

CSRによる企業価値の創造

— 活動の多様性と財務的価値に関する実証分析 —

早稲田大学 経営管理研究科 修士課程

松本 龍二

要約

近年、不祥事に起因した企業統治の重要性がメディアに取り上げられている。グローバルな動向として、CSRガイドラインが制定され、それを前提とした企業経営が必須となりつつある一方で、多くの社会課題を抱える日本は、社会課題先進国とも呼ばれている。

こうして、社会的課題の解決が企業の財務的価値につながるという認識は広まりつつある。しかし、企業のリソースは有限である。したがって、どのような財務的価値を増大させるのかという目的に応じて、最適な社会的課題を選択し、活動に取り組んでいくことが必要である。しかし、どの活動がどのような財務的価値を増大させるのか明確化した実証研究は未だ存在しない。

本稿の目的は、企業がソーシャル・マーケティングの一環としてCSR活動を行うための手掛かりとして、活動の多様性と財務的価値との相互関係を実証的に明らかにすることである。具体的には、「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」というCSR活動の4要素と「収益性」「安全性」「規模」という財務的価値の3要素との相互関係を検討した。2次データを用いた重回帰分析の結果、人材活用が収益性、社会性が安全性と規模に正の影響を与えることを発見した。

キーワード

社会的責任のマーケティング, ソーシャル・マーケティング, 財務的価値

1. はじめに

日本においてCSR(corporate social responsibility, 企業の社会的責任)が大きく取り上げられるようになったのは、2003年頃からである。2003年3月に公益社団法人経済同友会が『第15回企業白書』として『「市場の進化」と社会的責任経営：企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて』を公表したことがその契機である(加賀田2008)。

ただしCSRの中身自体は、公害問題が顕在化した1960年代以降、50年以上にわたって議論されてきた。地球温暖化防止に関する国際会議が京都で開かれた1997年には企業の環境対策の推進を図る活動が官民挙げて行われるなど、日本では環境問題がとくに大きな役割を占めてきたのが特徴である。

一方、世界に目を向ければ、CSRが包括する内容が多岐にわたるため、さまざまなガイドラインや指標が存在している。たとえば、1999年に発表された「UNGCの10原

則」はCSRの主要なガイドラインの一つである¹⁾。あるいは、2000年に刊行された「GRIサステナビリティレポートガイドライン」は世界のCSR報告書で多くの企業が採用するグローバル・スタンダードとなっている²⁾。2010年11月にはISO26000で社会的責任(SR)の目的として持続可能な発展への寄与を掲げた「社会的責任の手引き」が制定され、グローバル基準の国際規格として多くの組織で実際に使用されている(高岡2015)³⁾。

さらに2015年9月の国連総会においてSustainable Development Goals(持続可能な開発目標、以下SDGsと略す)が定められ、これがCSRの最新のガイドラインとなりつつある⁴⁾。SDGsは貧困の解消、健康と福祉、教育や生涯学習の機会、ジェンダー平等、水と衛生、エネルギー、経済成長と雇用などにかかわる計17項目を含んでいる。国連加盟国は2015年から2030年までにSDGsを達成すべく活動していくことが目標とされている。

以上のように、CSRは国内外で注目を集めている概念で

あるが、その内容が多岐にわたるため、限られた企業の資源の下で、どの活動を優先的に行うべきかという問題が生じてくる。そこで本稿では、どのようなCSR活動がいかなる企業価値を創造しうるのかを考察し、実証的に検討する。次の第2節では、まずCSRの歴史的展開と近年の戦略的CSRの出現について紹介し、戦略的CSRの観点から行われた日本におけるCSRと企業の財務的価値に関する実証研究を紹介する。

II. CSRに関する先行研究のレビュー

I. CSRの展開と戦略的CSR

竹内(2011)によると、CSRの概念は古く、産業革命が起こった1800年代にまで遡る。産業革命時代は、労働者の生産性をどのように高めるかに焦点が置かれていた(Carroll, 2008; 竹内2011)。

1950年代以降は、これらに加えて慈善活動が社会的責任の活動として主軸に置かれ始めた(Carroll, 2008; 竹内2011)。その結果、当時のCSR研究は、CSRを公式化し、その意味するものが何であるかを解明するということがであった(竹内2011)。なぜなら、それ以前は企業と従業員のみを対象としていたため、企業への影響がわかりやす

かったのに対し、慈善活動がどのような影響を与えるのかが疑問視されたためである。

1970年代以降に環境保護運動が盛んになると、企業がCSR活動を行わざるを得なくなった。それに伴い、CSRと財務業績の正の関係性を導くことを主目的とした研究の蓄積が進んだ(Lee, 2008)。ただし当時はCSR関連のデータが蓄積されておらず、解析手法も未発達であったため、明確な実証結果が示されることはなかった(Lee, 2008)。

1980年代になると、企業のビジネス倫理に関する不祥事が増加し、各企業は「何をしたら良い会社に映るのか」という観点から、フィランソロピーを重要視するようになった。一方で、企業は自社に対して利益を誘引しているように見えることを回避するために、あえて自社製品とは関係のない活動を行う傾向があった(コトラ=リー, 2007)。このような中、戦略的な企業の目標を成し遂げるためのCSRとして、戦略的CSRという概念が登場した(Lantos, 2001)。戦略的CSRは、戦略的な企業の目標を成し遂げるために行われるCSRのことである(Lantos, 2001)。戦略的CSRの登場によって、社会に対してのみならず、企業に対しても同様に良い行動をとることを目標とする新たな視点が生まれた。すなわち、善業の成功と事業の成功との両軸を取るCSRという考え方である。

図表I 戦略的CSRを実現するマーケティング手法と財務的価値

捉えるべき社会課題	①地域社会の健康：エイズ撲滅、乳がん早期発見、予防接種 ②安全：飲酒運転撲滅、犯罪防止、自動車安全装置 ③教育：識字教育、コンピューター教育 ④雇用：職業訓練、雇用慣行の問題、工場立地 ⑤環境：リサイクル、有害化学物質の廃絶、過剰包装の抑制 ⑥地域社会と経済発展：低利子住宅ローン ⑦その他、人間の基本的な生活や欲求：飢餓、ホームレス、動物の権利、選挙権、差別
対応すべきマーケティング活動	①コーズ・プロモーション ②コーズ・リローテッド・マーケティング ③ソーシャル・マーケティング ④コーポレート・フィランソロフィー ⑤地域ボランティア ⑥社会的責任に基づく事業の実践
期待しうる効果	①売上や市場シェアの増加 ②ブランド・ポジショニングの強化 ③企業イメージや評判の向上 ④従業員にとっての魅力度や労働意欲の向上と離職率の低下 ⑤コストの削減 ⑥投資家や金融アナリストに対するアピール力の強化

(出所) コトラ=リー (2007), 5,13-21,28-30頁。

コラー=リー (2007) は、戦略的 CSR を事業として展開する手法をマーケティング視点で具体化した (図表 1)。そして、CSR として捉えるべき 7 つの社会的課題、対応すべき 6 つのマーケティング活動、期待しうる 6 つの効果を指摘している。これらは実務的な視点に立った内容であるが、網羅的なリストであり、各要因間の関係は検証されていない。

さらに 2010 年代に入り、Porter and Kramer (2011) が CSV (Creating Shared Value) という概念を新たに提唱した。彼らによれば、CSR と CSV は根本的に異なる。CSR は、経済価値の創造のみを追求し、社会的価値と相反するものとしてとらえ、そのマイナス面に補足的に対応するものである。一方、CSV とは、社会課題を解決して新たな価値を創造し、それによって経済的なリターンを生むビジネスモデルを作ることを意味している。

こうした CSV の考え方は、戦略的 CSR の「戦略的な企業の目標を成し遂げるために行われる CSR」という定義と類似する。ただし、Porter and Kramer (2011) は、社会的課題こそが次の経済的価値を生む大きな産業であり、CSVこそが競争優位の源泉であると強調している。その意味で、CSV は戦略論的視点から社会的課題に注目し、戦略的 CSR をより極端に強めたものとも言える (図表 2)。

本節まで述べてきた通り、CSR が包摂する範疇は広く、歴史的にも多様な変遷を重ねてきた。ISO26000 や SDGs によってグローバルな規格化や目標設定がされたとはいえ、これらのガイドラインや指標だけを基に、企業が具

体的な経営上の意思決定を行うことは困難である。

さらに、戦略的 CSR や CSV といった新たな概念が登場し、マーケティングおよび経営戦略の観点からも、CSR が本当に財務的価値に繋がるのか、どのような活動がいかなる財務的価値に与える影響が大きいのかといった点の解明が求められている。そこで次に、CSR と財務的価値の関係についての先行研究を概観する。

2. CSR 活動と財務的価値に関する先行研究

CSR と企業価値あるいは財務業績との関係についての研究は欧米では多数存在するものの、少数の例外を除き、日本ではほとんど行われていない (加賀田 2005, 2008)。先駆的な業績の 1 つとして、加賀田 (2008) では、資源ベース理論 (Resource Based View) の考え方にに基づき、CSR への取り組みを企業のコーポレート・レピュテーション (評判) を醸成する経営活動の一つとして位置付け、CSR 活動が事業に与える関係性をモデル化している (図表 3)。

それによれば、経営資源は大きく知的資産とコーポレート・レピュテーションの 2 つに分かれる。さらにコーポレート・レピュテーションは、製品・サービス・顧客満足などの通常の事業活動から生まれるビジネス・レピュテーションと、CSR 活動によって生まれるソーシャル・レピュテーションとの 2 つから構成される。

加賀田 (2008) によれば、おもに経営戦略分野において、CSR 活動と財務的価値に関する研究が行われてきた。その結果、CSR と財務的価値に関する実証研究は、関連性

図表 2 CSR と CSV の違い

CSR (Corporate Social Responsibility)	CSV (Creating Shared Value)
価値は善行	価値は経済的便益と社会的便益
シチズンシップ、フィランソピー、持続可能性	企業と地域社会が共同で価値を創出
任意、または外圧によって	競争に不可欠
利益の最大化とは別	利益の最大化に不可欠
テーマは、外部報告書や個人の嗜好で変化	テーマは、企業毎に異なり内発的
企業の業績や CSR 予算の制限を受ける	企業の予算全体を再編成する
例えばフェアトレード	例えば調達方法を変え、収穫量を向上

(出所) Porter and Kramer (2011) を基に筆者作成。

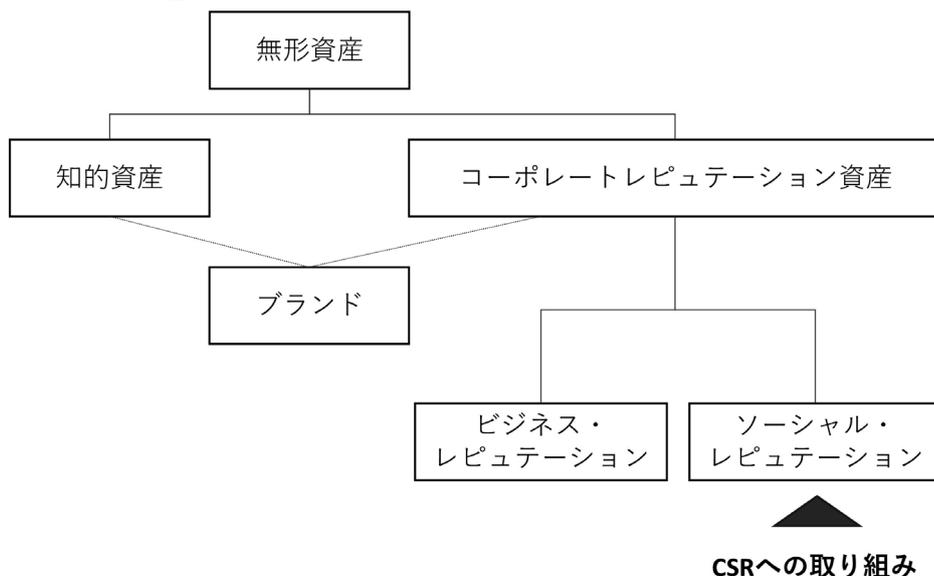
を認めないもの、プラスの影響があるとするもの、逆にマイナスの影響があるとするものが混在しているという。プラスの影響が生じるのは、企業のCSR活動が、企業への共感や信頼を獲得する有効な手段として成立した場合である。その場合、製品などの事業領域とは別軸で他社との差別化の源泉となりうる。一方、マイナスの影響が生じるのは、不祥事などが発生した場合に、ネット上の拡散などで即時かつ増大なマイナスのレピュテーションが生じた場合である。これらのことから、コーポレート・レピュテーションをプラスにし、マイナスにしないための目的としての戦略的CSRが重要となる(加賀田2008)。

加賀田(2008)は、日本で実証研究が進んでいなかった理由について、CSRに関するデータを蓄積すること自体が困難であったと述べている。しかし、本稿の冒頭で述べた2003年の『企業白書』以来、CSRに関するデータも入手が容易になった。2008年時点では、日本経済新聞社『日経環境経営度調査報告書』、日経ビジネス『CSRランキング』、東洋経済新報社『CSR企業総覧』などが公開されている。加賀田(2008)は企業業績とCSRについては

『CSR企業総覧2006』、環境経営についてのみ『日経環境経営度調査報告書2006』のデータを用い、CSRと企業の収益性との関係を実証している。しかし、その分析結果からは、CSRへの取り組みが直接的に業績に結びつくことを示す結果は得られていない。

また、山本(2011)は、『東洋経済CSR企業ランキングデータ』を活用し、対象企業の主成分分析を行うことで同データベースの解析を行っている。『東洋経済CSRランキングデータ』は『CSR企業総覧』におけるCSR格付け及び財務格付けの元になったデータを得点化し、「信頼される会社」として上位300社をランキングとして毎年『週刊東洋経済』にて公表しているデータであり、CSRを「雇用(100点)」「環境(100点)」「企業統治(50点)」「社会性(50点)」、財務格的価値を「収益性(100点)」「安全性(100点)」「規模(100点)」とした、合計600点満点の多面的な企業評価である。山本(2011)は当ランキングデータを活用し主成分分析を行った結果、収益性や安全性を犠牲にしてCSR活動を実施するとき、その他分野の得点の分散が大きくなるという、得点構造の特性を明確化し、

図表3 無形資産・ブランド・コーポレート・レピュテーションの関係



(出所) 加賀田(2008), 48頁, 図5に加筆して転載。

収益性および安全性とCSR活動の間には負の関係性があるということを示している(山本2011)。一方で、CSRのうちの要素が収益性と安全性に影響を与えているかという関係性については説明されていない。

さらに、大浦(2017)は加賀田(2008)や山本(2011)と同様に『CSR企業総覧』の2007年から2010年の4年間のデータを活用し、CSRと財務的価値の実証研究を行っている。CSR評価を「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」の項目とし、財務的価値を収益性(ROA,ROE)とした分析の結果、人材活用への取り組みが収益性に正の影響を与えていること、社会性への取り組みは4年間継続した活動を行なっている企業のみ収益性に正の影響を与えていること、環境、企業統治の項目は有意な結果がないことを示した(大浦2017)。しかし、財務的価値を収益性のみとしているため安全性や規模への影響についての説明はなされていない。

III. CSR活動と財務的価値に関する実証分析

I. 分析の目的とデータの概要

前節の先行研究に関するレビューで明らかになったとおり、日本においてCSR活動と財務的価値に関する実証研究は未だ少なく、現在の研究結果は以下の通りである。第一に、加賀田(2008)の実証結果は、CSRによる企業の財務的価値への正の影響が確認できていない。第二に山本(2011)は、CSR活動と収益性及び安全性の間に負の関係性を示したが、どのようなCSR活動によってその影響が起こりうるかは説明されていない。第三に大浦(2017)は、人材活用、社会性(4年間継続した活動を行なっている場合)は収益性に正の影響を与えていること、環境及び企業統治は有意性がないことを示したが、収益性以外の財務的価値への影響は説明されていない。

そこで本稿では、現在入手可能な最新のデータを用い、より多様なCSR活動の内容を網羅する形で、新たに実証分析を行う。それによって、どういったCSR活動の要素が

財務的価値創造への正の影響を明らかにすることが本稿の目的である。すなわち本稿のリサーチ・クエスションは、日本において、企業のどのようなCSR活動が企業のいかなる財務的価値に正の影響を与えるのかを明らかにすることである。

データソースとしては、加賀田(2008)、大浦(2017)が用いた東洋経済新報社『CSR企業総覧2017』掲載1,408社の情報をランキングと業種別集計表で紹介した『CSR企業白書2017』を選び、情報を入手した。『CSR企業白書2017』は2016年6月に東洋経済新報社が全上場企業、主要未上場企業3,671社を対象に調査票を送付し、CSRに関するデータを収集したものであり、山本(2011)が用いた『東洋経済CSR企業ランキングデータ』をさらに詳細化したものである。『CSR企業白書2017』において、CSR評価は「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」の4分野に分かれており、それぞれ人材活用42、環境28、企業統治37、社会性29、計136の評価項目で測定されている(図表4)。さらに、既存の2次データを用いた多変量解析による財務的価値の評価も行われている。それによれば、財務評価の指標は「収益性」「安全性」「規模」の各分野とそれらの合計値である「財務」の計4つである。「収益性」「安全性」「規模」の各分野はそれぞれ5項目で測定されており、「財務」は計15項目の評価に基づいている(図表4)。各指標は、CSR評価と財務評価の各分野を100点満点とし、合計得点を集計したうえで、ランキング形式で掲載されている。掲載社数は800社であるが、本稿では上位300社を抽出して分析を行う。

図表4 CSRおよび財務的価値の評価指標

	分野	項目	項目例
CSR評価	人材活用	42	女性社員比率, 世代別女性従業員数, 離職者状況, 残業時間・残業手当, 30歳平均賃金, 外国人管理職の有無, 女性管理職比率, 女性部長職以上比率, 女性役員の有無, ダイバーシティ推進の基本理念, ダイバーシティ尊重の経営方針, 多様な人材登用部署, 障害者雇用率, 障害者雇用率の目標値, 65歳までの雇用, LGBTへの対応, 有給休暇取得率, 産休期間, 産休取得者, 育児休業取得者, 男性の育児休業取得者, 男性の育児休業取得率, 配偶者の出産休暇制度, 介護休業取得者, 看護休暇・介護休暇, 退職した社員の再雇用制度, ユニークな両立支援制度, 勤務形態の柔軟化に関する諸制度, 従業員のインセンティブを高めるための諸制度, 労働安静衛生マネジメントシステム, 労働安静衛生分野の表彰歴, 労働災害度数率, メンタルヘルス休職者数, 人権尊重などの方針, 人権尊重などの取り組み, 中核的労働基準を尊重した経営, 中核的労働基準分野の対応状況, 従業員の評価基準の公開, 能力・評価結果の本人への公開, 従業員の満足度調査, 新卒入社後の定着度, 発生した労働問題の開示
	環境	28	環境担当部署の有無, 環境担当役員の有無, 同役員の担当職域, 環境方針文書の有無, 環境会計の有無, 同会計における費用と効果の把握状況, 同会計の公開, パフォーマンスの開示状況, 環境監査の実施状況, ISO14001取得体制, ISO14001取得率(国内), ISO14001取得率(海外), グリーン購入体制, 事務用品などのグリーン購入比率, 原材料のグリーン調達, 環境ラベリング, 土壌・地下水の汚染状況把握, 水問題の認識, 環境関連法令違反の有無, 環境問題を引き起こす事故・汚染の有無, CO2排出量など削減への中期計画の有無・スコープ, 2015年度の環境目標・実績, 気候変動への対応の取り組み, 環境関連の表彰歴, 環境ビジネスへの取り組み, 生物多様性保全への取り組み, 生物多様性保全プロジェクトへの支出額
	企業統治	37	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念, CSR活動のマテリアリティ設定, ステークホルダー・エンゲージメント, 活動報告の第三者の関与, CSR担当部署の有無, CSR担当役員の有無, 同役員の担当職域, CSR方針の文書化の有無, IR担当部署, 法令遵守関連部署, 国内外のCSR関連基準への参加など, 内部監査部門の有無, 内部通報・告発窓口設置, 内部通報・告発者の権利保護に関する規定制定, 内部通報・告発件数の開示, 公正取引委員会など関係官庁からの排除勧告, 不祥事などによる操業・営業停止, コンプライアンスに関わる事件・事故での刑事告発, 海外での価格カルテルによる摘発, 海外での贈賄による摘発, 汚職・贈収賄防止の方針, 政治献金などの開示, 内部統制委員会の設置, 内部統制の評価, 情報システムに関するセキュリティポリシーの有無, 情報システムのセキュリティに関する内部監査の状況, 情報システムのセキュリティに関する外部監査の状況, プライバシー・ポリシーの有無, リスクマネジメント・クライシスマネジメントの体制, リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する基本方針, リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する対応マニュアルの有無, リスクマネジメント・クライシスマネジメント体制の責任者, BCM構築, BCP策定, リスクマネジメント・クライシスマネジメントの取り組み状況, 企業倫理方針の文書化・公開, 倫理行動規定・規範・マニュアルの有無
	社会性	29	消費者対応部署の有無, 社会貢献担当部署の有無, 商品・サービスの安全性・安全体制に関する部署の有無, 社会貢献活動支出額, NPO・NGOなどとの連携, ESG情報の開示, 投資家・ESG機関との対話, SRIインデックス・SRIファンド・エコファンドなどへの組み入れ状況, 消費者からのクレームなどへの対応マニュアルの有無, 同クレームのデータベースの有無, ISO9000Sの取得状況(国内), ISO9000の取得状況(海外), ISO9000S以外の品質管理体制, 地域社会参加活動実績, 教育・学術支援活動実績, 文化・芸術・スポーツ活動実績, 国際交流活動実績, CSR調達への取り組み状況, 紛争鉱物の対応, ボランティア休暇, ボランティア休暇, マッチング・ギフト, SDGsの目標とターゲット, CSVの取り組み, BOPビジネスの取り組み, 海外での課題解決の活動, プロボノ支援, CSR関連の表彰歴, 東日本大震災などの復興支援
財務評価	収益性	5	ROE(当期純利益÷自己資本), ROA(営業利益÷総資産), 売上高営業利益率(営業利益÷売上高), 売上高当期利益率(当期純利益÷売上高), 営業キャッシュフロー
	安全性	5	流動比率(流動資産÷流動負債), D/Eレシオ(有利子負債÷自己資本), 固定比率(固定資産÷自己資本), 総資産利益剰余金比率(利益剰余金÷総資産), 利益剰余金
	規模	5	売上高, EBITDA(税引き前利益+支払利息+減価償却費), 当期純利益, 総資産, 有利子負債

出所) 東洋経済新報社(2017)『CSR企業白書』より筆者作成。

2. 分析結果

(1) 相関分析と仮説の提示

まず初めに、各変数の相関係数を求めた(図表5)。CSR評価4変数、財務評価4変数のそれぞれ内部で相関が高くなる傾向はあるが、必ずしも正の相関がみられないものもある。たとえば、企業統治と社会性は有意な相関とはなっていない($r=-.01, p \geq .05$)。財務評価についても、とくに財務全体と規模との相関が非常に高い一方($r=.89, p < .05$)、規模と収益性には有意な相関は見られない($r=.05, p \geq .05$)。

次に、CSR評価と財務評価との関係を見ると、財務全体に対しては人材活用($r=.23$)、環境($r=.14$)、社会性($r=.31$)の3点が正に相関している(いずれも $p < .05$)。財務の個別要因のうち、収益性には人材活用($r=.13^*$)のみ、安全性には人材活用($r=.12$)と社会性($r=.15$)の2つ、規模に対しては人材活用($r=.21$)、環境($r=.16$)、社会性($r=.29$)に相関が見られた。以上のことから、CSR活動と財務的価値の間には何らかの関係性があると予測できる。

次に、これらの要因の相互関係をコントロールし、さらに厳密な分析を行うために重回帰分析を行う。仮説は次のとおりである。これらの仮説の根拠は、本稿で先行研究をレビューしたとおり、コトラー=リー(2007)、Porter and Kramer(2011)によって示されている。ただし、今回は公開データの制約上、加賀田(2008)が実証したコーポレート・レピュテーションに関する分析は行っていない。

仮説1: CSR評価において人材活用関連の活動度が高いほど、企業の財務的価値は向上する。

仮説2: CSR評価において環境関連の活動度が高いほど、企業の財務的価値は向上する。

仮説3: CSR評価において企業統治関連の活動度が高いほど、企業の財務的価値は向上する。

仮説4: CSR評価において社会性関連の活動度が高いほど、企業の財務的価値は向上する。

さらに、重回帰分析の独立変数としてはCSR評価分野の「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」の全変数を投入、財務的価値の指標としては、財務評価分野の「財務」「収益性」「安全性」「規模」のそれぞれを従属変数とし、計4つのモデルで推定することにする。企業のようなCSR活動が企業のいかなる財務的価値に正の影響を与えるのかを明らかにする。

(2) 重回帰分析の結果

強制投入法による重回帰分析の結果が図表6である。まず財務全体を従属変数としたモデル1においては、企業統治が負($\beta=-.18$)、社会性($\beta=.30$)に正に影響していた(いずれも $p < .05$)。一方、人材活用と環境については、有意な影響は見られなかった。

次に財務評価の個別変数ごとの分析結果を報告する。まず、収益性を従属変数としたモデル2では、人材活用の

図表5 CSR評価と財務評価の相関係数

		人材活用	環境	企業統治	社会性	財務	収益性	安全性	規模
CSR評価	人材活用	1.00							
	環境	.23*	1.00						
	企業統治	.31*	.24*	1.00					
	社会性	.50*	.42*	.42*	1.00				
財務評価	財務	.23*	.14*	-.01	.31*	1.00			
	収益性	.13*	-.04	-.06	.08	.31*	1.00		
	安全性	.12*	.03	.04	.15*	.60*	.53*	1.00	
	規模	.21*	.16*	-.02	.29*	.89*	.05	.16*	1.00

注)* $p < .05$ 。N=300。

みが正に影響していた ($\beta = .14, p < .05$)。安全性を従属変数としたモデル3では、社会性のみ有意な正の影響があった ($\beta = .15, p < .05$)。最後に、規模を従属変数としたモデル4では、企業統治が負 ($\beta = -.19$)、社会性 ($\beta = .29$) が正に影響していた (いずれも $p < .05$)。一方、人材活用と環境に関連した活動の程度は、企業規模に影響しているとは言えなかった。以上の4つの分析結果から、仮説の検証結果をまとめると図表7および図表8のようになる。

IV. 考察と今後の課題

本稿の目的は、企業の多様なCSR活動が財務的価値創造にどのように影響するかを明らかにすることであった。重回帰分析を用いた検証の結果、次の4点の発見事項があった。

第1に、どのモデルにおいても環境関連の活動度については、企業の財務的価値に対する有意な影響が見受けられなかった。収益性以外の財務的価値にも有意な影響が無いという点で、大浦 (2017) の先行研究を補完する結果となる。本稿でも確認したとおり、日本企業におけるCSR活動は環境を主軸としたものが非常に多い。しかし、少なくとも今回の分析結果からは、環境関連の活動は、財務的価値に対して効果の薄いCSR活動といえる。

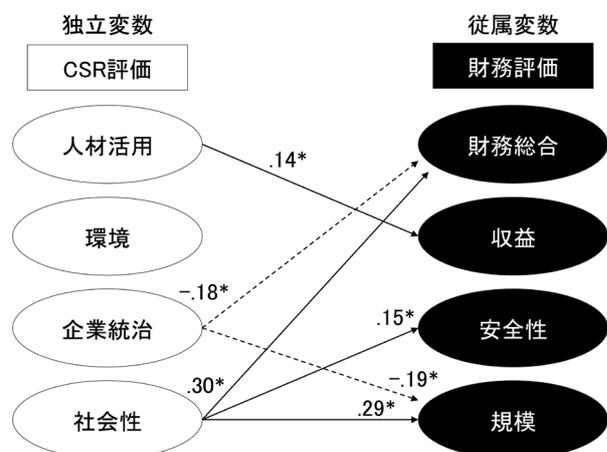
第2に、企業統治は、財務全体と規模に負の影響を与えていた。これは、企業統治は収益性に有意が無いという大浦 (2017) の先行研究を補完する結果である。仮説ではあるが、日本企業におけるガバナンスの強化は企業の成長志向よりも、安全性を追求した管理型を志向する傾向が強いことから、財務評価に負の影響を与えうるのかもしれない。この点については、今後さらなる検証が必要である。

図表6 CSR評価と財務評価の関係に関する重回帰分析の結果

	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4
従属変数	財務全体	収益性	安全性	規模
CSR評価				
人材活用	.12	.14*	.06	.11
環境	.02	-.08	-.04	.06
企業統治	-.18*	-.12	-.04	-.19*
社会性	.30*	.10	.15*	.29*
自由度調整済み決定係数 (R^2)	.12*	.02*	.02*	.11*

注) * $p < .05$ 。数値は標準化係数 β 。N=300。

図表7 重回帰分析の結果



注) * $p < .05$ 。実線は正の関係、点線は負の関係を示す。出所) 重回帰分析の結果をもとに筆者作成。

図表8 仮説の検証結果

	企業の財務的価値は・・・	財務全体	収益性	安定性	規模
仮説1	CSR評価において人材活用関連の活動度が高いほど向上する	×	○(正)	×	×
仮説2	CSR評価において環境関連の活動度が高いほど向上する	×	×	×	×
仮説3	CSR評価において企業統治関連の活動度が高いほど向上する	×(負)	×	×	×(負)
仮説4	CSR評価において社会性関連の活動度が高いほど向上する	○(正)	×	○(正)	○(正)

注) ○は仮説支持、×は不支持を意味する。()内の注書きが無い場合は非有意を意味する。

第3に、人材活用関連の活動度は、収益性にのみ正の影響を与えており、大浦(2017)の先行研究と合致する結果であった。ダイバーシティを進め、多様な働き方や柔軟な休暇制度、高い有給取得率の実現などを推進する企業の方が、より経営コストが高いように思われるにもかかわらず、実際には収益性が高いというのは非常に興味深い発見事項である。1つの仮説として、人材活動関連のCSR活動によって従業員が満足度や帰属意識を高めた結果、それが収益性にも正の影響を与えるという媒介効果の存在が考えられる。この点も、今後さらに考察を深めていく必要がある。

そして最後に、社会性は財務全体と安全性、および規模に対して正の影響を与えていた。CSRが安全性に対して正の影響を与えるという点は、山本(2011)の先行研究と異なる結果であった。今回検証したCSR関連の4分野のうち、最も財務的価値との関連性が多く認められたのが社会性である。唯一、収益に関してのみ、有意な影響が見られなかった。この点に関しても、CSR活動が収益に負の影響を与えるという山本(2011)の先行研究とは異なる結果であった。社会性に関わるCSR活動の程度の高い企業は、株主・取引先・従業員・顧客などのステイクホルダーから好意的に受け止められることで、安全性と規模を維持することが可能である。しかし同時に、社会性に関わるCSR活動には、他の活動に比べてコストがかかり、収益性に直接的な影響が見られないのかもしれない。また一方で、大浦(2017)の先行研究においては、社会性が収益性に正の影響を与えうるには、4年間継続して社会性への取り組みを行なっている企業という条件が必要であった。本稿においては2017年度の最新データのみを活用した分析であったため、大浦(2017)同様に、複数年の分析を加えることにより正の影響に変化する可能性がある。

以上のように、本稿では、日本では未だ実証されていない多様なCSR活動と企業の財務的価値との関係について、現時点で入手可能な最新データを分析し、先行研究とは異なる新たな発見事項を確認した。その点において、学術的にも実務的にも一定の貢献を行ったといえる。とりわ

け、CSR活動の分野と財務的価値の分野を分解し、それぞれの関係性を実証した点は有益である。

同時に本稿は、今後この分野の研究をさらに進めていくうえでの課題も残している。まず第1に、今回は公開データを利用したため、先行研究で議論されているCSR関連活動の内容と比べて過不足が存在する可能性がある。

第2に、今回利用したデータはCSR活動と財務評価を同時点で測定しているため、厳密には因果関係を特定できないという限界がある。たとえば、財務全体の評価が高いからこそ、CSR活動に投資が行えているという因果の逆転の可能性を否定できない。この点を克服するためには、CSR活動と財務評価のデータの年次を変えて取得し、タイムラグを考慮するといった工夫が必要である。今回は最新データに基づく分析を優先したが、今後の研究では、時系列を意識したデータの取得と分析を行い、因果関係を特定することも重要である。

第3に、今回の分析結果から、CSR活動と財務評価の変数間の関係は明らかになった。しかし、それぞれの分野の測定は数十項目の合算によって行われているため、具体的な活動内容に関する実務上の示唆は乏しいと言わざるを得ない。今後は事例研究などを併用し、どのようなCSR活動がどのような側面の財務評価を上げるのかについて、より具体的な知見を加えていく必要がある。本研究はその第一歩である。

注

- 1) グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン HP 参照。UNGC は1999年に世界経済フォーラム(ダボス会議)において、アナン国連事務総長(当時)によって発足したイニシアティブ。各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮して社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現する世界的な枠組みづくりに参加する自発的な取り組みであり、人権・労働・環境・腐敗防止の4分野10原則を軸に活動している。2015年7月時点で世界約160カ国、1万3000を超える団体が署名し、署名した各企業が営利活動を行う場合に10原則を組み入れることで、持続可能な成長を実現することを目的としている。
- 2) GRI(Global Reporting Initiative)は2000年に発行された

GRIサステナビリティレポートガイドラインを作成・普及することを目的とした国連環境計画 (UNEP) の公認団体の NGO である。ガイドラインは「報告原則と標準開示項目」「実施マニュアル」の2部構成で、前半では報告原則と標準開示項目のほか、企業がCSR報告書を作成する際に適用すべき基準と主要用語の定義が掲載され、後半では報告原則の適用、開示情報の準備、各コンセプトの解釈について説明している。GRIガイドラインは「経済」「環境」「社会」の3カテゴリと「労働慣行とティーマーク」の4つのサブカテゴリ、それらを構成する多くの側面から構成される。

- 3) ISO26000は①企業統治②人権③労働慣行④環境⑤公正な事業慣行⑥消費者課題⑦コミュニティへの参画及び発展、以上の7つの中核課題であり、その7つの中核課題に対してそれぞれ複数の項目をもつ。
- 4) 国連持続可能な開発サミットにおいて150を超える加盟国首脳の参加のもとで採択された「我々の世界を変革する: 持続可能な開発のための2030アジェンダ」に示された目標がSDGsである。

参考文献

大浦真衣 (2017) 「CSRへの取り組みと財務パフォーマンスの関係性 - 上場企業のパネルデータを用いた実証分析 -」『The Nonprofit Review』第17巻第1号, 49-62頁。

加賀田和弘 (2005) 「環境経営と企業財務業績に関する実証研究」『Journal of Policy Studies (関西学院大学紀要)』第21巻 (November), 121-142頁。

加賀田和弘 (2008) 「CSRと経営戦略 - CSRと企業業績に関する実証分析から -」『Journal of Policy Studies (関西学院大学紀要)』第30巻 (November), 37-57頁。

経済産業省 (2004) 「企業の社会的責任 (CSR) を取り巻く現状について」経済産業省 HP <http://www.meti.go.jp/>

グローバル・コンパクト・ネットワークジャパン HP <http://ungcjin.org/index.html>

高巖・日経CSRプロジェクト (2004) 『CSR 企業価値をどう高めるか』日本経済新聞社。

国際連合広報センター HP <http://www.unic.or.jp/>

小島大徳 (2009) 「社会的責任の基礎理論」『国際経営論集』第37号, 67-83頁。

高岡伸行 (2015) 「ポストMDGsとしてのSDGsへのCSRアプローチ

チ: ISO26000のCSR経営観への含意」『経済理論』第381号 103-125頁。

竹内由佳 (2011) 「マーケティングと企業の社会的責任」『マーケティングジャーナル』第30巻第3号, 120-131頁。

デービッド・ボーゲル (2007) 『企業の社会的責任 (CSR) の徹底研究』オーム社。

東洋経済新報社 (2017) 『CSR企業白書2017』東洋経済新報社。

東洋経済新報社 (2016) 『CSR企業総覧2016』東洋経済新報社。

フィリップ・コトラー=ナンシー・リー (2007) 『社会的責任のマーケティング』東洋経済新報社。

森根 (2015) 『未来に選ばれる会社』学芸出版社。

山本昌弘 (2011) 「信頼される会社の研究 - 東洋経済CSRランキングデータによる実証分析 -」『明大商学論叢』第94巻第1号, 19-32頁。

Carroll, Archie. B. (1979) "A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance," *Academy of Management Review*, 4, 4, pp. 497-505.

Carroll, Archie. B. (2008) "A History of Corporate Social Responsibility Concepts and Practices," *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*.

Charles Kang, Frank Germann and Rajdeep Grewal (2016), "Washing Away Your Sins? Corporate Social Responsibility, Corporate Social Irresponsibility, and Firm Performance," *Journal of Marketing*, 80, pp. 59-79.

Global Reporting Initiative (2013) 『Global Reporting initiative 第4版』。

Lantos, Geoffrey. P. (2001) "The boundaries of strategic corporate social responsibility," *Journal of Consumer Marketing*, 18, 7, pp. 595-630.

Lee, Paul Min-Domg (2008) "A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead," *International Journal of Management Reviews*, 10, pp. 53-73.

Porter, Mark and R. Kramer (2011), "Creating Shared Value," *Harvard Business Review*, January-February, pp. 62-78.

Xueming Luo, and C. B. Bhattacharya (2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value," *Journal of Marketing*, 70, pp. 1-18.