

氏名	小方信幸		
学位(専攻分野)	博士(経営管理)		
学位記番号	博国サ甲 第8号		
学位授与の日付	2015年3月25日		
学位授与の要件	学位規則(昭和28年4月1日文部省令第9号) 第4条第1項該当		
学位論文題目	社会的責任投資における投資哲学とパフォーマンス		
論文審査委員	主査教授	北川哲雄	
	副査教授	西谷幸介	
	副査教授	中野勉	
	副査准教授	森田充	
	副査	白鷗大学教授	
		高橋浩夫	

論文の内容の要旨

小方信幸

1. 研究目的および研究の意義

本論文は、社会的責任投資(Socially Responsible Investment, 以下、SRI)を主な研究領域としており、2つの研究目的がある。第1に、キリスト教倫理によって形成された欧米のSRIの投資哲学を明らかにすることである。欧米のSRIは、キリスト教教会で始まり100年以上の歴史を経て、2000年以降に著しい発展を遂げた。そのようなSRIの発展に、SRIの投資哲学が大きな役割を果たしたと考えられる。筆者の知る限り、SRIの投資哲学をキリスト教倫理との関係で考察した研究は、わが国ではまだ行われていない。このような新たな視点からSRIを考察することにより、欧米のSRIと比べ、歴史が浅く市場規模の小さいわが国のSRIが今後発展するための示唆を得られると考える。

2番目の研究目的は、SRIのパフォーマンス分析である。欧米では、SRIのパフォーマンスに関する実証研究は数多く行われており、知見の蓄積がみられる。しかし、

わが国のSRIのパフォーマンスに関する実証研究は極めて少ない状況にある。つまり、わが国のSRI研究者は、年金基金、保険会社、資産運用会社などの機関投資家がSRI市場参入を検討するための、十分な判断材料を提供していないといえよう。そこで、SRI市場に多様な機関投資家が数多く参入するためにも、わが国のSRIのパフォーマンスに関する実証研究は喫緊の課題と考える。

本論文では、研究課題としたSRIの投資哲学の考察とSRIのパフォーマンスの分析を通じ、限定的ながらもSRI研究における新たな知見を得て、わが国のSRIの発展に多少なりとも貢献できるものと考え。ここに当研究の意義があると考え。

2. SRIの定義

現在、多様な捉え方がされているSRIについて、本論文では「SRIは、倫理的価値観をベースに、環境（Environment, E）、社会（Social, S）、ガバナンス（Governance, G）のESG要因を投資の意思決定の際に考慮し、企業の持続的成長と長期運用パフォーマンスの向上を図る投資」と定義する。

具体的なESG要因は、地球環境問題、発展途上国における児童就労問題などの環境・社会問題と、企業価値に直接影響するコーポレート・ガバナンスの問題である。このようなESG要因は企業の持続的成長のリスクであると同時に機会でもある。したがって、ESG要因をコントロールする企業は持続的成長を実現し、さらに、投資家に長期でより多くの超過リターンをもたらす、と考えることができる。筆者は、わが国の投資家も、世界的に深刻な問題であるESG要因を投資の意思決定の際に考慮する、責任ある投資を行う必要があると考える。これが本論文の問題意識である。本論文におけるSRIの定義は、このような考えと立場に基づくものである。

3. 研究課題と分析の視点

本論文では、2つの研究目的に沿って3つの研究課題を設定する。

研究課題1 SRIの歴史

研究課題2 SRIの運用パフォーマンスに関する実証分析

研究課題3 SRIの財務パフォーマンスに関する実証分析

研究課題1 SRIの歴史

研究課題1への取り組みとして、欧米におけるSRIの歴史について文献調査を行う。欧米におけるSRIの歴史考察には2つの目的がある。まず、100年以上にわたり発展を続ける欧米のSRIの根底にある、キリスト教倫理によって形成されたSRIの投資哲学を明らかにすることである。これは本論文における1番目の研究目的そのものである。2番目の目的は、欧米のSRIの発展史と投資哲学の考察を通じ、歴史は浅く市場規模が小さいわが国のSRIの将来に示唆を得ることである。

研究課題2 SRIの運用パフォーマンスに関する実証分析

SRIの運用パフォーマンスについては、先行研究を参考にFama & Frenchの3ファクターモデルで計算したリスク調整後リターン（株式超過収益率）を用いる。SRIのパフォーマンスに関する実証研究は、欧米を中心に数多く行われている。具体的には、SRIファンドと従来型ファンドを比較する研究が多い。しかし、両ファンド群のパフォーマンスに有意な差を確認できない研究が多くを占める。一方、ファンドによる分析のほかに、銘柄に着目した先行研究がある。調査会社のCSR評価を利用し、高評価銘柄群は低評価銘柄群よりパフォーマンスが高いとする報告がある。

これらの先行研究の結果を踏まえ、本論文では銘柄に着目した分析を行う。ただし、当分析では、実際にわが国のSRIファンドに採用されたすべての銘柄（以下、SRI銘柄）と、従来型アクティブ・ファンド採用銘柄のうちSRIファンドに重複採用された銘柄を除いた銘柄（以下、アクティブ単独銘柄）を比較する。この点が先行研究とは異なる本論文の分析の特徴である。また、当分析は、SRIのスクリーニングと財務要因で高い評価を受けたSRI銘柄と、主に財務要因で高い評価を受けたアクティブ単独銘柄のパフォーマンスを比較分析することにより、SRIのスクリーニングの有効性を確認できるという考えに基づく。

研究課題3 SRIの財務パフォーマンスに関する実証分析

財務パフォーマンスについては、投資家が株主資本に対応する利益の指標として重視する株主資本利益率（ROE）を使用する。研究課題であるSRIの財務パフォーマンスを明らかにするため、2つの実証分析を行う。

まず、最初の分析では、研究課題2と同様に、実際にファンドに採用された2007年のSRI銘柄とアクティブ単独銘柄を分析対象とする。分析期間の2007年から2012年までの6年間で、両銘柄群のROE平均差の検定を行い、SRI銘柄の長期財務パフォー

マンスを考察する。

2番目の分析は、CSR評価と財務パフォーマンスの関係を分析する。具体的には、東洋経済新報社が2007年にCSR調査を実施し、CSRスコアを付与した上位500銘柄（除く銀行、証券、保険）を対象に、2007年から2012年までの6年間のROEとCSRスコアの関係重回帰モデルで分析する。

4. 本論文の構成

本論文は、序章から第5章までの6つの章と1つの補論から成り立つ。本論文の2つの研究目的に沿った3つの研究課題については、主に第2章から第4章で取り組む。

序章

第1章「SRIの現状」

第2章「SRIの発展史と投資哲学」

第3章「SRIファンド採用銘柄の運用パフォーマンス」

第4章「SRIファンド採用銘柄の財務パフォーマンス」

第5章「結論と今後の課題」

補論 「企業の社会的責任と企業価値創造の関係

－事例研究 松下幸之助のCSR経営－

5. 各章の要旨

第1章 SRIの現状

本章では、欧州、米国、カナダ、オーストラリア、南アフリカ、日本を除くアジアと日本のSRI市場の現状を概観した。その結果、特に、7つの国と地域のSRI市場残高の8割以上を占める欧米SRI市場とわが国のSRI市場の間には、市場規模、投資家層、SRI手法のすべてにおいて大きな隔たりがみられた。わが国のSRI市場では、投資家はSRIファンドの個人投資家に偏っており、投資手法はSRIファンドの多くが採用しているベスト・イン・クラスのスクリーニングが中心である。一方、欧米のSRI市場では、長期運用を行う機関投資家である公的年金基金をはじめ、幅広い投資家層が存在している。また、ネガティブ・スクリーニング、インテグレーション、株主行動など、多様なSRIの手法がみられる。さらに、わが国と異なり、英国をはじめ

欧州各国では、SRIやCSRを支援する法的枠組みや制度が整っていることを確認した。

第2章 SRIの発展史と投資哲学

本章では、欧米のSRIの歴史に関する文献調査の結果、欧米のSRIの投資哲学は、メソジスト創始者であるジョン・ウェウレーの説教「金銭の使い方」を起源とし、聖書の5つの原理（創造説、管理者責任、神の愛、証人、エンゲージメント）を宗教的根拠にしていることを明らかにした。また、SRIの投資哲学は、現在の欧米SRIに受け継がれていることを明らかにした。ただし、現在のESG投資は、リスクリターンへの影響が顕著なESG要因のみを限定的に従来型投資に反映させているという問題がある。人権、労働、環境などの広範なESG要因を考慮し、持続的成長と長期パフォーマンスの向上を実現するには、まだ克服すべき課題が多く、道半ばであることも明らかにした。

第2章における2番目の課題である、欧米のSRIの歴史から得た示唆は、SRI推進に関する徹底した議論の重要性である。わが国でSRIの投資哲学が醸成されず、SRIが発展しない直接の原因は日本人の倫理観ではないと考え、その根拠とする事例を示した。むしろ、その直接の原因は、株式市場におけるショートターミズムである。そこで、株式市場の現状を変革するには、2000年施行の英国年金法改正の教訓から、SRI推進の徹底した議論が不可欠であると考えた。具体的には、日本版スチュワードシップ・コードとインベストメント・チェーン構築の議論が有効と考えた。なぜなら、これらの議論は、長期志向の効率性の高い株式市場の構築を目指すものであり、その実現にはSRIが不可欠と考えるからである。このような議論を通じて、わが国でもSRIの投資哲学が醸成されると考える。

また、欧米のSRIを参考に、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によるSRI採用、年金基金に対するSRIに関する開示の義務化がSRI発展に有効であるという考えを示した。その一方で、企業による統合報告の促進と精度向上、高校・大学での継続的なSRI教育、SRIのパフォーマンス分析に関する大規模な共同研究も提言した。SRIの徹底した議論を前提とした、このような施策がわが国におけるSRIの投資哲学醸成とSRI市場発展には不可欠という考えも示した。

第3章 SRIファンド採用銘柄の運用パフォーマンス

本章では、2007年から2011年までの5年間で、SRI銘柄とアクティブ単独銘柄の株

式超過収益率を比較分析した。その結果、SRI銘柄はアクティブ単独銘柄よりパフォーマンスは有意に高いことを確認した。また、この結果は、ESG評価に財務要因を加味して銘柄を選択するSRIのスクリーニングは、投資手法として有効である可能性を示唆するものといえよう。また、ファンドそのものを比較分析する先行研究では得ることのできなかつた結果である。

第4章 SRIファンド採用銘柄の財務パフォーマンス

本章では、2つの実証分析を行った。まず、SRI銘柄とアクティブ単独銘柄のROE平均差の分析では、2007年から2012年までの6年間で、2012年を除き有意にプラスであった。したがって、SRI銘柄は、第3章で確認した運用パフォーマンスに加え、長期財務パフォーマンスも高いことを確認したといえよう。

2番目のCSRスコアとROEの分析の結果は、2007年から2012年の6年間で、両者に有意な関係は確認できなかった。しかし、ROEと各銘柄がSRIファンドに採用された件数の間で、2012年を除き有意にプラスの関係が確認された。このように、本章における2番目の分析では、相反する結果を得た。

その原因として、東洋経済のCSRスコアと、SRI運用会社・評価会社のCSRスコアの内容が異なることが考えられる。東洋経済では、全社・全業種統一基準で主にCSRの取り組み状況の評価を行い、各銘柄にCSRスコアを付与している。それに対し、SRI運用会社やSRI評価会社の多くは業種と企業の特徴を考慮し、長期的な企業価値向上の視点でESG評価を行い、各銘柄にCSRスコアを付与するものと推測される。つまり、両者はCSR評価の目的、基準、方法が異なるのでCSRスコアも異なると考えられる。

第5章 結論と今後の課題

本論文では、2つの研究目的に沿って設定した3つの研究課題に取り組んだ。その結果として得ることのできた主な発見は次の2点である。それらは、極めて限られた範囲のなかでの発見ながら、SRI研究の分野における本論文の貢献であると考えられる。

1点目は、SRIの歴史に関する文献調査を通じて、SRIの投資哲学はジョン・ウェスレーの説教「金銭の使い方」を起源とし、聖書の5つの原理（創造説、管理者責任、神の愛、証人、エンゲージメント）に基づいて形成されたことを明らかにしたこと

である。先に述べたように、SRIの投資哲学をキリスト教倫理との関係で考察した研究は、筆者の知る限り、わが国ではまだ行われていない。

2点目は、実証研究の結果、わが国のSRI銘柄は、運用パフォーマンスに加え財務パフォーマンスも有意に高いことを確認したことである。この結果は、SRIのスクリーニングが投資手法として有効であることを示唆するものといえよう。また、ファンドそのものを比較分析した先行研究ではみることができなかった結果である。

その一方で、本論文で残された最も大きな課題は、第4章の2番目の分析結果にある。それは、重回帰モデルを用いたCSRスコアと財務パフォーマンスの分析において、両者の間に有意にプラスの関係を確認できなかったことである。その原因は、全社・全業種統一基準で、各銘柄にCSRスコアを付与する方法にあると考えられる。そこで、画一的なCSRスコアによる定量分析に代わる一つの方法として、定性的な分析を加えた複数事例研究が考えられる。CSR評価の高い複数の企業に共通してみられるESG要因（共通因子）を把握し、その共通因子が長期財務パフォーマンスを向上させる経路を分析することを今後の課題としたい。

2番目の課題は、ESG要因と財務パフォーマンスの関係についての事例研究で蓄積したデータを用い、実証分析を行うことである。まず、同一業種に属する日本国内および海外の複数の企業を対象に分析を行いたい。

3番目の課題は、欧米のSRI投資家にインタビューを行い、欧米のSRI投資家の現状を調査分析することである。今回のSRIに関する分析はすべて文献調査によるものである。そこで、欧米のSRI投資家の実態を直接調査する必要があると考える。特に、積極的にSRIに取り組んでいる、米国の合同メソジスト教会のSRIについて調査を行いたい。わが国では、欧米キリスト教会のSRIを分析した研究はないので、新たな知見を得られるものと考えられる。

補論 「企業の社会的責任と企業価値創造の関係 –事例研究 松下幸之助のCSR経営–」

補論では、松下電器産業（現・パナソニック）創業者の松下幸之助（以下、幸之助）のCSR経営を事例研究の対象とし、企業の社会的責任と企業価値創造の関係について考察した。

補論の目的は、SRIの投資哲学の考察とパフォーマンス分析を補完することである。そのため、幸之助の経営理念と社会的使命感などの非財務要因を考察した。

幸之助の経営理念には、筆者の視点から3つの特徴をあげることができる。第1に、

本業を通じて人々の生活を豊かにするという使命感である。2番目は「企業は社会の公器」という経営理念である。幸之助は、企業の資産は本来社会全体のものであり、企業は社会全体の富を増やすために社会から土地、資金など資産を預かっていると考えた。3番目は、「利益は使命達成の報酬」の考えである。幸之助は、社会への貢献、使命の達成、社会的責任の遂行のためには「適正利益」が不可欠と考えた。

本論では、限定的な範囲ながらも3つの発見があった。最初の発見は、幸之助は、経営理念と使命感をもって、ステークホルダーを重視するCSR経営を実践し、長期にわたり企業価値を創造したことである。この事実を、幸之助が、町工場からスタートした松下電機を、日本の代表的電気メーカーの1社に成長させた歴史的事実を通じて確認した。

2番目は、幸之助の経営理念、社会的使命感などの非財務要因が企業価値を創造する経路を発見したことである。具体的には、松下電機における人材育成と経理制度・経営経理（の考え方）が財務パフォーマンスを高めたことを確認した。この発見は、現在のSRI研究分野で関心の高い、財務パフォーマンスに影響するESG要因を意味する、KPI（Key Performance Indicators）の一部を特定したといえよう。この発見は、SRIのパフォーマンスに関する実証研究を補完するものとする。

3番目の発見は、幸之助の経営理念と社会的使命感に、マックス・ヴェーバーがみたキリスト教倫理（ピューリタンの経済倫理）と通じる普遍性があることを明らかにしたことである。この発見は、キリスト教倫理を基盤とするSRIの投資哲学が、わが国でも醸成される精神的風土があることを示したと考える。

幸之助の企業経営は、4半世紀以上も前の事例であるが、本論で概観したように今日のSRI研究に多くの示唆を与えるものである。

審査の結果の要旨

1. 論文の背景と着眼点

小方氏の論文は、社会的責任投資（Socially Responsible Investment, 以下、SRI）を主な研究領域としている。そのSRIについて、本論文では「倫理的価値観をベースに、環境（Environment, E）、社会（Social, S）、ガバナンス（Governance, G）のESG要因を投資の意思決定の際に考慮し、企業の持続的成長と長期運用パフォーマンスの向上を図る投資」と定義している。小方氏は、わが国の投資家もESG要因を投資の

意思決定の際に考慮する、責任ある投資を行う必要があると主張している。これが本論文の問題意識である。

本論文には2つの研究目的がある。第1の研究目的は、キリスト教倫理によって形成された欧米のSRIの投資哲学を明らかにすることである。わが国では、SRIの投資哲学に関する研究はほとんどみることがない。そこで、この新たな視点からSRIを考察することにより、欧米のSRIと比べ歴史が浅く市場規模の小さいわが国のSRIが、今後発展するための示唆を与えようとするものである。

2番目の目的は、SRIのパフォーマンス分析である。SRIのパフォーマンスに関する実証研究は、欧米では数多く行われ知見の蓄積がみられる。しかし、わが国のSRIのパフォーマンスに関する実証研究は極めて少ない状況にある。換言すれば、SRI研究者は機関投資家がSRI市場に参入するための十分な判断材料を提供していないといえる。したがって、小方氏が主張するように、わが国のSRI発展のためには、わが国のSRIのパフォーマンスに関する実証分析は重要な課題といえる。

小方氏は、これらの意欲的な研究課題に取り組み新たな知見を得てわが国のSRIの発展に貢献することに、当研究の意義があると指摘している。

2. 論文の構成と概要

本論文は、序章と5つの本章に加え1つの補論で構成されている。まず、序論では、研究の目的と意義、SRIの定義に加え、研究課題と分析の視点を述べている。

第1章では、主要7つの国・地域のSRI市場の現状を概観した。その結果、わが国のSRI市場は、7つの国と地域のなかで最も小さく、かつ、7つの国と地域のSRI市場残高の8割以上を占める欧米SRI市場との比較で、市場規模のほかに、投資家層、SRI手法のすべてにおいて大きな隔たりがみられた。また、わが国と異なり、英国をはじめ欧州各国では、SRIやCSRを支援する法的枠組みや制度が整っていることを指摘している。

第2章では、欧米におけるSRIの歴史考察から、欧米のSRIの投資哲学は、メソジスト創始者であるジョン・ウェスレーの説教「金銭の使い方」を起源とし、聖書の5つの原理を宗教的根拠にしていることを明らかにした。また、欧米SRIの歴史からの示唆として、SRIを推進する際に徹底した議論の重要性を述べている。さらに、欧米SRIの歴史的教訓に基づき、わが国のSRI発展の施策として、SRIと同じく長期志向の効率性の高い株式市場の構築を目指す日本版スチュワードシップ・コードにおい

て提唱された事項、とりわけインベストメント・チェーン構築提案についての徹底した議論が必要である、という考えを示した。また、欧米のSRIを参考に、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によるSRI採用などの提唱など、筆者がSRIの発展に有効と考える具体的な施策を示している。

第3章では、2007年から2011年までの5年間で、SRIファンド採用銘柄（SRI銘柄）と、アクティブ・ファンド採用銘柄のうちSRIファンドとの重複採用銘柄を除いた銘柄（アクティブ単独銘柄）の株式超過収益率を比較分析した。その結果、SRI銘柄はアクティブ単独銘柄よりパフォーマンスは有意に高いことを確認した。また、この結果は、SRIのスクリーニングは投資手法として有効である可能性を示唆するものである。また、SRIのパフォーマンス分析において、ファンドそのものを比較分析する先行研究では得ることのできなかつた結果である。

第4章ではROEを財務パフォーマンスとして用い、2007年から2012年までの6年間における2つの実証分析を行った。まず、SRI銘柄の長期財務パフォーマンスについては、2012年を除いて有意に高いという結果を得た。しかし、2番目のROEとCSRスコアの重回帰モデルによる分析では、有意な結果を得ることができなかつた。その一方、各銘柄のROEとSRIファンド採用件数の間には、2012年を除き有意にプラスの関係が確認された。このように、本章2番目の分析では、相反する結果を得た。その原因として、小方氏は東洋経済新報社によるCSRスコアと、SRI運用会社・評価会社のCSRスコアの内容が異なることをあげている。つまり、両者はCSR評価の目的、基準、方法が異なるのでCSRスコアも異なると推測している。

第5章では、結論と今後の課題を述べている。最後に補論では、松下電器産業（現・パナソニック）創業者、松下幸之助の経営理念の考察を行っている。本論における研究課題である、SRIの投資哲学の考察とパフォーマンス分析を補完するものとなっている。

3. 本論文の貢献

本論文の貢献として以下の2点をあげることができる。

まず、欧米SRIの歴史考察を通じ、キリスト教倫理によって形成された欧米SRIの投資哲学を明らかにしたことである。このような視点によるSRI研究は、わが国ではまだ行われていない新しい取り組みである。その貢献とは、SRIの投資哲学は、メソジスト創始者のジョン・ウェスレーの説教を起源として、聖書の原理に基づく投資に

よる企業と社会の変革であることを明らかにした点にある。このような論文の作成は、米国のメソジスト監督教会から派遣された宣教師によって創設された青山学院のビジネス・スクールにとってまことに相応しい内容である。また、本学宗教センターおよび大学図書館が所蔵する豊富なウェスレー関連図書の存在が、筆者の博士論文作成を可能にしたと強調したい。

2番目の貢献は、SRIのパフォーマンス分析において有意な結果を得たことである。先行研究の多くは、SRIファンドと従来型ファンドのパフォーマンスを比較しており、ファンドそのものを分析している。その結果、有意な差を確認できないとする報告が多くを占める。そこで、筆者は、ファンドそのものではなく、SRIファンドと従来型アクティブ・ファンドに採用された銘柄に注目し分析した。この点が、先行研究とは異なる特徴であり、研究方法に工夫がみられる。また、ファンドそのものを分析する方法では得ることができなかった結果も得ることができた。その点で当分析結果はわが国のSRI研究に新たな知見を加えたといえよう。

4. 全体評価と結論

本論文は、SRIの歴史を通じたSRIの投資哲学の解明と、SRIのパフォーマンス分析という2つの研究課題に対し、文献調査と統計的手法による定量分析で取り組んだ。その結果、それぞれの研究課題について一定の成果を示せたという点で、その独創性と新規性を高く評価することができる。極めて研究者の限られた分野において多大なる功績を遺した。

また、文献調査および定量分析において、収集した多大な資料とデータを整理し、緻密な分析を行ったという点で、小方氏の研究者としての資質が認められる。

以上の理由から、審査委員会は、小方氏の博士論文を総合評価した結果、全員一致で本論文を課程博士を申請するに十分なものと認める。よって博士（経営管理）の学位を授けるのに値するものと結論する。