

立教大学学術推進特別重点資金 (立教 S F R)

大学院学生研究

2019年度研究成果報告書

研究科名	立教大学大学院 ビジネスデザイン 研究科 ビジネスデザイン 専攻		
研究代表者 (2020年3月現在 のものを記入)	在籍課程・学年・学生番号		氏名
	<input type="checkbox"/> 博士前期課程 年 <input checked="" type="checkbox"/> 博士後期課程 3年 (学生番号: 17WG002M)		小野 美和 印
指導教員	所属部局・職		氏名
	立教大学経営学部・立教大学大学院 ビジネスデザイン研究科委員長		亀川 雅人 印
自然・人文・社会の別	自然 ・ 人文 ・ 社会	個人・共同の別	個人 ・ 共同 名
研究課題	資本市場における社会的正当性と共感 ～ESG 投資拡大の背景～		
研究組織 (研究代表者 ・共同研究者) ※2020年3月現在 のものを記入	在籍研究科・専攻・課程・学年		氏名
	ビジネスデザイン研究科 ビジネスデザイン専攻 博士課程後期課程3年		小野 美和
研究期間	2019 年度		
研究経費 (1円単位)	(支出金額) 200,000円 / (採択金額) 200,000円		

研究の概要 (200～300字で記入、図・グラフ等は使用しないこと。)
本研究においては、米国と日本における NGO キャンペーンの市場への影響をイベントスタディで分析した。米国におけるネガティブキャンペーンの直後は株価にマイナスの影響となり、統計的にも有意差がある結果となっている。米国はアクティビスト NGO の活動が活発であり、投資家も NGO の情報を活用していることが見て取れる。一方、日本企業に対する NGO キャンペーンに関するイベントスタディの結果は、有意差のある結果にはなっておらず、日本市場において NGO の活動の影響はほとんどないといえる。これは日本の株主がそもそも NGO の情報をウォッチしておらず、またグローバル NGO も日本企業をウォッチしていないことが背景にある。しかし現在、ESG 投資が急速に日本でも拡大しており、日本の株主も NGO の情報を活用し始めており、NGO の市場における存在は増していくものと思われる。

キーワード (研究内容をよく表しているものを3項目以内で記入。)
[ESG 投資] [NGO アクティビズム] [イベントスタディ]

研究成果の概要 (図・グラフ等は使用しないこと。)

企業の社会的責任に対する市民社会の要求が拡大している。企業は自社の利益を追求し、投資家は、彼らの価値観で「正しい」と認識する活動を行っている企業に資金を投入し、株主価値向上を追求する。しかし株主価値最大化を目的とした市場の資源配分プロセスは、必ずしも最適な資源配分を実現させることができず、市場の失敗を引き起こす。企業は不正に企業価値を高めようとしたり、投資家は不正に情報を得ようとする。それでもテクノロジーの発展と情報ソースの多様化により、情報の非対称性が縮小し、資本市場において適正な資源配分が行われようとする。その一端を担うのが ESG 投資であり、その背景には市民社会の要求が存在する。

完全な市場、万能な市場機能による資源配分は存在しない。よって社会にとって最適な資源配分を実現するにあたり、社会が社会的費用を認識し、そのたびに企業は私的費用化を求められる。その資源配分には人間の価値判断が介入する。この価値判断は「資源配分はどうあるべきか」という規範、もしくは社会的価値観である。

かつて環境問題は存在していなかったが、ある事象が問題として認識されてはじめて環境問題となる。その後、リスクを機会と認識し、「環境ビジネス」といった言葉で利益の源泉と捉えることになるとは、当時は誰も想像していなかったであろう。同じく人権問題も、最初は問題として認識されていない時代があった。今でも地域によっては、問題視されていないケースもある。このような価値観の違いは、市場の資源配分に影響を与えている。

資源配分における価値観の変遷に影響を与えてきたのは、市民社会の役割が大きい。本研究は、市民社会、つまり NGO (Non-Government Organization) の機能が、資本市場において機能していることを、確認するのが目的である。NGO は、政府からも企業からも独立した市民団体であり、CSO (Civil Society Organization) や、PVO (Private Voluntary Organization) と呼ばれることもある。NGO の歴史は古く、その起源は植民地時代のキリスト教会による布教・慈善活動がその基盤となっていると言われている。NGO の活動には大きく分けて 2 つのパターンがあると考えられる。1 つ目は問題が起きている現場で直接的に解決を図ろうとする活動である。2 つ目は、制度設計やルール形成等を通じて構造的な解決を目指そうとする活動である。後者については、企業に対しサステナブルな企業行動 (Sustainable Responsible Behavior¹) を促すためのエンゲージメント (対話) を行うことがある。このような行動は NGO アクティビズムとも言われ、企業行動の変革のきっかけとなるものである。例えば 1990 年後半、スポーツアパレル会社が委託する東南アジアの工場で、低賃金労働、劣悪な環境での長時間労働、児童労働、強制労働が発覚した。この事態に米国の NGO などが批判し、当社製品の不買運動が世界的に起こり、株価は大幅に下落し、経済的に大きな打撃を受けた。最近では、2016 年にインドネシアにおけるタバコ農家の児童労働を、NGO が告発し、たばこメーカーにそのような生産者との取引を即時停止するよう訴えている。また 2019 年には米国小売店において、NGO との対話の結果、毛皮製品の販売を禁止することを発表した。またエンゲージメントだけでなく、ターゲット企業の株式を保有したうえで株主提案を行う NGO も存在する。経済のグローバル化にともない、社会課題の解決において、グローバル企業の果たす役割の重要性がより強く認識される中、NGO は中長期的な視点で企業に対して経営の変革を求めているのである。

NGO アクティビズムは、いわば民間による非公式な規制と見なすことができるだろう。Baron and Diermeier (2007)² は、企業や産業の慣行を変えることを目的として活動するアクティビスト NGO について、キャンペーン活動の成功または影響に関するモデル化を試みており、NGO のキャンペーン活動が重要な役割を果たしていることを示している。

研究成果の概要 つづき

そして企業の自主的なサステナビリティに関する活動が、NGO アクティビストのキャンペーンのターゲットになる可能性を低くするとしている。

このように、資本市場において、NGO の果たす役割が大きくなっている。投資家は、グローバル NGO の活動（企業に対するキャンペーン）に関する情報を積極的に活用している。また ESG 評価機関も、財務情報や企業のサステナビリティレポート等の開示情報からだけでなく、NGO の情報を利用して、企業の格付けを行っている。Dimson(2015)³は、1999 年から 2009 年に、米国企業に対して実施された ESG に関するエンゲージメントについて分析を行い、エンゲージメントに成功した場合の株式超過収益率が 7.1%と、失敗した場合を上回っていることを実証している。

本研究において、米国における NGO キャンペーンの影響をイベントスタディで分析した結果、ネガティブキャンペーンの直後は株価にマイナスの影響となり、統計的に有意差があるという結果になっている。米国はアクティビスト NGO の活動が活発なため、投資家も NGO の情報を活用していることが見て取れる。一方、日本企業に対する NGO キャンペーンの影響に関するイベントスタディの結果は、有意差のある結果にはなっておらず、日本市場において NGO の活動の影響はほとんどない。これは、日本の株主がそもそも NGO の情報をウォッチしていないという背景が想定できる。またグローバル NGO が幅広く日本企業をウォッチしていないため分析対象が少なく、有意差のある結果とならなかった。なお国内の NGO は小規模で資金力もなく、グローバル NGO のようなキャンペーン活動を行う団体はほぼないと言ってよい。しかし現在、ESG 投資が急速に日本でも拡大しており、日本の株主も NGO の情報を活用するようになってきている。グローバル NGO もより多くの日本企業をウォッチし、またエンゲージメントを実施する傾向にある。そのような傾向を受け、企業はステークホルダーダイアログを実施し、NGO との対話を積極的に行ったり、一部の企業では、NGO と協働で自社の活動を改善しようとする動きもみられている。

社会的費用を私的費用化しない企業は、フリーライダーと見なされ、正義に反するという投資家の意識が芽生えている。投資家は、市民社会の価値観を捉えて投資活動に反映させており、ESG 投資の拡大は、市民社会の代弁者としての NGO、そして我々の年金基金を運用する機関投資家の価値観が反映された結果ということができる。

投資家は様々な方法で企業の行動を把握し、投資行動に反映させる。社会課題の最前線にいる NGO の情報を活用することもその一つである。投資家は、それらの情報を活用し、不正義な企業への資本供給を抑制し、市場から淘汰しようとする。このような投資家の社会的価値観により醸成される ESG 投資を、市場の失敗を補正する投資家の自律的活動として捉えることができる。そして企業経営者は、ESG 投資家によるエンゲージメントに加えて、NGO の活動も考慮しながら、外部不経済の私的費用化を実行することになる。今後、資本市場における NGO の役割は一層高まるであろう。

(参考文献)

- 1) Benabou, R. and Tirole, J. (2010) 'Individual and corporate social responsibility', *Economica*, 77(305), pp. 1-19.
- 2) Baron, D. P. and Diermeier, D. (2007) 'Strategic activism and nonmarket strategy', *Journal of Economics and Management Strategy*.
- 3) Dimson, E., Karakas, O. and Li, X. (2015) 'Active Ownership', *The Review of Financial Studies*, 28(12), pp. 3225-3268.

※この(様式2)に記入の成果の公表を見合わせる必要がある場合は、その理由及び差し控え期間等を記入した調書(A4縦型横書き1枚・自由様式)を添付すること。

研究発表 (研究によって得られた研究成果を発表した①～④について、該当するものを記入してください。該当するものが多い場合は主要なものを抜粋してください。なお、成果発表を確認できる資料を合わせて提出してください。)

- ①雑誌論文 (著者名、論文タイトル、雑誌名、巻号、発行年、ページ)
- ②図書 (著者名、出版社、書名、発行年、総ページ数)
- ③シンポジウム・公開講演会等の開催 (会名、開催日、開催場所)
- ④その他 (学会発表、研究報告書の印刷等)

② 図書

「市場とイノベーションの企業論」中央経済社 2020/2/13
第5章「ESG投資による資源再配分プロセス」

④ 学会発表

日本マネジメント学会 第80回全国研究大会 2019/10/6
「ESG投資における社会的正当性」

企業と社会フォーラム 第30回東日本部会 2019/12/14
「NGOキャンペーンと市場へのインパクト」