

# 企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(下)

－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 恵  
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. はじめに一問題意識と分析視点
- 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
  - 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

- 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

## 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

Ⅲ節では、上場企業を対象とするパブリック・リソース・センター (CPRD) のアンケート調査『企業の社会性に関する調査』の回答を個別企業の CSR 活動のデータとして利用し、回答企業と非回答企業、回答企業のうち総合得点で上位にランクされた150社 (企業名公表) とその他回答企業のうちデータが利用可能なものについて、企業パフォーマンスの差を検定した。回答企業は、非回答企業に比べて CSR への取り組みに積極的な企業とみなせるが、大規模安定企業に偏っている。そこで規模や産業をコントロールすると、収益性、安定性、成長性のいずれの面でも回答企業のパフォーマンスが非回答企業より相対的に高いという結果を得た。また、CSR 総合評価で上位にランクされた回答企業とその他回答企業の間でも概ね、類似の結果が得られた。すなわち、CSR に積極的な企業は、総じて良好な企業パフォーマンス

を実現しているといえる。

この節では、CSR への取り組みをガバナンスの枠組みで整理し、具体的な CSR 活動と企業パフォーマンスとの間の関係について分析する。回答企業206社をサンプルとして、CPRD アンケートの質問項目から、内部ガバナンス (機関設計、内部規律)、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)、社会貢献活動に関連する質問項目を選び出し、それに対する回答と企業パフォーマンスとの関係を検証することにした。自己申告形式のアンケートというデータの特性に配慮して、特定の質問と回答を用いるのではなく、複数の関連質問を利用して客観性の高い分析結果となるよう努めた。

利用した質問項目は、図表5にまとめられている。CSR に関連するガバナンス特性を、①内部ガバナンス体制、②非財務情報開示、③ステークホルダー・コミュニケーション、④社会貢献、の4つに分けて、それぞれ、該当する質問項目の回答と企業パフォーマンスとの関連を検証した。ただし、質問内容が重複している場合、あるいは、やや曖昧と考えられる質問項目は排除したため、項目番号は必ずしも連続して

図表5 ガバナンスに関連する質問項目

<b>(1) 内部ガバナンス体制</b>	
G10 内部ガバナンス体制	経営の独立性、経営責任の明確化、チェック機能の強化のためにとられた措置
G06 CSR 統括部署、G07統括役員	統括部署の有無と内容
G12 経営判断におけるCSRの配慮	新規事業アセスメント、環境アセスメントなどCSRの観点からチェックする社内体制
G13 CSRの内部監査	CSR活動に関する内部監査項目、内部監査部門の実施状況
G16 倫理方針の内容	法令順守、倫理的行動、人権保護など
G17 倫理方針規定の周知徹底	パートタイマーや派遣社員を含む社員への周知徹底の手段と範囲
G18 遵守状況の方法・把握・管理	調査や監査の具体的内容
<b>(2) 非財務情報開示</b>	
G03 経営理念経営方針の公開の方法	会社案内、各種報告書、ホームページなど
G08 CSR理念・方針の有無と公開	あり、なし、公開、非公開
G14 倫理規定の開示有無	明文化、公開、非公開
G19 倫理規定の遵守状況・改善の公表	社外公開、社内公開、非公開
G20 CSRに関する情報開示の手段	会社案内、各種報告書、ホームページなど
G21 CSRに関する情報開示の内容	ガバナンス、製品関連、採用・雇用、環境、地域・社会貢献など
G22 CSRに関する情報開示の範囲	法令順守の範囲内か否か
<b>(3) ステークホルダー・コミュニケーション</b>	
G04 ステークホルダーの姿勢	経営理念・方針にどのステークホルダーに対する姿勢が明記されているか
G23 ステークホルダーの意識調査	どのステークホルダーを対象に意識調査を実施しているか
G24 テークホルダーとの意見交換	どのステークホルダーを対象に定期的懇談・意見交換を実施しているか
G25 ステークホルダーの参画	諸計画の策定・評価にどのステークホルダーを参画させる仕組みがあるか
G26 エンゲージメントの結果の公表	コミュニケーション、エンゲージメントの具体的結果や評価を公表しているか
<b>消費者対応</b>	
M3 消費者対応理念の有無	消費者対応に特化して経営理念があるか
M16 消費者への情報開示の方針	消費者への情報提供の方針などをもっているか
M17 消費者への情報発信の手段	消費者に商品知識・消費者責任を伝える情報をどのように発信しているか
M18 消費者の苦情・要望がトップに届く仕組み	消費者の要望苦情意見が社長(ないし担当役員)に届く仕組みがあるか
<b>顧客対応</b>	
M33 顧客満足(CS)に関する経営方針	顧客満足に関する方針をもっているか
M40 顧客への情報提供の方針	顧客への情報提供の方針をもっているか
M41 顧客への情報発信の手段	顧客に商品知識、利用者責任に関する情報の日常的発信
M42 顧客の要望苦情意見がトップに届く仕組み	顧客の要望苦情意見が社長(ないし担当役員)に届く仕組みがあるか
<b>従業員対応</b>	
L03 雇用・人材に対する理念の明文化と公開	理念の明文化と公開の有無
L04 雇用・人材戦略・計画の公開	雇用・人材に関する理念を具体化した戦略、実行計画の策定と公開
L14 個別の雇用方針と公開	女性、障害者、高齢者、外国人などに対する雇用方針の有無と社外への公開
L19 人材育成・評価基準の明示	従業員の評価項目・評価基準の詳細の明示状況
<b>環境への対応</b>	
E04 環境対応方針の文書化と開示	環境に特化した方針の文書化と公開
E06 環境対応担当部署	専門、兼任、委員会など
E11 環境情報の公開	各ステークホルダーに対する環境関連情報の公表状況
E14 地域の環境コミュニケーション	地域住民・NGOなどを対象とする懇談会等の開催状況
<b>(4) 社会貢献</b>	
S02 経営理念への社会貢献の明文化	社会貢献活動の基本方針の明文化の有無
S03 社会貢献基本方針の明文化	社会貢献に関する活動内容・実績の各種報告書への記載状況
S06 社会貢献活動実績の報告書記載	過去3年間における市民活動団体との協働の有無と内容
S15 過去3年間の市民活動団体との協働	過去3年間における市民活動団体との協働の有無と内容
S16 市民活動団体との協働の手順等	協働相手の選択基準の有無、協議の状況、評価や意見の反映
S17 社員のボランティア活動支援	具体的な支援の内容と手段
S22 地域貢献の取り組み体制	各事業所の取り組み体制、情報提供・企画・調査など
S33 改善のための情報収集および評価	一定期間における変化・改善のための情報収集や評価の実施状況

(注) GからSの記号と番号は、CPRDアンケートの質問項目番号と対応。

いない。

該当する質問に対する回答は、多くの場合、複数の選択肢（項目）から選択する形式をとっている。選択形式の質問に対しては、選択肢ごとに肯定または選択した場合に1（Ans=1）を、否定または選択しなかった場合には0（Ans=0）の数値を与えた。また、企業の経済パフォーマンスの指標として、Ⅲ節と同じ代理変数を用いた。変数一覧は、付表に採録されている。

経済パフォーマンスとCSR活動の内容との関連を見るために、設問ごとに回答ダミー変数（1, 0）を説明変数とし、パフォーマンス変数を被説明変数とする回帰分析を行ない、回答ダミー変数の係数を推計した<sup>1)</sup>。予備的検定として、該当する質問項目に対して、肯定したグループと否定したグループの間で差の検定を行った。設問ごとに、回答に○をしたグループと○をしないグループに分けてパフォーマンス指標の平均の差をt検定し、有意性の検定値（P-value）を計算した。その結果、多くの回答でCSR活動と企業規模との間に有意な差が検出された。

この結果を踏まえて、規模や産業など企業特性の効果を除くために、資産規模、負債比率、固定比率をコントロール変数として導入し、回答ごとに回帰モデルを推計した。上巻Ⅲ節の分析結果を踏まえると、回答企業グループを分析対象とする場合には産業ダミーの係数は有意ではなかったので、規模、負債比率、固定比率をコントロールすれば十分である。ここで行なわれている回帰分析の目的は、CSRへの取り組みと企業パフォーマンスの関係を見ることであり、因果関係を分析することではない。

図表6から図表13は、回答数と回帰結果の要

約である。コントロール変数を除く説明変数の係数の推計値と有意性を示している。ただし、肯定または否定の回答数が10未満の場合は、原則として回帰係数は載せていない。図表の末尾には、参考として、回答の分布の偏りを明示するために、規模、負債比率、固定比率に関する肯定と否定の回答の差のt検定値（P-Value）を付け加えた。有意水準5%以上のみを網掛けし、負値の場合は枠で囲っている<sup>2)</sup>。

### （1）内部ガバナンス体制

多くの企業で、内部ガバナンス機能の向上を目的に、経営責任の明確化、執行と監督の分離、委員会の設置など、内部ガバナンス体制の強化が進められている。それに加えてCSR体制の整備や倫理方針の確立と徹底などCSRの視点を内部組織に埋め込むために、さまざまな努力がなされている。ここでは、次の3つ側面から企業の内部ガバナンス体制の特徴をとらえ、6つの関連質問項目に対する回答を、内部ガバナンス強化への取り組みを表す代理変数として採用した。

#### ①内部ガバナンス強化への取り組み

- ・執行と監督の関係
- ・外部者による監督体制

#### ②内部ガバナンスにおけるCSR体制整備

- ・CSRの担当部署・責任者
- ・CSR活動の内部監査

#### ③倫理方針と倫理の実践

- ・倫理方針と社内への徹底
- ・倫理方針の遵守状況の把握

これらの質問項目の回答に関する分析の結果は、図表6にまとめた通りである。t検定の結

図表6 内部ガバナンス体制 (回帰係数の推計値)

	回春数 An=1 An=0	ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Growth	Stock	Stock	参考: 1 検定の結果(P値) 網掛けは有意水準5%、枠は値					
		Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Assets	Return	Return	L/Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio	Ratio		
①内部ガバナンスとCSR体制一機設計(G01)																	
1. 非執行役員	110	96	-0.465	1.608	0.012	0.195	0.057	0.023	-1.135	-0.489	-0.425***	0.853**	0.001	-0.529	0.884		
2. 社外取締役	116	90	0.142	1.108	0.070	0.223	0.060	0.019	-0.834	-0.382	-0.271*	0.408	0.029	0.527	0.124		
3. 女性取締役	22	184	0.436	2.512	0.296	0.082	0.095	-0.026	-0.869	-0.317	-0.222	0.156	0.662	-0.357	-0.060		
4. 議長とCEOの分離	64	142	0.308	-0.946	-0.144	-0.067	0.001	-0.003	0.145	-0.361	-0.133	0.456	0.002	0.271	0.498		
5. 取締役任期短縮	90	116	-1.012	1.060	-0.341	-0.057	-0.049	-0.042	0.647	0.741	-0.275*	0.250	0.170	-0.733	-0.034		
6. 任意委員会設置	61	145	0.495	0.326	0.338	0.373	0.190***	0.039	-0.273	-0.903	-0.572***	1.138***	0.106	-0.286	-0.006		
7. 執行役員制導入	143	63	-0.705	2.852**	-0.066	0.500**	0.037	0.018	-0.573	-1.447*	-0.173	1.006**	0.345	0.443	0.067		
8. 委員会等設置会社	17	189	-0.721	-0.304	-0.364	-0.187	0.003	-0.004	0.302	1.204	-0.456	0.499	0.189	0.357	-0.362		
9. アドバイザリーボード設置	32	174	-2.011	2.992*	-0.297	0.250	0.070	0.093**	-0.683	-0.496	-0.344	0.324	0.080	0.076	0.190		
10. CSR委員会等設置	143	63	-1.768*	3.095**	-0.320	0.551**	0.041	-0.027	-1.191	-2.408***	-0.125	0.059	0.000	0.216	0.050		
11. 独立監査部門設置	108	98	0.573	-0.643	0.127	-0.167	0.074	-0.006	0.206	0.813	-0.119	0.305	0.944	-0.370	-0.293		
12. 措置なし	4	202	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.018	-0.653	-0.028		
②CSR体制の整備と監査 CSR統括部署担当者(G06)																	
1. 専門担当部署	102	104	-0.786	1.643	-0.084	0.182	0.047	-0.008	0.165	-1.110	-0.153	0.234	0.000	0.554	0.906		
2. 兼任部署担当者	48	158	0.505	-0.981	0.187	-0.156	0.029	0.003	-0.731	0.313	0.052	-0.836*	-0.004	0.931	0.532		
4. 特別な委員会等	17	189	0.944	-1.937	0.220	-0.437	-0.132	-0.061	1.616	3.175**	0.532*	-1.348*	-0.860	-0.681	-0.085		
5. 担当部署なし	19	187	-0.260	-1.830	-0.364	0.067	-0.148	-0.050	0.013	-0.317	0.090	0.987	-0.022	-0.486	-0.851		
統括役員いる(G07)	148	58	-0.623	0.730	0.078	-0.111	0.041	0.021	0.064	0.078	-0.060	-0.436	0.000	0.630	0.352		
経営判断におけるCSR考慮(G12)																	
1. 新規事業アセスメント	140	66	-0.593	0.955	-0.326	0.251	0.007	0.005	-0.677	-1.402	0.124	-0.274	0.000	-0.400	-0.552		
2. 関連会社監査項目	127	79	0.470	-1.725	0.085	-0.203	0.047	0.017	0.781	0.406	0.036	-1.021**	0.000	0.151	0.410		
3. 海外現地アセスメント	19	127	-0.783	1.330	-0.388	0.358	-0.034	0.001	-0.252	-0.519	0.095	0.516	0.000	0.442	0.854		
4. 取り組みなし	51	155	-0.553	0.867	0.046	-0.040	-0.046	-0.002	-0.506	-0.164	-0.209	1.065**	0.000	-0.902	-0.614		
CSR活動の内部監査(G13)																	
1. 自社監査に導入	151	55	-0.066	2.118	-0.158	0.524*	0.113*	0.065*	0.562	-0.019	-0.085	0.361	0.000	0.040	0.028		
2. 関連社に導入	121	85	-0.764	0.261	-0.302	0.209	0.059	-0.011	0.563	-0.080	-0.249	0.219	0.000	0.521	0.268		
3. CSR担当部署を監査	80	126	0.637	0.944	0.187	-0.014	0.006	-0.004	-0.147	-0.802	-0.126	-0.034	0.001	-0.955	-0.791		
4. CSR監査なし	40	166	0.028	-3.181*	-0.109	-0.471	-0.135*	-0.055	0.308	0.457	0.051	-0.327	0.000	-0.385	-0.128		
③倫理方針と倫理の実践 倫理方針等の内容(G16)																	
1. 令遵守全般	202	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.005	0.100	0.000		
2. 倫理行動	197	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.006	0.036	0.000		
3. 環境保護	196	10	-3.928*	2.503	-1.458***	-0.169	-0.443***	-0.294***	-8.016***	-7.625***	0.854**	0.082	0.004	0.037	0.029		
4. 反社会的勢力	187	19	3.126**	-2.854	0.381	-0.194	0.008	-0.060	-0.060	-0.504	0.414	-0.020	0.002	0.013	0.035		
5. 政治活動関係	151	55	0.454	0.057	0.123	-0.277	0.035	0.014	-0.613	0.052	0.042	-0.314	0.000	0.003	0.401		
6. インサイダー取引	198	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.001	0.007	0.000		
8. 不当取引関係	188	18	-1.175	4.222*	-0.368	0.650	-0.039	-0.065	-1.309	-2.259	0.084	-0.336	0.000	0.262	0.587		
9. 贈収贈	184	22	4.083***	-0.891	1.094***	0.056	0.197**	-0.010	3.136**	2.241*	0.210	0.138	0.000	0.041	0.044		
10. 接待贈答一般	163	43	1.781	0.299	0.524*	0.239	0.096	0.058	0.811	0.947	-0.154	-0.529	0.000	0.262	0.803		
13. 不当広告宣伝	138	68	-0.285	1.309	-0.035	-0.125	-0.014	-0.021	-1.327	-0.569	-0.142	-0.321	0.001	0.285	0.682		
14. 人権尊重	189	17	0.386	2.337	0.622	0.183	0.108	0.061	-1.167	-0.695	-0.207	-0.417	0.000	0.143	0.001		
15. セクハラ	195	11	-0.600	2.285	0.144	0.333	0.087	0.036	-3.147*	-2.075	-0.251	-1.183	0.005	0.097	0.000		
16. バウハラ	138	68	2.417**	0.414	0.484*	0.310	0.084	0.058*	0.654	0.817	0.178	-0.294	0.000	0.823	0.478		
17. 個人情報保護	194	12	-1.984	3.656	-0.707	0.774	-0.096	-0.160***	-5.743***	-5.226***	-0.333	-1.021	0.002	0.106	0.000		
18. 会社財産保全	178	28	1.208	1.726	0.512	-0.027	0.145*	0.006	0.605	0.671	-0.066	0.412	0.001	0.235	0.018		
19. 知財保護	183	23	-0.114	2.806	0.112	0.266	0.153*	-0.030	-0.051	-0.306	-0.266	1.005	0.000	0.044	0.057		
20. 遵守管理責任	142	64	0.817	-0.403	0.059	0.051	0.018	-0.013	0.471	-0.023	-0.055	-0.253	0.000	0.129	0.164		
21. 規定違反罰則	152	54	-1.474	1.464	-0.261	0.215	0.081	0.042	-0.574	0.494	-0.433**	0.314	0.022	0.970	0.987		
22. 内部通告窓口	187	19	-0.489	2.931	-0.025	0.443	0.169*	0.048	-0.844	0.003	-0.054	-0.833	0.000	0.076	0.004		
23. 通告者取扱	173	33	-1.100	3.809**	-0.317	0.589*	0.029	-0.025	-1.694	-1.353	0.115	-0.364	0.000	0.288	0.448		
24. いずれもなし	2	204	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.223	-0.266	0.000		
倫理方針規定の周知徹底(G17)																	
1. 全従業員に文書配布	159	47	-0.379	1.615	-0.359	0.265	-0.052	-0.040	-1.587*	-1.172	-0.047	0.505	0.838	-0.649	-0.655		
2. 正社員全員に文書配布	70	136	-0.170	0.295	0.157	0.193	0.054	0.048*	0.007	-0.379	0.079	-0.068	0.057	0.134	0.380		
3. 特定社員に文書配布	3	203	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.905	0.123	0.512		
4. 文書配布なし	2	204	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.425	-0.389	-0.037		
5. 全従業員の研修	67	139	-0.629	2.186	-0.061	0.165	-0.003	-0.013	-0.475	0.010	-0.074	0.323	0.011	0.196	0.284		
6. 正社員全員の研修	90	116	1.052	0.066	0.234	0.223	0.092*	0.033	1.298	0.374	-0.074	-0.345	0.036	0.485	0.969		
7. 管理職の研修	25	181	-0.870	0.736	0.005	0.160	0.045	0.003	-0.040	0.056	-0.131	0.495	-0.794	-0.098	-0.286		
8. 特定社員の研修	30	176	-1.577	1.662	-0.210	0.505	0.044	0.017	-1.697	-1.655	0.030	0.400	0.042	0.640	0.881		
9. 口頭徹底	9	197	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.076	-0.218	-0.545		
10. 研修なし	4	202	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.001	-0.374	-0.026		
遵守状況の把握管理(G18)																	
1. 内部窓口モニタリング	181	25	1.362	0.426	0.430	-0.276	0.210**	0.059	1.117	1.388	0.231	-1.134*	0.000	0.194	0.000		
2. 一般社員意識事例調査	109	97	-0.672	2.822**	-0.148	0.316	0.023	-0.013	-1.105	-0.396	-0.137	-0.414	0.003	0.743	0.825		
3. 管理職意識事例調査	98	108	-0.375	1.202	-0.193	0.164	0.020	-0.021	-1.182	-0.679	-0.007	-0.747*	0.000	-0.896	0.267		
4. 外部窓口モニタリング	63	143	-0.146	1.712	0.052	0.076	0.014	0.028	-0.012	0.627	-0.133	0.246	0.000	0.340	0.657		
5. 内部監査	124	82	0.110	-1.366	-0.046	-0.116	-0.018	-0.031	-0.300	0.332	0.085	-0.329	0.000	0.037	0.050		
6. 外部監査	15	191	-3.025*	7.296***	-0.134	1.043**	0.088	0.121**	-0.873	0.961	-0.212	0.846	0.779	-0.465	0.570		
7. 把握管理なし	8	198	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.001	-0.034	-0.009		

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

果が示すように、内部ガバナンス強化、CSR体制の整備、倫理方針の徹底のいずれに関しても、大規模企業は積極的であり、倫理方針の内容の多様性、方針の周知徹底や遵守状況の把握に関しても進んでいる。回帰分析の結果を詳細に見ていくと、いくつかの注目すべき事実が読み取れる。

#### ①内部ガバナンス強化への取り組み (G01)

大企業を中心に過半数の企業は、非執行役員や社外取締役の導入（人数を回答しているものを1、その他0とした）、執行役員制度、CSR委員会の設置、独立監査部門の設置などが、内部の体制整備が進めており、取締役会議長とCEOの分離、アドバイザー・ボード、や任意委員会を導入している企業も多い。大企業を中心に回答企業の多くは、少なくとも部分的には株主による経営の監督を基盤とする英米型の内部機関設計を取り入れる努力をしている。何の改革努力もしていない企業は、回答企業の中でも4社に留まり、一部の小規模で負債比率の高い。

規模、負債比率、固定比率をコントロールすると、非執行役員や社外取締役の導入、役員任期の短縮、任意委員会執行役員制やの導入、CSR委員会やアドバイザー・ボードの設置など、内部ガバナンス体制の強化に積極的な企業は、利益率や株式投資収益率の変動が低く、その変動は大きい傾向がある。これは積極的な内部ガバナンス改革への取り組みがリスクを高めているという因果関係を示すのではない。高いリスクに直面している企業ほど、内部ガバナンス改革に積極的に取り組んでいると読むべきであろう。

委員会設置会社か否かは、議長とCEOの分離は、少なくともこの分析では企業特性やパ

フォーマンスと有意な関係をもっていない。委員会設置会社という英米型の内部機関設計を採用している企業は少数（このサンプルでは17社）であり、実際には日立や野村など特定の企業グループに偏る傾向がある。委員会設置会社という新しいガバナンス制度の導入が、有効な規律付け機能と関連しているかどうかは、明らかではなかった。

#### ②内部ガバナンスにおけるCSR体制整備 (G06, G07, G12, G13)

t検定の結果から明らかのように、CSR体制整備の状況は、規模格差がとくに顕著である。大規模企業の多くは専門のCSR担当部署をもち統括する担当役員を置いており、経営判断においてCSRを考慮し内部監査体制をもっているが、小規模企業の多くは兼任部署に留まり、経営判断や監査におけるCSRの面からのチェックを行なう取り組みをもたない。興味深いのは、少数であるが特別の委員会等をもっている一部の企業は、規模に関わりなく、成長率が高く、株式投資収益に関して高リターン低リスク企業の特徴を示している点である。(G06)

経営判断にCSRを配慮していない企業は、投資収益率の変動は有意に高い。対照的に、経営判断におけるCSR配慮に関して、関連会社監査項目にCSR関係の項目をもっている企業は有意に小さい(G12・2, G12・4)。また、CSRに関する内部監査を行っていない企業のq値は低く、とくに自社監査に導入している企業のq値は高い(G13・1, G13・4)。すなわち、CSR活動への配慮とチェック体制は、資本市場における投資収益率の安定性や市場評価と関連している。

### ③倫理方針と行動倫理の実行

(G16, G17, G18)

倫理方針の内容は多岐にわたるが、倫理方針を持たない企業はサンプルのうちわずか2社のみであり、法令順守、倫理的行動、環境保護、インサイダー取引規制、個人情報保護、人権尊重に関して、何らかの方針をもっているのはいまや普通である。倫理方針の個別の項目に関して、規模等をコントロールするといくつかの興味深い結果がえられた。(G16)

注目したいのは、反社会勢力、贈収賄、パワハラに関する規定を持っている企業の利潤性は相対的に高いのに対して、環境保護に関して方針をもたない企業も少数とはいえ高利益で成長率の高い企業という傾向が見られる点である。上場企業一般の中で相対的にCSRに関心が高い回答企業の間でさえ、環境保護と利潤性・成長性との間でトレード・オフ関係が見出されたことは、とくに興味深い(G16・3)。また、個人情報保護の規定をもたない企業の方が、成長率は高い(G16・7)。

贈収賄の禁止に関する方針を倫理方針に含めない企業はわずか22社だが、パフォーマンスが悪い点も注目したい(G16・9)。環境保護、インサイダー取引、個人情報保護の方針はあらゆる企業に共通する倫理方針の内容であるのに対して、贈収賄は企業活動に対する公的規制や政府との関与の強さと関係し、これらの産業では収益性・成長性の低い企業ほど贈収賄への感度が鈍い可能性を伺わせる。

次に、社内における倫理の周知徹底努力がどの程度なされているか、行動倫理の実効性と企業パフォーマンスとの関係を見よう(G17)。大企業を中心に4分の3の回答企業は倫理方針を正社員のみならず全従業員に配布しており、

全従業員を対象に研修まで行ない遵守を徹底させている企業は3分の1弱ある。文書配布すらしていない企業、研修をしていない企業は、それぞれ2社と4社にすぎず例外的である。

倫理方針の遵守状況を把握するために多くの企業が内部窓口モニタリング、内部監査を行っている。(G18) 規模等をコントロールすると、内部窓口モニタリングを行っている企業はq値が高い(G18・1)。他方、外部監査まで入れている企業は15社と少数であるが、これらはむしろ低収益で企業業績や市場評価の変動が総じて大きいリスクの高い企業である。これらの企業は、厳しいリスク管理の必要に迫られている企業と読むべきであろう。(G18・6)

要約すると、少数の例外を除いて倫理方針の規定と遵守のための制度整備はもはや特別なことではなく、規定の内容も多岐にわたる。方法や内容とパフォーマンスとの関係は必ずしも明確ではないものの、遵守把握のための内部モニタリングを行って組織への徹底に努力している企業は、市場で安定した高い評価を受けている企業といえる。

#### (2) 非財務情報開示

CSRに関連する非財務情報開示について、以下の点に関する7つの質問の回答を利用した。実証結果は、図表7にまとめられたとおりである。

- ①経営理念・方針およびCSR理念・方針の公開
  - ・経営理念、経営方針の開示方法
  - ・CSR理念・方針の開示の有無
- ②倫理規定の公開および遵守状況
  - ・倫理方針の明文化と公開

図表7 非財務情報開示 (回帰係数の推定値)

	回答数 An=1 An=0	ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Growth	Stock	Stock	参考：t検定の結果(P値) 観掛けは有意水準5%、枠は負値			
		Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Asset	Return	Return	LAssets	Debt Ratio	Fixed Ratio	
<b>(1) 経営理念・方針およびCSR理念・方針の公開</b>															
経営理念方針の公開 (G03)															
1. 会社案内	170	36	-0.076	1.083	0.029	0.294	0.135*	0.045	-0.207	0.326	-0.207	-0.266	0.200	-0.085	-0.133
2. 事業報告書	180	26	0.823	-0.155	-0.004	0.071	0.102	0.018	-0.664	0.559	0.345	-1.340**	0.012	0.614	-0.526
3. 環境社会報告書	165	41	-2.177*	1.694	-0.697**	0.511*	0.055	0.026	-0.679	-1.799*	-0.036	-0.362	0.000	0.298	0.136
4. ホームページ	192	14	-2.501	0.843	-0.529	0.331	0.026	0.029	-2.543	-2.000	0.137	-0.783	0.005	0.373	0.028
6. 非公開	8	198	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.100	-0.300	-0.133
CSR理念方針 (G08)															
1. 理念方針あり公開	141	65	0.765	-0.153	0.202	0.070	0.070	0.034	0.728	-0.333	-0.029	-0.500	0.000	0.474	0.675
3. 理念方針なし	35	171	-2.380**	0.606	-0.523	-0.087	-0.183**	-0.067*	-1.560	-1.190	-0.003	0.061	-0.004	0.869	0.520
<b>(2) 倫理規定の公開および遵守</b>															
倫理方針 (G14)															
1. 明文化し公開	145	61	0.635	0.781	-0.195	-0.033	-0.040	-0.011	0.158	-0.116	0.214	-0.308	0.000	0.079	0.061
3. 明文化し一切非公開	17	189	1.382	-2.825	0.633	-0.549	-0.038	-0.004	1.025	1.285	0.188	0.264	-0.007	-0.169	-0.167
5. 倫理方針なし	3	203	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.009	-0.076	0.000
遵守改善状況概要の公表 (G19)															
1. 社外	32	174	-1.729	1.445	-0.055	-0.157	-0.005	0.048	-0.383	-0.096	-0.296	-0.013	0.003	0.279	0.258
2. 社内	50	156	-1.005	1.377	-0.411	-0.023	-0.073	-0.048	-0.785	-1.498*	-0.015	-0.721	0.700	0.332	0.211
3. 特定社員	35	171	1.187	0.141	0.077	0.333	0.061	-0.015	1.203	2.110**	0.146	0.255	0.657	-0.763	-0.392
4. 公表なし	89	117	0.987	-1.919	0.302	-0.097	0.023	0.020	0.093	-0.049	0.082	0.413	-0.003	-0.170	-0.100
<b>(3) CSR情報開示の手段・内容・範囲</b>															
CSR情報開示の手段 (G20)															
1. 会社案内	139	67	-2.109**	0.848	-0.711***	0.005	-0.160***	-0.067**	-1.413	-1.252	0.075	-0.060	0.001	-0.661	-0.542
2. 事業報告書	163	43	-0.477	0.733	-0.177	-0.055	-0.035	0.000	0.213	0.477	-0.048	-0.008	0.003	-0.551	-0.582
3. 環境報告書	58	148	-0.009	-0.108	-0.216	0.171	0.044	0.056*	0.022	-0.239	-0.163	0.384	0.398	0.044	-0.803
4. CSR報告書	138	68	-0.365	2.158	-0.109	0.300	0.047	-0.023	-0.110	-0.724	0.184	-0.337	0.000	0.738	0.317
5. ホームページ	179	27	-1.672	3.553*	-0.439	0.269	-0.029	-0.010	-1.231	-1.394	0.058	0.575	0.000	0.664	-0.829
6. それら手段なし	10	196	2.445	-3.577	0.344	-0.283	-0.150	-0.070	1.062	1.204	-0.300	-0.278	-0.004	-0.397	0.878
情報開示の内容 (G21)															
1. ガバナンス内部統制	174	32	-0.414	3.600**	-0.057	0.581*	0.130*	0.044	-0.726	-0.217	-0.332	0.087	0.000	0.570	0.388
2. リコール安全性	140	66	-1.848*	0.511	-0.622**	0.042	-0.043	0.013	-0.770	-0.971	-0.051	-1.176***	0.000	-0.514	-0.792
3. 調達	131	75	-0.487	1.670	-0.117	0.429*	0.097	0.034	0.946	0.491	-0.470***	-0.172	0.000	-0.420	-0.621
4. 採用	169	37	-1.834	2.299	-0.424	0.554*	0.089	0.039	-0.782	-1.000	-0.135	-0.484	0.000	0.162	0.600
5. 雇用	140	66	0.372	1.647	0.116	0.575**	0.158**	0.068**	0.352	0.079	-0.145	-0.457	0.000	0.933	0.680
6. 労働安全衛生	136	70	-0.045	0.283	-0.051	0.052	0.066	0.021	0.144	0.097	-0.146	-0.748*	0.000	0.244	0.478
7. 環境	180	26	-0.517	1.258	-0.611	0.315	-0.027	0.000	-0.034	-0.356	0.020	-0.056	0.000	0.028	0.001
8. 地域社会貢献	175	31	-2.086*	3.788**	-0.669**	0.821***	-0.003	0.011	-1.378	-1.829*	-0.234	0.104	0.000	0.322	0.968
9. 内部監査結果	39	167	0.042	1.083	-0.072	0.359	0.028	0.042	0.470	0.184	0.016	0.379	0.014	0.464	0.441
10. 外部監査結果	67	139	-0.030	0.607	0.011	0.330	0.035	0.010	0.306	-0.030	0.134	-0.338	0.000	0.827	0.342
11. それらの情報開示なし	7	199	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.001	-0.198	0.000
情報開示の範囲 (G22)															
1. 不利情報含む法令規定以上	132	74	1.121	-0.225	0.253	-0.029	0.061	0.051*	0.053	-0.032	-0.020	0.099	0.000	0.135	0.023
2. 不利情報(法令規定以上)	23	183	0.593	1.329	0.211	0.090	0.027	-0.033	0.688	0.260	0.025	-0.072	0.735	-0.584	-0.039
3. 法令規定範囲内	33	173	-0.830	0.095	-0.141	-0.033	-0.021	-0.021	1.557	1.280	0.116	0.105	-0.002	-0.306	-0.461
4. 規定なし	18	188	-2.512	-1.269	-0.748*	0.021	-0.173*	-0.066	-3.732***	-2.451*	-0.177	-0.367	-0.001	-0.590	-0.066

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

・遵守改善状況の公表

③CSR情報開示の手段・内容・範囲

- ・情報の開示手段
- ・情報開示の内容
- ・情報開示の範囲

①経営理念・方針とCSR理念・方針の公開 (G03, G08)

経営理念・方針に関しては、非公開の企業は8社のみであり、多くの企業が何らかの媒体を通じて公開している (G03)。規模を問わず大部分の企業は会社案内で言及しているが、とくに大規模企業は、事業報告書、環境社会報告

書、ホームページなど多様な媒体を活用して開示している。

回答企業のうち4分の3弱は、CSR理念・方針をもち、かつ公開しており、CSR理念・方針をもたない企業は35社あるが、相対的に小規模な企業である (G08)。規模等をコントロールすると、CSR理念・方針をもたない35社は、低収益・低成長企業であり、q値も低い。(G08・3)

## ②倫理規定および遵守状況の公開 (G14, G19)

倫理規定を持たない企業はわずか3社である。明文化し公開している企業は、CSR理念・方針とほぼ対応して、大企業を中心に回答企業の4分の3弱に達する。(G14)ただし、遵守状況まで社外に開示している企業は32社の大規模企業であり、社内の特定社員のみ公表している企業は大企業を中心とする35社であり、89社はまったく公表していない。(G19)多くの企業は倫理規定はもっているが、遵守状況まで把握し公開するに至っていないのが現状である。

## ③CSR 情報開示の手段・内容・範囲

(G20, G21, G22)

大企業は、CSR 関連情報開示に関して多様な媒体を利用している。もっとも利用されているのは誰でもアクセスできるホームページであり、事業報告書、会社案内、CSR 報告書がそれに続き、それぞれ、3分の1以上の企業が利用している。規模等をコントロールすると、会社案内を利用している139社には低収益企業の傾向が見られるが(G20・1)、その他、開示方法とパフォーマンスの関係は明らかではない。

CSR 情報開示の内容については、規模によって内容の多彩さに違いがある。(G21) 大企業を中心に7-8割の企業は、ガバナンス、安全、環境、取引関係、雇用関係、社会貢献に関する非財務情報を何らかの形で公開している。他方、内部・外部の監査結果に関する情報を公開しているのは、2-3割の大企業に留まる。CSR に関する意識が高いと見なされる回答企業の間でも、非財務情報に関してまったく開示をしていない企業は7社ある。

規模や企業特性をコントロールすると、リコール・安全性、労働安全性に関する情報を開示している企業は投資収益率の平均に差がないがその変動は小さい。とくにリコール安全性に関しては、開示している企業の利益率は低いが、投資収益率の変動には開示していない企業より有意に小さい。安全性に関する情報開示は、評判リスクの縮小に関係し市場の評価につながっているといえそうである(G21・2, G21・6)。また、内部ガバナンスや雇用に関する情報開示を行っている企業は、利益率の変動は大きいがq値が高く、市場で好感されているといえるかもしれない。(G21・1, G21・5) 地域社会貢献に関する情報開示を重視している企業は、低成長、低収益でかつ収益の変動リスクが高い傾向がある(G21・8)。直面するリスクが大きい企業ほど社会貢献に関する情報発信を行っていると読める。

最後に、情報開示の範囲である(G22)。ネガティブ情報を含み法令順守の枠を超えて開示を行なっている企業は、大企業中心に回答企業の3分の2に達する。小規模・低収益・低成長企業は、法令順守の範囲にとどまるか規定をもっていない。規模等をコントロールすると、情報開示範囲の規定をもたない18社は、有意に低収益かつ低成長企業であり、q値で見た株式市場での評価も低いという明確な特徴を示している(G22・4)。ネガティブ情報を範囲に含めて開示している企業のq値の変動は大きく市場評価にばらつきがあるが、ネガティブ情報開示や法令規定以上の開示を行なっている企業はともに有意ではないがq値は正であるのに対して、法令規定範囲内は負の値であり対照的である。

要約すると、経営理念・方針やCSR理念・

方針の策定は一般化しており、多くの企業が公開している。問題は、その内容である。内部ガバナンス、リコールや安全性に関する情報開示、雇用に関する情報開示、情報開示の範囲の規定は、相対的なq値および投資リスクで見た株式市場の評価と関連している。

### (3) ステークホルダー・コミュニケーション

ステークホルダーに対する企業の積極的な働きかけには、情報開示や情報提供など一方向コミュニケーション、双方向コミュニケーションや対話、意思決定プロセスへの参画など、幅広いコミュニケーション活動が含まれる。ここでは、情報面でのステークホルダーへの働きかけを「ステークホルダー・エンゲージメント」と定義し、企業の全体的な認識や姿勢すなわちエンゲージメント方針と、企業パフォーマンスとの関係を分析した。さらに、消費者、取引先企業・顧客、従業員、環境・社会など、株主・投資家以外のステークホルダーそれぞれに対するコミュニケーションの内容と実施状況に関連する質問の回答について検証した。

個別ステークホルダーへの対応に関する質問への回答数は相対的に少なく、回答企業はそれぞれにとって重要なステークホルダーに偏って回答している可能性がある。質問項目は以下のとおりであり、実証結果は、表8から表12にまとめられている。

#### ①ステークホルダー・エンゲージメントの方針

- ・ステークホルダーに対する経営姿勢の明記
- ・ステークホルダーへの意識調査

- ・ステークホルダーとの定期的意見交換
- ・計画策定・評価におけるステークホルダーの参画
- ・コミュニケーションの結果・成果概要の公表

#### ②消費者への対応

- ・消費者への情報提供方針
- ・消費者責任に関する定期的情報発信の手段
- ・要望苦情意見報告が経営トップに届く仕組み

#### ③顧客・取引先（ビジネス・ユーザー）への対応

- ・顧客満足（CS）方針
- ・顧客への情報提供方針
- ・使用者・利用者責任に関する日常的な情報発信
- ・要望苦情意見報告が経営トップに届く仕組み

#### ④従業員への対応

- ・雇用人材理念
- ・雇用人材戦略計画の公開
- ・個別雇用方針の公開
- ・評価項目基準の明示

#### ⑤環境への対応

- ・環境対応方針の開示
- ・環境担当部署
- ・環境情報の公開の手段
- ・地域との環境コミュニケーション

図表8 ステークホルダー・エンゲージメントの方針 (回帰係数の推定値)

	回答数 An=1 An=0	ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth Sales	Asset Sales	Stock	Stock	参考: t検定の結果(P値) 観掛けは有意水準5%、枠は負値		
		Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.			Return Average	Return S.D.	L.Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio
ステイクホルダーに対する経営姿勢の明記 (G04)														
1. 株主投資家	178 28	1.600	-4.436**	0.284	-0.477	0.104	0.058	0.094	1.482	0.349	-0.003	0.004	0.599	-0.627
2. 従業員	180 26	1.412	-5.959***	0.351	-0.588*	0.056	0.019	0.326	0.910	0.348	-0.977	0.001	-0.837	-0.306
3. 消費者顧客	189 17	-0.418	-2.129	-0.020	-0.536	0.109	0.063	-0.553	-0.121	-0.111	0.145	0.001	0.592	0.421
4. 代理店等	57 149	-0.727	1.962	-0.132	0.513**	0.015	0.039	0.971	0.185	0.062	-0.017	0.000	-0.525	-0.373
5. 調達先	141 65	-1.733*	0.281	-0.399	0.052	-0.017	0.023	-0.757	-0.181	0.015	-0.160	0.001	-0.355	-0.032
6. 地域社会	178 28	-2.346*	-3.776**	-0.778**	-0.441	-0.059	-0.014	-0.964	0.018	-0.081	-0.886	0.000	0.127	0.003
7. 環境	162 44	-1.457	-1.601	-0.646**	-0.138	-0.074	0.008	-1.340	-1.230	0.011	0.254	0.000	0.214	0.472
8. 行政自治体	70 136	-2.493**	2.175	-0.818***	0.317	-0.082	-0.004	-1.827**	-1.955**	-0.315*	0.307	0.000	0.361	0.498
9. 明記なし	4 202	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.023	-0.601	-0.778
ステイクホルダーへの意識調査 (G23)														
1. 株主投資家	117 89	1.421	0.142	0.170	0.234	0.012	0.028	0.297	0.705	0.367**	-0.265	0.049	-0.093	-0.360
2. 従業員	153 53	-1.652	3.406**	-0.183	0.383	0.108*	0.048	-0.939	-0.647	-0.186	0.127	0.000	0.915	-0.732
3. 消費者顧客	147 59	0.935	3.489**	0.383	0.679***	0.117*	0.054*	0.472	0.497	0.217	-0.319	0.000	-0.864	-0.498
4. 代理店等	38 168	0.884	1.036	0.168	0.365	0.099	0.097**	0.184	0.015	-0.407**	0.844*	0.015	-0.600	-0.285
5. 調達先	75 131	0.081	0.488	-0.021	0.201	0.036	0.056*	-0.090	0.495	0.059	0.129	0.012	-0.288	-0.006
6. 地域社会	57 149	0.800	-0.408	0.100	-0.206	-0.006	0.041	0.267	0.483	0.357*	-0.999**	0.000	-0.971	0.684
7. 環境	45 161	-0.080	1.201	-0.142	-0.013	-0.048	0.058*	-0.555	-0.548	0.079	-0.392	0.002	-0.863	-0.588
8. 行政自治体	28 178	-0.330	1.865	-0.469	0.059	-0.133*	-0.034	-0.048	-0.235	0.328	-0.244	0.000	0.159	-0.263
9. 実施なし	29 177	0.476	-3.471*	-0.145	-0.274	-0.086	-0.044	0.591	0.259	-0.190	-0.125	-0.005	-0.781	0.643
ステイクホルダーとの定期的意見交換 (G24)														
1. 株主投資家	160 46	0.909	0.365	0.208	0.240	0.013	-0.028	-0.220	0.080	0.341*	-0.338	0.000	0.514	0.249
2. 従業員	165 41	0.276	1.621	0.369	0.198	0.146**	0.037	0.200	0.260	-0.102	-0.113	0.000	0.866	0.325
3. 消費者顧客	135 71	0.520	1.896	0.267	0.279	0.064	0.022	1.017	0.181	0.306*	-0.114	0.000	0.058	0.059
4. 代理店等	69 137	0.417	2.160	0.013	0.497**	0.042	0.016	-0.434	-0.757	-0.166	0.808*	0.000	0.661	-0.429
5. 調達先	115 91	-0.218	1.036	-0.229	0.249	-0.034	-0.021	0.107	0.079	0.130	0.502*	0.002	-0.988	-0.490
6. 地域社会	115 91	-2.230**	2.195	-0.684**	0.202	-0.127**	-0.056*	-2.078**	-2.601***	0.198	-0.701	0.000	0.006	0.012
7. 環境	92 114	-0.813	1.481	-0.286	0.074	-0.083	-0.009	-0.814	-1.973**	-0.095	-0.201	0.000	0.001	0.003
8. 行政自治体	72 134	-0.362	-0.553	-0.549**	-0.038	-0.161***	-0.039	-1.481	-1.148	0.184	-0.492	0.000	0.033	0.013
9. 実施なし	15 191	-1.152	-0.743	-0.707	-0.013	-0.259**	-0.083	-0.865	-0.429	-0.014	0.416	0.000	-0.266	-0.650
ステイクホルダーの参画 (G25)														
1. 株主投資家	52 154	1.013	-0.261	0.079	-0.229	-0.011	-0.019	0.979	0.983	0.182	-0.334	0.000	0.235	0.449
2. 従業員	126 80	0.347	0.577	0.291	0.016	0.061	0.021	-0.180	-0.527	0.009	-0.582	0.001	0.839	0.364
3. 消費者顧客	74 132	-0.130	1.167	-0.074	0.079	0.051	0.052*	-0.143	0.290	-0.083	-0.064	0.000	0.069	0.032
4. 代理店等	28 178	1.178	0.039	-0.091	-0.321	-0.121	-0.018	-0.436	-0.357	0.219	-0.283	0.000	0.429	0.799
5. 調達先	48 158	1.002	0.655	0.295	-0.101	0.025	0.012	0.285	0.696	0.115	0.184	0.001	-0.886	-0.742
6. 地域社会	46 160	0.323	-1.256	-0.176	-0.429	-0.067	-0.009	2.056*	1.607	0.382*	-1.488**	0.000	0.011	0.023
7. 環境	50 156	-0.055	-0.620	-0.214	-0.154	-0.054	0.017	0.070	-1.042	0.223	-0.757	0.000	0.003	0.037
8. 行政自治体	30 176	0.007	-0.453	-0.283	-0.533	-0.142*	-0.027	1.206	0.500	0.229	-0.754	0.000	0.041	0.036
9. 実施なし	71 135	-0.511	-0.484	-0.169	0.077	-0.068	-0.023	-0.141	0.174	-0.073	0.561	-0.002	-0.640	-0.411
エンゲージメント結果成果概要の公表 (G26)														
1. 社外	104 102	-0.780	2.553*	0.024	0.393	0.110*	0.052*	0.200	-0.119	-0.162	-0.493	0.000	0.167	0.162
2. 社内	90 116	0.373	1.515	-0.023	0.242	0.038	0.004	-0.159	-0.697	-0.141	0.150	0.000	0.280	0.372
3. 社内部署役職	55 151	0.742	1.294	0.433	0.004	0.129**	0.000	0.877	0.017	0.069	-0.109	0.013	-0.783	-0.778
4. 実施なし	46 160	-0.851	-1.612	-0.185	-0.243	-0.138**	-0.040	0.218	-0.223	0.057	0.593	0.000	0.944	-0.973

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

図表9 消費者への対応 (回帰係数の推定値)

	回答数 An=1 An=0	ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth Sales	Asset Sales	Stock	Stock	参考: t検定の結果(P値) 観掛けは有意水準5%、枠は負値		
		Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.			Return Average	Return S.D.	L.Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio
消費者対応理念あり (M03)														
1. 広告	60 145	0.859	-1.009	0.031	-0.209	-0.013	-0.004	-0.914	-0.631	0.282	-1.489**	0.000	0.678	-0.191
2. 双方向コミュニケーション	54 151	1.605	0.720	0.222	0.028	0.021	0.030	-0.057	-0.396	0.304*	-0.898**	0.000	0.649	0.263
3. 商品知識	66 139	0.676	1.244	0.152	-0.140	-0.040	-0.033*	-0.983	-1.030	0.321*	-1.427***	0.007	-0.789	0.249
4. 欠陥苦情	69 136	0.056	1.757	-0.054	0.012	-0.051	-0.034	-0.874	-0.530	0.230	-1.360***	0.012	-0.375	0.698
5. リコール非該当小販	39 166	0.148	0.839	0.286	-0.152	0.024	0.004	0.306	0.220	0.062	-0.597	0.013	-0.458	-0.401
6. 方針なし	3 202	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.124	0.154	0.511
消費者責任に関する定期的情報発信の手段 (M17)														
1. インターネット	80 125	-0.650	1.878	-0.089	0.083	-0.014	0.009	-0.833	-0.533	0.087	-1.441**	0.015	0.798	0.177
2. マスメディア	54 151	0.967	-2.919*	0.029	-0.444*	-0.033	0.012	0.482	0.490	0.268	-2.238***	0.000	0.767	0.123
4. 消費者団体等との懇談	35 170	0.375	-0.521	0.359	-0.072	0.057	0.051	-0.754	-0.069	0.206	-2.040***	0.000	0.131	0.229
5. 発信なし	1 204	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
消費者の要望苦情意見報告の仕組み (M18)														
1. 経路マップ(仕組あり)	80 3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.306	0.000	-0.738

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

図表10 顧客・取引先への対応 (回帰係数の推定値)

	回答数		ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Asset	Stock	Stock	参考: t検定の結果(P値)		
	An=1	An=0	Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Sales	Return	Return	L.Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio
顧客満足 (CS)方針あり (M3)	70	52	1.678**	1.212	0.688**	0.151	0.098	0.008	0.461	0.513	0.015	0.389	0.247	-0.411	-0.872
顧客への情報提供方針 (M40)															
1. 広告	63	142	0.092	0.923	0.094	0.299	0.126**	0.042	0.428	0.046	-0.195	0.982**	0.268	-0.717	-0.161
2. 双方向コミュニケーション	69	136	0.071	0.941	0.104	0.393*	0.133**	0.040	1.127	0.563	-0.182	1.481***	0.019	0.576	-0.272
3. 商品知識	84	121	-0.771	0.108	-0.142	0.162	0.071	0.005	-0.023	-0.326	-0.266*	1.075***	0.903	-0.149	-0.015
4. 欠陥苦情	70	135	-1.467	0.192	-0.315	0.136	0.037	0.016	0.072	-0.156	-0.344**	0.802*	0.231	-0.699	-0.019
5. リコール非該当小型紙	35	170	-0.553	0.904	0.070	0.319	0.142*	0.046	1.731	1.584	-0.268	0.637	0.252	-0.333	-0.006
6. 方針なし	23	182	0.509	-3.741*	-0.129	-0.536	-0.160*	-0.049	0.766	1.569	0.132	0.674	-0.001	0.704	0.649
使用者・利用者責任に関する日常的な情報発信手段 (M41)															
1. インターネット	83	122	-0.334	-0.007	-0.163	0.306	0.063	0.027	0.202	-0.379	-0.315**	1.311***	0.109	0.648	0.811
2. マスメディア	42	163	-1.358	2.021	-0.305	0.519*	0.072	0.036	-0.555	-0.568	-0.374*	0.952**	0.008	-0.917	-0.415
4. 顧客との懇談	65	140	0.440	0.427	0.116	0.214	0.048	0.004	1.332	1.075	-0.191	0.846**	0.236	0.336	-0.410
5. 営業担当者の発信提供	99	106	0.086	-0.712	-0.144	0.025	-0.013	-0.019	0.418	0.086	-0.107	1.311***	-0.123	0.786	-0.231
6. 発信なし	7	198	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.005	0.806	-0.527
要望苦情意見報告の仕組み (M42)															
1. 経営トップ層に仕組みあり	109	13	1.694	-1.146	0.233	0.289	0.094	-0.009	-0.261	-1.567	-0.115	-0.798	0.044	0.495	0.247

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

図表11 従業員への対応 (回帰係数の推定値)

	回答数		ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Asset	Stock	Stock	参考: t検定の結果(P値)		
	An=1	An=0	Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Sales	Return	Return	L.Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio
雇用人材理念 (L03)															
1. 理念なし	19	187	-1.083	-2.166	-0.511	-0.259	-0.140	-0.035	-1.780	-0.615	-0.174	1.229*	-0.096	-0.918	0.969
3. 理念あり公開	127	79	-0.627	1.721	-0.323	0.313	-0.013	-0.003	0.475	-0.820	-0.008	0.033	0.016	-0.230	-0.181
雇用人材戦略計画の公開 (L04)															
1. 策定なし	19	187	-0.360	-3.275	-0.202	-0.267	-0.062	-0.028	-0.271	0.079	0.213	1.083	-0.096	0.498	0.634
3. 策定し社内公開	53	153	0.209	0.891	0.086	0.299	0.048	0.022	-0.657	-0.191	-0.140	-0.083	0.228	-0.278	-0.679
4. 策定し社外公開	66	140	-0.314	-0.854	-0.101	-0.186	0.051	0.018	1.297	0.656	0.007	-0.287	0.013	0.367	0.884
個別の雇用方針と公開 (L14)															
1. 女性方針あり	119	87	-0.053	-0.722	0.041	-0.344	-0.021	-0.034	-0.512	-0.240	-0.038	-0.470	0.004	0.855	0.885
2. 女性方針あり公開	51	155	0.152	-1.039	-0.327	-0.277	-0.071	-0.039	0.870	0.496	0.011	-0.359	0.000	-0.456	-0.388
3. 障害者方針あり	170	36	1.230	-0.273	0.418	0.055	0.122*	0.048	2.521**	2.100**	-0.005	-0.168	0.010	-0.956	0.052
4. 障害者方針あり公開	53	153	-0.534	0.223	-0.357	0.279	-0.003	0.019	0.326	-1.063	-0.181	-0.142	0.003	-0.120	-0.112
5. 高齢者方針あり	158	48	-0.204	-0.768	-0.226	-0.195	-0.108*	-0.063*	-0.699	-1.529*	0.185	-0.605	0.054	0.237	0.955
6. 高齢者方針あり公開	39	167	-0.752	-1.309	-0.376	-0.425	-0.134*	-0.065*	-0.419	-0.159	-0.024	-0.648	0.011	-0.271	-0.004
7. 外国人方針あり	73	133	-0.763	0.013	-0.284	-0.220	-0.028	-0.039	-1.059	-0.391	-0.321*	0.199	0.037	0.795	-0.718
8. 外国人方針あり公開	23	183	-1.189	-0.112	-0.704*	-0.040	-0.107	-0.059	0.697	0.206	-0.342	0.298	0.043	-0.214	-0.029
評価項目基準の明示 (L19)															
1. 項目明文化なし	3	203	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0.742	-0.966	-0.179
3. 項目明示し基準は管理職のみ	24	182	0.914	1.451	0.677*	0.160	0.205**	0.077*	2.227*	1.040	-0.073	-0.209	-0.457	-0.629	0.226
4. 項目基準とも明示	168	38	-0.773	-0.894	-0.524*	-0.174	-0.163**	-0.062*	-1.923*	-0.844	0.053	0.065	0.490	0.475	-0.363

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

①ステークホルダー・エンゲージメントの方針 (G04, G23, G24, G25, G26)

図表8から、ステークホルダーとの関わり方についていくつかの興味深い事実が得られた。

第一に、どのステークホルダーを重視しているか、個別ステークホルダーについて会社の姿勢を経営理念や経営方針に明記しているかという質問に対して、大企業を中心に80-90%の企業は、株主・投資家、従業員、消費者・顧客、地域社会をあげており、消費者・顧客をあげている企業は189社と最も多い。他方、環境

団体をあげている企業は164社で、やや低いレベルであった (G04)。規模等をコントロールすると、株主・投資家や従業員を重視している企業はROE, ROAの変動が小さく、安定志向企業である。地域社会や環境、調達先、行政・自治体を重視している企業は、収益性が相対的に低い傾向が見られる。

注目すべき点は、3分の1 (70社) の回答企業が行政自治体をステークホルダーとして明記し重視している点であり、これらの企業は低収益・低成長企業という特徴が明らかである (G

図表12 環境への対応 (回帰係数の推定値)

	回答数		ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Asset	Stock	Stock	参考: t検定の結果(P値)		
	An=1	An=0	Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Sales	Return	Return	L.Assets	Debt Ratio	Fixed Ratio
環境対応方針の開示															
1. 文書化し公開 (E04)	197	9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.153495662	0.693016587	0.90368723
環境対応部署 (E06)															
1. 専門担当部署	176	30	-3.447***	3.881**	-0.519	0.829**	0.066	0.019	-2.423**	-3.043***	-0.333	-0.636	0.000	0.436	0.335
4. 特別な委員会	2	204	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
5. 担当部署なし	3	203	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
環境情報の公開の手段(E11)															
1. 環境報告書	176	30	-3.862***	2.562	-1.093***	0.559	-0.017	-0.009	-1.077	-2.339**	-0.067	-0.858	0.000	0.745	0.032
2. 独自の環境ニュース	70	136	0.806	0.330	-0.024	0.094	-0.030	-0.008	-0.592	-1.546*	0.238	-0.402	0.004	0.040	0.123
3. プレスリリース広告	130	76	-0.904	-1.323	-0.284	0.239	0.052	0.009	-0.783	-2.179**	-0.211	-0.472	0.000	0.028	0.157
4. 環境セミナー開催	58	148	0.488	0.546	0.003	0.475*	-0.010	0.011	-0.269	-1.363	0.106	-0.754	0.000	0.002	0.129
5. 会社案内等	141	65	-1.646	0.787	-0.366	0.231	0.014	0.002	-2.359**	-2.450***	-0.442**	-0.018	0.000	0.413	0.792
6. 情報公開なし	17	189	2.925*	-3.794	1.225***	-0.522	0.049	0.005	2.757*	2.272	0.358	0.832	0.000	-0.088	-0.001
地域との環境コミュニケーション(E14)															
1. 定期的な懇談会等開催	71	129	-0.994	1.087	-0.165	0.024	-0.055	-0.031	0.073	-0.792	0.102	-0.405	0.000	0.086	0.391
2. 不定期的な懇談会等開催	74	126	0.552	0.045	0.084	0.224	0.089	0.044	0.813	0.465	0.096	-0.049	0.240	0.878	-0.515
3. 懇談会等開催なし	55	145	0.493	-1.486	0.092	-0.358	-0.058	-0.024	-1.283	0.356	-0.274	0.601	0.000	-0.070	-0.855

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

04・8)。競争力の低い企業や規制産業ほど、行政との関係を重視している可能性があり、ステークホルダー・エンゲージメントに関しても産業特性との関係に注意すべきことを示唆している。

第二に、意識調査の対象とするステークホルダーとして、従業員と消費者・顧客をあげている企業ももっとも多く、株主・投資家を上回っている。70%の企業がこれらのステークホルダーに対して何らかの意識調査を行なっているが、株主・投資家に対しては株主総会以外に意識調査を行なっている企業はほぼ半分である。(G23)

規模等をコントロールすれば、消費者・顧客への意識調査を行なっている企業の利益の変動は大きいだがq値は高い。(G23・3) 消費・顧客の選択に直面している企業ほど競争にさらされてリスクは大きく、事業改善やマーケティングの目的で意識調査を行っている可能性がある。他方、株主・投資家を重視している企業は株式投資リターンが高い。(G23・1) また、地域社会に対する意識調査を行なっている企業は57社と4分の1程度だが、投資収益率は高く

収益率の変動は小さいという特徴が顕著である点も興味深い。(G23・6)

第三に、ステークホルダーとの定期的意見交換 (G24) については、80%の企業が株主・投資家、従業員と定期的意見交換を行っており、コミュニケーションという点では、株主・投資家と従業員をもっとも重視している。次いで70%が消費者・顧客と、半数以上の企業が調達先や地域社会と意見交換している。また、45%程度の企業は環境に関して市民やNGOsなど関係団体と会合もっている。

株主・投資家や消費者・顧客との意見交換を行なっている企業は、ともに株式投資収益率が高い。他方、地域社会との意見交換を行っている企業は115社と多いが、収益性・成長性が低いという傾向が明白であり、意識調査を行なっている場合と異なる傾向が出ている (G24・1, G24・3, G24・6)。

3分の1弱の企業は行政自治体との意見交換を行なっているが、これらの企業はROAとq値は低く、この質問項目の回答からも低収益で市場評価も低いという特徴が読み取れる (G24・8)。

第四に、企業の経営策定や評価のプロセスへのステークホルダーの参画である (G25)。従業員を参画させる仕組みを持っている企業は60%強であり、内部者型の日本経営の特徴が読み取れる。25-30%の企業は、地域・社会 (市民, 専門家, 諸団体), 環境 (市民, 専門家, 諸団体), 行政・自治体を参画させている。

注目したいのは、地域社会を参画させている企業は、売上高成長率と投資収益率が高く投資収益率の変動は小さいことである (G25・6)。地域と定期的に意見交換している企業は115社あるが、地域の意識調査をしている企業は57社、計画等への参画を求めている企業は46社である。地域の意識調査を実施している企業と地域社会の参画を進めている企業は、投資リスクが相対的に小さく、意見交換に留まらず情報収集とその活用まで進めることが有用であるといえよう。

行政自治体の参画を重視している企業はここでは q 値は低く、市場評価と負の関連を示している。(G25・8)

第五に、エンゲージメント成果の公表である (G26)。大規模企業を中心に半数の企業が成果を外部に公表しており、q 値は高い。それと対照的に、4分の1の企業はコミュニケーションの成果の概要を社内外問わず公表しておらず、これらの企業は q 値は低い。この違いも、非財務情報開示と市場評価との関連で注目に値しよう。(G26・5)

要約すると、多くの企業がステークホルダーに対する方針をもち、定期的な意見交換や意識調査を行なっているが、その結果を外部に公表している企業はまだそれほど多くないが、単なる意見交換だけでなくエンゲージメントの結果・成果に関する情報開示を市場は好感してい

るといえよう。

以下で、個別ステークホルダーへの対応を検討する。個別ステークホルダーへの対応は産業特性や企業特性と強く関わっていると考えられることから、回答数は質問によってばらつきが大きい。

## ②消費者への対応 (M16, M17, M18)

図表9は、消費者への対応に関連する回答の要約である。75社は消費者対応の経営理念をもっている。回答企業の多くは多様な媒体を通じて消費者への情報発信を行なっており、とくに大企業はマス・メディアを介した情報発信を活用している。

個別ステークホルダーとのエンゲージメントに関してもっとも興味深い結果は、消費者への情報提供と株式市場での評価の安定性との強い関係である。(M16, 17) 広告, 双方コミュニケーション, 商品知識, 欠陥苦情など, 消費者への情報提供方針や定期的な情報応報発信は, 株式投資収益率の縮小と密接に関係しており, とくに商品知識の提供や双方コミュニケーションを行なっている企業は投資収益率も高い。また, 各媒体を積極的に利用して情報発信している企業は, 株式投資収益率は高く安定している傾向ある。さまざまな方法や媒体を通じた消費者への情報発信は, 株式市場における企業評価と密接に関連していることが確認された。すなわち, 製品を生産し販売する企業から消費者への情報提供は, 消費者主権の基盤であるだけでなく, 製品市場での需要動向を通じて株式市場の評価に深くかかわっている。

ただし, それにもかかわらず, 企業内部の情報の流れに問題がある企業は多いように見受けられる。経営トップに消費者の要望・苦情・意

見の報告が届く仕組みの有無を応えた企業は83社のみであり、そのうち80社が仕組みをもっていると回答している。サンプル全体として見れば、83社のみ回答という数値はいかにも小さい。

### ③顧客（ビジネス・ユーザー）への対応（M33, M40, M41, M42）

次に、図表10のビジネス・ユーザーすなわち企業顧客への対応に目を向けよう。70社はビジネス・ユーザーに対する顧客満足（CS）方針を持っており、顧客満足方針をもっている企業の収益性はROEとROAのいずれで見ても相対的に高い。

顧客に対する情報提供に関しては、消費者への対応とは対照的な結果である。多様な情報を多様な手段で積極的に情報提供を行っている企業は、株式投資収益率が低く変動が大きい傾向がある（M40, M41）。すなわち、取引先への情報提供が積極的な企業の投資成果はハイリスク・ローリターン企業である。これは消費財産業と投資財産業という産業特性の違いによるか、あるいは、投資リスクの高い企業ほど取引先企業への情報提供やコミュニケーションを重視しているかであろう。

それにもかかわらず、q値による市場評価に関しては、顧客への情報発信は一般的に、資本市場では好感されていると解釈できる（G40）。情報提供方針をまったく持たない企業のq値は低く、広告や双方向コミュニケーション、リコール非該当小瑕疵に関する情報提供を行なっている企業はq値は高い。経営トップへ要望・苦情・意見の報告が届く仕組みの有無を応えた企業は122社のうち109社に達し、消費者の場合より多い（M42）。

### ④従業員への対応（L03, L04, L14, L19）

図表11は、従業員への対応についてである。9割の回答企業は雇用・人材に関する経営理念を有し、6割以上がそれを公開している（L03）。また、大多数の回答企業は雇用・人材計画を策定し公表しているが、社内公開は4分の1弱、社外公開は4分の1強である。（L04）ただし、規模等をコントロールすると、雇用・人材に関する経営理念や計画の有無、その公開・非公開とパフォーマンスとの間で一貫した関係はほとんど見られない。

もっとも注目すべき点は、多くの企業ですでに従業員の多様性に配慮した個別の雇用方針をもっているが、多くが公開するに至っていないことである（L14）。障害者雇用方針をもっている企業は170社あり、q値は高く成長性の高いという特徴がある。他方、高齢者方針をもっている企業は158社あるが、逆にq値と成長性は低い。外国人方針をもっている企業は、利潤率や投資収益率が低いといった傾向が見られる。個別雇用方針と企業パフォーマンスとの関係はまちまちである。

従業員評価に関して、4分の3の企業は規模にかかわらず評価項目と基準をともに公開している（L19）。従業員評価の項目・基準の明示は8割を超える回答企業で実践されており、むしろ低収益・低成長企業が積極的という傾向が見出される（L19・4）。人材確保の困難さが関係しているのかもしれない。

要約すると、異なるタイプの従業員に対する個別の方針は多くの企業がもっているが、それを公開している企業はまだ少数にとどまっている。個別の雇用方針は導入されるだけでなく、方針が開示されることによってはじめて企業への評価に結びつくはずである。その点に関し

て、企業の意識ははまだ徹底されていないといえよう。消費者対応や次に述べる環境に関する情報提供に比べて、内部者である従業員に関するきめ細かい理念・方針の情報開示は相対的に遅れている。

#### ⑤環境への対応 (E04, E06, E11, E14)

環境への対応に関する結果は、図表12にまとめられている。環境関連の情報発信に対する企業サイドの関心は、一般的に非常に高く、すでに環境への配慮は広く認識されている。96%の企業が対応方針を文書化して公開し、85%の企業は専門担当部署をおき、環境報告書を出している。環境対策は、もはやもっとも一般化したCSR活動といえる。開示手段も多様であり、環境報告書、会社案内、プレス・リリースによる開示は多くの企業で実施されている。

環境情報の公開の方法に関しては、環境報告書を重視して環境活動に関する情報発信を行っている企業は低収益で高リスク（収益の変動が大きい）企業、会社案内にまで記載して情報発信を行っている企業は低成長企業という特徴が見られる。対照的に、少数ではあるが情報公開していない17社は、高収益・高成長企業である (E11・8)。環境に関して地域との定期的な環境コミュニケーションを実施している企業は、回答企業の3分の1弱あるが、これらの企業は大規模安定企業に偏っている (E14・2)。

すなわち、環境問題に対する方針の明示や担当部署の設置は、もはや特別なことではなく、環境情報の発信もさまざまな媒体を利用して実施しているが、積極的な企業はむしろパフォーマンスが悪い。環境問題への対応は、企業として当然やらなければならないことになりつつあ

るが、環境に対する負荷の大きさが対応の違いを生んでおり、環境への対応と企業パフォーマンスの間にトレード・オフの関係が示唆される。

## 2. 社会貢献と企業パフォーマンス

最後に、社会貢献と企業パフォーマンスとの関係を見てみよう。実証結果は表13にまとめられている。次の事実が指摘できる。

第一に、社会貢献を経営理念にとして入れて公表している企業は多いが、基本方針として明文化し公表している企業はそれより少ない。大規模安定企業を中心に4分の3の回答企業171社が社会貢献を経営理念に入れ、社外に公表しているが、具体的な基本方針を作り公表している企業は124社で約60%に留まり、30%弱は基本方針を持たない。(S02, 03)

経営理念に社会貢献を言及していない20社は収益が不安定で低成長でかつq値も低い。また、社会貢献の基本方針を明文化していない59社についても、ROEとq値が相対的に低い。社会貢献を経営理念の中に文書化していない企業や公表していない企業は、株主・投資家に対する説明責任への配慮が十分ではない企業といえるだろう。

第二に、多くの企業が社会貢献活動の実績を報告書に記載しており、収益の変動がより小さく安定企業の傾向が見られるが、q値も低く市場では評価がされていないようである (S06)。

第三に、大規模安定企業はさまざまな形で社会貢献プログラムに関して市民団体等と協働を実施している (S15)。規模等をコントロールすると、過去3年間の協働の実績のない企業の方が、収益が安定している傾向がある (S16・6)。協働の手順に関しては、協働相手の選定

基準をもっている企業は成長性とq値が高く、意見交換をしている企業は低収益・低成長という傾向が見られる(S16・1, S16・4)。つまり、成長性の高い企業や市場評価が高い企業は、協働相手に関する基準をもち協働の相手を吟味して取り組んでいる一方、低収益・低成長企業はむしろ意見交換や情報収集に努めている段階であるという、対応の違いが浮かび上がる。

第四に、地域貢献に対する取り組み体制や従業員のボランティア活動の支援の違いは、もっぱら規模の違いによるところが大きい。(S17, S22) 大企業はボランティア活動を積極的な支援を行なっているけれども、小規模企業は従業

員のボランティア活動をする余裕はないことが示唆される。地域貢献やボランティアは、多くの小規模企業にとってはコスト負担が大きい活動と見ることができる。規模等をコントロールすると、地域貢献への取り組み体制をもたない企業の方が高収益で安定しており、トレード・オフの関係が示唆される。(S22・6)

第五に、社会貢献の改善のための情報収集や評価に関して、第三者との協議をなんらかの形で行なっているのは高収益企業であり、報告書で第三者コメントを乗せている企業のq値はより高い。(S33) 他方で、取り組みなしの企業は低収益・低成長企業である。ここでも、社会貢献と収益や成長とのトレード・オフ関係が

図表13 社会貢献(回帰係数の推定値)

	回答数 An=1 An=0	ROE	ROE	ROA	ROA	Tobin's q	Tobin's q	Growth	Asset	Stock Return	Stock Return	参考: t検定の結果(P値)					
		Average	S.D.	Average	S.D.	Average	S.D.	Sales	Sales	Average	S.D.	網掛けは有意水準5%、枠は負値	LAssets	Debt Ratio	Fixed Ratio		
経営理念への社会貢献の言及(S02)																	
1. 文書化し社外公表	171	35	0.096	-3.252*	-0.352	-0.399	0.018	0.001	0.168	-0.115	-0.070	-0.397	0.000	0.027	0.001		
3. 理念に言及なし	20	186	-1.272	3.815*	0.018	0.209	-0.162*	-0.054	-2.547*	-1.569	0.015	-0.072	0.000	-0.411	-0.128		
社会貢献基本方針の明文化(S03)																	
1. 文書化し社外公表	124	82	1.262	-1.138	0.176	-0.178	0.056	0.017	0.266	0.605	-0.211	-0.400	0.000	0.158	0.700		
3. 基本方針なし	59	147	-2.635***	1.845	-0.316	0.290	-0.137**	-0.045	-1.424	-1.551*	0.282	0.317	0.000	-0.192	-0.796		
社会貢献活動実績の報告書記載(S06)																	
1. 記載している	170	36	1.513	-4.185**	0.081	-0.565*	-0.128*	-0.055	0.624	0.840	0.327	0.489	0.000	0.419	0.790		
過去3年間の市民活動団体との協働(S15)																	
1. 社会貢献プログラム企画実施	86	120	0.753	-0.631	0.181	-0.009	0.021	0.057*	0.478	0.763	-0.078	-0.148	0.000	0.003	0.119		
2. イベント共催	85	121	-0.871	-0.466	-0.375	-0.045	-0.112*	-0.036	0.280	0.763	0.031	-0.669	0.000	0.774	-0.849		
5. 外部市民活動への協力	116	90	-0.979	2.307*	-0.370	0.469**	-0.013	0.028	-1.084	-1.516*	-0.225	0.513	0.000	0.069	0.066		
6. 実績なし	62	144	1.234	-2.473*	0.347	-0.559**	0.036	-0.031	1.253	0.570	0.208	-0.145	0.000	-0.525	-0.496		
市民活動団体との協働の手順等(S16)																	
1. 協働相手選定基準設定	20	186	2.314	0.984	0.648	0.662*	0.195**	0.142***	3.178**	2.806**	-0.356	0.372	0.008	-0.919	0.424		
2. 企画段階からの協議	76	130	0.430	-0.678	0.000	-0.020	-0.017	0.020	1.474	1.550*	0.091	-0.303	0.000	0.065	0.445		
3. 協働相手から事業情報収集	77	129	-0.910	2.461*	-0.300	0.318	-0.011	0.006	-0.069	0.017	-0.042	-0.020	0.000	0.005	0.091		
4. 意見交換	99	107	-2.209**	2.145	-0.488*	0.359	-0.055	-0.009	-2.419**	-1.696**	-0.267	0.238	0.000	0.065	0.059		
5. 収集情報の次回活用	82	124	-0.219	-0.019	-0.267	0.168	-0.008	0.011	0.257	0.336	-0.245	-0.010	0.000	0.114	0.207		
6. いずれも該当しない	25	181	0.902	-1.719	0.234	-0.050	-0.057	-0.035	1.205	0.495	0.142	0.380	0.000	-0.003	0.000		
社員のボランティア活動支援(S17)																	
1. 市民活動情報の社内周知	122	84	0.972	-1.041	0.042	-0.004	0.013	0.008	0.699	0.761	-0.177	-0.475	0.000	0.484	0.681		
2. ボランティア体験会の提供	82	124	0.899	0.315	-0.103	0.226	-0.035	-0.010	0.527	0.246	0.161	-0.101	0.000	0.003	0.042		
3. ボランティア先給貸	41	165	-0.271	2.520	0.140	0.253	0.000	-0.001	1.242	0.402	0.074	-0.280	0.000	0.036	0.397		
4. 社内ボランティア活動の奨励	36	170	-1.657	1.404	-0.512	0.212	-0.021	-0.009	-0.285	0.105	-0.185	0.101	0.000	0.069	0.219		
6. 取り組みなし	61	145	-0.135	0.750	0.051	-0.098	-0.018	-0.016	0.274	0.087	0.230	0.142	0.000	-0.324	-0.635		
地域貢献の取り組み体制(S22)																	
1. 対応部署あり	122	84	-1.375	2.123	-0.162	0.157	0.060	-0.001	-0.389	-1.125	-0.185	0.447	0.000	0.843	-0.240		
2. 独自活動企画実施	145	61	-1.573	0.448	-0.507*	0.161	0.059	0.035	0.393	0.009	-0.307	-0.203	0.000	0.938	0.616		
3. 地域対話機会設定	132	74	-2.018**	1.823	-0.435*	0.301	0.054	-0.010	-1.156	-1.512*	-0.098	-0.522	0.000	-0.939	-0.440		
6. 取り組み体制なし	13	193	3.340**	-5.143**	0.736	-0.928**	-0.107	-0.085	0.662	1.476	0.495	-0.368	-0.008	-0.546	0.824		
改善のための情報収集および評価(S33)																	
1. 情報収集を実施	94	112	-1.507	1.721	-0.833**	0.289	-0.145*	-0.062	-1.713	-1.753	-0.102	0.255	0.000	0.132	0.370		
2. 第三者評価を実施	19	187	-2.374	0.519	-0.700	-0.248	-0.101	-0.072	-0.389	-2.058	-0.128	-0.003	0.000	0.564	0.508		
3. 第三者との協議	26	180	2.080	0.802	0.772**	0.336	0.129	-0.009	0.326	0.397	0.401	-1.077	0.018	0.567	0.684		
4. 報告書での第三者コメント	43	163	-0.567	-0.893	0.037	0.054	0.122	0.152***	1.238	0.970	-0.274	0.328	0.000	0.873	0.753		
5. 内部評価を実施	74	132	0.274	1.201	-0.027	0.193	-0.039	-0.057	0.863	0.391	-0.052	-0.224	0.000	0.710	0.841		
6. 取り組みなし	78	128	-2.280	1.528	-0.929**	0.282	-0.205**	-0.057	-1.902	-2.647*	0.146	-0.043	0.000	-0.194	-0.403		

有意水準 \*10% \*\*5% \*\*\*1%

見出される。

以上から興味深い事実が浮かび上がる。社会貢献活動は社内資源の利用をとめない、実施と評価の両面でコストがかかる。株主・投資家の評価に敏感な企業は、社会貢献の方針をもち、客観的な評価を含めて情報開示を行っている。他方、小規模企業や低収益・低成長企業にとって社会貢献のコストは相対的に大きいという、トレード・オフ関係が浮かび上がる。ただし、収益性の高い企業がもっぱら社会貢献を積極的に行っているわけではない。

### 3. 実証結果の要約

CSRへの取り組み内容をコーポレート・ガバナンスの視点から切り分けて分析すると、次の事実が明らかとなった。

第一に、CSRに取り組む上での機関設計や自己規律など「内部ガバナンス強化」のための体制整備は企業のリスク構造と関連しており、直面しているリスクが高い企業ほど内部ガバナンス改革に積極的という傾向が見出された。また、市場で高く評価されている企業は、一般にCSRに関する内部チェック体制や倫理方針の実行に関心を払っていることが示唆された。

第二に、「非財務情報開示」に関して、規模の差は大きいものの、規模等をコントロールすると、積極的な非財務情報開示は市場評価やリスク管理の面で有効であることが示唆される。一般に大企業は倫理規定の策定と公開、情報開示に積極的で、多様な媒体を使って情報活動を行っているが、小規模企業や低収益企業は相対的に消極的である。

第三に、「ステークホルダー・コミュニケーション」に関して、「株主・投資家」と「消費者」への情報活動は、資本市場の評価の面と

くに重要である。消費者への情報提供や定期的意見交換を行なっている企業は、規模にかかわらず株式投資収益率の変動が相対的に小さく、市場評価が安定している。消費者への情報発信が株式市場における企業評価と密接に関連していると見られる。

第四に、内部ステークホルダーである「従業員」に関する情報開示は、他のステークホルダーに対するものより遅れているようである。外部労働市場の流動性の増加や、企業の海外進出が急速に拡大している実態を踏まえると、多様なステークホルダーへの対応に関する理念・方針の明確化にとどまらず、外部への積極的な情報発信が必要である。

第五に、「環境」への配慮は、企業規模やパフォーマンスと関係なく今では企業が取り組むべき当然のCSR活動となりつつある。実際には、環境負荷の高い企業ほど環境対応についての情報発信に努力しなくてはならないという現実が浮かび上がった。

最後に、「社会貢献」に関しては、大規模企業だけでなくリスクに直面している企業が市場評価の向上や信頼獲得のために社会貢献活動に力を入れている可能性がある。他方で、小規模企業、低収益企業にとって社会貢献活動にはコストがかかり、収益性や成長性とのトレード・オフ関係が見出せる。社会貢献活動を評価する場合には、目的の適切さや手順の効率性に関して十分な配慮が必要である。

## V. むすび—インプリケーションと今後の課題

Ⅲ節の実証結果をまとめると、CSRへの取り組みは、規模、産業特性、成熟度などの企業

特性と関係しているが、それを差し引いても CSR に対する市場や社会の評価に強い関心をもつ企業は、一般にパフォーマンスの高い企業であるといえよう。経営理念・方針や CSR 理念・方針を立てるだけでなく、実際の取り組みに結び付け、事後的にそれをチェックする努力が必要である。

IV節の実証結果によれば、非財務情報開示に積極的に地域や消費者とのコミュニケーションを重視している企業の市場評価は相対的に良好であり、ステークホルダー・エンゲージメントの重要性を確認させる。とくに企業の規律付けに消費者や地域といった企業のエンド・ユーザーが果たす役割の重要であり、資本市場における企業評価にエンド・ユーザーによる評価が直結していることを示唆している。社会貢献活動に関しても、社会的有用性、手順の適切性、コストについて、客観的な視点から他のステークホルダーに説明していく必要がある。

すなわち、ステークホルダーに対する積極的な情報発信・収集活動や説明責任の履行など CSR 活動の情動的側面が、企業の経済的パフォーマンスと社会的パフォーマンスを結びリンクであることが示唆される。コーポレート・ガバナンスの観点に立てば、もっとも重要な CSR 活動のひとつは、多様なステークホルダーの間のコンフリクトの把握と対処のための情報活動であり、それらの情報を経営の意思決定のプロセスに反映させることである。

最後に、CSR 活動は企業規模や産業特性は強い関連をもつことから、それらを配慮した評価基準や評価方法が必要である。企業の社会的パフォーマンスを的確に把握するためには、総合的評価だけでなく、規模別・産業別評価について工夫が必要であろう。

## 注

- 1) 一つの質問に対する全回答を説明変数とする重回帰モデルも推計したが、質問によって回答の選択肢が異なり、また、選択肢の間の相互関連は多様であるために、分析の精度は劣り結果も読みにくいいため、ここでは取り上げない。
- 2) P 値が0.000の場合は、差が負でもマイナスはつけていないことに注意されたい。

## 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*, 16:1. 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, 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], 174-188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 Chew, D. H. 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: An International Review*, 13:6, 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 R. Hobbs [2007] “False Dawn for CSR? Shifts in regulatory policy and the response of the corporate and financial sectors in Britain,” *Corporate Governance: An International Review*, 15:1, 68–75.
- Friedman, M. [1970] “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits,” *The New York Times Magazine*, September 13, 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*, 33:4, 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 R. Mullerat,” *Corporate Social Responsibility*, Kluwer Law International and International Bar Association, 473–482.
- Johnson, R. A. and D. W. Greening [1999] “The Effect of Corporate Governance and Institutional 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*, 31:3, 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, 94-111.

Waddock, S. A., and Graves S. B. [1997] "The Corporate Social Performance -Financial

Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18; 4, 303-319.

Windsor, D. [2007] "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective: Some Comments", *The Academy of Management Review*, 26:4, 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)

付表 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*				
	TobinQ	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

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。