

サステナビリティと社会的価値の創造に関する研究

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2021-05-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 小林, 麻美 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/21803

明治大学大学院経営学研究科

2020 年度

博士学位請求論文

サステナビリティと社会的価値の創造に関する研究

A Study on Sustainability and Creating Social Value

学位請求者 経営学専攻

小林 麻美

目次

第 1 章	問題の所在	5
第 1 節	本研究の背景と目的	5
第 2 節	先行研究の検討	7
第 3 節	本論文の構成	30
第 2 章	社会的価値の概念に関する一考察	32
第 1 節	社会的価値の重要性	32
第 2 節	企業行動における価値の分類と変遷	34
第 3 節	社会的価値創出企業の事例	40
第 4 節	社会的価値の学術的考察と定義	45
第 5 節	小括	56
第 3 章	企業の長期志向論再考ートヨタ自動車による AA 型種類株式の発行を事例としてー	58
第 1 節	日本企業の長期志向	58
第 2 節	AA 型種類株式の特質と問題点	60
第 3 節	企業と機関投資家の関係に見る AA 型種類株式発行の意義	65
第 4 節	企業と株式市場の関係	71
第 5 節	小括	74
第 4 章	ESG を主軸とする企業の長期志向	76
第 1 節	企業経営における長期志向の高まり	76
第 2 節	短期志向への反論	78
第 3 節	長期志向が企業経営に与える影響	81
第 4 節	近年における ESG 投資の展開と考察	85
第 5 節	小括	90

第 5 章	企業の長期志向における非財務情報の位置づけ	92
第 1 節	情報開示における非財務情報の重要性	92
第 2 節	用語の定義と非財務情報の開示に関する先行研究	95
第 3 節	非財務情報の開示事例	101
第 4 節	小括	107
第 6 章	サステナビリティを考慮した社会的課題への対応	109
第 1 節	サステナビリティの観点から見る価値創造	109
第 2 節	地域社会と地域金融機関の関係	111
第 3 節	社会的課題の類型化と社会的価値の創造プロセス	116
第 4 節	地域金融機関による地域課題への取り組み事例	117
第 5 節	小括	137
第 7 章	結論	139
第 1 節	本論文のまとめ	139
第 2 節	本研究の貢献	140
第 3 節	今後の課題	142
初出一覧		144
参考文献		145

図表目次

第 1 章

図表 1 - 1 Friedman による政府介入不要の項目

図表 1 - 2 日本における CSR の展開

第 2 章

図表 2 - 1 貸借対照表による企業価値創出の流れ（資本調達から成果の分配まで）

図表 2 - 2 日本における企業価値の変遷

図表 2 - 3 社会貢献支出額上位 20 社（2016 年度～2018 年度）

図表 2 - 4 社会貢献支出比率上位 20 社（2016 年度～2018 年度）

第 3 章

図表 3 - 1 トヨタ自動車の普通株式の所有者状況（2015 年度）

図表 3 - 2 トヨタ自動車の普通株式の所有者別状況（2016 年度）

図表 3 - 3 トヨタ自動車の AA 型種類株式の所有者別状況（2016 年度）

図表 3 - 4 日本における株式保有状況

図表 3 - 5 トヨタ自動車の上位 10 名大株主（2016 年 3 月期）

図表 3 - 6 トヨタ自動車の主な財務指標の推移（連結）

第 4 章

図表 4 - 1 長期企業の売上高・収益・経済利益・時価総額の推移

図表 4 - 2 PRI における 6 つの行動原則

図表 4 - 3 ESG 投資の種類

図表 4 - 4 ESG 投資額の比較

第 5 章

- 図表 5 - 1 S&P500 における市場価値の構成要素
- 図表 5 - 2 ESG 情報開示基準におけるマテリアリティの定義
- 図表 5 - 3 非財務情報開示における日本企業とイギリス企業の違い

第 6 章

- 図表 6 - 1 CRSV による好循環のモデル
- 図表 6 - 2 大企業のステークホルダー
- 図表 6 - 3 中小企業の経営戦略的 CSR
- 図表 6 - 4 社会的課題の分類
- 図表 6 - 5 社会的価値の創造プロセス
- 図表 6 - 6 横浜銀行による地方創生のプロセス
- 図表 6 - 7 高知銀行による中期経営計画
- 図表 6 - 8 島田掛川信用金庫の人材育成プロセス

第 1 章 問題の所在

第 1 節 本研究の背景と目的

昨今、企業を取り巻く環境は、世界的な金融危機や自然災害の発生、気候変動の顕在化といった想定外のリスクを含む外部要因によって、複雑なものになってきている。

そのような中で、2011年にはPorter and Kramer (2011)が「Creating Shared Value (以下、CSV)」を提唱し、企業が創造する経済的価値と社会的価値についての関心が高まっている。また、2015年には国際連合が「持続可能な開発目標 (SDGs)」を採択しており、2017年にはわが国において「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書」が公表されている。これらはいずれも、企業の持続可能な成長と長期的な価値創造を目指すという点で共通しており、それらの目標は、将来における企業価値の向上にも貢献するものであると考えられる。

企業価値の向上に関して、これまで議論されてきた主な観点は、株主価値の最大化である。しかし現在では、企業価値を向上させるためには、株主の利益を最大化することだけでは必ずしも十分であるとは言えなくなっている。なぜならば現在では、社会全体で解決していかなければならない社会的課題が多く存在し、社会的課題の内容も多様化しているため、企業にもその傾向に応じた行動が期待されるようになってきているからである。換言すれば、企業には、株主だけに目を向けた行動ではなく、より広範囲のステークホルダーへ配慮した行動をとることが必要とされているのである。企業は利益を生み出すことができる主体であることから、社会的課題の解決のための社会的価値を創造するという役割も担っていると考える。

2019年には、アメリカのビジネスラウンドテーブルが企業の目的に関する新たな方針を発表した。この団体は1978年から定期的に企業統治の原則を発行しており、1997年以降に発行された文書では株主優先の原則が支持されていた。しかし最新のものにおいて、全てのステークホルダー

(顧客、従業員、取引先、地域社会、株主)の利益を重視するという方針を表明したのである。方針決定までの過程において、ビジネスラウンドテーブルに所属するアメリカの主要企業の CEO らは、長期的な価値創造がプラスのインパクトをもたらすことに同意しており、ビジネスと社会の両方における繁栄とサステナビリティの共有を強調している¹。この表明が意味することは、現在では企業が対応していかなければならない課題の範囲が拡張されており、それぞれの課題へ対応する際には、社会全体の利益へつながるようなサステナビリティも意識したものでなければならないということである。

企業が継続して対応していかなければならない課題の1つが社会的課題であり、前述の社会状況を見ても、企業が社会的課題へ対応することには意義があると言える。本研究では、企業による社会的課題への取り組みは社会的価値を創造するものであり、かつ、企業の持続的成長や企業価値の向上に対しても影響力を持つものであるとし、今日の企業行動においては重要な位置を占めると考えている。

企業はこれまでも社会的課題への対応を行ってきたが、その行動の目的は、時代ごとの社会背景を反映したものとなり、時代とともに変化し得ると考えられる。

したがって本研究は、今日の企業が社会的課題への解決へ向けた行動をとることの本質的な意味を明らかにすることを目的とする。

本研究で用いる方法は、①概念考察のための理論研究と、②わが国における企業の取り組みを分析するための事例研究である。

¹ Business Roundtable (2019) “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’”, <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>
2020年7月29日最終アクセス。

第 2 節 先行研究の検討

資本主義の発展

今日における企業観は、世界およびわが国において資本主義が発展してきた時代から概観していくと、どのような変化が見受けられるのか。本節では、主に近代以降の企業観の変遷をたどることで、本研究の位置づけを明らかにする。

「資本主義」という言葉は、フランス語では 19 世紀半ば、ドイツ語では 1860 年代初め、その後英語圏において用いられ始め、19 世紀後半頃までには広く使用されるようになった (Kocka, 2018: 8-9: 邦訳)。当初は、資本家や労働者などが存在する階級社会的・階級批判的な意味を持つものであり、資本主義の概念は、「最大の利益を求めて競い合う企業家的資本家たちのリーダーシップの下にある一国および国際的な有機的組織体」などと定義されていた (Kocka, 2018: 9-11: 邦訳)。アメリカにおける資本主義の概念の歴史はイギリスと類似しており、所有権の個人化、財・労働・土地・資本の市場商品化、価格メカニズムと競争、不平等の拡大、工場制、生産の工業化などが結びついて、第一次世界大戦の時期の資本主義の特徴を形成した。この時期における資本主義という言葉は、主に経済行為あるいは経済システムを表すために用いられたが、しばしば社会的・文化的帰結が見られ、当時の社会主義と対比させて時代を示すために用いられた (Kocka, 2018: 12-13: 邦訳)。19 世紀末から 20 世紀初めにかけては、英語圏やフランス語圏よりもドイツ語圏において、資本主義に関する学問的議論が比較的多くなされており、資本主義の概念定義に影響を与えた古典的思想家には、例えば Marx, Weber, Schumpeter がいる。Marx は資本主義という言葉は稀にしか、そして付随的にしか使用しなかったが、資本主義的生産様式についての洞察を行っている。Weber は西洋の近代化という包括的な歴史の文脈の中で資本主義を論じており、過度の組織化と官僚制化によって資本主義のダイナミズムが硬直化することを問題視した。また、資本主義的経済行為を、競争と交換、市場価格による行動決定、資本の投下、利潤の追求であると特徴づけた。Schumpeter

は、私有財産、市場メカニズム、企業経済が資本主義の定義であるとした。(Kocka, 2018: 14-21: 邦訳)。さらに、1920年代と1930年代においては Keynes が、資本主義には Weber の示す目的合理性と計算可能性だけではなく、気分、感情、偶然が大きな役割を果たす「アニマル・スピリッツ」が働いているとした (Kocka, 2018: 24: 邦訳)。

Kocka (2018: 29-30: 邦訳) によると、資本主義は、①個人の所有権と分散的決定を基礎としており、この決定によって生じる結果は、利益も損失も個人の責任に帰するものであるという。ここで言う個人とは、個々の人間だけではなく、集団、会社、会社の連合体なども意味するとしている。

資本主義が成立したのは18世紀後半に起きたイギリスにおける産業革命以降であるとされ、その後、産業資本主義、金融資本主義、独占資本主義などを経て、今日の資本主義が形成されてきた。日本では、明治維新後に「殖産興業」や「富国強兵」といったスローガンの下で、廃藩置県による中央集権化、士農工商制度の解体、地租改正、学制の開始などによって西洋化が進み、証券取引所が設立され、財閥が登場するなど、市場における自由競争や資本家による支配といった本格的な資本主義のシステムが取り入れられるようになった。そして第一次世界大戦、世界恐慌、第二次世界大戦を経て、帝国主義から民主主義への移行も進められてきたのである。

第二次世界大戦後、日本では戦後復興から始まり、1955年頃から1973年頃にかけての高度経済成長期においてインフラが整備されるなど、国内の生活水準も向上し好景気となった。しかしこの時期は、都市化による公害問題などが発生した時期でもあり、企業の急速な発展の一方で、社会全体で社会的課題にどのように対応していけばよいのかということが問題となっていたのである。

株主資本主義による株主価値の最大化

1980年代より、英米では新自由主義下において経済政策が行われ、それらに続き日本でも同様の政策が取り入れられた。これ以降の新自由主義に基づく市場原理主義の拡大や、グローバル資本市場におけるアメリカの機関投資家の台頭は、株主価値の最大化を経営目標の重要課題として位置づける企業を増加させる契機となった。株主価値の最大化を目標とする経営は株主価値経営とされ、上場企業、株式市場、投資家の多くが、株価を上昇させるためにコストの削減や配当の増大などといった目標を達成するために、短期的な財務目標に過度に焦点を合わせ、企業の四半期決算における結果を追求するようになった。

1990年代に入ると、世界的な規模の「選択と集中」が起きるようになり、国際競争力に焦点を合わせたM&Aが行われるようになった。大石（2000：73-93）は、「1997年のアジア通貨金融危機と1999年のユーロの誕生が過剰金融資本につながり、それらを株式へ投資することによって株価の上昇を引き起こし、株式交換によるM&Aを促進した。日本においても、外国人による株式保有比率が増大し、株主優先の経営を迫られるようになっていた。」としている。

日本における外国人投資家の株式所有に関して、企業価値との因果関係を示した研究がある。岩壺・外木（2006：2-3）は、「外国人投資家のうちのほとんどを占める海外の機関投資家は、投資先企業の株主価値の向上に積極的であり、資本の効率改善や利益配分に関する要求が株主総会などを通じてなされることが多くなった。外国人投資家の売買回転率の高さが株価への影響を及ぼすことから、経営者は外国人投資家からの評価を気にするようになった。」とし、外国人投資家による株式所有と日本企業の企業価値の間の因果関係について実証研究を行った。その結果明らかになったことは、「外国人投資家は企業価値が低くなると株式保有を増やし、一方で外資比率が高まると企業価値が高まる（岩壺・外木、2006：12）。」というものである。機関投資家による所有構造は、1960年代から1970年代のアメリカにおいて拡大してきた。岩壺・外木（2006）の結果によると、日本における外国人投資家の増加は、株主価値経営を推進させ

た一方で、企業価値の向上という観点からは有益であったと見なすことができる。

企業やその他のステークホルダーにかかる負担については、國島（2014：35-36）が「投機的投資家によるアメリカ型企业統治構造は、短期的な株価を追求するために、従業員や地域などの生活を犠牲にし、事業を衰退させている。人員削減を含む総人件費の削減、仕入れ単価の削減、国内での設備投資削減、研究開発投資抑制により、内部留保や現預金での手元資金も拡大し、自社株買いと配当などの株主への還元も強めた。」と述べている。

このように、市場原理主義に基づく経営モデルが先進的であるとされ、株主価値経営が受容された時代において、企業は、主に株主価値の最大化を目標とした短期的な価値を創造していた。日本においては、外国人投資家の持株比率の増加といった所有構造の変化も、株主価値経営を促進させる一因となっていた。

株主資本主義の企業支配について、Hansmann and Kraakman（2001：abstract）では次のように述べられている。「先進国のガバナンス、株式所有、資本市場、ビジネス文化の制度には明らかな相違があるにもかかわらず、企業形態の基本法には均一性が見られ、継続的な収斂が見込まれている。この収斂の主な理由は、企業の経営者が非支配株主を含む株主の経済的利益のみを優先して行動すべきであるというコンセンサスである。企業の株主志向モデルに関するこのコンセンサスは、1950年代と1960年代にかけてのアメリカの経営者志向モデル、ドイツの労働志向モデル、そしてフランスやアジアの大部分で支配的であった国家志向モデルを含む、企業の代替モデルの失敗に起因している。またその他にも、イギリスとアメリカの企業による競争の成功、経済学と金融学の世界的な影響力の拡大、先進国での株式所有の拡散、および積極的な株主や利益団体の出現といった理由も含まれている」。

このように、株主による企業支配は、先進諸国における各経営モデルの限界からきたものであり、競争優位性を持つ企業形態であったことから、現在まで続く規範的な経営モデルとして各国に取り入れられてきたの

である。

新自由主義における株主価値の最大化という企業経営の方向性に影響を与えた研究者が Friedman である。Friedman は競争資本主義を提唱し、後の経済政策に影響を与えた。

Friedman (1962 ; 2020 : 邦訳) の主張は次のように要約できる。

Friedman (1962 ; 2020 : 邦訳) の根底にあるのは「国民個人の自由」であり、それを優先し守るための、政府の役割や経済活動のあり方が検討されている。議論のメインテーマとして、経済活動の大半が民間企業によって自由市場の下に行われるという自由競争による資本主義が示されており、この競争資本主義は、経済における自由と政治における自由を実現するための条件であるという。Friedman が主張する政治観と経済観は「自由主義 (liberalism)」とされるが、この言葉の意味は、19 世紀の大陸欧州で展開された運動におけるものと、1930 年以降のアメリカの経済政策におけるものでは、大幅に異なっていた。19 世紀の大陸欧州では、社会における自由を究極の目標に掲げ、国家の関与を減らすことで個人の自立的な立場を確立しようとしていた。これに対して 1930 年以降のアメリカでは、自由よりも福祉や平等が重視されるようになり、目標を達成する際に、民間の自主的な取り組みよりも国家に頼ろうとするようになっていた。19 世紀の自由主義者は、自由の拡大こそが福祉と平等を実現する手段と考えていたが、20 世紀の自由主義者は福祉と平等が自由の条件であると考えた。つまり、前提と目指すべき目標が逆のものとなっていたのである。Friedman は「自由主義」の意味の変質を注意すべきものであるとし、語義の違いが、思想の変容をもたらすことも示唆している。

本来の「資本主義」の意味の下で Friedman は、個人が政治的自由と経済的自由を実現するための政府の役割について述べている。まず政府がすべきことに、自身の役割に制限を設けることと、権力を分散することを挙げており、政府は個人や民間企業のサポートをする立場として、それらの自由を保障する環境を整える役割を担うものであるとされている。この政府の役割については、国内外の金融政策、外交と貿易、社会福祉政策、教育、人種差別、所得の分配と貧困政策の側面から論じられている。

Friedman は、政府が行うべきではないこととして 14 の項目を挙げており、それらは図表 1 - 1 に記載している。図表 1 - 1 の内容には、反論が生じることが十分に考えられるが、Friedman は、あくまで「国民個人の自由」、すなわち政府などを含む他者から干渉・抑圧されることなく、国民個人があらゆる行動において意思決定を自由に行うことができるようにするための一貫性による主張をしていることから、これらの項目を挙げるに至ったものと考えられる。

1980 年代以降の各国の株主資本主義は、Friedman の当初の趣旨を反映したものから始まり、自由競争の激化が進んだことによる結果であると言えるだろう。当時の企業観を考える際には、なぜそのような企業観が受容されたのか、その時代の社会背景や政治的側面とあわせて考えることが重要である。なぜならば、企業観というものは、時代ごとの状況を反映させているものとして捉えることもできるからである。

図表 1 - 1 Friedman による政府介入不要の項目

1. 農産物の買取保証価格制度	2. 輸入関税または輸出制限
3. 産出規制	4. 家賃統制, 全面的な物価・賃金統制
5. 法定の最低賃金や価格上限	6. 細部にわたる産業規制
7. 連邦通信委員会によるラジオとテレビの規制	8. 現行の社旗保障制度, 特に老齢・退職年金制度
9. 事業・職業免許制度	10. いわゆる公営住宅および住宅建設を奨励するための補助金制度
11. 平時の徴兵制	12. 国立公園
13. 営利目的での郵便事業の法的禁止	14. 公有公営の有料道路

出所：Friedman (1962；2020：85-87, 邦訳)。

CSR 論における企業の社会的課題への対応

本研究の論点を考慮すると、従来の CSR 論における企業観に関する議論も見ていく必要があるため、ここで、CSR 論における社会的課題への対応とはどのようなものであるのかについて確認していく。

企業による社会的課題への対応は、これまでも企業の社会的責任遂行のために行われてきた。

加賀田（2007：71）は「環境問題への取り組みは、企業にとって経営上ますます重要な課題になりつつある。」と述べており、Eweje（2006：93）は、「開発途上国などで活動する多国籍企業には、各地域で定められた社会的かつ経済的な目標を達成することが求められている。」とし、CSR 論において、企業が社会的課題に対応することの重要性に関する議論が続いている。

各国の CSR の展開は、文化的側面によって異なるが、日本において本格的に CSR が広まったのは 2003 年からとされている。日本における CSR の始まりは 1960 年代に起きた公害問題との関わりが深く、企業活動によって地域住民などが健康被害を受けたことから、企業の責任を追及する声が強まった。その後、日本における CSR 論では、企業不祥事問題の論点も増加し、CSR の本質を再考する議論もなされるようになった。

「CSR や企業市民という考え方は欧米からの外来概念であり、欧米における CSR の議論の背景には、もともとキリスト教の伝統に根ざした価値観に由来するものも多いため、東洋的価値観の中に生きる日本人には理解しにくい部分もある（加賀田，2006：62）」。

図表 1 - 2 は、日本における CSR の契機を示しており、欧米とは若干異なる背景から CSR が発展してきたことがわかる。

図表 1 - 2 日本における CSR の展開

・ 起点(1956年)	経済同友会のCSR決議	
・ 第Ⅰ期(1960年代)	産業公害に対する企業不信・企業性悪説	⇒住民運動の活発化、現場での個別対応
・ 第Ⅱ期(1970年代)	石油ショック後の企業の利益至上主義批判	⇒企業の公害部新設、利益還元財団設立
・ 第Ⅲ期(1980年代)	カネ余りとバブル拡大、地価高騰	⇒企業市民としてのフィランソロピー、メセナ
・ 第Ⅳ期(1990年代)	バブル崩壊と企業倫理問題、地球環境問題	⇒経団連憲章の策定、地球環境部の設置
・ 第Ⅴ期(2000年代)	相次ぐ企業不祥事、ステークホルダーの台頭	⇒SRIファンドの登場、CSR組織の創設 ⇒2003年は「CSR経営元年」

出所：川村（2009：25）。

現在では多くの企業が、どのような目的でどのように活動しているかといった CSR に関するレポートを公開しているが、この情報は、企業を判断・評価するための重要な基準としても使用されている。しかし一方で、谷本（2006：102）は「CSR を果たせば収益性につながるという因果関係が成り立つかどうかは、CSR を市場が評価するか否かにかかっている。もし CSR を果たしている企業を市場が評価しないならば、企業にとってそれはコストでしかなく、CSR は余裕のある企業しか果たすことができないテーマになってしまう。」と述べ、企業の経済的余力の差が CSR 活動の差につながることで、CSR のための取り組みに対する外部からの評価も重要であることを指摘している。

このように、企業が社会へ価値を提供することの意義が長きにわたって認識されてきたものの、企業による CSR 活動が必ずしも自発的に行われてきたとは言えないという課題もあった。そのような課題に対して、企業が CSR 活動をする動機づけの観点から、企業の CSR 活動に影響を与える外部環境もしくはステークホルダーに関する研究も行われてきた（Graff Zivin and Small, 2005；Harbaugh・Maxwell・Roussillon, 2006；Flammer, 2013）。

また、CSRとパフォーマンスの関係に着目した研究も蓄積されており、例えば遠藤（2013：1）は、doing well by doing good 仮説に基づいて議論されてきた社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンスとの因果関係を検証する先行研究の不足部分として、内生性と系列相関を指摘した。この研究の貢献は、革新的資産との価値創造プロセスを分析した先行研究のリサーチデザインを拡張した点と、先行研究に不足している観点を考慮した、正確な測定を行ったことである（遠藤 2013：25）。

中尾・中野・天野・國部・松村・玄場（2005：1）は、環境保全活動の強化が財務業績に対してプラスの影響を与えることを検証し、それらの因果関係を示した。注目すべき点は、「産業別の分析において、機械産業ではこの因果関係にどちらかといえばマイナスの影響がある一方で、エネルギー集約産業ではプラスの関係が強いものの、気候変動政策の強化に伴いマイナスの方向へと転換している傾向が導かれたことである。また、その他の産業ではプラスの関係が明確に見られ、その影響力が時間の経過とともに増大していることが示された（中尾・中野・天野・國部・松村・玄場，2005：1）。」という点である。

さらに、CSRを戦略的行動とする観点による研究もあり、首藤・増子・若園（2006）はCSRを企業戦略と結びつけた実証研究を行い、その結果「明確な方針をもったCSRへの取り組みは、コストはかかるが企業が直面するリスクの軽減に有効な戦略であること（首藤・増子・若園，2006：2）」を明らかにしている。Dimitropoulos and Vrondou（2015）は、CSRを企業の戦略的行動と捉えた分析を行い、企業価値を向上させるということを示している。

近年では、社会的課題への対応も含めたCSRを企業の戦略的な行動として見なす傾向も増えており、次項で述べるCSVと関連して議論されることが多くなっている。

本研究と同様の観点では、加賀田（2006：62）が、「CSRや社会貢献といった企業の“社会性”は、時代によって意味概念や重視される項目が異なるので、時空を限定して考えることが必要となる。さらに、1990年代後半以降に再びCSRの議論が盛り上がりを見せている背景について考える

と、そこには企業活動の基盤である社会そのものの持続可能性が危機にさらされているという認識がある。」と述べている。そして「経済優先の社会がもたらす様々な矛盾の顕在化によって生じた問題が、社会の持続可能性を脅かすものとして世界中で認識され始めており、こうした問題に対応するために、従来の利益至上主義を超えて、経済的利益の追求と社会の持続可能性を調和させる経営のあり方として CSR が求められている（加賀田，2006：62）」としている。

金融危機後における短期主義の見直し

2008年の金融危機の後、株主価値の最大化を優先する株主資本主義に対して疑問が生じ始めた。これは短期的な視点だけに傾倒する短期主義に対する疑問でもある。

各国において短期主義が見直される中、Porter and Kramer（2011）では CSV が提唱された。CSV は、「企業が、自身の事業を営む地域社会の経済条件や社会状況を改善することによって、自らの競争力を高める方針とその実行と定義できる（Porter and Kramer，2011：11）」。Porter and Kramer（2011：11-12）によると、企業は、社会的ニーズと課題に対処することで、経済的価値と社会的価値の同時創造を実現すべきであり、それは企業の本業の戦略を通じて行われる必要があるという。またそれらの価値の創造にあたっては、企業と社会の間にあるとされていた敵対関係を超えて、社会の問題は企業の周囲に位置するものではなく、企業の中核にあるという認識が重要であると説明している。CSVにおける社会的ニーズは、経済的ニーズとともに市場を形成する要素と見なすことができ、社会全体における弱点や課題が、企業の内部コストを生じさせるものであるということも述べられている。この点が、企業が社会的ニーズに対応することの必要性を示す1つの根拠であると考えられる。社会的価値の創造から経済的価値を創造するための方法としては、「①製品と市場を見直すこと、②バリューチェーンの生産性を再定義すること、③企業が拠点を置く地域を支援する産業クラスターをつくること（Porter and Kramer，2011：14）」が挙げられている。

現在では CSV の認識が広まりつつあり、日本国内外の企業がこの観点を戦略に取り入れる動きも出てきている。Porter and Kramer が CSV を提唱した背景には、CSR を企業の戦略的行動であるとし、社会的課題へ対応することが競争優位の獲得へ結びつくと思えたことがある。企業が戦略的行動を通じて社会的価値を創造し得るという考え方は、日本における経営戦略論で、根拠は異なるものの既に存在しており²、Porter and Kramer による CSV の提唱は、単なる新しい概念の提供ではなく、企業と社会が共に社会的課題の解決へ向けた取り組みを行っていく時代における、企業行動の指針を示すものであると見なすこともできる。

近年においては、長期的な視点に基づく価値の創造と、競争優位性を維持しながら企業がどのように経営戦略を実行していくのかという課題があるため、サステナビリティ経営戦略という視点も登場してきている。

Long (2020: 1) によると、「サステナビリティ経営戦略とは、企業や、企業のステークホルダー、そしてより広い社会に長期的な価値を生み出すことを目的として、企業の目標、活動、計画に経済的、環境的、社会的目的を統合することである。これは、将来必要となる天然資源を保護・維持・強化しながら、企業とそのステークホルダーのニーズが満たされるように戦略を策定し、実行することを意味する」。同研究では、資本市場において様々な問題が引き起こされる時に、企業がその問題を改善するための方法を考えることで、新たなサステナビリティ経営戦略を生み出すと述べられている。しかし現在の資本市場のシステムでは、社会的課題の多くは企業にとってコストであり、企業が自身の利益を確保するためには、それらのコストを外部化しなければならないとしている。そしてそのような外部性という課題の存在は、外部性を減らすための新しい技術の開発などという形で持続可能な経営戦略の機会を生み出すとしている (Long, 2020: 2)。

2012 年には、イギリス政府によって「イギリスの株式市場と長期的な意思決定」という報告書が公表されている。この報告書はケイ・レビュー

² 例えば金井 (1995) による「戦略的社会性」がある。

とも呼ばれ、イギリス企業の業績向上という目的を達成するために、長期的で明確なビジョンと原則について提言したものである。同報告書では、イギリスの株式市場においては短期主義が問題であるとし、イギリスの株式市場における分析から、イギリスの株式市場の再構築へ向けた 17 の勧告、10 の原則、そして資産運用者・資産保有者・企業の取締役などを対象とした最善慣行規範が提言されている³。報告書のなかには、四半期開示の義務づけ廃止についての記載もある。しばしば短期主義の象徴ともされる四半期開示制度は、「四半期ごとの業績開示を過剰に意識した経営を招き、利益操作を生み出しかねないという指摘がある。企業は四半期決算を都合のよいものとするために、一時的に売り上げを伸ばすためにディスカウント販売を行うことや、製造原価を下げるために過剰生産を行うということがあり得る。また、短期的に成果のあがるプロジェクトを選好したり、中長期的な研究開発投資の削減、人材育成費用の削減ということも起きやすくなる（一般財団法人アジア太平洋研究所、2018：15）」。アメリカやフランス、イタリアでは、短期主義を見直すために、長期保有株主に対する優遇策も導入されている（一般財団法人アジア太平洋研究所、2018：15）。

このように、金融危機の影響を受けて、諸外国は短期主義の是正措置を講じるようになってきている。また中長期的な視点から、各国では責任投資原則（PRI）に署名する投資家も増加しており、現在では、ESG の観点を考慮した非財務情報の開示への関心も高まりつつある。

また、本論文の冒頭でも述べた 2019 年のビジネスラウンドテーブルの表明に対しては、機関投資家評議会（Council of Institutional Investors：CII）が次のような懸念を表明している。

³ Government of the United Kingdom (2012) “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, FINAL REPORT”

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf 2020 年 7 月 29 日最終アクセス。

CII の見解では、ビジネスラウンドテーブルの意向は株主に対する経営者の説明責任の概念を弱体化させるものであり、同意できないものとしている。具体的には、ビジネスラウンドテーブルの表明では、さまざまなステークホルダーに対する企業の義務を示唆しているものの、株主を最後に位置づけ、株主を所有者ではなく単なる資本提供者として示しているだけであるとしている。CII の声明の趣旨は、取締役会と経営者が、長期的な株主価値に焦点を合わせ続ける必要があり、長期的な株主価値を実現するためには、ステークホルダーを尊重するだけではなく、会社の所有者に対する明確な説明責任を果たすことが重要であるというものである。また、ステークホルダー全員に対しての説明責任では、誰に対しても責任を負わないということと同じであるとし、ビジネスラウンドテーブルは株主の権利の減少に取り組む一方で、ステークホルダーガバナンス（実際には過去のものである政策視点を復活させること）への新たなコミットメントを明確に示したが、他のステークホルダーグループに対する取締役会および経営陣の説明責任を果たすための、新しいメカニズムを提案するまでには至っていないという点を指摘している。

CII の危惧の背景には、アメリカ人が従業員や地域社会としてだけではなく、年金基金やその他の退職金などを通じて、所有者としても、強い支配力を持つ企業に依存しているという背景がある。CII は、その目的に対するステークホルダーの貢献に取り組むことも含め、長期的なパフォーマンスのために資本を最大限に活用することを支援するとしている。そして長期的な株主価値との関連が限られているか、もしくは、全く関連性のない社会的な目標を定義して対処していく責任を負うのは、企業ではなく政府であるとしている。

CII は、四半期決算に過度に焦点を合わせるという短期的な視点を是正するビジネスラウンドテーブルの措置には賛同しているが、取締役会や経営幹部が長期的に焦点を合わせ続けるということが今後も課題であると強調して述べており、ここから、取締役会や経営幹部が長期的な視点を持ち続けることの難しさが窺える。しかし、強力なリーダーシップを持つ企業は、特に株主に対して、長期的で戦略的なビジョンの徹底した開示と明確

化したものを提供する際に、長期的な視点を持ち続けることができるとしている。さらに CII は、ステークホルダーガバナンスに関する議論の多くは個々の企業に焦点を当てているものであり、市場の役割を軽視もしくは無視しているとも述べている。パブリックエクイティは一般的に流動性が高く、投資家が企業の見通しを再評価するにしたがって、経営者が、企業評価の急速な変化に対して脆弱であるということにしばしば不満を感じることは当然であり、また CEO が制約を感じたり、市場の圧力にさらされたりすることを好まないということは認めるが、ビジネスラウンドテーブルの声明には、現実のパブリックエクイティ市場のダイナミクスを変えるほどの影響力はないとしている。

CII による声明は、取締役会と経営陣が長期ビジョンを持って明確にし、強い信念が伴う長期的な戦略に焦点を合わせ続けることは重要であるが、アメリカ経済の基本的な強みは株式資本の効率的な分配であるということに変わりはなく、「ステークホルダーガバナンス」と「サステナビリティ」が稚拙な経営を隠すものになったり、必要な変化を停滞させたりするのならば、経済が失われてしまうという指摘で締めくくられている⁴。

CII の見解を要約すると、長期的な視点を有することには基本的に賛同しているが、ビジネスラウンドテーブルの主張はアメリカ経済における株式資本の効率的な分配という強みを失念しているものであり、株主の権利の優先度も低くなっているため、ステークホルダーの中でも、特に株主への説明責任をどのように果たすのかという点を明確に示す必要があるというものである。また、企業が長期的な価値創造を行おうとする際には、株主価値との関連性が重要であり、株主価値とはもはや無関係であるような目標を達成することは、企業ではなく政府の役目であるということを述べている。

⁴ Council of Institutional Investors (2019) “Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose” https://www.cii.org/aug19_brt_response 2020年11月13日最終アクセス。

このように、長期的な視点の必要性が認識されてきてはいるものの、それぞれのステークホルダーに対する企業の説明責任という観点については、今後も議論していかなければならない。

日本においては、長期的な視点が必要であるという認識から、主に企業と投資家の在り方について検討されたものがある。それが例えば経済産業省によって2014年に公表された「「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～」プロジェクト最終報告書」や、2017年に公表された「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」である。ここでは、それらの内容について見ていくこととする。以下、経済産業省（2017）による公表内容である。

2017年に公表された「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会最終報告書」は、長期投資を巡る現状と課題、方策について検討し、今後の政策へ向けた提言を行ったものである。

この背景には、2016年に「日本再興戦略2016」が閣議決定され、コーポレート・ガバナンス改革を「形式」から「実質」に進化させ、持続的な企業価値向上と中長期投資の促進を図るための総合的な政策が打ち出されたことがある。その中の政策課題として、「ESG（環境、社会、ガバナンス）投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき、人的資本、知的資本、製造資本などへの投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや、経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進めるような投資の最適化などを促す政策対応」を検討することが掲げられた。これを受けて、2016年に「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」が設立された。

同研究会では、①企業による戦略投資、②投資家による長期投資という2つの課題が挙げられている。

①の企業による戦略投資という課題では、技術革新を背景とした企業の競争環境の変化によって従来の産業を超えた事業再編が起きていることから、企業が、事業を通じて人々に新たな価値を提供し、継続的に収益を生み出すことと企業価値を高めることを実現するためには、どのように戦略

的な投資判断を行っていけばよいのか、それをどのように評価するべきか、そして、企業の戦略的な投資を行いやすくする方策は何かという点を検討している。

②の投資家による長期投資という課題では、そのような企業の活動を支えるためには、中長期的な視野で資金を拠出する投資家などの存在が重要であり、グローバルに展開する企業にとっては、国内のみならず海外の投資家の理解を得ることも必要であると述べ、投資と収益のつながり、いわゆるインベストメント・チェーン（投資の連鎖）による資金の流れの円滑化と、我が国経済の好循環と成長への寄与も大きな政策課題であるとしている。また、長期投資を巡る国際的な議論では、投資判断において企業のサステナビリティやリスクを評価するために、ESGなどの非財務情報を組み込むことが大きな論点となっていることから、社会的な課題の解決も視野に入れた責任投資の在り方も議論されているとしている。さらに、機関投資家が自らの受託者責任、あるいはスチュワードシップ責任を果たすために、投資先企業との対話やエンゲージメントを通じたモニタリングを行うことも求められていると述べ、このような状況下で、投資家が長期的な視点から企業を評価し、投資判断や対話・エンゲージメントの質を高める上で何が重要なのか、そのような投資を促進するための方策は何かという点について検討されている（経済産業省、2017：4-5）。

同研究会では、日本の平均株価水準や、資本の収益性を表す主要指標である ROE は、長年にわたって他国との差が大きくあったが、その原因をレバレッジ（負債の活用）の差に起因するものと捉える先入観が存在し、日本企業の事業の収益率を表す ROS（売上高利益率）が長期に低迷してきたという真因を看過してきたことと、日本企業は技術の重要性を認識し、イノベーションの創出に取り組んできたが、その一方で、長きにわたり低収益性に陥っていたと述べている。さらに日本企業は、世界と競争できるイノベーション創出力と持続的低収益性という二律背反を長年にわたり抱えており、バブル崩壊以降の不良債権処理が長く続いたこともあって、企業と銀行・間接金融との関係はかつてほど緊密でなくなってきたものの、低収益性と長きにわたる間接金融への依存が相まって、日本における企業

と資本市場や投資家との関係は必ずしも緊密なものとは言えなかったとしている。

この関係性に関連して、企業側の視点では、投資家は企業が大事にする理念や価値観に目を向けることなく短期的な財務数値ばかりを追求し、自らの要求のみを主張しているとの声があり、投資家は企業を選べるが、企業は投資家を選ぶことができないといった不満も存在したとしている。

一方、投資家側は、企業経営者は投資家が関心を持つ指標に拘った経営を実践しない、あるいは、投資家との面談で指標や数値を約束しても、それを一貫性を持って展開しないという、いわゆるダブルスタンダード経営を行っているといった印象を長く持ち続けているということも述べられている。

このようなそれぞれの姿勢や、企業と投資家との間の建設的とは言えないインベストメント・チェーンをめぐる関係を放置することは、中長期の資金が日本を通り過ぎ（ジャパンパッシング）、イノベーションを支える資本を確保することができないというリスクが高まり、機関投資家の背後にいる個人の金融資産や年金資産などの縮小にもつながり、マクロ経済的に見ても悪循環をもたらすとしている（経済産業省、2017：5-6）。

このような状況と対面し、現状を克服することを目指して、2013年に「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」が開始され、2014年に最終報告書が公表されるに至った。

同報告書は、企業の「稼ぐ力」や、資本生産性の向上の必要性、企業と投資家の協創的な関係を促進する建設的な対話・エンゲージメントの重要性、それらを通じた中長期的な成長と企業価値の持続的向上に向けた方策を提言したものであり、コーポレート・ガバナンス改革を推進させる取り組みの礎となった（経済産業省、2017：6）。

経済産業省（2017：7）による重要な目的は、企業のガバナンス強化や投資家との対話が、それ自体目的化することなく、企業のイノベーションと「稼ぐ力」の強化につながっていくことであると述べられている。また、第四次産業革命の最中、企業の競争力の源泉となり、企業価値を決定づけ

る因子が有形資産から無形資産に移行していることと、従来の産業の境界を超えたグローバルな M&A が活発化する中で、経営者の投資判断やコーポレート・ガバナンスの在り方が、これまで以上に中長期的な企業価値に影響を与えることが想定されるとしている。

2014年に公表された「「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～」プロジェクト最終報告書」は、企業価値が企業と投資家の「協創」を通して創造されることを指摘した（経済産業省、2017：7）。2017年公表の「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会最終報告書」における検討は、2014年公表の報告書を受けて、一連のガバナンス改革や対話・エンゲージメントの実践が企業経営者や投資家の判断・行動に組み込まれ、自主的・自発的な「協創」が次々に生み出される水準に移行するための道筋を示すものとして位置づけられる（経済産業省、2017：7）。

2017年の「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会最終報告書」では、以下のような8つの提言がなされている（経済産業省、2017：56-60）。

- ①企業と投資家の共通言語としての「価値協創ガイドンス」策定。
- ②企業の統合的な情報開示と投資家との対話を促進するプラットフォームの設立。
- ③機関投資家の投資判断、スチュワードシップ活動におけるガイドンス活用への推進。
- ④開示・対話環境の整備。
- ⑤資本市場における非財務情報データベースの充実とアクセス向上取組。
- ⑥政策や企業戦略、投資判断の基礎となる無形資産等に関する調査・統計、研究の充実。
- ⑦企業価値を高める無形資産（人的資本、研究開発投資、IT・ソフトウェア投資等）への投資促進のためのインセンティブ設計。
- ⑧持続的な企業価値向上に向けた課題の継続的な検討。

日本におけるこのような報告書においても、投資家をはじめとする株主への説明責任に関する論点が示されている。長期的な視点を有する企業行動をとる際には、株主の理解を得ることが重要であり、株主も含めたステークホルダーの長期的な利益をどのように創造していくのかといった説明責任を果たすことが、日本国内外における課題となっていると言える。

サステナビリティの強調と企業による環境問題への対応

金融危機後に活発になった短期的な視点の見直しから、長期的な視点に基づく価値創造を目指すことが促進されるようになり、多様な社会的課題へ対応することによるサステナビリティの強調が目立つようになってきている。

ここで、サステナビリティの概念について確認しておくこととする。

1987年に開催された環境と開発に関する世界委員会で、当時のノルウェー首相であったグロ・ハーレム・ブルントラント首相は「Our Common Future（我ら共有の未来）」という報告書の中で「Sustainable Development（持続可能な開発）」の必要性を述べた。この持続可能な開発とは、「将来の世代のニーズを満たす能力を損なうことなく、今日の世代のニーズを満たすような発展」のことである⁵。同首相の発言を契機に、サステナビリティやサステナブルという言葉が認識され始め、その後国際サミットにおいても取り上げられるようになった。

近年の世界全体に関わる動きとしては、2015年の国際連合サミットによって採択されたSDGsの設定がある。SDGsは、2030年までに各地で目指すべき17の国際目標のことであり、2001年から2015年までのミレニアム開発目標（以下、MDGs）の後継として採択された。MDGsで達成できなかったものを全うすることも目的の1つとされ、経済、社会、環境の側面を調和させ、人権問題への対応も含めた基本的なテーマにも立ち

⁵ 外務省 Web サイト

<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/kankyo/sogo/kaihatsu.html> 2020年8月1日最終アクセス。

返ることで、持続可能な社会の実現により近づくための様々な課題をカバーするものである⁶。

さらに、世界経済フォーラム年次総会 2020 では「ステークホルダーがつくる持続可能で結束した世界」を共通テーマとして、「ステークホルダー資本主義」に具体的な意味を与えることと、パリ協定や SDGs へ向けた取り組みを促進することを目的とした議論が行われた⁷。アジアにおけるステークホルダー資本主義とはどのようなものなのかという議題では、これまでの Friedman を含む資本主義の議論は主に大西洋横断的なものであり、東洋の視点があまり言及されてこなかったということを受けて、今後のアジアの方向性について議論がなされている⁸。

この議題の指摘に関連して、Vogel (2019) の研究を見ておきたい。

Vogel (2019) では、日本のコーポレート・ガバナンス改革に注目し、日本の資本主義について考察している。Vogel (2019: 117-144) によると、日本はバブル経済崩壊後に米国式の株主資本主義への移行を迫られ、外国人株主の株式所有の増加によって企業統治慣行を英米の規範に適合させるよう強い圧力がかかったが、実際には、日本政府は株主に多くの選択権を与えることはなかったと述べられている。そして当時の日本政府の対応については、日本政府が伝統的なビジネスモデルの強みを維持しようとしたため、根本的な変化よりも株価を維持するための表面的な調整を行っていただけのものであったとし、日本における株主資本主義の追求の曖昧

⁶ 「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ（仮訳）」

<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000101402.pdf> 2020 年 7 月 29 日最終アクセス。

⁷ 「世界経済フォーラム年次総会 2020」

<https://jp.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020> 2020 年 7 月 29 日最終アクセス。

⁸ 「Stakeholder Capitalism in the Asian Century」

<https://jp.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020/sessions/the-future-of-stakeholder-capitalism-in-the-asian-century> 2020 年 7 月 29 日最終アクセス。

さを示している。さらに、日本の政治・経済制度の傾向は、実質よりも形式の改革を好むため、ビジネスにおける慣行の根本的な変革よりも戦術的な調整を愛好するとし、日本は米国の資本主義モデルには収斂せず、ステークホルダー資本主義を支持することが示唆されている。

SDGs が世界共通の目標と設定されたことで、現在の企業には、環境問題にもより積極的に対応していくことが望まれており、学術的には企業の環境問題への対応と企業価値の関連性に着目した論点も見られる。

例えば西谷（2014：11）は、企業の情報開示に主眼を置き、日本の製造業のデータを使用して、企業による環境への取り組みが環境情報の開示を通して間接的にのみ株主価値（トービンの q ）に正の影響を与えていることを実証した。そして、環境への取り組みが進んでいる企業ほど積極的に環境情報を開示する傾向があり、積極的に開示する企業ほど株主価値が高いことを明らかにした。一方で、企業の環境への取り組みは、直接的には株主価値に負の影響を及ぼすが、この影響は次第に逡減し、やがて正となることも示している。

Gao and Nakano（2017：88）は、製品の環境ラベルの影響を検証し、環境ラベルを製品に添付している企業は、環境ラベルを添付していない企業よりもトービンの q が高いことを示唆している。

先行研究の限界と本研究の視点

ここまで、企業観の変遷や、社会的課題と企業価値の関係性について、年代に沿って概観してきた。先行研究からは、現在の企業行動においては、社会的課題へ対応することが重要であるということが理解できる。企業が世界全体の共通目標としての持続可能な社会を実現するためには、連携や協働による価値創造と、社会的ニーズの適切な把握が不可欠である。しかし、これらの点が未だに強調されるということは、現在でも喫緊の課題となっていることを示している。また、企業観の変遷や短期主義による失敗は、各国が自国における社会的ニーズを適切に把握できていなかったことによるものであるとすることもできる。各国はそれぞれの歴史的・文化的背景や国内情勢を鑑みて、自国に合致する方向性を見出すこと

が重要であるが、それらに対する理解不足や判断の失敗が、株主価値の最大化を見直すといった新たな潮流に表れると考えられるのである。

先行研究では、企業が社会的課題へ対応することの必要性や、企業の業績・企業価値にどのような影響をもたらすのかについての論点は多く見られるが、その背景にある、企業行動が長期的な視点やサステナビリティを意識したものとなってきた傾向の本質について言及しているものは少ない。本研究では、現在の傾向には短期主義への反省によるものだけではなく、他の理由も含まれていると考えている。

また、先行研究における分析対象企業は、大企業の多国籍企業や製造業などであるため、中小企業や他の業界における社会的課題の取り組みの分析も蓄積していく必要があると考える。

さらに、企業はそれぞれの自由な意思に基づいて、自社で対応する社会的課題を選択することができる。選択肢となる社会的課題については、政府や先行研究などによって大別されて示されているが、それらに対応する具体的な行動が、企業によって幅広く捉えられてしまっているということが窺える。企業ごとにこの行動への解釈が異なるのならば、対象となる行動の際限が不明瞭なものとなる懸念がある。つまり、社会的課題への対応が漠然とした意味で使われているとしたら、企業の社会的課題との対峙も曖昧なものになってしまうと考えられるのである。

以上から本研究は、サステナビリティを意識する社会背景を考慮した上で、社会的課題の解決へ向けた実際の取り組みを分析することによって、現在の日本における社会的ニーズへの理解を深めるとともに、今日の企業が、長期的な視点に基づいて社会的課題へ対応していくということはどのようなことを意味するのか、現在のCSR論やSDGsなどで示されるものとは異なる解釈の仕方によって、共通理解につながるような定義づけも試みる。この試みは、企業が社会的課題の対応をより効率的・効果的に行なうために有用であると考えている。そして本論文全体を通して、今日における企業の社会的課題への対応の本質的な意味を明らかにする。

なお本研究は、サステナビリティに重点を置いた長期的な視点の必要性を示しているが、短期的な視点を否定するものではないということを明

示しておきたい。

本研究における用語の定義

ここで、本論文で用いるサステナビリティという用語の定義を述べておくこととする。

これまでも長期的な視点を有するものには「環境経営」という言葉があり、その定義は①事業活動に投入される資源・エネルギー・化学物質などの使用から生じる環境負荷を低減して、環境保全を意識的に行いながら経済価値の創造を同時に追求する経営活動、あるいは、②環境に配慮して持続可能な発展に貢献し、経済的にも持続する適切なガバナンスを有する企業経営などとされている。②の定義の「環境に配慮して」の部分を「環境的・社会的な影響に配慮して」に変えたものが「サステナビリティ経営」である。「サステナビリティ経営 (Sustainability Management)」とは日本語では持続可能性経営と訳されるが、その定義は一般的に、「環境的・社会的な影響に配慮して持続可能な発展に貢献し、経済的にも持続する適切なガバナンスを有する企業経営」であるとされる（井上，2017：19-20）。

本研究では、サステナビリティの意味を以下のように扱っている。

サステナビリティという言葉が認識され始めた契機は先述の通りであるが、元来の使用意図である「次世代のニーズを満たす余力を残しつつ、現在のニーズを満たすこと」と、「持続的な」という言葉を考慮すると、現時点の利益のみを優先させるのではなく、将来の利益の確保も重要であるということが言える。ここでは、将来における利益獲得の機会が失われないということを前提条件としている。つまり、短期的な視点だけではなく長期的な視点も持ちながら、さまざまなステークホルダーの利益の獲得を継続して行っていくという意味であると考えられる。したがって、本研究におけるサステナビリティとは、「将来のステークホルダーに損失を生じさせることなく、現在の社会的ニーズに対応していくことによって実現され得る、全てのステークホルダーが長期的に存続できる可能性」と定義する。

第3章でも述べるが、本研究における持続的成長の定義は、時代背景とともに変化すると考えられ、持続的成長を可能にするような社会的ニーズに対応するためには、長期的に収益性と社会性を両立させることが重要である。ここで言う社会性とは、全てのステークホルダーの利益に貢献することと同義であるとする。

なお、社会的価値と企業価値については第2章で、非財務情報については第5章で後述する。

第3節 本論文の構成

次章以降の構成は、以下の通りである。

第2章では、企業行動によって創造される価値がどのように変化しているのかということを示し、社会的価値に関する先行研究の解釈も踏まえて、本研究における社会的価値の定義づけを行う。

第3章では、日本における長期的な視点に基づく経営の再考論として、トヨタ自動車株式会社（以下、トヨタ自動車）によるAA型種類株式の発行事例から、トヨタ自動車の長期志向経営の意志を確認し、それが日本企業へどのような示唆を与えるのか論じる。論理を展開する際には、企業と株式市場・機関投資家の関係性に主眼を置いた考察を行う。

第4章では、第3章で提示された課題の検証を行い、短期志向の弊害と長期志向の分析可能性について明示する。

第5章では、実際のがわが国における分析として事例研究を行う。ここでは長期志向における企業価値の重要な要素である非財務情報について論じ、現在の企業による情報開示にはどのような変化が見られるのか、現状を把握する。

第6章では、企業による社会的課題への対応事例から、社会的課題への対応とはどのようなことを意味するのかを示し、今日的な意義を考察する。

第2章から第4章までは、社会的価値と長期志向についての理解を深めるために理論研究を行う。そしてそれらを踏まえて第5章と第6章で事

例研究を行い，本研究における知見導出のための根拠とする。

最後に，本論文のまとめとして本研究の示唆と限界を述べ，結論とする。

第2章 社会的価値の概念に関する一考察

第1節 社会的価値の重要性

まず、社会的課題へ対応することによって生み出され得る社会的価値についての定義づけを行うこととする。

近年、企業による社会的価値の創造が一層重視されるようになってきている。Porter and Kramer (2011) の CSV の提唱などによって、企業自身の利益だけではなく、他のステークホルダーの利益も同時に創出することの必要性に対する認識が広まり、CSV に基づく社会的価値の創造を経営方針に組み込む企業が増えている⁹。一方、CSV ではなく、従来の CSR の考え方に基づく社会的価値の創造を行う企業もある¹⁰。また、2015年には、トヨタ自動車が、「トヨタ環境チャレンジ 2050」という環境課題へのチャレンジを発表し、持続可能な社会の発展を目指すとしている。さらに、ESG 投資という社会的投資手法が登場し、増加傾向にあることから、投資家も投資をする際に、非財務的な要素を評価の対象の1つとしていることが窺える。これらの経営環境の変化は、社会全体が長期的な視点の重要性に注目するようになってきていることを意味している。しかし、社会的価値といっても、上記のようにそれぞれの視点が異なっており、さまざまな側面から社会的価値の追求が行われている。そのような傾向の中で、社会的価値とは具体的に何であるのかという問いが生じるが、社会的価値の概念について論じている研究は比較的少なく、その本質的な意味の統一見解は見られないのが現状である。

そのため本章では、現代において、価値の中でも特に重要性が増している社会的価値に焦点をあて、その概念について考察することを目的とす

⁹ 例えば日本においては、2016年時点で、キリンホールディングス株式会社、株式会社リコーなどがある。

¹⁰ 例えば日本においては、2016年時点で、アサヒグループホールディングス株式会社、住友商事株式会社、日本電気株式会社、日立キャピタル株式会社などがある。

る。本章の構成は以下の通りである。

まず、社会的価値の概念を考察する前に、企業価値の概念も見ていく必要があるため、今日の企業行動における価値にはどのようなものがあるのか、時代ごとの主な価値について分類し、その変遷をたどる。次に、今日では企業行動によって、どのような社会的価値が生み出されるのか、事例を挙げ、社会的価値に関する先行研究をレビューする。そして、企業の社会貢献支出額という数値に注目し、CSRとの関連性も踏まえた上で、本研究における社会的価値の概念を述べる。

企業による社会的価値の創造が重視されるようになってきた背景には、リーマンショックを契機とした金融危機や、企業による不祥事、気候変動、CSVの提唱などがある。これらは、短期的に株主価値を生み出すために徹底的な効率性を優先し、従業員や他のステークホルダー、さらには環境への配慮を疎かにした結果であると言える。つまり、企業内部のコミュニティに属する利益の追求だけでは企業の経営が成り立たず、さらには企業の存続も危惧されるようになったため、企業外部のコミュニティの利益にまで追求対象の範囲を拡大し、長期的に社会全体が発展していくように、株主以外のステークホルダーや環境に対しても配慮していこうとする経営のあり方が広まってきたのである。その際、企業に求められる価値や経営力も変化してきた。この点については、後述する。

企業行動のみならず、投資行動においても社会的価値を追求する傾向が見られる。それは例えばESG投資である。ESG投資とは、環境、社会、ガバナンスの3つの側面を投資評価の対象とするものである。ESG投資は、SRI（Socially Responsible Investment：社会的責任投資）と同様に、時代の社会的課題やニーズを反映した投資手法の1つであり、イギリスにおけるケイ・レビューを契機に拡大しつつある。ESG投資ではステークホルダーとの対話が重要であるとされ、日本においてもその対話のあり方について議論が進められているが、「通常、投資の銘柄選定の際には1000社程度の母集団が必要であるが、ESG投資の場合は、近年になってようやく、全上場企業に適用されるガバナンス報告書が出てきたところである。EとSに関しては、企業側の任意なので、投資比較対象は、自主的

に情報開示されている企業に限られる（東洋経済新報社，2017b：19）。」との課題もある。

また2015年には，ニューヨーク国連本部において，「国連持続可能なサミット」が開催され，加盟国の成果文書として「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための2030アジェンダ」が採択された。このアジェンダには，人間，地球及び繁栄のための行動計画として，17の目標と169のターゲットから成る「持続可能な開発目標（SDGs）」が掲げられている。国連の加盟国は，2015年から2030年までに，貧困や飢餓，エネルギー，気候変動，平和的社会など，持続可能な開発のための諸目標を達成するべく尽力するというものである¹¹。このように，長期的な視点で社会を持続的に発展させていく動きが見られる中で，社会的価値の創造が重要になってきているのである。

第2節 企業行動における価値の分類と変遷

それでは本節から，企業行動における価値とはどのようなものなのか，経営学において一般的に使用されている価値，いわゆる企業価値の定義について，先行研究を見ていくこととする。

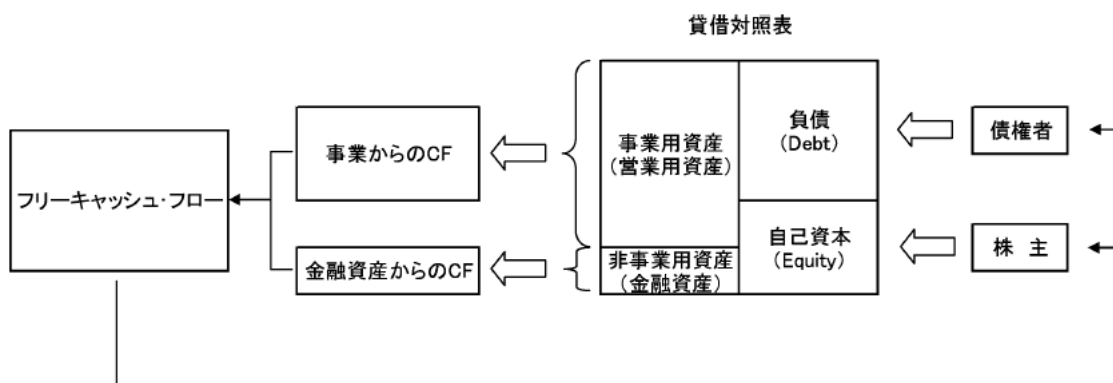
企業価値は，そのコンセンサスや，CSR，IR，ディスクロージャー，コーポレート・ガバナンスといった諸概念との関係性が必ずしも明確になっているものではないが，近年の学術的見解によると，概ね①企業価値＝資本の市場価値説と，②企業価値＝社会的評価説に大別され得る。①は，企業価値とは企業への資本提供者の当該企業資産への請求権総額市場価値とする数量的側面からの見方であり，②は，企業価値とはその企業に対して与えられる社会的評価によって規定されんとする質的側面を見るものである。しかしこれらは相互排除の関係にあるわけではなく，それぞれが反映し合って企業価値を説明している（宮崎，2005：44-45）。

赤石（2011：45）では，経営財務の文脈から捉えると，企業価値を次

¹¹ 国際連合広報センターWebサイトより。

の2つのように考えることができるとしている。ひとつは、企業が諸活動を通じて、将来的に資本提供者（株主、債権者）にもたらすフリー・キャッシュ・フローを、資本提供者の要求利益率である加重平均資本コストで割り引いて合算したものである。そしてもうひとつは、貸借対照表の借方側に着目した場合の、①事業価値（企業が営む事業が生み出すキャッシュ・フローの割引現在価値の合計）と、②非事業用資産（遊休資産や余剰現金や有価証券など）価値の合計である。貸借対照表によって創出され得る企業価値を図で表すと、図表2-1のようになる。

図表2-1 貸借対照表による企業価値創出の流れ（資本調達から成果の分配まで）



出所：赤石（2011：46）。

経営財務においては、広くカネに関わる意思決定を議論の対象としており、その議論は、「企業における財務的意思決定は何を基準にしてなされるべきか」、さらに言えば「何を目的に財務的意思決定を行うべきか」という論点に基づいて展開される（赤石，2011：45）。そのため、企業価値は意思決定に関わるものであり、最終的に資本提供者へもたらされる財務的な価値を指すものとして捉えられていると考えられる。

足立（2009）では、通説的説明として、会計学系および経営学系の辞典類や政府が公表した指針が示す企業価値の概念を整理した上で、企業価値概念には概念規定に二重性があることを指摘している。それは、ひとつは実質的に株主や投資家（債権者を含む）にとっての価値（いわゆる株主

価値)であり、もうひとつは、全てのステークホルダーにとっての価値(ステークホルダー価値)である。このように、企業価値は基本的に二重に認識されている(足立, 2009: 29)としている。

先行研究をまとめると、企業価値は、①市場によって評価される数値的側面(株主価値)と、②社会からの評価という側面をあわせ持つものであると言える。そして、①は資本提供者である株主のための価値であり、②は株主以外も含めたステークホルダーへ向けた価値と捉えることができる。

企業は利益を追求するものであるということは前提として存在する。しかし、時代ごとの社会状況によって、企業が追求すべき利益の質は変化するものと考えられる。株主以外のステークホルダーへの配慮も重要となっている時代においては、どのような価値が重視されるのか。本研究では、リーマンショックや大規模な自然災害の発生などが、価値の変化をもたらす契機となり得ると考えている。

坂本・鳥居編(2014)や坂本(2017)では、日本企業の経営の特徴を時代ごとに大別しており、企業が創出する価値をそれぞれ示している。

まず規模拡大経営の時代は、売上高や市場シェアによって企業の経営力が評価されていた。その後、海外から機関投資家が日本の市場へ参入すると、株主価値経営が主流となり、株価の成長率やROEが重要な指標となった(坂本・鳥居編, 2014: 5-13)。現在でもこの傾向は続いているが、リーマンショックによる金融危機が起き、企業の不祥事や気候変動が顕在化してきたことを背景に、企業は自身の企業内部の問題に対してだけでなく、外部の問題にも対応していかなければならなくなってきたのである。

外部の問題への対処を事業戦略の中に取り入れて企業価値を創造するという考え方が、Porter and Kramer(2011)によって提言されたCSVである。CSVは、経済的価値を創造しながら社会的ニーズに対応することで社会的価値も創造するというアプローチである。

資本主義においては、「企業の利益と公共の利益はトレードオフの関係である」「低コストを追求することが利益の最大化につながる」という考

え方が支配的であるが、この考え方に偏ってしまうと、リーマンショックのような結果が生じてしまう可能性がある。これまで、企業と社会の間には相反関係が存在しており、社会的便益を提供するためには、企業は経済的な成功をあきらめなければならないという考え方があった。換言すれば、社会の利益を生み出そうとすると、企業のコストを上昇させ、企業自身の利益を減少させてしまうという懸念が生じるのである。そのような企業と社会の関係を見なおしたものが CSV である。CSV は、それぞれの企業が保有する資源や専門性を活用し、社会的価値を創造することで経済的価値も生み出すことができるというものである。これは、これまで行われてきた企業による CSR 活動に、①現代社会における課題解決のための手段であるという認識と、②企業戦略の中心的存在であるという認識を加味し、さらに発展させた概念であると考えられる。共通価値を創造するためには、社会のニーズをより掘り下げて協働することなど、新しいスキルや方法を身につけなければならない。また、CSV に基づく経営を実現させるためには、政府による支援も必要とされる。企業も、単なる経済的利益を生み出すだけではなく、社会的価値も同時に生み出すという目的を有することで、グローバル経済における生産性の向上と、事業活動の発展が期待できるようになるのである。これまで企業は、社会や環境への配慮を除外し、社会問題の解決は政府や非営利組織にゆだねてきたが、CSV を企業戦略の1つとして捉えることで、経済的価値と社会的価値を全体的に拡大することができるのである (Porter and Kramer, 2011: 9-31)。Porter and Kramer (2011) は、CSV を、企業と地域社会、政府が連携して社会問題の解決に取り組むことで競争力を高めることができる戦略として捉え、企業というものは、経済的価値と社会的課題の双方を追求していかなければならず、社会全体の富の増大へとつなげることが望ましいと主張している。CSV は、高い収益性の実現などといった経済的価値と、環境や社会問題の解決などといった社会的価値を同時に追求することを目的とする経営手法であり、ここでは、経済的価値と社会的価値のどちらも同様に重要であるとされている。このような CSV に関する論文の発表によって、この考え方を経営方針に取り入れる企業も出てきたのである。

2008年から2010年頃までは、リーマンショックによって、株主価値だけでは不十分とされ、社会的価値の必要性が再認識され始めた時期であるため、社会的価値を測定する指標は見られなかった。しかし2011年以降は、大規模な自然災害が頻発し、日本において原子力発電所の事故などで企業の責任が一層問われ、企業は社会問題を解決するために、より自発的に行動しなければならなくなってきたのである。そのような背景で、企業が社会問題のために支出する金額も増えてきているため、現在では、企業の社会に対する支出も指標に含まれている。この社会への支出に関する考察は、第4節で詳述する。

図表2-2は、時代ごとに重視されてきた価値の変遷を示したものである。企業が生み出す価値は企業価値であるが、坂本（2017）によると、それには営業価値、株主価値、そして社会的価値が含まれており、それぞれの定義を次のように述べている。「まず営業価値とは、売上高や営業利益を実現・増大させる経営力とすることができる。付加価値の高い製品・商品、あるいはサービスを提供する力、そしてそれを効率良く提供できる力を言うてよいだろう。株主価値は、株主が最大限の投資収益が得られるようにする力と云うてよい。株価の上昇によって得られる投資収益でもよいし、利益分配である配当でもよい。社会的価値は、環境および社会問題や法令遵守などへ取り組む経営力である。環境は例えばCO₂の削減や化学物質の管理である。また、社会問題は今日の格差の問題への対処である。さらに法令遵守は今日の企業スキャンダルを根絶する取り組みと云うてよい（坂本，2017：19）」。

図表 2 - 2 日本における企業価値の変遷

【年代】	1950年～ 1990年頃	1995年～ 2008年頃	2008年～ 2010年頃	2011年～ 現在
【価値】	営業価値	株主価値	営業価値 + 株主価値 + 社会的価値	営業価値 + 株主価値 + 社会的価値
【指標】	売上高 市場シェア	株価の成長率 ROE	株価の成長率 ROE	株価の成長率 ROE 社会貢献支出額 社会貢献支出比率
【経営 形態】	規模拡大経営	株主価値経営	株主価値経営	株主価値経営 CSV経営

出所：坂本（2017：20），坂本・鳥居編（2014：5）を基に加筆作成。

企業価値の概念について考察している先行研究には，後藤（2016）もある。

そのなかでは，「短期的な考え方によると企業価値を経済的価値としてだけで捉えることが多いが，株主以外のステークホルダーにとっての価値を考えると，企業価値は，経済的価値，社会的価値，環境的価値の総和として捉える必要がある（後藤，2016：76）」としている。また，中井（2008）では，「企業価値は，企業を貨幣価値で表現したものとされ，時価総額あるいは将来キャッシュ・フローの現在価値合計額，ROA，ROEなど多くの指標があるが，企業経営の在り様をこれらの数値のみで議論できるものではないとし，経営の効率性という点では最小の投資（資産あるいは経営資源）で最大の成果（利益）を上げることである（中井，2008：120）」としている。

坂本（2017），後藤（2016），中井（2008）における企業価値には，短期的な視点によるものだけでなく，長期的な視点による価値も含まれて

いると解釈できる。

先行研究で示される企業価値には、営業価値や株主価値、ステークホルダー価値などが含まれている。企業価値とは、企業活動によって、結果としてもたらされる価値であり、そこには複数の価値が混在しているため、本研究では、後藤（2016）のように、価値の総和と捉えてよいと考える。

第3節 社会的価値創出企業の事例

以上のような企業価値の定義を確認した上で、次に、現在では社会的価値がどのように創造され得るのか事例を概観していきたい。

社会的価値の創造について、日本における企業行動を見てみると、例えば M&A によるものがある。一般的に M&A は、「時間を買う」「選択と集中」など、短期的な目的を有するものである。しかし、企業自身の利益を短時間で効率的に獲得するというだけでなく、長期的な社会問題（雇用、貧困、医療、社会インフラ、介護など）の解決や、環境に配慮した M&A も登場してきている。

2015年に、株式会社日本政策投資銀行（以下、DBJ）は、M&Aにおいて社会的価値・資本を創出した優れたディールを表彰する賞を創設した。これは DBJ が環境格付融資¹²などで培った手法を活用して、同行が独自に開発した評価システムにより社会的価値・資本の創出に優れた M&A ディールを選定し、表彰するというものである。この表彰の目的は、経済的価値の追求に重きが置かれることの多い M&A が、資本とビジネスの構成を変革することで社会的な価値を創出する有力な事業手法となり得ることを証明するとともに、社会的により優れた M&A（ソーシャル M&A）の普及促進を目指すこと¹³である。これまで選考が行われた 2018 年度時点ま

¹² DBJ による世界初の融資メニューである。詳細は DBJ の Web サイトを参照されたい。

¹³ 株式会社日本投資政策銀行（2016）「第 2 回社会的価値・資本創出型 M&A アワードー社会的に優れた M&A ディール（ソーシャル M&A）を

でに、10社が受賞している。以下、DBJのWebサイトにおいて公表されている内容を見ていくこととする。

(1) 総合警備保障株式会社（以下、ALSOK）

ALSOKは、警備業務を行う企業である。この企業は、介護事業を行う企業（株式会社HCM）を買収することにより、従来から提供してきた高齢者向けの警備サービスを、生活全般のセキュリティサービスに発展させ、地域包括ケアを推進することで、地域の安心・安全を飛躍的に高めようとする目的が評価されている。高齢化が進む地域の暮らしをより豊かにすることが求められる近年において、今後のわが国の先進的な取り組みをリードしていくM&Aディールであるとされ、2015年度の大賞を受賞している。

(2) 株式会社八神製作所（以下、八神製作所）

八神製作所は、中部圏で医療機器卸業を営んでいる企業である。この企業は、関東圏において同種事業を展開する企業を買収することにより、医療従事者に対して医療機器の適正な選択や在庫管理を支援するサービスを含む先駆的な院内物流サービスを提供する事業を拡大し、安定供給エリアの拡大とともに、地域医療の高度化に資する強固な経営体制を構築したという点が評価され、2015年度の特別賞に認定されている。

(3) 静岡ガス株式会社（以下、静岡ガス）

静岡ガスは、静岡県中東部において都市ガス事業を行う企業である。この企業は、タイで卸発電事業を行う「Eastern Power Electric Company Limited」を一部買収した。海外ビジネスの経験や発電所運営ノウハウを還元することによって、地域経済への貢献の可能性を認められたとされ

表彰－」

https://www.dbj.jp/topics/dbj_news/2016/html/0000022392.html 2020年11月12日最終アクセス。

る。さらに、地域密着型かつ環境に配慮した「地域 No.1 ソリューション企業」を目指す新たな事業展開の可能性を大きく広げた。地域社会において、付加価値の高いソリューションの提供が可能となることから、かかる社会的な影響力の大きさや波及効果の広さを評価され、2016年度の大賞を受賞している。

（４）社会医療法人財団石心会（以下、石心会）

石心会は、神奈川県川崎市を中心に病院を展開する大手医療法人グループである。石心会は、富士電機病院をさいわい鶴見病院と改称し、石心会のグループとした。この取り組みにより、さいわい鶴見病院を、救急病院である川崎幸病院のバックアップ病院として位置づける、両病院間の補完関係が構築された。この M&A デीलでは、川崎幸病院の機能をより活かし、地域中核病院として、地域医療への一層の貢献に資する点が評価され、2016年度の特別賞に認定されている。

（５）フタムラ化学株式会社（以下、フタムラ化学）

フタムラ化学は、愛知県名古屋市に本社を置く、食品包装用プラスチックフィルムの国内トップメーカーである。同社は、イギリスの同業大手である Innovia Group よりセルロースフィルム事業を譲り受け、Innovia Group の 100% 生分解可能なセルロース製品を自社製品群に納めた。この M&A を契機としてグローバルに生産拠点を再編することにより、自社の持つ環境負荷の低い新技術を使用したセルロース製造ラインの日本国内での立ち上げを可能なものとした。これらの結果、豊かな循環型社会の実現に大きく貢献し得ることから、社会的な影響力の大きさと波及効果の広さが評価され、2017年度の大賞を受賞している。

(6) ANAホールディングス株式会社（以下、ANAホールディングス）

ANAホールディングスは、東京都港区に本社を置く航空会社である。同社は、ベトナム航空への資本参加を契機に業務提携を進め、自社が培ってきた安全運航、事業運営に関するノウハウの提供、サービス品質向上に資する技術支援に取り組むことにより、日本とベトナム間の航空事業において、安全面・環境面で一層優れ、かつ高度な輸送サービスの提供の実現可能性が期待された。さらに、ベトナム航空と日本国内の地方都市への共同運航を実施することで、インバウンド観光の振興と地方経済の活性化にも寄与することから、2017年度の特別賞に認定されている。

(7) 古河電池株式会社（以下、古河電池）

古河電池は、神奈川県横浜市に本社を置く、自動車用などの各種バッテリーのメーカーであり、ベトナムの主に二輪車用のバッテリーを製造・販売するPINACO社に資本参加した。古河電池は、PINACO社を通じて、充電スピードが速く、寿命も長いアイドリングストップに対応した最新型のバッテリーの普及を目指し、この普及によってCO2削減や円滑な運行の確保といったベトナムの道路交通の環境面・安全面での向上をもたらすことが期待されている。また、バッテリーの製造工程で使用する鉛を完全回収することにより、環境面における重要な社会的課題が解決されることになった。このような点が評価され、2017年度の特別賞に認定されている。

(8) 東京ガス株式会社（以下、東京ガス）

東京ガスは、東京都港区に本社を置く、都市ガス事業を行う企業である。同社は、東南アジアにおいて現地ガス供給事業者（ベトナムのPetrovietnam Low Pressure Gas Distribution社およびインドネシアのPanji Raya Alamindo社）に対して資本参加を行った。この資本参加により、東南アジアでの天然ガス普及促進に加え、省エネ設備や、コージェネレーションシステムの導入などを通じて、環境負荷低減に貢献することが期待されている。また、東京ガスが培ってきた保安技術を活用すること

で、安全面・防災面での体制強化に繋がることや、工業団地などへのエネルギーインフラ整備を通じて現地経済の発展にも大きく貢献し得ることから、社会的な影響力および波及効果の大きさが評価され、2018年度の大賞を受賞している。

(9) 株式会社中電工（以下、中電工）

中電工は、広島県広島市に本社を置く、電気・空調・給排水などの総合設備エンジニアリング事業者である。同社は、シンガポールの電気工事会社 RYB Engineering 社を子会社化している。東南アジアで新たに獲得した事業基盤をもとに、環境・衛生・防災など各分野の事業を東南アジアで展開していくことにより、現地の良質な社会インフラ整備に貢献することが期待されるほか、中電工としては初めての海外 M&A であり、海外企業とのパートナーシップを通じて、グループ経営のダイバーシティにも繋がる取り組みであることが評価され、2018年度の特別賞に認定されている。

(10) 戸田工業株式会社（以下、戸田工業）

戸田工業は、中電工と同様、広島県広島市に本社を置く、電子部品材料、リチウムイオン電池材料などの化学素材メーカーである。同社は、日本およびアメリカにおける電気自動車向けリチウムイオン電池用正極材料事業を、ドイツの BASF SE を中心とするグループと合弁化する取り組みを実施している。BASF グループの調達力や販売網などを活用して生産能力の拡大を実現していることに加え、合弁事業の主力生産拠点である小野田事業所（山口県山陽小野田市）などにおいて、新たな雇用や地域経済への波及効果を創出していることなどが評価され、2018年度の特別賞に認定されている。

以上の事例で示される社会的価値とは、現代における社会的課題（雇用、貧困、医療、介護、社会インフラ、環境など）の一部の解決に貢献できる価値と見なすことができる。受賞した 10 社の共通項を見出すと、全

て「地域社会への貢献」が1つのキーワードになっていると考えられる。近年は地域における高齢化などの課題が存在し、政府も、地域の活性化へ向けた取り組みを推進している。本章で取り上げた各社は、M&Aによるシナジー効果によって、現在の社会全体の課題に対して、解決につながる貢献の可能性を持つものであると言える。企業行動の1つであるM&Aは、短期のリターンももたらすと考えられるが、本章の事例にも示されるように、長期的なリターンをもたらす可能性もある。これらの事例では、単体の企業や事業では生み出すことができないけれども、M&Aを行うことによって生み出すことができる価値が評価されたものであると考えられる。しかし、これらの事例で創出される社会的価値は、多数の社会的課題のうちの一部のみに対応するものであるため、社会的価値の概念を考える際には、どのような要素を含めるのか検討していく必要がある。

次節における先行研究レビューでは、社会的価値にはどのような要素が含まれているのかという学術的考察についてレビューしていく。

第4節 社会的価値の学術的考察と定義

経営学における社会的価値の概念について考察されている先行研究には、横山（2000）がある。

横山（2000：164-165）では、「一般的に価値概念は多義的であり、従来経営学で用いられてきた価値概念は、一般的価値概念の中でも経済的価値に収斂する内容のものが大半を占めていた。しかし最近では経済的価値のみではなく、広く価値概念を導入した論述がなされてきている。今後の企業に求められる経済的価値原理には、効率性や競争性原理だけでなく、人間性や社会性原理を加えて均衡させた原理システムが望ましいという提唱がある」とし、「それらの価値概念を参考に、理念型として社会性を、経済性と非経済性（文化性と政治性）が融合したものとして考え、経済性とは効率を、政治性とは公正・公益を、そして文化性とは自己実現や生活享受などを指す。社会的価値とは、このような社会性原理を経営活動全般に導入していく中で創造されるものとし、経済的価値と非経済的価値とで

表現する（横山，2000：165）。」と述べている。

村山（2015）は，自動車の事例に基づく社会的価値を示している。例えば自動運転車では，新たな開発の後に起きるイノベーションによって社会的価値が生み出されるとしている。開発した時点では，その商品は業界内にとどまるものであるが，イノベーションによって，他の業界までに価値が波及させられることで，社会的価値の拡大や発展につながる（村山，2015：125）としている。また，「ある商品を開発しただけではイノベーションは興せない。その商品が今よりも豊かで便利で安全で持続可能な社会に変革し，広く社会的価値が認知されなければイノベーションとは言えない（村山，2015：126）」としている。つまり，自動車開発を事例とすると，イノベーションによってもたらされるものが社会的価値であり，その社会的価値は広く認知されなければならないとしている。また，他業種が協働することによって，社会的価値が創造されることも示唆していると考えることができる。

イノベーションの観点から述べられている研究には Mulgan（2010）もある。この研究では，社会的価値とは，社会的価値市場の革新における需要と供給間の動的相互作用の産物であるとしている。また，社会的な行動には多くの重要な領域が存在し，どのような成果を測定要素に入れるべきか議論されているため，社会的価値を測定することは困難である

（Mulgan，2010：40）とも述べられている。

さらに Auerswald（2009：53）では，「起業家は財務，レピュテーション，倫理から構成される私的価値を生む。そしてそれらの残余価値は，社会的価値に取り組むための資源を市場に提供し，経済成長と社会の進歩の可能性を創出する。この残余価値は，もともとの取引には含まれない外部の人々に対して，潜在的に利益をもたらす可能性のある活動の内部相互補助と再投資の機会を与えるものである」と述べられている。

水村（2016）では，CSVの視点から社会的価値について述べており，CSV理論に基づくと，社会的価値は社会にとっての価値とされ，それは「相手国や地域に固有の社会課題が解決し，現地で生活を営む人々にとっての良い状態が確立・維持されることである（水村，2016：113）」とい

う。

以上からわかるように、社会的価値の説明は論者によって異なるが、同様の意味で捉えることができるのは、「結果として生活享受につながる」ということであろう。

横山（2000）、村山（2015）、Mulgan（2010）、Auerswald（2009）は、企業行動によって生み出されるのが社会的価値であり、そこには経済的な性質と非経済的な性質が融合されていると解釈することができる。横山（2000）を除く上記の3名は、企業行動の中でも特にイノベーション活動によって、社会的価値がもたらされ得ると論じている。

一方、それらとは少し異なる見解が水村（2016）と、先にも述べた坂本（2017）である。これらは、倫理観に基づいた法令遵守や、社会問題の解決に寄与するものも含めて社会的価値としていると理解できる。

これまでの学術的考察をまとめると、企業価値は、①営業価値、②株主価値、③社会的価値を含むものであり、①と②を説明するための代表的な構成要素としては売上高、市場占有率、時価総額、ROEなどがあり、③は社会貢献活動やイノベーション（研究開発）などによって説明することができるということである。ここで、①、②、③の間には相互関係があると仮定することもできるため、これに関しては今後も議論の余地があると考えられる。

本節では社会的価値に関する先行研究をレビューしてきたが、さらにCSRの観点からも社会的価値の概念考察を行っていく。CSRは、CSVやESG投資などよりも以前から、社会的価値を創出するための行動指針として存在してきた。そのため、現在のCSRで示される社会的価値が、どのようなことを意味しているのかを理解し、CSRの概念との関連性も考慮することで、社会的価値の本質的な概念考察に役立つものと考えられる。

現在のCSRでは、どのような点から社会的価値を捉えているのか、それらを示しているものには、例えば東洋経済新報社の「CSR企業総覧」による調査がある。同社は2005年より調査を行い、有力・先進企業1408社のCSRデータを公表している。調査項目は、①人材活用 42項

目、②環境 28 項目、③企業統治 37 項目、④社会性 29 項目¹⁴であり、これらの結果に基づき、CSR を評価・格付けを行っている。

まず、それぞれの項目数に注目すると、人材活用と企業統治に関するものが多く、環境や社会性に関するものは比較的少ない。この理由は、人材活用と企業統治に関しては、比較的以前から認識が定着していると考えられる一方で、環境と社会性に関しては、最近になって注目されるようになったためであると考えられる。

次に各項目の内容に注目すると、①人事活用では、女性社員や管理職比率、ダイバーシティ、男性による育児休業、労災やメンタルヘルスに関連する項目が見られた。

②環境では、環境会計の有無や開示、土壌・地下水の汚染状況把握などの水問題の認識、生物多様性保全への取り組みといった項目が見られた。

③企業統治では、中長期的な視点、コンプライアンス関連、情報システムのセキュリティなどのリスクマネジメントへの取り組みに関する項目が見られた。

④社会性では、社会貢献活動支出額、投資家や ESG 機関との対話、地域社会参加活動実績、教育支援、文化・芸術実績、ボランティア、SDGs の目標とターゲット、CSV の取り組み、BOP ビジネスの取り組み、災害などの復興支援に関する項目が見られた。

環境や社会性の内容には、比較的最近の問題となっている水問題や復興問題が含まれている。これらは社会全体の問題のなかでも喫緊の問題を反映している内容であるため、環境や社会性の項目には、今後も時代を反映した内容が必然的に増していくと考えられる。

このように多くの評価項目が設定されていることから、企業が取り組むべき課題もさまざまであるということがわかる。そして、企業が創出すべき価値も多様化していると言える。また、数値で示すことができるもの

¹⁴ 具体的な内容については、東洋経済新報社（2017a：6-11）を参照されたい。

とできないものがあり，なかには数値で示すことが困難な項目もある。東洋経済新報社（2017b：16-19）によると，日本企業におけるCSRの認知度や浸透度は，業種によって異なっており，情報開示によって企業の機密データが流出するといった懸念もあるため，どのように対応していくかが今後の課題であるとしている。さらに，各企業が重点的に取り組むCSR活動の項目が，全て本業と合致しているとは限らないという課題もある。

日本におけるCSRの認知度や浸透度が異なる理由は，CSRの概念に統一された定義がないからであると考えられる。それでは，世界におけるCSRの概念はどのようになっているのか。「世界におけるCSRは，企業の社会への影響に対する責任とされており，人種や環境問題などへの対応を，自らの事業活動や事業の中核的な戦略に統合しなければならない（東洋経済新報社，2017a：12）。」とされている。このように，社会全体で向かうべき方向性を示すにとどまっているので，CSRのための具体的な活動内容については，各企業の裁量に委ねられているというのが現状である。

また，日本経済団体連合会（以下，経団連）1%クラブも，1991年より社会貢献活動支出調査を行っており，企業の社会貢献活動に係る支出額を調査している。この調査項目は，東洋経済新報社のものとは異なる項目も設定されている¹⁵。この調査によると，支出額は増加傾向にあり，教育・社会教育分野が支出の最大の割合を占めていることがわかる。

以上の内容を踏まえると，次のようなことが言えるだろう。

まず，企業と社会とは，互いに協力し合う相互関係の上に成り立つものであり，創出された価値は，両方にとって有益なものにならない。先に述べたCSV，DBJの事例，CSR活動による社会的価値の創出過程を見ると，いずれも本業を通じて社会的価値を創出していることがわかる。今日において，本業を通じて創出される価値には，社会問題へ対応する目的や可能性も含まれており，それが社会的価値となり得る。社会

¹⁵ 詳細は，経団連1%クラブ「2015年度社会貢献活動実績調査結果」を参照されたい。

問題へ対応するということは、社会問題に関係する当事者であるということの意味し、対応した結果、社会問題を解決するなど、社会へ好影響を与える可能性があると考えられるのである。ここでは、影響の大小は考慮しないものとし、何らかの形でプラスの影響を与えることに意義があるのである。例えば、ある社会問題に対して、その問題の原因を取り除くという行動をした結果、改善傾向につながるというのであれば、社会的価値を創出したと言えるのである。

したがって、本章における社会的価値の概念は、社会的課題を解決することを目的の1つに含んだ価値とする。何をもって社会的課題を解決したと言えるのかということに関する1つの基準としては、結果の貨幣換算が挙げられる。しかし、全ての社会的課題の結果を貨幣換算することができるのかという議論も生じるため、本章では、社会的価値の定義を社会的課題に対応することで創造した価値とし、その中には貨幣換算できる価値と、貨幣換算が比較的困難である非財務的な価値が含まれており、その両方を社会的価値として捉えることとする。

これらのうち、企業が創造する貨幣換算可能な社会的価値は、次の2つの指標によってある程度測定することができるものと考えられる。そしてそれは、企業がどのくらい社会的価値を創造しているのか判断するための目安になり得る。

1つ目は、企業の社会貢献支出額である。社会貢献支出額とは、①寄付金総額と②その他社会貢献を目的とした各種事業へ対する支出額の合計である¹⁶。2つ目は、企業の社会貢献支出比率である。社会貢献支出比率とは、3年平均の経常利益（連携優先）に対する3年平均の社会貢献支出額の比率を指す¹⁷。

図表2-3において、2016年度から2018年度までの社会貢献支出額が多い企業のうち上位20社までを掲載している。

¹⁶ 東洋経済 ONLINE Web サイト <http://toyokeizai.net/articles/-/109156> 2017年4月9日最終アクセス。

¹⁷ 東洋経済 ONLINE Web サイト <http://toyokeizai.net/articles/-/109156?page=3> 2017年4月9日最終アクセス。

図表 2 - 3 を見ると，大企業が上位を占めていることがわかる。これまでの CSR における議論でも，まずは自社の利益を増大させることに努めて，その後，必要経費などを除く余剰金を社会貢献への支出に充当することが一般的であるとされていた。そのため社会貢献支出額の総額に関しては，企業の資本力と比例していると判断することができる。

図表 2 - 3 社会貢献支出額上位 20 社（2016 年度～2018 年度）

順位	2016 年度（総額）	2017 年度（総額）	2018 年度（総額）
1	トヨタ自動車 (292.4)	トヨタ自動車 (243.7)	トヨタ自動車 (190.8)
2	日本生命保険 (87.5)	ホンダ (74.3)	ホンダ (88.5)
3	ホンダ (79.4)	NTT ドコモ (64.9)	NTT ドコモ (88.3)
4	JT (74.5)	日本電信電話 (64.0)	日本電信電話 (80.2)
5	日本電信電話 (67.8)	JT (60.9)	サントリー ホールディングス (70.0)
6	NTT ドコモ (64.8)	三井不動産 (60.3)	三井不動産 (60.8)
7	三井不動産 (55.5)	サントリー ホールディングス (58.4)	JT (58.7)
8	サントリー ホールディングス (54.8)	武田薬品工業 (56.0)	日本生命保険 (54.6)

9	ソフトバンク グループ (53.4)	日本生命保険 (53.7)	キヤノン (47.4)
10	大日本印刷 (47.2)	パナソニック (46.1)	三菱 UFJ フィナンシ ヤル・グループ (41.0)
11	イオン (42.5)	キヤノン (39.8)	武田薬品工業 (36.2)
12	三菱 UFJ フィナン シャル・グループ (39.7)	イオン (39.2)	イオン (32.3)
13	キヤノン (38.4)	三菱 UFJ フィナンシ ヤル・グループ (38.1)	JXTG ホールディングス (31.8)
14	武田薬品工業 (37.5)	東日本旅客鉄道 (30.0)	パナソニック (30.6)
15	旭化成 (34.5)	JXTG ホールディングス (29.9)	明治 ホールディングス (30.0)
16	東日本旅客鉄道 (31.0)	エーザイ (28.1)	三菱地所 (27.9)
17	パナソニック (30.7)	ソニー (23.3)	大和ハウス工業 (25.1)
18	JXTG ホールディングス (28.9)	大和ハウス工業 (22.0)	ソニー (24.8)
19	エーザイ (26.2)	日立製作所 (21.9)	三菱商事 (22.8)

20	三菱重工業 (25.4)	ソフトバンク グループ (21.6)	エーザイ (22.4)
----	---------------------	------------------------------	--------------------

(注) 単位：億円

出所：東洋経済 ONLINE Web サイト各年度を基に作成。

図表 2 - 4 社会貢献支出比率上位 20 社 (2016 年度～2018 年度)

順位	2016 年度 (比率)	2017 年度 (比率)	2018 年度 (比率)
1	サンメッセ (8.13)	サンメッセ (7.92)	サンメッセ (10.10)
2	武田薬品工業 (6.48)	大日本印刷 (6.14)	アース製薬 (7.34)
3	リヒトラブ (6.22)	エーザイ (4.31)	大日本印刷 (5.74)
4	大日本印刷 (6.12)	ファンケル (4.04)	中国電力 (4.70)
5	エーザイ (6.02)	ツムラ (3.95)	日本マクドナルド ホールディングス (4.31)
6	ファンケル (5.97)	日清食品 ホールディングス (3.93)	ニッピ (3.88)
7	ツムラ (5.86)	ベネッセ ホールディングス (3.89)	日清食品 ホールディングス (3.82)
8	カゴメ (4.70)	太洋工業 (3.85)	エーザイ (3.42)

9	協和発酵キリン (4.33)	住友金属鉱山 (3.60)	ベネッセ ホールディングス (3.22)
10	フジクラ (3.98)	フジクラ (3.34)	コマツマテール (3.12)
11	ライオン (3.66)	カゴメ (3.26)	ハードオフ コーポレーション (2.98)
12	資生堂 (3.59)	三菱総合研究所 (3.25)	TOTO (2.86)
13	雪印メグミルク (3.39)	リヒトラブ (3.21)	武田薬品工業 (2.85)
14	北海道コカ・コーラ ボトリング (3.27)	中国電力 (3.03)	フジクラ (2.83)
15	太洋工業 (3.13)	協和発酵キリン (2.98)	カゴメ (2.75)
16	三菱総合研究所 (3.05)	浜松ホトニクス (2.85)	浜松ホトニクス (2.72)
17	HIOKI (2.95)	ライオン (2.82)	応用地質 (2.70)
18	浜松ホトニクス (2.91)	北海道コカ・コーラ ボトリング (2.74)	トーセ (2.63)
19	TOTO (2.87)	TOTO (2.73)	HIOKI (2.57)
20	アシックス (2.56)	HIOKI (2.62)	ダスキン (2.47)

(注) 社会貢献支出比率 = 3年平均経常利益 ÷ 3年平均社会貢献支出額 × 100

出所：東洋経済 ONLINE Web サイト各年度を基に作成。

図表 2 - 4 は、2016 年度から 2018 年度までの社会貢献支出比率が高い企業の上位 20 社である。こちらを見ると、図表 2 - 3 の順位とは異なる結果になっている。

近年連続して 1 位となっているサンメッセ株式会社（以下、サンメッセ）は、岐阜県大垣市に本社を置く中堅の総合印刷会社である。サンメッセは 2035 年に創業 100 周年を迎える企業であり、「人のために尽くす」という創業者の言葉を受け継ぎ、社会的責任を果たしている。さまざまな側面のなかでも、特に木材由来の紙資源を大量に消費する業種であることを強く認識し、持続的社會へのさらなる貢献として、地球環境保全問題や自然保護活動に対して積極的に取り組み、環境配慮型製品の開発にも注力していく¹⁸と述べている。また同社は、予てより環境への持続的取り組みに積極的推進を図ってきたが、SDGs を起点に創業の原点に立ち返って、経営理念における「革新・法令順守・環境」を 3 つの柱とし社会に貢献することを掲げ、ESG として特定した 4 つの重要課題の 1 つに「ハリヨが棲める環境への持続的取り組み」を選定し、環境負荷低減の取り組みを推進している。また、人材育成にも注力しており、単に女性活躍推進や女性の管理職登用ということだけではなく、多様性ある考え方・多様性ある働き方を尊重するなど環境変化に適応することで、新しい考え方をビジネスに直結させることも重要な視点であるとし、今後より一層人財を大切に育てていくことこそが経営課題である¹⁹と述べている。

社会貢献支出額は多額でなくても、経常利益を社会への支出にどれほど充当しているかによって、社会的価値を創出していると見なすことができる。東洋経済新報社の調査では 100 位までの企業を示しており、それ

¹⁸ サンメッセ株式会社 Web サイトより。

¹⁹ サンメッセ株式会社（2020）「Sun Messe REPORT 2020」p.21-22.

らは全て、社会貢献を経営上の優先度が高いと捉えている企業であると言える。本章では、それらのうち上位 20 社までを取り上げた。

社会貢献支出に注目する理由として、企業が社会貢献のために支出することの意義を述べると、例えば社会的課題への対処に企業の剰余金などが利用できるのであれば、税金の投入の減少が可能となり得るため、より多くの幅広い社会的課題へ対応することもできるようになると考えられるのである。その点においては、企業が社会貢献のために支出することは意味があると言える。

第 5 節 小括

本章では、企業行動における社会的価値の概念を考察し、その定義を、社会的課題に対応することで創造した価値であり、その中には貨幣換算できる価値と、貨幣換算が比較的困難である非財務的な価値が含まれているため、その両方を社会的価値として捉えた。

貨幣換算できる社会的価値は、例えば企業の社会貢献支出額や社会貢献支出比率のような、社会のための支出によって測定することができ、支出の目的も、現代における社会全体の喫緊の問題に対応するものになっていることが明らかになった。

社会貢献支出は可視化できるため、本章では便宜的に使用したが、その後の社会への波及効果がどの程度のものであるのかということについては、議論の余地がある。また、非営利分野や公共政策分野においては、社会的企業や社会的インパクト投資というものが見られるため、営利企業による社会的価値の創造との相違点や類似点を分類していくことも今後の研究課題の 1 つである。

金融危機や気候変動など、不確実な状況下では、時代ごとに重要とされる価値も変化し得るものであり、企業経営においては、短期的な視点だけでなく、長期的な視点で価値を生み出していくことが求められている。今日の社会が複雑化することに伴って、社会全体で取り組むべき課題もより多く、複雑なものになっている。そのような社会では、企業も、さ

まざまなステークホルダーに配慮し、社会問題へ対処するための価値を創造していかなければならない。

本章の事例で示した社会的価値は、多数存在する社会的価値のうち的一部分（例えば、M&Aによってもたらされる地域社会の課題に貢献する価値）であり、他の事例における社会的価値の内容についても分析していく必要がある。この点は、今後の課題とする。

第3章 企業の長期志向論再考

—トヨタ自動車によるAA型種類株式の発行を事例として—

第1節 日本企業の長期志向

本章では、日本における長期志向経営の潮流はどのようなものなのかを確認することを目的とし、企業の長期志向を示す事例の1つとして、トヨタ自動車によるAA型種類株式の発行を取り上げている。トヨタ自動車は前述の第2章のように、過年度において連続して社会貢献支出額上位を占めている企業でもあるため、社会的価値を継続的に創出しようとする意志が窺える。本研究では、継続的に社会的価値を創造していくということも長期志向の1つであると捉えているため、トヨタ自動車の近年の経営方針などを見ていくことで、長期志向の経営について概観できるものと考えている。

2015年に、トヨタ自動車が第1回目のAA型種類株式を発行した。このAA型種類株式の発行については、株主総会で、75%の賛成と、25%の反対があったとされる。賛成した株主には個人投資家が含まれており、反対した株主は一部の機関投資家であった²⁰。トヨタ自動車が公表した内容によると、AA型種類株式が占める割合は、トヨタ自動車の株式総数の5%未満であり、自己株式取得も同時に行うとしている。そのためこの

²⁰ 例えば、米国の議決権行使助言会社のISS社（Institutional Shareholder Services Inc.）は、安定株主が増加すると経営の規律が失われるという理由で反対し、米国のカリフォルニア州教職員退職年金基金（California State Teacher's Retirement System）は、1種類の普通株式の存在こそがガバナンス上最も有効であり、1株1票の構造が株主の経済価値を平などにするという理由で反対した。その一方で、米国の議決権行使助言会社のグラスルイス社（Glass, Lewis & Co., LLC）は、トヨタが資金調達手法を多様化することができ、将来のビジネスチャンスにつながる可能性があるという理由で賛成した。「東洋経済 ONLINE」2015年6月15日、<http://toyokeizai.net/articles/-/73395> 2020年7月30日最終アクセス。

AA型種類株式が、普通株式の株価や株主構成に影響を与えるものでは考えにくい。それにもかかわらず、一部の機関投資家は反対したのである。このことから、機関投資家は、単に株価の変動だけでなく、他の部分も重要視していると考えられる。

トヨタ自動車のAA型種類株式に関する議論では、いずれの観点も政策や会社法における位置づけに主眼を置いている。まず福本（2016：78-91）では、金融危機後、欧州などにおいて長期保有株主優遇策が導入された事例を紹介し、法律の観点からAA型種類株式を考察している。そしてそれらを背景にAA型種類株式もこのような優遇策の1つであると捉えている。しかし、長期保有株主への優遇は依然として反対論も多く、今後も会社法上の問題となり得るとしている。

太田（2015a：4-12）は、諸外国の上場企業における種類株式の利用の現状と、株式の長期保有のための立法的対応を紹介し、日本の種類株式活用の可能性とその際の課題について言及している。AA型種類株式は、諸外国が立法的対応に至った背景と共通の問題意識を持つものであり、個別企業が種類株式を用いて、主体的に中長期保有株式の創出に取り組んだ試みとして注目されるべきものであるとしている。

福本（2016）と太田（2015a）によるAA型種類株式の議論の趣旨には共通点が見られ、金融危機後における諸外国の優遇策導入が、トヨタ自動車のAA型種類株式発行の重要な背景であるとして議論が展開されている。

一方、大崎（2015）は、福本（2016）や太田（2015a, b）が論じていないAA型種類株式に対する批判への反論について述べている。大崎（2015：58-63）における主張は、次のようなものである。①AA型種類株式は、実質的な社債債権者に議決権を与えるものであるという見方に対して、AA型種類株式が転換社債と同様であるという指摘は、残余財産分配における順位の違いを無視したものであり、社債と同じ意味での元本保証が付されているとは言えない。②株主平等の原則の観点は、議決権種類株式において問題となるのであり、AA型種類株式は普通株式と同様の議決権を持つため、当てはまらない議論である。③AA型種類株式を持ち合

いと同視する見方自体が誤りである。なぜならば、典型的な株式持ち合いが経営規律を弛緩させるのは、A社とB社が株式を持ち合った場合に、A社がB社の経営に対して強く異を唱えるときであり、その場合はB社もA社の経営にいわば報復的に異論を差し挟む可能性が高まるのである。AA型種類株式の株主の多くは個人投資家であり、彼らがトヨタ自動車の経営に異論を唱えることで何らかの不利益を被ったり、同社から報復を受ける可能性はほぼあり得ないため、AA型種類株式は、むしろ経営規律を高める作用があるとしている。

本章では、これらの先行研究の議論を踏まえ、政策や会社法の観点からだけでなく、一部の機関投資家がAA型種類株式の発行に反対した理由に注目して、AA型種類株式の問題点を指摘する。そして、その問題点から企業と株式市場の相互関係を見直し、現在の株式市場と経営のあり方について検討する。

本章の構成は次のとおりである。第2節では、AA型種類株式とはどのようなものなのかということについて、AA型種類株式の概要から、その特質や問題点を指摘する。第3節では、AA型種類株式の発行に関する機関投資家の反応とトヨタ自動車の発行理由からAA型種類株式の意義を考察する。そして第4節では、AA型種類株式の示唆を受けて企業と株式市場の関係性を見直し、最後に第5節で小括とする。

第2節 AA型種類株式の特質と問題点

まず、AA型種類株式とは何かということについて、その概要を見ていく。トヨタ自動車が発表した内容²¹によると、名称のAA型種類株式とは、1936年に誕生したトヨタAA型乗用車の名前に由来するものである。発行の主な理由は、グローバルビジョンの実現、中長期視点での研究

²¹ 「第1回AA型種類株式の発行および第1回AA型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」

https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/share/commonstock_20150616_01_jp.pdf 2020年7月30日最終アクセス。

開発投資，中長期株主層の形成である。また，中長期で株式を保有する株主を会社にとって重要なパートナーとなり得る存在と見なすという，コーポレートガバナンス・コード原案に沿った取り組みであるとしている。調達した資金の用途は，第1回目については，燃料電池車の開発，インフラストラクチャー研究および情報化・高度知能化モビリティ技術開発などの次世代イノベーションのための研究開発資金に充当するとしている。

AA型種類株式は種類株式であるが，種類株式とは，普通株式とは権利内容の異なる株式のことである。2006年5月に施行された会社法により，内容の異なる株式を発行することが可能になった（会社法第108条）。それは，①剰余金の配当，②残余財産の分配，③議決権の行使，④譲渡制限株式，⑤取得請求権付株式，⑥取得条項付株式，⑦全部取得条項付種類株式，⑧拒否権付株式（黄金株），⑨役員選任権付株式，以上の9項目に関するものである。種類株式は，主にベンチャー企業によって活用されることが多く，日本における事例はそれほど多くない。現在，種類株式として発行されている株式は，剰余金の配当や残余財産の分配に関して，普通株式に優先して支払われる旨を定めた，いわゆる優先株式がほとんどである（吉井，2014：12-13）。

次に，特質の部分について見ていく。トヨタ自動車はAA型種類株式の権利内容を以下のように定めている²²。

①募集株式の発行規模は，第1回目は5000万株を上限とし，各回号の合計は発行済株式総数の5%未満を上限とする予定である。

②米国会計基準によると，第1回目のAA型種類株式は，株主が金銭対価の取得請求権を有するため，株主資本としては取り扱われず，負債と株主資本の中間区分に独立して表示されるため，連結財務諸表においては，資本金および資本準備金の額は増加しない。

③配当金の年率は，発行日が属する事業年度は0.5%，翌年度以降5年目まで0.5%ずつ段階的に増加し，5年度目以降は2.5%となる。

④未払いの配当金がある場合は，未払い分を翌事業年度以降に繰り越

²² 脚注21に同じ。

して支払われる累積型であり、剰余金については、AA型の株主配当のみ支払われる非上場型である。

⑤ 残余財産の分配は、普通株式より優先される。

⑥ 議決権は普通株式と同様とする。

⑦ 5年度目以降より、普通株式への転換、種類株式の継続保有、トヨタに対して発行価格での取得請求、のいずれかを選択することを可能とする。

次に、特質の中でも、問題点となり得る2点について述べていく。まず1点目は、譲渡制限付き²³非上場株式であることである。株式などの有価証券は通常、いつでも自由に換金することが可能とされているが、AA型種類株式はこのような株式譲渡自由の原則を無視したものであると言える。つまり、株主にとってのAA型種類株式の問題点は、5年間は株主の売買が制限されるということである。株主は企業の経営方針などに賛同したり、反対するという意思表示の意味で株式を売買する場合があるが、AA型種類株式の場合、5年間は投資家の意思ではなく、企業が主体的に株式を保有することになる。このような点では、AA型種類株式は、投資家が主体的に保有するという株式保有の本来のあり方とは異なり、企業側の裁量がより多く反映されるものであると考えられる。

2点目は、中長期の個人株主を増加させようとしていることである。これに関しては、短期志向に沿った経営が大部分を占める現代において、意味のあることなのかという議論が生じる。これらの2点の問題点については、第3節以降で詳述する。

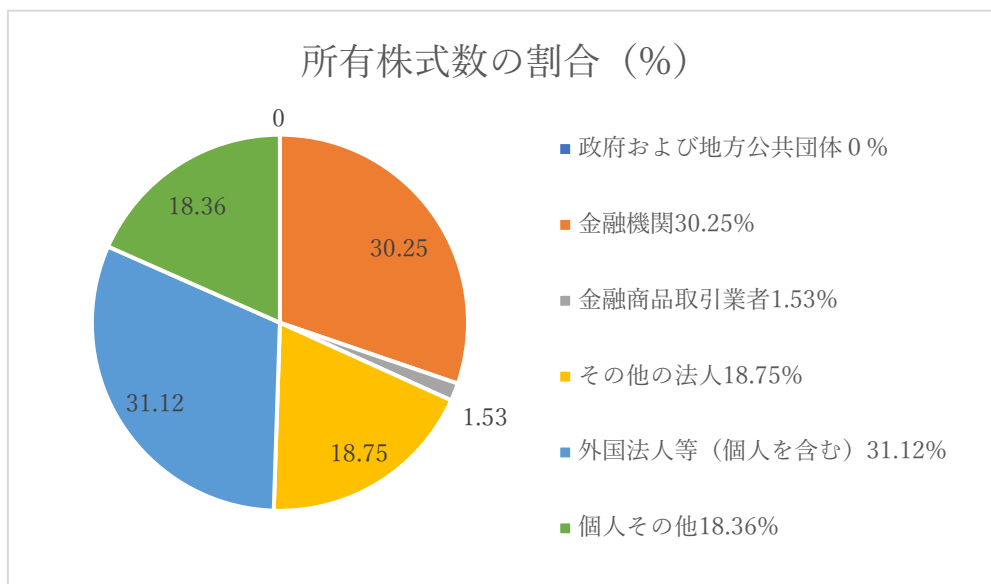
以上がトヨタ自動車のAA型種類株式の概要であるが、ここで、トヨタ自動車の発行する普通株式とAA型種類株式の相違点をより理解するために、トヨタ自動車の株式の所有者別状況がどのようになっているのかを把握しておくこととする。

²³ AA株の譲渡の際には、取締役会の承認を必要としている（自然災害、破産、公開買い付けの応募、相続などは除く）。

図表 3 - 1 と図表 3 - 2 は、2015 年度と 2016 年度の、普通株式の所有者状況を示している。ここから、AA 型種類株式が発行される前後では、外国人法人などが少々減少していることがわかる。

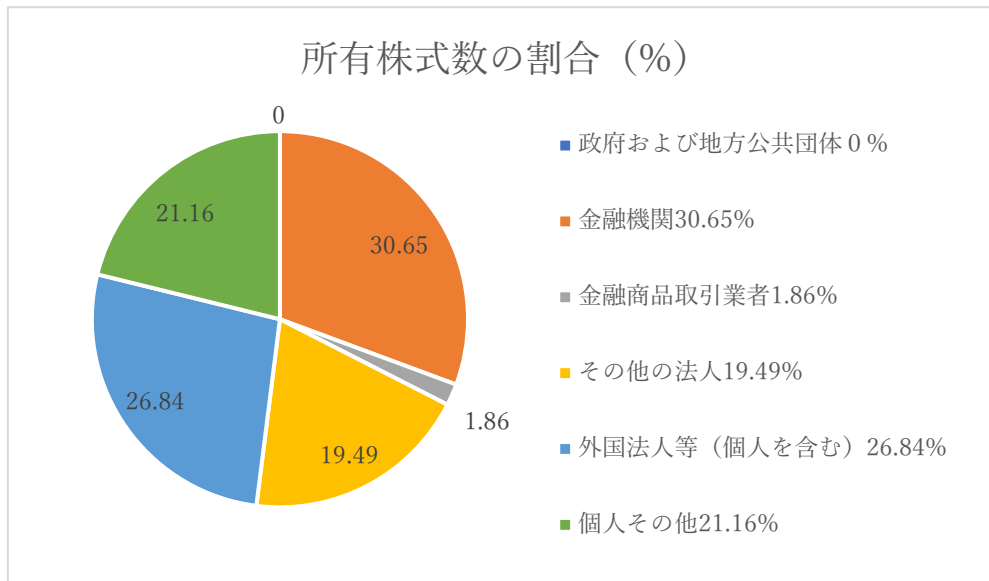
次に、図表 3 - 2 と図表 3 - 3 であるが、これは 2016 年度における、普通株式と AA 型種類株式の所有者別状況を示している。これによると、AA 型種類株式では個人その他の割合が多く、普通株式では 0 %であった政府および地方公共団体がわずかに増加していることがわかる。外国法人などの 0.02%は、すべて国内に居住する外国人個人の保有割合であり、法人の割合は 0 %となっている。このように、トヨタ自動車の普通株式と AA 型種類株式の所有構造が異なるものであるということは明らかであり、トヨタ自動車の普通株式と AA 型種類株式の相違点は、所有者別状況からも読み取ることができる。

図表 3 - 1 トヨタ自動車の普通株式の所有者状況（2015 年度）



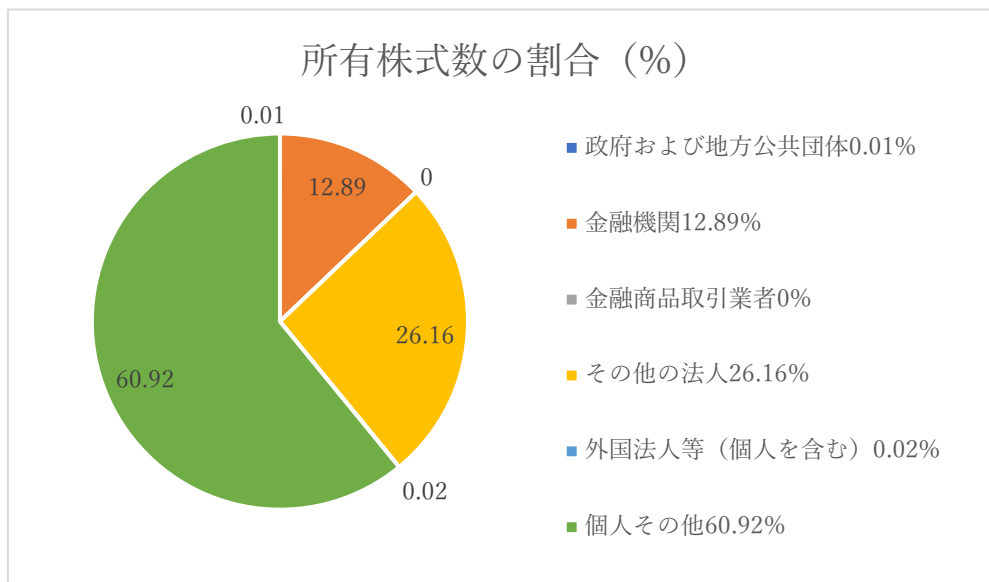
出所：トヨタ自動車ホームページ内「株式の状況」を基に作成。

図表 3 - 2 トヨタ自動車の普通株式の所有者別状況（2016年度）



出所：トヨタ自動車株式会社「有価証券報告書」2016年3月期を基に作成。

図表 3 - 3 トヨタ自動車の AA 型種類株式の所有者別状況（2016年度）



出所：トヨタ自動車株式会社「有価証券報告書」2016年3月期を基に作成。

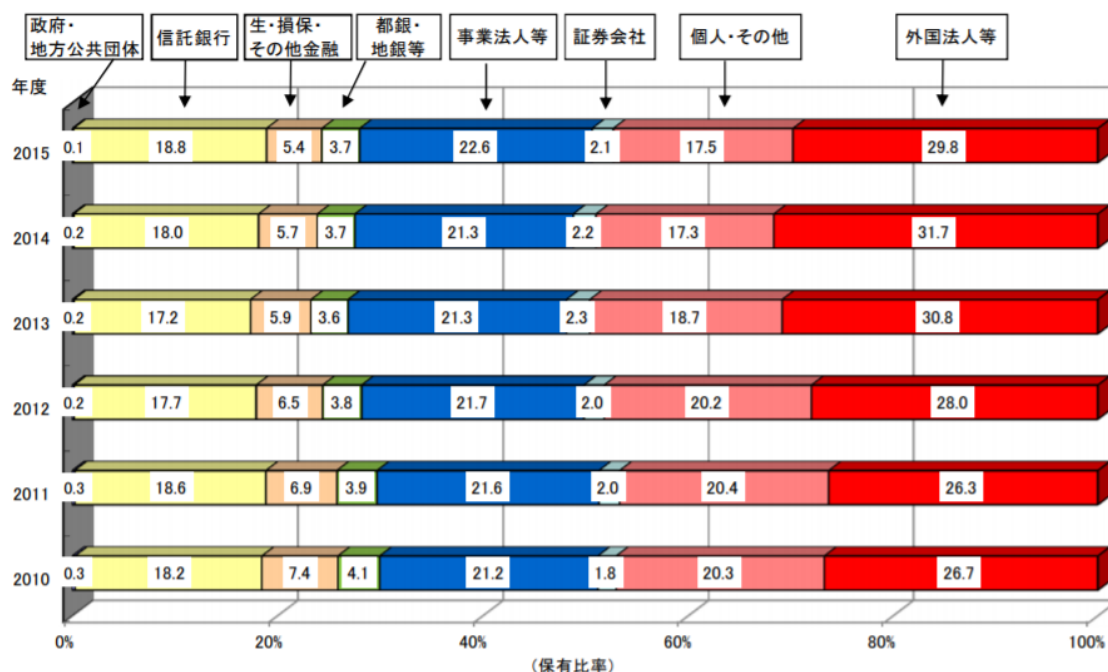
第3節 企業と機関投資家の関係に見るAA型種類株式発行の意義

前節でAA型種類株式の概要を見たが、本節では、それに関して機関投資家が何を懸念しているのかについて考察していく。

まず機関投資家とは、個人に代わって資金を運用する機関であり、生命保険会社、投資信託、年金基金などを指す（坂本・大坂・鳥居 2015：143）。これらの機関投資家は、運用資金を提供している個人などに対して、保険金や年金を支払わなければならない。したがって、企業の成果が上がらなければその責任を果たすことができないので、株式を売却するなどして企業に圧力をかけていくのである。

図表3-4を見ると、日本の株式保有者は外国法人などが最も多くの割合を占めているが、この実態は機関投資家であり、現在は多くの企業がこのような状況にある。それにもかかわらず、トヨタ自動車はAA型種類株式の購入者を、主に日本国内の中長期志向の個人投資家と想定しており、海外の機関投資家を考慮していない。このことから、一部の機関投資家は、単に株価の変動だけを注視しているのではなく、個人投資家の割合が増加することによって、自身の影響力が減少することを恐れているために反対票を投じたとも考えられる。またAA型種類株式は、中長期保有になることから、安定保有株主が有しているとされる問題点も懸念される。さらに、企業と機関投資家の関係を考慮すると、トヨタ自動車が上場企業である以上は、市場や機関投資家に対して透明性を有するような、どのステークホルダーにも開かれた経営を行うことを要求しているのではないかと推察される。

図表 3 - 4 日本における株式保有状況



出所：東京証券取引所（2016：4）。

上述のような機関投資家の懸念が生じるにもかかわらず、トヨタ自動車はAA型種類株式を発行している。機関投資家が多くの企業の中心な株主である現在において、なぜ今回トヨタ自動車がAA型種類株式を発行するに至ったのか。その背景には、近年における短期志向の機関投資家の圧力（佐久間，2009：74；清水，2006：90）が存在すると考えられる。機関投資家のなかには、ヘッジファンドや年金基金など、短期志向と中長期志向が混在しているが、短期志向の機関投資家の要求が強くなることを、トヨタ自動車は自身にとっての障壁であると考えているとも捉えることができる。

図表 3 - 5 は、トヨタ自動車の 2016 年 3 月期時点の上位大株主を示したものであるが、これを見るとトヨタ自動車の株主もやはり機関投資家が大半を占めている。トヨタ自動車は、株主の上位が機関投資家に偏ることを危惧しており、個人投資家の割合も増加するようなバランスのとれた株主構成を目指そうとしているのではないかと考える。

図表 3 - 5 トヨタ自動車の上位 10 名大株主 (2016 年 3 月期)

氏名または名称	発行済み株式総数に対する所有株式数の割合 (%)
日本トラスティ・サービス信託銀行 (株)	10.60
(株) 豊田自動織機	6.63
日本マスタートラスト信託銀行 (株)	4.40
日本生命保険 (相)	3.56
ステートストリートバンク & トラストカンパニー	3.40
(株) デンソー	2.56
ジェーピーモルガンチェースバンク	2.17
ザバンクオブニューヨークメロンアズデポジタリバンクフォーデポジタリレシートホルダーズ	1.98
資産管理サービス信託銀行 (株)	1.89
三井住友海上火災保険 (株)	1.83

出所：トヨタ自動車株式会社「有価証券報告書」2016 年 3 月期を基に作成。

トヨタ自動車が発表した方針の中に、「グローバルビジョンの実現のために、もっといいクルマをつくることで、持続的成長を目指す」という趣旨のものがある。これを達成させるためには、短期志向でキャピタルゲインや配当だけを目的とする株主ではなく、中長期志向で、トヨタ自動車が「いいクルマ」をつくることに専念できるような環境を与えてくれる株主が必要となる。今回の株式が AA 型と名付けられた背景には、近年における短期志向の投資家の圧力に対して、クルマづくりを始めた当初の志を振り返ることで、社会全体の発展に貢献するような目的で経営を行っていくといった、原点回帰の意味も含まれているのではないかと考えられる。一

一般的に、研究開発のための費用は、社債や内部留保が活用されるが、そうではなく、トヨタ自動車のビジョンに共感し、短期のリターンばかりを求めないような外部の株主が存在するということが、トヨタ自動車にとっては意義のあることなのである。昨今のような、長期的な経済の低迷が続く中で、企業の理念などに関係なく、短期志向のリターンのみを求める投資家が増加したことが、AA型種類株式の発行に至った1つの要因であると考えられる。

しかしながら、多くの機関投資家や企業が短期志向であるなか、中長期志向の個人投資家を増加させることは、本当に意味のあることなのだろうか。このことに関して、経済産業省（2014a）では次のように述べられている。「家計金融資産における株式・債権・投信購入比率が8%～16%である一方、個人の預貯金残高が5割を超えているという現状は、欧米と比べて日本的な特殊性であり、大きな可能性を有するものである。潜在的な個人投資家層の預貯金が、長期的かつ本格的な応援株主として株式市場に移動すれば、日本企業を支える基盤がつけられるため、個人投資家層づくりが重要である²⁴」としている。

多くの企業は、国内外の機関投資家の要求に対応するために、ROE（Return on Equity）や株価などの向上に努めているが、機関投資家のような一部の株主だけの利益を重視し、他のステークホルダーにとっての利益に配慮しない経営は、リーマンショックのような大規模な金融危機を引き起こしてしまうのである。機関投資家は、企業に対して、投資家からリターンまでのサイクルをより短くしたり、利益などをより早く増加させることを期待している。そのような期待の下で、企業は、株主の利益を最優先にするために、収益性がない部門や従業員のリストラクチャリングなどを行うことによって、株主の利益につながらないものを排除してきた。し

²⁴ 経済産業省（2014a）『「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（伊藤レポート）中間論点整理要旨』

<http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140425007/20140425007-2.pdf>
2016年9月28日最終アクセス、pp.1-10.

かしその結果、企業活動の不確実性とリスクを顕在化させ、環境や貧困などに課題を残してきたのである。

このような流れを経たことを踏まえると、企業は、特定の株主のみの利益を追求する経営という方針だけではなく、時代に即した経営を行っていく必要があると考えられる。近年では、さまざまな概念が登場しているが、それは例えば Porter and Kramer (2011) が示したような CSV である。Porter and Kramer (2011) では、経済的価値と社会的価値が並列して述べられているものの、経済的価値を目的、社会的価値を手段と見なしており、最終的には、株主価値経営を推進させるための方策として、CSV を提言していると解釈することもできる。このような解釈によると、Porter and Kramer (2011) では、新たな観点から株主価値経営の推進が論じられたと考えることができる。しかし、現代においては、やはり株主だけではなく、その他全てのステークホルダーに平等に配慮するような経営を行っていかなければならない。Porter and Kramer (2011) の理論を考慮すると、CSV に基づいた経営は、これまで株主の利益と比較して軽視されてきた環境への配慮や社会貢献などといった活動が、結果として企業自身や株主への利益にも還元される可能性を持つと考えられる。しかし、これらの因果関係の体系化については、Porter and Kramer (2011) でも言及されておらず、まだ明らかにはなっていないため、可視化できるような具体的な指標や数値がどのようなものなのかということに関しては、慎重に検証していかなければならない。

現在においても、一般的に、多くの企業や投資家は短期志向であると認識されている（淵田，2012：52）。日本においては、短期志向の何が問題なのか、そのことに言及しているものは、例えば経済産業省（2014b）がある。経済産業省（2014b）が公表している「「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（伊藤レポート）最終報告書」では、主に3つの視点から提言が述べられている。

1点目は、「持続的低収益性」の下で経営が短期化すれば、長期的なイノベーションに向けた投資は行われにくくなるため、そのような投資を支

える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある（経済産業省，2014b：2）というものである。そしてこのためには，企業と株主の協創による持続的価値創造と資本効率を意識した企業価値経営への転換が必要であると述べている。

2点目は，株式市場における投資家の構造である。日本では「中長期的な視点から主体的判断に基づいて株式銘柄の選択を行う投資家の層が薄いこと」が指摘されている。その理由として，日本の市場では，長期にわたって株価上昇への期待が薄い状態が続いた結果，短期の投資機会を追求することが経済合理的であったことが挙げられている（経済産業省，2014b：15）。そして，インベストメント・チェーンの最適化や，長期的な個人投資家の育成が必要であると提言している。「インベストメント・チェーンとは、『資金の拠出者から，資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり』を示す」（経済産業省，2014b：1）と定義される。

3点目の提言は，企業と投資家の対話の欠如に関連するものである。企業と投資家の対話の欠如とは，例えば，日本企業において長らく四半期決算が実践されてこなかったことが挙げられる。こうした欠如を回避するために，企業と投資家間の利害対立的な関係を見直し，21世紀の資本主義に相応しい情報開示の在り方を模索する必要があると述べている。

経済産業省（2014b：1-97）を要約すると，以下のようになる。

そもそもの問題意識としては，日本企業が世界的に見ても高いイノベーション創出力を有していたが長らく低収益であったという二律背反が存在し，その事実から，どのように日本企業の持続的な成長と，日本企業の長期的なイノベーションに向けた投資を可能にしていくのかという問題意識があった。そして，日本の株式市場における短期化の要因の大部分は投資機会の短期化であるという仮説が立てられた。日本の株式市場における投資機会の短期化の背景には，日本企業のダブルスタンダード経営や，日本の資本市場の構造が長年にわたって間接金融による資金調達が行われてきたことと預貯金中心の金融資産によって形成されてきたことが挙げられるとし，成熟国における中長期的な資産形成という観点ではバランスを欠

いていると指摘している。そのようなことから、日本では長期投資家が不在であり、日本の資本市場は企業の中長期的な企業価値創造を支えるものになっているとは言い難いとしている。そしてこのような日本における課題を解決するために、まず持続的成長のための経営改革という観点からは、①持続的成長の障害となる慣習やレガシーとの決別によって企業と投資家の「協創」による持続的価値を創造することと、②資本コストを上回る ROE を実現するような資本効率を意識した企業価値経営への転換が提言されている。次に、インベストメント・チェーンの全体最適という観点からは、①インベストメント・チェーンを最適化するインセンティブ構造にすること、②パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択、③長期的な応援株主としての個人投資家の育成が挙げられている。さらに、企業と投資家の対話を通じた企業価値向上という観点からは、「対話先進国」に向けた共通理解とプラットフォームの創設、②持続的な企業価値につながる企業開示、③「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進が提言されている。経済産業省（2014b）における論点は、日本企業や日本における市場の持続的な成長と、企業と投資家との間の対話であると言える。これらが相互関係にあって、企業価値の向上にも寄与するものであるということが理解できる。

第4節 企業と株式市場の関係

本節では、以上の内容を通して、現在における企業と株式市場の在り方について検討を加えることとする。

企業と株式市場の間には、例えば次のような相互関係がある。①企業は株式市場を通じて資金を調達することが可能である。②企業は株式市場を介すことで投資家との関係を維持する。③株式市場は株式を流動化させる。④株式市場は株式の価格形成の公正さと透明性を確保する。⑤企業の経営状態は株価を通じて反映される、などである。上場企業は、これらの関係性を考慮した株式の発行や経営を行うことが一般的である。

しかし、今回のトヨタ自動車の AA 型種類株式は、非上場であり流動性

のない株式であるという特質を有している。前述した AA 型種類株式の問題点も考慮すると、AA 型種類株式は、企業と株式市場の本来のあり方を歪める可能性があると言える。なぜならば、一般的に投資家は、株式市場を介して株式を自由に売買することで企業の経営に対する意思表示を行う場合もあるからである。この観点から、AA 型種類株式は企業と株式市場の関係性を無視したものであるとも考えることができる。また、発行直後の現時点におけるトヨタ自動車の AA 型種類株式は影響力を有していないが、今後割合が増やされたり、総株式内の多数を占めるようになれば、トヨタ自動車の定める条件を満たす株主が増加するため、実質的に、トヨタ自動車が意図する株主の選別が可能となる。そのようになると、株主間の不平等も生じる可能性がある。さらに、経営規律が崩れるということではなく、中長期で株主が株式を保有することで、企業の経営に対するチェック機能が働かないために、企業側の意向がより強く反映された経営になる可能性もある。

しかし、この点に関して大崎（2015：58-63）は、会社が株主を選択することは問題がないとしている。このことは、出資者が会社の経営陣を選ぶという原則からは外れるが、上場企業が自らの経営戦略を支持する株主を増やそうとすること自体は問題がないとしている。その理由としては、日本の会社法が第三者割当増資という形で経営陣による株主の選定を認めているためとしている。さらに、AA 型種類株式を、個人株主を増加させるための方策と見なすのならば、株主優待制度と比較しても優れていると述べている。また、中長期の企業価値の向上という観点からすると、機関投資家がそれを可能にするための有意義なインプットを上場企業に必ずしも提供できるとは限らないとし、機関投資家が企業の中心的な株主であることに対して、問題提起をしていると言える。

先にも述べたように、金融危機の原因に見られるような、一部の株主の利益だけを追求することや、短期の収益性を重視し、それ以外の要素に目を向けない経営では、トヨタ自動車の提案する持続的成長は困難である。持続的成長の定義は、時代によって変化すると考えられ、現在における持続的成長とは、長期的に収益性と社会性を両立させることと定義す

る。社会性とは、全てのステークホルダーの利益に貢献することであると定義する。企業は、株主だけでなく、従業員や取引先、環境などとの関わりの中で企業活動を行うのであれば、それらの全てのステークホルダーに対して、それぞれ責任を持つものである。また、収益性が不安定であることが、長期志向ではなく短期志向になる理由の1つであるとも考えられるため、長期志向を目指すのであれば、まずは強固な財務基盤を確立させることが必要となってくる。

図表3-6に示されるトヨタ自動車の財務データを見てみると、売上高、営業利益、当期純利益などが増加傾向にあり、トヨタ自動車は現時点で、収益性が良好な状態であると理解できる。収益性があれば、社会性も追求することが可能となるため、中長期志向の方針を打ち出したとも推察される。

AA型種類株式は、長期で見れば機関投資家にとって不利な内容を含んでいるが、これまで見てきたトヨタ自動車の意向やリーマンショックが起きた事実を考えると、株式市場の背景に存在する機関投資家は、企業の経営に対して、短期的な成果をあげるように圧力をかけるだけではなく、今後は、長期的な利益も考慮した行動が必要となってくることを再認識し、検討していかなければならない。

図表 3 - 6 トヨタ自動車の主な財務指標の推移（連結）

（単位： 百万円）	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
売上高	21,036,909	23,948,091	26,289,240	20,529,570	18,950,973	18,993,688	18,583,653	22,064,192	25,691,911
売上原価+ 販売費+ 一般管理費	19,158,567	21,709,408	24,018,865	20,990,581	18,803,457	18,525,409	18,228,026	20,743,304	23,399,799
営業利益	1,878,342	2,238,683	2,270,375	-461,011	147,516	468,279	355,627	1,320,888	2,292,112
税金等調整 前当期純利 益	2,087,360	2,382,516	2,437,222	-560,381	291,468	563,290	432,873	1,403,649	2,441,080
当期純利益	1,372,180	1,644,032	1,717,879	-436,937	209,456	408,183	283,559	962,163	1,823,119
研究開発費	812,648	890,782	958,882	904,075	725,345	730,340	779,806	807,454	910,517
ROE (%)	14.0	14.7	14.5	-4.0	2.1	3.9	2.7	8.5	13.7
株主資本	10,560,449	11,836,092	11,869,527	10,061,207	10,359,723	10,332,371	10,550,561	12,148,035	14,469,148
総資産	28,731,595	32,574,779	32,458,320	29,062,037	30,349,287	29,818,166	30,650,965	35,483,317	41,437,473
株主資本比 率 (%)	36.8	36.3	36.6	34.6	34.1	34.7	34.4	34.2	34.9

出所：トヨタ自動車株式会社「アニュアルレポート」2014年3月期を基
に作成。

第5節 小括

本章ではトヨタ自動車のAA型種類株式の特質と問題点から、短期志向に関する若干の考察と、現在における企業と株式市場、機関投資家の在り方について視点を加えた。

今回発行されたAA型種類株式は、短期志向の機関投資家にとっては大きな問題が存在する。その問題とは、トヨタ自動車がAA型種類株式の株主は中長期的に株式を保有すると想定していて、AA型種類株式の条件にそれらを示唆していることから、トヨタ自動車の意向がより反映される株式になるという問題である。一方トヨタ自動車は、近年の機関投資家の短期志向に対抗する姿勢になったと言える。トヨタ自動車の発行する株式は依然として普通株式が大半を占めているが、AA型種類株式に関しては、トヨタ自動車は短期志向の機関投資家の圧力を回避したいと考えていることが表れている。日本において、わが国を代表するような大企業が、このような意図でAA型種類株式のような株式を発行したということは、短期志向に対し、改めて問題提起をしたと言えるのである。

しかし、必ずしも短期志向は排除されるべきであると一概に断言することはできない。また、全ての企業行動や投資行動が、長期的であることが望ましいのかという議論も生じる。例えば短期志向は、収益性に効果を与える可能性があるが、研究開発などといった長期間を必要とするものには必ずしも適切ではない。逆に、長期志向は、研究開発などには利点を有するが、短期間の収益性の効果を上げるという点では適切であるとは言い難い。当然ながらそれぞれに利点と問題点があるため、短期志向と長期志向については、さらに検討する必要がある。

次に考えられることは、トヨタ自動車にとっての経営上のリスクである。AA型種類株式の投資家は、トヨタ自動車の収益性が比較的良好であるために、5年後の株価の安定性を想定して投資したとも考えられる。このような理由を持つ投資家を想定すると、トヨタ自動車が、もし中長期的に成果を出すことができなかつた場合は、投資家に対して、企業としての責任をどのように取るのかというリスク面の課題も内在する。そのため、長期志向で経営を行っていくのならば、それに反対する投資家に対し、長期志向がどのような恩恵をもたらすものであるのかということを確認に示す必要がある。このように、AA型種類株式のリスクについては今後も注視すべきである。

本章では、短期志向と長期志向の詳細な検討は行っていないため、これらに関しては次章で検証する。

第4章 ESGを主軸とする企業の長期志向

第1節 企業経営における長期志向の高まり

本章では、第3章で提示したさらなる課題を受けて短期志向と長期志向を検証し、短期志向による経営上の弊害と、長期志向の分析可能性について明示する。

金融市場における短期志向の見直しは2000年代頃にはすでに存在しており²⁵、2008年のリーマンショック以降、世界的に拡大してきた。その後、長期投資が促進されるようになり、長期的な価値創造へ向けた動きが見られるようになってきた。2011年にはCSVの必要性を明確に提唱する論文も発表されるなど、短期志向と長期志向に関する議論が展開されている。

そのような背景で、小林（2017a）は、日本においてはトヨタ自動車によるAA型種類株式の発行が短期志向に対する問題提起の1つであるとした。トヨタ自動車が2015年に公表した説明資料によると、AA型種類株式の発行の目的は、「中長期視点での研究開発投資と中長期株主層の形成²⁶」である。このことから、トヨタ自動車が長期志向を目指す姿勢がうかがえる。しかし、第1回AA型種類株式の発行による調達資金の用途について、トヨタ自動車は「燃料電池車開発、インフラストラクチャー研究および情報化・高度知能化モビリティ技術開発などの次世代イノベーションのための研究開発資金に平成28年3月末までに充当する予定である²⁷」

²⁵ 例えば2003年には、元米国証券取引委員会（SEC）のWilliam H. Donaldson 会長がコーポレートガバナンスフォーラムにおいて、ビジネスリーダーに対して、長期的な結果のためのビジネスを展開しそのようなビジネスをどのようにマネジメントするかを投資家へ提示するよう呼びかけた。また2005年には、CFA institute annual conferenceにおいて懸念をさらに拡大し、金融業界と資本市場が直面している重要な問題として「短期主義」を挙げた。Wellum (2006) p.2.

²⁶ トヨタ自動車株式会社（2015c）p.1.

²⁷ トヨタ自動車株式会社（2015b）p.13.

と述べており、発行から1年以内という比較的短期的な計画を立てている。また、「AA型種類株式の発行価格は、発行価格など決定日の株式会社東京証券取引所における普通株式の普通取引の終値に対して120%以上の水準で決定される予定であり、普通株式による資金調達に比べて、普通株主の議決権が希薄化することを抑制する効果が期待できる。加えて、第1回AA型種類株式の発行後に、発行株式と同数程度の普通株式の自己株式取得を行うことを取締役会で決議しており、種類株式発行による希薄化の影響に配慮する²⁸」との記載がある。AA型種類株式は第1回目の発行において完売しており、トヨタ自動車は当時、普通株式を発行するよりも比較的短期間で多くの資金調達を行うことができたと考えられる。さらに箕輪（2016：18-20）では、AA型種類株式の調達コストを試算し、普通株式と比較してコストが低いことが示されている。このように、長期志向と短期志向の両方の意図を含んでいることから、トヨタ自動車のAA型種類株式の発行は、長期志向を目指しつつも、短期志向の見直しの必要性を明確に示すまでには至っていないと言える。また、長期志向の影響についても検討すべきであると考えられるため、さらなる課題として提示した（小林，2017a：47）。

そこで本章は、小林（2017a）で提示された課題を明らかにすることを目的とし、近年の金融市場におけるESG投資の拡大から長期志向の高まりを確認し、現在の企業経営における長期志向の意義を再考する。本章は、長期志向の企業経営の分析可能性について示すものである。

本章の構成は次の通りである。第1に、短期志向の問題点について考察し短期志向の見直しの必要性を明確に示す。第2に、長期志向が企業経営にどのような影響を与えるのか見ていく。第3に、近年におけるESG投資の拡大の背景と傾向から企業の長期志向の高まりを確認し、示唆を含めて小括とする。

²⁸ トヨタ自動車株式会社（2015a）p.3.

第2節 短期志向への反論

まず短期志向を定義する。短期主義（Short-termism）という言葉があるが、本章ではこれら2つを同義語として捉えている。

短期主義の定義については、いくつかの先行研究の中で次のように述べられている。例えば Sappideen（2011：414）は、長期的な利益を犠牲にして短期的な結果に過度に焦点を当てることとしている。Salter（2012：10）は、長期的にマイナスの結果をもたらす短期的な行動の選好としている。Dallas（2012：267）では、企業経営者、アセットマネージャー、投資家、アナリストが短期的な業績に過度に焦点を合わせていることであり、長期的な価値創造への懸念と企業のファンダメンタルズへの拒絶であると定義されている。これらを踏まえて、本章の短期志向の定義は、Salter（2012）に依拠することにする。

では次に、短期志向のどのような点が問題なのか確認していく。

Dallas（2012：267）は、金融機関と非金融機関というグループに分類し、それらの行動における問題点を述べた。まず金融機関の場合は、短期主義に基づいて現在の株価や利益を上げるために、潜在的にリスクのある資産へ投資したり、短期的な企業収益やポートフォリオの収益を強化するために、過剰な債務を負う可能性がある。非金融企業の場合は、企業の長期的な健全性を犠牲にして現在の収益を膨らませることにより、現在の株価または利益を増加させようとする。この行動には、裁量的な費用の削減や長期資産への過小投資、短期収益を最大化するために過度のリスクを取るなどといったものが含まれる。加えて、非金融機関を短期の裁定取引の機会として使用すること、つまり、配当金の支払いや株式の買い戻し、資産や部門の売却などを通じて企業に圧力をかけて、所有者に即座のリターンを与えるという投票権を行使することも含まれている。

Dallas（2012）の指摘によると、金融機関と非金融機関という分類においては、短期志向の企業が、健全性と引き換えに過度のリスクを負ってまでも現在の価値を増大させようとしてしまうことに課題があるということが言える。

Salter (2012: 7) は中心的な懸念として、短期主義が長期投資を抑制し、個々の企業と米国経済の両方のパフォーマンスを脅かすことを指摘した。具体的には短期主義が、研究開発やマーケティング広告などといった、将来の長期的なリターンをもたらす投資を阻止するということである (Salter, 2012: 3)。このような短期主義につながる2つの原因については、次のように指摘している。1つ目は、研究などの長期的な価値の指標ではなく、ポートフォリオに含まれる企業の短期的な収益を、投資ファンドのマネージャーやその他の機関投資家に集中させることである。これらの投資家たちは、取締役会や経営幹部によるバランスの取れた長期的な投資、慎重なリスク管理、誠実さなどを犠牲として、株価の短期的な利益をもたらすように圧力をかけているのである。その結果、長期投資ファンドと機関投資家の両方が保有する株式の回転率が上昇し、継続的にポートフォリオのリバランスを行うことで利益を最大化するのである。2つ目は、投資専門家の時間的視野の減少に対する企業経営者の反応である。経営幹部は、四半期ごとの「収益ガイダンス」を提供することによって短期主義を追求し、投資家と本質的に共謀してしまうと述べている Salter (2012: 13)。

Salter (2012) では、投資における懸念に着目し、Dallas (2012) と同様に、長期的な利益を犠牲にすることが問題であるということの意味している。

投資家の短期性に関しては、Jin (2005) においても指摘されていた。

Jin (2005: 1-24) は、短期的な業績を上げるよう厳しい圧力にさらされているファンドマネージャーが、その圧力に応じて短期的な投資決定を行うかどうかを検証した。その結果、ミューチュアルファンドの短期性とファンド投資家の短期性の間に正の関係があることを示し、ファンドの投資家の短期的な行動が、ファンドマネージャーに、より短い投資期間を強いるという回帰結果を得た。つまり、ファンドマネージャー側の短期志向行動は、ファンド投資家の短期的な視野に対する反応であるという仮説を裏付けたのである。さらにこの論文の貢献では、機関投資家が短期の投資に体系的な選好を示す場合、その機関投資家の投資先企業の経営者も、長

期的な投資にはほとんど関心を持たないという傾向の理論的根拠も提示している。つまり、機関投資家と企業経営者は、短期志向に関して同様の意思決定を行う傾向があることを示唆すると考えられるのである。

経営幹部の意思決定に関しても短期志向の議論があり、例えば、注力すべき対象部門に複数の異なる時間軸が存在し、それぞれが何らかのパフォーマンスを生み出す可能性がある時は、意思決定者の行動がうまく機能しないということが明らかになっている（Repenning and Henderson, 2010: 29）。このような選択の迷いが生じてしまうと、経営者による適切な意思決定が困難となる。その結果、企業の将来の状態にも影響が及び、本来であれば長期的に得られる利益を喪失してしまうかもしれないということが考えられる。

以上のような先行研究から、投資家が企業経営者や経営幹部へ強い圧力をかけることによって、両者が同様の意思決定をとることがわかった。ここでは、投資家の短期主義が企業経営者の意思決定に影響するということを注視しなければならない。投資家と企業経営者の間に、方向性に関して異なる意思が存在する可能性もあるが、そのような場合でも、投資家の短期的な意思が優先される傾向があるということの意味していると考えられる。

McKinsey & Company（2017: 2）によると、経営幹部が短期主義の圧力にどの程度さらされているかを調査したところ、①87%が2年以内に強固な財務実績を示さなければならないという圧力を感じている。②65%が過去5年間で短期主義の圧力が増加したと感じる。③長年の強固な企業文化を持たない企業の経営幹部は、たとえ新しいプロジェクトによる何らかの価値を失ったとしても、四半期目標を達成するために新しいプロジェクトを遅らせる、というような結果が得られたという。

短期志向では、効率性を測る財務指標の向上が求められるが、この指標に関して Marginson et al.（2009: 28-29）は、財務指標は短期的なものを強調する場合もあれば、戦略と長期的な方向性を決定する際に重要な場合もあると述べている。株価収益率などの財務指標には株価データが含まれており、将来の戦略的な方向性を判断できる可能性があるが、コスト比

率、生産性比率、在庫回転率および現在の資産に関連する指標は短期的であるとしている。一方、顧客満足度などの非財務指標は、短期的、長期的どちらの方向性に関しても促進する可能性があるとしている。本章では論じないが、非財務指標と長期志向の関係性については、さらに議論を深める必要があるだろう。

ここまで確認してきた短期志向の問題点を、本章では以下のように要約した。

短期志向の問題点は、四半期目標において投資家の短期的な意向を過度に取り入れてしまうことにある。それによって、将来得られると予測される利益、換言すれば長期的な価値を犠牲にしてしまう可能性がある。このような問題点がある短期志向は、やはり見直す必要があると言える。

それでは次に、長期志向であると企業経営にどのような影響をもたらすのか、主に業績との関係について見ていくことにする。

第3節 長期志向が企業経営に与える影響

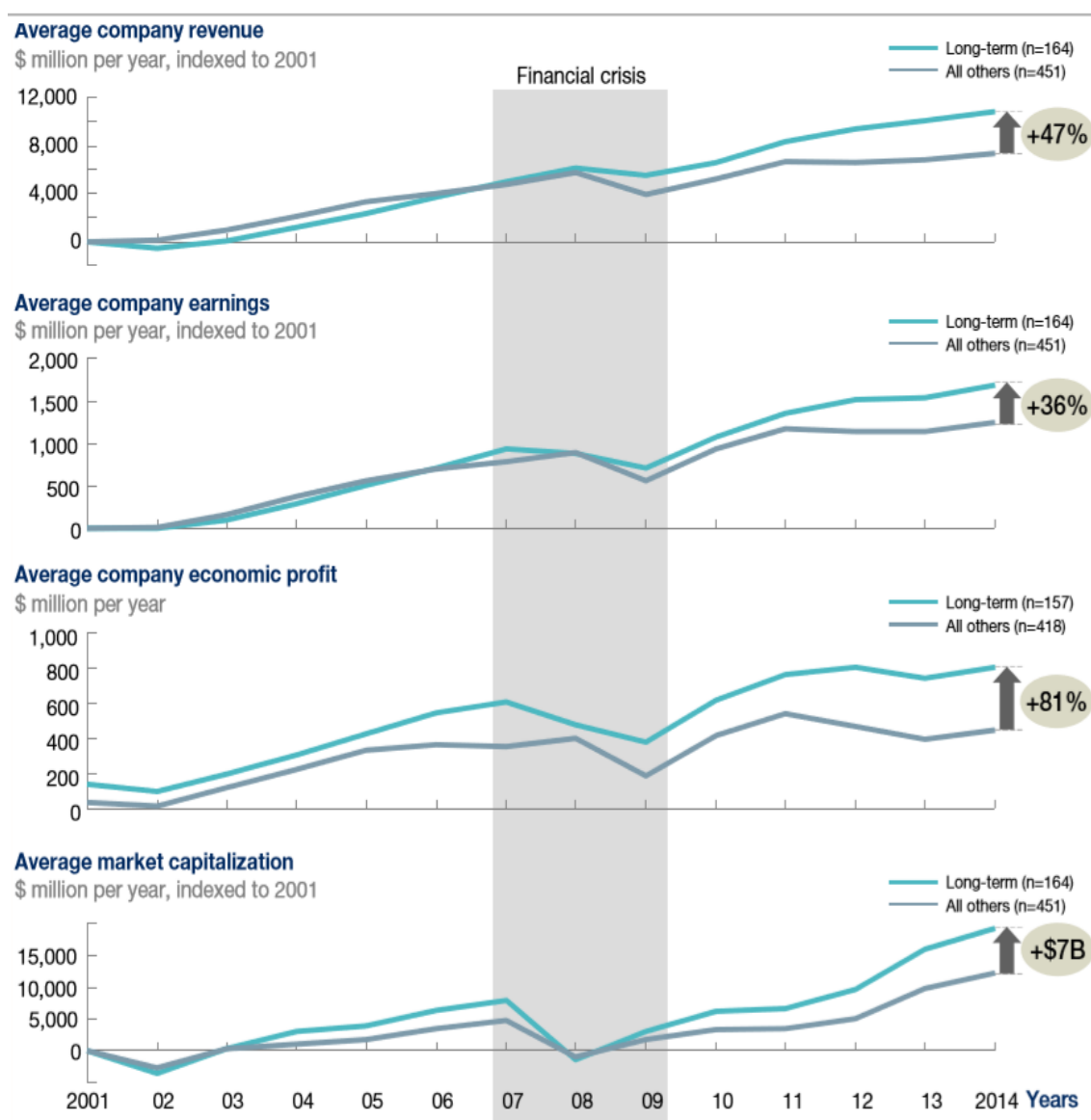
McKinsey & Company (2017: 1-3) は 2001 年から 2015 年の期間を調査し、「長期」に分類された企業²⁹は、売上高、収益、時価総額といった主要な財務指標が「短期」の同業他社よりも優れていることを示した。図表 4-1 が、それらの推移を示したものである。以下、それぞれの財務指標について数値を見ていく。

まず売上高は、他社よりも累積平均で 47%増加し、ボラティリティは減少した。次に収益は、累積平均で 36%増加し、経済利益は平均で 81%増加した。また同期間において、長期企業は多くの投資を行っていることがわかった。初めは比較的小規模の投資であったが、2014 年までに長期企業の方は平均して研究開発に約 50%多く費やしている。長期企業は金融

²⁹ 米国に上場している大企業と中堅企業 615 社を対象として、①投資成長率、②利益の質、③収益管理の 3 つの観点に基づいた 5 つの選別基準によって分類されている (McKinsey & Company, 2017: 1-3)。

危機の間も研究開発費を増やし続けていたが、他社は研究開発費を削減していた。2007年から2014年まで、長期企業の研究開発費は年率8.5%で成長したが、他社は3.7%程度であった。そして時価総額については、2001年から2014年の間に、長期企業では平均して70億ドル増加したのである。これは長期企業が時間の経過とともに、より強固な財務実績を示したということになる。さらに2001年から2015年にかけて、長期企業は各社平均で約12000人多く雇用を増やしている。もし長期企業のみならず、全体の企業において同程度の雇用を創出していたならば、アメリカ経済は500万人以上の雇用を増やしていただろうと推測されるという。この潜在的な雇用創出の暫定的な試算に基づくと、過去10年間で失われたアメリカのGDP（約1兆ドル）を超える価値があるとも述べられている。

図表 4 - 1 長期企業の売上高・収益・経済利益・時価総額の推移



SOURCE: McKinsey Corporate Performance Analytics; S&P Capital IQ; McKinsey Global Institute Analysis

出所：McKinsey & Company (2017) “MEASURING THE ECONOMIC IMPACT OF SHORT-TERMISM” p.8.

また Flammer and Bansal (2017: 1827-1845) は、企業の短期主義がビジネスの成功を妨げていることを示すと同時に、役員に対する長期的なインセンティブ（長期報酬）が業績を向上させることを明らかにした。ここでの長期報酬には、制限付き株式、制限付きストックオプション、長期的なインセンティブプランが含まれている。この研究では、役員に対する長

期的なインセンティブの外生的な変化を見るために、長期の役員報酬に関する株主提案の採用について検討し、企業価値、業績、研究開発、ステークホルダーなどとの関連について調査している。その結果、長期的なインセンティブの採用を決定した企業は、株価が大幅に上昇し、従業員と自然環境に関連する研究開発や、ステークホルダーに関する投資を増やしたことが示された。このことから長期的なインセンティブの採用は、①企業価値と業績の向上につながり、長期的な方向付けが企業にとって有益であること、②企業のイノベーションやステークホルダーとの関係など長期的な戦略への投資の増加を示唆するものであるということが述べられている。

この研究では、例えば 50.1%の票で長期的な報酬提案を可決した企業と、49.9%の票でその提案を拒否した企業との間には体系的な違いはないはずであると仮定し、回帰不連続デザイン（RDD）を使用して、株主総会におけるわずかな得票数の差によって生じる外政的变化を検証している。具体的には、長期的な報酬提案が業績に与える影響を3つの業績評価基準（資産利益率、純利益率、売上成長率）から検討した結果、長期的には運用パフォーマンスが一貫して向上することが明らかとなっている。この運用パフォーマンスは、短期的（投票の翌年）には低下するが、これは、短期的にはコストがかかるが長期的に見ればリターンが見込めるような長期プロジェクトへ経営者が投資するということと、より高い利益が実現するまでに時間がかかることを意味している。さらに、長期的な報酬提案を採用している企業が、イノベーションやステークホルダーとの関係などといった長期的な戦略への投資を増やす可能性が高いかどうかを調査するために、投票後の研究開発費の増加を観察した結果、長期的なインセンティブがイノベーション、特にリスクの高いイノベーションプロジェクトの追求につながることを示した。このことは、イノベーションを促進し、ステークホルダーとの関係を通じて無形資産（正当性、評判、信頼など）を取得できるようにすることで、長期志向が企業に利益をもたらすことを示唆している。また、投票後に社会的パフォーマンスの KLD-index が増加することがわかり、企業が社会的資本を構築することも示唆した。

Flammer and Bansal (2017) では、長期志向と財務業績との間の因果関係が明らかにされており、長期志向が有用であることを示唆している。

第4節 近年における ESG 投資の展開と考察

本節からは、長期志向の有用性を踏まえて、近年の金融市場における投資の傾向について見ていく。

気候変動など深刻化する環境問題といった社会的課題の解決に向けた世界的な取り組みを背景に、金融市場においても長期的な利益を追求する目的の投資が拡大してきている。それが例えば ESG 投資である。ESG 投資とは、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の観点から投資先を決定し行うというものである。本章では、後述するサステナブル投資も同義語として捉えている。これまでも、倫理の観点から社会的責任投資（SRI）という手法が存在していたが、近年では ESG の観点にも注目した投資が拡大してきているのである。ESG の概念は 2006 年の責任投資原則（PRI）で提唱され、この PRI へ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が署名したことが、日本における ESG 投資の契機となった。

PRI では、機関投資家が受託者の長期的な利益のために行動すべきであるという方針が掲げられており、図表 4-2 のような 6 つの原則を行動指針として示している。

図表 4-2 PRI における 6 つの行動原則

1	ESG 問題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む。
2	アクティブな所有者（株主）になり、ESG 問題を運用方針と実施に組み込む。
3	投資先の企業による ESG 問題の適切な開示を求める。
4	投資業界におけるこの原則の受け入れと履行を促進する。
5	この原則の履行における効果を高めるように協力する。

6	この原則の履行へ向けて活動と進捗についてそれぞれ報告する。
---	-------------------------------

出所：PRI（2018）<https://www.unpri.org/download?ac=4218> 2020年4月6日最終アクセス。

次に ESG 投資の種類について確認する。

Global Sustainable Investment Alliance（GSIA，2019：10）によると，ESG 投資の種類は図表 4－3 のように 7 つに分類され，選択することが可能である。ヨーロッパでは 1 のネガティブスクリーニングが最大の戦略となっているが，アメリカ，カナダ，オーストラリア，ニュージーランドでは 4 の ESG 統合が資産の大部分を占めている。一方，日本では，7 の企業のエンゲージメント・議決権行使型が主な投資戦略となっている。

図表 4－3 ESG 投資の種類

1	NEGATIVE/EXCLUSIONARY SCREENING 特定の ESG 基準に基づく，特定のセクター，企業，議決権行使ファンドまたはポートフォリオからの除外。
2	POSITIVE/BEST-IN-CLASS SCREENING 同業他社と比較して ESG のパフォーマンスが向上するように選択されたセクター，企業，またはプロジェクトへの投資。
3	NORMS-BASED SCREENING OECD，ILO，国連，ユニセフなどが発行する国際基準に基づく，ビジネス慣行の最低基準に対する投資のスクリーニング。
4	ESG INTEGRATION 投資マネージャーによる環境，社会，ガバナンスの要因の体系的かつ明示的な財務分析への組み込み。
5	SUSTAINABILITY THEMED INVESTING 持続可能性に特に関連するテーマまたは資産への投資（例：クリーンエネルギー，グリーンテクノロジー，持続可能な農業）。

6	<p>IMPACT/COMMUNITY INVESTING</p> <p>社会投資や環境問題を解決することを目的とした投資で、コミュニティへの投資を含む。資本は、伝統的にサービスが不十分な個人やコミュニティに向けられており、社会的または環境的に明確な目的を持つ企業へ資金が提供される。</p>
7	<p>CORPORATE ENGAGEMENT AND SHAREHOLDER ACTION</p> <p>直接的な企業への関与（経営幹部や取締役会との対話）、株主提案の提出または共同提出、および議決権行使を含む、包括的なESGガイドラインに基づく、企業行動に影響力を与える株主力の使用。</p>

出所：GSIA（2019）p.7.

続いて、世界におけるESG投資の規模を把握する。

図表4-4の比較を見ると、日本のサステナブル投資資産が2年間で約4倍になり、他国と比較して最も多い増額であった。これによって、日本は、ヨーロッパ、アメリカに次ぐ3番目のサステナブル投資市場となった。日本のサステナブル投資戦略は、エンゲージメント・議決権行使型が総額141兆円の資産によって展開され、ESG統合が122兆円で続いている。このような日本の投資市場の拡大の背景には、安倍晋三政権時代の経済成長戦略の一環としての民間投資の継続的な奨励と、さまざまな政府機関による取り組みがある（GSIA, 2019: 4）。

図表 4 - 4 ESG 投資額の比較

Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
TOTAL	\$ 22,890	\$ 30,683

Note: Asset values are expressed in billions of US dollars. All 2016 assets are converted to US dollars at the exchange rates as of year-end 2015. All 2018 assets are converted to US dollars at the exchange rates at the time of reporting.

出所：GSIA（2019）p.8.

以上からもわかるように、近年では日本においても ESG 投資が拡大しつつあり、金融市場や企業でも長期志向が高まっていることが理解できる。ESG 投資は、GSIA でも述べられているように、戦略の 1 つとして位置づけられ、長期的な価値を創出する目的がある。

ESG 投資による価値創造という視点から、先行研究のなかには、ESG 投資が企業の業績を向上させるのか検証した研究も存在する。

例えば Friede et al.（2015：210）は、1970 年代まで遡って約 2200 件の実証研究を収集し、ESG と企業の財務業績の間の関係性をメタ分析によって検証した。その結果、90%以上の研究で負の相関はないことが認められ、収集した研究の多くで正の相関が示されていたという。Kumar et al.（2016：292）は、ESG の要因を組み込んだ企業が、同じ業界の同業他社よりも株価パフォーマンスのボラティリティが低いことを示し、各業界は ESG の要因によって異なる影響を受け、ESG の要因を組み込んだ企業は、より高い収益を生み出すということを明らかにしている。異なる視点として、水口（2016）は、ESG と投資の意思決定との関連に着目した。この研究は、機関投資家が ESG の問題を投資の意思決定プロセスに統合するという傾向が高まっていることから、この傾向が実際の環境問題と社会問題にどの程度影響を与えているか調査したものである。そして、機関投資家が ESG の問題を投資の意思決定に統合する動機には、倫理

的、財務的、普遍的な所有権の動機という3つのタイプがあることを明らかにし、普遍的な所有権が統合の主な動機になる場合、他の動機の場合よりも、実際の環境問題や社会問題にプラスの影響を与えているとされている（水口、2016：27）。

このように、ESG投資も長期的な価値を創造する要因の1つであるという議論も、今後増えていくと考えられる。

金融市場においてESG投資が増加していることから、投資や資金調達面で長期志向の存在意義が高まってきていることがうかがえた。その背景には、企業を継続させていくために必要な環境問題への対応などといった長期的な社会的課題がある。本節では、そのような社会背景と、前節までの内容を基に、長期志向の企業経営の分析可能性を探る。

ここまで、短期志向の見直しの必要性と長期志向の高まりについて示されたが、必ずしも短期志向を排除するべきであるというものではないことを注意しておきたい。小林（2017b：45）では、社会状況の変化とともに重視される企業価値も変化していくことを示した。つまり、現在の社会情勢を考慮しながら、企業は価値を生み出していく必要があると考えられる。現在において重要視される企業価値とは何かということを考えて経営を行う際には、自社の置かれている状況などを踏まえた上での的確な判断が求められるのである。しかし各々の状況や業界によって、価値創造の方法や期間に差が生じる場合もある。これらの差については、いくつかの視点が想定されるため、今後の研究対象となり得るだろう。

既述の先行研究のうち、McKinsey & Company（2017）における長期志向の判断基準は①投資成長率、②利益の質、③収益管理の3つの観点に基づいたものであり、数値によって長期志向の影響を表したものである。この研究では調査対象がアメリカに限定されているため、日本やその他の国々においても同様の結果が得られるのかという点に、分析の可能性を有していると考えられる。

またFlammer and Bansal（2017）では、長期の役員報酬を採用している企業は、イノベーションやステークホルダーとの関係などといった長期的な戦略への投資を増やす可能性が高いことが示されていた。このことか

ら、ステークホルダーとの関係性を重視している企業は長期志向を取り入れやすいのではないかという仮説が立てられる。ステークホルダーとの関係性が企業の志向に影響を与えるものであるのかという点も分析課題の1つとして挙げられるだろう。

さらに GSIA (2019) による ESG 投資額の比較を見ると、日本が他国と比較して最も大きい倍率を示したことから、日本企業の経営が ESG 投資によってどのように変化したのかを対象とする研究もされ得ると考えられる。例えば、ESG 投資が戦略の1つとして位置づけられていることから、長期志向の戦略をとっている企業の実態調査をすることで、投資が企業経営に与える影響をより明らかにすることができるものと考えられる。

第5節 小括

本章では、短期志向の問題点と長期志向の可能性について改めて確認することができた。さらに ESG 投資の拡大にも見られるように、現在では、長期志向が日本だけでなく世界的にも支持される傾向となっていると言える。今日における長期志向は、気候変動などの環境問題や、多様性がより複雑化する時代において、企業が存続し共生するにあたって不可欠な志向である。そのような状況下では、今後も、長期志向が企業経営において有意義なものになると考えられる。

本章は、小林 (2017a) の主張をより裏付けるものであり、かつ企業経営における長期志向のさらなる分析可能性を示唆するものである。具体的には、金融市場における短期志向の問題点を明確なものにし、長期志向と企業の業績の関係性を確認したことにより、企業が今後どのように長期的な利益を生み出していけばよいのか、その意思決定の判断指針へ貢献したと考えられる。

そして、ESG 投資の拡大によって長期志向が促進されていると述べたが、その開示方法や評価方法に統一した見解はないため、体系化する必要がある。また、ESG の要素は多岐にわたり非財務的なものも多い。そのため企業ごとに認識の差異があり、同一の状況下における検証は困難であ

ると考えられる。ゆえに、これらの点に関する研究課題を提示したことも、先行研究に寄与するものであると考える。

本章の限界として、短期志向の見直しの必要性と長期志向の企業経営の分析可能性を明確に示すことにとどまっているため、実際の企業経営の分析研究が十分ではない。特に、自国である日本の企業についての分析は皆無に等しい。したがって次章以降で、個別の企業がどのような取り組みを行っているのかといった事例研究の蓄積を行う。

第5章 企業の長期志向における非財務情報の位置づけ

第1節 情報開示における非財務情報の重要性

本章では、長期的な価値創造の重要性が高まりつつある時代において、企業の情報開示にどのような変化が見られるのか概観し、企業価値との関連性を見ていく。

株主価値の最大化を目標とした株主価値経営の時代では、短期的な株主利益に直結する情報が必要とされていたと考えられる。しかし近年では、SDGsという目標へ向けた取り組みが国際的に行われるようになってきている。SDGsが国際連合によって採択された同時期には、日本の機関投資家であるGPIFがPRI³⁰へ署名した。これらには中長期志向の観点が共通しており、企業が開示する情報にも、ESGの観点を考慮した傾向が見られるようになってきているのである。さらに、コーポレートガバナンス・コードの改訂事項には、ESG要素を主とした非財務情報の開示に関し、利用者にとって有益な記載にするなど説明責任を果たすよう記載されている（株式会社東京証券取引所，2018：11）。このような動向を受けて、各企業は多様な非財務情報を開示するようになってきている。

非財務情報は、従来の財務諸表などではその正確な実態の把握が難しく（一般財団法人企業活力研究所，2018：9）、各国や各社で取り組むべき課題は多岐にわたるため、重要視される要素は異なっている。近年のように中長期志向の経営への関心が高まる³¹なかでは、非財務情報の存在意義は意味のあるものになってきていると考えられる。

姚（2015：240）によると、従来の投資家は、短期的な利益のみに目を

³⁰ 国際連合によって定められた、投資の意思決定をする際に、E（環境：Environment）、S（社会：Social）、G（ガバナンス：Governance）に配慮する企業であるという条件を求めるものである。

³¹ 小林（2017）では、サブプライムローン問題が起きた後に、短期的な利益のみを追求する行為が疑問視されるようになり、現在では中長期的な利益も考慮した経営を行う企業が増えてきたことを指摘している。

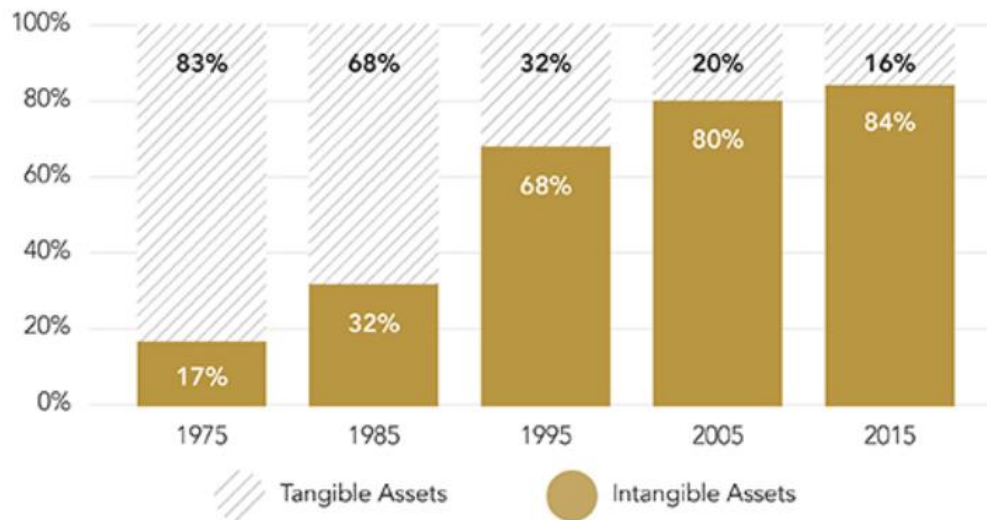
向けた短期売買を行う者も多かったため、企業価値の評価や投資意思決定を行う際は、財務諸表の分析にとどまっていたとされている。しかし、企業価値における無形資産が占める割合が多くなってきたことで、人材や組織力、知的資産などの無形資産が企業価値を大きく左右するという認識が浸透してきたため、企業価値に対する考え方にも変化が生じたという。さらに、長期的な投資を行う投資者が企業の長期的な成長性やリスクを判断するためには、財務情報だけでは不十分であることから非財務情報の必要性が認識され始めたため、非財務情報の開示は、狭義の企業価値から広義の企業価値へ転換するためのポイントになり得る（姚，2015：241）と述べている。

尾畑（2011：29）でも、企業価値を説明する際には、有形資産のみでは不十分であり、伝統的な財務報告における企業価値説明能力が低下しているという問題意識が述べられている。さらに、知的資産やブランドなどといった無形資産による企業価値の説明が増加してきており、環境に対する企業の意識が企業価値に影響を与えるようになってきているとし、無形資産の価値が相対的に高まりつつあることを指摘している。

以下の図表5-1は、アメリカにおける市場価値の構成要素のうち、無形資産が占める割合が増加していることを示している。ある企業が保有する無形資産の市場価値が高いということは、その企業価値にも、企業が保有する無形資産の価値が反映され得ると考えられる。この根拠は、第2章において既述したように、企業価値は資本の市場価値と等しいという見解もある（宮崎，2005：44-45）ということである。企業価値の定義に関しても第2章で述べたが、本研究における企業価値の捉え方は、後藤（2016）の「短期的な考え方によると企業価値を経済的価値としてだけで捉えることが多いが、株主以外のステークホルダーにとっての価値を考えると、企業価値は、経済的価値、社会的価値、環境的価値の総和として捉える必要がある（後藤，2016：76）」という主張に依拠している。また、企業価値を形成する1つである社会的価値は、非財務的要素も含むと定義した。次節で後述するように、無形資産にはブランド、特許、人的資本などといった非財務的要素が含まれることから、図表5-1のグラフか

らは、企業価値を説明する上では、非財務的要素の重要度が高まっているということが言える。

図表 5 - 1 S&P500 における市場価値の構成要素



出所：Ocean Tomo (2017) 「Intangible Asset Market Value Study」
<https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/> 2019年8月26日最終アクセス。

先行研究では、無形資産のような非財務的要素の重要度の高まりを示唆するものや、企業価値への影響を議論するものはあるが、各企業の実際の非財務情報の開示内容について分析し論じるものは少ないため、研究の蓄積が必要であると考えられる。近年の傾向を踏まえても非財務情報が中長期的な経営において重要であることから、本章では、現代の企業経営では非財務情報の開示がどのように位置づけられ、中長期志向の経営を続けるためにはどのような開示が有効なのか、日本企業における非財務情報開示の方向性を考察することを目的としている。企業における非財務情報の位置づけを明確にすることで、先行研究で示唆されるような非財務的要素の重要性や、企業価値へ結びつくプロセスをより理解することができるものとする。

次節では、本章におけるキーワードの定義を明確にするとともに、非財務情報の開示に関する先行研究のレビューを行っていく。

第2節 用語の定義と非財務情報の開示に関する先行研究

① 非財務情報

一般財団法人企業活力研究所（2018：9）によれば、非財務情報には例えば以下のような情報が含まれている。本章では、下記の総称として非財務情報という言葉を使用する。なお本章では、サステナビリティ情報とESG情報を同義語として捉えている。

- ・財務報告（有価証券報告書やアニュアルレポート）内の財務諸表以外の情報。
- ・サステナビリティ情報（CSR報告書などで開示されている、環境・社会面などに関連する情報）。
- ・ガバナンス情報（内部統制報告書、コーポレート・ガバナンス報告書などの情報）。
- ・経営理念・経営ビジョンや中期経営計画といった経営の方針に関する情報。
- ・ビジネスモデルや経営戦略に関する情報。
- ・無形資産（ブランド、特許、人的資本など）に関する情報。

② SDGs

2015年の国際連合サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」³²に盛り込まれている17つの持続可能な開発目標

³² このアジェンダによると、SDGsと169のターゲットは、ミレニアム開発目標（MDGs）を基にしており、MDGsが達成できなかったものを全うすることを目指すとされている。具体的には、すべての人々の人権を実現し、ジェンダー平等とすべての女性と子供の能力強化を達成するというものである。これらの目標およびターゲットは、持続可能な開発の3

(Sustainable Development Goals) のことである。SDGs が設定された背景には、各国が経済成長を推進する一方で、企業も主体的に貧困問題、教育や健康、雇用機会といった幅広い社会的なニーズに取り組みつつ、気候変動対策や環境保護を図る戦略が必要だという認識がある。SDGs に法的拘束力はないが、各国の政府には当事者意識を持って取り組むとともに、国内的枠組みを確立することが期待されている³³。

③ ESG

環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の 3 つを意味する。

日本においては、GPIF が PRI に署名したことで投資の意思決定の際にも ESG の観点を必要とする動きが見られるようになっている。近年の企業活動においても ESG を意識したものが増加してきている。

④ マテリアリティ

以下の図表 5 - 2 で、世界で用いられている主な情報開示基準において、それぞれに示されているマテリアリティの考え方をまとめている。本章では、マテリアリティを、企業が中長期的に価値を創造するための重点課題と定義する。

非財務情報の開示にあたっては、マテリアリティの特定が開示レベルの充実度や企業価値の向上に影響することから、重要度が高いものとなっている (一般財団法人企業活力研究所, 2018: 2)。

つの側面、すなわち経済、社会、環境を調和させるものである。

³³ 国際連合広報センター Web サイト

https://www.unic.or.jp/news_press/features_backgrounders/17430/
2019 年 10 月 6 日最終アクセス。

図表 5 - 2 ESG 情報開示基準におけるマテリアリティの定義

GRI スタンドアード	①経済、環境、社会に与える著しいインパクトを反映する項目、または、②ステークホルダーの評価や意思決定に対して実質的な影響を及ぼす項目。
国際統合報告フレームワーク	短・中・長期の組織の価値創造能力に実質的な影響を与える事象。
SASB スタンドアード	企業の所在場所にかかわらず、産業における典型的な企業の経営成績や財務状態に当然影響を与えると考えられるサステナビリティ課題のミニマム・セット。 ※「投資家の関心」および「財務への影響」に関するエビデンスに基づいて開示項目・指標を決定。
TCFD 最終提言書	公開企業が年次財務報告書類において開示する法的義務を負っている重要な情報。 ※ G20 の大半の法的管轄区域において、公開企業は財務報告に気候関連情報を含めてマテリアルな情報を開示する義務を負っている。

出所：ニッセイアセットマネジメント（2019）「ESG に関する情報開示についての調査研究」 p.32,

https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf 2019 年 10 月 6 日最終アクセス。

次に、非財務情報の開示に関する先行研究のレビューを行う。前述したように、現在では無形資産のような価値への関心が高まっており、それゆえに企業価値との関連性が研究されている。

例えば青木（2019：2）は、企業活動の ESG に主眼を置き、企業が中長期的な企業価値を高めるための情報開示のあり方についてまとめている。この研究では、まず日本と他国の情報開示規制を比較することで、各国において非財務情報を含めた開示が求められている経緯について説明している（青木、2019：5-6）。次に、企業の ESG に関わる活動が企業価値

の向上につながることを確認し、非財務情報と ESG の関連性についても言及している（青木，2019：8）。

宮川・米岡（2019：68）は、非財務情報の中でも知的資産に着目し、知的資産情報の開示方法の工夫を提示し、持続的な価値創造との関連性を述べている。この研究では、ESG を持続的な企業価値創造の重要な構成要素とし、ESG にかかわる知的資産情報に注目が集まっていると述べている。企業が開示する知的資産情報の評価事例として、地域の金融機関の融資決定までの流れを挙げ、例えば地方の中小企業が地域の金融機関から融資を受ける際には、企業が保有している特許や基幹技術、ノウハウなど他社との競争優位をもたらす源泉である知的資産が評価されるとしている。しかし一方で、知的資産は企業の成長性を分析したり、外部からの評価の判断基準として重要性を持つにもかかわらず、ビジネスモデルとは分離され関係づけられていなかった（宮川・米岡，2019：68）とし、知的資産の価値に対する再考の余地を提示している。また、持続的な価値創造への取り組みの1つとして企業間連携を挙げ、企業間連携を行うためには相手企業の経営情報を知る必要があり、財務情報だけでなく、知的資産を中心とした非財務情報も必要となる（宮川・米岡，2019：73）と述べている。さらに、知的資産開示に関する現状を把握するため、企業に対してアンケート調査を行い、企業間連携を認識している企業は知的資産情報の作成を行っているという結果を得ている（宮川・米岡，2019：76）。結論部分では、今後の情報開示の傾向として非財務情報と財務情報の結合を指摘し、その体系としては、企業の持続的な価値創造に焦点をあてるような非財務情報がメインになり、事業の業績、財政状況を示す財務情報がサブ情報になる（宮川・米岡，2019：78）と述べられている。しかし、このようなメインとサブの関係という点に関しては、さらなる議論を深める余地があると考えられる。

知的資産と企業価値との関連性に着目する論文は他にもある。例えば井出・竹原（2016）は、知的資産に関わる特許情報と企業価値の関連性を実証的に明らかにした。この研究では、特許の質の指標を併用した分析を実施し、特許情報と企業価値・収益性の間に統計的に有意な正の相関関

係が存在することを確認している。考察では、特に排他的技術利用権と企業価値との関連性が強く、競争力に直結する経済的価値を伴う特許取得が企業価値の創出において重要である（井出・竹原，2016：3）と述べている。

企業価値との関連性を示す実証研究には大鹿（2016）もある。大鹿（2016：69）では、統合報告書に見られる非財務情報の開示の必要性についても検討しており、実証分析の結果、定時株主総会に関する情報、環境に関する情報、および従業員に関する情報が価値関連性を有していることを明らかにしている。

さらに海外における研究には、Stolowy & Paugam（2018）がある。この研究では、非財務報告が近年拡大していることに注目し、2006年から2016年の間に企業が報告した非財務情報の範囲と種類の変化について調査している。南アフリカの企業のサンプルでは、特に2006年から2011年にかけて非財務報告が大幅に増加していることが示され、この変化は、新しい環境、人的資本、業績、戦略的開示によって推進されているとしている。同時に、企業報告における財務情報の相対的な重要性が大幅に減少したことも指摘している。さらに、S&P 500 インデックスと Euro Stoxx 600 インデックスの構成銘柄のCSR・サステナビリティ情報の報告方法の比較も行い、CSR・サステナビリティレポートを発行する企業の割合が2002年から2015年にかけて劇的に増加したことも示している。また、米国の株価指数および成長企業の構成要素である企業がCSR・サステナビリティ情報を報告する可能性が低いのに対し、資本集約度やCSRパフォーマンスが高く、より多額の財務業績をあげる、環境に敏感な産業を有する欧州の株式市場における企業は、CSR・サステナビリティ情報を報告する傾向があるということも明らかにしている（Stolowy & Paugam, 2018：525）。

欧州における企業では、環境に関する非財務情報を積極的に開示している傾向が見られる。非財務情報の開示について、日本とイギリス間で、どのような差異があるのか調査したものがあり、その結果が図表5-3である。

図表 5 - 3 非財務情報開示における日本企業とイギリス企業の違い

領域	調査項目	イギリス企業 (FTSE100)	日本企業 (TOPIX100)
戦略	中核事業の戦略とサステナビリティの課題との関連が示されているか？	87%	46%
マテリアリティ	サステナビリティの重要課題を特定するプロセスが開示されているか？	70%	22%

出所：PwC Japan (2016)「コーポレートサステナビリティと非財務情報の重要性」

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160108.html> 2019年8月26日最終アクセス。

PwC Japan (2016) は図表 5 - 3 の結果を受けて、次のような指摘をしている。

非財務情報開示のフレームワークとして活用されている Global Reporting Initiative (GRI) ガイドラインでは、2013年に発表した第4版において、企業に対してマテリアリティにより焦点を当てた報告を求めるという改訂が行われた。マテリアリティにより焦点を当てた報告とは、サステナビリティに関連する幅広い課題に対して、それら全てを情報開示するのではなく、企業の中長期的な戦略における重要な課題に焦点を当てて開示するということである。しかし、日本企業が開示する内容は、中長期的な企業戦略が示されることなく環境・社会側面に関する取り組みが羅列的に示されていることが多い。それを確認することを目的として、2014年に PwC が図表 5 - 3 のような調査を実施した結果、次の2点が明らかになった。1点目は、日本企業はサステナビリティの取り組みがコア

ビジネスの戦略とリンクしていないことが多いため、長期的な視点で何が重要な課題であるかが明確に示せていないということである。2点目は、具体的な取り組みにおいて、その実績が計測可能な KPI によって示されていないということである。これらの理由から、日本企業の現在の非財務情報開示は、GRI ガイドラインに必ずしも応えられているとは言えない³⁴としている。

先に見た先行研究では、非財務情報と企業価値との関連性を明らかにしており、財務情報と同様に、非財務情報も企業価値を説明する重要な要素であることがわかっている。しかし図表 5 - 3 のように、日本企業の非財務情報の開示内容には不足部分があることが指摘されている。次節では、非財務情報の開示内容が GRI ガイドラインに合致している企業を取り上げ、今後の日本企業が非財務情報開示の充実化を図るための方向性を示す。

第 3 節 非財務情報の開示事例

本節では上記の課題から、次の条件を満たす企業を選定した。①中長期的な経営計画を明示していること。②ESG の観点を考慮していること。③マテリアリティの特定プロセスを開示していること、以上の 3 点である。また、Topix100 の構成銘柄の各社の公開情報を踏まえて、前述した課題に対応しており、他の日本企業への示唆を内在する企業を絞り込んだ。その結果、本章では、東レ株式会社（以下、東レ）を特筆すべき事例として選出した。

東レは「創業以来、事業を通じた社会への貢献を経営理念に掲げており、CSR の推進は経営理念の実現そのものと考え、独自に策定した CSR ガイドラインと CSR ロードマップに基づいて目標を定め、持続可能な社

³⁴ PwC Japan (2016) 「コーポレートサステナビリティと非財務情報の重要性」

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160108.html> 2019 年 8 月 26 日最終アクセス。

会の構築への貢献と、持続的な成長の両立を目指し、企業倫理・法令遵守や環境保全、人権推進・人材育成、社会貢献などに取り組んでいる。近年、社会的課題がますます多様化する中、事業を通じた社会への貢献をはじめ、社会の発展と課題解決に積極的な役割を果たし、全てのステークホルダーにとって高い存在価値のある企業グループを目指す³⁵。」としている。2018年7月には「東レグループサステナビリティ・ビジョン」を公表し、革新技术と先端材料の創出を通じて課題解決に貢献するグループ全体の長期的な姿勢を示した。東レは1999年から「環境報告書」を作成しており、2004年にはCSR委員会の設置を受けて「環境・社会活動報告書」を発行している。そして2005年度からは、2004年12月に策定した東レグループCSRガイドラインおよびCSRアクションプログラムに沿った報告内容の「CSRレポート－環境・社会活動報告－」を公表した。2005年度の報告書は、「環境報告書ガイドライン」と「GRIサステナビリティリポーティングガイドライン2002年版」を参考に作成されている。本章ではCSRレポートになった2005年度以降の同社の報告書を分析対象とした。

同社の報告書では、2005年度から2007年度にかけて「GRIガイドライン対照表」、2012年度から2014年度にかけては「ISO26000対照表」、2015年度には「GRIガイドライン（第4版）対照表」と「ISO26000対照表」の両方が掲載されていたが、2008年度から2011年度と2016年度以降の報告書には上記の表は記載されていなかった。上記の対照表は、報告書を読むステークホルダーが、同社の取り組みとGRIスタンダードの対応をより理解しやすくするために必要であると考えられる。

2005年度から2006年度にかけては「21世紀の東レグループの企業イメージ」とCSR活動が各年度の報告のメインとなっている。同期間は、上記のCSRガイドライン（2004年12月策定）と企業倫理・法令遵守行

³⁵ 東レ株式会社 Web サイト「東レグループの CSR」
<https://www.toray.co.jp/sustainability/stance/> 2020年8月18日最終アクセス。

動規範（2003年10月制定）、環境10原則（2000年1月制定）の3つを基礎としてCSR活動の報告がされている。

2007年度になると、長期の経営ビジョンとともに中長期経営課題の説明が見られた。ここでは同社の企業活動の全ての領域において

「Innovation（革新と創造）」に挑戦しながら新しい価値を創造し、社会の持続的な発展と環境の保全・調和に向けた新たな経営課題を策定したとの記載があり、同社では2007年度からサステナビリティの意識が反映された報告書の作成がなされている。さらに同年度の報告書では、地球温暖化問題を最重要課題として認識しているとの記載もある。同社グループは、1973年のオイルショックを契機に、省エネ活動や燃料転換などによって温室効果ガス排出量を着実に削減してきたが、他の業種に素材を提供しているメーカーとして、エネルギー削減あるいは温室効果ガス削減に貢献する製品を提供すべきであるとの考えを説明し、同年度に自社の事業を通じたマテリアリティを環境面において設定していたと言える。そして「環境・社会に貢献する製品」の一覧や「化学物質排出・移動量データ」を記載し、環境面への取り組み例を挙げている。2008年度の報告書も2007年度とほぼ同様に環境への対応がメインの記載であった。

その後2009年度から2013年度は、環境対応の報告内容とともに、顧客や社員、株主、社会といったそれぞれのステークホルダーへの対応が個別に記載されるようになった。そして2014年度から2016年度には、ESGのそれぞれの観点に分けた報告に加え、「新しい価値の創造」という観点からの内容となっている。報告書のページ数も年々増加傾向にあることから、同社の非財務情報に対する関心度や、開示の必要性の高まりが見られる。

2016年度から2018年度のトップコミットメントでは、時代背景に沿った同社の方針の記載がある。企業には経済的な発展と同時に環境問題などの社会的課題の解決に貢献することが求められているとの認識を基に、新しい素材の開発を通じて新しい価値を創造することが、社会的・経済的

な諸課題の本質的な解決につながる³⁶と述べている。経営戦略においては長期経営ビジョン“AP-Growth TORAY 2020”を設定し、それを達成するための中長期経営課題“プロジェクト AP-G”を定めており、2019年度現在も進行中である。また同社には5つの重点施策の内の1つとして「新事業創出」があり、2020年以降の持続的成長に向けて注力する分野への重点的なリソースの投下を行う³⁷としている。さらに同社は、事業拡大とCSRを成長の両輪とし、事業活動を通じた社会課題の解決に加え、CSRの推進を経営の最優先課題の1つと位置づけ「第6次CSRロードマップ」³⁸に基づいて「企業倫理・法令遵守」「安全・防災・環境保全」に取り組む³⁹としている。このように直近3年間のトップコミットメントでは、新しい価値の創造をキーワードに、サステナビリティの課題と自社の事業の関連性が窺えた。

同社のCSRレポートは、同社のCSR活動をステークホルダーへ理解してもらうためのコミュニケーションツールとして位置づけられており、ウェブサイトを報告のメインメディアとして体系的にまとめられている。この方針は、情報開示のあり方に関する課題の1つである「わかりやすさ」にも対応していると考えられる。

以上の公表内容を踏まえた東レの非財務情報開示の特徴は、以下の4点に集約できる。

(1) 本業を通じた課題設定

同社は、新素材の開発を通して社会課題に対応するため、持続可能性を意識した経営計画を立てている。

(2) CSRとマテリアリティの関連性の明示

有識者やステークホルダーとの対話の機会を設けながら、マテリアリ

³⁶ 東レ株式会社「CSRレポート2016年度版」p.6.

³⁷ 東レ株式会社「CSRレポート2017年度版」p.8.

³⁸ 詳細は、東レ株式会社「CSRロードマップ・2018年度のKPI達成状況」を参照。

³⁹ 東レ株式会社「CSRレポート2017年度版」p.8.

ティを設定している。また、GRIスタンダード第4版に基づいて設定したマテリアリティをCSRロードマップに反映させている。CSRのマテリアリティ設定に至るまでのプロセスを表した図表と、同社のCSRガイドラインとの対応表が、2018年度の報告書に記載されている。

(3) 各ステークホルダーに対応するCSRの取り組み

ステークホルダーのうち、顧客、社員、株主、社会のそれぞれに対する同社の取り組みが開示されている。雇用率など定量化できるものはデータとして掲載されていた。

(4) KPIの設定

同社は独自のCSRガイドラインを策定し、CSRロードマップとして活動の開示を行っている。そこでは目標に対する進捗状況や成果が開示されており、個別のKPIを一覧にしてウェブサイトにて公開している。

また東レグループは、社会的責任投資やIR情報発信に関して、次のような外部評価も受けている⁴⁰。

①アメリカのダウ・ジョーンズ社とスイスのRobecoSAM社による社会的責任投資株価指標であるDow Jones Sustainability Indices (DJSI) のAsia Pacific Indexに採用されている。

②ロンドン証券取引所グループに所属するFTSE Russell社の「FTSE4Good Index Series」ならびに「FTSE Blossom Japan Index Series」に採用されている。

③世界の機関投資家に対して投資の意思決定をサポートするツールを提供しているMSCIのESG Indexesに採用されている。

④ベルギーに拠点を置く社会的責任投資の推進団体であるForum Ethibelの投資ユニバースEthibel Investment Registerの「Ethibel PIONEER」ならびに「Ethibel EXCELLENCE」に採用されている。

⁴⁰ 東レ株式会社 Web サイト「社外からの評価」

<https://www.toray.co.jp/sustainability/stance/evaluation.html> 2020年8月18日最終アクセス。

⑤国際的な非営利組織 CDP が実施した調査において、「水セキュリティ」の分野で最高評価である「Aリスト」企業に選定されている。また「気候変動」の分野では「A-」の評価を受けている。

⑥読者の視点に立ったホームページのわかりやすさという観点から、2018年に、インターネット IR・優良賞、全上場企業ホームページ充実度ランキング最優秀サイトの業種別（繊維製品）1位、IR サイトランキング銀賞・業種別（繊維）1位を、それぞれ受賞している。

以上のように、近年 CSR 報告書などにおいて開示される情報の中には、サステナビリティのためのマテリアリティと結びつけて設定された目標が見られるようになっている。

北田（2019）は、CSR 関連報告書などの公表データからサステナビリティ目標の設定期間に焦点をあて、産業ごとの特徴を示している。分析の結果、次のようなことを明らかにしている。北田（2019：16）によると、「まず環境関連項目について、製造業企業は非製造業企業と比べて数値に基づいた環境目標を開示する割合は高いものの、環境関連項目の長期目標の設定期間は非製造業企業の方が製造業企業よりも有意に長いことが示された。産業別では特に建設にカテゴリーされる企業が最も長期の目標を設定する傾向にあり数値目標の開示に対しても積極的であった。他方で社会関連項目については産業ごとの顕著な傾向はあまりみられず、数値目標を開示する企業の割合も、長期目標の設定期間も製造業企業と非製造業企業の間には有意な差がみられなかった。産業別には、環境関連目標の場合と同様に建設のカテゴリーに属する企業は積極的に数値目標を開示するとともに、他業種の企業よりもより長期の目標を設定する傾向にあったものの、それ以外の企業では大きな差がみられなかった」という。加えて、「SDGs へのコミットメントを開示する日本企業数は国連で採択された2015年より急激に増加しており、2017年の段階で17の目標それぞれへのコミットメントの状況を調べたところ、企業の本業との関連性の高い目標8・12・13へのコミットメントを示す企業が多かった（北田，2019：16-17）」と述べている。

第4節 小括

最後に、本章から得られた実践的・理論的インプリケーションを述べて小括とする。

まず、実践的インプリケーションである。

企業によって公表されたレポートから、企業は中長期的な経営のためには非財務情報が重要であると判断し、活用していることが窺える。つまり経営活動にとって非財務情報は、企業の中長期的な目標を達成するために不可欠な一要因であると位置づけられるだろう。また非財務情報は、財務情報と比較して可視化されるまでに中長期期間を要するものがある。比較的短期間で可視化される財務情報のみで企業価値を決定するということは、将来得られる価値を含んでいないことを意味する。したがって、企業の全ての価値を判断するためには財務情報だけでは不十分であり、非財務情報も含めた企業価値判断が必要なのである。この点から、①非財務情報は、各企業の個別の価値に対する評価を、より正確なものにするためにも必要であると言える。また、②非財務情報を開示することで、企業の持つ価値を外部に周知し共有することが可能となる。これらの2点において、非財務情報は有用であると考えられる。

さらに、企業が自社の非財務情報を中長期の経営計画や経営戦略の中にどのように位置づけしているのか、その考えも公表することで、外部のステークホルダーがその企業の方針をより理解することができる。企業は情報を積極的に発信することで、将来の投資家や顧客を獲得することもできると考えられる。

今後、日本企業がグローバルスタンダードで期待されるような非財務情報の開示を行っていくためには、自社の事業とサステナビリティに関連する課題がリンクしていることを認識し、サステナビリティという観点から中長期的な経営戦略や計画を立てることが肝要である。また、自社のマテリアリティやそれぞれの課題へのターゲットとなるステークホルダーを明確に絞り込み、わかりやすい開示を意識することで、ステークホルダーが企業の取り組みについて理解を深めることができ、企業とステークホル

ダーが共に社会課題へ対応していくことが可能となると考えられる。

次に、理論的インプリケーションである。

本章における事例では、それぞれの非財務情報が実際の経営活動における重要課題と関連しており、中長期的な目標を実現させるために必要であることがわかった。中長期志向の経営において、社会的な課題が経営計画や経営戦略などへ何らかの直接的な影響を与えることは十分に考えられる。企業が社会的な課題へどのように対応しているのかステークホルダーへ示すためには、非財務的要素が不可欠である。本章の分析によって、事例として挙げた企業が非財務情報を GRI スタandard に依拠しながら開示することで、ステークホルダーに自社の事業とマテリアリティとの関連性を理解させ、互いのコミュニケーションツールとして活用させているということが把握できた。これにより、先行研究で示唆されるような非財務的要素の重要性や、企業価値へ結びつくプロセスを理解するための一助となったと考えられる。

本章の事例では取り上げなかったが、先行研究では、SDGs に関連させた報告をする企業が多いという点も、現在の日本企業の非財務情報開示の特徴であることも明らかになった。この理由は、SDGs が中長期志向に基づく考え方であること、かつ近年における国際的な共通目標として企業に認知されているためであると考えられる。しかし一方で、消費者側の視点では、印象に残る SDGs 対応企業は大企業が多いという結果もある（一般財団法人経済広報センター，2019：8）。このことから、中小企業における SDGs への取り組みについては課題が残るものであると考えられる。中小企業の非財務情報の活用に関する研究は蓄積されておらず、その実態は不明確である。本章では日本企業の非財務情報開示の方向性を提示したが、分析対象が大企業のみであったことから、今後は分析対象を拡げる必要がある。

第6章 サステナビリティを考慮した社会的課題への対応

第1節 サステナビリティの観点から見る価値創造

これまでの章では、長期志向の経営や非財務情報などが企業価値の向上に寄与することから、現在では、サステナビリティの観点を含めた価値創造が必要であることが明らかになった。

本章ではそれらの理解を踏まえて、今日の動向に沿った具体的な社会的価値創造とはどのようなものなのか、わが国における取り組み事例から分析する。

近年の企業経営においては、CSVのような提言に見られるように、経済的価値と社会的価値の同時創造が注目されている。日本国内外の大企業⁴¹では、経営戦略としてすでにこのCSVを取り入れて実践しているところがある。また、中小企業においても同様の考え方が重要であるという認識から、2014年度の中小企業白書で、中小企業向けに Creating and Realizing Shared Value（以下、CRSV）が提案されている。日本は少子高齢化や地域の活性化などといった長期的な社会的課題を抱えており、企業による社会的課題への対応が期待されている。中小企業庁（2014：439）は「中小企業・小規模事業者が持続的な事業活動を行うためには、企業活動を通じて一定の収益を確保していくとともに、消費者や従業員、株主、地域住民などが求める様々な社会的な課題にも対応していかなければならない。」としている。また、粟屋（2015：3）でも「成熟した環境下での差別化可能な領域として、社会的課題のビジネス化に対する経営学的関心度が増大している。社会的課題は多様であり個々によりその対象や重要度が異なるが、我々が快適な生活を送るためには、少なくとも社会的課題の要因を解消するか、悪影響を軽減させるための手だてを講じる必要がある。」と述べられている。

⁴¹ 例えば、国内ではキリンや資生堂、国外ではネスレやジョンソン&ジョンソンが挙げられる。

このような潮流の中で企業が創造する社会的価値に関する研究も蓄積されてきている。

社会的価値に関する研究は、CSRや社会的企業⁴²と関連づけて展開されるものが多い。

例えば青木（2015）、竹内（2015）、楓・越島（2017）は、結論として他の事業組織との連携や協働が必要であることを強調している。そして社会的企業と協働する他の事業組織の役割について論じているものには、みずほ総合研究所（2010）、内田（2014）、木村・萩原・堀江・朝日（2015）、木村（2016）、工藤（2016）などがある。多くの先行研究では、連携や協働の重要性について示唆されているものの、社会的企業と協働し得る他の事業組織の取り組みが、どのような社会的インパクトを与えているのか具体的に論じているものは少ない⁴³。

本章は、そのような研究のさらなる蓄積が必要であると考え、地域社会における事業組織が、どのように社会的課題の解決へ向けた取り組みを行っているのか事例を分析し、企業による地域社会への今日的な貢献について検討することで、わが国における示唆を与えるものである。今日における価値創造の際には、サステナビリティの観点も重要となってきたことから、そのような観点に基づく企業の社会的課題への取り組みが、どのような社会的インパクトをもたらすのかという分析視点も必要であると考ええる。

以上から本章では、事業組織のうち地域社会に密接に関係している地域金融機関に焦点をあて、サステナビリティの観点に基づく社会的価値の創造について考察する。

⁴² 社会的企業（ソーシャルビジネス）の定義は、経済産業省によると、「社会的課題・地域課題の解決を目標として事業展開している企業やNPOなど」である。

⁴³ 例えば、竹内（2009）、佐藤（2017）がある。

第2節 地域社会と地域金融機関の関係

まず、わが国における地域社会と地域金融機関には、現在どのような課題があるのか概説する。これらの課題に関する先行研究⁴⁴は比較的多く、重複する部分もある。ここでは先行研究から、それぞれの課題を以下のように整理した。

(1) 地域社会の課題：

- ①全国的な人口の減少，②企業数の減少，③少子高齢化，④都市部への人口集中，
- ⑤地方の過疎化，⑥都道府県・市町村の財政格差。

(2) 地域金融機関の課題：

- ①人口と企業数の減少による資金需要の減少，②低金利の貸出競争の激化，
- ③統合や倒産の可能性，④本業利益の減少，⑤国内貸出利鞘の縮小，
- ⑥預金者確保の競争の激化，⑦短期的な量による業績評価。

以上の基本的な課題を踏まえて、次に、地域における地域金融機関の役割を見ていく。

日本政府による地方創生戦略において、「産官学金労言士」というものが示されており、そこでは、地域金融機関というものは地方公共団体や取引先とのネットワークを通じて各地域の事情に精通しているため、地域活性化や課題解決事業への有益なアドバイスとファイナンスを行う立場である⁴⁵とされている。金融庁と中小企業庁は、金融機関の役割について、それぞれ次のように示している。

⁴⁴ 課題抽出の際に引用した論文は次のとおりである。金融局（2018）、小立（2014）、全国銀行協会（2016）、日本銀行金融機構局（2015）、日比（2018）、本多（2017）、松岡（2018）、三井（2016）、峯岸（2017）。

⁴⁵ まち・ひと・しごと創生総合戦略（2017：16）。

まず金融庁（2016）は地域密着型金融というものを推進しており，地域における金融機関を以下のように位置づけている。

金融機関は，中小企業や住宅ローン借入者など個々の借り手の状況をきめ細かく把握し，他業態も含め関係する他の金融機関などと十分連携を図りながら，円滑な資金供給や貸付けの条件の変更などに努めることが求められる。特に，金融機関は，株式会社地域経済活性化支援機構法（平成21年法律第63号）第64条の規定の趣旨を十分に踏まえ，地域経済の活性化及び地域における金融の円滑化などについて，適切かつ積極的な取り組みが求められることに留意する必要がある。このような観点から，金融機関は，資金供給者としての役割のみならず，顧客企業に対するコンサルティング機能の発揮を通じて，中小企業をはじめとする顧客企業の経営改善などに向けた取り組みを最大限支援していくことも求められる。地域経済の活性化や健全な発展のためには，地域の中小企業などが事業拡大や経営改善などを通じて経済活動を活性化していくとともに，地域金融機関を含めた地域の関係者が連携・協力しながら中小企業などの経営努力を積極的に支援していくことが重要である。なかでも，地域の情報ネットワークの要であり，人材やノウハウを有する地域金融機関においては，資金供給者としての役割にとどまらず，地域の中小企業などに対する経営支援や地域経済の活性化に積極的に貢献していくことが強く期待されている。このため地域金融機関は，経営戦略や経営計画などの中で，地域密着型金融の推進をビジネスモデルの1つとして明確に位置づけ，自らの規模や特性，利用者の期待やニーズなどを踏まえて自主性・創造性を発揮しつつ，「顧客企業に対するコンサルティング機能の発揮」，「地域の面的再生への積極的な参画」，「地域や利用者に対する積極的な情報発信」の取り組みを中長期的な視点に立って組織全体として継続的に推進することにより，顧客基盤の維持・拡大，収益力や財務の健全性の向上につなげていくことが重要である。

金融庁はこのような提言をしているが、同時に実際の地域金融機関では、人材やノウハウの面から、顧客企業に対し十分なソリューション（経営目標の実現や経営課題の解決を図るための方策）を必ずしも提案できていないことや、営業現場では短期的な「量」重視に偏りやすくなっているという課題を抱えるため、各業種に関する知識の吸収などノウハウの底上げ、人材育成、本支店間や外部機関との連携や、中長期的な視点に立った取り組み、地域の利用者への積極的な情報発信や PR が必要である⁴⁶としている。

次に示すのは中小企業庁による政策であるが、ここでは特に CRSV について中小企業庁の見解を理解する。

中小企業庁（2014：441）は、ヒト・モノ・カネといった経営資源に乏しい小規模事業者が、大企業と同様に社会価値と企業価値の両立を図るといったことが可能なのかという問いかけから、中小企業が CSV を実践することの意義について見解を示し、地域特有の課題を解決することこそが、小規模事業者が存続する道であるとしている。

さらに、地域課題というものは、大企業が見落としてしまうようなニッチなものも多いため、日頃から地域に根ざした事業活動を行う中小企業・小規模事業者が身近に感じることができる課題であるとしている。そのような地域課題を発見した中小企業や小規模事業者は、日常の事業活動で構築した信頼関係をより積極的に活用し、自らの強み・弱みや、自らの事業の延長線として取り組めるかどうかを考えることが必要であるとしている。さらに少子高齢化といった地域課題は、中小企業や小規模事業者のその地域における顧客の喪失や需要の減少に直結するため、柔軟に対応していくことが求められているのである。中小企業・小規模事業者が事業を通じて地域課題を解決することは、地域活性化による恩恵を受けた地域住民の所得向上や生活環境の向上が、地域における新たな顧客の創造や需要を増加させることにつながり、その恩恵を中小企業・小規模事業者が享受することができるという好循環を生み出し得る。そのような観点から、中小

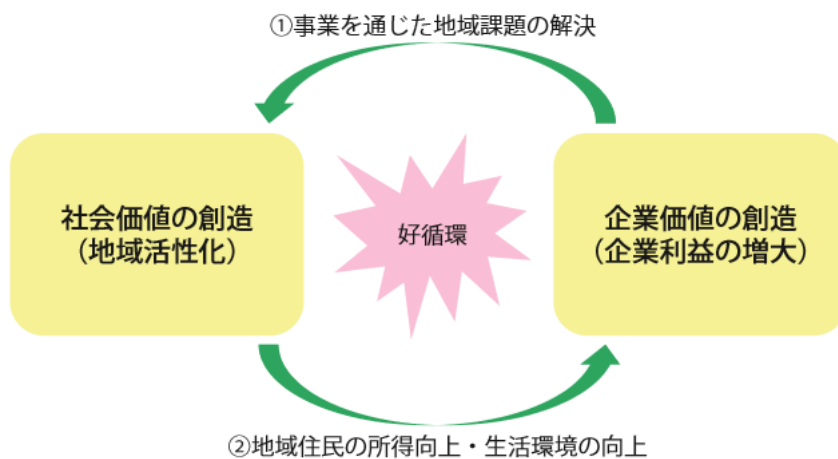
⁴⁶ 金融庁（2016）。

企業・小規模事業者が、地域課題の解決に自らの事業として取り組み、持続的な事業活動を行うことは、「CSV」を真に実現していくという意味で「CRSV」ということもできる。

地域に根ざして事業活動を行う中小企業・小規模事業者においては、図表6-1のような好循環を生み出す取り組みこそが、地域における持続的な事業活動の実現、すなわち CRSV の鍵となる。行政や中小企業支援機関は、このような地域活性化と企業価値の増大の同時達成を目指す中小企業・小規模事業者の CRSV を積極的に支援していくべきである（中小企業庁、2014：447-448）としている。

中小企業庁は、中小企業も CSV の考え方を取り入れるべきであるが、大企業よりも地域社会に近い存在であるとして、上記のような CRSV を提言している。また、大企業が見落としがちで対応できない社会的課題を、中小企業がビジネスチャンスにし得ることを示している。

図表6-1 CRSV による好循環のモデル



出所：中小企業庁（2014：448）。

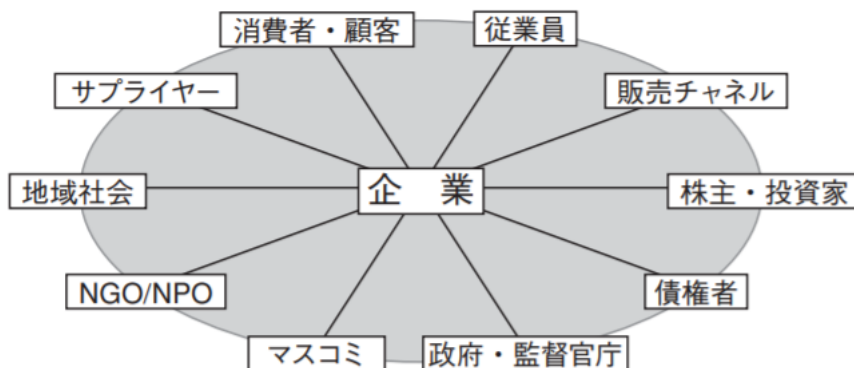
先行研究などから、地域金融機関は、地域社会において重要な役割を担っていることがわかる。地域金融機関というものは地域に根ざした企業であるため、地域における社会的課題へ密接に取り組むことが可能であることから、地域経済の活性化のためには不可欠な存在である。また、金融

庁と中小企業庁が示す役割を両方担っていることから、本章では、地域金融機関を「地域課題を解決することができる地域密着型の利益創造主体」として捉えている。

地域課題を解決することによって価値を創造するときは、その課題に関係する全てのステークホルダーと価値を共有することが重要であるため、どのようなステークホルダーと関わりを持つのか認識しておく必要がある。

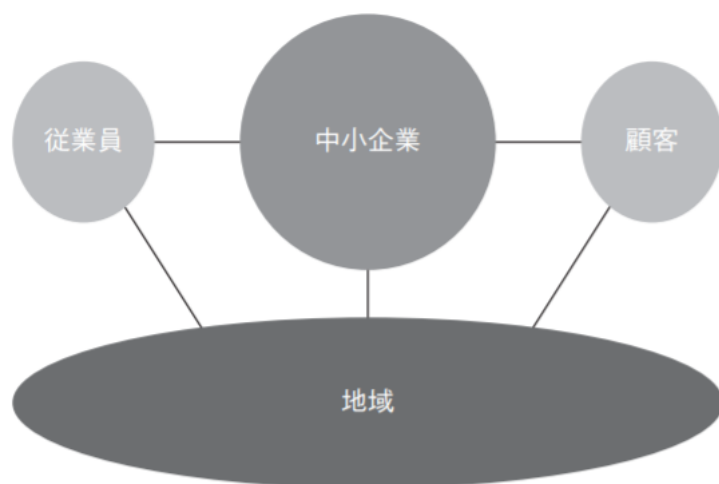
例えば図表6-2と図表6-3では、大企業と中小企業の周りにどのようなステークホルダーが存在しているのかを表している。太田（2009）は、大企業のステークホルダーは中小企業でも同様に関係しているが、中小企業は資金的・人材的に制約されているため、全てのステークホルダーと関係を維持しながらきめ細かく対応する事は難しく、もし理想的に対応できたとしても、中小企業の利益の創出や存続という点から問題を生み出している可能性も高い（太田，2009：150-151）としている。また、そうであるならば、おのずと中小企業としての経営戦略を構築する事が前提となるため、限りある経営資源を自社の得意とする分野へシフトするとともに、自社の活動拠点とする場所の地域性を考慮し、特定のステークホルダーへ向けたCSR戦略を立てるなど、中小企業のCSRに特徴を持たせても良い（太田，2009：151）と述べている。

図表6-2 大企業のステークホルダー



出所：太田（2009：150）。

図表 6 - 3 中小企業の経営戦略的 CSR



出所：太田（2009：151）。

第 3 節 社会的課題の類型化と社会的価値の創造プロセス

政府による地域活性化のための地域金融機関の位置づけを概観したところで事例分析を行うが、その前に、現在の企業が対応すべき社会的課題とはどのような内容なのか類型化し、社会的価値の創造までに至るプロセスを確認しておく。

本節では、現在における社会的課題を、図表 6 - 4 のように分類した。

図表 6 - 4 社会的課題の分類

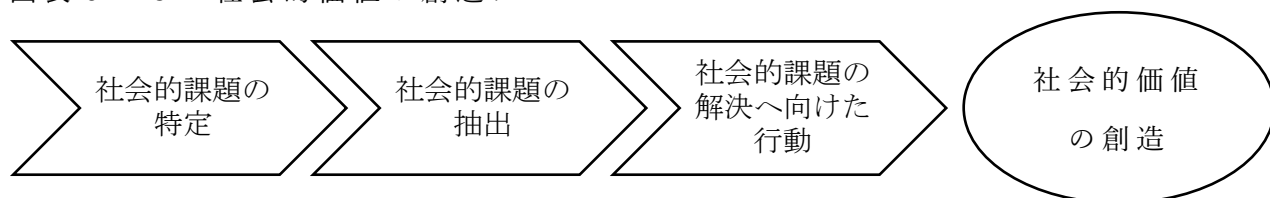
医療	感染症，医師不足，医療機関不足，医療体制，医療支援，介護など。
環境	気候変動，防災，生物多様性の損失，水環境，土壌環境，海洋環境，大気環境，エネルギー・資源の減少，化学物質の増加，廃棄物処理など。
経済	経済の低成長，労働生産性の低迷，産業の空洞化，国際競争力，研究開発，第一次産業の低迷，食料自給率の低迷など。
人権	人権侵害，差別など。

地域	人口減少，少子高齢化，都市への人口集中，地方の過疎化， 廃屋・荒廃土地の増加，社会資本の老朽化，財政格差など。
労働	雇用格差，強制労働，児童労働，結社，事業慣行など。

出所：ISO26000，Global Compact，環境省・厚生労働省・総務省・内閣府・文部科学省の各白書を基に筆者作成。

次に，さまざまな社会的課題がある中で，どのように社会的価値を創出するのか，その過程を図表6-5に示した。企業は，このような方法で社会価値を創出すると考えられる。

図表6-5 社会的価値の創造プロセス



出所：筆者作成。

第4節 地域金融機関による地域課題への取り組み事例

ここから，現在では地域に根ざした地域金融機関が，第2節で示したような地域や地域金融機関の課題と第3節で示した社会的課題の解決へ向けて，どのように対応を進めているのか見ていく。

地域金融機関の事例を見る前に，家森・相澤・海野・小川・尾崎・近藤・高久・富村・播磨谷・柳原が2017年に行った地域金融機関へのアンケート調査結果を確認しておく。

家森ら（2017）は，地域金融機関の営業店舗の支店長7000人に対して「現場からみた地方創生に向けた地域金融の現状と課題に関する実態調査」を実施し，ほとんどの支店長が地方創生を金融機関の使命だと考えているが，国や地方自治体と協働して顧客企業を支援する際にさまざまな障害を経験しており，協働を進めるためには改善の余地が残ることを示している（家森ら，2017：1）。家森ら（2017：80）によると，「企業経営者

の不足部分としては、①会社の財務状況の把握と②ビジネスプランや経営方針の作成能力などが挙げられ、創業希望者は金融の知識が最も不足していると考えられており、他方、地域金融機関として支援できる内容としては金融の知識が最も多くの回答を得た。この結果では、地域金融機関として提供可能な知識の範囲について、極めて現実的な評価・認識をしていることが推察される。同時に、中長期的な視点での支援についての課題が少なくないことを示唆している。」本節では、このような地方創生における課題に関して、各事例で取り上げる企業がどのように対応しているのかについても見ていくこととし、事例のような取り組みを、他の企業における対応にも一般化させることができるのか検討する。

本節では、金融庁が示す地域金融機関に基づき、日本における地方銀行 64 行、第二地方銀行 38 行、信用金庫 255 行の中から、最新の事業年度において社会的価値とともに経済的価値（本業による利益⁴⁷）の増大を実現し、外部からの評価を受けている取り組みを抽出している。そしてそれらの取り組み内容を、わが国の企業に対して、社会的課題への対応に関する方向性を示すものとして見なしている。なお、信用組合は預金者が原則として組合員のみであるため分析対象外とし、より広く預金者（ステークホルダー）を保有する企業を分析対象としている。分析の際には、社会的課題への対応の捉え方や、中長期経営計画、規模や地域性による違いはあるのかという点に着目する。また、事例と理論の合致もしくは乖離についても注視しながら考察を加える。各事例の内容は、主に各企業の Web サイトやディスクロージャー誌に記載されているものである。

⁴⁷ 銀行業の場合は、投資信託解約損益を除くコア業務純益が指標となる。

事例 1：横浜銀行（神奈川県）

（1）会社概要（2020年3月時点）

①歴史的背景：

1869年に、日本で最初の近代的金融機関として横浜為替会社を設立。

1920年に、地元預金者の救済を目的として、横浜興信銀行を設立。

1945年以降、神奈川県と東京都西南部を経営基盤として発展し、2016年に、東日本銀行と経営統合し共同持株会社「コンコルディア・フィナンシャルグループ」を設立。

②資本金：2156億円

③総資産：16兆8696億円（単体）16兆9325億円（連結）

④預金：14兆6340億円（単体）14兆5735億円（連結）

⑤貸出金：11兆5532億円（単体）11兆5028億円（連結）

⑥総自己資本比率：13.72%（連結，国際統一基準8%）

⑦従業員数：4559名

⑧コア業務純益：692億円（投資信託解約損益を除く，2019年度3月期：684億円）⁴⁸

（2）中長期経営計画

コンコルディア・フィナンシャルグループ全体の経営理念は、「①お客さまの豊かな人生，事業の発展に貢献する。②地域社会の持続的な発展に貢献する。③従業員が誇りを持って働ける魅力ある会社であり続ける。④持続的に成長し，企業価値を向上させる。」というものである。

横浜銀行では，2019度から新たな中期経営計画が策定されており，「神奈川における圧倒的なお客さま基盤」，「効率経営のノウハウ」という同行の強みを最大限に発揮させるために，多様な成長段階にある法人顧客や個人の顧客に最適なソリューションを提供したり，デジタル技術を活用して銀行業務の生産性向上と各営業地域における相談機能の充実を図るような「お客さま本位」の取り組みを進めている。

⁴⁸ 金額の項目について，億円未満を切り捨て，統一表記にしている。

同行の中長期経営計画における基本軸は、①コアビジネスの深化、②構造改革による生産性向上、③経営基盤の強化であり、創立100周年という節目に「従来の銀行を超える新しい金融企業」へ変化することによって、今後も地域社会の持続的な発展に貢献していくとしている。

このように、同行の経営理念と中長期経営計画からは、社会的課題の対応方針として、「お客さま本位」と従業員の開発・育成という「人材づくり」を通じて地域へ貢献することが示されている。

また同グループのCSR活動は、①本業の金融サービスを通じた活動（例：定期預金の開設、融資ファンドの設立、ATMサービスの改善、通帳のペーパーレス化）、②社会的課題を意識した活動、③ボランティア・寄付協賛などの地域貢献による活動という3つの分野で、それぞれ取り組みが進められてきた。現在ではSDGsとの関連性も示されるなど、同グループが行ってきた従来のCSR活動の方針と、同グループの社会的課題の重点テーマである①環境、②子ども、③地域を横断的に組み合わせることで、地域の社会的ニーズに対応している。

（3）お客さま本位の取り組みと従業員のための健康経営

横浜銀行の特筆すべき取り組み内容は、お客さま本位と、従業員へ向けたものである。

まず、お客さま本位の取り組み内容について述べる。

同行の持株会社であるコンコルディア・フィナンシャルグループは、先述した経営理念に基づいて「フィデューシャリー・デューティー宣言」を公表しており、同宣言における具体的なアクションプランは、次のようなものとなっている。

①お客さまに寄り添い、ライフステージに合致したお客さまの真のニーズや利益にかなうポートフォリオの形成を支援する。（例：お客さまの資産・負債状況や知識、経験および資産形成・運用の目的に照らし、ニーズに沿った商品構成による適切なポートフォリオを提案する。）

②お客さまのニーズを的確に捉えた上で、お客さまの中長期的な資産形成・運用に資する商品を提供する。（例：多様なニーズに対応できるよ

うな各種投資型商品のラインアップの整備を進める。投資運用会社および保険会社の各種商品の特性・リスク等を精査した上で、お客さまの資産形成・運用に資する商品を提供し、分散投資に配慮したポートフォリオを提案する。)

③お客さまへ投資型商品に関する情報および市場動向などを正確かつ迅速に伝える。(例：投資型商品の提案にあたっては平易な用語や表現を用い、IT ツールを活用して投資経験の少ないお客さまにも分かりやすく説明する。提案する投資型商品の特性・リスクなどについては、商品の複雑さやリスク度合いに応じて、十分に理解いただけるよう分かりやすく丁寧に説明する。保有資産の状況や市場の動向などの情報提供を通じて、お客さまそれぞれの資産形成・運用の目的に応じた適時適切なアフターフォローを行う。情報提供の際の透明性を向上させるようにする。地域社会の金融リテラシー向上のために、金融教育への支援を推進していく。)

④商品選定や情報提供にあたり、お客さまの利益を不当に害することのないよう、適切に管理する。

⑤お客さまの投資成果の向上に資する適切な販売態勢を整備し、実効性を検証する仕組みを構築する。

⑥最高の金融サービスの提供を目指し、金融に関して専門性の高い人材を育成する。

同グループは、以上のようなプランを通して、お客さま本位の支援を進めている。この取り組みの結果、横浜銀行は、格付投資情報センターによる「顧客本位の投信販売会社評価」において評価が引き上げられている。評価のポイントは、顧客本位の投信販売の定着や、長期分散積立の推進に注力し、一定の成果が挙がりつつある点である⁴⁹という。

次に、従業員に対する取り組みでは、従業員の働きがいやエンゲージメントを高め、多様な人財が活躍できる職場づくりを目指すとし、①仕事

⁴⁹ 株式会社格付投資情報センター「評価レポート 顧客本位の投信販売会社評価」https://www.boy.co.jp/shared/pdf/boy/RandI_hyouka.pdf
2020年8月21日最終アクセス。

と家庭の両立やキャリアアップを目的とした女性行員のバリューアッププログラム、②従業員のスキル向上のためのキャリア開発プログラム、③健康管理を通じて全ての従業員が能力を十分に発揮できるような「横浜銀行健康宣言」の策定などを行っている。従業員に対するこれら3つの取り組みのうち、①の取り組みは2005年から始まり、女性役職者数の増加や、出産を理由とする退職率の低下などといった成果をあげてきたとしており、今後は女性行員の「キャリア形成への意識醸成」と「組織全体の風土改革」にも注力するという。同プログラムでは、2020年度末までに「管理役職者に占める女性の割合を20%以上」にするという登用目標が定められている。なお、2020年度末までの登録目標である「役職者に占める女性の割合を30%以上」については、2018年度末にすでに達成されている。この取り組みの結果、2019年に、神奈川県労働局長より、優良な「子育てサポート企業」としての認定を受け、特例認定マークを取得している。また、2018年には、内閣府が主催する「女性が輝く先進企業表彰」において「内閣府匿名大臣（男女共同参画）表彰」も受賞している。2016年には、女性の活躍推進に関する取り組みの実施状況などが優良な企業として、厚生労働大臣より「えるぼし」認定を受けている。同行では、このような女性の活躍を目指す取り組みが2005年から推進されており、比較的長期間にわたる取り組みによって価値を生み出し続けていることが窺える。③の取り組みの背景には、日本国内における医療費負担の増加や健康保険組合財政の悪化、労働人口の減少などといった社会的課題へ対応するために、従業員の健康保持・増進の取り組みが将来的に企業の収益性を高めるという考え方に基づいて、健康管理を経営的視点から戦略的に実践する「健康経営」への取り組みが進んでいることがある。同行は、2020年に「健康経営優良法人（ホワイト500）」に認定されている。

（4）地方創生へ向けた取り組み

横浜銀行は、国家戦略特区制度を関東で初めて活用した神奈川県藤沢市の農業法人による「農家レストランいぶき」の開業支援を行い、2019年に「地方創生に資する金融機関等の特徴的な取組事例」として選定さ

れ、表彰を受けている。

この取り組みに対する評価のポイントは、金融機関の目利き力やネットワークを活用した農林水産業の成長産業化を支援する取り組みであり、藤沢市が農業経営者の高齢化や後継者不足といった課題を抱える中で、メインバンクとして、事業の持続性の観点から話題先行の営業ではなく、レストランとしての競争力向上を目指した支援であるという点である。農家レストランの競争力分析は例がなく、行政機関や「食」の専門家へのヒアリング調査が不可欠であり、この調査を行うことはメインバンクの役割でもあった。同行は、調査で得た施策のアドバイスに基づき、事業者への効果的な提案につなげたとされる。提案した施策については、事業者サイドも前向きに検討しており、各施策のノウハウを持つ専門家とのマッチングを通じて新メニューの考案による競争力向上を図っている⁵⁰。

同行の地方創生に向けたこの取り組みは、既述の地方創生における地域金融機関の課題にも対応していると考えられ、地域金融機関の金融知識を活用させ、2018年のレストラン開業以来、事業性評価・分析を継続していることから、地域企業の中長期的な支援を実現させている取り組みであると言える。

同行の地方創生の取り組みでは、神奈川県内の企業や大学、自治体との連携が行われており、2018年から従来のブロック営業本部体制を廃止し、営業エリアを2地区（本店、東京・県外）・5地域（東部、中部、西部、南部、川崎）とする、より地域に密着した「地域本部体制」が導入されている。この体制は、各地区・地域に配置された本部長が「地域経営者」としての役割を担い、地域ごとに異なる課題やニーズに応じた地域戦略の策定およびその実現に向けた企画・立案を行っていくというものである。

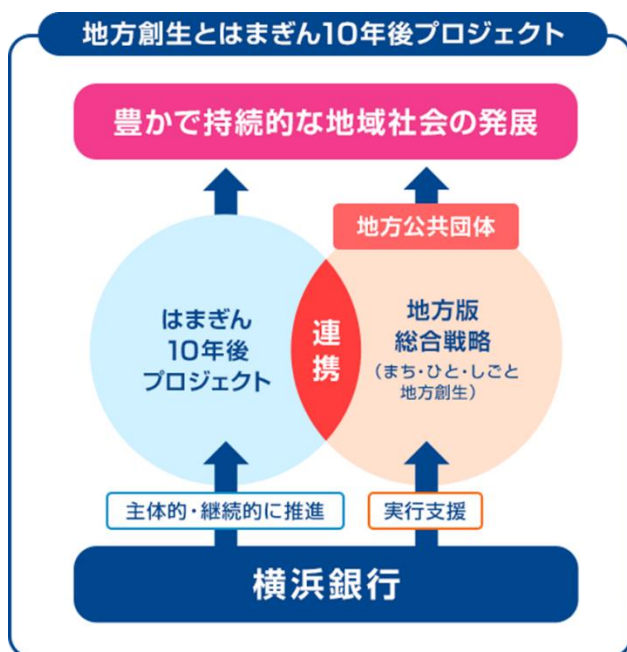
⁵⁰ まち・ひと・しごと創生本部事務局（2019）「平成30年度地方創生への取組状況に係るモニタリング調査結果～地方創生に資する金融機関等の「特徴的な取組事例」～」

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/pdf/1903_research_kinyu1.pdf
2020年8月21日最終アクセス。

同行の地方創生の取り組みの特長は、地域ごとの社会的ニーズの抽出・分析を行い、その課題を各本部で共有することで、それぞれが社会的課題を解決する主体として行動している点であると言える。1つの本部に集約するのではなく、各地域に、より近い場所に配置することで、社会的課題の早期発見と解決が可能になると考えられる。

図表6-6は、同行の地方創生へ向けたプロセスを表したものである。これを見ると、地方創生へ向けたプロジェクトの期間を10年間に区切り、横浜銀行独自の地方創生計画と政府の戦略を組み合わせて連携していくことで、10年後の成果を目指していることがわかる。地方公共団体と協働しながら持続的な地域社会の発展を目標としているが、目標の達成に向けては、政府による戦略に基づいたものだけでなく、横浜銀行独自の取り組みも並行して進めることが示されている。

図表6-6 横浜銀行による地方創生のプロセス



出所：コンコルディア・フィナンシャルグループ Web サイト「地方創生への取り組み」

<https://www.boy.co.jp/boy/chihou/index.html> 2020年8月24日最終アクセス。

また、同グループの価値創造プロセスを見ると、社会構造・金融環境・新型コロナウイルスの蔓延などといった外部環境の変化を認識した上で、財務・人的・知的・社会関係資本を投下し、コアビジネスの深化・生産性の向上・経営基盤の強化という中長期経営計画と6つのマテリアリティに取り組むことでSDGsを達成し、得られた利益と価値を、さらなる地域の成長へ還元するという持続的な循環サイクルとなっている。そして、自社と地域の共通価値を創造することが「従来の銀行を超える新しい金融企業」の姿であるとしている。同グループの価値創造のポイントは、経営資源と生み出された価値の「循環」であり、これが、サステナビリティを意識した企業行動における重要な点であるとも考えられる。

事例2：高知銀行（高知県）

（1）会社概要（2020年3月時点）

①歴史的背景：

1930年に、高知無尽株式会社を設立。

1951年に、株式会社高知相互銀行へ商号変更。

1989年に、普通銀行へ転換し株式会社高知銀行に商号変更。

②資本金：195億円

③総資産：1兆1125億円

④預金等：9753億円

⑤貸出金：7146億円

⑥自己資本比率：9.25%（単体，国内基準4%）

⑦職員数：829名

⑧コア業務純益：20億円（投資信託解約損益を除く，2019年度3月期：15億円）⁵¹

2020年度3月期のコア業務純益増加の要因は、地域に密着した営業を展開し、業績の向上と経営体質改善強化に努めた結果であるとしている。

⁵¹ 金額の項目について、億円未満を切り捨て、統一表記にしている。

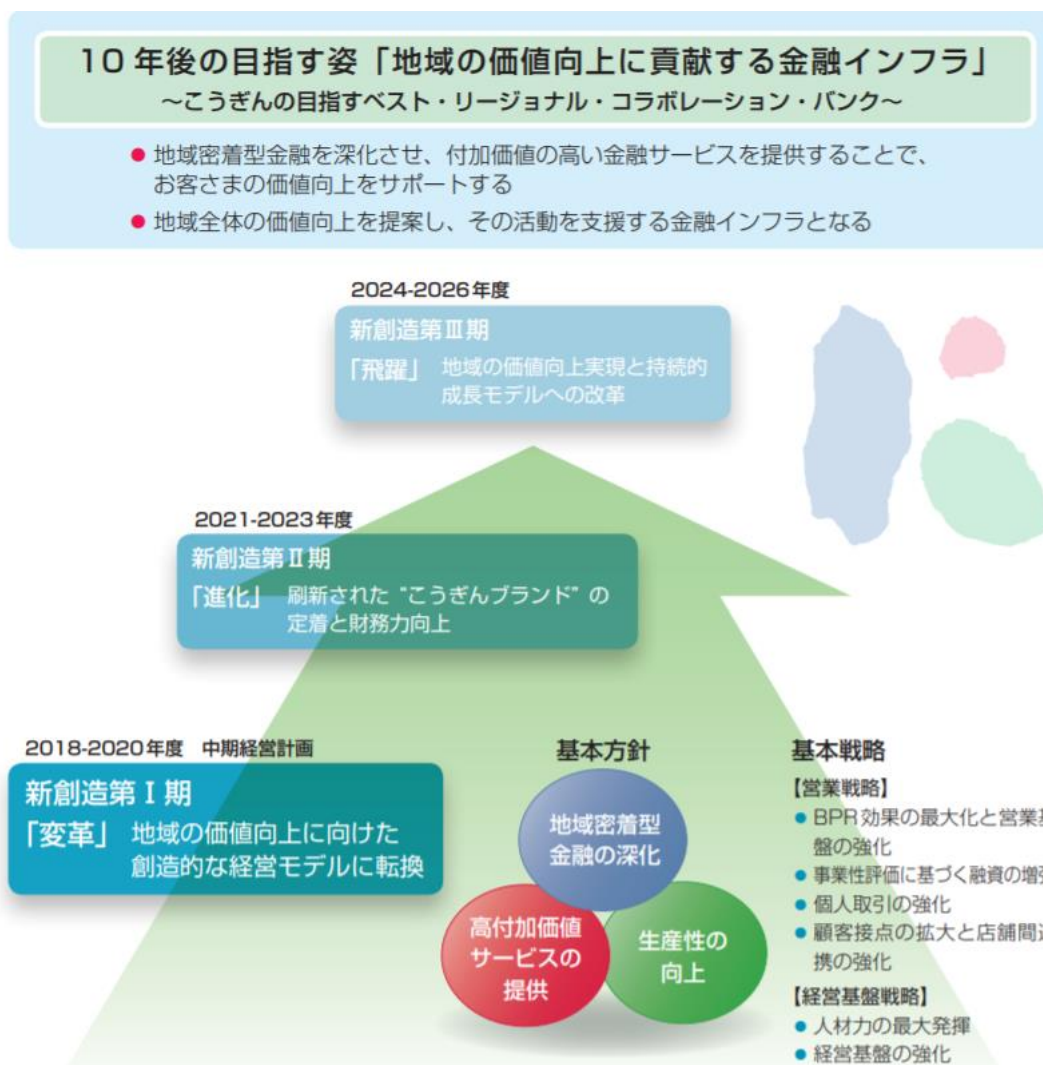
（２）中長期経営計画

高知銀行の経営理念は、「①限りない「熱意」をもって、地域の発展と暮らしの向上に貢献する。②「調和」のとれた経営をもって、お客さまの信頼に応える。③創意と「誠実」をもって、お客さまに奉仕する。」というものである。

同行は、地域社会の課題解決と自社の経済的価値を同時に追求するという共通価値の創造を目指しており、ESGの観点に基づいた取り組みを通じて全てのステークホルダー（お客さま、株主、地域社会、職員）に価値を提供することで、持続可能な地域社会の発展に貢献するとしている。同行のESGの取り組みでは、再生可能エネルギー資源を活用した発電事業に対する融資や環境配慮型私募債の発行、人材の多様性の尊重や仕事と育児の両立支援、経営の透明性を図る執行役員制度や指名報酬委員会の設置などが行われている。

同行の現在における中期経営計画を見ると、2018年4月から2021年3月までの期間で、「こうぎん新創造第Ⅰ期：変革」という計画の下で取り組みが始められている。同行の計画によると、①地域密着型金融の深化、②高付加価値サービスの提供、③生産性の向上という基本方針と、営業戦略と経営基盤戦略の基本戦略を基に、第Ⅰ期から第Ⅲ期までの3段階の成長ステージに区切り、10年後には「地域の価値向上に貢献する金融インフラ」を目指すものであるとされている。この計画の背景には、外部環境の変化（人口の減少、人材の多様化と高度化要求、地域の労働生産性の低下など）があり、同行の経営理念や経営目標に基づいて、社会的課題へ対応できる金融としてのあり方を考えるものであるということが示されている。以下の図表6-7が、同行の中期経営計画の流れである。

図表 6 - 7 高知銀行による中期経営計画



出所：高知銀行中期経営計画

[https://www.kochi-](https://www.kochi-bank.co.jp/disclosure/pdf/disclo2020/2020_disclosure_05.pdf)

[bank.co.jp/disclosure/pdf/disclo2020/2020_disclosure_05.pdf](https://www.kochi-bank.co.jp/disclosure/pdf/disclo2020/2020_disclosure_05.pdf)

2020年8月24日最終アクセス。

同行の中期経営計画で特徴的なことは、「インフラ」という言葉が使用されていることである。ここから同行は、地域における銀行のあるべき姿は、生活を支える基盤と同等のものであると考えていることが窺える。同行は、地域密着型金融を深化させることで、価値を創造する地域の「インフラ」のような存在を目指すとしている。

(3) 女性活躍推進の取り組みと健康経営

高知銀行の社会的課題への対応として特筆すべきものは、人材に焦点をあてた取り組みである。同行は、「働きがいのある職場づくりへの取り組み」として、①次世代育成支援・女性活躍推進、②一般事業主計画、③健康経営の分野における対応を行っており、それぞれ外部からの評価を得ている。

まず次世代育成支援・女性活躍推進の取り組みでは、結婚や育児で退職した職員が復帰できる「キャリアリターン制度」、職場を離れた育児休業者の円滑な職場復帰を支援する「e-ラーニングシステム」、女性職員の活躍推進などを目的とした「ワークライフバランス推進委員会」を設置している。また同行は、従来から職員の仕事と子育ての両立支援を推進するための雇用環境の整備や各種労働条件の整備に取り組み、2007年には「くるみん認定」を受けた。その後4期連続で認定を受け、第5期目である2017年に、高知労働局より「次世代育成支援対策推進法に基づく基準適合一般事業主」の認定を受けて、「プラチナくるみん」を取得している。さらに同年、「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」に基づく認定を受けて「えるぼし」も取得している。これらの認定はいずれも高知県内の企業としては初となるものである。

次に一般事業主計画では、「次世代育成支援対策推進法に基づく一般事業主行動計画」と「女性活躍推進法に基づく一般事業主行動計画」という2つの柱による取り組み計画が立てられている。これらの計画の目的は、職員が仕事と子育てを両立しながらその能力を十分に発揮できる職場環境を整えることであり、2019年度から2022年度までの期間における数値目標などが掲げられている。特に女性活躍推進のための計画を見てみると、同行は2つの課題（①女性の平均継続勤続年数が結婚・育児などにより離職するため男性に比べ短いこと。②将来の経営幹部としての役割を期待される女性の総合職が少ないこと。）を抱えており、それらに対応していくために、①男女の平均勤続年数の差異の縮小、②女性管理職・総合職数の増加、③ワークライフバランスを実現できる職場環境の整備という3

つの目標を掲げて、それぞれの取り組み内容と数値目標が立てられている。

同行は2019年には、女性活躍推進に優れた上場企業として、「なでしこ銘柄」に選定されている。この銘柄は、2012年度に経済産業省と東京証券取引所が創設し、女性活躍推進に優れた企業を「中長期の成長力」のある銘柄として投資家に紹介するものである。同行の認定は、四国の金融機関と全国の第二地方銀行において初めてのものであり、同行は今後も女性の活躍を推進する企業として、女性職員が仕事と子育てを両立しながらその能力を最大限に発揮できるような職場環境の整備に努めるとしている。

同行によるこれらの取り組みは、女性が労働社会で活躍する際に直面する課題に目を向けたものであり、評価を受けた計画では、一定の成果を出すまでの期間や目標となる数値が定められており、目標達成までの道筋がある程度明確に示されていることから、効率的に課題を解決できる可能性があると言える。

そして同行による健康経営の取り組みを見ていく。同行は、職員およびその家族の健康が、地域社会の発展と自社の成長に欠かせない要素であるという考えから、2018年に「健康経営宣言」を制定している。この宣言は、健康経営によって同行の持続的な成長を実現し、良質な金融サービスの提供を通じて、健康で活気に溢れた地域づくりにも貢献していくというものである。主な取り組み内容としては、定期健康診断の完全実施や人間ドックなどの受診推奨、地域の清掃・ボランティア・祭りへの参加やスポーツイベントの開催、相談窓口利用による心の不調の早期発見・対処・復職へのサポート、時間外業務の削減と有給休暇取得の促進、受動喫煙対策の徹底と禁煙の促進などである。同行の健康経営への取り組みは、2019年の「スポーツエールカンパニー」と2020年の「健康経営優良法人2020（ホワイト500）」の認定によって評価されている。

（４）地方創生へ向けた取り組み

高知銀行は2012年に高知県と「業務連携・協力に関する包括協定」を

締結しており、県内7地域において、地域連携ビジネスサポート部と各地域の営業店が連携して地域アクションプランに基づく各事業に関与している。また、県内10市町とは「地域再生・活性化支援に関する連携・協力協定」を締結しており、2015年に本部に「地方創生サポートデスク」を設置し、地方公共団体・本部・営業店と連携して、同行が有する情報やノウハウの提供を通じて地域活性化の支援を行っている。その取り組みでは、高知県内の高等教育機関と連携して、それぞれの機関の得意分野における人材の育成や、研究成果などの情報交換・共有の場を設けている。また、地域の子どもたちを対象とした金融、科学、スポーツ教室の開催、行員のスキルアップのための資格取得の推奨、セミナーや研修会を開催している。同行はこれらを通じて、人材の育成・高度化を進めている。

事例3：島田掛川信用金庫（静岡県）

（1）会社概要（2020年3月時点）

①歴史的背景：

1879年に、勸業資金積立組合「資産金貸付所」を設立。ここでは、二宮尊徳の高弟岡田良一郎による報徳の精神に基づき設立された。旧掛川信用金庫は、日本最古の信用金庫である。

1892年、「掛川信用組合」に改組。

1901年、産業組合法による「有限責任掛川信用組合」に改組。

1929年、有限責任「島田町信用組合」を設立。旧島田信用金庫は、地元の商業者が中心となり、自分たちの信用組合を作ろうという相互扶助の理念の下で地域のために設立された信用金庫である。

1936年、「保証責任掛川信用組合」に改組。

1950年、中小企業等協同組合法施行に伴い「掛川信用協同組合」に改組。

1951年、信用金庫法施行に伴い「島田信用金庫」に改組。

1952年、信用金庫法施行に伴い「掛川信用金庫」に改組。

2019年、掛川信用金庫と島田信用金庫が合併し「島田掛川信用金庫」となる。

- ②資本金：21 億円
- ③総資産：9996 億円
- ④預金・積金：9257 億円
- ⑤貸出金：3283 億円
- ⑥自己資本比率：19.93%（単体，国内基準4%）
- ⑦職員数：824 名
- ⑧コア業務純益：11 億円（投資信託解約損益を除く，2019 年度3月期：7 億円）⁵²

（2）中長期経営計画

島田掛川信用金庫の経営方針は「地域金融機関としてお客様の利便性向上と地域社会の発展に貢献し、経営力向上を図る」というものであり、重点施策は、①地域活性化のための支援力・営業力の強化と経営基盤の拡充、②活力（思考力・判断力・行動力）ある人材の育成と組織の活性化、③経営力・内部態勢の強化である。また、庫是「道徳を根とし、仁義を幹とし、公利を花とし、私利を実とす」と、経営理念「お客さまと共に金庫も栄え、明るい職場と幸福な家庭をつくる」もまた、同庫の企業行動の指針となっている。

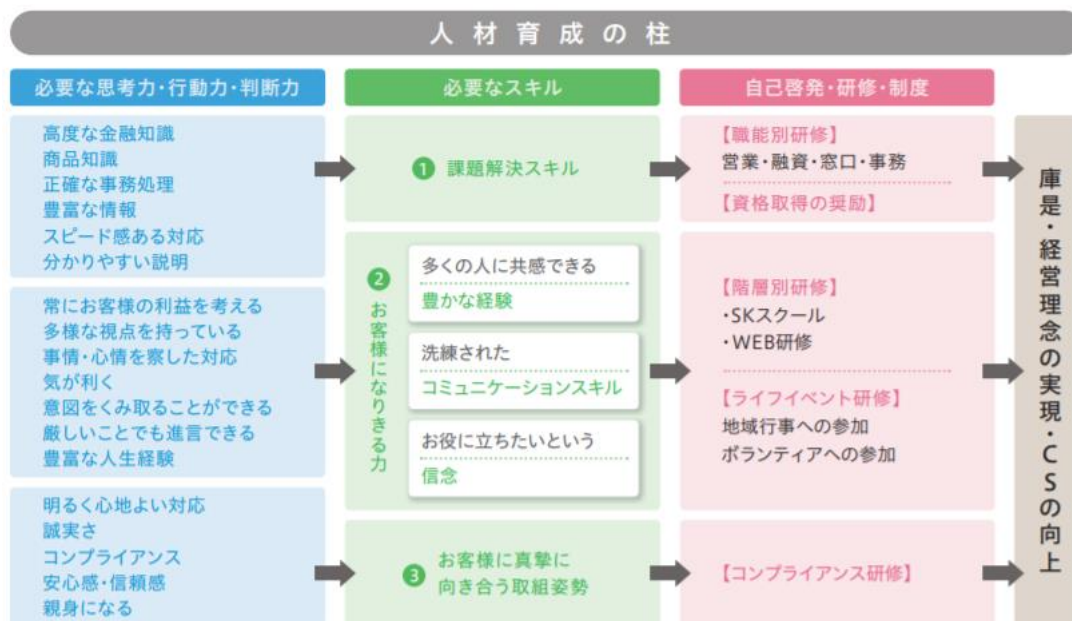
同金庫は、店舗網の再編による人員再配置を実施することで、「地方創生」や「本業支援」などを強化するとし、地域金融機関として持続可能な業務運営を行うために、本業支援・事業性評価に基づく融資を通じて中小企業の課題解決に資する、質の高い金融仲介機能を発揮していくとしている。また、顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）を念頭に、顧客ニーズを踏まえた良質な顧客重視の業務展開を図り、人口減少などの社会構造の変化に的確に対応できる組織体制の強化と職員の育成に努めるとしている。同金庫は、自分たちにしかできないことを行っていくという姿勢の下で、地域金融機関としての役割を果たしていくことが使命であると認識している。

⁵² 金額の項目について、億円未満を切り捨て、統一表記にしている。

さらに同金庫は、地元のお客様からお預かりした大切な資金（預金積金）は、地元で資金を必要とするお客様に融資を行い、事業や生活の繁栄のお手伝いをすることが重要であるという認識も持っている。さらに金融機能の提供だけではなく、文化、環境、教育の側面も視野に入れた取り組みを行っていくとしている。

同金庫の特筆すべき内容としては、人材育成・高度化に関する取り組みが挙げられる。同金庫では、目指すべき人材像が示されており、「地域社会の一員として絆を深め、地域を愛し、地域の活性化に情熱を持ち、自ら行動できる自律型人材」の育成に取り組むとしている。図表6-8は、同金庫の人材育成のプロセスである。ここから、同金庫の人材育成の各段階における項目が細分化されていることがわかる。

図表6-8 島田掛川信用金庫の人材育成プロセス



出所：島田掛川信用金庫「ディスクロージャー2020年版」p.21,
https://www.sk-shinkin.co.jp/profile/files/docs/disclo_2020.pdf 2020年8月24日最終アクセス。

(3) ハローワークと連携した人材確保支援活動

島田掛川信用金庫は、取引事業者からの人材確保・育成に関する相談の増加を契機として「ハローワークと連携した人材確保支援活動」を開始した。この地方創生へ向けた取り組みは、第23回信用金庫社会貢献賞「地域活性化しんきん運動・優秀賞」を受賞し、2018年度には地方創生担当大臣表彰を受賞している。この連携による「島田掛川モデル」は全国初の取り組みとして、現在では静岡県内全域へ拡大しており、静岡県信用金庫協会と静岡県労働局の連携協定締結を経て、静岡県内12のハローワークと9金庫がそれぞれの地域内で雇用支援に取り組んでいる。

この取り組みは、同金庫の「事業先に対する地域の雇用情報の提供」というニーズと、ハローワーク島田の「既存の広告媒体ではアプローチできていなかった遠隔地に居住する求職者への雇用情報の提供」というニーズに対応するための補完関係の構築によるものである。具体的な取り組み内容は、①2016年から、各ハローワークが発行する求人情報誌をATMコーナーに配架し、地域の雇用情報を提供。②ハローワーク所長と金庫職員が事業先へ訪問することで雇用に関する情報提供や相談を実施。③同金庫と島田市などで開設した島田市産業支援センターで、ハローワーク職員による出張相談会の開催などである。この取り組みによって、2017年度は9事業所（18名）、2018年度は76事業所（242名）の雇用創出を実現している。同金庫は、障がい者雇用の促進などにも視野を広げて、継続的な活動として展開していくとし、「日本最古の信金から日本一新しい取組を発信します」というスローガンの下、今後も地域経済の活性化を図るため、日々新たな支援モデルの創出に励むとしている⁵³。

同金庫は、島田ハローワークのほかにも地域活性化を目的とした連携関係を構築しており、2020年には静岡県行政書士会と「地方創生における包括連携協力に関する協定書」を締結している。この目的は、人口減少

⁵³中小企業庁（2020）「2020年版小規模企業白書 第3部 中小企業・小規模事業者と支援機関 第3章：中小企業支援機関の役割」p.133, https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2020/PDF/shokibo/05sHakusyo_part3_chap3_web.pdf 2020年8月24日最終アクセス。

と少子高齢化の課題解決に向けて、定住人口の増加を図るとともに、産業の創出や企業の振興により国民生活の安定に寄与することであるとしている。

2019年には公益財団法人産業雇用安定センターと「地方創生における包括連携協力に関する協定書」を締結し、この連携を通して、地域の中小企業の人材に関するニーズに対応した人的サービスを無料で提供していくとしている。

また、第一勧業信用組合とも「地方創生における包括連携協力に関する協定書」を締結し、両者が持つノウハウやネットワークを活かした連携協力を行うとしている。

以上のように、同金庫はさまざまな他の組織と連携関係を構築している。同金庫の特長としては、他の組織と連携関係を深めることで、規模が小さいために単体のみでは解決できない課題に対応することを可能にさせていることが言える。

同金庫は報徳思想に基づいて設立されているため、社会的課題への対応も比較的長きにわたって行われてきたと考えられる。しかし、本節で取り上げた全ての地域金融機関で人材を重視した対応がなされており、持続可能な人材育成や高度化を目的とした取り組みでは、設立背景や地域性、企業規模による違いは見られなかった。

全ての事例において、金融庁の示す地域密着型金融の取り組みが行われているが、同金庫の特徴的な取り組みとしては「ものづくり補助金」の申請支援に注力していることが挙げられる。同金庫は、中小事業者の設備投資を通じた生産性向上を支援しており、2019年度には、静岡県内信用金庫において採択支援数1位となっている。

また、同金庫は、前述した高知銀行と同様に、役席者（代理職以上）に占める女性の割合が少ない（2018年時点で13.7%）という課題があり、それに対応するために、2018年から2021年までの期間における女性活躍推進計画を立てている。具体的な数値目標として、役席者（代理職以上）に占める女性の割合を15%以上とすることを目指しており、①仕事と育児・介護支援、子育て・介護しながらキャリアアップできる環境の

整備，②女性職員のキャリア形成支援の強化，③女性職員が活躍できる企業風土の構築，④嘱託職員・パート職員のキャリアアップ支援の拡大に取り組んでいる。

考察：3つの事例を通じた示唆と課題

以上3つの事例を見てきたが、最後に本章の事例から得られた示唆と課題をまとめる。

まず、3つの事例の共通項であり、他の企業への示唆となり得る点としては、①長期間（10年間）にわたる計画において、成長段階ごとに具体的な取り組み内容と数値目標を設定していることと、②地方自治体、他企業（同業種、異業種）、大学と継続して協働し、情報交換の場を設けて課題のフィードバックを行うなど、比較的緻密な連携関係が構築されていることである。これら2つの点は、地域活性化へ向けた取り組みの目標と現在直面している社会的課題を、地域社会のステークホルダーと共有することを実現させており、詳細な情報の共有は、より透明性の高い情報開示へつながり、社会的課題の解決のために有用であると考えられる。

次に各事例から見出された課題は、人材育成や高度化にかかるコスト負担が、企業ごとに異なる可能性があるという点である。人材育成・高度化のためのコストをどれだけ負担することができるのかということは、各企業の経営体質や定められた計画期間に依存するため、企業ごとに多少の差が生じることが考えられる。また事例では、CRSVで示されるような好循環をもたらす取り組みが行われているが、サステナビリティを考慮するのであれば、そのような好循環を継続させることが重要となってくる。しかし、各企業の資金力や地域の財政状態には差が存在する。そのため、社会的課題への対応によって創造される社会的価値にも、地域ごとに差が生じる可能性があると考えられる。このような社会的価値の地域差が、地域社会の好循環に影響を及ぼすものであるかどうかという点は今後も議論が必要である。本章で取り上げた全ての地域金融機関では人材を重視した対応がなされており、人材育成や高度化を目的とした取り組みでは、設立背景や地域性による違いは見られなかった。一方で、全ての事例において、

人材に関する課題の中でも特に女性の活躍が全体的な課題となっていた。

全ての地域金融機関が地域密着型金融に取り組んでいたが、CSR活動に組み込まれている地域の活性化のための行動との明確な区別が見られなかったことから、どちらにおける取り組みも、地域社会の社会的課題への対応として捉えられていると考えられる。

さらに、本業を通じた地域課題の解決によって地域住民の所得や生活環境を向上させるという好循環になっているかについても検証していきたい。中小企業庁のCRSVのモデルは、企業価値（企業利益）の増大と社会的価値の創造（地域活性化）を同時に実現するというものであるが、各行の取り組みを見ると、地域の雇用の創出や、地域資源を活用した付加価値の高い商品をつくるなど、地域活性化は実現しているが、その結果として企業利益の増大までに至ったという因果関係を明示しているものは、検証時点においては見られなかった。この結果が反映されるまでには、ある程度の期間を要するものと考えられる。しかしながら、本章で取り上げた事例は、コア業務純益などの経済的価値と社会的価値の創出の両方を実現させているものであり、各行の取り組みからは、CRSVの考え方のように、同じ地域に存在するからこそ発見できる社会的課題への解決に組み込み、距離が近い関係である地域住民や取引先企業の支援を通じて、自社の将来の利益確保にもつなげようとしていることは窺うことができた。

先行研究では、地域金融機関が社会的課題に取り組むことによって、収益増加や株価上昇などといった業績の向上につながるというメカニズムの明確化までには至っていないため、この点を明らかにする必要があると考えられるが、本章の事例ではそれらのメカニズムを解明することまではできなかった。本章の事例から言えることは、各企業が社会的課題を解決するために行った本部体制の見直しや、本業を通じて各地域により密着した支援を行ったことなどが、経営体質の強化につながったということであると推察される。取引先への支援には融資などが含まれているものと考えられ、これは銀行の本業を通じた社会的価値の創造と言える。

本章は、企業による社会的価値の創造に関する先行研究で言及されていない地域金融機関の社会貢献について考察することを目的とし、先行研究

の補完的役割を担った。この事例研究の結果、先行研究で示唆されるような、社会的価値の創造では連携や協働が重要であるという理論が、それぞれの地域の問題に対応する地域銀行の貢献事業を検討する際にも援用できるということが明らかになった。これらの連携関係には、その地域における社会的ニーズの共通認識が重要であり、企業と地域社会が協働で社会的価値を創造するためには、企業の資本力や地域の財政力などを適切に把握することが必要となる。無理なく対応可能な社会的課題から順次解決していくことで、継続して社会的価値を創出できるものと考えられる。ゆえに、持続可能な社会を実現するためには、単発的な社会的価値ではなく、次世代まで影響が継続するような社会的価値の創造が重要となる。

今回の事例では、社会的課題へ取り組むステークホルダーは、それぞれが社会的課題を解決する当事者であることから、企業、自治体、地域住民という各ステークホルダー間の立場が同等であるということも示唆されている。そして、今日の企業が地域社会と協働して社会的課題へ対応するということは、各ステークホルダーの間に生じる不利益の差異を減少させることであると解釈することができる。

第5節 小括

本章では、企業の社会的課題への対応に見られる地域性と、サステナビリティを意識した社会的価値の創造とはどのようなものなのかを明らかにするため、地域社会における地方銀行の社会的課題への取り組みを見てきた。

今日の企業には、経営規模に関係なく、長期的な社会的課題への対応が求められている。そのような背景で、地域社会とより密接な関係性を築く可能性のある企業が、地域社会と協働して社会的課題へ対応していくことの意義や課題を考察した。

今日の社会的価値の創造は、企業と地域社会が協働して取り組むことでサステナビリティのための長期的な企業価値の向上へつながるものであるということが言える。

今回は地方銀行の事例に焦点をあてたため、他の業界における社会的価値の把握ができていない。この点が本章の限界である。地域ごとに取り組む課題にはそれぞれ特性があることと同様に、業界ごとにも多少の差異があると考えられるため、業界別の分析も必要となる。どの地域でどのような取り組みを行うべきかを適切に理解することで、より効率的な貢献や価値創造が可能となると考えられることから、これについては今後の研究課題とする。さらに、社会的価値の可視化に関しては統一的な見解がないため、数値化基準の構築などについても議論を深める必要がある。したがって今後はその基盤を構築するために、さまざまな視点に基づいた詳細な分析によって、企業の社会的価値の創造に関する理論を蓄積していく。

第7章 結論

第1節 本論文のまとめ

最後にまとめとして、各章の要約を行っていく。

第2章では、本研究における社会的価値の概念の考察を目的として、CSR行動による社会的インパクトを基に、定義を明確化した。同章ではまず、企業行動において重視される価値を時代ごとに分類した後、今日の企業行動によって創造される社会的価値の事例を挙げ、社会的価値に関する先行研究をレビューした。そして、CSRとの関連性も踏まえて考察した結果、現在の企業行動における社会的価値とは、社会的課題に対応することで創造した価値であり、その中には貨幣換算できる価値と、貨幣換算が比較的困難な非財務的要素を含む価値の両方であると定義した。

第3章では、わが国の主要企業であるトヨタ自動車によるAA型種類株式の発行事例から、AA型種類株式の問題点を指摘し、日本における企業の長期志向について再考した。ここでは、企業と株式市場、さらにはその背後に存在する機関投資家との関係性を考慮した議論を行った。その結果明らかになったことは、AA型種類株式の発行の意図には、短期志向の機関投資家からの圧力回避が含まれており、短期志向への懸念を示唆するものであるということである。しかし、短期志向を全て否定することはできず、中長期志向が全ての企業にとって望ましいかどうかは議論の余地があるため、これらについては、さらに検討すべき課題とした。

第4章では、第3章を受けて、短期志向の反論の妥当性と、企業経営における長期志向の分析可能性について明示した。その際、ESG投資の世界的な拡大という背景から、今日では長期的な視点の重要性が高まりつつあることを示した。

第5章では、長期志向の経営と、現在における企業と投資家の関係性を議論する上で必要となる非財務情報の開示について検討した。その結果、非財務情報の開示は企業と投資家などのステークホルダー間のコミュニケーションツールでもあり、企業による長期的な価値創造にも有益なも

のであるとした。同章では、現代の企業経営では非財務情報の開示がどのように位置づけられ、中長期志向の経営を続けるためにはどのような開示が有効なのか、他の企業への示唆を含む日本企業の事例を抽出して、日本企業における非財務情報開示の方向性を考察した。企業によって公表されたレポートの分析からは、企業は中長期的な経営のためには非財務情報が重要であると判断し、活用していることが窺えた。また今日における企業の全ての価値を判断するためには、財務情報だけでは不十分であり、非財務情報も含めた企業価値判断が必要であると述べた。さらに、非財務情報の開示は、ステークホルダーに企業の事業とマテリアリティとの関連性を理解させることが重要であり、効果的な情報開示が、企業価値の向上へ結びつくことも示した。

そして第6章では、企業と地域社会との関係性を踏まえて、地域社会と比較的密接した関係にある地域金融機関の取り組みを事例とし、持続可能性を意識した社会的価値の創造について検討した。先行研究では、社会的価値を創造する際の他事業組織との協働の重要性を示唆しているものがあるが、どのような取り組みが社会的インパクトを与えるのかといった具体的な事例分析を行ったものは少ない。同章は、そのような事例分析を行うことで先行研究の補完的役割を担うという目的とともに、現在の日本における社会的ニーズに対する共通理解を確立させる目的も有していた。事例からは、先行研究で示唆されるような、社会的価値の創造の際には連携や協働が重要であるという理論が、地域金融機関によるサステナビリティを意識した社会的課題への対応にも援用できると言えるとした。

第2節 本研究の貢献

次に、本研究の貢献を述べる。

まず、実践的インプリケーションは、第1に、実際のおが国における取り組み事例を分析することによって、現在のわが国に必要とされている社会的ニーズの共通理解を深めたことである。第2に、今日の企業による社会的課題の対応とは、サステナビリティを確実なものにするとともに、

長期的な視点に基づいて経済的価値と社会的価値の両方を創造することであるということを明確にしたことである。第3に、サステナビリティの観点における社会的課題への対応とは、各ステークホルダーの間に生じる不利益の差異を減少させることであると定義づけたことである。このように捉えることによって、企業が自社の取り組みにおける目標を明確に定めることができ、より効率的・効果的に社会的課題解決のための行動をとることが可能になると考えている。

次に、理論的インプリケーションは、第1に、信用金庫も含めた地域金融機関を対象とした分析に取り組むことによって、先行研究では不十分であった中小企業の社会的課題への対応に関する事例研究を加えたことである。第2に、今日の企業が社会的課題の解決へ取り組むことの本質は、企業とその他のステークホルダーが、対等な立場にあるということを示唆した点である。これは実践的インプリケーションの第2の点に関連するものであるが、今日における企業がサステナビリティを確実なものにするという目的で社会的課題へ対応しているということは、本研究におけるサステナビリティの定義でも述べたように、全てのステークホルダーの利益を獲得していくということも意味している。

従来の企業行動を振り返ってみると、例えば企業と株主の関係性では、株主が企業を支配する立場にあり、企業は株主の利益を最大化するような行動をとることを要求されていた。これは一方の立場に従属もしくは依存した関係性であったと考えられ、どちらかの利益がより大きくなる傾向にあったと言える。しかし今日では、協働による社会的課題の解決を通して、サステナビリティを意識した長期的な価値創造を共通の目標としていることから、全てのステークホルダーの利益へつなげようとしている意図が読み取れる。ここでは、各ステークホルダーの利益に優先度はなく、皆等しく利益を享受する権利を有するのである。ゆえに、ステークホルダーの立場に差異は生じないと言える。また本研究は、ステークホルダー間の協働や連携は必要であるが、ステークホルダーの1つである政府による補助や資金力のある主体などに過度に依存するのではなく、ステークホルダーそれぞれの自律的な意思決定に基づいた行動を重んじる必要があるこ

とを示すものでもある。わが国においては、少子高齢化によって人口が減少しているため、財源などにも限りがある。そのような状況下では、ステークホルダーが自立していかなければ、依存先の終焉が自身の終焉を意味することにもなるため、各ステークホルダーの持続的な発展は困難となる。現在における長期的な視点の強調には、そのような本質も示唆されていると考えられる。

このように、各ステークホルダーの立場を位置づけたことは、今後の研究における仮説や知見の導出に対し、視点を加えるものである。

第3節 今後の課題

本研究の限界としては、主に3点を述べる。

1点目は、社会的価値の数値化モデルの構築である。本研究のなかでは社会的価値の定義づけを行ったが、数値化のための統一モデルの構築までには至っていない。現在の社会的価値に関する研究の範疇では、社会的価値に関する共通した解釈がないため、これを明らかにした上で、統一した概念にする必要がある。

数値化いわゆる可視化することは、社会的価値を創造する側と、社会的価値を享受する側の、どちらの立場であっても共通した認識の下で同質の社会的価値が生じるということでもある。立場によって社会的価値の捉え方が異なってしまうと、その性質にも影響が及んでしまう可能性がある。同一の見解を導き出すことが、社会的価値の本質を確固たるものにする方法であると考えられる。

2点目は、分析対象範囲の拡張である。本研究では、わが国で必要とされる社会的ニーズの共通理解を深める目的も有していたが、取り上げた事例の地域や業界に偏りがある。したがって今後は、他国との比較や他の業界における分析を行うことによって、社会的課題の地域性や特質に関する議論を深めて体系化する必要がある。

他国との比較や自国におけるあらゆる業界の社会的課題を把握することは、今後、社会的課題の解決策を提示するにあたって有用となる。なぜ

ならば、多種多様な性質の社会的課題が存在するなかでは、比較検討した上で対応することによって、解決のための正確な判断が可能となり、解決により近づくことができると考えられるからである。最短で課題解決へ向かうためには、より多くの分析が不可欠である。

3点目は、ステークホルダー資本主義の定義についてである。これは確立された体制ではなく、将来の方向性における可能性の1つである。これに関しては客観的・実証的な根拠が不足しているため、理論を構築し検討する必要がある。その際には、自国の社会状況や動向を注視し、その体制を取り入れた場合の好影響と悪影響についての議論を十分にしていかなければならない。

今後の研究のさらなる発展のためには、以上のような課題に取り組むことが必要とされる。

初出一覧

本論文の第2章から第6章をまとめるにあたっては、筆者がこれまで発表してきた以下の論文を基にした。なお、部分的に加筆、削除、修正している。

・「トヨタ自動車 AA 型種類株式の特質と問題点—証券市場と会社経営—」

『経営学研究論集』第46号，2017年2月発刊，pp.37-48.

・「社会的価値の概念に関する一考察」

『経営学研究論集』第47号，2017年9月発刊，pp.41-54.

・「地域金融機関による地域社会への貢献—東北地方における地域銀行の事例から—」

『経営学研究論集』第50号，2019年2月発刊，pp.1-13.

・「企業の中長期志向における非財務情報の位置づけ」

『経営学研究論集』第52号，2020年2月発刊，pp.1-11.

・「ESG投資の拡大に見る企業の長期志向の高まり」

『経営学研究論集』第53号，2020年9月発刊，pp.99-110.

参考文献

【日本語】

- ・青木崇（2019）「企業価値経営に向けた日本企業のSDGsへの取り組みと今後の課題－CSR、ESGとの関連で－」『商大論集』第70巻第2・3号，pp.147-162.
- ・青木孝弘（2015）「ソーシャルビジネスの基盤強化に向けて－中間支援組織による2つのアプローチの考察－」『会津大学短期大学部研究紀要』第72号，pp.21-41.
- ・赤石篤紀（2011）「経営財務の基本的視座と株主価値創造経営」『北海学園大学経営論集』第9巻第1号，pp.43-62.
- ・足立浩（2009）「企業価値概念の基本的二重性」『日本福祉大学経済論集』第39号，pp.1-31.
- ・粟屋仁美（2015）「自転車リサイクルビジネスと社会制度－衣類のリサイクルビジネスとの比較より－」『敬愛大学研究論集』第88号，pp.3-23.
- －（2016）「中小企業における社会的責任（CSR）の創造」『敬愛大学研究論集』第89号，pp.3-19.
- ・家森信善・相澤朋子・海野晋悟・小川光・尾崎泰文・近藤万峰・高久賢也・富村圭・播磨谷浩三・柳原光芳（2017）「地方創生に対する地域金融機関の営業現場の取り組みの現状と課題－2017年・RIETI支店長アンケートの結果概要－」RIETI Discussion Paper Series 17-J-044，
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/17j044.pdf> 2020年8月24日最終アクセス.
- ・一般財団法人アジア太平洋研究所（2018）「目指すべき企業経営のあり方研究報告書～世界の潮流を牽引する企業統治のあり方～」
https://www.apir.or.jp/wp/wp-content/uploads/201806_corporate_governance_report.pdf 2020年8月24日最終アクセス.

・一般財団法人企業活力研究所（2018）「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書～多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて～」

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/csrreports30report.pdf 2019年8月26日最終アクセス.

・一般財団法人経済広報センター（2019）「『SDGsに関する意識調査』結果報告」<https://www.kkc.or.jp/data/release/00000151-1.pdf> 2019年8月26日最終アクセス.

・一般社団法人第二地方銀行協会 Web サイト

<https://dainichiginkyo.or.jp/> 2020年8月17日最終アクセス.

・一般社団法人全国地方銀行協会 Web サイト

<https://www.chiginkyo.or.jp/> 2020年8月17日最終アクセス.

・一般社団法人全国銀行協会 Web サイト（2016）「地方創生に向けた銀行界の取組みと課題」

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news280329_1.pdf

2018年9月17日最終アクセス.

・一般社団法人全国信用金庫協会 Web サイト <https://www.shinkin.org/>

2020年8月17日最終アクセス.

・一般社団法人全国信用金庫協会 Web サイト「第22回～第23回の「信用金庫社会貢献賞」一覧」

<https://www.shinkin.org/torikumi/kouken/prize/ichiran/08.html> 2020

年8月17日最終アクセス.

・井上尚之（2017）「環境経営からサステナビリティ経営への変遷の系譜」『神戸山手大学紀要』第19号，pp.11-47.

・岩壺健太郎・外木好美（2006）「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係：分散不均一性による同時方程式の識別」Center for Economic Institutions Working Paper Series, No. 2006-13, pp.1-27.

・内田俊博（2014）「社会的企業と営利企業との協働：公共財供給の2次ジレンマの視点から」『中京大学経済学論叢』第25号，pp.25-35.

- ・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 巻第 2 号， pp.1-36.
- ・大石芳裕（2000）「第 5 次 M&A ブームの特徴」『経営論集』第 48 巻第 2 号， pp.67-98.
- ・大崎貞和（2015）「AA 型種類株式が投じた一石」『証券アナリストジャーナル』第 53 巻第 11 号， pp.58-63.
- ・太田進一（2009）「CSR（企業の社会的責任）と企業経営のあり方」『同志社商学』第 60 巻第 5・6 号， pp.143-158.
- ・太田洋（2015a）「上場会社による種類株式の活用と課題（上）－株式の中長期保有促進に向けた動きとトヨタの AA 型種類株式－」『旬刊商事法務』2084 巻， pp.4-12.
- －（2015b）「上場会社による種類株式の活用と課題（下）－株式の中長期保有促進に向けた動きとトヨタの AA 型種類株式－」『旬刊商事法務』2086 巻， pp.27-33.
- ・尾畑裕（2011）「財務報告の変革と価値創造プロセス」『企業会計』第 63 巻第 12 号， pp.28-33.
- ・外務省 Web サイト「持続可能な開発」
<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/kankyo/sogo/kaihatsu.html> 2020 年 8 月 1 日最終アクセス.
- －「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ（仮訳）」<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000101402.pdf> 2020 年 7 月 29 日最終アクセス.
- ・楓森博・越島一郎（2017）「社会的価値実現のための構造に関する基礎的考察」『国際 P2M 学会研究発表大会予章集』， pp.181-197.
- ・加賀田和弘（2006）「企業の社会的責任（CSR）：その歴史的展開と今日的課題」『KGPS review：Kwansei Gakuin policy studies review』第 7 号， pp.43-65.
- －（2007）「環境問題と企業経営：その歴史的展開と経営戦略の観点から」『KGPS review：Kwansei Gakuin policy studies review』第 8 号， pp.71-89.

- ・金井一頼（1995）「地域の産業政策と地域企業の戦略」『組織科学』第29巻第2号，pp.25-35.
- ・株式会社格付投資情報センターWebサイト「評価レポート 顧客本位の投信販売会社評価」
https://www.boj.co.jp/shared/pdf/boy/RandI_hyouka.pdf 2020年8月21日最終アクセス.
- ・株式会社日本投資政策銀行Webサイト（2015）「社会的価値・資本創出型 M&A アワード」を創設－社会的に優れた M&A デイール（ソーシャル M&A）を表彰－」
https://www.dbj.jp/topics/dbj_news/2015/html/0000019634.html 2020年11月12日最終アクセス.
- －（2016）「第2回社会的価値・資本創出型 M&A アワード－社会的に優れた M&A デイール（ソーシャル M&A）を表彰－」
https://www.dbj.jp/topics/dbj_news/2016/html/0000022392.html 2020年11月12日最終アクセス.
- －（2017）「第3回社会的価値・資本創出型 M&A アワード－社会的に優れた M&A デイール（ソーシャル M&A）を表彰－」
https://www.dbj.jp/topics/dbj_news/2017/html/0000027372.html 2020年11月12日最終アクセス.
- －（2018）「第4回社会的価値・資本創出型 M&A アワード－社会的に優れた M&A デイール（ソーシャル M&A）を表彰－」
https://www.dbj.jp/topics/dbj_news/2018/html/0000030358.html 2020年11月12日最終アクセス.
- ・川村雅彦（2009）「日本における CSR の系譜と現状」https://www.nli-research.co.jp/files/topics/38077_ext_18_0.pdf?site=nli 2020年8月24日最終アクセス.
- ・環境省（2020）「令和2年版 環境・循環型社会・生物多様性白書」
<http://www.env.go.jp/policy/hakusyo/r02/pdf.html> 2020年8月24日最終アクセス.

- ・北田皓嗣（2019）「日本企業のサステナビリティ目標設定に対する分析」『イノベーション・マネジメント』No.16, pp.1-18.
- ・木村富美子・萩原清子・堀江典子・朝日ちさと（2015）「社会的企業の支援システムに関する考察－中間支援組織の機能－」『日本地域学会年次大会学術発表論文集』vol.52.
- ・木村富美子（2016）「社会的企業の支援における中間支援組織の役割」『通信教育部論集』第19号, pp.15-34.
- ・金融庁（2016）「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針：Ⅱ銀行監督上の評価項目」
https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/chusho/02d.html#02_05
 2018年9月17日最終アクセス.
- ・金融仲介の改善に向けた検討会議（2018）「地域金融の課題と競争のあり方」
<https://www.fsa.go.jp/singi/kinyuchukai/kyousou/20180411/01.pdf>
 2018年9月17日最終アクセス.
- ・工藤順（2013）「コミュニティビジネス/ソーシャルビジネス支援における中間支援機関の実態と課題－NPO推進青森会議のケースを中心に－」『イノベーション・マネジメント』第10号, pp.89-105.
- ・國島弘行（2014）「日本企業の危機と株主価値志向経営－日本的経営の解体と再生をめぐって－」『経営学論集』第84集, pp.30-40.
- ・経済産業省（2009）「ソーシャルビジネス55選」
http://www.meti.go.jp/policy/local_economy/sbcb/sb55sen.html 2018年9月17日最終アクセス.
- －（2014a）「「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（伊藤レポート）中間論点整理要旨」
<http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140425007/20140425007-2.pdf>
 2016年9月28日最終アクセス, pp.1-10.

- (2014b) 「「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（伊藤レポート）最終報告書」
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf
2020年11月12日最終アクセス.
- (2017) 「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」
<https://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>
2020年8月24日最終アクセス.
- ・経団連1%クラブ「2015年度社会貢献活動実績調査結果」
<https://www.keidanren.or.jp/policy/2016/092.html> 2017年4月9日最終アクセス.
- ・厚生労働省 Web サイト「平成30年版厚生労働白書—障害や病気などとの向き合い、全ての人が活躍できる社会に—」
<https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/kousei/18/dl/all.pdf> 2020年8月24日最終アクセス.
- ・高知銀行 Web サイト「働きがいのある職場づくりへの取り組み」
<https://www.kochi-bank.co.jp/about/ikusei.html> 2020年8月24日最終アクセス.
- 「2020 高知銀行の現況」 https://www.kochi-bank.co.jp/disclosure/disclosure_2020.html 2020年8月24日最終アクセス.
- ・国際連合広報センター Web サイト「2030 アジェンダ」
http://www.unic.or.jp/activities/economic_social_development/sustainable_development/2030agenda/ 2017年4月8日最終アクセス.
- 「持続可能な開発目標、2016年1月1日に発効（概観）」
https://www.unic.or.jp/news_press/features_backgrounders/17430/
2019年10月6日最終アクセス.

- ・小立敬（2014）「人口減少時代の地域銀行に求められる経営課題－地域銀行の再編の背景と論点－」『野村資本市場クォーターリー』vol.18-2, pp.48-62.
- ・後藤貴昌（2016）「サステナブル経営による企業価値創造と企業無形資産の考察」『公共政策志林』第4号, pp.75-94.
- ・小林麻美（2017a）「トヨタ自動車AA型種類株式の特質と問題点－証券市場と会社経営－」『経営学研究論集』第46号, pp.37-48.
- －（2017b）「社会的価値の概念に関する一考察」『経営学研究論集』第47号, pp.41-54.
- ・コンコルディア・フィナンシャルグループ Web サイト「フィデューシャリー・デューティー宣言（お客さま本位の取り組みについて）」
<https://www.boy.co.jp/boy/fd/index.html> 2020年8月24日最終アクセス.
- －「従業員への取り組み」
<https://www.boy.co.jp/boy/syokuin/index.html> 2020年8月24日最終アクセス.
- －「地方創生への取り組み」
<https://www.boy.co.jp/boy/chihou/index.html> 2020年8月24日最終アクセス.
- －「2017年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）本編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/38491/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- －「2017年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）資料編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/38494/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.

- － 「2018年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）本編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/51147/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- － 「2018年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）資料編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/51146/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- － 「2019年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）本編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/68715/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- － 「2019年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）資料編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/68716/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- － 「2020年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）本編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/84128/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- － 「2020年度版ディスクロージャー誌（統合報告書）資料編」
https://ssl4.eir-parts.net/doc/7186/ir_material_for_fiscal_ym3/84126/00.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- ・ 坂本恒夫（2017）「事業連携と社会的価値－ESG投資に関連して－」
『経営論集』第64号第1・2・3合併号，pp.15-26.
- ・ 坂本恒夫・大坂良宏・鳥居陽介編著（2015）『テキスト現代企業論（第4版）』同文館出版.
- ・ 坂本恒夫・鳥居陽介編，現代財務管理論研究会著（2014）『テキスト経営分析』税務経理協会.

- ・佐久間信夫（2009）「機関投資家と企業統治改革」『創価経営論集』第33巻第3号，pp.71-83.
- ・佐藤彩生（2017）「観光活性化ファンドによる地域金融機関の観光振興への取組み」『農林金融』2017年2月号，pp.34-50.
- ・サンメッセ株式会社 Web サイト「企業情報」
<https://www.sunmesse.co.jp/company/message.html> 2020年11月17日最終アクセス.
- （2020）「Sun Messe REPORT 2020」
<https://www.sunmesse.co.jp/csr/report/pdf/2020/SR2020-p15-22.pdf>
 2020年11月17日最終アクセス.
- ・島田掛川信用金庫 Web サイト「島田掛川信用金庫について」
<https://www.sk-shinkin.co.jp/profile/> 2020年8月24日最終アクセス.
- 「日本最古の信金から日本一新しい取組みを発信します」
https://www.sk-shinkin.co.jp/regional_revitalization/ 2020年8月24日最終アクセス.
- 「ディスクロージャー2020年版」https://www.sk-shinkin.co.jp/profile/files/docs/disclo_2020.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- ・清水一之（2006）「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任—ドイツと日本のSRI市場比較—」『明治大学商学研究論集』第25号，pp.89-110.
- ・首藤恵・増子信・若園智明（2006）「企業の社会的責任（CSR）活動とパフォーマンス：企業収益とリスク」Waseda university Institute of Finance working paper series WIF-06-002，pp.1-26.
- ・総務省（2020）「令和2年版地方財政白書」
https://www.soumu.go.jp/main_content/000675969.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- ・竹内英二（2009）「小企業における地域貢献活動の実態」『日本政策金融公庫論集』第5号，pp.1-22.

- (2015) 「わが国ソーシャルビジネスの「社会性」と「事業性」」『日本政策金融公庫論集』第 27 号, pp.1-20.
- ・ 田中敬幸・横田理宇 (2017) 「日本における中小企業の CSR 活動－高崎近隣の中小企業 10 社における事例研究－」『日本経営倫理学会誌』第 24 号, pp.111-124.
- ・ 谷本寛治 (2006) 『CSR 企業と社会を考える』NTT 出版.
- ・ 中小企業庁 (2014) 「中小企業白書 (2014 年度版) 第 3 部 中小企業・小規模事業者が担う我が国の未来 第 5 章 新しい潮流－課題克服の新しい可能性－」
- http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/10Hakusyo_part3_chap5_web.pdf 2018 年 9 月 17 日最終アクセス.
- (2020) 「2020 年版小規模企業白書 第 3 部 中小企業・小規模事業者と支援機関 第 3 章：中小企業支援機関の役割」
- https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2020/PDF/shokibo/05sHakusyo_part3_chap3_web.pdf 2020 年 8 月 24 日最終アクセス.
- ・ 東京証券取引所 (2018) 「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～『改訂前からの変更点』」 <https://www.jpex.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180602.pdf> 2019 年 8 月 26 日最終アクセス.
- ・ 東京証券取引所 (2016) 「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」
- <https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/j-bunpu2015.pdf> 2020 年 8 月 5 日最終アクセス.
- ・ 東洋経済 ONLINE Web サイト <http://toyokeizai.net/articles/-/109156> 2017 年 4 月 9 日最終アクセス.
- <http://toyokeizai.net/articles/-/109156?page=3> 2017 年 4 月 9 日最終アクセス.
- (2015) <http://toyokeizai.net/articles/-/73395> 2020 年 7 月 30 日最終アクセス.

- (2018) 「「社会貢献におカネを出す」100社ランキング」
<https://toyokeizai.net/articles/-/211835?page=5>・
<https://toyokeizai.net/articles/-/211835?page=7> 2020年11月13日最終アクセス.
- (2019) 「最新!「社会貢献にお金を出す」100社ランキング」
<https://toyokeizai.net/articles/-/282673?page=4>・
<https://toyokeizai.net/articles/-/282673?page=6> 2020年11月13日最終アクセス.
- (2020) 「「社会貢献にお金をかけている企業」トップ100」
<https://toyokeizai.net/articles/-/353032?page=4>・
<https://toyokeizai.net/articles/-/353032?page=6> 2020年11月13日最終アクセス.
- ・ 東洋経済新報社 (2017a) 『CSR企業総覧【雇用・人材活用編】2017年度版』.
- (2017b) 『CSR企業総覧【ESG投資編】2017年度版』.
- ・ 東レ株式会社 Web サイト 「CSRレポート 2005年版～2018年版」
<https://www.toray.co.jp/sustainability/download/index.html> 2019年10月8日最終アクセス.
- 「CSRロードマップ・2018年度のKPI達成状況」
<https://www.toray.co.jp/sustainability/stance/roadmap.html> 2019年10月8日最終アクセス.
- 「東レグループのCSR」
<https://www.toray.co.jp/sustainability/stance/> 2020年8月18日最終アクセス.
- 「社外からの評価」
<https://www.toray.co.jp/sustainability/stance/evaluation.html> 2020年8月18日最終アクセス.
- ・ トヨタ自動車株式会社 Web サイト 「アニュアルレポート」2014年3月期, <http://www.toyota.co.jp/jpn/investors/library/annual/pdf/2014>
2016年9月28日最終アクセス.

- 「有価証券報告書」 2016 年 3 月期,
http://www.toyota.co.jp/jpn/investors/library/negotiable/2016_3/
2016 年 9 月 28 日最終アクセス.
- 「AA 型種類株式に関する Q&A (平成 27 年 6 月 16 日更新版)」
https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/share/commonstock_20150616_03_jp.pdf 2020 年 7 月 30 日最終アクセス.
- 「株式の状況」 <http://www.toyota/jpn/investors/stock/out-line.html>
2020 年 7 月 30 日最終アクセス.
- (2015a) 「第 1 回 AA 型種類株式の発行、AA 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」
https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/share/commonstock_20150428_01_jp.pdf 2020 年 4 月 30 日最終アクセス.
- (2015b) 「第 1 回 AA 型種類株式の発行および第 1 回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」
https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/share/commonstock_20150616_01_jp.pdf 2020 年 7 月 30 日最終アクセス.
- (2015c) 「第 1 回 AA 型種類株式に関するご説明資料」
https://www.toyota.co.jp/pages/contents/jpn/investors/stock/share_2015/pdf/commonstock_20150616_02.pdf 2020 年 4 月 30 日最終アクセス.
- ・ 内閣府 Web サイト「構造改革のための経済社会計画—活力ある経済・安心できる暮らし—」 <https://www5.cao.go.jp/j-j/keikaku/keishin1-j-j.html> 2020 年 8 月 24 日最終アクセス.
- ・ 内閣府・内閣官房 Web サイト (2017) 「まち・ひと・しごと創生総合戦略 (2017 改訂版)」
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/info/pdf/h29-12-22-sougousenryaku2017hontai.pdf> 2020 年 7 月 30 日最終アクセス.

- (2018)「まち・ひと・しごと創生総合戦略(2018改訂版)」
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/info/pdf/h30-12-21-sougousenryaku2018hontai.pdf> 2020年7月30日最終アクセス.
- ・中井和敏(2008)「M&Aと企業価値」『現代経営経済研究』第2巻第2号, pp.97-124.
- ・ニッセイアセットマネジメント株式会社(2019)「ESGに関する情報開示についての調査研究」p.32,
https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf 2019年10月6日最終アクセス.
- ・中尾悠利子・中野牧子・天野明弘・國部克彦・松村寛一郎・玄場公規(2005)「環境政策の実施が企業の環境・財務パフォーマンスの関係に及ぼす影響について」
IGES Kansai Research Centre Discussion Paper, KRC-2005-No.5
https://www.iges.or.jp/jp/publication_documents/pub/discussionpaper/jp/149/BSS-05-004.pdf 2020年8月24日最終アクセス.
- ・西谷公孝(2014)「企業の環境への取り組みやその情報開示が株主価値に与える影響」『環境経済・政策研究』第7巻第1号, pp.10-22.
- ・日本銀行金融機構局(2015)「人口減少に立ち向かう地域金融－地域金融機関の経営環境と課題－」
<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsrb150529.pdf> 2018年9月17日最終アクセス.
- ・日比規雄(2018)「地域銀行の現状と課題－求められる経営基盤の確立－」『立法と調査』402号, pp.50-64.
- ・福本葵(2016)「長期保有株主に対する優遇策」『証券経済研究』第94号, pp.77-92.
- ・淵田康之(2012)「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号, pp.52-87.

- ・ PwC Japan (2016) 「コーポレートサステナビリティと非財務情報の重要性」
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160108.html> 2019年8月26日最終アクセス.
- ・ 本多哲夫 (2017) 「中小企業の地域社会活動と自治体政策－自治体中小企業政策の新たな形－」『経営研究』第68巻第2号, pp.1-16.
- ・ Michael E. Porter and Mark R. Kramer (2011) 「共通価値の戦略」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』2011年6月号, pp.8-31.
- ・ まち・ひと・しごと創生本部事務局 Web サイト (2019) 「平成30年度地方創生への取組状況に係るモニタリング調査結果～地方創生に資する金融機関等の「特徴的な取組事例」～」
https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/pdf/1903_research_kinyu1.pdf
 2020年8月21日最終アクセス.
- ・ 松岡俊二 (2018) 「持続可能な地域社会のつくりかた：地方創生と社会イノベーションを考える」『アジア太平洋討究』第33号, pp.1-18.
- ・ 水口剛 (2016) 「イギリス機関投資家にみる環境・社会に配慮した投資行動の研究」『産業研究 (高崎経済大学地域科学研究所紀要)』第51巻第1・2号, pp.27-40.
- ・ みずほ総合研究所 (2010) 「注目高まる社会的企業～社会性と事業性を兼ね備えた新たな事業形態とは～」 <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/policy-insight/MSI100607.pdf> 2018年9月17日最終アクセス.
- ・ 水村典弘 (2016) 「共通価値 (CSV) の戦略～長期的な視野に立つSV戦略の倫理的課題～」『日本経営倫理学会誌』第23号, pp.109-121.
- ・ 三井哲 (2016) 「人口減少時代における地域金融機関」『名古屋学院大学論集社会科学篇』第52巻第3号, pp.75-91.
- ・ 峯岸信哉 (2017) 「地方創生に向かう地域金融機関への期待と課題」『社会イノベーション研究』第12巻第1号, pp.447-464.

- ・ 箕輪徳二（2016）「トヨタ自動車(株)AA型種類株式発行に関する財務論の考察：調達コストと自己株式の資本政策を中心にして」『川口短大紀要』第30巻， pp.13-30.
- ・ 宮川宏・米岡英治（2019）「持続的な価値創造にかかる知的資産情報の開示—企業間連携構築に焦点を当てて—」『目白大学経営学研究』第17号， pp.67-79.
- ・ 宮崎哲也（2005）「企業価値経営とRBV」『九州情報大学研究論集』第7巻第1号， pp.43-59.
- ・ 村山博（2015）「自動運転車，燃料電池車，電気自動車に関するイノベーションの研究—自動車会社，部品会社，IT企業による次世代自動車の社会的価値の創造—」『桃山学院大学環太平洋圏経営研究』第16号， pp.79-132.
- ・ 文部科学省（2020）「令和2年版科学技術白書」
https://www.mext.go.jp/b_menu/hakusho/html/hpaa202001/detail/1427221.html 2020年8月24日最終アクセス.
- ・ Jürgen Kocka 著，山井俊章訳（2018）『資本主義の歴史 起源・拡大・現在』人文書院。（Jürgen Kocka, “Geschichte des Kapitalismus” 邦訳）
- ・ 姚小佳（2015）「企業価値の評価における統合報告の意義」『商経学叢』第61巻第3号， pp.239-252.
- ・ 横山恵子（2000）「企業の社会的価値創造プロセス—先進的企業の事例研究：ザ・ボディショップ・インターナショナル社—」『日本経営倫理学会誌』第7号， pp.163-172.
- ・ 吉井一浩（2014）「議決権種類株式上場制度の活用について」『月刊資本市場』2014年7月号， pp.12-22.
- ・ World Economic Forum Web サイト「Stakeholder Capitalism in the Asian Century」
<https://jp.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020/sessions/the-future-of-stakeholder-capitalism-in-the-asian-century>
2020年7月29日最終アクセス.

— 「世界経済フォーラム年次総会 2020」

<https://jp.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020> 2020年7月29日最終アクセス.

【英語】

・ Anrong Gao and Makiko Nakano (2017) “An Empirical Analysis on the Relationship between Environmental Labeling and Firm Value”,

『環境科学会誌』30(2), pp.88-95.

・ Business Roundtable (2019) “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’”, [https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-thepurpose-](https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-thepurpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans)

[of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans](https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-thepurpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans)

2020年7月29日アクセス.

・ Caroline Flammer (2013) “CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND SHAREHOLDER REACTION: THE ENVIRONMENTAL AWARENESS OF INVESTORS”, *Academy of Management Journal*, 56 (3), pp.758-781.

・ Caroline Flammer and Pratima Bansal (2017) “Does a long - term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity” *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, 38(9), pp.1827-1847.

・ Council of Institutional Investors (2019) “Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose” https://www.cii.org/aug19_brt_response

2020年11月13日最終アクセス.

・ David Marginson, Laurie McAulay, Melvin Roush and Tony van Zijl (2010) “Performance measures and short-termism: an exploratory study”, *Accounting and Business Research*, 40(4), pp.353-370.

- ・ Gabriel Eweje (2006) “The Role of MNEs in Community Development Initiatives in Developing Countries Corporate Social Responsibility at Work in Nigeria and South Africa”, *Business & Society*, 45(2), pp.93-129.
- ・ Geoff Mulgan (2010) “Measuring Social Value”, *Stanford Social Innovation Review*, Summer 2010, pp.38-43.
- ・ Government of the United Kingdom (2012) “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, FINAL REPORT”,
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf 2020年7月29日最終アクセス.
- ・ GSIA (2019) “2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW” http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf
2020年4月6日最終アクセス.
- ・ Gunnar Friede, Timo Busch and Alexander Bassen (2015) “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), pp.210-233.
- ・ Henry Hansmann and Reinier Kraakman (2000) “The End of History for Corporate Law”, *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper 280, pp.1-34.
- ・ Hervé Stolowy and Luc Paugam (2018) “The expansion of non-financial reporting: an exploratory study”, *Accounting and Business Research*, Vol. 48, No. 5, pp.525-548.
- ・ International Organization for Standardization (2018) “Discovering ISO26000-Guidance on social responsibility”
<https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100258.pdf>
2020年8月5日最終アクセス.

- ・ Jonathan M. Wellum (2006) “SHORT-TERMISM AND SOME SIGNIFICANT CHALLENGES TO THE CAPITAL MARKETS”, Work Research Foundation 2006. wrf.ca
<http://rocklinc.com/wp/wp-content/uploads/2010/12/Short-Termism-2006.pdf> 2020年3月31日最終アクセス.
- ・ Joshua Graff Zivin and Arthur Small (2005) “A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social Responsibility”, *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 5(1), pp.1-21.
- ・ Kelly Tang and Christopher Greenwald (2016) “Long-Termism Versus Short-Termism: Time for the Pendulum to Shift?”,
<https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/03/SPLong-TermismversusShort-termism.pdf> 2020年4月1日最終アクセス.
- ・ Li Jin (2005) “How Does Investor Short-termism Affect Mutual Fund Manager Short-termism”, EFA 2005 Moscow Meetings Paper,
portal.idc.ac.il/en/main/research/caesareacenter/annualsummit/documents/li%20jin.pdf
 2020年4月1日最終アクセス.
- ・ Lynne L. Dallas (2012) “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-078,
 ① https://digital.sandiego.edu/law_fac_works/29/
 ② https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2006556
 2020年4月1日最終アクセス.
- ・ Malcolm S. Salter (2012) “How Short-Termism Invites Corruption… And What to Do About It”,
 Harvard Business School Working Paper, Number: 12-094,
https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/12-094_8260785f-0417-45d1-8abc-0afe86f87eaa.pdf 2020年4月1日最終アクセス.

- ・ McKinsey & Company (2017) “MEASURING THE ECONOMIC IMPACT OF SHORT-TERMISM”,
<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Long%20term%20Capitalism/Where%20companies%20with%20a%20long%20term%20view%20outperform%20their%20peers/MGI-Measuring-the-economic-impact-of-short-termism.ashx>
 2020年4月1日最終アクセス.
- ・ N. C. Ashwin Kumar, Camille Smith, Leila Badis, Nan Wang, Paz Ambrosy and Rodrigo Tavares (2016) “ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model”, *JOURNAL OF SUSTAINABLE FINANCE & INVESTMENT*, 6(4), pp.292-300.
- ・ Nelson P. Repenning and Rebecca M. Henderson (2010) “Making the Numbers? “Short Termism” & The Puzzle of Only Occasional Disaster”, NBER Working Paper No. 16367,
<https://www.nber.org/papers/w16367.pdf>
 2020年4月1日最終アクセス.
- ・ Ocean Tomo (2017) 「Intangible Asset Market Value Study」
<https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>
 2019年8月26日最終アクセス.
- ・ Panagiotis E. Dimitropoulos and Ourania Vrontdou (2015) “Corporate Social Responsibility and Firm Value in the Sport Recreation Sector: A Review”, *Business Management and Strategy*, 6(2), pp.28-43.
- ・ Philip Auerswald (2009) “Creating Social Value”, *Stanford Social Innovation Review*, Spring 2009, pp.51-55.
- ・ PRI (2018) “FINANCIAL PERFORMANCE OF ESG INTEGRATION IN US INVESTING” <https://www.unpri.org/download?ac=4218>
 2020年4月6日最終アクセス.
- ・ Razeen Sappideen (2011) “Focusing on corporate short-termism”, *Singapore Journal of Legal Studies*, 20: pp.412-431.

- ・ Rick Harbaugh, John W. Maxwell, and Beatrice Roussillon (2011) “Label Confusion: The Groucho Effect of Uncertain Standards”, *Management Science*, 57(9), pp.1512-1527.
- ・ Steven K. Vogel (2019) “Japan’s Ambivalent Pursuit of Shareholder Capitalism”, *Politics & Society*, 47(1), pp.117-144.
- ・ Thomas B. Long (2020) “Sustainable Business Strategy”, https://www.researchgate.net/publication/332414437_Sustainable_Business_Strategy 2020年7月30日最終アクセス.
- ・ United Nations Global Compact 「The Ten Principles of the UN Global Compact」
<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>
2020年8月5日最終アクセス.