

Title	ソーシャルキャピタルによる企業価値創造のプロセス：ファイナンス理論の視点に基づくソーシャルキャピタル研究のレビュー
Author	宮川, 壽夫
Citation	経営研究. 69(3-4); 1-15
Issue Date	2019-02-28
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

ソーシャルキャピタルによる 企業価値創造のプロセス

～ファイナンス理論の視点に基づくソーシャルキャピタル研究のレビュー～

宮 川 壽 夫

目次

1. はじめに
2. ソーシャルキャピタルのとらえ方
 - 2.1 ソーシャルキャピタルとはなにか
 - 2.2 初期のソーシャルキャピタルに関する研究
3. ソーシャルキャピタルの経済性
 - 3.1 ソーシャルキャピタルのメジャメント開発
 - 3.2 ソーシャルキャピタルによる企業行動への影響
 - 3.3 CSR 投資によるソーシャルキャピタルの測定可能性
4. ソーシャルキャピタルの課題と今後の展望
 - 4.1 ソーシャルキャピタルの資本性と所有可能性
 - 4.2 企業モデルとソーシャルキャピタル

1. はじめに

ソーシャルキャピタル (social capital) は、一般的に「社会関係資本」という日本語訳があてられ、各分野で古くから研究されてきたテーマである。それだけに定義も広範でかつ複雑である。端的に言えば、人と人とのつながりや関係にはそれ自体になんらかの価値があるという考え方を共通の前提としている。人と人、人と組織、あるいは組織と組織、というように人がごく一般的な社会行動を取る上で、これらの間にはお互いの協調的な行動を促すための規律が暗黙的に働いている。本稿の目的は、ソーシャルキャピタルに関する研究をレビューし、ファイナンス理論への応用可能性を検討することにある。これまでファイナンス分野で扱われることはあまりなかったが、同分野では最近になって CSR (corporate social responsibility: 企業の社会的責任) をメジャメントとしたソーシャルキャピタルの研究が始まっている。

ソーシャルキャピタルの定義について多くの論者が使用する Putnam (1995) にしたがえば、ソーシャルキャピタルとは「相互利益のための調整と協力を容易にする、ネットワーク、規範、

キーワード：ソーシャルキャピタル、コーポレートファイナンス、CSR、企業価値

[受理日 2018 年 9 月 28 日]

社会的信頼のような社会的組織の特徴を表す」概念である。ソーシャルキャピタルの効果について Putnam (1995) は「一般化された互酬性という強固な規範を促進し、社会的信頼を醸成するとともに「人々間の調整とコミュニケーションを容易にし、集合行為のジレンマを解決へと導く」と述べている。

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

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

先の例のように相手のことをよく知らなくても自分と同じ価値観を持っているという前提に基づいて信頼することを普遍的信頼 (generalized trust) と呼んでいる。このような普遍的信頼は相手への観察や情報を基にするのではなく、過去に根差した経験や先入観が形成する。これを経路依存と呼んでいる。たとえば、Guiso et al. (2008b) は、イギリスとフランスのような長い戦争の歴史を持つ国同士の普遍的信頼はお互いに低いとしている。実際に相手国への信頼度合に関する調査では、ヨーロッパの経営者はイギリス人への信頼が高いにもかかわらず、フランス人経営者のみがイギリス人への信頼を最後から二番目に評価している。彼らは、このように普遍的信頼が低い国同士の間では相対的に取引や投資が少ないことを実証し、信頼性の高さが経済的取引に影響を与えることをソーシャルキャピタルの視点から明らかにしている。

2. ソーシャルキャピタルのとらえ方

2.1 ソーシャルキャピタルとはなにか

ソーシャルキャピタルとは、人々が集まってできた一定範囲の社会に存在する相互信頼、規範、互酬性、ネットワークなどであり、人々の共通の利益や目的を達成することに貢献する。したがって、その社会に属する人々にとってソーシャルキャピタルは共同の意識を植えつける相互関係そのものとしての価値を持っている。

ソーシャルキャピタルとはなにかについて、その定義は学術分野や論者によって確かにさま

ざまではある。しかし、定義の表現自体に決定的な相違はないように思われる。おそらくはどれも直感的にそういうものがありそうだと理解できるのではないだろうか。社員お互いの信頼が強い組織で働く方が仕事の効率性は高そうである。お互いの規範意識が高い取引先同士の方がビジネスはうまくいくように思われるし、住民の結びつきのある地域の方が住みやすそうに感じるだろう。ソーシャルキャピタルの存在に対して直感的に異論は唱えがたい。

しかし、ソーシャルキャピタルはどのようにして構築され、その大きさをどのように測定し、その効果をどのように認識するか、仮にソーシャルキャピタルに何らかの効果があるとしてどのような因果関係によってどういう効果が表れるのか、ソーシャルキャピタルの定義の背景にある考え方には学術分野や論者間で多くの相違がある。そもそもソーシャルキャピタルとは名付けているものの、本当に資本（キャピタル）であるのかどうか、仮に資本だとすれば、それはどのように投資され、その価値はだれにどのような形で帰属するのか、あるいは帰属しないのか。ファイナンス理論の視点に立ったとき、ソーシャルキャピタル理論には多くの論点が存在する。

2.2 初期のソーシャルキャピタルに関する研究

ソーシャルキャピタルの初出には諸説あるが、20世紀初めの Dewey (1915) や Hanifan (1916) が教育環境について用いた概念が今日的なソーシャルキャピタルの理解の基本となったといわれている¹⁾。Hanifan (1916) は学校教育がうまくいくためには地域社会の関与が重要であることを示した。彼は地域社会の生活状態の改善にとって、個人、家族間の関係、共感、社会的交流が重要であり、これらが蓄積されたものがソーシャルキャピタルであるとしている。

ただし、彼らの研究を発端にソーシャルキャピタルの研究がたちまち広がったとは言い難い。その後は1950年代以降、社会学分野において Jacobs (1961) が都市問題の考察の際に用いている。20世紀後半になってようやく社会学者ブルデューがソーシャルキャピタルをネットワークと定義し、ネットワークの構成者が持つ経済的・文化的資本の豊富さがソーシャルキャピタルになると唱えるにいたる²⁾。一方、経済学者のコールマンやベッカーはソーシャルキャピタルを人的資本との関連で論じ、経済学を社会学の領域に拡張する手法として用いている。彼らは個人が持つ技能や知識（人的資本）に加えて、人々がお互いに強調し、協力し合う能力が経済生活や社会生活に影響すると主張した³⁾。つまり彼らは個人や企業に帰属する人的資本に対して、ソーシャルキャピタルは人と人との間に存在していると考えたわけである。

ソーシャルキャピタル研究の系譜において、誰もが注目した大きな貢献は政治学者パトナムによる研究だろう。彼はまず『Making Democracy Work』(Putnam, 1993、邦訳『哲学する民主主義』)の中で、「民主的政策がうまくいったり、失敗したりするのはなぜか」という大上段から問いを立て、ソーシャルキャピタルをもって説明した。彼は1972年イタリア州制度成立以来20年間の各州における民主制度のパフォーマンスを対象にソーシャルキャピタルの

蓄積という効果を分析している。彼によれば現代イタリア北部が民主主義の効率的な統治制度を有しているのは、中世から続く市民社会の伝統と市民の自発的な協力を促進するソーシャルキャピタルの蓄積によるものだという。彼は民主主義においてはリベラルで自発的な市民の活動や市民による団体の存在が重要だと説明し、人々の協調行動やネットワークを支えるソーシャルキャピタルが社会の効率性を改善すると主張している。

このパトナムの研究を Guiso et al. (2016) がさらに追加検証し、イタリア北部の重要都市すべてが都市国家になったわけではなく、都市によって異なることを示した。例えばフィエンツェは都市国家になったが、セニガッリアがそうならなかった背景にはソーシャルキャピタルが存在するという。彼らは、人口一人当たりの非営利組織の数はフィエンツェがセニガッリアより42%多く、住民投票の参加率はセニガッリアの86%に対してフィエンツェは89%と高く、またフィエンツェには臓器移植団体があるのに対してセニガッリアにはないなど、あらゆるソーシャルキャピタル指標において都市国家となったフィエンツェが勝っていることを明らかにしている。

パトナムはソーシャルキャピタル理論をさらに発展させ、米国でベストセラーとなった大著『Bowling alone』を編んだ。アメリカの現代社会を対象にソーシャルキャピタルが衰退している事実を示し、アカデミアの世界のみでなくアメリカ一般社会にも大きな反響を与えるに至った。同著では州別のマクロデータを使用し、多くの人がボウリングクラブに入るのをやめて、個人でプレイする国民が増えたことによってソーシャルキャピタルが減退しているというわかりやすい議論を展開しながら、ソーシャルキャピタルの減退によってアメリカの市民社会の活気が失われていることを指摘している。パトナムの研究は、ソーシャルキャピタルを個人の行動という概念ではなく、civicness（市民社会性）の高さという政治学的な視点でとらえるところに特徴がある。民主主義の成熟や発展のためには市民社会性が大きな役割を果たすのであって、その市民社会性は市民の自発的で積極的な参加、すなわちソーシャルキャピタルの蓄積によって成り立つという考え方に基づいている。このようなパトナムの研究はソーシャルキャピタル理論の発展に大きな裨益となったと同時にさまざまな批判や反証も行われてきた。

そもそもパトナムの市民社会性という考え方に対して、その定義の広範さやあいまいさに限界があるとの批判も多いが、パトナムの研究によって人的資本の概念を初めてソーシャルキャピタルに応用したのが先のコールマンやベッカーであり⁴⁾、また、社会的な義務やつながりから形成される経済的資本と文化的資本をもとにソーシャルキャピタルを集合財としてとらえたのが先のブルデューである。

ソーシャルキャピタルが及ぶ範囲を限定的集団として理解する社会学者コールマンやブルデューに対して、地域や国家というマクロ集団と考えたのが政治学者パトナム、という構図が考えられる。しかし、いずれにしても、ネットワーク内の構成員による相互行為や信頼がソーシャルキャピタルの蓄積に不可欠であるという点では一致している。

3. ソーシャルキャピタルの経済性

3.1 ソーシャルキャピタルのメジャメント開発

これまで述べてきたように、ソーシャルキャピタルの研究が精力的に行われてきたのは社会学の分野や政治学の分野が主である。これらの分野に比べてデータの厳密さや操作性を重視する経済学の分野にとって、ソーシャルキャピタルの測定や因果関係の特定はあまりなじまないものといえるかもしれない。さらにはソーシャルキャピタルは概念がやや多義的で明確な定義としてとらえにくいところもある。

しかし、コーポレートファイナンスの分野では近年 CSR への投資をソーシャルキャピタルのメジャメントに代理させた実証研究が行われている。最新のものでは Lins et al. (2017) が金融危機時の株価リターンをとらえて、CSR 投資によってソーシャルキャピタルを蓄積した企業の株価が下支えされることを示している⁵⁾。本節では、これまで行われてきたソーシャルキャピタルの計測方法に関するレビューを行う⁶⁾。

ソーシャルキャピタルの計測方法については比較的早い段階から多くの研究が蓄積されてきた。ソローは経済学者の立場から「ソーシャルキャピタルが単なるパスワードでないならば、きちんと認識されたうえで (identifiable)、計測される (measurable) 必要がある⁷⁾」と述べているが、ソーシャルキャピタルそれ自体がさまざまな学問分野にわたって定義されてきたため、多くの国や地域を対象とした多様な計測方法が編み出されてきた。多くの研究では、計測されたソーシャルキャピタルがいずれもなんらかの経済的アウトカムを生むことが少なくとも明らかになっている。

たとえば、先のパトナムの初期の代表的な研究においてはイタリアのみを対象にしているが、ボランティアや地域の奉仕活動など市民的な社会参画 (civic engagement) をアンケート調査のみでなく、さまざまな代理変数に基づいて定量化している⁸⁾。図書館や保育所の数、下水処理システムやごみ収集システム、行員の訓練状況や移動状況、学校送迎交通、学校食堂等々代理変数は多岐に及んでいる。このような活動が地域社会の協力を促して相互関係を生む結果、政治的経済的パフォーマンスの高さにつながることを明らかにしている。制度パフォーマンスの測定としても改革立法、都市開発、立法イノベーション、官僚の応答性など 12 に上る指数によって行われている。

Knack and Keefer (1997) は、市民の信頼と規範を測るため、政府の給付金の受け取り、税金の支払い、違法駐車の前金の支払いといった特定の市民行動の意識に関する大規模なアンケート調査を行うことによって、ソーシャルキャピタルの大きさが経済パフォーマンスと正の相関にあることを実証した。

Fukuyama (1995) は、ソーシャルキャピタルが信頼を創造し、その信頼が経済的發展に貢献すると主張するが、信頼や互酬性といった観念的な要素がソーシャルキャピタルを形成する

という立場からは定量化にも限界がある。そもそも信頼という概念もソーシャルキャピタル理論においては一律ではない。先の信頼に普遍化信頼 (generalized trust) と特定化信頼 (particularized trust) という二つの概念を提唱したのが Uslaner (2002) である。特定化信頼は個人的信頼とも呼ばれ、親族、友人、仕事仲間といった特定の人や集団に対する信頼であって、相互作用の中から生まれるものをいう。これに対して、Uslaner (2002) は道徳的基礎を築くのは普遍化信頼という、見ず知らずの人に対する漠然とした信頼であると強調する。知らない相手あるいは一度会ったとしてもまた会うかどうかわからない人や集団に抱く信頼である。Zingales (2012) は、この普遍的信頼によって「市場が発展し、取引が成立し、文明が進歩する」と指摘する。

普遍化信頼を測定するためにしばしば用いられるのが世界価値観調査である。世界価値観調査を活用した代表的な研究には Zak and Knack (2001) がある。彼らは信頼が所得の不平等や政治的腐敗と負の相関を持つ一方で、契約の執行と投資家の権利に対しては正の相関を持つことを明らかにした。普遍的信頼の度合いが各国の経済成長と投資に影響を及ぼすことを主張し、ソーシャルキャピタルの経済的効果を説いている。

このように国民の意識調査に基づいて測定した普遍的信頼の大きさと、GDP などの経済指標との相関を示すことによってソーシャルキャピタルの経済的効果を国家レベルに基づいて明らかにする方法論はこの分野の研究における一つの潮流といえる。

3.2 ソーシャルキャピタルによる企業行動への影響

一方、国や地域のソーシャルキャピタルが企業の行動特性に影響を及ぼすとする研究も存在する。Hasan et al. (2016) は米国に本社を置く企業を対象に、大統領選挙の投票率や国勢調査の回答率などをもとにソーシャルキャピタルを定量化した。ソーシャルキャピタルの蓄積レベルが高い地域に本社を置く企業ほど銀行ローンのスプレッドが低くなることを実証している。

Hilary and Huang (2016) は世界価値観調査を活用し、普遍的信頼がエージェンシーコストを削減することを実証している。彼らによれば、米国において普遍的信頼の高い地域にある企業は、保有現金の市場価値が高く評価され、経営者によるいわゆるエンパイアビルディング (帝国の建設) など過剰投資の可能性が低く、企業リスクも低い傾向にあるという。彼らはソーシャルキャピタルという表現こそ使っていないが、組織におけるエージェンシー問題がソーシャルキャピタルによって解決できることを示唆している。

Guiso et al. (2008a) は、オランダ銀行による家計調査のデータをもとに、普遍的信頼が個人投資家の株式市場への参加とポートフォリオの構築に影響を与えることを実証した研究である。彼らは普遍的信頼の欠如が個人投資家を株式投資から遠ざけていると主張する。これまで、株式市場への参加は家計の裕福さや教育をコントロールしたうえで人種などの人口統計学から説明が行われてきた⁹⁾。彼らが得た結果は、ソーシャルキャピタルという観点からこのことに

対する反証に成功したといえるだろう。

Kelly (2014) は、オランダ銀行による家計調査のデータをもとに信頼と企業の配当支払いの関係を調査した研究である。彼らは信頼に基づくソーシャルキャピタルが企業の配当支払いに影響を与えると主張する。普遍的信頼の低い個人投資家、つまりその国の金融市場への信頼が低いと考えている個人投資家は、より高い配当を支払う企業への投資を好むことがわかっている。同時に、人々の信頼性が低い地域すなわちソーシャルキャピタルが低い地域では、高配当企業が低配当企業よりも高く評価される。金融システムに対する普遍的な信頼水準が低下してくると配当に対する投資家の要求が高まり、企業は配当を支払うようになるという。

同様のことを自己株取得でも試したが、配当に比較して明らかに有意性が低下する。これはかつて Baker and Wurgler (2004) が提唱した「配当ケータリング仮説」に対して、ソーシャルキャピタルが企業による配当支払いの決定要因に影響を与えるという証拠を示した点で、配当パズルの部分的な説明に貢献したことになる。ただし、ケータリング仮説のように経営者が投資家の信頼基盤の動向に合わせて配当を支払っているという実証には至っていない。このことについて Kelly (2014) は信頼に基づくソーシャルキャピタルを築くことは一朝一夕にはいかず時間を要する点に説明を求めている。

3.3 CSR 投資によるソーシャルキャピタルの測定可能性

先に述べたように、Lins et al. (2017) は CSR 投資によってソーシャルキャピタルを測定し、ソーシャルキャピタルが株価リターンに影響することを示したコーポレートファイナンス分野における最近の研究である。ファイナンス分野ではこれまでも CSR と企業価値との関係については多くの研究が行われてきた。しかし、明確に CSR への投資をソーシャルキャピタルに結びつけたのは Sacconi and Antoni (2011) の論文集だろう。この二人の経済学者によって編まれた大著は4つのパートに分かれ、合計13のソーシャルキャピタルに関する研究成果が収録されている。

この中で Aoki (2011) は CSR が企業のソーシャルキャピタルを計測する一つの方法であることを理論的に示している。彼は企業の CSR 投資が社会的な認知度を向上し、やがてソーシャルキャピタルを形成するに至ると主張する。さらにソーシャルキャピタルの拡大が広告宣伝と類似した効果を表し、企業そのものに対する肯定的な評価ばかりでなく、CSR 投資を上回る長期的な利益見通しにも貢献するとしている。

また、同著の中の Degli and Sacconi (2011) の研究では、CSR 投資が企業のソーシャルキャピタルを形成するというモデルを示した。彼らのモデルの特徴は、企業がステークホルダーに対してコミットしない場合にステークホルダー自身が企業にペナルティを科すという点にある。

Servaes and Tamayo (2017) は、CSR がソーシャルキャピタルを測定する最良の方法とはいえないまでも少なくとも有効な手段の一つであると総括している。ただし、重要なことは組

織として CSR 活動にコミットすることであり、CSR 活動に対する「完全かつ適切な」組織的コミットメントがない企業がソーシャルキャピタルを生み出すことはないと言っている。

Servaes and Tamayo (2017) によれば組織的コミットメントを背景とした CSR がソーシャルキャピタルを生み出すという観点を重視した研究は大きく二つのアプローチが存在する。第一に、企業が顧客や取引先との関係構築の努力を行う過程で生まれるもの、第二に、経営者と取締役会自身がソーシャルキャピタルを生み出すもの、の二つである。

しかし、実際 CSR 投資が株価パフォーマンスに与える影響に関する実証結果はあまり安定していない。たとえば Flammer [2015] は CSR に関する株主提案の議決権行使情報を用いたイベントスタディを行っている。その結果、CSR のアナウンスが株価への正のリターンを生み、財務パフォーマンスを改善することを発見した。この研究は CSR への投資が企業業績に与える影響に因果的推論を導き出そうとした実証研究だが、彼女は CSR が企業の付加価値を創出すると主張している。その一方で、Di Giuli and Kostovetsky (2014) の検証結果では CSR 活動への投資が株価にマイナスの影響を与えることを示している。彼らによれば、S&P500 企業は CSR 投資を 1 増やすと期待収益率が 2.4% 低下するとしている。

CSR 活動への投資がソーシャルキャピタルを創造すると考えれば、物理的資産への投資と同じように企業の過剰投資と過少投資という問題が付きまとうことになる。このことは Servaes and Tamayo (2017) でも指摘されていることだが、ソーシャルキャピタルに過剰な投資が行われると企業の限界生産性は低減していく。たとえば、CSR が経営者にとって個人的な名声となるなら経営者は私的便益のために CSR 投資を行うことになる。これは株主と経営者の間のエージェンシー問題という文脈からは企業価値の毀損につながると考えられる。

具体的に CSR 投資がエージェンシー問題をひき起こすという観点から、イベントスタディによって CSR のアナウンスメント効果に関する実証を行ったのが Kruger (2015) である。彼は、特定の状況下において CSR 活動が株主価値を高めると結論しながらも、エージェンシー問題が深刻な企業においては CSR に関するポジティブなニュースに対しても株価が下落することがあるとしている。彼によれば、この背景には企業による CSR 投資のアナウンスメント効果が時としてエージェンシーコストを相殺する作用を持つため、企業の特性によって（つまりエージェンシー問題が深刻かどうかによって）CSR に対する株価評価が異なるという。企業が社会的責任を果たすことは株主利益の拡大にとって必要条件ではあるが、必ずしも十分条件とはならないということがいえるだろう。

エージェンシー問題が深刻かどうかは当該企業のガバナンスを見る必要がある。ガバナンスという観点からは CSR 投資を評価した研究も多い。最近の研究でも Ferrell *et al.* [2016] はガバナンスのいい企業ほど CSR 投資に熱心だという報告を行っている。彼らはグローバルの幅広い企業サンプルを用いて、ガバナンスと同時に CSR とトービンの Q で測った企業価値には若干の相関があるとしている。

ソーシャルキャピタルという観点からは Kacperczyk (2008) の研究が興味深い。彼はデラウェア州裁判所の判決資料を用いて、買収防衛策が企業の CSR 活動とその後の業績に影響を及ぼすことを実証したが、企業は買収の脅威がなくなると社会環境や自然環境の保全に関心を高めるといふ。これは買収の脅威という企業への規律付けがむしろソーシャルキャピタルへの投資を妨げる可能性を示唆している¹⁰⁾。

Popadak (2013) はソーシャルキャピタルとガバナンスの問題に関して一步踏み込んだ研究といえる。この研究は企業がヘッジファンドの要求などによってガバナンスを改善するようなアクションを起こした場合に、株価がどのような反応をするかという課題に対して、さまざまな変数を用いて検証に挑んでいる。彼女によればこのような企業のガバナンス改善への努力は短期的に企業業績を改善するが、長期的には（改善後2年で）1.4%の株主価値の毀損をもたらすとしている。この要因について彼女は企業文化の重要性を主張する。すなわち、経営者は目先のガバナンスの改善を行い、企業業績は一時的に改善されるが、ガバナンス改善の過程で企業は取引先の信用や顧客満足度に根差した無形資産を徐々に食いつぶす結果になるという。

このことは株主アクティビズムによる企業の短期的な業績改善と長期的な株主価値との間にあるトレードオフの関係を示している。端的に言えば、株主にとってわかりやすい目先の業績評価と目に見えにくい無形資産の効果の間にはトレードオフが存在する。経営者はコントロールしにくい無形資産への投資を犠牲にして、株主から観察が容易な短期業績への改善のための政策を優先してしまう。Popadak (2013) はこれを企業文化としており、短絡的な設備投資や工場閉鎖などか長期的には企業文化を毀損する可能性を説いている。

そもそもネットワークの構成者が持つ文化的資本の豊富さがソーシャルキャピタルを蓄積するという文化資本論の立場からソーシャルキャピタルをとらえたのが先のブルデュー¹¹⁾であったが、最近の実証研究でも企業文化を取り上げるケースは依然として多い。Graham et al. (2017) は、米国 1,300 の企業を対象に企業文化の重要性を調査した研究である。彼らはソーシャルキャピタルと企業価値という直接的な表現はしていないが、米国の経営者が企業文化に基づくソーシャルキャピタルをどれくらい重要視しているかという示唆がある。彼らによれば、米国の経営者の 90% が企業文化が重要であると回答し、92% が企業文化の改善が企業価値拡大に貢献するとしている。彼らが企業文化における価値 (cultural value) として具体的に認識しているものは、誠実性、協調性、環境適応性がある。これらは明らかにソーシャルキャピタルに結びつくものとして Servaes and Tamayo (2017) も評価している。

あるいは、Guiso et al. (2015) は従業員がトップマネジメントに対してどのような認識を抱いているかが株価に影響を与えると主張する。従業員がトップマネジメントに対して高い信頼や倫理観を抱いている企業では高い経営成果が実現しているという。彼らはこの背景を企業文化に求めている。企業文化が強いか弱いかによって経営成果だけでなく財務的意思決定にも影響を及ぼすという。

4. ソーシャルキャピタルの課題と今後の展望

4.1 ソーシャルキャピタルの資本性と所有可能性

これまで見てきたように、CSR 活動への投資効果の検証がソーシャルキャピタルという文脈の中で数多く分析されてきた。これは次のような因果的推論が可能だからである。すなわち、企業にとって CSR は社会との信頼関係を築き、ネットワークを拡大することにつながる。信頼やネットワークの拡大が企業にとってソーシャルキャピタルの蓄積をもたらす。その結果、企業を取り巻く不完全競争の中で、ソーシャルキャピタルが不確実性や情報の非対称性を低減し、企業の経済効率性を引き上げる効果となる、というものである。

ソーシャルキャピタルという補助線を引くことによって CSR 活動への投資効果に関する因果的推論がより明確になる。しかし、信頼関係やネットワークそのものをソーシャルキャピタルとして分析することにはファイナンス理論の立場からはやや違和感を覚えるかもしれない。なぜなら、キャピタルという資本性に不明瞭感があるからである。資本とは市場で利益を得ることを目的としてなされる投資であり¹²⁾、資本の所有者はその将来利益が帰属する権利を有している。Bowles and Gintis [2002] も資本所有性という観点から、経済主体間の関係そのものを表すソーシャルキャピタルには資本という表現が適切でないとして、「共同体 community」という用語を代わりに用いるべきだと主張する。彼らはソーシャルキャピタルの資本性を明確に否定している。

時としてソーシャルキャピタルは「何を知っているかではなく誰を知っているかである」と端的に表現されることがあるが、もしそうであるならそれは人的資本という概念を用いればいいのであって敢えてソーシャルキャピタルという概念を持ち出す必要はない。ソーシャルキャピタルが人的資本とは異なる資本類型の一つであると積極的に説くのは Lin (2001) である。彼によれば、ソーシャルキャピタルは、第一に情報の流れを促進させ、取引費用を減少させることによって資本を生かし、十分な成果をあげることができる。第二にエージェントの意思決定に価値ある資源をもたらす。第三に信用証明となる資源でありうる。第四にソーシャルキャピタルはアイデンティティと承認を強化し、資源に対する権利を主張するために不可欠である。以上を根拠にソーシャルキャピタルには人的資本では説明できない資本の機能が存在すると説き、ソーシャルキャピタルを「人々が何らかの行為を行うためにアクセスし、活用する社会的ネットワークに埋め込まれた資源」と定義している。Servaes and Tamayo (2017) もソーシャルキャピタルを物的資本や人的資本とは異なる資本とみなして「企業の収益性とバリュエーションを高めることができる」ことを前提に分析を行っている。

ソーシャルキャピタルが企業価値を高めるとすれば、それは企業が所有し、その価値が企業に帰属することになる。この場合ソーシャルキャピタルは私的財ということになるが、公共財であることを主張する論者もあり、重要な論点でもある¹³⁾。Lin (2001) は「制度化された社会

関係のなかに資源が埋め込まれていれば、その集合も集合のなかにいる人々も、そこからの利益を期待できる」として、私的財でもあり、公共財でもあるという側面を示唆する。

経済学には早くから「企業特殊的能力」という概念が存在する。これは企業固有の行動が蓄積されて出来上がった集団としての特性が存在することを前提にしており、まさにソーシャルキャピタルの発想と考えられる。ソーシャルキャピタルが公共財ではなく、どこかに帰属するもう一つの資本ととらえることによって新たな分析フレームワークが発展するものと思われる。

4.2 企業モデルとソーシャルキャピタル

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

そして、近年になって企業の社会的責任が経済発展の問題として問われている。しかし、そもそも人権や環境などの社会問題の解決は法制度など政府レベルで取り組むべき問題であって、私企業の「責任」として負わせるのはやや乱暴との考えもある。社会資本に対する危機感は、その問題の深刻さと甚大さがもはや政府レベルのみでは対応できない規模になっている一方、社会に対する企業の影響力が増している現実の中で、企業に社会的責任の一端を配賦することに合理的妥当性を見出すことができるだろう。

となると、企業の価値評価はもはや一企業が生む将来キャッシュフローの現在価値としての資本に対する評価のみではなく、社会的な共通資本への貢献というもう一つの軸が加わることになる¹⁴⁾。その軸が企業によるソーシャルキャピタルの蓄積によって評価されるとすれば、ソーシャルキャピタル理論は新たな企業モデルの構築に貢献を果たすことになるかもしれない。

注

- 1) 宮川・大守（2004）による。
- 2) Bourdieu (1986) 参照のこと。
- 3) Coleman (1987) や Becker (1996)。
- 4) Coleman (1988) は「人々が集団や組織のために共通した目的をもって協力したり働いたりする能力」がネットワークの規範や価値を共有してソーシャルキャピタルを形成すると考えた。
- 5) 有事におけるソーシャルキャピタルの効果についての研究は多い。Kinenberg [2002] はシカゴ熱波における治安の差が住民の死亡率に影響したことを示し、Aldrich [2012] は、関東大震災、阪神・淡路大震災、インド洋大津波、ハリケーン・カトリーナの4事例において、災害後の人口回復の差がソーシャルキャピタルにあったことを指摘している。
- 6) 本節におけるレビューは Servaes and Tamayo (2017) を参考にしている。

- 7) Solow (1995)
- 8) Putnam (1993) を参照のこと。
- 9) 代表的なものに Chiteji and Stafford (2000) がある。
- 10) Servaes and Tamayo (2017) を参照のこと。
- 11) 前出の Bourdieu (1986) を参照のこと。
- 12) Lin (2001) を参照のこと。
- 13) 代表的な研究に Portes (1998) がある。
- 14) 宇沢 (2015) では「社会的共通資本」としてこの概念をとらえている。

参考文献

- 稲葉陽二・吉野諒三 (2016) 『ソーシャル・キャピタルの世界』 ミネルヴァ書房。
- 宇沢弘文 (2015) 『社会的共通資本』 岩波新書。
- 宮川公男・大守隆 (2004) 『ソーシャルキャピタル』 東洋経済新報社。
- Aldrich, D. P. (2012) *Building Resilience-Social capital in post disaster recovery*, The University of Chicago Press.
- Aoki, M. (2011), "Linking Economic and Social-exchange Games: From the Community Norm to CSR", in L. Sacconi and G. Degli Antoni eds, *Social Capital, Corporate Social Responsibility, Economic Behavior and Performance*, New York: Palgrave MacMillan.
- Arrow, K. J., (1999) "Observation on Social Capital" *Social Capital A Multifaceted Perspective*, World Bank, pp. 3-5.
- Baker, M. and J. Wurgler, (2004) "A Catering Theory of Dividends." *Journal of Finance*, 59, no. 3, pp. 1125-1165.
- Becker, G. S. (1996) *Accounting for Tastes*, Harvard University Press.
- Benjamin Pauker (2011), "Understanding Libya's Michael Corleone", *Foreign Policy*, March 7, 2011.
- Bourdieu, P., (1986) "The forum of Capital", *Handbook of Theory and Research for the Society of Education*, Greenwood Publishing Group, pp. 241-258
- Bowles, Samuel, and Herbert Gintis (2002), "Social Capital and Community Governance", *Economic Journal*, 112 (November), pp. 419-436.
- Chiteji, Ngina S., and Frank P. Stafford, (2000), "Asset ownership across generations", Working paper, Population Studies Center at the Institute for Social Research.
- Coleman, J. S., (1988) "Social Capital in the Creation of Human Capital", *American Journal of Sociology* 94, pp. 95-120.
- Degli Antoni, G., and Sacconi, L. (2011), "Modeling Cognitive Social Capital and Corporate Social Responsibility as Preconditions for Sustainable Networks of Relations", in L. Sacconi and G. DegliAntoni eds, *Social Capital, Corporate Social Responsibility, Economic Behavior and Performance*, New York, Palgrave MacMillan.
- Dewey, J. (1915) *The School and Society and The Child and the Curriculum*, The University of Chicago Press.
- Di Giuli, A., and Kostovetsky, L. (2014), "Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility", *Journal of Financial Economics*, 111, pp. 158-180.

- Edmans, A. (2011), "Does the Stock Market Fully Value Intangibles", *Journal of Financial Economics*, 101, pp. 621-640.
- Ferrell, A., Liang, H., and Renneboog, L. (2016), "Socially Responsible Firms", *Journal of Financial Economics*, 122, pp. 585-606.
- Flammer, C. (2015), "Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach", *Management Science*, 61, pp. 2549-2568.
- Fukuyama, F. (1995) *Trust*, Free Press Paperbacks book.
- Fukuyama, F. (2000) "Social Capital and Civil Society: IMF Working Paper", WP/00/74, pp. 1-18.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Popadak, J., and Rajgopal, S. (2017), "Corporate Culture: Evidence from the Field", working paper, The National Bureau Economic Research, no. 23255,
- Guiso, L., Sapienza, P., and Zingales, L. (2008a), "Trusting the Stock Market", *Journal of Finance*, 63, pp. 2557-2600.
- (2008b), "Social Capital as Good Culture", *Journal of the European Economic Association*, 6, pp. 295-320.
- (2009), "Cultural Biases in Economic Exchange", *Quarterly Journal of Economics*, 124, pp. 1095-1131.
- (2015), "The value of corporate culture", *Journal of Financial Economics*, 117, pp. 60-76.
- (2016), "Long-Term Persistence", *Journal of European Economic Association*, vol. 14-6, Dec. 2016, pp. 1401-1436.
- Hanifan, L. J. (1916) "New Possibilities in Education", *The Annals of the American Academy of Science*, Sage Publications.
- Hasan, I., Hoi, C., Wu, Q., and Zhang, H. (2016), "Social Capital and Debt Contracting: Evidence from Bank Loans and Public Bonds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 52-3, June 2017, pp. 1017-1047
- Hilary, G., and Huang, S. (2016), "Trust and Contracting", working paper, INSEAD and Singapore Management University.
- Jacobs, J. (1961) *The Death and Life of Great American Cities*, Random House.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Kacperczyk, A. (2008), "With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders", *Strategic Management Journal*, 30, pp. 261-285.
- Kelly, P. (2015), "Dividends and Trust", working paper, University of Notre Dame.
- Kinberg, E. (2002) *Heart Wave: A Social Autopsy of Disaster in Chicago*, The University of Chicago Press.
- Knack, S., and Keefer, P. (1997), "Does Social Capital Have an Economic Payoff ? A Cross-country Investigation", *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 1251-1288.
- Kruger, P. (2015), "Corporate Goodness and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 115, pp. 304-329.
- Lins, Karl V., Henri Servaes, Ane Tamayo, (2017), "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis", *The Journal of Finance*, vol72, issue4, pp. 1785-1824.

- Lin, N (2001) *Social Capital: Theory of Social Structure and Action*, Cambridge University Press.
- Portes, Alejandro (1998) "Social Capital: It's Origins and Applications in Modern Sociology", *Annual Review of Sociology* 22, pp. 1-24.
- Popadak, J. (2013), "A Corporate Culture Channel: How Increased Shareholder Governance Reduces Firm Value", working paper, Duke University.
- Putnam, Robert R. D. (1993) *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton. (河田潤一訳『哲学する民主主義』、ミネルヴァ書房、2007年)
- (2000) *Bowling Alone*, New York, London, Toronto, Sydney: Simon and Schuster Paperbacks, (柴内康文訳『孤独なボウリング』、柏書房、2006年)
- Sacconi, L., and Degli Antoni, G. (2011), *Social Capital, Corporate Social Responsibility, Economic Behavior and Performance*, New York: Palgrave MacMillan.
- Solow, R. M., (1995), "Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity", book review, *The New Republic*, 213, pp. 36-40.
- Servaes, H., and Tamayo, A. (2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness", *Management Science*, 59, pp. 1045-1061.
- Servaes, H. and Ane Tamayo (2017), "The role of social capital in corporations: a review", *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 33, Number 2, 2017, pp. 201-220.
- Uslaner, Eric M. (2002) *The Moral Foundations of Trust*, Cambridge University Press.
- Zak, P. J., and Knack, S. (2001), "Trust and Growth", *The Economic Journal*, 111, pp. 295-321.
- Zingales, L., (2012) *A Capitalism for the People*, New York: Basic Books. (若田部昌澄監訳、栗原百代訳『人々のための資本主義－市場と自由を取り戻す』NTT出版、2013年)

How Companies Create Value through Social Capital: A Review of Social Capital Research Based on Financial Theory Perspectives

Hisao Miyagawa

Summary

In the field of corporate finance, research has recently commenced to verify the return on investment of CSR (Corporate Social Responsibility) by companies using the concept of social capital. Social capital refers to the certain range of mutual trust, norms, reciprocity, and networks that exist in society when people come together. Social capital contributes to the achievement of people's common interests and objectives. This paper reviews research on social capital theory primarily in the fields of politics and sociology from the perspective of financial theory. The purpose of this is to focus on social capital to provide new ideas toward corporate value analysis after the Principles for Responsible Investment garnered attention last year.