

企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(上)

—非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション—

首 藤 惠
竹 原 均

要 旨

CSR活動を促すには、多様なステークホルダーの利益相反を解消し付加価値最大化に向けて経営を方向付ける、コーポレート・ガバナンスの枠組みでとらえる実践的アプローチが有用である。この研究の目的は、CSRを「企業が社会の一員として持続可能な価値生産活動を行なう際の規律づけと動機付けのメカニズム」と狭く定義し、個別企業データを用いてCSRへの取り組みと企業パフォーマンスとの関係を実証分析することにある。(1)内部ガバナンス・メカニズム(組織内部の機関設計、自己規律)、(2)外部ガバナンス・メカニズム(非財務情報開示、ステークホルダー・コミュニケーション)、(3)社会貢献の効果、に分けて、経済的パフォーマンス(収益性、安定性、成長性、市場評価)との関係に注目する。

本論の(上)では、CSRの総合評価とパフォーマンスとの関係について、(下)では上の3つのコーポレート・ガバナンス特性とパフォーマンスとの関係について検証している。主な実証結果は次のとおりである。第一に、総合的に見ればCSRに積極的に取り組んでいるのは大規模安定企業であるが、規模や産業特性をコントロールしてもなお、CSRに積極的な企業は成長性や市場評価の面で優良なパフォーマンスを示している。第二に、消費者や株主に対する積極的な情報収集・発信は市場評価と関連し、非財務情報開示とステークホルダー・エンゲージメントが経済的パフォーマンスと社会的評価を結ぶリンクであることが示唆される。

*本研究は、早稲田大学と特定非営利活動法人パブリックリソースセンターの共同研究の成果の一部である。

**本論文は、2007年証券経済学会秋季全国大会(10月14日 関西大学)で報告した。討論者の名古屋市立大学佐々木隆文氏ならびにフロアーから多くの有意義なコメントを頂いた。この場を借りて謝意を表したい。

目次

(上巻)

- I. はじめに—問題意識と分析視点
- II. CSR とコーポレート・ガバナンス
 - 1. SR の定義と実践的アプローチ
 - 2. コーポレート・ガバナンスとステークホルダー
 - 3. 社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンス
- III. CSR と企業パフォーマンス—CSR 企業と非CSR 企業の比較

I. はじめに—問題意識と分析視点

企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: CSR) への関心は、わが国でも急速に広がってきた。だが、企業の取り組みは始まったばかりであり、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment: SRI) の市場規模も欧米先進諸国に比べると限定的である。わが国では、CSR への関心と実践とのギャップはいまだ大きい。CSR 先進国である英国でも、CSR は一時的流行ではなくなったものの現実の行動としていまだ確立されていないといわれる¹⁾。

英国では、1990年代から政府がCSRの促進に力を入れ、2000年年金改革法によって機関投資家にSRI方針の有無に関する情報開示を求めて、企業の取り組みに多大な影響力を与えてきた。ところが、2000年代半ばの状況は、経営者間でCSRは鼓舞すべき課題というよりは問題ある概念とみなされるようになり、CSRの今後の展開について危機感が広がってきた²⁾。企業にとってCSRが目指すゴールであ

- 1. 分析方法とデータ
- 2. 総合評価と企業パフォーマンス
- 3. 実証結果の要約

(下巻)

- IV. ガバナンス特性と企業パフォーマンス
 - 1. 内部ガバナンスと外部ガバナンス
 - 2. 社会貢献と企業パフォーマンス
 - 3. 実証結果の要約
 - V. むすび—インプリケーションと今後の課題
- 参考文献

る点については大方の合意が得られているものの、その成果をどのように測るかが曖昧であるうえに、企業に対する社会的な要求が広がりそれにどう対応していくか、CSRの実践の面で企業はとまどっている。企業サイドにおけるプラクティスの多様性と曖昧さが、投資家サイドにおける活動への反発と成果に対する疑問を生み出しているという厳しい批判もある³⁾。

多くの研究者が指摘するように、根本的な問題は、CSRは十分に定義されないままに急成長した概念であり、多様な理解のもとに企業に対する社会的要請の範囲が広げられてきたことにある。CSRが何を意味するかについて合意が得られていないために、業務レベルではさらに分散化してしまっており、実効ある取り組みに結びついていない⁴⁾。学者と実務家の双方にとってCSRの分析はいまだ萌芽の段階であり、理論的枠組み、評価基準、実証分析方法も十分に解明されていないのが実態である⁵⁾。

こうした状況を打破しCSRへの取り組みを進めるための一つのアプローチは、企業に対する需要と供給の関係でCSRを捉え、生産物の特性と業務のプロセスに埋め込んで企業の経済的目的と社会的責任の調和を求める実践的な考

え方である。これは、企業を多様なステークホルダーから成る組織としてとらえ、企業価値最大化の目的実現に向けて経営を方向付ける、コーポレート・ガバナンスのステークホルダー・アプローチと一致する。コーポレート・ガバナンスの枠組みは、企業に具体的な行動指針を提供し CSR への戦略的取り組みを可能にする。

この市場志向的アプローチあるいは企業の経営戦略アプローチに対して、価値理念にもとづくよりよい社会の実現を重視すべきとする批判がある。もちろん、市場志向アプローチが CSR 問題のすべてをカバーするわけではなく、また、実践的取り組みにおける経営者行動の倫理的・道徳的側面の重要性を軽視しているわけでもない。経営者の倫理・道徳的判断を含めて企業価値の評価との関係に限定するアプローチをとることによって、CSR を経営戦略としてとらえることが可能となり、企業に CSR への実践的取り組みを促す点で有効である。CSR に対する市場志向的アプローチの限界と公共政策的視点の重要性を十分に認識した上で、CSR を推進するためのプラグマティックな視点が必要である。

本研究の目的は、この問題意識に立って、実際の CSR 活動と企業パフォーマンスとの関係を実証分析することにある。本研究の特徴は、第一に、CSR を「企業が社会の一員として持続可能な価値生産活動を行なう際の規律づけと動機付けのメカニズム」と狭く定義し、コーポレート・ガバナンスの枠組みで CSR 活動を分析する。具体的には、CSR に関する内部ガバナンス・メカニズム（組織内部の機関設計と自己規律）、外部ガバナンス・メカニズム（非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケー

ション）、および、社会貢献活動と、企業の経済的パフォーマンスとの関係に注目する。

第二に、特定非営利活動法人パブリックリソースセンターが毎年実施しているアンケート調査、『企業の社会性に関する調査』の結果を用いて、個別企業の経済的パフォーマンスと実際の CSR への取り組みとの関係を実証分析している点にある。同調査は、中立的立場から CSR 活動に関する個々の企業の活動実態をとらえる良質のサーベイ・データを提供しており、企業の財務パフォーマンスや市場パフォーマンスとの関係について精度の高い実証分析が可能となった。

本論の構成は、以下の通りである。II 節では、CSR 活動とコーポレート・ガバナンスとの関係について論じ、III 節では、総合評価によって CSR 企業と非 CSR 企業に分けて、グループ間の経済パフォーマンスを検証する。IV 節では、CSR に関連するガバナンス体制および社会貢献活動と経済パフォーマンスとの関係を検証する。V 節では、実証結果を要約し、わが国企業の CSR への取り組みの課題と展望を引き出す。

II. CSR とコーポレート・ガバナンス

1. CSR の定義と実践的アプローチ

CSR へのアプローチは幅広く、経営者の倫理的・道徳的選択や利潤追求活動と無関係な社会的要請への対応と捉える非経済学的アプローチから、利潤追求主体としての企業の経済価値との関係からとらえる経済学的アプローチまで含まれる。前者の見方は、CSR は企業の経済

的損失をともなうがより高い社会的ベネフィットによって正当化される選択と考える。後者は社会的外部効果の内部化や利潤機会との関連で狭くとらえ、企業にとってのコスト・ベネフィットを重視し経営者の意思決定における倫理や社会的理念の側面を軽視していると、しばしば批判されてきた。

CSR に関する経営者の意思決定を説明するツールとして経済学の論理を持ち込むアプローチに対する反発がある一方で、倫理や道徳を基軸とするアプローチの曖昧さに対する疑問も根強い。こうした対立は、CSR の哲学的・倫理的理念と実践との違いという古くて新しい問題であるが、最近では現実の問題解決の視点から CSR の戦略的インプリケーションに多大な関心が向けられるようになった⁶⁾。

CSR の実践に関心をもつ多くの研究者の間では、CSR とは社会の要請（需要）に対する企業の自主的な対応（供給）であり、コンプライアンスを超えて企業が自発的ないし裁量的に行動する状態とする定義について合意が得られている⁷⁾。企業は社会の一員であるという大前提のもとでは、その社会の倫理や社会理念と抵触しない利潤追求行動が求められ、外部効果の内部化や株主に対する経済的・法的義務を超えて社会的課題に応える義務を負っている。それだけでなく、社会の倫理や理念を積極的に企業活動に反映することが企業の競争力を高める要因となる。企業に求められる社会的責任は、社会によって異なり社会の発展とともに変化するが、社会の一員として社会の持続可能性と安定性に与える影響を配慮して行動しなくてはならないという基本認識は変わらないはずである。すなわち、現代社会では、企業は提供する生産物の質だけでなく業務活動のプロセスに関して

も、社会と市場の評価を受ける。

この狭い定義を用いて活動と成果との関連に焦点を当てることにより、CSR を市場経済とより共存できる取り組みに結び付けることができ、企業が経営戦略として CSR に取り組む際に有用な指針を与える。McWilliams and Siegel [2001] は、より積極的に CSR を製品および企業の質や信頼性に関する差別化への投資とみなしている。この考え方に立てば、フィランソロピーなど社会貢献も、企業の質の高さとして市場で評価されるかぎり、意欲の高い従業員を引き付け生産性の向上につながる差別化戦略とみなされる⁸⁾。かれらの議論では、消費者志向的な CSR への取り組み（consumer oriented CSR）は、その企業の生産物に対する需要を押し上げ、製品の質や信頼の確立のための取り組みは市場の差別化をもたらし、従業員との関係の構築は従業員のロイヤリティやモラルを高めて熟練労働を企業に留めて生産性と製品の質を引き上げ、マイノリティや地域社会への取り組みはその企業の消費を引き上げるからである。

CSR の実践の面で最近注目されているもう一つの流れは、具体的なボトムラインの実現に貢献する企業の組織的な行為と捉える実務家のアプローチである。2006年6月、環境・社会問題に対する金融界の積極的な取り組みを促すために、国連の「責任投資原則」(Principles of Responsible Investment: PRI) が公表された。PRI は、CSR に関連する倫理・道徳のもつ曖昧さを排除して投資への具体的な指針を与えることを重視し、受託者責任に反しない範囲で投資分析と投資決定のプロセスに、環境 (E)、社会 (S)、コーポレート・ガバナンス (G) という3つの基準を反映させるというも

のである。

いずれにせよ、CSRの要請が実効性のある取り組みと結びつくためには、ビジネス・パラダイムとの融合が必要である。CSRを「中立的なマネジメント・プラクティス」として再構成すべきという指摘がなされている⁹⁾。道徳や倫理基準から中立的なマネジメント・プラクティスとすることによって、企業に行動をとりやすくする。CSRを実践に結び付けるために、CSRを狭く定義し経営者の経済的インセンティブを明示的に取り入れたプラグマティックなアプローチが求められている。

2. コーポレート・ガバナンスとステークホルダー

(1) 企業の目的とステークホルダーの利益

企業は、価値生産を合意された目的とし利益相反関係をもつ多様なステークホルダー（経営者、株主、債権者、従業員、顧客、取引先企業、地域社会）から形成される組織である。コーポレート・ガバナンスとは、合意された目的に沿って経営を規律付け動機付ける仕組みであり、固有のガバナンス・システムは、企業の目的を効率的に実現するための組織デザインである¹⁰⁾。エンロンを典型とする企業のスキャンダルの多くは、ガバナンスの特定の一つの側面から発しているのではなく、組織全体の問題である。

価値最大化に向けて企業組織が効率的に経営されるためには、さまざまなステークホルダー間の利害に配慮し、インセンティブを経営に反映する仕組みが必要である。ガバナンス・システムとは、言い換えれば、ステークホルダー間の「権限と責任の分担」と「成果の配分」にかかわる組織デザインである。企業の内部組織に

おける経営者や従業員のモチベーションの向上と、株主や債権者のみならず社会・環境を含む外部ステークホルダーとのコンフリクト（負荷や紛争）を回避し縮小するためのリスク管理は、企業に対するリスク・プレミアムを引き下げ、目的実現に向けて企業を方向付ける最も重要な経営課題である。

多様なステークホルダーの利害と権利に配慮し企業価値の実現に向けて経営をコントロールするという考え方は、一般にコーポレート・ガバナンスへの「ステークホルダー・アプローチ」と呼ばれる。ステークホルダー・アプローチは、企業活動の成果の分配という観点からしばしば株主利益の最大化を目的とする「シェアホルダー・アプローチ」と対立する概念とみなされてきた。株主は残余利潤の請求権を制度的に保証されたステークホルダーとして企業経営にもっとも強い関心をもつ主体であるが、株主利益の実現には価値生産にかかわる他のステークホルダーとの関係についての配慮は不可欠であり、長期的視点では2つのアプローチは矛盾しない¹¹⁾。

企業価値追求を目的とする経営者は、企業活動が社会・環境に与える影響を適切に把握しているか、企業の社会・環境への配慮が企業評価に与える影響を適切に把握しているか、社会・環境への対応に関する経営者の考え方を経営方針に組み込んでいるか、方針を実際に社内体制に組み込んでいるか、について十分に認識し適切に対応しなくてはならない。Deakin and Hobbs [2007]によれば、CSRとは、外部性を削減し企業の持続性を促進する過程で社会的利益によって企業行動を規律づけるメカニズムの組み合わせであり、最低の法的要請を超える企業の自発的行為や産業の自主規制を促進する

規制主体による干渉のみならず、企業資産の有効利用を会社に圧力をかける株主行動が含まれる。

コーポレート・ガバナンスへのステークホルダー・アプローチは、本来、企業戦略と直結し、CSR活動の実践的課題を明らかにする。この立場に立てば、コーポレート・ガバナンスは、CSRの一つの側面というよりはCSRを実践するためのツールととらえるべきである。すなわち、持続的経営と企業価値の向上を目的とするガバナンス・システムは、企業活動が直面する社会・環境・経済(SEE)問題の解決を包摂し、CSRはガバナンスに統合されなければ長期的な経営は成功しない¹²⁾。

(2) リスク管理とステークホルダー・コミュニケーション

これまで、企業の社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンスの関係が明確でないことが経営者のCSRへの取り組みを進めるうえでネックとなってきた。両者をつなぐのが、ステークホルダーとの関係である。理念的には、CSRは企業のすべてのステークホルダーに関係するが、実際には、企業活動に強い影響を及ぼすステークホルダーは、産業によって企業が立地する地域によって異なる。どのステークホルダーにどのように対処するか、それ自体が企業にとって重要な選択であり戦略的課題である。

価値追求主体である企業の持続的経営の課題は、価値追及の過程で直面するステークホルダーとの潜在的なコンフリクトすなわちリスクを小さくし、生じた問題に迅速かつ有効に対応できる仕組みをいかに作り上げるかである。これは、評判リスクを含む「リスク管理」であ

る。潜在的リスクを把握し分析し、リスク回避とリスク縮小および事後的な対応をはかるための内部体制の整備—①事前的リスク管理(リスクの把握)、②事後的リスク管理(危機管理)、③ステークホルダーに関する情報活動(情報収集・開示・発信)—が課題となる。

双方向コミュニケーションを通じたステークホルダーとの関係の形成あるいは「エンゲージメント」は、企業にとって適切なリスク管理を行う上で不可欠である。

3. 社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンス

(1) CSRの3つの側面

コーポレート・ガバナンスの観点から、企業のCSRへの取り組みは、次の3つの側面に大別される。①社会の一員として果たすべき義務(コンプライアンス、環境保全など)、②本業における社会的課題の解決(生産物特性および業務プロセスにおける社会的要請への対応)、③社会との共存のための社会貢献(生み出す価値の一部を社会的利益に還元する慈善事業や寄付行為、企業設備の提供や従業員のボランティアの奨励など企業資源の社会的利用)。

コンプライアンスや環境保全は、いまや企業のみならずあらゆる社会のメンバーが取り組むべき課題であり、果たすべき義務である。企業にとってこれらの義務の軽視は、短期的にはコストを回避しても長期的には企業の評価を低めるリスクとなることは言うまでもない。いかなる企業も企業活動を実行する上で守るべき制約条件あるいはボトムラインと考えるべきであろう。

本業における社会的課題の解決とは、生産物特性と業務プロセスを通じた社会・環境を含む

ステークホルダーに与える影響の把握と対処であり、経営判断に直接かかわってくる。エネルギー節約、健康や安全、自然環境への影響、地域の文化や人権への配慮に対する経営者の認識不足と誤った対処は、事実が公開された時点で株式市場の評価を受けるだけでなく、製品市場における消費者の選択や労働市場における企業の選別を通じて業績の悪化につながり、社会的評判と信頼性の低下を通じて長期的な企業価値を毀損する。つまり、企業活動の社会的影響は、資本市場のみならずさまざまな市場と社会の評価を通じて企業の持続可能性にかかわるリスクを内包している¹³⁾。

社会のニーズに合った特性と質をもった製品を生産し販売する努力、従業員のモチベーションを引き上げるための環境整備への努力、企業活動の社会的影響や環境への対処を含めてみずからの活動を社会に説明していく努力、本業で培ったノウハウや資源を社会の要請につなげいく努力は、生産物特性や業務プロセスの中に行き基準を反映させ製品市場や労働市場にその評価に仰ぐ取り組みである。電力、食品、小売業など、業種・業態により環境への負荷、必要とする人的資源、社会との関わりは異なる。本業を通じたCSRは、業種・業態によってその取り組みは異なってしかるべきであるが、最終的にその評価は市場に委ねられ、経済的パフォーマンスに反映される。

企業は社会の一員であり、その持続可能性の前提は社会との共存である。利潤の社会への還元や企業資源の利用による社会貢献は、それが適切に説明されるならば、潜在的なリスクやコストを回避し、企業の社会的評価や信頼形成につながる。社会貢献が企業の社会的信頼の向上や社会との潜在的コンフリクトを縮小するかと

うかは、活動の内容と経営者の姿勢によると考えられる。経営者の個人的名声や企業の一時的な評価を高めるだけの安易な社会貢献は、長期的な企業価値の向上という企業目的と抵触するだけでなく、資源の社会的有効利用を損なう。

社会貢献活動は、ブランド形成や広告活動の観点から行われる傾向が強く、企業資源の利用や利潤の移転などコストは評価しやすい反面、しばしば社会的効果の評価は難しく、経済的パフォーマンスとのトレード・オフがもっとも懸念される。社会貢献は、社会が直面する課題の解決にどのように結びついているのか、その方法・手順は適切か、どのくらいの視野に立って行なわれているのか。株主をはじめとするステークホルダーに対して、明確な方針の提示と期待される効果について説明責任が問われる。

(2) 社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンス：先行研究

CSRへの取り組みには、人的資源や資本の投下が必要である。欧米のSRI先進国においても機関投資家の間でSRIが広がり始めた初期段階では、投資家の関心はもっぱらCSRと企業利潤との関係にあり、企業の社会的スクリーニングが生み出す期待リターンの大きさが問題とされた。だが、現在ではそれだけでなく企業活動の社会・環境・倫理的側面が経済的パフォーマンスにどのような影響を与えるかについて、関連するリスクとくに評判リスクを含む広義のリスク管理に注意が向けられるようになった。英国では、当初、CSRは社会的批判にさらされた一部の企業グループの問題でありガバナンスの周辺問題とみなされていたが、2000年代に入ってガバナンスのコアと捉えられるようになってきたといわれる¹⁴⁾。

翻ってわが国金融業界一般の関心は、最近においてもなお、CSR への取り組みは企業利益の源泉となりうるのか、SRI ファンドは通常のファンドより高い投資リターンを期待できるのか、にあるように見える。環境ビジネスなど CSR 関連ビジネスが、新たな収益機会として注目される。CSR 関連ビジネスの発掘は CSR 戦略の一つの重要な側面ではあるが、経営者に求められるより一般的な CSR への取り組みとは、コア・ビジネスに関して環境への負荷を軽減し、情報活動やステークホルダーとのコミュニケーションを通じて紛争コストやエージェンシー・コストを引き下げ、従業員のモチベーションの引き上げを通じて収益性を改善し、業務を進める過程で生じる日常的リスクの軽減や不連続な下方ショックを回避して直面するリスク・プレミアムを引き下げる長期的戦略であろう。

CSR 活動が企業にもたらすコスト・ベネフィットに関して、すでに1970年代から米国を中心に経営学の分野でかなりの研究の累積がある¹⁵⁾。先行研究を紐解くと、CSR への取り組みと企業パフォーマンスに関して、会計的利益指標に関しては正の関係を支持する結果が散見されるが、株式投資パフォーマンスに関しては否定的な分析が多く、リスクとの関連については研究の積み上げは十分ではない。

McGuire et al. [1988] は、1970年代、80年代の研究をサーベイして上記の点を指摘している。自らの分析で会計利益は正の関係を見出したが、株式投資パフォーマンスとは有意な関係は見出せなかった。最近の研究では、米国のケースに関して Waddock and Grave [1997] および Jonson and Greening [1999] が、英国のケースに関して Brammer et al. [2006]

が、いずれも株式投資パフォーマンスに関して否定的な結果を得ている。リスクに関しては、Spicer [1978] はトータル・リスクとシステムック・リスクとの有意な削減効果を見出し、Aupperl et al. [1985] は会計リスクには削減効果を見出したが市場関連リスクには有意な結果を得ていない。McGuire et al. [1988] は、会計リスクとベータに関してリスク削減効果を見出している。また、Brammer and Pavelin [2006] は、英国企業の社会貢献活動が評判を通じて市場評価と市場リスクに影響を与えており、企業のステークホルダー環境に合った貢献活動が評判と関係しているという、実証結果を得ている。

わが国では、CSR への取り組みと経済パフォーマンスとの関係に関する研究は十分ではない。数少ない例の一つとして、初歩的研究ではあるが首藤・増子・若園 [2006] の試みを紹介しよう。同研究は、個別企業の活動に関するデータの利用可能性が制約されていたことから、4つの代表的な SRI インデックスに含まれる企業を抽出し、インデックス・グループ間および比較可能な非 SRI 企業グループとのパフォーマンスを比較するという方法をとった。企業価値に関連する経済パフォーマンス指標として収益性と変動性(リスク)を取り上げ、代理変数として、財務評価指標(総資産利益率、自己資本利益率)と株式市場評価指標(トービンの q 値)の過去5年間の平均と標準偏差を採用した。統計的有意性は必ずしも十分ではないが、CSR 方針が明確な企業の方が一般に収益の変動性は小さく市場評価は高く、財務パフォーマンスに関して低リスク・低収益の安定志向企業であることが見出された。

つまり、CSR への取り組みをリスク管理の

一環としてとらえ、戦略的視点から社会・環境・倫理の方針を明確にして CSR 活動に取り組む必要性を示唆している。反面、評判リスクの軽減を目的とする CSR 活動は収益性を犠牲にしている可能性もあり、最適な CSR 活動の選択は、企業にとって重要な経営課題である。わが国では安易な企業イメージ操作やブランド戦略として CSR に取り組む傾向が見られるが、CSR 活動に期待される効果とコストを明確にしてステークホルダーに説明していく必要がある。

首藤・増子・若園 [2006] は、SRI インデックスから投資先企業の戦略の違いを読み取る間接方法をとっており、データの利用可能性による分析の制約は大きく、統計的検定結果も十分に満足のいくものではない。CSR に対する具体的な取り組みと企業パフォーマンスとの関係に分析を広げる必要がある。

Ⅲ. CSR と企業パフォーマンス— CSR 企業と非 CSR 企業の比較

1. 分析方法とデータ

(1) 分析アプローチ

この研究では、上記の先行研究の成果を踏まえ、コーポレート・ガバナンスの枠組みで CSR 活動と企業の長期経済パフォーマンス(収益性、リスク、成長性、市場評価)との関係を、個別企業データを用いて直接的に分析した。具体的には、CSR 活動に関するサーベイ・データを利用して、次の3段階の方法を採った。

第一段階は、総合的に見た CSR の取り組み姿勢と企業パフォーマンスとの関係の検証であ

る。現実の CSR への取り組みは広範囲かつ多様な活動を含んでいるからである。

第二段階では、ガバナンスに関連する取り組みに絞り、CSR 活動の内容と企業パフォーマンスとの関係を分析する。まず、内部ガバナンス特性(機関設計、内部規律)と外部ガバナンス特性(非財務情報開示、ステークホルダー・コミュニケーション)に切り分けて、企業パフォーマンスとの関係を分析する。さらに外部ガバナンスに関して、消費者、取引先、従業員、環境など、ステークホルダー別エンゲージメントと企業パフォーマンスとの関係を分析する。

第三段階では、社会貢献と企業パフォーマンスとの関係に注目する。わが国企業が実際に行なっている社会貢献は、企業活動にとってコストや制約条件となっているのか、あるいは、企業に対する社会的信頼の向上や評判を通じて企業価値を高める要因となっているのか。社会貢献活動と企業業績および市場評価との関係を分析する。

第一段階の分析は上巻で、第二、第三段階の分析は下巻で論じる。

ただし、これらの分析方法は、企業の長期パフォーマンスと CSR への取り組みとの関連性を検出しようとするものであり、CSR と企業パフォーマンスとの間の因果関係の分析ではないことに注意されたい。

(2) データ

CSR 活動の経済効果に関する実証分析の際のもっとも大きな障害は、個別企業の CSR への取り組みに関する精度の高いデータの利用可能性である。ここでは、特定非営利活動法人ブリックリソースセンター(Center for Public

Resources Development: CPRD)のアンケート調査『企業の社会性に関する調査』(以下CPRD調査)の回答を個別企業の活動のデータとして利用した。

CPRD調査は、2003年から全上場会社を対象に、①ガバナンス/アカウンタビリティ、②マーケット、③雇用、④社会貢献、⑤環境、の5つの領域について詳細なアンケートを毎年実施し、総合得点で上位にランクされた150社について社名のみを公表している¹⁶⁾。

この研究では、個別企業の活動について、2006年に実施された第4回アンケート(調査期間は2006年2月、公表は同9月;送付先は全上場会社約3600社)のサーベイ・データを用いた。個別企業のパフォーマンスや企業特性に関しては、有価証券報告書データおよび東京証券取引所データを用いた。回答企業を含む上場会社のうち、過去5年間(2001年から2005年)の連結ベース財務諸表データおよび株式関連データが利用できる企業をサンプルとして選択した。5年間の観察期間は長期パフォーマンスの測定に必ずしも十分な長さとはいえないが、企業データの利用可能性とサンプル規模を勘案して選択した。

分析にあたって、上場会社をCSRへの取り組みの積極性に依りて、いくつかのグループに分けた。アンケートに回答した企業は、上場会社の中でもCSRへの関心が高くかつある程度の取り組みを行なっている企業と考えられる。回答企業の中で上位にランクされた150社は、とくにCSRに積極的な企業とみなせる。他方、アンケートに回答しなかったその他上場会社は、総合的に見てCSRへの関心が低い企業とみなせる。

上場会社約3600社のうち回答企業は324社で

あり、そのうち財務データと株価関連データが完備した206社(回答企業の63.6%)をサンプルとした。回答企業には、総合ランキング上位150社(会社名公表)のうち115社、その他回答企業174社のうち91社が含まれる。その他上場企業のうち観察期間のデータが完備した1265社を、非回答企業のサンプルとした。

この研究では、CSR活動の総合評価に加えて、具体的な内容として、内部ガバナンス(機関設計、内部規律)と外部ガバナンス(非財務情報開示、ステークホルダー・コミュニケーション)、および、社会貢献に注目し、それぞれに関連する質問項目を選び出すこととした。ただし、回答が一方向に偏っている場合や回答をしていない場合も多く、全サンプルについて1%Tileと99%Tileを計算して異常値処理を施した¹⁷⁾。

(3) 変数の選択

企業のパフォーマンスとして、収益性、安定性(リスク)、成長性、および、市場評価、の4つを選択した。財務パフォーマンス指標としてROA(総資産利益率)とROE(自己資本利益率)を、市場パフォーマンス指標としてTobin_q(簡便計算による)と株式投資収益率を選択し、それぞれの5年間平均と標準偏差を計算し、収益性指標とリスク指標とした。成長性指標として、売上高および総資産額の5年間成長率を計算した。

さらに、企業特性の代理変数として、長期安定性指標および規模指標を選択した。長期安定性指標として、負債比率、固定比率、長期適合比率の5年間平均を、企業規模指標として総資産額と株式時価総額の5年間平均(対数値)をとった。長期安定性指標および企業規模は、産

図表 1 代理変数一覧

企業規模				
LnMV	時価総額(100万円)	自然対数		年次データ
LAsset	資産総額(100万円)	自然対数		年次データ
長期安定性				
DebtRatio	負債比率	負債/資本・負債合計		年次データ
FixedRatio	固定比率	固定資産/自己資本		年次データ
FixedAssCap	長期適合比率	固定資産/(自己資本+固定負債)		年次データ
財務収益性とリスク*				
ROE	自己資本利益率	当期純利益/自己資本 2期平均		年次データ
SDROE	自己資本利益率の標準偏差			年次データ
ROA	総資産利益率	当期純利益/総資産 2期平均		年次データ
SDROA	総資産利益率の標準偏差			年次データ
成長性				
SGrowth	売上高成長率	直近 5 期幾何平均成長率		年次データ
AGrowth	総資産成長率	直近 5 期幾何平均成長率		年次データ
株式市場評価とリスク*				
Tobiq	TobinQ の平均	(株式時価+負債合計簿価)/資産総額簿価		年次データ
SDTobinq	TobinQ の標準偏差			年次データ
株式投資収益率とリスク*				
StockRet	株式投資収益率	月次リターン		月次データ
StockVol	株式投資収益率の標準偏差			月次データ
産業ダミー				
消費財産業	消費財産業	1, その他	0	
投資財産業	投資財産業	1, その他	0	
サービス産業	サービス産業	1, その他	0	
公益産業	公益産業	1, その他	0	

(注) * 過去 5 年間(2001-2005年度)の平均値および標準偏差。すべてパーセント表示。

図表 2 変数の基本統計量および相関係数

	LnMV	LAsset	DebtRatio	ROE	SDROE	ROA	SDROA	Tobinq	SDTobinq	SGrowth	AGrowth	StockRet	StockVol
1st Qu.	11.566	12.112	45.690	2.914	1.939	0.820	0.798	1.017	0.057	0.066	-2.031	-0.434	7.778
Median	12.577	13.080	61.651	4.847	3.829	1.624	1.332	1.106	0.101	2.338	0.272	0.433	9.353
Mean	12.546	13.144	60.199	5.060	6.668	2.108	1.872	1.235	0.158	3.173	1.288	0.305	9.636
3rd Qu.	13.534	14.158	78.329	7.972	7.659	3.095	2.566	1.300	0.169	6.335	3.807	1.182	11.045
Correlation Matrix													
	LnMV	LAsset	DebtRatio	ROE	SDROE	ROA	SDROA	Tobinq	SDTobinq	SGrowth	AGrowth	StockRet	StockVol
LnMV	1.000	0.889	0.090	0.172	-0.045	0.083	-0.020	0.227	-0.030	0.078	0.119	-0.190	-0.289
LAsset	0.889	1.000	0.428	0.000	0.015	-0.275	-0.160	-0.105	-0.278	-0.130	-0.090	-0.119	-0.253
DebtRatio	0.090	0.428	1.000	-0.108	0.347	-0.613	-0.135	-0.362	-0.418	-0.162	-0.272	0.247	0.209
ROE	0.172	0.000	-0.108	1.000	-0.495	0.658	-0.273	0.333	0.206	0.539	0.527	0.270	-0.161
SDROE	-0.045	0.015	0.347	-0.495	1.000	-0.323	0.641	0.011	-0.006	-0.290	-0.371	-0.088	0.464
ROA	0.083	-0.275	-0.613	0.658	-0.323	1.000	-0.032	0.692	0.549	0.490	0.551	-0.079	-0.149
SDROA	-0.020	-0.160	-0.135	-0.273	0.641	-0.032	1.000	0.322	0.331	-0.090	-0.176	-0.214	0.426
Tobinq	0.227	-0.105	-0.362	0.333	0.011	0.692	0.322	1.000	0.766	0.369	0.421	-0.413	0.130
SDTobinq	-0.030	-0.278	-0.418	0.206	-0.006	0.549	0.331	0.766	1.000	0.308	0.407	-0.405	0.209
SGrowth	0.078	-0.130	-0.162	0.539	-0.290	0.490	-0.090	0.369	0.308	1.000	0.764	0.160	0.004
AGrowth	0.119	-0.090	-0.272	0.527	-0.371	0.551	-0.176	0.421	0.407	0.764	1.000	-0.007	-0.140
StockRet	-0.190	-0.119	0.247	0.270	-0.088	-0.079	-0.214	-0.413	-0.405	0.160	-0.007	1.000	-0.188
StockVol	-0.289	-0.253	0.209	-0.161	0.464	-0.149	0.426	0.130	0.209	0.004	-0.140	-0.188	1.000

業特性や企業の事業内容に密接に関係し、パフォーマンス指標というよりもコントロール変

数としてとらえるべきと考えた。

選択された変数一覧は、図表 1 の通りであ

る。図表2は、回答企業の基本統計量と変数間の相関マトリックスを示している。

2. CSR 総合評価と企業パフォーマンス

(1) 回答企業と非回答企業の差の検定

第一段階の分析の目的は、個別企業のCSRへの積極度を総合的にとらえて、企業特性および企業パフォーマンスとの関係を検出することである。回答企業と非回答企業とでは、CSRへの取り組み姿勢が異なると見るべきであり、回答企業はCSRに積極的な企業とみなすことができる。また、CPRD調査で企業名が公表されている上位ランキング企業は、回答企業の中でもCSRにより積極的な企業とみなすことができよう。

そこで、CSRへの取り組みの積極度という観点から、サンプル企業を回答企業と非回答企業、上位回答企業と下位回答企業の4つの企業グループに分類し、グループ間の差を比較分析した。CPRD調査が始まった2003年から2006年に連続して上位企業として公表された企業は53社あり、これらの企業はとくにCSRに積極的な企業とみなし、その他回答企業との比較も行なった。具体的には、次の3通りのケースについて、企業グループ間のパフォーマンスおよび企業属性の平均値の差の検定(t検定)を行なった。

- (1) 上位回答企業と下位回答企業の比較
- (2) 回答企業と非回答企業の比較
- (3) 4年連続上位企業とその他回答企業との比較

検定結果は、図表3にまとめられたとおりであり、次の事実が読み取れる。

第一に、上位回答企業と下位回答企業の間では、有意な差があったのは、規模、および、株式投資収益率とその変動のみである。時価総額と総資産額のいずれで見ても上位企業は大きく、株式投資収益に関しては低リスク・低リターンで、上位企業は明らかに大型安定企業の特徴をもつ。企業規模は、装置産業や公益産業など産業特性とも関係しており、CSRへの総合的な取り組みは環境への負荷や社会への影響の大きさによるところが大きい。また、長期にわたって連続上位にランキングされている回答企業とその他回答企業との間の差は規模のみであり、CSRの取り組みについて長期にわたって高い総合評価を得ている企業は、大規模企業であるという事実が再び確認された。したがって、実際のCSR活動は、企業規模や産業によって相当程度異なると推測される。

第二に、興味深いことには、回答企業を非回答企業と比較すると、大規模で負債比率が高いという大規模装置産業の企業特性が顕著であるだけでなく、ROEとROAのいずれに関しても、平均利益率は回答企業の方が高く、利益率の変動すなわちリスクは有意に小さい。しかも売上高および資産の成長率は高く、Tobinqの平均も有意に高いところから、市場で相対的に高い評価が得られているといえる。ところが、株式投資収益率に関しては、低リスク・低リターンの大型株の特徴を示している。すなわち、CSRに積極的な企業の平均的姿は、安定性を重視して堅実に成長している大企業と解釈できるが、市場ではすでに高い評価が得られておりハイ・リスク、ハイ・リターンを期待する株式投資対象とはなりにくい。

要約すると、次のことがいえるだろう。収益性、安定性、成長性いずれの指標で見ても、回

図表3 企業グループ間の差の検定

(1) 上位回答企業 vs. 下位回答企業

	CSR 上位企業数	その他企業数	上位企業属性	その他企業属性	平均差	t-value	p-value
LnMV	115	91	13.231	11.681	1.550	9.730	0.000 ***
LAsset	115	91	13.832	12.276	1.556	8.750	0.000 ***
DebtRatio	115	91	61.018	59.165	1.852	0.651	0.516
FixedRatio	115	91	229.793	199.651	30.142	0.986	0.325
FixedAssCap	115	91	87.894	83.027	4.867	1.091	0.277
ROE	115	91	5.199	4.886	0.313	0.347	0.729
SDROE	115	91	6.107	7.377	-1.270	-0.872	0.385
ROA	115	91	2.001	2.243	-0.242	-0.810	0.419
SDROA	115	91	1.897	1.841	0.057	0.254	0.800
Tobinq	115	91	1.268	1.192	0.076	1.329	0.185
SDTobinq	115	91	0.153	0.165	-0.012	-0.377	0.707
SGrowth	115	91	2.936	3.473	-0.537	-0.647	0.519
AGrowth	115	91	1.111	1.512	-0.401	-0.502	0.616
StockRet	115	91	0.129	0.527	-0.398	-2.430	0.016 **
StockVol	115	91	9.042	10.387	-1.344	-3.208	0.002 ***

(2) 回答企業 vs. 非回答企業

	CSR 回答企業数	その他企業数	回答企業属性	その他企業属性	平均差	t-value	p-value
LnMV	206	1265	12.521	10.288	2.233	22.689	0.000 ***
LAsset	206	1265	13.124	11.073	2.050	19.427	0.000 ***
DebtRatio	206	1265	60.199	57.532	2.667	1.773	0.077 *
FixedRatio	206	1265	216.516	194.583	21.933	1.303	0.194
FixedAssCap	206	1265	85.485	85.488	-0.003	-0.001	0.999
ROE	206	1265	5.104	3.451	1.653	3.649	0.000 ***
SDROE	206	1265	6.668	9.118	-2.450	-2.930	0.004 ***
ROA	206	1265	2.108	1.642	0.466	2.952	0.003 ***
SDROA	206	1265	1.873	2.138	-0.265	-2.110	0.036 **
Tobinq	206	1265	1.230	1.040	0.190	6.558	0.000 ***
SDTobinq	206	1265	0.152	0.141	0.010	0.825	0.410
SGrowth	206	1265	3.194	1.735	1.459	3.562	0.000 ***
AGrowth	206	1265	1.169	0.247	0.921	2.364	0.019 **
StockRet	206	1265	0.307	0.549	-0.242	-2.755	0.006 ***
StockVol	206	1265	9.637	10.950	-1.313	-5.382	0.000 ***

(3) 4年連続上位回答企業 vs. その他回答企業

	CSR 上位企業数	その他企業数	上位企業属性	その他企業属性	平均差	t-value	p-value
LnMV	53	153	13.423	12.243	1.180	6.826	0.000 ***
LAsset	53	153	13.985	12.853	1.132	5.642	0.000 ***
DebtRatio	53	153	60.090	60.237	-0.148	-0.049	0.961
FixedRatio	53	153	218.287	215.852	2.435	0.077	0.939
FixedAssCap	53	153	88.012	84.958	3.054	0.788	0.432
ROE	53	153	5.508	4.906	0.602	0.658	0.512
SDROE	53	153	6.022	6.892	-0.870	-0.766	0.444
ROA	53	153	2.040	2.132	-0.092	-0.285	0.776
SDROA	53	153	1.831	1.887	-0.056	-0.241	0.810
Tobinq	53	153	1.267	1.224	0.043	0.681	0.497
SDTobinq	53	153	0.151	0.161	-0.010	-0.333	0.740
SGrowth	53	153	2.764	3.314	-0.550	-0.674	0.502
AGrowth	53	153	1.224	1.310	-0.086	-0.102	0.919
StockRet	53	153	0.069	0.386	-0.317	-1.626	0.108
StockVol	53	153	9.258	9.767	-0.510	-1.180	0.240

有意水準 *10% **5% ***1%

答企業は非回答企業より有意に優れたパフォーマンスを示し、CSRに積極的な企業の方がパフォーマンスがよいという傾向がある。しかし、回答企業の上位と下位との差はもっぱら規模にあり、CSR活動を総合的にとらえた場合には、大規模企業や公益企業が高い得点が与えられる傾向が明らかである。企業パフォーマンスとCSR活動との関係を見る場合には、規模や負債比率など企業特性や産業特性の影響を吟味した慎重な評価が必要である。

(2) 企業特性に関する Probit 回帰分析

そこで、追加検定として、規模と産業特性を控除してCSRへの取り組みと企業パフォーマンスの関係を見るために Probit 回帰分析を行った。具体的には、次の3つのケースを推計した。(1)では全回答企業をサンプルとして、回答企業を1、下位回答企業を0とするダミー変数を被説明変数とし、企業パフォーマンスおよび企業特性を説明変数とした。成長変数に関しては売上高成長率を、長期安定性指標として負債比率と固定比率のみを採用し、産業特性を配慮して、4つの産業ダミー（消費財産業、投資財産業、サービス産業、公益産業）を導入した¹⁸⁾。(2)では回答企業と非回答企業について、回答企業を1、非回答企業を0とするダミー変数を、(3)では連続上位企業とその他回答企業について、連続上位企業を1、その他回答企業を0とするダミー変数を被説明変数とする推計を行った。推計結果は図表4にまとめたとおりであり、次の事実が読み取れる。

第一に、(1)の回答企業間の上位と下位の間では、規模、負債比率、固定比率に有意な差があるが、産業ダミーの係数は有意ではない。回答企業の間では、上位と下位のグループ間で差が

あるのはもっぱら規模と負債比率のみで、企業パフォーマンスにあまり差が見られない。規模と長期安定性指標を入れないケースでは、q値の平均は上位企業の方が高く市場評価が高いという傾向は読み取れる。また、(3)の連続上位企業とその他回答企業に関しては、産業ダミーは有意ではなく産業の差はないが、連続上位企業はとくに株式投資収益率が低いことが示唆される。

第二に、(2)の回答企業と非回答企業の間では、産業特性の違いが顕著である。産業効果と規模を除くと回答企業は非回答企業よりも成長率が高く、q値に関して平均の係数は有意に正である。やはり、回答企業は総じてパフォーマンスが高いといえる。規模等を入れずに産業ダミーを導入した推計では、公益企業の係数のみが有意であり、回答企業に公益企業が多数含まれており、産業特性の効果が大きく出ていることが示唆される。回答企業の特徴である大規模・安定企業という平均的なパフォーマンスはその影響を強く受けていると見られる。

すなわち、回答企業は公益企業や大規模安定企業にかたよっており、回答企業と非回答企業の間では産業特性に差がある。ただし、規模と産業特性をコントロールしてもなお、CSRへの関心が深い回答企業は、成長性や市場評価への配慮の面で非回答企業より優れた企業であるという事実が確認された。

3. 実証結果の要約

(1) CSR活動と産業特性・規模

わが国では、CSRに積極的に取り組んでいる企業は大規模安定企業であるとする通念がある。CPRD アンケート調査結果によると、その傾向が明らかである。回答企業グループの中で

図表4 企業特性に関する Probit 回帰分析

(1)被説明変数：上位回答企業 1, 下位回答企業 0

	Intercept	LAsset	DebtRatio	FixedRatio	ROE	SDROE	ROA	SDROA	Tobinq	SDTobinq	SGrowth	StockRet	StockVol	消費財	産業ディ 投資財	サービス	公益	R-squared
Coef.	-8.355	0.738	-0.017	-0.001							0.000			-0.013	0.025	-0.208	5.107	0.463
t-value	-6.219	6.872	-2.232	-0.931							0.017			-0.026	0.054	-0.425	0.065	
	***	***	**															
Coef.	-8.444	0.755	-0.019	-0.001	-0.002	0.010					0.005			-0.097	-0.075	-0.281	5.158	0.466
t-value	-6.085	6.813	-2.339	-1.049	-0.070	0.722					0.216			-0.182	-0.145	-0.536	0.066	
	***	***	**															
Coef.	-8.689	0.781	-0.022	-0.001			-0.065	0.146			0.015			-0.091	-0.190	-0.306	5.268	0.484
t-value	-5.922	6.952	-2.297	-0.915			-0.827	2.085			0.682			-0.185	-0.404	-0.617	0.068	
	***	***	**					**										
Coef.	-9.324	0.758	-0.013	-0.001					0.396	0.498	-0.014			-0.042	-0.020	-0.279	5.175	0.48
t-value	-6.327	6.679	-1.547	-1.152					0.981	0.656	-0.722			-0.086	-0.044	-0.564	0.067	
	***	***																
Coef.	-8.066	0.713	-0.014	-0.001							0.006	-0.151	0.000	-0.090	-0.094	-0.355	5.197	0.473
t-value	-5.305	6.157	-1.531	-1.063							0.329	-1.429	0.003	-0.183	-0.197	-0.697	0.067	
	***	***																
Coef.	-8.747	0.767	-0.017	-0.001							-0.003							0.428
t-value	-7.000	7.326	-2.248	-0.977							-0.148							
	***	***	**															
Coef.	-8.830	0.774	-0.017	-0.001	0.003	0.005					-0.003							0.429
t-value	-6.896	7.215	-2.239	-1.002	0.148	0.355					-0.123							
	***	***	**															
Coef.	-9.137	0.798	-0.020	0.000			-0.037	0.109			0.007							0.441
t-value	-6.666	7.381	-2.169	-0.749			-0.486	1.626			0.311							
	***	***	**															
Coef.	-9.676	0.783	-0.013	-0.001					0.405	0.343	-0.016							0.443
t-value	-6.927	7.068	-1.610	-1.154					1.004	0.447	-0.839							
	***	***																
Coef.	-8.013	0.719	-0.011	-0.001							0.003	-0.134	-0.041					0.437
t-value	-5.629	6.429	-1.287	-1.066							0.146	-1.283	-0.968					
	***	***																
Coef.	0.079										-0.002			0.034	0.122	-0.325	4.877	0.121
t-value	0.256										-0.103			0.095	0.369	-0.890	0.087	
Coef.	0.094				0.005	-0.006					-0.008			0.050	0.162	-0.309	4.837	0.124
t-value	0.244				0.246	-0.580					-0.413			0.133	0.453	-0.818	0.086	
Coef.	0.030						-0.023	0.053			0.005			0.034	0.071	-0.338	4.943	0.127
t-value	0.094						-0.469	0.885			0.249			0.094	0.207	-0.905	0.088	
Coef.	-0.814								0.916	-1.078	-0.015			-0.007	0.101	-0.337	4.844	0.16
t-value	-1.694								2.405	-1.409	-0.869			-0.020	0.301	-0.901	0.087	
	*								**									
Coef.	1.159										0.006	-0.290	-0.088	-0.192	0.010	-0.537	4.556	0.216
t-value	2.435										0.358	-3.453	-2.438	-0.516	0.028	-1.383	0.082	
	**																	
Coef.	0.179										-0.010							0.003
t-value	1.777										-0.663							
	*																	
Coef.	0.236				0.008	-0.010					-0.020							0.013
t-value	1.468				0.412	-0.922					-1.076							
Coef.	0.200						-0.028	0.011			-0.005							0.005
t-value	1.213						-0.570	0.194			-0.280							
Coef.	-0.801								1.033	-1.651	-0.021							0.053
t-value	-2.030								2.559	-1.924	-1.217							
	**								**	**								
Coef.	1.394										-0.003	-0.247	-0.120					0.127
t-value	4.182										-0.216	-3.048	-3.715					
	***											***	***					

有意水準 *10% ** 5% ***1%

も CSR 活動に関して総合的評価が高い上位ランキング企業と下位企業の間で、同様の関係が見出され、この通念はおおむね確認された。一

方、回答企業と非回答企業を比較すると、回答企業は収益性、安定性、成長性のいずれの面でもパフォーマンスは相対的に高いという結果が

(2)被説明変数: 回答企業 1, 非回答企業 0

	Intercept	LAsset	DebtRatio	FixedRatio	ROE	SDROE	ROA	SDROA	Tobinq	SDTobinq	SGrowth	StockRet	StockVol	消費財	産業ダミー 投資財	サービス	公益	R-squared
Coef.	-8.833	0.626	-0.002	-0.001							0.017			0.561	0.415	0.513	1.399	0.536
t-value	-16.018	15.575	-0.524	-2.198							2.046			2.631	2.094	2.425	3.405	
	***	***		**										***	**	**	***	
Coef.	-8.870	0.623	-0.001	-0.001	0.006	-0.001					0.014			0.586	0.450	0.537	1.396	0.536
t-value	-15.982	15.430	-0.348	-1.845	0.654	-0.303					1.543			2.710	2.200	2.494	3.379	
	***	***		*										***	**	**	***	
Coef.	-9.016	0.627	0.000	-0.001			0.025	0.031			0.014			0.545	0.386	0.496	1.421	0.542
t-value	-15.811	15.380	0.020	-2.409			0.855	1.128			1.557			2.558	1.922	2.343	3.438	
	***	***		**										**	**	**	***	
Coef.	-9.027	0.594	0.000	-0.001					0.505	-0.333	0.010			0.522	0.408	0.471	1.415	0.541
t-value	-15.902	14.186	0.063	-2.389					2.346	-0.643	1.198			2.438	2.060	2.222	3.432	
	***	***		**					**					**	**	**	***	
Coef.	-8.728	0.619	-0.001	-0.001							0.018	-0.021	-0.006	0.564	0.425	0.507	1.379	0.538
t-value	-14.910	14.735	-0.282	-2.139							2.093	-0.448	-0.356	2.635	2.082	2.348	3.337	
	***	***		**							**			**	**	**	***	
Coef.	-8.285	0.623	-0.002	-0.001							0.016							0.51
t-value	-17.660	16.013	-0.691	-2.744							1.896							
	***	***		***							*							
Coef.	-8.285	0.620	-0.002	-0.001	0.006	-0.001					0.013							0.51
t-value	-17.523	15.802	-0.547	-2.507	0.606	-0.179					1.428							
	***	***		**														
Coef.	-8.486	0.624	0.000	-0.001			0.028	0.026			0.012							0.514
t-value	-17.137	15.755	-0.082	-2.914			0.962	0.983			1.356							
	***	***		***														
Coef.	-8.507	0.589	0.000	-0.001					0.552	-0.476	0.009							0.514
t-value	-17.432	14.552	-0.133	-2.898					2.605	-0.928	1.054							
	***	***		***					***									
Coef.	-8.094	0.612	-0.001	-0.001							0.017	-0.028	-0.011					0.514
t-value	-15.638	15.067	-0.319	-2.697							1.986	-0.607	-0.738					
	***	***		***							**							
Coef.	-1.220										0.023			0.162	0.043	-0.021	1.776	0.088
t-value	-8.672										3.508			0.981	0.284	-0.125	5.159	
	***										***			***	***	***	***	
Coef.	-1.270				0.013	-0.003					0.016			0.187	0.090	0.002	1.757	0.094
t-value	-8.500				1.809	-0.870					2.198			1.127	0.583	0.012	5.084	
	***				*						**			***	***	***	***	
Coef.	-1.230						0.031	-0.018			0.018			0.147	0.057	-0.033	1.752	0.089
t-value	-8.364						1.496	-0.787			2.409			0.890	0.371	-0.198	5.076	
	***										**			***	***	***	***	
Coef.	-2.555								1.496	-2.298	0.014			0.133	0.110	-0.036	1.670	0.175
t-value	-11.824								8.241	-5.364	1.956			0.785	0.706	-0.213	4.785	
	***								***	***	*			***	***	***	***	
Coef.	-0.741										0.028	-0.155	-0.038	0.124	0.053	-0.113	1.612	0.152
t-value	-4.188										4.040	-4.062	-3.371	0.750	0.341	-0.668	4.646	
	***										***	***	***	***	***	***	***	
Coef.	-1.129										0.021							0.006
t-value	-25.540										3.249							
	***										***							
Coef.	-1.143				0.015	-0.004					0.013							0.017
t-value	-20.202				2.075	-1.306					1.748							
	***				**						*							
Coef.	-1.109						0.031	-0.032			0.016							0.008
t-value	-15.552						1.496	-1.441			2.133							
	***										**							
Coef.	-2.466								1.542	-2.538	0.013							0.103
t-value	-14.844								8.564	-5.939	1.817							
	***								***	***	*							
Coef.	-0.571										0.025	-0.135	-0.049					0.078
t-value	-4.701										3.680	-3.632	-4.456					
	***										***	***	***					

有意水準 *10% ** 5% ***1%

得られた。回答企業の高い市場評価と成長性は、規模効果と産業効果を控除しても変わらなかった。この事実から、3つの点が示唆され

る。
第一に、CSR活動と産業特性との関係である。実際のCSR活動は事業の性格によっても

(3)被説明変数: 4年連続上位企業 1, その他回答企業 0

	Intercept	LAsset	DebtRatio	FixedRatio	ROE	SDROE	ROA	SDROA	Tobinq	SDTobinq	SGrowth	StockRet	StockVol	消費財 投資財	産業ダミー サービス	公益	R-squared	
Coef.	-6.666	0.489	-0.010	0.000							-0.007			0.344	0.264	-0.018	-0.118	0.419
t-value	-5.343	5.262	-1.325	-0.478							-0.358			0.663	0.539	-0.035	-0.208	
	***	***																
Coef.	-7.169	0.487	-0.010	0.000	0.037	0.006					-0.022			0.674	0.609	0.223	0.031	0.42
t-value	-5.435	5.140	-1.235	-0.281	1.457	0.381					-0.940			1.172	1.084	0.395	0.054	
	***	***																
Coef.	-6.839	0.490	-0.009	0.000			0.016	0.016			-0.009			0.367	0.275	-0.016	-0.104	0.421
t-value	-5.024	5.263	-0.942	-0.489			0.220	0.227			-0.391			0.704	0.552	-0.030	-0.182	
	***	***																
Coef.	-7.034	0.486	-0.008	0.000					0.238	-0.038	-0.011			0.353	0.261	-0.043	-0.109	0.422
t-value	-5.257	5.160	-0.942	-0.560					0.521	-0.036	-0.543			0.679	0.532	-0.082	-0.193	
	***	***																
Coef.	-7.570	0.541	-0.015	0.000							-0.009	0.032	0.056	0.307	0.142	-0.144	0.039	0.42
t-value	-4.789	4.802	-1.546	-0.539							-0.416	0.275	1.075	0.592	0.280	-0.263	0.066	
	***	***																
Coef.	-6.254	0.480	-0.011	-0.001							-0.010							0.407
t-value	-5.552	5.338	-1.445	-0.888							-0.496							
	***	***																
Coef.	-6.417	0.486	-0.011	-0.001	0.019	0.009					-0.017							0.408
t-value	-5.532	5.286	-1.448	-1.025	0.866	0.625					-0.751							
	***	***																
Coef.	-6.294	0.484	-0.012	-0.001			-0.011	0.022			-0.008							0.41
t-value	-5.140	5.344	-1.262	-0.835			-0.154	0.327			-0.353							
	***	***																
Coef.	-6.558	0.476	-0.009	-0.001					0.243	-0.146	-0.014							0.41
t-value	-5.386	5.196	-1.115	-0.958					0.544	-0.141	-0.675							
	***	***																
Coef.	-7.226	0.535	-0.016	-0.001							-0.012	0.042	0.051					0.408
t-value	-4.909	4.911	-1.711	-0.772							-0.598	0.368	1.151					
	***	***																
Coef.	-0.902										-0.007			0.344	0.368	-0.001	0.406	0.035
t-value	-2.501										-0.417			0.845	0.961	-0.002	0.793	
Coef.	-1.168				0.033	-0.002					-0.027			0.528	0.592	0.147	0.434	0.046
t-value	-2.610				1.455	-0.182					-1.240			1.216	1.419	0.330	0.828	

Coef.	-0.863						0.003	-0.027			-0.009			0.348	0.390	0.006	0.375	0.038
t-value	-2.330						0.048	-0.414			-0.429			0.841	0.997	0.015	0.726	
Coef.	-1.483								0.614	-1.071	-0.014			0.333	0.376	0.022	0.361	0.101
t-value	-2.808								1.502	-1.110	-0.745			0.811	0.971	0.051	0.704	

Coef.	-0.306										-0.002	-0.158	-0.048	0.198	0.268	-0.136	0.204	0.084
t-value	-0.601										-0.104	-1.793	-1.242	0.482	0.676	-0.307	0.380	
												*						
Coef.	-0.619										-0.011							0.003
t-value	-5.780										-0.634							

Coef.	-0.638				0.018	-0.005					-0.023							0.016
t-value	-3.676				0.863	-0.442					-1.126							

Coef.	-0.586						0.001	-0.018			-0.011							0.006
t-value	-3.302						0.015	-0.289			-0.582							

Coef.	-1.218								0.634	-1.109	-0.016							0.072
t-value	-3.072								1.582	-1.217	-0.909							

Coef.	-0.126										-0.005	-0.156	-0.050					0.052
t-value	-0.372										-0.294	-1.845	-1.478					
											*							

有意水準 *10% ** 5% ***1%

異なるから、CSR活動を評価する際には産業特性の違いに十分な注意を払うべきである。例えば、事業活動の社会的影響や環境負荷が大き

い装置産業や公益産業は、他の産業にまさって環境問題や地域との対話により積極的に取り組まざるをえないだろう。総合評価するかぎり、

これらの産業は高い得点を得ることになる。

第二に、CSR活動と企業の成熟度との関係である。成熟企業は成長機会が限定される一方、社会的評価に敏感でかつ活動のコストを負担する余裕がある。成熟段階に入った大企業は、市場の差別化に向かい、ブランド形成や評判の獲得に積極的となる。企業規模とCSRへの取り組みとの強い関係は、CSR活動は企業資源の投下をとめない、人的資源にせよ資本資源にせよ規模の経済性が強く働くとする企業理論の見方と一致する¹⁹⁾。

第三に、しかしながら、規模や産業特性を控除してもなお、CSRに多面的かつ積極的に取り組む企業は、成長性と市場評価が相対的に高い優良企業である。総じて企業の社会的評価に対して敏感な企業ほど収益性、成長性、安定性が高いという事実は、持続的経営の追求にはCSRへの戦略的な取り組みを伴うことが示唆される。

すなわち、産業特性、企業規模、成熟段階によって採るべき戦略は異なると考えられ、産業、規模、成長段階の異なる企業の取り組みを同じ基準で総合評価するならば、大規模企業や公益企業に高い得点が与えられ、CSR評価に偏りが生じる。大規模企業や公益企業の社会的パフォーマンスを過大に評価し、小規模企業や未成熟企業に過大な負担を強いる可能性がある。CSRは企業活動の成果のみならず企業活動のプロセスにかかわるから、産業特性や企業の成熟度を勘案して評価する必要がある。

注

- 1) Amaeshi and Adi [2007]。
- 2) Smith and Ward [2007] は、50人のビジネス・リーダーや有識者へのインタビューを行なったところ、2006年時点で多くの問題が指摘され、10年後、2015年の将来にはCSRは瀕死の状態にあると断言する意見すら

ある。

- 3) Hopkins [2005], Mikkila [2005]。
- 4) Amaeshi and Adi [2007]。
- 5) McWilliams, Siegel and Wright [2006]。
- 6) CSRの実践的取り組みに関して、Carroll [1979], McWilliams and Siegel [2001a], McWilliams et al. [2006], Schuler and Cording [2007] など、一連の流れがある。
- 7) Hemphill [2004] 参照。
- 8) こうした経済学的アプローチへの経営者の倫理・道徳的判断を重視する経営学者からの批判に対する回答として、例えば、Windsor [2001], McWilliams and Siegel [2001] 参照。
- 9) Amaeshi and Adi [2007]
- 10) Brickley, Smith and Zimmerman [2005], p.103。
- 11) 現実には、株主と他のステークホルダーの権利保護に関する制度の違いや、経営者の権限に影響を与える企業の所有構造の違いが、ガバナンスへのアプローチに影響を与えている。Blair [1995] が指摘するように、所有とコントロールの分離に関する先駆的研究である Berle and Means [1932] が提起した問題は、所有が広く分散化した企業では株主は他のプロパティ所有者と同等の権利を保護されるべきということであった。同時に、近代企業は所有者のみのためにあるのではなく社会全体のためにあることを前提としていたのである。
- 12) イギリスでは、1990年代末からSEE問題を企業の行動規範に組入れてコーポレート・ガバナンスの枠組みでとらえる見方が明らかとなった。Friedman and Miles [2001] 実務界では、英国保険協会 ABI と英国銀行協会 BBA がこうした見解に賛同し、実際 FORGE グループは具体的なガイダンスの中に組み込んだ。(2002年6月)
- 13) 1999年9月に公表された Turnbull 報告 (Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Codes, ICAEW) は、企業の内部リスク管理に対する取締役の責任が明示され、取締役が監視の責任を負うべき内部リスク管理の対象となるリスクには、企業の「社会的責任」に関連する評判リスクも含まれるとされる。首藤 [2004] 参照。
- 14) Friedman and Miles [2001] 参照。
- 15) 1960年代に顕著となったSRIや企業の社会的責任を求める動きに対し、Friedman [1970] は理論経済学者の立場から異議を唱えたが、これを契機に1970年代、80年代にCSRの経済的効果を検証する研究がとくに経営学分野で活発に行われるようになった。
- 16) CDRPのホーム・ページ (<http://www.public.or.jp>)
- 17) 上下1%の外側に位置するサンプルを異常値として、上下1%の値に寄せている。
- 18) 4つの産業ダミーは東証産業分類にもとづき、それぞれ以下の産業を含んでいる。消費財産業 [水産・農林業、食料品、繊維製品、パルプ・紙、化学、医薬品、石油・石炭製品、ゴム製品]、投資財産業 [鉱業、建設業、ガラス・土石製品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、その他製品]、サービス業 [情報・通信業、卸売業、小売業、サービス業]、公益産業 [電気・ガス]。その他産業には、金融、輸送

業、不動産業などが含まれる。この分類は、あくまで簡便化を目的としている。

19) McWilliams and Siegel [2001].

参考文献

- 首藤 恵 [2004] 「英国における社会的責任投資の展開：日本への示唆」『証券アナリストジャーナル』Vol.42 No.9, 20-32。
- 首藤 恵・増子 信・若園智明 [2006] 「企業の社会的責任 [CSR] への取り組みとパフォーマンス：企業収益とリスク」『証券経済研究』第56号 31-51。
- Amaeshi, K. M. and Adi, B. [2007] "Reconstructing the corporate social responsibility construct in Utlish", *Business Ethics: A European Review*, vol.16 No.1. 3-18
- Aupperle, K.E., Carrol, A.B., and Hatfield, J.D. [1985] "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability" *Academy of Management Journal*,28, pp.446-463.
- Berle, A.A. and Means, G.C. [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House Inc.
- Blair, M. [1995] *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, the Brookings Institution (Clark (2004) pp.174-102に採録.)
- Brammer, S, and Pavelin, S. [2006] "Corporate Reputation and Social Performance: the Importance of Fit" *Journal of Management Studies*, 43:3 435-455.
- Brammer, S, Brooks, C., and Pavelin, S. [2006] "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures", *Financial Management*, Autumn 2006, 97-116.
- Brickley, J.A., Smith, C.W., and Zimmerman, J.L.

[2005] "Corporate Governance, Ethics, and Organizational Architecture", *Corporate Governance at the Crossroads*, eds. by D.H. Chew. Jr. and Gillan, S.L.. McGraw-Hill, 103-114.

- Bonn, I. and Fisher, J. [2005] *Corporate Governance and Business Ethics: Insights from the strategic planning experience*, *Corporate Governance*, vol.13 no.6, 730-739.
- Carroll, A. [1979] "Three Dimensional Model of Corporate Performance" *Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Clark, T. [2004] *Theories of Corporate Governance*, ed. by, Routledge.
- Deakin, S. and Hobbs R. [2007] "False Dawn for ? Shifts in regulatory policy and the response of the corporate and financial sectors in Britain", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.15 No.1, 68-75.
- Friedman, M. [1970] "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits" *The New York Times Magazine*, September 13, 1970, 122-126.
- Friedman, A. L. and Miles, S. [2001], "Socially Responsible Investment and Corporate Social and Environmental Reporting in the UK: An Exploratory Study" *British Accounting Review*, pp.523-548.
- Hemphill, T.A. [2004] *Corporate Citizenship: The Case for a New Corporate Governance Model*, *Business and Society Review*, 109 3, 339-361
- Hopkins, M. [2005] "Criticism of the Corporate Social Responsibility Movement" ed. by Mullerat R., *Corporate Social Responsibility*, Kluwer Law International and International Bar Association, 473-482.
- Johnson, R. A. and Greening D. W. [1999] "The Effect of Corporate Governance and Institu-

- tional Ownership Types on Corporate Social Performance" *Academy of Management Journal*, 42, 5 564-576
- McGuire, J.B., Sundgren, A., and Schneeweis, T. [1988] "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance" *Academy of Management Journal*, 31, 854-872
- McWilliams, Siegel, A.D., and Teoh, H. S. [1999] "Issues in the use of the event study methodology: a critical analysis of corporate social responsibility studies" *Organizational Research Methods*, 2, 340-365.
- McWilliams, A. and Siegel, D.S. [2001] "Corporate Social Responsibility : a theory of the firm perspective," *Academy of Management Review*, 26, 117-127.
- McWilliams, A., Siegel, D. S. and Wright, P. M. [2006] "Corporate Social Responsibility : Strategic Implication" *Journal of Management Studies*, 43: 1, 1-18.
- Mikkila, M. [2005] "Observing Corporate Social Performance Empirically Through the Acceptability Concept: A Global Study", *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, 1, 183-196.
- Schuler, D. A. and Cording, M. [2007] "A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers", *Academy of Management Review*, Vol.31, No.3, 540-558.
- Snider, J., Hill, R.P., and Martin, D. [2003] "Corporate Social Responsibility in the 21st Century: A View from the World's Most Successful Firms", *Journal of Business Ethics*, 48, 175-187.
- Smith, N.C. and Ward, H. [2007] "Corporate Social Responsibility at a Crossroad?" *Business Strategy Review*, Spring, London Business School.
- Spicer, B.H. [1978] "Investors, Corporate Social Performance, and Information Disclosure: An Empirical Study," *Accounting Review*, 53. pp.94-111.
- Waddock, S. A., and Graves S. B. [1997] "The Corporate Social Performance -Financial Performance Link" *Strategic Management Journal*, vol.18, 4, 303-319.
- Windsor, D. [2007] "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective": Some Comments, *The Academy of Management Review*, vol.26, No.4, 502-504.

首藤 恵 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
・当研究所客員研究員
竹原 均 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授