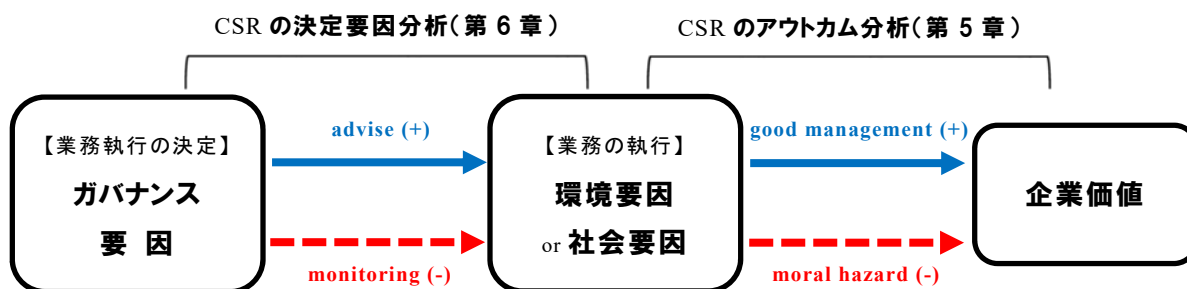
ESG要因と一口に言っても、各要因が並列なわけではない。取締役会設置会社では、経営計画など業務執行の決定は原則として取締役会が行い（会社法362条2項1号）、代表取締役などの業務執行取締役がCSR活動を実践するため、ガバナンス要因（G）を環境要因（E）や社会要因（S）よりも上位に位置付け、図2左側の模式図のように「G→E」や「G→S」といった因果関係を検証する決定要因分析が類型の1つとして存在する（Jain & Jamali 2016）。2017年10月に経済産業省「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」が公表した『伊藤レポート2.0』も、「ESGを正しく理解するためには、ガバナンスを通じた環境面や社会面の取組（E, S through G）と捉えた方が適切ではないか」（p.28）とESとGの性質の違いに着目している。トリプル・ボトム・ラインの議論を振り返れば

---

<sup>40</sup> 敵対的買収において、企業特殊な人的資本の蓄積にコミットした従業員の取り分を収奪して株主に分配する「信頼の裏切り」行為なども市場の専制として列記されよう（Shleifer & Summers 1988）。加護野（2017）は、「ROEを高めよという主張の背後には、株主への分配を増やし、自己資本を小さくせよという本音が隠されている」（p.17）と指摘し、ROE経営に固執することで目先の還元を期待する短期志向の投資家を引き寄せてしまう危険性を指摘する。

わかる通り (Elkington 1997)、経済との関連で注目されたのはあくまで環境・社会要因である。SDGs の目標は、経済 (目標 8~10・12)、社会 (目標 1~5・7・11・16)、環境 (目標 6・13~15) というトリプル・ボトム・ラインを体現したものと理解することもできよう。そのため図 2 右側の模式図に当たるアウトカム分析では、ESG の合成スコアでなく環境スコアや社会スコアを説明変数に用いるのが望ましいだろう。

図 2 ESG 要因と企業業績との間で想定される因果関係



過去数十年にわたる CSR の実証分析を振り返ると、Friedman (1970/2008)の言説を立証ないし反証することを目的としたアウトカム分析が長らく中心を占めていた (Wang et al. 2016)。CSR 擁護派は「良い経営」の実践によって企業価値へプラスの効果がもたらされていると期待し、CSR 懐疑派は経営者のモラルハザードで企業価値が毀損されていると仮説を立てて、文字通り枚挙に暇がないほどの実証分析が行われてきた。CSR 活動の価値関連性がメタ・アナリシスで確認されるようになった近年では、CSR 活動をどのように高度化していくかという問題意識から決定要因分析に焦点を当てた先行研究が増えている。国内では CSR 研究の蓄積は少ないが、海外の研究者の関心は川下の「whether の問題」から川上の「why/how の問題」に移りつつあると言えよう。本稿は、第 5 章でアウトカム分析のサーベイを行ってから、第 6 章で決定要因分析のサーベイを行う。

個々の企業の立場で考えたとき、自社にとって重要なステークホルダーを特定し、その利害を経営判断に適切に反映できるようなガバナンス構造を構築—重要なステークホルダーの代弁者を取締役に選任—されるはずである。アウトカム分析や決定要因分析に当たって、環境要因に注目するか社会要因に注目するかは日本企業が何を「重要」と考えるかに依存するが、気候変動問題に対する海外投資家の関心が近年とみに高まっているという点は強調していいだろう。例えば、2014 年 9 月に発足した Montreal Carbon Pledge は、機関投資家にポートフォリオのカーボン・エクスポージャー (株式ファンドの構成銘柄が排出する CO<sub>2</sub> 排出量に持株比率を乗じたものの合計) を毎年測定し公開することを求めており、2018 年 3 月 16 日時点で署名機関は 152 に上る。欧州最大級の年金基金であるオランダ公務員総合年金基金 (Stichting Pensioenfonds ABP) は、2020 年までにカーボン・エクスポー

ジャーを 2015 年対比で 25%削減する目標を掲げている。これは、他の条件が等しければ CO<sub>2</sub> 排出量が少ない銘柄を選別し、株式を持ち続ける企業に対してはエンゲージメントで気候変動対策を求めていくということを含意する。パリ協定議長国だったフランスは、2016 年成立のエネルギー転換法で気候変動関連情報の開示を義務化させるなど国としての取り組みを強化しているが、金融安定理事会も気候関連財務に関するタスクフォース（Task Force on Climate-Related Financial Disclosures [TCFD]）を組織するなど問題意識を高めている。TCFD (2017)は、気候変動に関連するリスクと事業機会を洗い出して財務的なインパクトを分析・評価するとともに、これを財務報告書に開示することを推奨している。以下の文献紹介やサーベイでは環境問題のマテリアリティを意識して行う。

#### 4.2 海外の格付会社

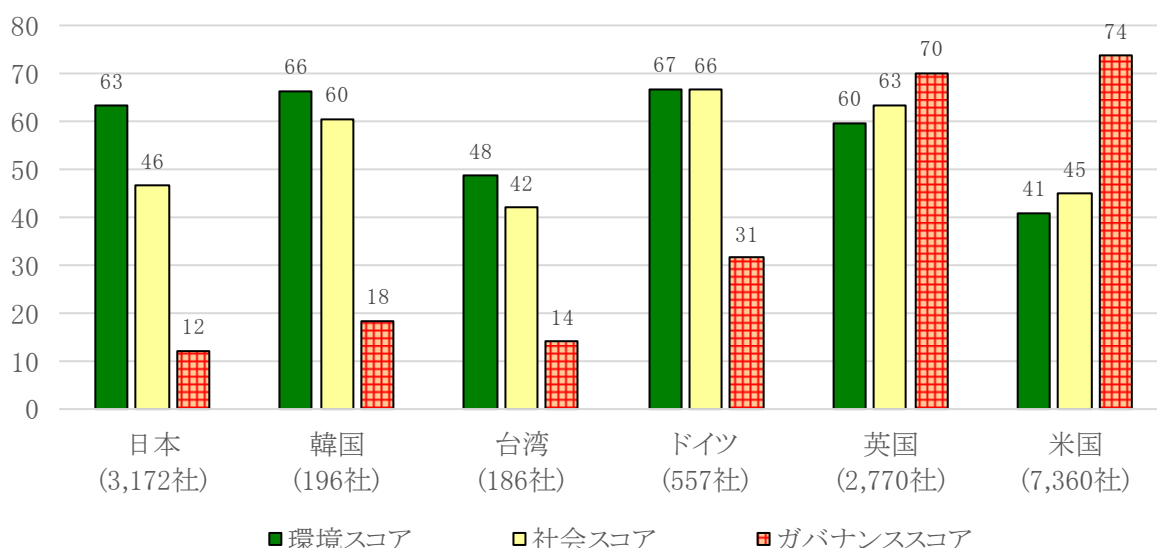
「公共財」の私的供給としての CSR 活動が好循環を生み出すためには、CSR に関する評判がうまく形成される必要がある。その意味で、情報生産者である格付会社の力量が大きく問われるが、付表 3 はグローバルに企業評価を行う Asset4 と MSCI の評価指標を例示したものである。両社とも ESG の各側面を評価してその積み上げでスコアを構築しているという点は共通しているが、指標ごとの配点などは秘匿されており、公表資料から比較検証することは困難である。2004-2006 年のデータを用いて 6 つの格付会社を比較した Chatterji et al. (2016)は、各社の ESG スコアにバラつきがあることを問題視している。評価の違いは「製品の安全性」を評価項目に加えるかどうかなど評価哲学に起因するものも影響しているが、環境パフォーマンスのように同じ「構成概念 (construct)」を指標化する場合でもマネジメント・パフォーマンス指標に着目するかオペレーショナル・パフォーマンス指標に着目するかなど KPI の捉え方や定義が異なっていると彼らは指摘する。Chatterji et al.は CSR 格付を無条件に信頼することに警鐘を鳴らした上で、ESG スコアの妥当性チェックや複数機関の ESG スコアを用いることによる頑健性チェックを分析者に推奨している。KLD 社と Innovest 社を買収した RiskMetrics 社が 2010 年に MSCI 社と統合するなど近年は CSR 格付会社の合併も増えているため、Chatterji et al.が指摘した問題点は現在ではかなりの程度軽減されていると思われるが、使用に当たっては留意が必要であろう。

同一機関による ESG スコアであっても、国際比較は容易ではない。図 3 は Rees and Rodionova (2015)が用いた Asset4 の ESG スコアを国別に整理したものである。日本、韓国、台湾といったアジアの先進国はガバナンススコアが低いのに対し、米国、英国のそれは際立って高く、環境スコアや社会スコアと比較して国・文化圏ごとの異質性が強く表れている。指標ごとの配点は公表されていないため想像でしかないが、三委員会（指名委員会、報酬委員会、監査委員会）の独立性、社外取締役比率やその独立性の高さなど「経営」と「監督」が分離したモニタリング・モデルの完成度を評価する建付けになっていると推測される。環境スコアと社会スコアの相関係数は 0.78 と似通った動きを示しているのに対



し、ガバナンススコアと社会スコアの相関係数は 0.16、ガバナンススコアと環境スコアの相関係数は 0.30 と低くなっている（付図 1）。日本のガバナンスが特異というよりも、ガバナンススコアの建付けが特異というのが正確な表現であろう。

図 3 主要国の ESG スコア



（備考）Rees and Rodionova (2015)より作成。社数は 2002-2012 年の延べ社数。

この点に関連して、Ioannou 准教授（London Business School）と Serafeim 教授（Harvard Business School）が行った一連のクロスカントリー分析が興味深い結果を報告している。49 カ国の Asset4 データを用いた Cheng et al. (2014)は、CSR 格付と資金制約の関係を検証した。環境スコア、社会スコア、ガバナンススコアの全てを説明変数に入れた彼らの定式化では、ガバナンススコアが資金制約の変数（KZ 指標）に対して説明力を持たない一方、環境・社会スコアは資金制約を軽減する方向に作用している。すなわち、クロスカントリー分析ではガバナンス要因よりも環境・社会要因の方が「重要（material）」な変数であることを示唆している。42 カ国・12,794 社の Asset4 データを用いた Ioannou and Serafeim (2012)は、環境・社会スコアが政治システム（e.g. 競争環境、腐敗の程度）や教育・労働システム（e.g. 労働組合組織率、熟練労働のアベイラビリティ）といった制度的条件に規定されていると指摘する。彼らの研究は、①CSR 活動が体現する「道徳（moral）」は各国に根差す制度や「習俗（mores）」によって異なること、従って②ある国の「良いガバナンス」を他の国に移植して改善を図っても制度的補完性から改悪になる可能性があることを示唆している。

宇野（2016）は、「英国やアメリカで実現した政治モデルを『自由』や『民主主義』として定式化し、他の国にそのままもっていこうとしても、うまくいかないことの方が多いのではないかと。なぜならそれは、本来、英国やアメリカにおける無数の実践や慣行に秘めら



れた実践知を切り離し、抽象的な命題だけをしり替えようとするものだからである」(p.105)と指摘する。「過去を否定することではなく、過去からの伝統のうち、どの伝統を自らが継承すべきか自覚的に選択すること」(p.203)が重要だとも述べるが、これらの指摘は国内のガバナンス改革を考える上で傾聴に値しよう<sup>41</sup>。資本主義の類型化を試みた Amable (2003)は、「経済の諸類型は、1つの制度形態によってではなく、相互作用のなかで効果を発揮する多数の制度諸形態によって特徴づけられる」(p.4)と述べている。例えば、日本やドイツのような国では、敵対的買収を思いとどまらせる株式持ち合いが忍耐強い資本を提供し、それが協調的な労使関係と相まって企業特殊な技能の育成を容易にしていると考える。この見立てのように、コーポレート・ガバナンスと労使関係がお互いにガッチリ噛み合っている状況では、英米型の「良いガバナンス」の移植は効果がないばかりか、元々あったシナジーが失われる可能性すらある。企業内熟練を重視するメンバーシップ型雇用が一般的な日本では、内部昇進者からなる社内取締役は「社員」の代表者としての性格を帯びている(脚注33参照)。このような現状を与件とすると、マネジメント・ボードを陋習とみなし、社外取締役を半強制的に増やしていくガバナンス改革は「ステークホルダーとの適切な協働」と齟齬をきたす恐れがある<sup>42</sup>。歴史の条件付けを無視し、他国のガバナンス・モデルを無批判に受け入れることで「稼ぐ力」が高まると考えるのは早計であろう(see also Yoshimori 2005)。

### 4.3 国内の格付会社

海外の格付機関が実施しているCSR格付の結果は公刊されていないため、日本企業を分析する際のデータソースとしては付表4の2つが挙げられる。日本経済新聞社『環境経営度調査』は、体制整備や計画の有無といった定性的指標に加え、環境負荷(温室効果ガスや廃棄物等)の削減度合いや環境対応製品・サービスの売上高に占める割合など定量的な指標も評価に加えられている<sup>43</sup>。他方、東洋経済新報社『CSR企業総覧』は、環境負荷が低減されたかどうかよりも環境データの「開示状況」を評価する建付けになっているため、環境効率が悪くても環境データが開示されているという理由で高い評価が下されている可能性がある。そのため、環境パフォーマンス指標としては、『CSR企業総覧』よりも『環境

<sup>41</sup> 福澤(1879/1959)は、古習への惑溺を排しつつも、「新奇固より取る可しと雖ども、或は舊物を保存し又これを變形して進取の道に利用す可きもの多し」(p.17)と述べ改革では漸進主義を主張していた。

<sup>42</sup> 現実にはジョブ型雇用との併用も考えられるが、メンバーシップ型雇用は技術錬成・後進育成に必要な有形無形の共同投資やAkerlof(1982)がいう「贈与交換」を促進する効果があると考えられる。「チーム生産(team production)」による成果は分割不可能性が抜きがたく存在するため、価格機構によって個々の成員に分割することはできない(大瀧2011, pp.66-69)。信頼を潤滑油とせず「職務記述書(job description)」のような契約だけに頼ると、有機的な組織の自己融解が進み、企業は生産要素の寄せ集めになってしまうというのが大瀧の主張の骨子である(see also Otaki 2015, Ch.5)。

<sup>43</sup> 『環境経営度調査』の総合スコアは「経営の質」と相関があるため(遠藤2017)、Chatterji et al. (2016)がESGスコアで提起した妥当性の問題は少ないと考えられる。

経営度調査』や海外の格付会社の環境スコアの方が適していると言えよう。但し、こうしたスコアに限界がないわけではない。2017年3月に公表された環境省『環境にやさしい企業行動調査結果』によると、GHG排出削減目標について「概ね10年以上」の長期計画を策定しているのは全体の12.5%に止まり、多くは3～5年の中期目標しか持っていない。環境パフォーマンスの測定に当たっては、パリ協定の「2℃目標」と整合的な「科学的根拠に基づく削減目標（science based targets [SBTs]）」の有無を評価する建付けが将来的に求められよう<sup>44</sup>。また、『CSR企業総覧』によるガバナンス（G）の評価は、広義のコンプライアンスを評価する建付けになっており、指名委員会等や取締役の独立性、業績連動報酬の有無などは評価項目に含まれていない。『CSR企業総覧』のガバナンススコアは海外の格付会社と異なる評価哲学で作られているという点は留意が必要であろう。

## 5. アウトカム分析のサーベイ

### 5.1 アウトカム分析の仮説

環境・社会要因が企業業績に対してプラスの効果をもたらすことを主張するものとして道具的ステークホルダー理論がある（Jones 1995）。これはステークホルダーへの配慮が取引先との長期的関係構築や従業員の満足度向上につながり、それが企業業績にプラスの影響を及ぼすことを期待するものである（Russo & Fouts 1997; Surroca et al. 2010）。このアイデアが示す通り、この理論は希少で模倣困難な経営資源の競争優位を主張する「リソースベース理論（resourced-based-view [RBV]）」と類似点がある。その自然な流れではあるが、S. Hart (1995)は環境経営を「ナチュラル・リソースベース理論（natural-resourced-based-view [NRBV]）」という考えで正当化している。これは環境対策を純粋なコストと捉えず、廃棄物を再利用する生産工程への変更や省エネ型オペレーションによってコスト削減という競争優位が生み出されるというロジックである。環境経営を生産現場のカイゼンと同一視してしまうと、継続的改善を繰り返していくうちにコスト削減に資する「比較的容易な取り組み（low-hanging fruits）」がやり尽くされ、底の浅い取り組みで終わってしまう。そのためNRBVでは、CSR調達などバリューチェーンにつながる取り組みや環境配慮製品の開発など経営と環境の統合—研究開発、設計、調達などを巻き込んだ横串の取り組み—も重視する。これらの理論に共通するのは、CSR活動を「組織能力（organizational capabilities）」あるいは広く無形資産の蓄積と認識しているという点である。同時に、ESG情報の開示やCSR格付によって「良い経営」が行われているという事実が消費者や労働者に広く知れ渡る評判効果も期待している。NRBVの検証はpays to be green仮説と呼ばれるが、説明変数に包

---

<sup>44</sup> 2018年3月16日時点で91社（うち日本企業14社）の削減目標がScience Based Targets initiativeの承認を受けている。

括的な CSR 指標を用いるケースでは good management 仮説 (Waddock & Graves 1997) とも呼ばれる。もっとも、Friedman (1962, Ch.8; 1970/2008)が警戒したように、CSR 活動が経営者の私的利益追求に利用される恐れも否定できない。この見立てが正しければ、CSR 活動は企業業績に対してマイナスに作用する。

## 5.2 アウトカム分析の結果

初期の実証分析で CSR 活動の価値関連性が確認されることは稀であったが (Ullmann 1985)、直近時点のメタ・アナリシスなどもサーベイした Friede et al. (2015)は、CSR 活動が企業業績とマイナスの関係にある分析は全体の 10%ほどしかないと指摘し、価値関連性は「十分に確立されている (very well founded)」と指摘する。表 1 の類型化と関連付けると、多元論と一元論の「線引き」がきわどく弛緩している分析例は 10%程度で、消極的 CSR すら棄却されるケースがあるという含意である。環境側面に特化したメタ・アナリシスにおいても企業業績とのプラスの相関が指摘されており (Dixon-Fowler et al. 2013; Endrikat et al. 2014)、同様の傾向がみてとれる。この理由としては、PRI 署名機関の増加に象徴されるように国連の「外圧」を受けた投資家行動の変化が第一に考えられる (Kotsantonis et al. 2016)。「公共財」の私的供給である CSR 活動の成否は、評判メカニズムが適切に機能するかどうかにかかっている。向社会的な投資家が増えた近年では、CSR 格付の高さが銘柄推奨と連動するようになり (Ioannou & Serafeim 2015)、「損して得取る」ことのメリットを企業が認識するようになったと考えられる。この他、SR 規格の制定によって「事業活動への統合」という CSR のあるべき姿についての共通認識が企業間で醸成されたことも大きく影響していよう。

CSR 指標の価値関連性が確認されるようになったもう一つの大きな理由としては、項目別指標の利用が主流になったことも考えられる (付図 2)。Rowley and Berman (2000, p.398)は CSR の合成指標には「致命的な欠陥がある (fatally flawed)」とまで言及し、その使用を戒めてきた。Capelle-Blancard and Petit (2017)も ESG の各スコアを等ウェイトで足し合わせることの妥当性に疑問を呈している。Friede et al. (2015)のサーベイ結果を見ても、環境スコアや社会スコアといった項目別指標を説明変数に用いたケースでは 55~62%の先行研究が価値関連性を確認しているのに対し、各スコアを合成した ESG スコアでは 35%しか価値関連性を確認できていない。近年では、ESG 要因のディメンジョンの違いを意識するようになったことで、実証分析の精度が増してきたと考えられる。Friede et al. (2015)は、ポートフォリオ分析では符号条件が明確にならないケースが多いとも指摘する。彼らはこれを「問題」と捉えているが、ポートフォリオ分析は ESG 要因に重きを置いた「投資戦略 (trading strategy)」の有効性を吟味しているに過ぎないので、この結果はさほど不自然なものではない。Bebchuk et al. (2013)が実証した通り、市場参加者が ESG 情報の価値関連性を「学習」してすばやく株価に織り込んでいけば、超過リターンは発生しない。ポートフ

ポートフォリオ分析で符号条件が明確にならないという Friede et al. (2015)の指摘は、市場が ESG 情報の「重要性 (materiality)」を認識し始めている証左と考えられる。

### 5.3 アウトカム分析の考察

Friede et al. (2015)は、膨大な数の先行研究を定量的に評価しているが、分析手法の改善点を指摘するには至っていない。以下では、日本を分析対象とした研究や最近の海外の研究をサーベイし、変数選択や推計上の課題を整理する<sup>45</sup>。CSR 活動によって蓄積される組織能力は無形資産であり、かつ、投資の懐妊期間も長い—費用を支出してから収益に結びつくまで長期を要する—と考えられるため、被説明変数で用いる企業業績は会計データをベースとする売上・利益指標よりも株価指標の方が効果を適切に補足できると考えられる。本稿が強調した評判効果—CSR 指標を通じた「経営の質」の織り込み—を考えると株価指標の方が望ましいと思われるが、被説明変数の選択では利益指標を用いたものがかなりの程度存在する。説明変数に目を転じると、海外の先行研究は格付会社の ESG スコアを用いるケースが一般的であるが、環境側面を分析した日本の研究の多くは売上高を CO<sub>2</sub> で割った環境効率指標などを「環境パフォーマンス (corporate environmental performance [CEP])」として用いるケースが多い。これは日本経済新聞社『環境経営度調査』や東洋経済新報社『CSR 企業総覧』の信頼性を危惧したものとみることができよう。NRBV は「汚染の予防 (pollution prevention)」だけでなく、「製品配慮 (product stewardship)」の重要性も指摘している。ガソリン自動車为例にとると、素材製造、車両製造、走行、メンテナンス、廃棄・リサイクルに至るすべての段階において発生する CO<sub>2</sub> のうち、走行時に発生する CO<sub>2</sub> は全体の約 80%を占めている。数値化が容易な「製造時 (end of pipe)」の環境負荷だけに注目すると視野が狭くなってしまうため、サプライチェーンのグリーン化やプロダクト・イノベーションの動きを補足するためにも、格付会社のスコアなども被説明変数に用いることで多面的な仮説検証を進めていく必要がある<sup>46</sup>。

この他、リサーチ・デザインについても難がある。主要な論点として3つほど挙げられる。第一は、除外された変数によるバイアスである。McWilliams and Siegel (2000)は研究開発費の重要性を指摘し、これを除外した場合には「見せかけのプラスの関係」によって good management 仮説が棄却されにくくなると警鐘を鳴らしていた。第二は、「逆の因果」への対処である。観察される価値関連性は、企業業績が良く財政的な余裕のある企業が CSR 活動に取り組んでいるという事実を映し出しただけかもしれない。slack resources 仮説

<sup>45</sup> 付表 5 参照。本稿の関心の対象はポートフォリオの投資戦略でなく ESG 情報の価値関連性にあるので、方法論としてポートフォリオ分析を採用したものは付表 5 のリストに含めていない。

<sup>46</sup> 環境パフォーマンスは、マネジメント・パフォーマンス指標とオペレーショナル・パフォーマンス指標の2種類で構成される (ISO 14031 参照)。日本経済新聞『環境経営度調査』や海外の格付会社は両方の指標を用いてスコア化しているが、環境効率指標を用いた分析はオペレーショナル・パフォーマンス指標のごく一部の情報しか用いていないことになる。

(Waddock & Graves 1997) として知られる「逆の因果」に適切に対処するためには、操作変数法などでの推計が求められる。第三は、ダイナミックな定式化の必要性である。既述の通り、多くの先行研究は CSR 活動を無形資産の蓄積になぞらえてきた。RBV は希少で模倣困難な無形資産を競争優位の源泉と捉えるが、それと同時にその競争優位が「持続的 (sustained)」である点を重視する (Barney 1991; Itami 1987, p.1)。RBV の実証分析では無形資産の価値関連性だけでなくその持続性の立証も必要であるため (Villalonga 2004)、RBV ないし NRBV を理論的な裏付けとした CSR の実証分析でもダイナミックな定式化が求められる。ダイナミックパネルの GMM 推計によって上記 3 つの論点すべてに対処した分析となると非常に少ない。CSR 変数の交差項や二乗項などを説明変数に入れて「リアリティ」を増すよりも、推計値の一致性を確保することが今後の実証分析の課題と言えよう。

## 6. 決定要因分析のサーベイ

意思決定である「業務執行の決定」は、その実行行為である「業務の執行」に先行するため (会社法 362 条 2 項 1 号)、ガバナンス要因 (G) を環境要因 (E) や社会要因 (S) よりも上位に位置付けられる (図 2)。前章で確認した通り、「whether の問題」を扱うアウトカム分析の先行研究では CSR 指標と企業業績との間にプラスの相関が確認されるケースが多く、多元論と一元論の「線引き」はきわどく弛緩していない。そのため、「why/how の問題」を扱う先行研究の多くは公益志向に傾きつつある CSR 活動をどう是正するかという視点ではなく、戦略的 CSR をさらに実りの多いものにするにはどうしたらいいかという問題意識で決定要因分析を行っているように見受けられる。以下では環境要因や社会要因の上位概念に当たるガバナンス変数として社外取締役等や業績連動報酬を取り上げ、そのレバンスーを確認する。

### 6.1 社外取締役等

ガバナンス要因と CSR 活動との関係を考察する際、経営学では Pfeffer and Salancic (1978) の「リソース依存理論 (resource dependence theory [RDT])」に依拠してきた。アウトカム分析で用いられる道具的ステークホルダー理論や NRBV を「表の論理」とすると、それを背後で支える「裏の論理」が RDT であると言える。RDT はすべての組織は自己充足的でないとの前提に立ち、株主の他、従業員、取引先、債権者などの各種ステークホルダーが提供するリソース (e.g. 出資金、労務、財・サービス) を最大限活用して価値向上を図ると理解する。その際、役員兼務や戦略的提携などによって、他の組織への依存度を低減する橋渡し戦略を重視する。例えば、取引銀行が不可欠なステークホルダーとなっている場合、

そこから役員を受け入れることで融資というリソースを安定的に確保する戦略が有効であると考えられる。このように、RDTでは専門的知見や社会的ネットワークを有する社外取締役をステークホルダーの代弁者と捉えるため、社外取締役比率が高いほどCSR指標を高めると考える(De Villiers et al. 2011)。内部昇進者である社内取締役は、ステークホルダーの一部である正規雇用者と経営陣との「橋渡し役 (boundary spanner)」とみなせるため、取締役人数が多いほどCSR指標が高くなると考える。

表2 符号条件の場合分けごとの含意

	アウトカム分析 【CSR指標の符号】	決定要因分析 【取締役変数の符号】	含意
①	+	+	取締役がアドバイス機能を発揮して企業価値を創出
②	+	-	取締役がモニタリング機能を発揮して企業価値を創出
③	-	+	取締役のモニタリング不足や経営者のエンタレチメントが企業価値を毀損

CSR変数に対する取締役変数のプラスの効果は、異なる解釈が可能である。取締役会は取締役の職務執行を監督するが(会社法362条2項2号)、取締役の人数が増えるほどフリーライダー問題が顕著となり、モニタリング機能が弱まると考える向きもある(Yermack 1996)。「大きな取締役会」が引き起こすモニタリング不足によって過大な環境配慮が許容されている場合、表2の③が示すようにアウトカム分析でCSR指標のマイナスの効果が観察される一方、決定要因分析で取締役人数のプラスの効果が確認されるはずである。社外取締役比率のプラスの効果も、RDTと異なる解釈が可能である。米国の上場会社のように、取締役会の過半数を独立社外取締役が占めているケースでは、解任圧力をかわそうとする経営者がステークホルダーを味方につけるため、非効率なCSR活動を積極的に行うと考える向きもある(Cespa & Cestone 2007; Surroca & Tribó 2008)。そのため、決定要因分析における社外取締役比率のプラスの効果は、社外取締役のアドバイス機能ではなく、経営者のエンタレチメントを反映している可能性もある<sup>47</sup>。アウトカム分析でのモラルハザードを説明する「裏の論理」として取締役のモニタリング不足や経営者のエンタレチメントが考えられる。

付表6に整理した通り、取締役人数がCSR指標と正の相関があると指摘する先行研究は存在するが(Chang et al. 2017; De Villiers et al. 2011; Oh et al. 2017; 遠藤 2017)、有意にならないケースや負の相関を指摘する先行研究も相応に存在する。社外取締役比率も結果が似

<sup>47</sup> もっとも、社外取締役比率が低い現状の日本では、このストーリーの蓋然性は低いと考えられる。

ており、符号条件が定まらないケースが多く存在する。これは、合成スコアを用いている分析が多いという点だけでなく、取締役会に期待される役割が時代とともに変化していることが影響していると考えられる。Pfeffer and Salancik (1978)がRDTを提唱した1970年代、米国大企業の取締役会はさまざまなステークホルダーの代表を含んでおり、それらの多くはCEOによってリクルートされた者であった (Gordon 2010, p.1565; 大杉 2013, p.124)。しかし、1990年代以降は独立社外取締役が過半を占めるようになるなど取締役会の主たる機能が経営の監督へ移行していった (Gordon 2010, p.1565)。現時点では一つの仮説であるが、モニタリング・モデルがメインストリームとなっている米国では、(社外) 取締役がアドバイス機能を発揮する余地は少なくなり、CSR指標に及ぼす影響がニュートラルになっているのかもしれない。もっとも、学者や環境問題に携わった経歴のある取締役がいることで、CSR指標が高まるという事例は報告されているため (Kock et al. 2012; Walls & Hoffman 2013)、アドバイス機能を発揮している取締役は米国でも存在していると考えられる<sup>48</sup>。取締役人数と社外取締役比率の内生性に対処して日本の製造業を分析した遠藤 (2017) は、取締役人数と社外取締役比率が『環境経営度調査』のスコアを高めていることを確認している。当該スコアの価値関連性を所与とすると (Nakao et al. 2007)、日本では取締役のアドバイス機能がCSR活動で発揮されていたという判断が成り立つ。

## 6.2 業績連動報酬

1974-88年の米国を分析した Jensen and Murphy (1990)は、主として固定給からなる役員報酬が企業のリスクテイクを消極的にしていると非難し、役員に強力なインセンティブを与える巨額の報酬パッケージを推奨した。経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ：企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトが2014年8月に公表した『伊藤レポート』も同様のスタンスに立った提言を行っている。同レポートは、日本のCEO報酬のうち業績連動部分が35%と米国の89%を大きく下回っている点を指摘した上で、「経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めインセンティブを高める必要がある」(p.55)と指摘し

---

<sup>48</sup> 2018年3月13日、女性取締役の選任に comply or explain ルールを適用する『CGコード』改定案が提示された (改定案の原則4-11)。取締役に占める女性比率とCSR格付との間に有意な正の相関があると指摘する先行研究は数多く存在するが (Galbreath 2016; Hafsi & Turgut 2013; Webb 2004; Zhang et al. 2013)、これらは大きな問題を抱えている。第一に、女性という「性別 (gender)」がCSR経営に及ぼしている効果と、学者や弁護士としての「知識・経験・能力 (professional background)」がCSR経営に及ぼしている効果とを識別できていない。第二に、CSRに熱心に取り組んでいる企業は、幅広いステークホルダーのニーズを取り込むため、取締役の多様性を高めようとしている可能性—逆の因果が発生している可能性—がある。操作変数法を用いたと言明しているものとして Boulouta (2013)や Kassinis et al. (2016)があるが、これらの推計結果では女性取締役比率がCSR格付に有意に効いていない ( $p < 0.10$ )。以上の結果を整理すると、女性取締役の存在によって、「ステークホルダーとの適切な協働」が促進されるというエビデンスは現時点で存在しない。なお、協力行動や道徳性において、統計的に有意な性差はないというメタ・アナリシスも存在する (Balliet et al. 2011; Jaffe & Hyde 2000)。日本の場合、性別の問題はガバナンス (ESGのG)ではなく、女性管理職比率などの文脈 (ESGのS)で扱うのが適していると考えられる。

ている。『CG コード』補充原則 4-2①も、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」と同趣旨の提言を行っている。

『CG コード』基本原則 2 は「ステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」と謳っているため、中長期的な業績に連動する報酬はステークホルダーに配慮した経営と親和的であると判断しているようである。

付表 6 をもとに先行研究を概観してみよう。米国の CEO 報酬を実証分析した Deckop et al. (2006) は、ストックオプションや「特定譲渡制限付株式 (restricted stocks)」など長期業績連動報酬のウェイトが高まると CSR 指標が上昇する傾向にあるが、単年度の業績に連動した賞与のウェイトが高まると逆に低下する傾向にあると指摘する。CSR 活動は懐妊期間が長い「投資」と見なせるので、短期の業績に連動した報酬体系の下では、すぐに結果が表れにくい CSR 活動が抑制されてしまうというのが彼らの見立てである。Deckop et al. (2006) は、長期業績連動報酬の「ウェイト」が高まると CSR 指標も高まると指摘するが、その「総額」は CSR 指標に対してニュートラルであると付言している。すなわち、長期業績連動報酬を中心に CEO 報酬の「総額」を高めても CSR 経営には毒にも薬にもならないことを示唆している。短期的な報酬 (i.e. 固定給と賞与の合計) の場合、「実額」が高まると CSR 指標が低下するケースすらあると指摘する分析も存在する (Manner 2010)。

CSR 指標は企業業績と正の相関を持つケースが多いため、上述の解釈には注意が必要である。すなわち、業績連動報酬の「ウェイト」が高まると経営陣は CSR 活動に積極的に取り組むようになるという Deckop et al. (2006) の指摘は、見せかけの正の相関である可能性がある。Fabrizi et al. (2014) は、賞与実額と長期業績連動報酬の比率が内生変数であるという前提に立ち、これらの変数が CSR 指標に及ぼす効果を検証した。賞与水準は固定給をベースとしていることが多いこと、インセンティブ報酬は同業他社をベンチマークとしているケースが多いことから、彼らは①当該企業の固定給、②同業他社平均 (2 桁コード) の賞与実額、③同業他社平均の長期業績連動報酬の比率の 3 つを操作変数として推計を行った。Fabrizi et al. (2014) の推計結果では、賞与実額と長期業績連動報酬の比率はともに CSR 指標を有意に引き下げる方向で作用しており、Deckop et al. (2006) などと正反対の結果となった。操作変数法を用いた Deutsch and Valente (2013) は、社外取締役の株式報酬が CSR 指標に対してマイナスに作用することを指摘しており、Fabrizi et al. (2014) と同様の結果を確認している。

金銭的利益に訴えて行動をコントロールしようとする、道徳心のような内発的な動機づけを駆逐してしまうことは、社会心理学や行動経済学ではクラウディング・アウト効果として知られている (Bowles 2016; Frey & Jegen 2001; Schwartz 2015)。信認関係は当事者の関係を対等とみず、受認者が委託者の利益を図るよう義務づけるが、契約関係は対等な当事者間における自己利益の追求が想定されている (樋口 1999, pp.45-46)。そのため、報酬ポリシーという名の「契約」によって取締役の忠実義務が自己利益追求に置き換えられ



る可能性がある<sup>49</sup>。Deutsch and Valente (2013)や Fabrizi et al. (2014)の結果は、クラウドイング・アウト効果が業績連動報酬にも発生していることを示唆するものである。経営陣以外の役員である社外取締役や監査役等に対してインセンティブ型報酬の支払いを行うことが適切か否かについては、世界的にも両論がみられる状況にあることも踏まえ、『CGコード』では特定の方向性を記載していないと説明されている（油布他 2015, p.41）。Fabrizi et al. (2014)の結果は、社外取締役の業績連動報酬だけでなく経営陣のそれもステークホルダーを疎外する可能性が高いことを示唆しているため、業績連動報酬は戦略的 CSR を実践する企業にとって夾雑物どころか有害なものとなる可能性が高い。例えば、優れたビジネスセンスの持ち主であることを誇示して「正当な対価」を受け取ろうとする経営者は、貧窮途上国のブラック企業から原材料を安価に仕入れることで利益を得ようとするかもしれない。この場合、業績連動報酬が受益的加担を助長し、「従属的社会集団 (subaltern)」の声なき声を踏みにじる惧れがある。

### 6.3 決定要因分析の意義

ステークホルダーへの過度な配慮だけでなく、ステークホルダーを疎外する剥き出しの利潤追求も企業の存続を危うくする。前者はステークホルダーにパワーバランスが傾いたケース、後者は株主にパワーバランスが傾いたケースと捉えられるが、決定要因分析は力の拮抗が破綻していないかどうかのチェックに役立てることができよう。例えば、CSR 活動を推進する変数の有意性が観察される一方、抑制する変数の有意性が全く観察されないようなら、ステークホルダー（あるいはステークホルダー配慮を装う経営者）偏重のガバナンスになっているシグナルと捉えることができるかもしれない。

企業の主要な株主が機関投資家に移行するのと並行して、パワーバランスが極端に株主に傾くことを危惧する向きもある。機関投資家は会社の株主であるが、投資のリターンを受け取る最終受益者は会社が配慮すべきステークホルダーと重なるケースがある。Strine (2014a)は、株主の権利を強めれば企業価値が高まるという神話に疑問を投げかけ、裁量権を有する取締役に対して株主が異議申し立てを続けるイデオロギー闘争を「抵抗の会社法学 (dueling ideological mythologists of corporate law)」と表現する。直接的なリスク負担者でない機関投資家の「抵抗」によって、閑暇を失うほど多忙になった経営者が収益性のある長期的な事業計画を立案・実行することが難しくなり、株主共同の利益が切り崩されることを危惧したわけである。自らの受託者責任を脇に置いて、取締役の信認義務を厳しく問う機関投資家の自己欺瞞—そして、「抵抗」する機関投資家を嚮導する議決権行使助言会社など業界団体の無責任—を批判的に剔抉したものと言えよう。「議決権行使助言会社に企業のファンダメンタルズを見抜く力はない。そのようなスタッフを擁していない」（北川

<sup>49</sup> この点を指摘する先行研究は国内外で数多く存在する (Frey & Osterloh 2005; Stout 2014; 岩井・前田 2015, pp.389–390; 田中 2014, pp.121–128)。

2018, p.49) というのが真意かもしれない。このような問題意識に基づき、伝統主義者を自認する Strine (2014a)は「義務なき権利」を排してパワーバランスの歪みを正すことを提案する<sup>50</sup>。株主に対する「刀狩り」とも言える提案内容には、「機関投資家が助言会社の議決権行使基準を採用する場合には、最終受益者のタイムホライズンと投資戦略を反映したものを用いなくてはならない」(Strine 2014a, p.499) といったものの他、株主提案権の濫用規制も含んでいる。

株主を万能の絶対者と考える「抵抗の会社法学」は、ステークホルダーを考慮の埒外に置くが、仮に視界に入れたとしても既得権益にしがみつく「抵抗」すべき相手として認識する可能性がある。そのため、このようなアイデアの浸潤は社会に根付き始めた戦略的 CSR という「ゲームの均衡 (niche)」を消極的 CSR という別の均衡に押し戻す可能性がある(脚注 39 参照)。そのリスクは米国だけでなく日本にも存在する。佐々木 (2015) は、「社外取締役を社外ステークホルダーたちの間から、その利益代表として選任すべし、という明確な議論が、会社法改正の論議の過程で強く主張された形跡がない」(p.123) と指摘し、なぜ自律を他律に置き換えるのかという理論的支柱がないまま社外取締役選任の事実上の強制が進んだ点を問題視する。Friedman (1962, p.135)のように会社を「株主の道具」と捉えた場合、プロ経営者からなる独立社外取締役に業績連動報酬を設定して彼らを「株主化」した上で、「独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得る」(『CG コード』補充原則 4-10①) ことはそれなりに意味があるかもしれない。しかし、そのような器は「導管体」とは呼べても、「会社」と呼ぶにはふさわしくない。自社にとって重要なステークホルダーを特定し、その利害を経営判断に適切に反映できるようなガバナンス構造を構築するという経営ビジョンの下では、社外取締役の「独立性」は本来必要がないはずである。戦略的 CSR を実践する企業に求められるのは、*comply or explain* ではなく *comply and explain*—社外取締役を選任しない理由の説明ではなく、自社にとって重要なステークホルダーをどのように同定識別してその代弁者を社外取締役として選任したかの説明—であろう。『SDGs の企業行動指針: SDGs を企業はどう活用するか』や 2017 年 11 月 8 日に改訂された経団連『企業行動憲章』を契機として、自社にとって重要な ESG 課題をどう特定するかという論議が澎湃として起こっているが、『OECD 原則』や国連の各種活動 (e.g. PRI, SDGs) が標榜する包摂的アプローチを換骨奪胎あるいは曲解して、モニタリング・モデルによる「ガバナンス」を強調する一部の動きは、CSR 経営を通じた長期的な価値創造の足を引っ張る惧れがある。『CG コード』は「地域社会」をステークホルダーに含めているため、『OECD 原則』よりステークホルダー配慮に踏み込んでい

---

<sup>50</sup> デラウェア州衡平法裁判所の Allen 判事は、「株式会社はニュー・イングランドのタウンミーティングではない」と判示し、企業経営は直接民主制でなく、多数派の専制を抑制する堅牢な間接民主制によるべきであると示唆していた。See *TW Services, Inc. v. SWT Acquisition Corp.*, DEL. J. CORP. L. 1169, 1186 (Del. Ch. 1989). Strine (2014a)が拠りどころとしたのは、Allen 判事などの先達から続く伝統、もっと言えば「共和制 (republic)」の濾過機能に期待した『ザ・フェデラリスト』以来の伝統であると推察する。

るという指摘もある（中村・倉橋 2015, p.11）。しかし、重要なのは条文に示された建前や形式（i.e. 充実した人権カタログ）でなく、それが実際にどのように運用されるかである。

「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」を求める基本原則 4 や独立社外取締役選任の事実上の強制が、「ステークホルダーとの適切な協働」を謳う基本原則 2 を空文化させる可能性はある<sup>51</sup>。ESG ブームを奇貨とした投資家のガバナンス偏重を危惧してかどうかはわからないが、『伊藤レポート 2.0』も E・S・G が「同質かつ不可分なものとして語られることで、議論が間違った方向に向かうのではないか」（p.28）と指摘している<sup>52</sup>。決定要因分析を通じたパワーバランスの検証は、「ガバナンス改革」の帰趨を見極める上でも重要なテーマと言えよう。

## 7. まとめ

### 7.1 実証分析への含意

過去数十年の議論を振り返ると、通常の営利法人が社会的責任なるものをなぜ果たそうとするのかについて整理がなされないまま、CSR 批判やそれへの応答が幾重にも折り重なってきたように見受けられる。CSR という言葉の多義性を無視して「株主重視 vs ステークホルダー重視」と単純に捉える二項対立図式は、ステークホルダーを包摂して利潤を追求する「第 3 の道」を見失わせ、「藁人形叩き」を助長する惧れがある。本稿は CSR 諸類型の比較検討を通じて、通常の営利法人に許容されるのはステークホルダーへの配慮を法令順守に限定する消極的 CSR と「啓発された自己利益」の獲得を目指す戦略的 CSR であることを指摘した。戦略的 CSR は、他者に害をなさないという正義の実践と理解できるが、正統性調達という点で消極的 CSR にない強みを有している。PRI 署名に代表される個々のアセットオーナーの小さな変化が社会との相互作用の中でサステナブル投資（2016 年時点：22.9 兆ドル）の大きなムーブメントを生み出し、近年では CSR 格付会社や NGO 等のアドボカシー活動が生み出す「輿論（public consensus）」も無視できなくなっている。この場合、正統性調達は「ムラ八分」回避という形で経済合理性を生み出すため、利潤を追求する企業であっても、否、利潤を追求するからこそ戦略的 CSR は理に適う行動となる。数多ある ESG 情報は諸企業の「ムラ社会」においてゴシップ・トークを促進し、正統性の有無（評判の真贋）を見分ける社会装置として作用している。結果、公共財ゲームの実験結

---

<sup>51</sup> 「社外取締役を置くのはコンプライアンスやガバナンスをちゃんとやっていると思わせるため」であり、「現行の制度下では、社外取締役は、株主の立場に立った企業統治を行っている」にすぎないと指摘する向きもある（原 2017, p.196, p.223）。脚注 28 で指摘した通り、『CG コード』は『OECD 原則』と比較して「公正」ないしフェアプレイ原則に対する意識が希薄である。

<sup>52</sup> 4.2 節で言及した Cheng et al. (2014) のクロスカントリー分析では、ガバナンス要因よりも環境・社会要因の方が重要な変数であったことを想起されたい（see also Yoshimori 2005）。

果と同様に、剥き出しの利潤追求を放棄した経営が「新常态 (new normal)」となり、「公共財」の私的供給によって外部不経済が内部化される。消費者の立場から見ると、企業が CSR に費やしたコストを凌駕するほどに支払意思額 (WTP) が高まるケース—具体的には、フェアトレード商品などで観察されるクラウドディング・イン効果 (脚注 36 参照)—も考えられる。上場会社を対象とした実証分析では、CSR が利潤獲得という「目的」を達成しているかをチェックするアウトカム分析が主要テーマとなるが、株主・ステークホルダー間のパワーバランスの「安定性」をチェックする決定要因分析も貴重な視点を提供する。

アウトカム分析の解釈は決定要因分析での因果関係とも結び付いてくるといふ点で両者は相互補完的である。以下、具体例を通してこの点を確認してみたい。日本のデータでアウトカム分析を行った川村・永田 (2016) は、外国人投資家による株式保有が多いと CSR 活動が企業価値を高める効果が大きくなると指摘する。外国人投資家によるモニタリングが効果的に働いた結果、非効率な CSR 活動が抑制されたという解釈である。しかし、彼らの推計結果は別の解釈もできそうである。外国人投資家の持株比率が高い企業は社外取締役が多いと想像されるため<sup>53</sup>、彼らが用いた外国人投資家ダミーは社外取締役比率の代理指標になっている可能性がある。こう考えると、外国人投資家でなく社外取締役のモニタリング機能が発揮されたことで、無駄な CSR 活動が抑制されたという解釈が成り立つ。川村・永田 (2016) が主張する「株主モニタリング仮説」の説得力を増すためには、決定要因分析に遡って業務執行の決定に関するガバナンスの効果—CSR 活動を抑制する変数と推進する変数—を明らかにする必要があるとそうである (図 2 参照)。具体的には、取締役人数や社外取締役比率の影響をネット・アウトした上で、外国人投資家が CSR 活動を抑制していることを示すという選択肢が考えられよう。決定要因分析の解釈をする上でも同様の注意が必要である。Barnea and Rubin (2010) や Surroca and Tribó (2008) は、取締役会構造の変数が CSR 指標を高めているという分析結果を元に、経営者のエンブレチメントや社外取締役の監視能力欠如を指摘している。しかし、彼らが主張する「過大投資仮説」ないし経営者性悪説の説得力を増すためには、アウトカム分析で企業価値が毀損されていることを示し、Friede et al. (2015) などのサーベイ結果を反証する必要があると。

研究者の関心は川下のアウトカム分析から川上の決定要因分析に移りつつあると言及したが (4.1 節参照)、CSR 活動を通じた価値創造プロセスを深く理解するためには、同一の CSR 指標を用いて「whether の問題」を検証するアウトカム分析と「why/how の問題」を扱う決定要因分析の両方を視野に入れた複眼的なアプローチが求められよう。また、除外された変数によるバイアスを軽減するためにも、個々の分析では包括的な視点も重要である。アウトカム分析では研究開発費などの無形資産、決定要因分析では取締役会構造の他、ブロックホルダー変数やファミリー経営など株式所有構造もコントロールする必要があると。日本経済新聞『環境経営度調査』の総合スコアを用いた直近の先行研究から、日

<sup>53</sup> 外国人持株比率が 10% 未満の会社では 2016 年時点の独立社外取締役が平均 1.46 人であるのに対し、同比率が 30% 以上の会社は平均 2.65 人となっている (東京証券取引所 2017)。

本の現状を整理すると以下の通りである。アウトカム分析を行った遠藤（2013）では、当該スコアは企業価値に対してプラスに作用していたが、統計的に有意ではなかった（ $p < 0.10$ ）。このスコアは決定要因分析において「経営の質」を表す変数と有意な正の相関を示している（遠藤 2017）、スコアの信頼性が低いため企業価値との関係が見いだせなかったという解釈は説得的でないと考えられる。それよりも、市場参加者による ESG 情報の織り込みが不十分であったため、価値関連性が見出せなかったという解釈が妥当であろう。日本のサステナブル投資の浸透度は欧米と比べて圧倒的に低く（脚注 13 参照）、GPIF による運用も 2017 年に始まったばかりであることが傍証となろう。表 1 の類型化と関連付けると、日本では多元論と一元論の「線引き」はきわどく弛緩していないが、消極的 CSR を棄却できるほど評判の報酬が高くない、あるいは効率的な CSR 活動が行われていないという含意になる。

## 7.2 政策的含意等

国連環境計画・金融イニシアティブなどがまとめた『21 世紀の受託者責任』は、投資実務において ESG 問題のように長期的な投資価値に貢献する要素を考慮しないことは受託者責任に反すると指摘している。PRI 署名機関は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が求められるため、アセットオーナー等に PRI への署名を強く促したものと考えられる。47 カ国の機関投資家等が参加する International Corporate Governance Network (ICGN) も、2016 年に公表した『ICGN グローバル・スチュワードシップ原則』において、「投資家は企業の長期的な業績と持続的な成功の促進に努め、マテリアルな環境・社会・ガバナンス (ESG) の要因をスチュワードシップ活動に統合すべきである」(原則 6) と謳っている。2.5.2 で言及した通り、PRI に署名している海外の投資家は ESG インテグレーションを通じて測定が難しい「経営の質」を推し量るとともに (Van Duuren et al. 2016)、業績予測の改善に役立てている (Dhaliwal et al. 2012)。国内で PRI 署名機関が増えてくれば、ESG の取り組みを通じた長期的な価値創造を後押しすることにもなり、広義の投資を促進する好循環を生むと期待される。日本の事業会社は CSR 活動に熱心だが、その影響下にある企業年金基金はスチュワードシップ・コードを受け入れていないケースが圧倒的に多い。CSR 経営を売りにして GPIF などユニバーサル・オーナーの資金を引き付けておきながら、自らが資金の出し手に回るケースで投資先企業に持続的な成長を促さないのは欺瞞的な対応と受け取られかねない。こうしたリスクを低減する上でも、スチュワードシップ・コード受け入れ機関を増やしていく働きかけは今後も必要であろう<sup>54</sup>。ちなみに、2018 年 3 月 13 日に公表された『CG コード』改定案では、企業年金基金がスチュワードシップ活動などの専門性を高めて、アセットオーナーとして期待される機能を発揮することを求

<sup>54</sup> スチュワードシップ・コードを早くから導入した企業年金基金としてセコムがあるが、直近ではパナソニックとエーザイの企業年金基金もコード受け入れを表明した(日本経済新聞夕刊 2018 年 3 月 6 日)。

めている（改定案の原則 2-6）。

『ICGN グローバル・スチュワードシップ原則』は、「ESG とその他の質的な要因を企業戦略やオペレーション、最終的には長期的価値創造に明確に結びつけられるよう統合された報告（integrated reporting）を企業に奨励すべき」（原則 6.5）とも提言している。すなわち、価値創造につながる狭義の ESG 情報（4.1 参照）を企業側が積極的に開示していくことを求めている。統合報告書を発行している日本企業は 2017 年 12 月末時点で 411 社と増加傾向にあるが<sup>55</sup>、ESG 情報が企業価値を創出するストーリーやリスクと機会の開示などについて改善点が指摘されている（KPMG ジャパン 2017; 柳 2017）。もっとも、ESG 情報の出し手と受け手の間にズレがあるという点は日本企業に限った話ではなさそうである。米国企業等も含めてサーベイを行った PwC (2016)は、投資家の 43%が Sustainability Accounting Standards Board (SASB)の会計基準に依拠した情報開示を望んでいるのに対し、当該基準に依拠して開示を行っている企業は皆無で 80%は Global Reporting Initiative に依拠した情報開示を行っている」と指摘する。日本企業に限らず海外の企業も、CSR 報告書の延長でマルチ・ステークホルダーを意識した情報発信をしており、株主・投資家を意識した情報発信になっていない—統合思考が実践できていない—ことを示唆している<sup>56</sup>。企業と投資家のコミュニケーション・ギャップを速やかに埋めていくためには、企業が SASB の一連の成果物を活用して情報開示することが改善策の一つとして考えられよう（足達他 2016, pp.100-104）。

もっとも、ESG インテグレーションなどのサステナブル投資を更に広げていくためには、CSR 指標が企業価値を高めるという帰結を安定的に確認することでシニシズムを抑え込んでいく必要がある。第 4 章で整理した通り、①海外格付会社のガバナンススコアは環境・社会スコアとほとんど相関がないこと（付図 1）、②東洋経済新報社『CSR 企業総覧』のガバナンス評価は広義のコンプライアンスを評価する建付けで有用性が低いことを踏まえると、「良いガバナンス」の探求はひとまず脇に置いて、科学的根拠に基づく環境・社会情報の開示とそれらの価値関連性の確認を進めていくことが企業・投資家に求められよう。経団連は SDGs を踏まえた『企業行動憲章』に改訂したが、GPIF に限らず国内アセットオーナーが ES(G)情報を手がかりに目に見えない「経営の質」を積極的に評価するようになれば、CSR 経営を通じた長期的な価値創造を後押しするため、CSR 指標の価値関連性も確認されやすくなると期待される。①CSR 活動と企業経営の一体化、②サステナブル投資のメインストリーム化、③気候変動リスクを始めとした非財務情報の開示規制強化といった一連の流れの中で、向社会的な活動が国内外で活発化しているため、CSR についてはさらなる研究の蓄積が必要である。国連環境計画・金融イニシアティブが用いる標語で“financing

<sup>55</sup> 統合報告書を発行している日本企業 411 社のうち、国際統合報告評議会フレームワークに言及するなど「統合思考を意識した情報開示を行っている企業」は 225 社と約半数にとどまっている（ディスクロージャー & I R 総合研究所 2018）。

<sup>56</sup> SASB は米国上場会社の義務的な開示基準となることを目指して、79 の業種について実践的な開示項目を策定している（足達他 2016, pp.168-169）。

change, change financing”というものがある。「変化を志す者にファイナンスを、そのためにはファイナンスの方法を change しなければいけない」という意である。向社会的活動のフィードバック・ループに更なる惰力を付けるためには、情報開示の拡充や投資家の意識改革だけでなく、経済学と隣接諸科学の知見を結集するなどアカデミズムも change していく必要がある。

## 参考文献

- Akerlof, G. A. (1982). Labor contracts as partial gift exchange. *Quarterly Journal of Economics*, 97(4), 543–569.
- Amable, B. (2003). *The diversity of modern capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Arora, P., & Dharwadkar, R. (2011). Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: An International Review*, 19(2), 136–152.
- Arrow, K. (1973). Social responsibility and economic efficiency. *Public Policy*, 21(?), 303–318.
- Attig, N., & Cleary, S. (2015). Managerial practices and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 131(1), 121–136.
- Balliet, D., Li, N. P., Macfarlan, S. J., & Van Vugt, M. (2011). Sex differences in cooperation: A meta-analytic review of social dilemmas. *Psychological Bulletin*, 137(6), 881–909.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. Y. (2013). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 323–348.
- Belu, C., & Manescu, C. (2013). Strategic corporate social responsibility and economic performance. *Applied Economics*, 45(19), 2751–2764.
- Berle, A. A. (1932). For whom corporate managers are trustees: A note. *Harvard Law Review*, 45(8), 1365–1372.
- Berle, A. A. (1955). *The twentieth-century capitalist revolution*. London: Macmillan.
- Berle, A. A. (1959a). *Power without property: A new development in American political economy*. New York: Harcourt, Brace.
- Berle, A. A. (1959b). Foreword. In E. S. Mason (Ed.), *The corporation in modern society* (pp.iv–xv). Cambridge, MA: Harvard University Press.

- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Besley, T., & Ghatak, M. (2007). Retailing public goods: The economics of corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, 91(9), 1645–1663.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82–113.
- Bevir, M. (2012). *Governance: A very short introduction*. Oxford: Oxford University Press.
- Black, B., & Kraakman, R. (2002). Delaware’s takeover law: The uncertain search for hidden value. *Northwestern University Law Review*, 96(2), 521–565.
- Blair, M. M. (2003). Locking in capital: What corporate law achieved for business organizers in the nineteenth century. *UCLA Law Review*, 51(2), 387–455.
- Blair, M. M., & Stout, L. A. (1999). A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247–328.
- Bloom, N., Kretschmer, T., & Van Reenen, J. (2011). Are family-friendly workplace practices a valuable firm resource? *Strategic Management Journal*, 32(4), 343–367.
- Boulouta, I. (2013). Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 113(2), 185–197.
- Bowles, S. (2016). *The moral economy: Why good incentives are no substitute for good citizens*. New Haven: Yale University Press.
- Brown, J. A., & Forster, W. R. (2013). CSR and stakeholder theory: A tale of Adam Smith. *Journal of Business Ethics*, 112(2), 301–312.
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2017). The weighting of CSR dimensions: One size does not fit all. *Business and Society*, 56(6), 919–943.
- Carroll, A. B. (1979) A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497–505.
- Carroll, A. B. (1991) The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
- Cavaco, S., & Crifo, P. (2014). CSR and financial performance: Complementarity between environmental, social and business behaviours. *Applied Economics*, 46(27), 3323–3338.
- Cespa, G., & Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics and Management Strategy*, 16(3), 741–771.
- Chang, Y. K., Oh, W. Y., Jung, J. C., & Lee, J. Y. (2012). Firm size and corporate social performance: The mediating role of outside director representation. *Journal of Leadership and Organizational Studies*, 19(4), 486–500.
- Chang, Y. K., Oh, W. Y., Park, J. H., & Jang, M. G. (2017). Exploring the relationship between



- board characteristics and CSR: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 140(2), 225–242.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597–1614.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Chouinard, Y. (2016). *Let my people go surfing: The education of a reluctant businessman, including 10 more years of business unusual*. New York: Penguin Books.
- Climate Bonds Initiative. (2018). *Green bond highlights 2017*.
- Crifo, P., & Forget, V. D. (2015). The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 112–130.
- David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 28(1), 91–100.
- Davis, K. (1960). Can business afford to ignore social responsibilities? *California Management Review*, 2(3), 70–76.
- Davis, K. (1973). The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management Journal*, 16(2), 312–322.
- Davis, K., & Blomstrom, R. L. (1975). *Business and society: Environment and responsibility*. New York: McGraw-Hill.
- Deckop, J. R., Merriman, K. K., & Gupta, S. (2006). The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 32(3), 329–342.
- Deutsch, Y., & Valente, M. (2013). Compensating outside directors with stock: The impact on non-primary stakeholders. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 67–85.
- De Villiers, C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636–1663.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87(3), 723–759.
- Dixon-Fowler, H. R., Slater, D. J., Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., & Romi, A. M. (2013). Beyond “Does it pay to be green?” A meta-analysis of moderators of the CEP–CFP relationship. *Journal of Business Ethics*, 112(2), 353–366.
- Dodd, E. M. (1932). For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, 45(7), 1145–1163.
- Drucker, P. F. (1954). *The practice of management*. New York: Harper & Row.
- Drucker, P. F. (1984). The new meaning of corporate social responsibility. *California Management*

- Review*, 26(2), 53–63.
- Dunbar, R. (1997). *Grooming, gossip and the evolution of language*. London: Faber & Faber.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1991). *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640.
- El Ghoul, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, & D. R. Mishra. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Elhauge, E. (2005). Sacrificing corporate profits in the public interest. *New York University Law Review*, 80(3), 733–869.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. Oxford: Capstone.
- Endrikat, J., Guenther, E., & Hoppe, H. (2014). Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. *European Management Journal*, 32(5), 735–751.
- Erhemjants, O., Li, Q., & Venkateswaran, A. (2013). Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 395–412.
- European Commission. (2001). *Green paper: Promoting a European framework for corporate social responsibility*. COM(2001) 366 final.
- European Commission. (2011). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A renewed EU strategy 2011–14 for Corporate Social Responsibility*. COM(2011) 681 final.
- European Multi Stakeholder Forum on Corporate Social Responsibility. (2004). *Final Forum report*.
- Evan, W. M., & Freeman, R. E. (1993). A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In T. L. Beauchamp & N. E. Bowie (Eds.), *Ethical theory and business* (4th ed., pp.97–106). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Fabrizi, M., Mallin, C., & Michelon, G. (2014). The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 124(2), 311–326.
- Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Nieto, M. (2016). Corporate social responsibility, board of directors, and firm performance: An analysis of their relationships. *Review of Managerial Science*, 10(1), 85–104.
- Ferraro, F., Pfeffer, J., & Sutton, R. I. (2005). Economics language and assumptions: How theories can become self-fulfilling. *Academy of Management Review*, 30(1), 8–24.
- Fischbacher, U., Gächter, S., & Fehr, E. (2001). Are people conditionally cooperative? Evidence from a public goods experiment. *Economics Letters*, 71(3), 397–404.

- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758–781.
- Frank, R. H., Gilovich, T., & Regan, D. T. (1993). Does studying economics inhibit cooperation? *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 159–171.
- Frey, B. S., & Jegen, R. (2001). Motivation crowding theory. *Journal of Economic Surveys*, 15(5), 589–611.
- Frey, B. S., & Osterloh, M. (2005). Yes, managers should be paid like bureaucrats. *Journal of Management Inquiry*, 14(1), 96–111.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (2008). The social responsibility of business is to increase its profits. In T. Donaldson & P. H. Werhane (Eds.), *Ethical issues in business: A philosophical approach* (8th ed., pp.34–39). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall. (Reprinted from *New York Times Magazine*, September 13, 1970)
- Fujii, H., Iwata, K., Kaneko, S., & Managi, S. (2013). Corporate environmental and economic performance of Japanese manufacturing firms: Empirical study for sustainable development. *Business Strategy and the Environment*, 22(3), 187–201.
- Galbreath, J. (2016). Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. *Business and Society*. Advance online publication. Retrieved from <https://doi.org/10.1177/0007650316647967>.
- Garcia-Castro, R., Ariño, M. A., & Canela, M. A. (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107–126.
- Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning and Education*, 4(1), 75–91.
- Gill, A. (2008). Corporate governance as social responsibility: A research agenda. *Berkeley Journal of International Law*, 26(2), 452–478.
- Global Sustainable Investment Alliance (2016). *Global Sustainable Investment Review 2016*.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445.
- Gordon, J. N. (2010). The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices. *Stanford Law Review*, 59(6), 1465–1568.
- Greene, J. (2013). *Moral tribes: Emotion, reason, and the gap between us and them*. New York: Penguin Press.

- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom diversity and its effect on social performance: Conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463–479.
- Haidt, J. (2012). *The righteous mind: Why good people are divided by politics and religion*. New York: Pantheon Books.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The essential role of organizational law. *Yale Law Journal*, 110(3), 387–440.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89(2), 439–468.
- Harari, Y. N. (2015). *Sapiens: A brief history of humankind*. New York: HarperCollins.
- Hart, O., & Zingales, L. (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275.
- Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014.
- Hart, S. L., & Ahuja, G. (1996). Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance. *Business Strategy and the Environment*, 5(1), 30–37.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of Business Ethics*, 70(2), 165–174.
- Horwitz, M. J. (1985). *Santa Clara revisited: The development of corporate theory*. *West Virginia Law Review*, 88(2), 173–224.
- Huang, C. J. (2010). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management and Organization*, 16(5), 641–655.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081.
- Itami, H. (1987). *Mobilizing invisible assets*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Iwata, H., & Okada, K. (2011). How does environmental performance affect financial performance? Evidence from Japanese manufacturing firms. *Ecological Economics*, 70(9), 1691–1700.
- Jaffee, S., & Hyde, J. S. (2000). Gender differences in moral orientation: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 126(5), 703–726.
- Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: The effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 253–273.

- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). CEO incentives—It's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, 90(3), 138–149.
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549–2561.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53–72.
- Jones, T. M. (1980). Corporate social responsibility revisited, redefined. *California Management Review*, 22(2), 59–67.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Joskow, P. L. (2012). Creating a smarter U.S. electricity grid. *Journal of Economic Perspectives*, 26(1), 29–48.
- Kahan, D. M., Peters, E., Wittlin, M., Slovic, P., Ouellette, L. L., Braman, B., & Mandel, G. (2012). The polarizing impact of science literacy and numeracy on perceived climate change risks. *Nature Climate Change*, 2, 732–735.
- Kassinis, G., Panayiotou, A., Dimou, A., & Katsifaraki, G. (2016). Gender and environmental sustainability: A longitudinal analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(6), 399–412.
- Key, A. (2013). *The enlightened shareholder value principle and corporate governance*. Abingdon: Routledge.
- Keynes, J. M. (1926). *The end of laissez-faire*. London: Leonard & Virginia Woolf.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan.
- Kitzmueller, M., & Shimshack, J. (2012). Economic perspectives on corporate social responsibility. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51–84.
- Kimbara, T. (2010). An analysis of the eco-efficiency and economic performance of Japanese companies. *Asian Business and Management*, 9(2), 209–222.
- Kock, C. J., Santaló, J., & Diestre, L. (2012). Corporate governance and the environment: What type of governance creates greener companies? *Journal of Management Studies*, 49(3), 492–514.
- Konar, S., & Cohen, M. A. (2001). Does the market value environmental performance? *Review of Economics and Statistics*, 83(2), 281–289.
- Koppel, H., & Schulze, G. G. (2013). The importance of the indirect transfer mechanism for consumer willingness to pay for fair trade products—Evidence from a natural field experiment.

- Journal of Consumer Policy*, 36(4), 369–387.
- Kotler, P., & Lee, N. (2005). *Corporate social responsibility: Doing the most good for your company and your cause*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG integration in investment management: Myths and realities. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 10–16.
- Kreps, D. M. (1990). Corporate culture and economic theory. In J. E. Alt & K. A. Shepsle (Eds.), *Perspectives on positive political economy* (pp.90–143). Cambridge: Cambridge University Press.
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36(5), 41–50.
- Mahoney, L. S., & Thorn, L. (2006). An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: A Canadian investigation. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 149–162.
- Manner, M. H. (2010). The impact of CEO characteristics on corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 53–72.
- Matten, D., & Moon, J. (2008). “Implicit” and “explicit” CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 33(2), 404–424.
- McGuire, J., Dow, S., & Argheyd, K. (2003). CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341–359.
- McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117–127.
- Merton, R. K. (1940). Bureaucratic structure and personality. *Social Forces*, 18(4), 560–568.
- Mill, J. S. (1998). *Utilitarianism*. New York: Oxford University Press. Originally Published 1861.
- Minor, D., & Morgan, J. (2011). CSR as reputation insurance: *Primum non nocere*. *California Management Review*, 53(3), 40–59.
- Moore, G. A. (1991). *Crossing the chasm: Marketing and selling technology products to mainstream customers*. New York: HarperBusiness.
- Morrison, J. (2014). *The social license: How to keep your organization legitimate*. London: Palgrave Macmillan.
- Muchlinski, P. (2012). Implementing the new UN corporate human rights framework: Implications for corporate law, governance, and regulation. *Business Ethics Quarterly*, 22(1), 145–177.
- MSCI. (2017). *ESG ratings methodology: Executive summary*.
- Nakao, Y., Amano, A., Matsumura, K., Genba, K., & Nakano, M. (2007). Relationship between environmental performance and financial performance: An empirical analysis of Japanese

- corporations. *Business Strategy and the Environment*, 16(2), 106–118.
- Nishitani, K., Kaneko, S., Fujii, H., & Komatsu, S. (2012). Are firms' voluntary environmental management activities beneficial for the environment and business? An empirical study focusing on Japanese manufacturing firms. *Journal of Environmental Management*, 105, 121–130.
- Nishitani, K., & Kokubu, K. (2012). Why does the reduction of greenhouse gas emissions enhance firm value? The case of Japanese manufacturing firms. *Business Strategy and the Environment*, 21(8), 517–529.
- Nofsinger, J., & Varma, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking and Finance*, 48, 180–193.
- Oh, W. Y., Cha, J., & Chang, Y. K. (2017). Does ownership structure matter? The effects of insider and institutional ownership on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 146(1), 111–124.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Cheng, Z. (2016). When CEO career horizon problems matter for corporate social responsibility: The moderating roles of industry-level discretion and blockholder ownership. *Journal of Business Ethics*, 133(2), 279–291.
- Ostrom, E. (1990). *Governing the commons: The evolution of institutions for collective action*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Otaki, M. (2015). *The origin of the prolonged economic stagnation in contemporary Japan: The factitious deflation and meltdown of the Japanese firm as an entity*. Abingdon: Routledge.
- Peloza, J. (2006). Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. *California Management Review*, 48(2), 52–72.
- Pew Research Center. (2016). *The modern news consumer*.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pogge, T. W. (2008). *World poverty and human rights* (2nd ed.). Cambridge: Polity.
- Pogge, T. W. (2010). *Politics as usual: What lies behind the pro-poor rhetoric*. Cambridge: Polity.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Porter, M. E., & Van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97–118.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business and Society*, 50(1), 189–223.
- PwC (2016). *Investors, corporates, and ESG: Bridging the gap*.
- Rees, W., & Rodionova, T. (2015). The influence of family ownership on corporate social

- responsibility: An international analysis of publicly listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 184–202.
- Reich, R. B. (2007). *Supercapitalism: The transformation of business, democracy, and everyday life*. New York: Alfred A. Knopf
- Rogers, E. M. (1962). *Diffusion of innovations*. New York: Free Press of Glencoe.
- Rowley, T., & Berman, S. (2000). A brand new brand of corporate social performance. *Business and Society*, 39(4), 397–418.
- Ruggie, J. G. (2013). *Just business: Multinational corporations and human rights*. New York: W. W. Norton.
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559.
- Saka, C., & Oshika, T. (2014). Disclosure effects, carbon emissions and corporate value. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(1), 22–45.
- Schlesinger, A. M. (1944). Biography of a nation of joiners. *American Historical Review*, 50(1), 1–25.
- Schmitz, J., & Schrader, J. (2015). Corporate social responsibility: A microeconomic review of the literature. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 27–45.
- Schwartz, B. (2012). Crowding out morality: How the ideology of self-interest can be self-fulfilling. In J. Hanson (Ed.), *Ideology, psychology, and law* (pp.160–184). Oxford: Oxford University Press.
- Schwartz, B. (2015). *Why we work*. New York: Simon & Schuster.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061.
- Sethi, S. P. (1975). Dimensions of corporate social performance: An analytical framework. *California Management Review*, 17(3), 58–64.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1988). Breach of trust in hostile takeovers. In A. J. Auerbach (Ed.), *Corporate takeovers: Causes and consequences* (pp.33–56). Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Sidgwick, H. (1907). *The methods of ethics* (7th ed). London: Macmillan
- Smith, A. (1976). The theory of moral sentiments (6th ed). In D. D. Raphael & A. L. Macfie (Eds.), *The Glasgow edition of the works and correspondence of Adam Smith* (pp.1–342). Oxford: Clarendon Press. Originally Published 1790.
- Steiner, G. A. (1971). *Business and society*. New York: Random House.
- Stout, L. A. (2012). *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. San Francisco, CA: Berrett-Koehler.
- Stout, L. A. (2014). Killing conscience: The unintended behavioral consequences of “pay for



- performance.” *Journal of Corporation Law*, 39(3), 525–561.
- Strine, L. E. (2014a). Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law. *Columbia Law Review*, 114(2), 449–502.
- Strine, L. E. (2014b). Making it easier for directors to “do the right thing”? *Harvard Business Law Review*, 4(2), 235–253.
- Strine, L. E. (2015). The dangers of denial: The need for a clear-eyed understanding of the power and accountability structure established by the Delaware general corporation law. *Wake Forest Law Review*, 50(3), 761–793.
- Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(5–6), 748–789.
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. A. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Final report: Recommendations of the task force on climate-related financial disclosures*.
- Thomson Reuters (2013). *Thomson Reuters corporate responsibility ratings*.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453–458.
- U.K. Law Commission. (2014). *Fiduciary duties of investment intermediaries*.
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.
- U.S. Trust. (2017). *U.S. Trust insights on wealth and worth*.
- Vandenbergh, M. P. (2005). Order without social norms: How personal norm activation can protect the environment. *Northwestern University Law Review*, 99(3), 1101–1166.
- Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533.
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin’s  $q$ , and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 54(2), 205–230.
- Wade-Benzoni, K. A., Tenbrunsel, A. E., & Bazerman, M. H. (1996). Egocentric interpretations of fairness in asymmetric, environmental social dilemmas: Explaining harvesting behavior and the role of communication. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 67(2), 111–126.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.

- Wagner, M. (2010). The role of corporate sustainability performance for economic performance: A firm-level analysis of moderation effects. *Ecological Economics*, 69(7), 1553–1560.
- Walls, J. L., Berrone, P., & Phan, P. H. (2012). Corporate governance and environmental performance: Is there really a link? *Strategic Management Journal*, 33(8), 885–913.
- Walls, J. L., & Hoffman, A. J. (2013). Exceptional boards: Environmental experience and positive deviance from institutional norms. *Journal of Organizational Behavior*, 34(2), 253–271.
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., & George, G. (2016). Corporate social responsibility: An overview and new research directions. *Academy of Management Journal*, 59(2), 534–544.
- Webb, E. (2004). An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of Management and Governance*, 8(3), 255–277.
- Wettstein, F. (2016) From side show to main act: Can business and human rights save corporate responsibility? In D. Baumann-Pauly & J. Nolan (Eds.), *Business and human rights: From principles to practice* (pp.78–87). Abingdon: Routledge.
- Wood, D. (2016). *Why and how might investors respond to economic inequality?* PRI Discussion Paper.
- World Business Council for Sustainable Development (1999). *Corporate social responsibility: Meeting changing expectations*.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Yoeli, E., Hoffman, M., Rand D. G., & Nowak M. A. (2013). Powering up with indirect reciprocity in a large-scale field experiment. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 110(Suppl. 2), 10424–10429.
- Yoshimori, M. (2005). Does corporate governance matter? Why the corporate performance of Toyota and Canon is superior to GM and Xerox. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 447–457.
- Young, I. M. (2011). *Responsibility for justice*. Oxford: Oxford University Press.
- Zhang, J. Q., Zhu, H., & Ding H. (2013). Board composition and corporate social responsibility: An empirical investigation in the post Sarbanes-Oxley era. *Journal of Business Ethics*, 114(3), 381–392.
- 足達英一郎・村上芽・橋爪麻紀子 (2016) 『投資家と企業のための ESG 読本』 日経 BP 社
- 井上達夫 (1986) 『共生の作法：会話としての正義』 創文社
- 井上達夫 (2008) 『自由論』 岩波書店
- 井上達夫 (2012) 『世界正義論』 筑摩選書
- 岩井克人 (2005) 『会社はだれのものか』 平凡社
- 岩井克人・前田裕之 (2015) 『経済学の宇宙』 日本経済新聞社
- 巖佐庸 (2015) 「協力の進化：人間社会の制度を進化生物学からみて」 亀田達也編 『「社会

- の決まり」はどのように決まるか』勁草書房, 15-47.
- 宇野重規 (2016) 『保守主義とは何か』中公新書
- 遠藤業鏡 (2013) 「CSR 経営が企業価値に及ぼす効果」『経済経営研究』第 34 卷 2 号.
- 遠藤業鏡 (2017) 「環境パフォーマンスを規定する要因は何か? : 『経営の質』の影響を中心とした考察」RIETI Discussion Paper Series 17-J-019.
- 大杉謙一 (2013) 「コーポレート・ガバナンスと日本経済: モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」『金融研究』第 32 卷 4 号, 105-202.
- 大瀧雅之 (2011) 『平成不況の本質: 雇用と金融から考える』岩波新書
- 大瀧雅之 (2013) 「理論経済学における善と正義: 個人と社会の相互作用」『社会科学研究』第 64 卷 2 号, 73-87.
- 大沼保昭 (2008) 『国際法 [新訂版]』東信堂
- 岡田正大 (2015) 「CSV は企業の競争優位につながるか」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』第 40 卷 1 号, 38-53.
- 小谷清 (2000) 「新古典派経済学という『ヨブ記』: 市場主義・設計主義・徳化主義と反証可能性」吉川洋・大瀧雅之編『循環と成長のマクロ経済学』東京大学出版会
- 落合誠一 (1998) 「企業法の目的: 株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『現代の法 7: 企業と法』岩波書店, 1-32.
- 加護野忠男 (2017) 「コーポレートガバナンス・コードをもとに企業統治を考える」『企業会計』第 69 卷 9 号, 16-20.
- 川村通・永田京子 (2016) 「CSR パフォーマンスと企業価値: 株主によるモニタリングの影響」『証券アナリストジャーナル』第 54 卷 7 号, 15-25.
- 神作裕之 (2009) 「ソフトローの『企業の社会的責任 (CSR)』論への拡張?」神田秀樹編『市場取引とソフトロー』有斐閣, 193-215.
- 北川哲雄 (2018) 「ESG 投資と対話の時代の主役はアナリスト」『証券アナリストジャーナル』第 56 卷 2 号, 47-52.
- KPMG ジャパン (2017) 『日本企業の統合報告書に関する調査 2016』
- 児玉聡 (2010) 『功利と直観: 英米倫理思想史入門』勁草書房
- 児玉聡 (2012) 『功利主義入門: はじめての倫理学』ちくま新書
- 櫻井克彦 (1976) 『現代企業の社会的責任』千倉書房
- 佐々木隆文 (2010) 「企業の社会的責任と ESG 投資」『証券アナリストジャーナル』第 48 卷 5 号, 47-51.
- 佐々木弾 (2015) 「ガバナンスの自律と他律: 中教審報告・学校教育法改正と会社法改正を事例に」田中亘・中林真幸編『企業統治の法と経済: 比較制度分析の視点で見るガバナンス』有斐閣, 99-128.
- 清水剛 (2010) 「日本における『企業の社会的責任』の展開」橘川武郎・久保文克編『グローバル化と日本型企业システムの変容: 1985~2008』ミネルヴァ書房, 253-278.

- 関正雄（2011）『ISO 26000 を読む』日科技連出版社
- 高田馨（1970）『経営の目的と責任：経営の主体・環境論の根本問題』日本生産性本部
- 鷹羽美奈子（2016）『ESG 情報の可能性：投資意思決定での活用に向けて』『証券アナリストジャーナル』第 54 巻 1 号, 28-37.
- 高橋真弓（2016a）「営利法人形態による社会的企業の法的課題（1）：英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」『一橋法学』第 15 巻 2 号, 237-288.
- 高橋真弓（2016b）「営利法人形態による社会的企業の法的課題（2・完）：英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」『一橋法学』第 15 巻 3 号, 19-73.
- 田中一弘（2014）『「良心」から企業統治を考える』東洋経済新報社
- 谷本寛治（2006）『CSR：企業と社会を考える』NTT 出版
- 塚本一郎（2006）「CSR とは何か：企業と社会の変化の道具としての CSR」原田勝弘・塚本一郎編『ボーダーレス化する CSR：企業と NPO の境界を越えて』同文館出版
- ディスクロージャー & I R 総合研究所（2018）『2017 年版統合報告書発行状況調査（最終報告）』
- 東京証券取引所（2017）『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017』
- 堂目卓生（2008）『アダム・スミス：「道徳感情論」と「国富論」の世界』中公新書
- トクヴィル, A. [松本礼二訳]（2008）『アメリカのデモクラシー [第二巻 (上)]』岩波書店. 初出 1840 年
- 中村直人・倉橋雄作（2015）『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』商事法務
- 日本証券アナリスト協会（2010）『企業価値分析における ESG 要因』
- 畠田公明（2013）「社会的利益を追求する営利会社：アメリカの社会的営利会社（Benefit Corporation）を中心として」『福岡大学法学論叢』第 57 巻 4 号, 533-577.
- 林寿和（2016）「高まる ESG 情報の重要性：投資家から見た ESG 情報の類型と ESG 情報提供機関の役割・動向を中心に」『証券アナリストジャーナル』第 54 巻 1 号, 38-48.
- 原丈人（2017）『「公益」資本主義：英米型資本主義の終焉』文春新書
- 樋口範雄（1999）『フィデューシャリー [信認] の時代：信託と契約』有斐閣
- 福澤諭吉（1959）「民情一新」慶應義塾編『福澤諭吉全集 [第 5 巻]』岩波書店, 13-61. 初出 1879 年
- 藤井敏彦（2005）『ヨーロッパの CSR と日本の CSR：何が違い、何を学ぶのか。』日科技連出版社
- 松元暢子（2014）『非営利法人の役員の信認義務：営利法人の役員の信認義務との比較考察』商事法務
- 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
- 柳良平（2017）「世界の投資家は日本企業をどう見ているか：2017 年グローバル投資家サーベイの示唆するもの」『企業会計』第 69 巻 5 号, 108-114.

山岸俊男（2000）『社会的ジレンマ：「環境破壊」から「いじめ」まで』PHP 新書  
油布志行・渡邊浩司・高田洋輔・中野常道（2015）『『コーポレートガバナンス・コード原  
案』の解説 [Ⅲ]』『商事法務』第 2064 号, 35-43.

付表 1 先行研究による CSR の定義

“It is management’s public responsibility to *make* whatever is genuinely in the public good *become* the enterprise’s own self-interest” (Drucker 1954, p.390)

“there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud” (Friedman 1962, p.133)

“That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom” (Friedman 1970/2008, p.34)

“the firm’s consideration of, and response to, issues beyond the narrow economic, technical, and legal requirements of the firm” (Davis 1973, p.312)

“social responsibility implies bringing corporate behavior up to a level where it is congruent with the prevailing social norms, values, and expectations of performance” (Sethi 1975, p.62)

“The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time” (Carroll 1979, p.500)

“Corporate social responsibility is the notion that corporations have an obligation to constituent groups in society other than stockholders and beyond that prescribed by law or union contract” (Jones 1980, pp.59–60)

“the proper ‘social responsibility’ of business is to tame the dragon, that is to turn a social problem into economic opportunity and economic benefit, into productive capacity, into human competence, into well-paid jobs, and into wealth” (Drucker 1984, p.62)

“four kinds of social responsibilities constitute total CSR: economic, legal, ethical, and philanthropic” (Carroll 1991, p.40)

“Corporate social responsibility is the continuing commitment by business to behave ethically and contribute to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the local community and society at large” (World Business Council for Sustainable Development 1999, p.3)

“actions that appear to further some social good, beyond the interests of the firm and that which is required by law” (McWilliams & Siegel 2001, p.117).

“a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis” (European Commission 2001, p.6)

“CSR is the voluntary integration of environmental and social considerations into business operations, over and above legal requirements and contractual obligations. CSR is about going beyond these, not replacing or avoiding them” (European Multi Stakeholder Forum on Corporate Social Responsibility 2004, p.5)

“CSR is a commitment to improve community well-being through discretionary business practices and contributions of corporate resources” (Kotler & Lee 2005, p.3)

「企業活動のプロセスに社会的公正性や倫理性、環境や人権への配慮を組み込み、ステークホルダーに対してアカウンタビリティを果たしていくこと」(谷本 2006, p.59)

「企業が社会の求める経済的・法的・倫理的・社会貢献的な期待に自発的に対応して、ステークホルダーとコミュニケーションを取りながら、企業活動と相互に影響関係にある経済・社会・環境などの分野に配慮した責任ある行動を取ることで、持続可能な社会の実現に貢献すること」(塚本 2006, p.15)

“the economic, legal, moral, and philanthropic actions of firms that influence the quality of life of relevant stakeholders” (Hill et al. 2007, p.167)

“policies and practices of corporations that reflect business responsibility for some of the wider societal good. Yet the precise manifestation and direction of the responsibility lie at the discretion of the corporation” (Matten & Moon 2008, p.405)

“To fully meet their corporate social responsibility, enterprises should have in place a process to integrate social, environmental, ethical, human rights and consumer concerns into their business operations and core strategy in close collaboration with their stakeholders, with the aim of:

- maximising the creation of shared value for their owners/shareholders and for their other stakeholders and society at large;
- identifying, preventing and mitigating their possible adverse impacts”

(European Commission 2011, p.6)



付表2 サステナブル投資の類型

企業への関与 及び利用方法		運用手法 (2016年残高)	内容
間接的 な関与	銘柄選択 に利用	1. ポジティブ・スクリーニング (1.0兆ドル)	各業種から ESG 評価が最も高い企業を抽出してポートフォリオを構成
		2. ESG インテグレーション (10.4兆ドル)	伝統的なファンダメンタルズ分析に ESG 要因を加味してポートフォリオを構成
		3. サステナビリティ・テーマ投資 (0.3兆ドル)	特定のテーマ (e.g. 持続可能な農業、再生可能エネルギー) に絞って投資
		4. インパクト投資 (0.2兆ドル)	支援の手が行き届いていない個人やコミュニティへの投資など
	銘柄排除 に利用	5. ネガティブ・スクリーニング (15.0兆ドル)	特定の ESG 基準に合致しない銘柄 (e.g. たばこ、アルコール、ギャンブル) を排除
		6. 規範に基づくスクリーニング (6.2兆ドル)	国際規範に合致しない銘柄 (e.g. クラスタ爆弾製造企業) を排除
直接的 な関与	7. エンゲージメント・議決権行使 (8.4兆ドル)	ESG エンゲージメント方針に基づき、株式として企業に働きかける	

(備考) 1. Global Sustainable Investment Alliance (2016)より作成。

2. 運用手法の重複があるため、各手法の合計残高は 22.9 兆ドルを上回る。

3. 投資額は関連機関投資家へのアンケート調査による。

付表 3 海外の格付会社の評価軸

社名	Asset4 (Thomson Reuters)	MSCI
スコアのレンジ	0~100 平均が 50 に近づくよう正規化  【E・S・G の配点は等ウェイト】	0~10
環境 (E)	resource reduction emission reduction product innovation  70 指標	climate change natural resources pollution & waste environmental opportunities
社会 (S)	employment quality health & safety training & development diversity & opportunity human rights community product responsibility  88 指標	human capital product liability stakeholder opposition social opportunities
ガバナンス (G)	board structure compensation policy board functions shareholder rights vision & strategy  68 指標	corporate governance corporate behavior

(備考) Thomson Reuters (2013)及び MSCI (2017)より作成。

付表 4 国内の格付会社の評価軸

	日本経済新聞社『環境経営度調査』 2016年版	東洋経済新報社『CSR企業総覧』 2017年版
対象企業	3,230社	3,671社
回答企業	705社	1,408社（上場1,364社、未上場44社）
開示方法	5つの評価項目の回答から総合スコアを算出（500点満点）	人材活用、環境、社会性、企業統治の4分野を5段階評価で格付け  各分野で上位500位までに入る企業は得点も表示（各分野トップ企業が100点になるよう修正）
人材活用		（項目名省略）  42指標
環境（E）	環境経営推進体制、汚染対策・生物多様性対応、資源循環、製品対策、温暖化対策	組織と情報開示、パフォーマンス、管理体制、環境リスクマネジメント、環境関連法令、その他環境関連指標・取り組み、地球環境保全への取り組み、2015年度の環境目標・実績  28指標
社会（S）		消費者・取引先対応、社会貢献（組織と支出、事業事例）、ESG・SRI、CSR調達、社会課題解決の取り組み等  29指標
ガバナンス（G）		CSRの基本的取り組み、企業倫理、法令順守、IR、内部通報・告発への対応、国内・海外での法令違反等、内部統制への取り組み、リスクマネジメント等への取り組み  37指標

付表5 環境・社会スコアと企業業績の関係

被説明変数 説明変数	株価指標 (e.g. Tobin's q)	利益指標 (e.g. ROA, ROE)	売上指標 (e.g. 売上成長率、生産性)
環境スコア	<p><b>Positive:</b> Jiao 2010; Konar &amp; Cohen 2001*; Nakao et al. 2007; Nishitani &amp; Kokubu 2012*; Saka &amp; Oshika 2014*; Wagner 2010</p> <p><b>Not significant:</b> Cavaco &amp; Crifo 2014; Iwata &amp; Okada 2011*; Jo &amp; Harjoto 2011; 遠藤 2013</p> <p><b>Negative:</b> 日本証券アナリスト協会 2010</p> <p>*環境効率指標</p>	<p><b>Positive:</b> Cavaco &amp; Crifo 2014; Fujii, et al. 2013*; S. Hart &amp; Ahuja 1996*; Iwata &amp; Okada 2011*; Jiao 2010; Kimbara 2010*; Russo &amp; Fouts 1997; Waddock &amp; Graves 1997</p> <p><b>Not significant:</b> Fujii, et al. 2013*; Iwata &amp; Okada 2011*; Kimbara 2010*; Russo &amp; Fouts 1997; Waddock &amp; Graves 1997</p> <p><b>Negative:</b> 日本証券アナリスト協会 2010</p> <p>*環境効率指標</p>	<p><b>Positive:</b> Nishitani et al. 2012*</p> <p><b>Negative:</b> 日本証券アナリスト協会 2010</p> <p>*環境効率指標</p>
社会スコア	<p><b>Positive:</b> Cavaco &amp; Crifo 2014; Edmans 2011; Jiao 2010; Jo &amp; Harjoto 2011; Wagner 2010</p> <p><b>Not significant:</b> Edmans 2011; Jiao 2010; Jo &amp; Harjoto 2011; Wagner 2010; 日本証券アナリスト協会 2010</p>	<p><b>Positive:</b> Jiao 2010</p> <p><b>Not significant:</b> Bloom et al. 2011*; Cavaco &amp; Crifo 2014; Jiao 2010</p> <p><b>Negative:</b> 日本証券アナリスト協会 2010</p> <p>*両立支援策スコア</p>	<p><b>Not significant:</b> Bloom et al. 2011*</p> <p><b>Negative:</b> 日本証券アナリスト協会 2010</p> <p>*両立支援策スコア</p>

合成スコア	<p><b>Positive:</b> Erhemjamts et al. 2013; Jo &amp; Harjoto 2011; Servaes &amp; Tamayo 2013; Wagner 2010; 川村・永田 2016</p> <p><b>Not significant:</b> Belu &amp; Manescu 2013; Garcia-Castro et al. 2010; Servaes &amp; Tamayo 2013; Surroca et al. 2010; Wagner 2010</p> <p><b>Negative:</b> Cavaco &amp; Crifo 2014; <u>日本証券アナリスト協会 2010</u></p>	<p><b>Positive:</b> Erhemjamts et al. 2013</p> <p><b>Not significant:</b> Belu &amp; Manescu 2013; Garcia-Castro et al. 2010; Servaes &amp; Tamayo 2013</p> <p><b>Negative:</b> Belu &amp; Manescu 2013; Cavaco &amp; Crifo 2014; <u>日本証券アナリスト協会 2010</u></p>	<p><b>Negative:</b> Servaes &amp; Tamayo 2013; <u>日本証券アナリスト協会 2010</u></p>
-------	---	---	--

(備考) 1.有意水準は5%を採用した。

2.網掛けを付した研究は対応する説明変数の内生性を考慮したもの、下線は日本企業だけを分析対象としたものを表す。

3.交差項も説明変数に加えているケースではスコア単独の符号条件に着目した。

付表 6 取締役会構造と環境・社会スコアの関係

被説明変数 説明変数	環境スコア	社会スコア	合成スコア
取締役人数	<p><b>Positive:</b> de Villiers et al. 2011; 遠藤 2017</p> <p><b>Not significant:</b> Walls et al. 2012; Walls &amp; Hoffman 2013</p> <p><b>Negative:</b> Berrone et al. 2010; Deutsch &amp; Valente 2013; Walls et al. 2012; Walls &amp; Hoffman 2013</p>	<p><b>Not significant:</b> Deutsch &amp; Valente 2013</p>	<p><b>Positive:</b> Chang et al. 2017; Oh et al. 2017</p> <p><b>Not significant:</b> Chang et al. 2012; Choi et al. 2013; Galbreath 2016; Hafsi &amp; Turgut 2013; Oh et al. 2016, 2017; Webb 2004;</p> <p><b>Negative:</b> Oh et al. 2016</p>
社外取締役比率	<p><b>Positive:</b> Post et al. 2011; 遠藤 2017</p> <p><b>Not significant:</b> Deutsch &amp; Valente 2013; Post et al. 2011; Walls et al. 2012; Walls &amp; Hoffman 2013</p>	<p><b>Not significant:</b> Deutsch &amp; Valente 2013</p>	<p><b>Positive:</b> Zhang et al. 2013*</p> <p><b>Not significant:</b> Boulouta 2013; David et al. 2007; Deckop et al. 2006; Galbreath 2016; Webb 2004; Zhang et al. 2013</p> <p><b>Negative:</b> Deckop et al. 2006</p> <p>*被説明変数がレピュテーション指標</p>
独立取締役比率	<p><b>Positive:</b> Kock et al. 2012*</p> <p><b>Not significant:</b> de Villiers et al. 2011; Huang 2010; Kock et al. 2012</p> <p><b>Negative:</b> Kock et al. 2012</p> <p>*学者などステークホルダー寄りの取締役</p>	<p><b>Positive:</b> Huang 2010</p>	<p><b>Positive:</b> Chang et al. 2012, 2017; Choi et al. 2013; Fernández-Gago et al. 2016; Jo &amp; Harjoto 2012</p> <p><b>Not significant:</b> Fabrizi et al. 2014*; Hafsi &amp; Turgut 2013; Oh et al. 2016, 2017</p> <p><b>Negative:</b> Arora &amp; Dharwadkar 2011; Surroca &amp; Tribó 2008**</p>

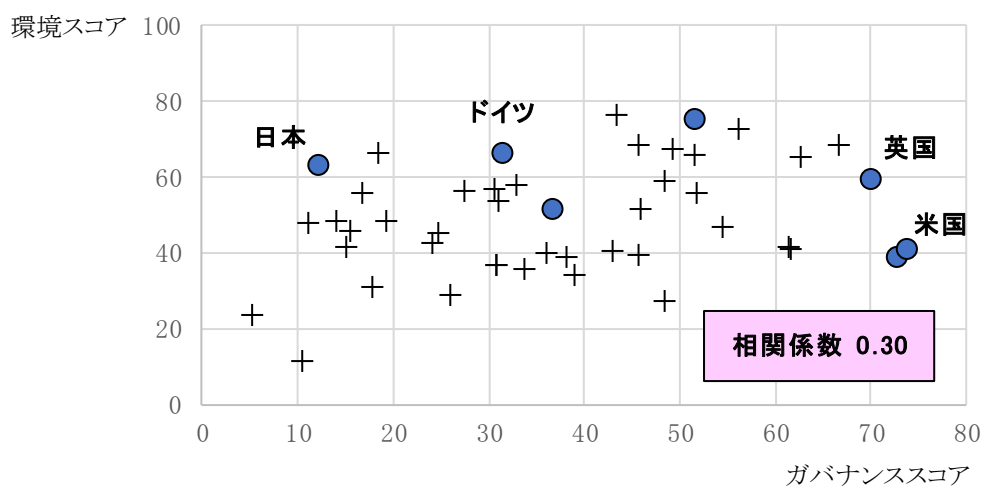
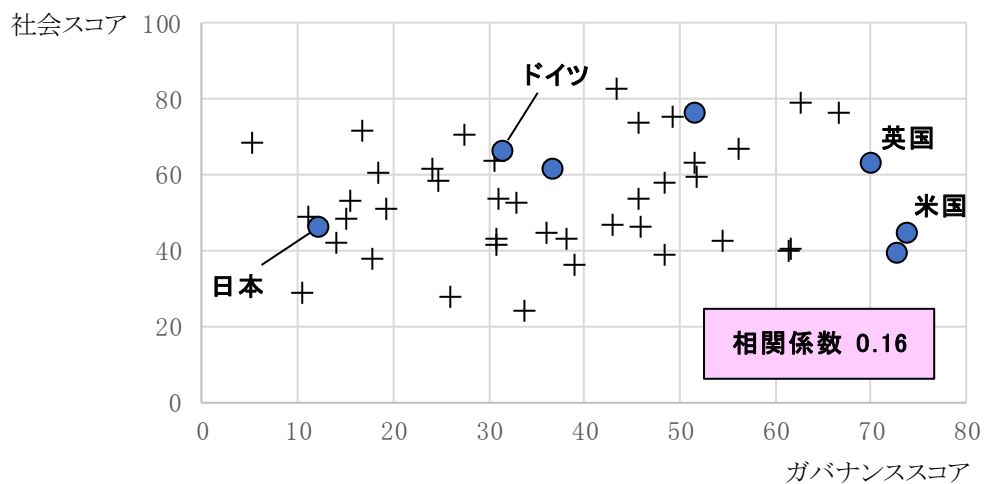
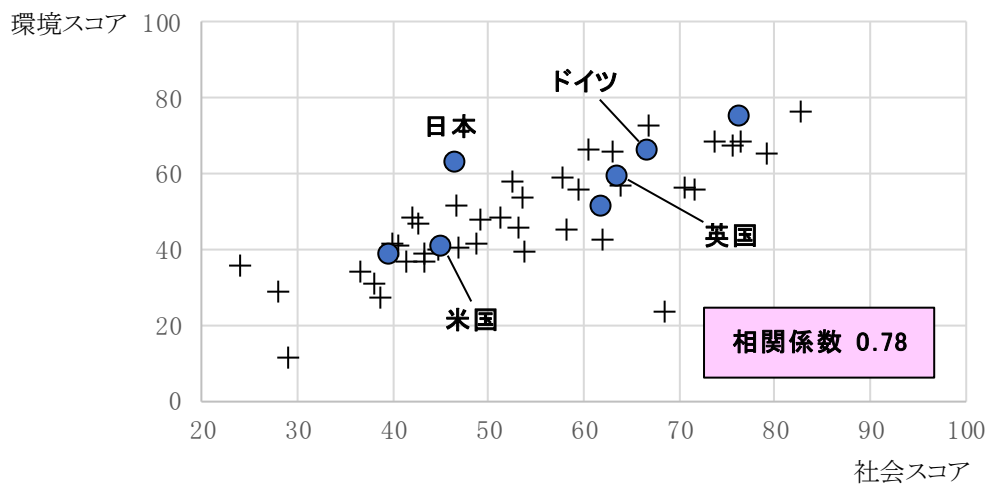
			*独立取締役 1/3 超ダミー **社外取締役の独立性を表すインデックス
業績連動報酬の実額	<b>Negative:</b> <u>Deutsch &amp; Valente 2013*</u> ; De Villiers et al. 2011** *社外取締役の株式報酬 **CEO 報酬総額	<b>Negative:</b> <u>Deutsch &amp; Valente 2013*</u> *社外取締役の株式報酬	<b>Not significant:</b> Deckop et al. 2006; Manner 2010
業施連動報酬の比率	<b>Positive:</b> Deckop et al. 2006; Kock et al. 2012	<b>Not significant:</b> Deckop et al. 2006	<b>Positive:</b> Deckop et al. 2006; Mahoney & Thorn 2006 <b>Not significant:</b> Mahoney & Thorn 2006; McGuire et al. 2003; Oh et al. 2016 <b>Negative:</b> <u>Fabrizi et al. 2014</u> ; McGuire et al. 2003; Oh et al. 2016

(備考) 1.有意水準は5%を採用した。

2.網掛けを付した研究は対応する説明変数の内生性を考慮したもの、下線は日本企業だけを分析対象としたものを表す。

3.業績連動報酬はストックオプションなど長期業績連動報酬を指し、特に断らない限り賞与を含まない。

付図1 ESGスコアの相関

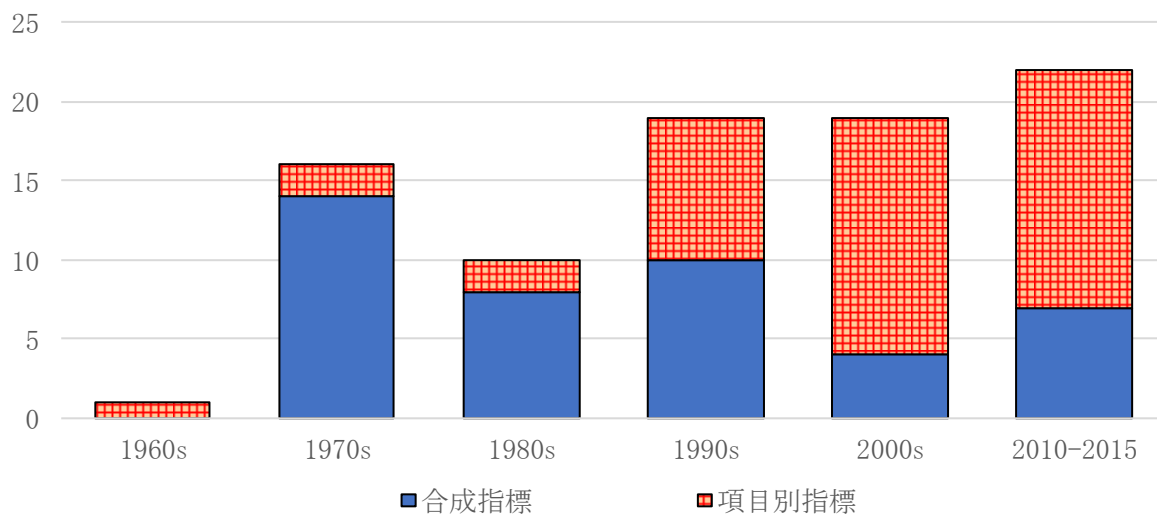


(備考) 1.Rees and Rodionova (2015)より作成。

2.丸いプロットは先進7カ国を表す。



付図2 CSR関連の実証論文の推移：CSR指標の属性別



(備考) Wang et al. (2016)より作成