

2012 年度 卒業論文

CSR 活動と財務パフォーマンスに関する
経済分析

慶應義塾大学 経済学部
石橋孝次研究会 第 13 期生

日野原 嵩士

はしがき

私が学生生活の集大成としてこの卒業論文のテーマを決めるに当たり、一見矛盾するような事象を経済学的フレームワークを用いて分析したいと考えた。その方が研究をしていて楽しいからである。

現実に起こっている幅広い企業行動について研究したいという想いで本研究会を選び、実際に数学的な理論や計量経済学のツールを用いて様々な企業の利潤最大化行動の手法について勉強することができた。その中でも、莫大な費用がかかる一方で直接的な成果が判別しにくいもの、一見利潤最大化に反しているように見える行動でさえも、理論モデルから企業の利潤最大化行動と捉えることができ、実際のデータを用いて現実に企業にとってプラスとなりうるのかを調べることができることに魅力を感じていた。さらに、2011年度に「開発経済学」の講義を受講した際、今後世界が発展し続けるためには、貧困問題等、今現在世界中で起きている課題から目を逸らせずに企業自ら CSR 活動として問題解決に向けて取り組む必要性を学んだことが、テーマを決める最後の決め手となった。私自身、社会に出る前に企業の本当の「あるべき姿」を考える契機にしたいと考え、大学生活最後の1年間に卒業論文として取り組むテーマを CSR 活動に決めたのである。

本論文では CSR 活動は企業にとって望ましいものであるか、というテーマを軸にしつつ、CSR 活動に地域・産業の違いは影響しているか等も分析することで、日本と世界の比較や、産業ごとの特徴を明らかにしたいと考えている。

CSR 活動という、定義すらあいまいなものであっても、数式を用いた経済学の理論モデルや統計ソフトを用いた実証分析を通じて、世界企業の動向や課題、さらには日本企業の CSR 分野における強み・弱みについて分析し、今後の企業の社会的な「あるべき姿」について自らの見解を述べたい。

目次

序章	1
第1章 現状分析	4
1.1 今日のCSR活動	4
1.2 国・地域によるCSR活動の違い	5
1.2.1 日米欧間の比較	5
1.2.2 アジアにおけるCSR活動	8
1.2.3 アフリカにおけるCSR活動	10
1.3 産業ごとのCSR活動の特徴	12
1.3.1 自動車業界	12
1.3.2 製薬業界	12
1.4 CSR活動と企業戦略	13
第2章 理論分析	15
2.1 消費者・株主・経営者とCSR活動に関する理論分析	15
2.1.1 モデル設定	15
2.1.2 経営者側	16
2.1.3 株主側	17
2.1.4 CSR活動に関する補償契約	20
2.1.5 結論と考察	24
2.2 その他の理論分析	24
第3章 実証分析の先行研究紹介	26
3.1 CSR活動が財務パフォーマンスに与える影響の推定	26
3.2 国・地域の差がCSR活動に与える影響の推定	27
3.3 産業の性質がCSR活動に与える影響の推定	28
第4章 実証分析	29
4.1 実証分析で扱うデータ	29
4.1.1 Newsweek日本語版「世界企業ランキング Newsweek Global 500」	29

4.1.2	東洋経済「CSR 企業総覧」	31
4.2	CSR 活動が財務パフォーマンスに与える影響の推定	33
4.2.1	回帰結果	33
4.2.2	考察	35
4.3	国・地域の差が CSR 活動に与える影響の推定	39
4.3.1	回帰結果	39
4.3.2	考察	40
4.4	産業の性質が CSR 活動に与える影響の推定	41
4.4.1	回帰結果	41
4.4.2	考察	44
第 5 章 結論		47
参考文献		49

序章

「企業は利潤最大化行動をするものである」ミクロ経済学を多少なりとも齧ったことのある人はこの前提を基に企業の行動について学んだであろう。しかし、私が本論文でテーマにしたいと考えている視点は、直感的には少し異なるかもしれない。すなわち、一見するとコストのかかる、利潤最大化行動に反すると捉えることもできる企業の行動、なおかつ今の時代、全世界の企業の成長に欠かせない企業行動に焦点を当てて分析を行っているのだ。企業は社会と常に関わりながら存続し続けなければならないのだから、「利益のため、株主のためなら何をしていてもかまわない」ということにはならないはずである。取引相手や従業員等、多様なステークホルダーの存在を考慮して初めて社会から認められる、今はそんな時代、すなわちCSR活動が企業の重要な戦略の範疇に入ってきていると言えよう。世界共通のCSR規格ISO 126000 が策定され、グローバル化の波が減速することなく押し寄せている現在、CSR活動は企業が永続的に地球上あらゆる場所で事業を行うために必要不可欠なのだ。

Newsweek²掲載記事を基に、CSR活動の意義について述べたい。CSR活動について意識させられる大きな出来事の1つに、自然災害がある。例えば2008年は、食料品の価格が高騰し、大型サイクロンがミャンマーを襲い、中国では四川大地震が起きた。被災者を救うために多額のコストをかけて様々な支援が各国政府やNGOからなされているが、意外なのは利潤最大化のためにしのぎを削っている世界の大手企業が救援に積極的なことだ。米大手企業の経営者グループ「ビジネス円卓会議」によれば、アメリカの大企業が中国とミャンマー向けに行った寄付は6000万ドルに上っており、CSRを専門とするコンサルティング会社サステナビリティのキャピタ・プラカシユ・マニ副社長は「多くの国を上回るほどの経済力をもつ多国籍企業が増えており、人道支援でより大きな役割を果たすのは当然のことだ」と述べている。災害支援に際しては、資金だけではなく各企業の専門知識やビジネス上のノウハウにも大きな期待が寄せられるようになった。物流やITといった各企業の強みが救援時にはものをいう。モトローラ³は、四川大地震の救援活動向けに通信ネットワーク機器、携帯電話、携帯ラジオなど200万ドル相当の製品や機材を提供した。

日本でも、2011年3月11日に発生した東日本大震災の際に、多くの企業がCSR活

¹ ISO(International Organization for Standardization) : 国際標準化機構。

² 主に「2008年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」による。

³ アメリカの電子・通信機器メーカー。携帯電話端末の世界での市場支配率第4位(8.3%・2008年)。

動として被災地支援に協力した。トヨタ自動車は義援金 3 億円等の支援を翌 12 日に発表したほか、ソニーは義援金のほかラジオ 30000 台を被災地に寄贈した⁴。

「企業の方が政府より効率的に支援を行えるケースもある」と、英エシカル・コーポレーション誌のジョン・ラッセル副編集長は言う。アメリカのカトリーナの救援活動の際、ウォルマートは直ちに輸送用トラックや飲料水、食料、日用品を被災地に届けたのに対し、州兵が現地に入るまでに 2 週間もかかり、全米の非難を浴びた。いざという時に頼れる企業というイメージは、ビジネスにもプラスになりそうだ。被災地の政府に好印象を与えられる可能性もあるし、潜在顧客にも好感を抱いてもらえるかもしれない。

企業の CSR 活動の一環として災害時の救援活動に力を入れている背景には、適切に救援活動を行えば明確で大きな成果を即座にあげられる可能性が高いことや、対応を誤ると、不買運動などのトラブルの対象となってしまうかねないことがある。四川大地震発生後、中国ではメール等を通じて「鉄公鶏」（中国語で「けち」の意）リストが広まっていた。リストに載せられたのは、ノキアやコカ・コーラ、マクドナルド、サムスン、トヨタ自動車、ソニー等である。その後、「鉄公鶏」と非難された企業の多くは寄付金の増額を決めている。「多国籍企業が四川大地震の救援活動に熱心に取り組んだのは、企業の成長にとって必要な中国のような新興市場で『良き企業市民』のイメージを確立する必要があるからだ」とプラカシュ・マニは述べている。救援活動に熱心な企業は頼もしい限りであるし、消費者も災害救援にあたる企業のロゴマークを目にしたら、その企業に好感をもつことによって企業業績にも正の影響を与えることも考えられる。

CSR は金融市場においても存在感を増している。アメリカで起こったサブプライム危機を増幅させた原因は、利益追求に焦ってリスク管理を怠ったことが考えられる。CSR 活動家のかねてよりの主張を受け入れ、リスク管理を徹底していれば、危機は防げたはずである。「95 年の時点で、返済能力の乏しい人物にまでローンが提供されている状況に疑問を投げかけていた」と、CSR 活動家のローラ・ベリーは述べている。

アメリカから広まった世界的な景気後退は、企業の CSR 予算に影響を与えることは考えられるが、CSR の機会に繋がりそうなマクロ経済要因も数多く存在している。その 1 つは、貧困層が重要な消費者になりつつあることである。世界銀行の概算では、最貧困層 50 億人は 4 兆ドルの消費者市場になる潜在性があるとしている。この未来の消費者を対象に、社会発展を目的とする投資に力を入れる企業もあるかもしれない。

⁴ サステナビリティ・CSR マネジメントブログより。

景気後退は、CSR を戦略と考え投資を続ける企業と、真っ先に削られる活動ばかりで口先ばかりだった企業の実態もさらされることになる。「CSR 活動の命題は基本的に、持続可能な市場と利益を企業にもたらすことだ」と GE のロバート・コーコラン企業市民部門担当副社長が述べていることからわかるように、CSR は今やビジネスモデルの確かな中核として存在しているのだ。

本論文ではこのように現在の企業行動を考える上で欠かせない CSR 活動について、経済学的な見地を踏まえて分析を行っている。まず第 1 章では現状分析として、今日の CSR 活動全般の動向や、国・地域による CSR 活動の違い、さらには産業ごとの CSR 活動の特徴について、具体例も交ぜながら述べる。続いて第 2 章では理論分析として、経済学の概念、数式を用いた最近の CSR 活動に関する理論モデルを紹介する。第 3 章では実証分析の先行研究を紹介し、第 4 章で実際に自らが統計ソフトを用いて行った実証分析について述べ、第 5 章で結論をまとめている。とりわけ第 4 章では回帰式等は先行研究に倣いつつも、複数のデータソースを用い比較を行っている点でオリジナリティを出しており、注目されたい。

第1章 現状分析

CSR 活動に関してはまだ歴史は浅く、また定義もあいまいで地域色の強いものとなっている。本章では、今日の CSR 活動がますます注目されている現状や、国・地域ごとの CSR 活動の特徴について歴史的な側面も踏まえながら述べ、さらに産業ごとの特徴や企業の戦略としての CSR 活動についても触れたい。

1.1 今日の CSR 活動

2010年11月1日、ISO（国際標準化機構）が、組織や企業の社会的責任に関する新しい国際規格、ISO26000を発行した。93%という大変高い世界各国からの賛成投票率をもって採択されたこの規格を、関（2011）では以下のように表現している。

「持続可能な発展を実現するために、世界最大の国際標準化機関 ISO によって、多様な参加と合意のプロセスで開発された、あらゆる種類の組織に向けた、社会的責任に関する初の包括的・詳細な、手引き書である。」

社会的責任の内容の中心は原則と主題であるが、ISO26000では「7つの原則」「7つの主題」から構成される。まず、原則については「説明責任」「透明性」「倫理的な行動」「ステークホルダーの利害尊重」「法の支配の尊重」「国際行動規範の尊重」「人権の尊重」の7つからなる。ここには合わせて40の検討ポイントがあり、規格の実践をスタートする部分である。続いて主題であるが、「組織統治」「人権」「労働慣行」「公正な事業慣行」「消費者課題」「コミュニティへの参画およびコミュニティの発展」の7つである。全体で250の検討ポイントがある。熊谷（2011）ではこの内容を十分に理解し、自らの組織を点検することにより、組織がこの規格の示す社会的責任をどのくらい実現しているか、改善すべき課題は何かを知ることができると述べられている。

この国際的CSRガイドラインから逸脱すると、①不買運動による収入減、②SRIインデックス⁵からの除外による資金受取減、下請け会社は取引できなくなることで収入減、③株主からの批判による経営困難に直面、④就活戦線でも不利、等の打撃を企業が被る可能性が存在する。

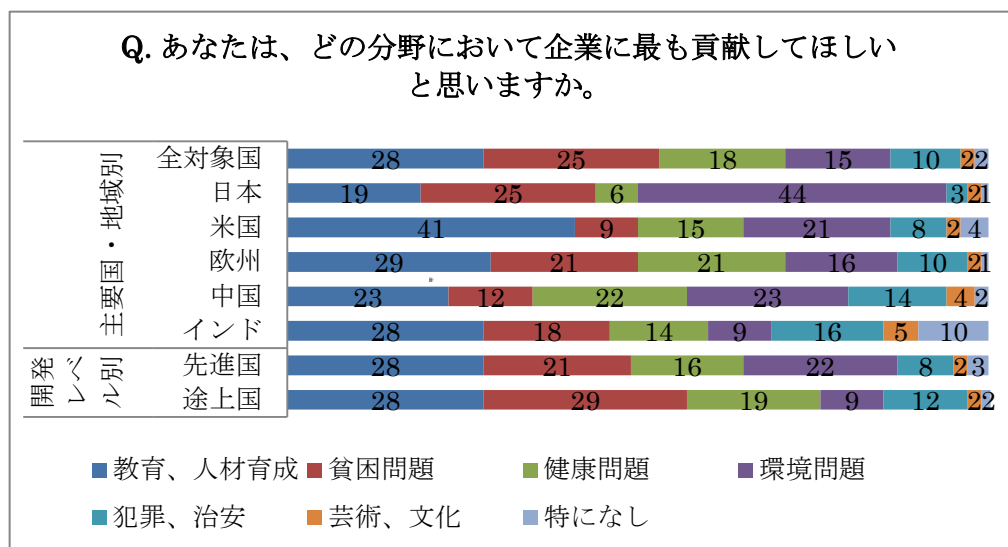
⁵ CSR の評価基準を満たす企業を選定し、それらの銘柄を集めたインデックス。SRI ファンドの普及に伴い、SRI ファンドのパフォーマンスと市場インデックスとの比較を可能にするベンチマークが求められ、1990年 Domini Social 400 Index が作られたのが始まりである（中尾 2007）。

小河（2010）によると、グローバル化が進み、企業にとっては自国以外のステークホルダーにもその企業活動の影響が及んでいることや、それまで CSR 全体を網羅するフレーム、思想や考え方がこれまでなかったことが、CSR に国際規格が必要とされる要因となった。国際規格の策定により、我々第三者が統一された基準で企業を CSR 活動面で比較することが可能になり、今後ますます外部からの厳しい視線が企業に注がれる時代になると推測される。

1.2 国・地域による CSR 活動の違い

この節では CSR 活動の国・地域による違いについて述べる。CSR という概念が普及する過程は、地域によって様々である。表 1-1 では地域別の CSR 活動に対する意識の比較を示しており、地域ごとに特徴があることがわかる。

表 1-1 CSR 活動に関する消費者の意識比較



(注)表内の数字は割合(%)を示す。

出所：NTT データスミス「CSR に関する意識調査」2009年9月

1.2.1 日米欧間の比較

まず、日米欧間の比較に関して、藤井（2005）を基に述べたい。欧州委員会の雇用社会総局と企業総局の両コミッショナーが議長を務め、NGO が集ったマルチステークホルダー・フォーラムでは、CSR を以下のように定義づけられている。

「CSRとは、社会面及び環境面の考慮を自主的に業務に統合することである。CSRは法律上、契約上の要請以上のことを行うことである。CSRは法律や契約に置き換わるものでも、また、法律及び契約を避けるためのものでもない。」

フォーラムの議長に環境総局の席が割り当てられておらず、報告書も環境問題をほとんど取り上げていないことから、マルチステークホルダー・フォーラムの検討の重点が社会面にあることが伺える。また、2000年のEUサミットにおいても、持続可能な発展戦略は「雇用と社会的連帯（一体性）」と「経済の競争力」の両立という観点から立てられており、環境保護が加えられたのは2001年のヨーテボリ・サミットにおいてである。ヨーロッパが社会問題に重きをおく理由の1つが、90年代に深刻な失業問題に直面したことである。失業問題は犯罪の増加による治安の悪化、家庭の崩壊などを通じて社会そのものの土台を蝕む恐れがある。政府は様々な対策をとったが、結局のところ、失業問題は政府の努力だけでは解決しない水準まで深刻化したため、産業界もその解決に貢献しようとしたことが、CSRのはじまりと考えられる。ヨーロッパのCSRは常に人材問題がその中核にある。

ヨーロッパ社会の経験がCSRに投影されている例は失業問題のほかにも個人情報保護がある。ヨーロッパは世界で最も厳格な規制をしいており、イタリア・スペインは特に厳しい。これには両国が過去にナチスへ協力した結果起こった悲惨な歴史が影響していると考えられる。

日本ではヨーロッパに比べて社会問題に関する教訓を得る機会を多くもたなかったかもしれない。経済成長、バブルの熱気が実際には生じていたであろう問題まで覆い隠してしまっていたため、社会問題に対する危機意識がヨーロッパと比べると足りなかったと考えられる。

ヨーロッパのCSRには途上国問題も柱の1つである。これは、グローバル化の負の側面、先進国が付加価値の高い製品を途上国に売り、途上国の農産物や鉱物資源を安く買いたたく構造に批判の目が向けられたことによる。さらに、ヨーロッパが旧宗主国としてかかえるアフリカ諸国に対する政治的立場も影響している。空前の規模と速度で人々の生活水準が向上し、グローバル化のプラスの面を体現しているアジアに比べ、アフリカでは依然停滞が続いていることが、ヨーロッパが「開発」をCSRの重要な項目とした背景の1つであるとも考えられる。ヨーロッパのCSRの核は、「人材問題+途上国の人権問題」と捉えることが理解の助けになるであろう。

ヨーロッパのCSRは先ほどの定義で見た通り、「法律要請を上回るもの」であり、

かつ「社会面及び環境面への考慮を業務に統合すること」であるが、一方でアメリカや日本はどのような特徴があるのだろうか。アメリカのCSRについては、欧州委員会が「フィランソロピー×地域社会」と表現したことから見て取れるように、利益の一部を寄付する利益処分の考え方で、地域社会に貢献するという構図が根本にある。地域社会に対する思い入れの強さは、アメリカという国家が、地域社会がまず形成され、それから州ができ、最後に国家が成立したことが影響していると考えられる。また、ヨーロッパでは利益をあげる過程が問われるのに対し、アメリカは利益処分の方法に重きを置く点も大きな違いである。

次に日本との比較を行う。日本にとってCSRは輸入された言葉だが、CSRとは何かという問いかけはなされず、当時メディアを賑わせていた、企業スキャンダルへの絶好の警句として用いられた。企業スキャンダルの中心が法令違反であったことから、CSRは法令遵守と同義に使われることが多い。法令遵守を「社会的責任」の一部ではなく、独立した問題と捉える欧米との違いである。また、地域社会やフィランソロピーを大切にする点はアメリカと類似している。国家の生い立ちはアメリカとは全く異なるが、日本企業は伝統的に工場や支店などがある地元社会との融和に心を砕いてきた。地元のお祭りへの参加から工場グラウンドの近隣住民への開放など今でも様々なことが行われている。さらに大企業もアメリカの「フィランソロピー×地域社会」型貢献の重要性を貿易摩擦の教訓として学び、彼の地で実践したが、同時にアメリカの考え方が日本に輸入されて国内でフィランソロピーブームが起こった。これらに加え、2010年時点でのISO14001⁶国別取得件数が世界第2位（1位は中国、表1-2参照）であるなど、元来環境分野に非常に敏感な特質をもつ日本のCSRの特徴を総括して、「環境＋社会貢献＋法令遵守」といえるだろう。

表 1-2 ISO14001 国別登録件数（単位：件、2010年）

1位	中国	55,316
2位	日本	39,556
3位	スペイン	16,527
4位	イタリア	14,542
5位	イギリス	10,912
6位	韓国	7,843
7位	ルーマニア	6,863
8位	ドイツ	5,865
9位	アメリカ	5,225
10位	チェコ共和国	4,684

出所：JICQA ホームページより作成

⁶ ISO14001は、国際標準化機構が発行した環境マネジメントシステムに関する国際規格の総称。

もとより CSR に唯一の正しい定義があるわけではないが、重要なことは、ヨーロッパの CSR に日本が気づいていない内容があるとしたら、その内容について検討することであると、藤井（2005）では述べられている一方で、近年では次第に CSR と法令遵守には質的な差があるという理解が企業関係者の間で浸透しつつあると、藤井・新谷（2008）では述べられている。

1.2.2 アジアにおける CSR 活動

続いて、藤井・新谷（2008）を基に、アジアにおける CSR 活動について触れたい。米・コーネル大学教授のスチュアート・L・ハートはその著『未来をつくる資本主義』において、「多国籍企業が株主を満足させるために拡大戦略を追求すれば、モノカルチャー経済・労働権・文化支配などに対する不安の声が各方面で上がってくる。進出先の地域文化や生態系に無関心を装い、『よそ者』で居続ける限り、多国籍企業はビジネス的なポテンシャルさえ十分に発揮することはできないだろう」と指摘する。CSR においても同様の考え方ができ、その地域の社会的課題は何かを認識し対応していくことが、土着力ある CSR には必要である。

CSR のコンセプトが認識されていないアジアの発展途上国において、CSR への対応が始まるのは、すでに CSR に取り組む外資企業と取引のある企業からであるケースが多い。中小企業ともなれば、取引先からの要請が CSR に取り組むきっかけとなる場合が多い。この背景には、CSR 調達⁷の概念が先進国企業において一般化されてきたことがある。インドネシアやベトナムにおける米国スポーツメーカーのナイキの契約工場における労働環境をめぐる問題から、全世界的に広まった不買運動にまで発展した事件がひとつの契機となって CSR 調達の考え方は広まった。多くの多国籍企業はサプライヤーの事業を品質と価格だけでなく、人権・労働・環境など CSR に関わる様々な視点から監査するようになったため、途上国企業はその期待に応える必要に迫られている。しかし、条件を課せられる側の中小企業にとっては、その対応に要するコスト負担は大きいため、容易に対処できるものではない。

こうしたコスト問題に対し、成長著しいベトナムの例をあげる。ベトナムでは 1999 年から企業や商工会議所、さらには NGO が共同で、ベトナム・ビジネス・リンクス・イニシアティブ (VBLI)⁸ という枠組みをスタートさせており、様々な CSR 面での中小

⁷ 調達元には調達先の CSR についても責任があるという概念。

⁸ 英国の国際開発省が行ったベトナムにおける靴産業の調査をもとに、同調査に協力した企業や専門家がベト

企業に対する提案を行っている。ただ取引相手に行動規範の遵守を迫るのではなく、共に改善していく仕組みを構築する姿勢はアジアなど途上国におけるCSRのグローバル展開には必要であり、地場中小企業にとってもCSRを意識するきっかけになっていると考えられる。

アジアの地場企業が取り組むCSRは外資企業からの要請によりグローバルな動向に対応している企業が増えつつあるものの、ステークホルダーから信頼を得るために必要な説明責任が不十分なことや、そもそも開示されるデータの信頼性に疑問符がつけられるといった問題も生じている。また、NGOや消費者からのプレッシャーによって社会的課題に気づくばかりでなく、日常に存在する貧困などの社会的課題こそがCSRの推進力であることも、アジア地場企業のCSRの特徴である。なお、ISOの環境マネジメントシステム企画であるISO14001などの国際規格を取得する企業がアジアには多く、表1-2でも示したが2007年に中国はそれまで1位だった日本を抜き、今現在1位を維持している。これは、中国企業がグローバル化するにあたり、いかにして自社の国際競争力を高めるか、外資企業からの信頼を勝ち取るか、との認識から取得を進めていると考えられる。

中国のような社会主義国の場合、国営企業はもちろんのこと、私企業であってもその社会的責任は国家の発展に寄与する、という目的が明確な場合が多い。パソコンメーカーのレノボは北京五輪開催にあたり最大のスポンサーとなったが、これは広告宣伝のみならず、中国で国際的に最もよく知られた企業のひとつである同社の責任として、五輪の成功を支えることが重要なミッションであったことが伺える。行政との結びつきの強さが企業の力に直結する社会、また、政府の役割が大きな社会では、自ずと政府に権益が発生し、様々な汚職問題が生じる傾向にある。社会構造的に腐敗しやすく、それが常態化している可能性が高い国が少なくないのだ。

一方、東南アジアでは総じて政府が自国企業のコンプライアンス徹底のため、また、企業の発展段階において軽視しがちになる外部不経済⁹としての環境問題への対策として、国内のCSRを推進させるための中心的な役割を担っており、外資企業の信頼を築き続けている。

アジアにおいてCSRへの関心が高まってきている兆候の1つに、AFCSR (Asian Form on Corporate Social Responsibility) に代表されるような、CSRに関する国際

ナム靴産業の発展のための課題を改善すべく立ち上げたもので、中小企業向けコンサルティングや研修事業のほか、CSR面での中小企業に対する様々な提案を行っている。

⁹ 経済活動に伴う直接関係を有していない第三者が受ける不利益のことで、環境汚染は外部不経済の代表例である。

会議が頻繁に開催されるようになってきたことがあげられる。国際会議において、自社の経験やノウハウを伝え、共有することは、自社の CSR をブラッシュアップし、広く社会問題の解決のためのノウハウを普遍することに役立つ。CSR はビジネスモデルのように、特許を取得したり、他社との差別化のために情報を非公開とすることが、企業の持続可能性を高めるという類のものではない。むしろ広く自社の経験を多様なステークホルダーと共有していくことで、社会問題の解決を促すほうが CSR の本質に合致するのだ。

アジアにおいてはBOPビジネスと呼ばれる形態も盛んに行われている。BOPとは“Bottom of the Pyramid”の略語で、1日2ドル以下で暮らすような貧困層を指す。例えば、ヒンドゥスタン・ユニリーバ¹⁰が行う「プロジェクト・シャクティ」では、BOP市場における貧困からの脱却をめざし、自立意欲のある女性を村から選び、ディストリビューターとして育成し、製品を販売させた。彼女らが起業できるよう支援するほか、衛生の重要性を説明して回ることで、農村向けインターネット・ポータルサイトの構築、ITキオスクの設置を通じて健康・農業・教育等の情報が得られるようにすること、さらに女性のエンパワーメント支援を行うことで、企業イメージを高めている。BOPビジネスはあくまでビジネスであるため、マーケティングの観点も必要となる。しかし、通常のマーケティングであれば「どうすれば売れるか」に焦点が置かれるが、CSRの視点から言えば、単に「売れる」だけでなく、売った結果として、買った人やディストリビューターにどのような効果をもたらすのかを認識する必要があるのだ。

日本は依然としてアジアにおいて唯一、誰もつくったことのない製品をつくり出す能力を有する国家である。しかし、開発や部品調達、生産といった一連の活動の全てが日本の中で完結することは通常ない。アジアの国・地域のアジア域内に対する直接投資の主体として日本の地位は他を圧倒している。このような日本の直接投資はアジアの国・地域間で中間財を相互に輸出入し合う、相互依存型の貿易関係の緊密化をもたらしている。このネットワークこそが、政治状況や価値観の異なるアジア諸国を束ね、安定化させる大きな要因となっており、日本企業が「アジア」のCSRに真剣に向き合わなければならない理由の1つでもある。

1.2.3 アフリカにおける CSR 活動

地域別の CSR 活動の違いの最後に、アフリカにおける CSR 活動について、藤井・

¹⁰ ユニリーバのインド法人。

新谷（2008）を基に述べたい。ミレニアム開発目標の期限である 2015 年に向けた折り返し地点として、2007 年にその目標達成度を評価する報告がなされたが、その際、指標の改善に貢献したのはアジア各国の経済成長に伴う貧困層の減少が大きく、1 日 1 ドル以下で生活する人口が 4 割を占めるサブサハラ・アフリカの状況には大きな改善が見られないことが明らかになった。近年の資源ニーズの高まりは、グローバル社会のアフリカへの関心を高めているが、平均余命が 40 歳前後の国や、識字率が 3 割にも満たない国があるなど、ベーシック・ヒューマン・ニーズにおける改善は他地域と比べて格段に遅れている。

日本と比べて欧米企業にとってのアフリカは、植民地化していた歴史もあって言葉が同一であることや、地理的に近いという利点があり、CSR の観点から行われたプロジェクトもいくつも見られる。また、アフリカのエイズや感染症問題への支援を行うキャンペーンでも、民間企業は力を発揮しており、U2 のボノが提唱した「プロダクト・レッド」と呼ばれるキャンペーンには、その趣旨に賛同した企業が横断的に参画、製品の売り上げの一部がアフリカでのエイズ・結核・マラリア対策に充てられている。例えばアップル社は iPod nano に真っ赤なボディのバージョンを準備し、1 台あたり 10 ドルが寄付されている。こうしたマーケティングとの組み合わせ、社会貢献を行う手法（コーズ・リレーテッド・マーケティング）は、企業の社会貢献の新たなトレンドとして注目されている。

日本企業のアプローチとしては住友化学によるオリセットネット（蚊帳）事業がある。このプロジェクトは単にマラリアの予防というだけでなく、現地生産により産業や多くの雇用を生み出していることが評価されている。しかし、このようなケースは日本企業においてはまだ限定的である。2008 年の TICAD iv¹¹ の開催や、資源需要の高まりと共に、アフリカへの関心は高まっており、日本企業のアフリカでの事業展開は今後増加すると考えられる。その際、アジア同様、地域の社会的課題に目を向け、その対応を事業の中に組み込むことが重要である。ミレニアム開発目標の達成に向け、多国籍企業への貢献期待が一層高まることが予想されるだけに、日本企業は今をアフリカビジネスの好機と捉えるのみならず、アフリカの持続可能な成長を促進する好機とも捉え、アフリカに対する CSR アプローチを検討すべきだと考えられる。

¹¹ 第 4 回アフリカ開発会議。2008 年に横浜で行われ、「元気なアフリカを目指して—希望と機会の大陸」の基本メッセージの下で、アフリカ開発の方向性について議論された。

1.3 産業ごとの CSR 活動の特徴

この節では、現在の CSR 活動の産業ごとの特徴について、「2008 年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」を基に述べたい。

1.3.1 自動車業界

自動車業界は、CSR 活動と財務が不均衡な企業が増加している。「2008 年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」において、世界 CSR ランキングの上位 100 社に、プジョー、GM、ルノー、フォルクスワーゲン、ダイムラーの欧米勢 5 社が含まれているが、これらの企業は全体財務ランキングで 600~700 位あたりに位置する。一方、財務ランキングでは 100 位台中盤で優位性を見せる日系 3 社の日産自動車、トヨタ自動車、本田技研工業の CSR は、110 位、133 位、433 位と、欧米勢の後に続いている。

こうした不均衡は、自動車業界における近年の競争激化と再建劇に起因するようには思える。例えば GM では、工場閉鎖や人員削減等、大幅な事業再建を推し進めた。自動車の台当たりコストの重い足かせとなっていた健康保険制度をめぐる全米自動車労組(UAW)との激しい労使交渉は記憶に新しい。しかし、再建に伴う「負のイメージ」を払拭すべく、CSR 活動に尽力した結果が今評価されていると考えられる。欧州でも同様の傾向がみられ、プジョーは人事政策でグローバルな CSR フレームワークを適用する等、労使関係維持に配慮している。このような「社会」や「従業員」との協調活動が、自動車業界における CSR の 1 つの特徴として表面化している。

自動車業界の今後にとって非常に大切な社会的ミッションは、次世代のパートレイン（動力源）技術や環境技術を開発である。2012 年 6 月には、次世代エコカーの燃料電池車で先行するため、トヨタと BMW の業務提携拡大が発表され、さらに 2012 年 11 月には、本田技研工業が創エネ事業拡大、東芝と提携してスマートホーム等、住宅事業に本格参入することがメディアで報じられた。地球環境問題とエネルギー問題への対応なくしては、自動車の未来を考えることはできないのである。

1.3.2 製薬業界

製薬業界の「2008 年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」における存在感は、上位 10 社のうち 3 社、上位 100 社のうち 15 社を占めていることからわかるように、非常に大きい。製薬業界は増大する高齢者人口や新興国市場の拡大等、未踏領域・開拓余地はますます広がり、大きな成長機会が存在している。しかしその一方で、

先進国に共通する増大する医療費の抑制問題や、巨額の研究開発費を投じるものの、新薬が市場に出る確率が徐々に低下しつつあるという現状がある。この業界において最大の社会貢献とは、治療効果の高い新薬を開発し、適正な価格で市場に提供し、病気で苦しむ患者を救うことにほかならないため、Newsweek のランキングでも用いている CSR の評価項目の重要性は否定しないものの、本業を通じて社会貢献を実現すべきものである。こうした観点から、医薬品の開発、販売、価格設定、保険制度等に関わる規制・制度環境が本業と CSR を結び付ける重要な要素であり、巨額な研究開発費に対して適正な利潤を保証することによって初めて研究開発のインセンティブが生まれ、新しい薬による患者の利益が創出されることになる。製薬業界の今後の発展には、規制・制度を通じた行政の後押しも必要だと考えられる。

1.4 CSR 活動と企業戦略

「2008 年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」によると、近年では、CSR 活動の中でも、環境対応を企業戦略の根幹に据える企業が増えてきている。例えば素材・部品メーカーは、完成品メーカーが消費者の支持を得るために行う環境対応戦略に応えるべく、薄く小さく、リサイクル性の高い材料の開発を戦略の目玉に据えるという、連鎖反応が起こっているのだ。また、天災や事故が起きても自社製品の価値を提供し続けることが、CSR 活動の 1 つであるという認識も高まっている。電力・通信・金融・インフラといった、公共性の高い社会インフラ企業が事業継続性を重視することは当然だが、例えば素材・部品メーカーにおいても、工場で事故や、安全・品質問題を起こしてしまうと幅広い顧客業界に打撃を与えてしまう。こうした問題を予防するだけでなく、仮に問題が起きても供給を維持できるようにしておくことが、顧客業界からの信頼を掴むためには重要になっている。さらに、企業統治（コーポレートガバナンス）の問題も注目を集めている。敵対的買収に対抗する防衛策を導入し、一方で社外取締役などの統治体制は強化しないという、内向きな企業防衛の姿勢を打ち出す企業が増加していることが、日本の株式市場は閉鎖的という印象を強め、市場全体の低迷に帰結しているという批判もある。

これら 3 つの変化が、「CSR が経営トップの戦略的事項になっている」のであり、グローバルに事業を拡大する上で、CSR の要素を企業理念にして掲げることが重要になりつつある。新興国市場への進出が先進国による「収奪」の構図と受け取られてしまえば、事業は成功しない。明文化した企業理念を掲げ、その精神に沿って日々の行動を律することが、多様な文化の中で成功する秘訣であると考えられる。

ろう。

多くの日本企業にとって、先進国市場での環境ニーズへの対応と、グローバル市場での事業拡大は、企業成長の2大テーマになっている。資源の少ない国、欧米と異なる文化をもつ国を発祥とする日本企業として、CSR重視の企業戦略をいかに打ち出すべきかが問われている。

第2章 理論分析

前章ではCSR活動の現状について幅広く触れたが、本章では、CSRという概念が経済学の理論分野でどのように取り上げられているか、Baron (2008) 等の論文を通じて述べたい¹²。

2.1 消費者・株主・経営者とCSR活動に関する理論分析

Baron (2008) は株主と経営者の間でなされるCSR活動に関する補償契約 (compensation contract) という概念を用い、消費者のCSR活動に対する選好度の上昇が契約の中身にどのような影響を与えるか、さらには企業の経済パフォーマンスとCSR支出との相関について分析している。

2.1.1 モデル設定

Baron (2008) では、株主とCSR活動を行う企業との間において以下のような流れが存在することを仮定している。まず株主が経営者を選択し、補償契約を提示し、もしその契約を経営者が受け入れれば、実際に経営者として会社を運営することが決まり、自身の経営努力水準と企業の社会的支出額の程度を決める。決算期になり企業の利益と社会的支出額が判明した後、先に結ばれた補償契約に従って利益の一部がCSR補償額として経営者に支払われ、残余利益は株主に配当される。

企業の利益 π を、経営者の能力 $a \in A$ 、経営者の努力水準 $e \in [0, \infty)$ 、時期 $\phi \in \Phi$ 、そして社会的支出 S の関数とする。また、経営者は社会的支出に関する高度な専門知識は持っていないこと、 S は利益と同様、第三者機関に調査されることを仮定している。

分析の単純化のため、営業利益（経営者への補償分は含まず）を以下のように定義する。

$$\pi = \phi(ae + \tau S) - S \quad (2.1)$$

$\tau \in [0, \infty)$ は、社会的支出に対する消費者の評価を反映したパラメータである。例えば、消費財を販売する企業では $\tau > 0$ となる一方、企業向けの商品を販売しているような、B to B の企業では $\tau = 0$ となりうる。また、 ϕ は「CSR企業の業績（営業利益）にとってどれほど好ましい時期であるか」と解釈できるため、 ϕ が高い値であればあるほどCSR企業にとって好ましい時期であるといえる。さらに、経営者は社会的支出に

¹² 理論文献の探索には、文献サーベイとして、Markus and Shimshack (2012) を用いた。

関する高度な専門知識を持っていないと仮定しているため、社会的支出 S が営業利益 π に与える影響は、経営者の能力 a に依存しない。

社会的支出 S と、経営者の能力 a や努力水準 e との違いは、前者は観察可能であり、後者は不可能であるという点と、前者は社会的支出に関心のある一部の株主にのみ評価される一方、後者に関しては、全株主がより高い水準が望ましいと考えている点にある。

2.1.2 経営者側

株主に選ばれうる潜在的な経営者は、能力以外は全て同一であるとみなし、能力の分布関数を $G(a)$ とおく。また、 $A = [\underline{a}, \bar{a}]$ である。経営者の効用は以下のように表せる。

$$u = I - \varphi(e) + v(S) \quad (2.2)$$

I は補償契約による収入、 $\varphi(e)$ は経営者の努力費用、そして $v(S)$ は社会的支出をして社会貢献が認知されることによる効用上昇分を表している。具体例としては、CSR 活動がメディアで取り上げられ、世間から賞賛を受けることで効用が高まることがあげられる。 $\varphi(e)$ は増加凸関数、 $v(S)$ は増加凹関数であり、経営者は収入に関してリスク中立的であると仮定する。また、 $\varphi(e)$ と $v(S)$ は潜在的な経営者全員共通なものとする。 $v(S)$ に関しては世間に認知されて初めて得られるため、経営者は社会的支出 S を開示することに関心があることも表している。

補償契約は観察可能な線形の関数と仮定し、 I を以下のように定義する。

$$I = \beta\{\phi(ae + \tau S) - S\} + \gamma S + \kappa \quad (2.3)$$

β , γ , κ は報告される経営者の能力に関する情報に依存する、契約パラメータである。解釈としては、 β は利益分配割合を表し、 γ は社会的支出インセンティブを表している。株主は実際に選択した経営者から能力に関する報告を受けた後に、経営者を変更することはできないものとする。

(2.3)式のような補償契約を所与として、経営者は ϕ を観察し、努力水準と社会支出額を以下の式に基づいて決定することとなる。

$$(e^*, S^*) \in \arg \max u = \beta\{\phi(ae + \tau S) - S\} + \gamma S + k - \varphi(e) + v(S) \quad (2.4)$$

ここで次の(2.5),(2.6)式のような条件を仮定する。

$$\phi(e) = \frac{c}{2}e, c > 0 \quad (2.5)$$

$$v(S) = bS - \frac{m}{2}S^2, b \geq 0, m \geq 0 \quad (2.6)$$

これらの仮定に基づくと、経営者の努力水準と社会的支出は、

$$e^* = \frac{\beta\phi a}{c} \quad (2.7)$$

$$S^* = \begin{cases} \frac{\beta(\phi\tau - 1) + \gamma + b}{m} & \beta(\phi\tau - 1) + \gamma + b \geq 0 \\ 0 & \beta(\phi\tau - 1) + \gamma + b < 0 \end{cases} \quad (2.8)$$

(2.7)、(2.8)式、さらに $S^* > 0$ であることから、 e^* と S^* は ϕ の増加関数であるため、企業の業績にとって好ましい期には、経営者の努力水準と社会的支出額は大きくなる。

ここで、観察可能な変数として π と S に加えて、経営者が報告する自らの経営能力 \hat{a} についても考慮する。すなわち、契約パラメータは $\{\beta(\hat{a}), \gamma(\hat{a}), \kappa(\hat{a})\}$ となる。この結果、(2.7)、(2.8)式で求めた e^* 、 S^* は ϕ のみならず \hat{a} の関数となり、それぞれ $S^*(\phi, \hat{a}; a), e^*(\phi, \hat{a}; a)$ となる。

$S^* > 0$ の場合、企業の営業利益は、(2.1)式を用いて以下のように表せる。

$$\pi(\phi, \hat{a}; a) = \frac{\beta(\hat{a})\phi^2 a^2}{c} + \frac{(\phi\tau - 1)\{\beta(\hat{a})(\phi\tau - 1) + \gamma(\hat{a}) + b\}}{m} \quad (2.9)$$

さらに、 ϕ に応じた企業の期待営業利益は、 ϕ の分布関数を $F(\phi)$ とすると、 $\phi = [\underline{\phi}, \bar{\phi}]$ において、以下のように表せる。

$$E_{\phi} \pi(\phi, \hat{a}; a) = \int_0^{\infty} \pi(\phi, \hat{a}; a) dF(\phi) \quad (2.10)$$

2.1.3 株主側

一般市民は、社会的支出を行っている企業の株主になることによって、金銭的利得

(株の配当、 $\hat{\pi} = \pi - I$) と、社会的利得 (企業が社会的支出 S^* を行うことを通じて得る利得) の 2 種類の利得を得るとする。また、彼らは自ら寄付活動を行うこと (personal giving) や、社会的支出を行っている企業の株を持つことで自身の効用の上昇に繋がっていると仮定し、なおかつ寄付活動による効用上昇分と企業の株を持つことによる効用上昇分の比率を $\theta \in [0, 1]$ とおく。すると、一般市民の社会的活動から得られる満足度の合計は、以下のように表せる。

$$\sigma = g + \eta \theta S^*(\phi, a) \quad (2.11)$$

g は寄付活動を、 η は持っている株の量 (割合) を意味している。一般市民の選好は様々であり、選好の分布関数を $H(\theta)$ とする。 $\theta = 0$ のタイプの一般市民は、金銭的な利得にのみ関心をもっていることになる。

タイプ θ の一般市民の効用関数 W_θ は以下のように表せる。

$$W_\theta = z + \eta \hat{\pi}(\phi, \hat{a}; a) + y(\sigma) \quad (2.12)$$

ここで、 z は貯蓄分、 $y(\sigma)$ は社会的満足度 σ に基づく効用を表している。 $y(\sigma)$ については増加凹関数を仮定する。タイプ θ の一般市民の財の初期保有量を $w^0(\theta)$ とすると、予算制約式は以下のようになる。

$$\eta \rho + g + z \leq w^0(\theta) + \eta^0(\theta) \rho \quad (2.13)$$

ここで、 ρ は企業の市場価値を、 $\eta^0(\theta)$ はタイプ θ の一般市民が株の初期保有分を意味している。

一般市民は g と η を適切な量に設定することで、期待効用 $E_{\phi, a} W_\theta$ を最大化する。資本市場では、均衡は以下のような一階の条件から求まる。

$$\frac{\partial E_{\phi, a} W_\theta}{\partial g} = -1 + E_{\phi, a} y'(\sigma) \leq 0; \frac{\partial E_{\phi, a} W_\theta}{\partial g} g^*(\theta) = 0 \quad (2.14)$$

$$\frac{\partial E_{\phi, a} W_\theta}{\partial \eta} = -\rho^* + E_{\phi, a} \hat{\pi}(\phi, \hat{a}; a) + \theta E_{\phi, a} S^*(\phi, \hat{a}; a) y'(\sigma) \leq 0$$

$$; \frac{\partial E_{\phi, a} W_\theta}{\partial \eta} \eta^*(\theta) = 0 \quad (2.15)$$

ここで、 $\{g^*(\theta), \eta^*(\theta)\}$ は最適な資源配分を、 ρ^* は均衡における企業の市場価値を示

している。

さらに、寄付活動(personal giving)を行うことと、社会的支出を行う企業の株を持つことが無差別であるタイプを θ^* とすると、(2.14)、(2.15)式より ρ^* が以下のように求まる。

$$\rho^* = E_{\phi,a} \hat{\pi}(\phi, \hat{a}; a) + \theta^* E_{\phi,a} S^*(\phi, \hat{a}; a) + \theta^* \text{cov}_{\theta^*} \{S^*(\phi, \hat{a}; a), y'(\sigma)\} \quad (2.16)$$

ここで、 $\text{cov}_{\theta^*} \{S^*(\phi, \hat{a}; a), y'(\sigma)\}$ は $[\theta^*, \bar{\theta}]$ 区間の共分散を示している。

(2.16)式において、 $\theta < \theta^*$ のタイプの一般市民は企業の株は持たず、寄付活動のみを行う一方、 $\theta > \theta^*$ のタイプは寄付活動を行わず、企業の株の保有に財を割り当てることは自明である。したがって企業の株主になりうる一般市民のタイプは $\theta \in \Theta^* \equiv [\theta^*, \bar{\theta}]$ である。資本市場における均衡は企業が発行する株の総数を1に標準化した場合、以下のように表せる。

$$\int_{\theta^*}^{\bar{\theta}} \eta^*(\theta) dH(\theta) = 1 \quad (2.17)$$

株主の期待効用 $W(\theta)$ は、

$$\begin{aligned} W(\theta) = & \int_{\underline{a}}^{\bar{a}} E_{\phi} [\eta^*(\theta) (\pi(\phi, \hat{a}; a) - \beta(\hat{a})\pi(\phi, \hat{a}; a) - \gamma(\hat{a})S^*(\phi, \hat{a}; a) - k(\hat{a})) \\ & + y(\eta^*(\theta)\theta S^*(\phi, \hat{a}; a))] dG(a) \end{aligned} \quad (2.18)$$

となり、さらに株主の累積期待効用 W は、

$$\begin{aligned} W = & \int_{\underline{a}}^{\bar{a}} E_{\phi} [\pi(\phi, \hat{a}; a) - \beta(\hat{a})\pi(\phi, \hat{a}; a) - \gamma(\hat{a})S^*(\phi, \hat{a}; a) - k(\hat{a}) \\ & + E_{\theta \in \Theta^*} y(\eta^*(\theta)\theta S^*(\phi, \hat{a}; a))] dG(a) \end{aligned} \quad (2.19)$$

となる。そして株主は累積期待効用 W を最大化するように、経営者と補償契約を結ぶことになる。

分析を単純にするため、株主の社会的満足度に基づく効用は、 $y(\sigma) = \delta\sigma, \delta > 0$ とい

うように線形であると仮定すると、株主の累積的な社会的満足度は

$$\int_{\theta^*}^{\bar{\theta}} \delta \theta dH(\theta) = \delta \eta^*(\theta) \theta^0 S^*(\phi, \hat{a}; a) \quad (2.20)$$

と表せる。ここで $\theta^0 \equiv \int_{\theta^*}^{\bar{\theta}} \eta^*(\theta) \theta dH(\theta)$ は累積的かつ加重された株主の社会的満足度である。

最終的に、 $U(\phi, \hat{a}; a) = u^*$ として、(2.19)式に(2.4)式を代入して、株主の累積期待効用関数は以下のように表せることになる。

$$W = \int_a^{\bar{a}} E_{\phi} \left[\frac{\beta(\hat{a}) \phi^2 a^2}{c} + (\tau \phi - 1) S^*(\phi, \hat{a}; a) - \frac{\beta(\hat{a})^2 \phi^2 a^2}{2c} + b S^*(\phi, \hat{a}; a) - \frac{m}{2} (S^*(\phi, \hat{a}; a))^2 - U(\phi, \hat{a}; a) + \delta \theta^0 S^*(\phi, \hat{a}; a) \right] dG(a) \quad (2.21)$$

2.1.4 CSR 活動に関する補償契約

経営者の実際の能力が a で、株主に報告する能力を \hat{a} とすると、経営者の期待効用関数は、以下のように表せる。ただし、 $S^*(\phi, \hat{a}; a)$ は常に正であるとする。

$$U(\hat{a}; a) \equiv E_{\phi} U(\phi, \hat{a}; a) = \frac{\beta(\hat{a})^2 E_{\phi} \phi^2 a^2}{2c} + \frac{E_{\phi} (\beta(\hat{a})(\phi \tau - 1) + \gamma(\hat{a}) + b)^2}{2m} + k(\hat{a}) \quad (2.22)$$

株主は経営者の能力を観察することはできず、より能力の高い経営者からより高い努力水準を引き出したいと考えるため、 $\beta(\hat{a})$ は増加関数のはずである。ところが、能力の低い経営者が自らの能力を偽って報告するインセンティブが生じている。

この契約問題に顕示原理(revelation principle)を当てはめることで、問題を「正しく報告することが支配戦略になるようにする」と捉えることができる。誘因両立性制約は、いかなる a, \hat{a} についても、以下の不等式が成り立つことである。

$$U(a) \equiv U(a; a) \geq U(\hat{a}; a) \quad (2.23)$$

これに加えて、経営者が契約を受け入れるためには、以下の条件が必要である。

$$U(a) \geq 0 \quad (2.24)$$

ここで右辺は留保効用を表している。

まず、(2.23)、(2.24)式を満たす実現可能な補償契約について考えるが、いかなる場合でも $\beta(a)$ は増加関数であることが示されているため、株主はより高い能力を持つ経営者に対しては、わずかに高い β （利益分配割合）を与えなければならない。

それに加えて、より高い能力をもつ経営者にはより高い期待効用を持つことがわかっているため、いかなる（潜在的な）経営者が契約を受け入れる場合、(2.24)式は $U(a) \geq 0$ を満たすことになる。この時、

$$U'(a) = \frac{\beta(a)^2 E_\phi \phi^2 a}{c} \quad (2.25)$$

が成立している。

(2.23)式の誘因両立性制約は株主の累積期待効用を示す(2.21)式に組み込むことができ、

$$W = \int_{\underline{a}}^{\bar{a}} E_\phi \left[\frac{\beta(a)\phi^2 a^2}{2} - \frac{\beta(a)^2 \phi^2 a^2}{2c} - \frac{\beta(a)^2 \phi^2 a}{c} \left(\frac{1-G(a)}{g(a)} \right) - U(\underline{a}) \right. \\ \left. + (\tau\phi - 1)S^*(\phi, a) + bS^*(\phi, a) - \frac{m}{2} (S^*(\phi, a))^2 + \theta^0 \delta S^*(\phi, a) \right] dG(a) \quad (2.26)$$

と表せる。この式において、 $S^*(\phi, a) \equiv S^*(\phi, a; a)$ であり、 $g(a)$ は $G(a)$ の密度関数である。 $G(a)$ が均一分散の場合、 $1-G(a)/g(a) = \bar{a} - a$ である。

補償契約において最適な利益インセンティブ β を求めるために、株主の累積期待効用を表す(2.26)式を β で微分すると、

$$\hat{\beta}(a) = \frac{E\phi^2 a^2 + \frac{c\tau^2 \text{Var}\phi}{m}}{E\phi^2 a(2\bar{a} - a) + \frac{c\tau^2 \text{Var}\phi}{m}} \quad (2.27)$$

と β を算出できる。ここで $\text{Var}\phi$ は ϕ の分散を示している。まず、 $\tau = 0$ の場合を考えると、

$$\hat{\beta}(a) = \frac{a}{2\bar{a} - a} \quad (2.28)$$

と表すことができ、 $\hat{\beta}(a)$ は単調に増加することがわかる。次に、 $\tau > 0$ の場合(2.27)式において $\hat{\beta}(a)$ は以下の条件の下でU字型を描いてしまう。

$$\underline{a} < \bar{a} \equiv \frac{c\tau^2 \text{Var}\phi}{amE_\phi\phi^2} \left(\sqrt{1 + \frac{\bar{a}cmE_\phi\phi^2}{c\tau^2 \text{var}\phi}} - 1 \right) \quad (2.29)$$

(2.29)式を満たさない場合、最適な利益分配割合は(2.27)式の通りであるが、前述のように、 $\beta(a)$ は増加関数にならなくてはならない。

したがってここからは(2.29)式が成り立つという仮定の下で分析を進める。この場合、経営者の能力がある一定範囲の場合($a \in [\underline{a}, a^0]$)、最適な利益分配率 $\beta^*(a)$ は一定でなければならない。この性質を考慮して最適な利益インセンティブを算出すると、以下のようなになる。

$$\beta^*(a) = \begin{cases} \beta^0 & a \leq a^0 = \hat{a}^0 \\ \hat{\beta}(a^+) & a \leq a^0 = a^+ \\ \hat{\beta}(a) & a > a^0 \end{cases} \quad (2.30)$$

$$\beta^0 = \frac{E_\phi\phi^2((a^0 + \underline{a})^2 - a^0 \underline{a}) + \frac{3c\tau^2 \text{Var}\phi}{m}}{E_\phi\phi^2(a^0(3\bar{a} - a^0) + \underline{a}(3\bar{a} - \underline{a} - a^0)) + \frac{3c\tau^2 \text{Var}\phi}{m}} \quad (2.31)$$

\hat{a}^0 , a^+ は以下の数式を満たす。

$$\begin{aligned} & -E_\phi\phi^2 \bar{a} \hat{a}^0 (\hat{a}^0{}^2 + \hat{a}^2 \underline{a} + 2\underline{a}^2) + \frac{c\tau^2 \text{var}\phi}{m} (\hat{a}^0 (3\bar{a} - 4\hat{a}^0)) \\ & + \underline{a} (2\hat{a}^0 + 2\underline{a} - 3\bar{a}) \equiv 0 \end{aligned} \quad (2.32)$$

$$a^+ = \arg \min \hat{\beta}(a) \quad (2.33)$$

したがって、例えば $a^0 = \hat{a}^0$ の場合、最適な利益インセンティブ $\beta^*(a)$ は、U字型関数 $\hat{\beta}(a)$ が減少しているところでは定数 $\hat{\beta}(a^+)$ となり、 $\hat{\beta}(a)$ が増加しているところでは

$\hat{\beta}(a)$ となる。

すなわち、最も能力が高い経営者を選ぶとき、利益の配分が全て経営者への補償契約による収入にまわるが、そうでない場合は株主への配当にまわされる残余利益が存在する。また、能力の低い経営者に対する $\beta^*(a)$ は一定となる。

また、最適な社会的支出インセンティブ γ^* は以下のように表される。

$$\gamma^*(a) = \theta^0 \delta + (1 - \beta^*(a))(\tau E_\phi \phi - 1) \quad (2.34)$$

従って、 $\gamma^*(a)$ も $\beta^*(a)$ 同様に $a \leq a^0$ では一定の値をとるが、 $a > a^0$ の場合、 $\tau E_\phi \phi > (<) 1$ の時に a の減少（増加）関数となる。

(2.34)式を(2.8)式に代入すると

$$S^*(\phi, a) = \frac{1}{m} \{ \beta^*(a)(\phi\tau - 1) + b + \theta^0 \delta + (1 - \beta^*(a))(\tau E_\phi \phi - 1) \} \quad (2.35)$$

となり、社会的支出は ϕ の増加関数であり、また、 $\phi < (>) E_\phi \phi$ の場合に a の減少（増加）関数となる。すなわち、

$$\frac{dS^*(\phi, a)}{da} = \frac{\tau}{m} \beta^{*'}(a)(\phi - E_\phi \phi) \quad (2.36)$$

と表せる。 $\beta^{*'}(a)$ は、 $a < a^0$ において 0 となる。よって、能力の低い経営者は常に一定の社会的支出を行う一方、能力の高い経営者は、CSR 企業の業績にとって好ましい期 ($\phi > E_\phi \phi$) にはより多くの社会的支出を行い、そうでない期には社会的支出を抑えることになる。

能力の高い経営者は時期に関わらずより優れた経済パフォーマンスを発揮して利益を高めるという仮定がこの理論では置かれている。すなわち、経営者の能力が高い場合、結果として企業が発揮する経済パフォーマンスも高いことになる。したがって、CSR 企業の業績にとって好ましい期には、企業の経済パフォーマンスと社会的支出は正の相関を持つ。しかし、そうでない期には、負の相関となる。一方、この理論によると、能力の低い経営者の場合、経済パフォーマンスと社会的支出の相関はないとされる。以上の結論を表 2-1 にまとめた。

表 2-1

ϕ	経営者の能力高	経営者の能力低
CSR企業にとって好ましい時期	社会的支出多	社会的支出=A (一定)
	企業の経済パフォーマンス高	企業の経済パフォーマンス低
CSR企業にとって好ましくない時期	社会的支出少	社会的支出=A (一定)
	企業の経済パフォーマンス高	企業の経済パフォーマンス低

出所：Baron (2008) より作成

2.1.5 結論と考察

Baron (2008) の主な結論をまとめると、消費者の CSR に対する意識の増加が、経営者の補償契約における利益分配率を高めることや、社会的支出と企業業績の関係は、経営者の能力と時期に依存すること等が述べられていた。ここで、このモデルを時代背景を考慮し、現実に当てはめて考えたい。CSR 活動の重要性の高まり、消費者・株主・経営者の関心の上昇傾向は明らかである。確かに、日本国内を見回しても、かつて日本の国際競争力の花形であった家電業界をはじめ、今現在業績が伸び悩み厳しい時期を迎えている業界も少なからず存在する。しかし、CSR 活動を考慮したモデルを考える際、CSR 活動に関する国際規格やランキングが作成され、企業ごとの相对比较が容易にできるようになった現在は、CSR 企業にとって「良い時期」、すなわち ϕ が高い状態になっていると考えることはできないだろうか。

ただし、仮に現在が CSR に取り組む企業にとってプラスとなりうる時代であるとしても、企業の利潤と社会的支出の間に若干の正の相関があることしか示すことはできず、因果関係までは特定できない。この理論における限界である考えられる。4 節以降では実証分析を行っているが、Baron (2008) の理論を参考にしつつも、時代背景も考慮しつつ自らの見解を述べたい。

2.2 その他の理論分析

ここで、CSR 活動に関する理論をさらに 2 つ紹介する。

Lundren (2011) では、CSR 活動の背後にある経済学的メカニズムを分析しており、CSR 活動に対する市場の関心が高まると、CSR 活動に取り組む企業の価値も上昇することを示している。

また、Garcia-Gallego and Georgantzis (2009) では、市場の構造を 3 種類（独占、部分複占、完全複占）に分類し、消費者の CSR 活動に対する意識が高まった場合に社会厚生や企業の利潤にどのような影響を与えているかを分析している。この論文では、消費者の CSR 活動に対する関心が高まると、市場構造の変化が生じる場合を除

いては企業の利益は増加することを示している。

以上のようなCSR活動に関する経済学的な理論分析の結果、CSR活動に対する関心が右肩上がりに上昇している現在、企業がCSR活動に真剣に取り組むことは企業の価値や業績に影響を与えているのではないかという仮説を立てることができる。この点について、この後の実証分析の章で詳しく分析を行う¹³。

¹³ CSRと財務パフォーマンスの関係についての経済学的な理論の研究はまだ歴史が大変浅い。これは、理論と実証分析のリンケージがあまりないまま、かつ理論は常に「後付け」的なものとして扱われていたことが原因である。さらにほとんどの研究がアメリカの研究者（特に経営学）の間でしか行われず、理論発展が進んでいるといわれる経営学においても「CSRは未だに新興的な研究分野」であり「支配的パラダイムが欠如している」と指摘されている。（中尾 2007）

第3章 実証分析の先行研究紹介

前章では CSR 活動に関する理論分析の先行研究を紹介したが、本章では、自らが実証分析を行う際に参考にした先行研究を紹介する。

3.1 CSR 活動が財務パフォーマンスに与える影響の推定

ここでは、中尾 (2007) の論文を紹介する。中尾 (2007) では、ステークホルダー理論と経営学的な理論である RBV 理論を元に導いた、「CSR 活動の推進は財務パフォーマンスに正の影響を与える」ことを実証している。回帰分析においては、特に Hillman and Keim (2001) と Waddock and Graves (1997) に倣い、以下のような線形モデルを用いている。

$$\begin{aligned} \text{Financial}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{governance}_{i,t} + \beta_2 \text{employee}_{i,t} + \beta_3 \text{society}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{environment}_{i,t} + \gamma \text{size}_{i,t} + v_i \text{industry}_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.1)$$

中尾 (2007) では、過去の先行研究がクロスセクションデータ分析が主であったことに言及し、2004 年～2006 年の 3 年間のパネルデータを使用している。被説明変数 $\text{Financial}_{i,t}$ には、財務パフォーマンスを総合的に観察するため、一般的な会計学や投資分野で用いられる「収益性」「成長性」「安全性」の 3 指標と、それらを総合した「財務総合」指標の 4 つが用いられる。説明変数については以下の通りである。幅広い CSR 活動の側面を考慮するため、データ利用可能な範囲で、ガバナンス (*governance*)、雇用 (*employee*)、社会 (*society*)、環境 (*environment*) の 4 つの指標を CSR 説明変数としている。さらに、企業規模・業種をコントロールする必要性¹⁴から、売上高 (*size*)、セクターダミー (*industry*) を用いている。

データソースとしては、全て Newsweek 日本語版「世界企業ランキング Newsweek Global 500」2004 年～2006 年の 3 ヶ年のデータを使用している。また対象企業としては、のべ 1500 社のうち M&A 等の理由で業種や地域に変化のあった企業を除き、3 年連続で登場した 298 社が分析対象となった。なお、Newsweek 日本語版に記載されているデータのうち回帰において変数になる項目についての詳細な説明は、私自身も同雑誌を用いて実証分析を行ったため、第 4 章のデータの説明の箇所を参考にされ

¹⁴ Hillman and Keim (2001), Waddock and Graves (1997) で企業規模・業種をコントロールする必要性が示唆されている。

たい。

中尾 (2007) ではこの分析の結果を以下のようにまとめた。

1. CSR の推進は「収益性」に正の影響を与える、という仮説は支持されない。
2. 「社会」(主に顧客・サプライヤーマネジメント) を推進する企業ほど、「安全性」「成長性」「財務総合」パフォーマンスの全てが向上する。
3. 「雇用」(従業員マネジメント) を推進する企業ほど、「成長性」「財務総合」パフォーマンスが最も向上する。
4. 「環境」(自然環境マネジメント) を推進する企業は、「財務総合」パフォーマンスのみが向上し、その影響は「社会」「雇用」に比べ小さい。
5. 「ガバナンス」の推進は、何れの財務パフォーマンスの向上にも影響を与えない。

但し、上記の結果はデータの制約上、極めて限定的に解釈される必要があるとし、主な問題点として、①データの特長 (既に安定的経営を行っている企業に対してのみあてはまる) ②3 年間という短期のパネル分析 (中長期的効果の可能性がより強く予想される CSR 活動を分析するには不十分)、の 2 点をあげている。これらの課題を少しでも改善すべく、自らの実証分析に取り組んだ。

3.2 国・地域の差が CSR 活動に与える影響の推定

3.1 同様、中尾 (2007) において CSR 活動の推進内容や度合に地理的な差異が生じるのではないかと仮説を立て、実証分析を行っている。回帰分析においては以下のような線形モデルを用いている。

$$CSR_{i,t} = \alpha + \beta countryd_i + \gamma industryd_i + \delta size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

被説明変数 CSR については、3.1 でも用いた「ガバナンス」「雇用」「社会」「環境」の指標に、全てを総合した「CSR 全体」を加えた 5 つの指標を被説明変数として分析している。地域ダミー説明変数については、日本・ドイツ・フランス・イギリス・その他ヨーロッパ諸国・アメリカ・カナダ・その他の国、の 8 つのグループに分類して扱っている。また、コントロール変数としては 3.1 同様、企業規模 (売上高) と業種 (セクターダミー) を入れている。

データソースに関しても 3.1 と同様、Newsweek 日本語版「GLOBAL 500」2004 年～2006 年を用いている。

中尾 (2007) ではこの分析の結果を以下のようにまとめた。

1. 地域性を示す国ダミーは統計的に有意な結果が得られたが、セクターの違いは全

体として有意な結果が得られなかった。

2. 日本ダミーは、「環境」において国ダミー全体で最も高い値となり、「CSR 総合」もヨーロッパに準じた値であった。「ガバナンス」では負に有意な結果となった。
3. ヨーロッパ諸国ダミーでは、「ガバナンス」を除き全ての CSR 被説明変数に対して有意になった。特に「CSR 総合」「社会」「雇用」で他国より一定レベル高いポイントとなった。
4. アメリカダミーは、全ての CSR 被説明変数について統計的に有意な結果は得られなかった。

3.3 産業の性質が CSR 活動に与える影響の推定

Donald and Donald (2007) では、CSR 活動の「情報の非対称性」や「製品差別化戦略」における役割について実証している。様々な産業を 5 つのタイプ(Search Goods, Nondurable Experience Goods, Durable Experience Goods, Experience Goods, Credence Service) に分類し、財のタイプが CSR 活動に影響を与えているのかを分析しており、コントロール変数として企業規模(売上)、研究開発費等が用いられていた。

但し、この分析はクロスセクションであったこと等の課題もあったため、私自身の実証ではパネルデータを用い、さらに被説明変数により細かい CSR に関する指標を用いる等の工夫をしている。コントロール変数に企業規模のほかに研究開発費を加えていた点は参考にし、実際に試みている。

第4章 実証分析

第4章では実際に自らが行った実証分析について述べる。先行研究ではNewsweekのデータを元に分析していたが、本分析ではより新しいNewsweekのデータと、東洋経済が発行する「CSR企業総覧」のデータを基に、①CSR活動が財務パフォーマンスに与える影響、②国・地域の差がCSR活動に与える影響、③産業の違いがCSR活動にもたらす影響、の推定を行った¹⁵。

4.1 実証分析で扱うデータ

本論文ではCSR活動と財務に関する情報が掲載されているデータソースとして、①Newsweek日本語版「世界企業ランキング Newsweek Global 500（以下、Newsweek）」2005年～2008年、②東洋経済「CSR企業総覧（以下、東洋経済）」2007年～2012年、を用いる。

4.1.1 Newsweek日本語版「世界企業ランキング Newsweek Global 500」

Newsweekにおける企業選定方法は以下の通りである。

1. 英FTSE社¹⁶による投資家向けインデックスFTSE先進国指数を構成する事業会社を対象。ただし、以下は含まれない。①米連邦破産法11条対象企業、主要取引所に上場していない企業など株価が入手できない企業、②会社設立や上場などが4期前以降¹⁷であるなどの理由で4期前のデータが存在しない企業、③金融機関
2. 韓国、中国などFTSE全エマージング指数に分類される国・地域の企業は基本的に含まれない。ただし、CSR調査会社の英EIRIS（エシカル・インベストメント・リサーチ・サービス）社が調査しデータを発表している場合は、先進国と同じ基準で評価されている。
3. 2期前¹⁸の売上高で上位1000社に入る世界企業のうち、CSRデータが入手可能な817社について財務得点(60点満点)、CSR得点(60点満点)を算出し、ランキングはその合計で決定。

掲載データのうち、売上高、ROEについては、2期前の決算期の数字を使用し、売

¹⁵ 他にもDaniel and Juan (2010)を基に市場集中度(HHI)がCSRに与える影響についても実証分析を行い調べたが、全く有意な結果は得られず、影響はないという結論に至った。本論文では特に扱わない。

¹⁶ FTSE社は、ロンドン証券取引所と英国の金融・経済新聞社のフィナンシャルタイムズ者が共同で出資した指数の選出を専門に行う会社。

¹⁷ Newsweek 2008年であれば、2004年度以降。

¹⁸ Newsweek 2008年であれば、2006年6月～2007年5月の間の決算期。

上高については決算時レートで米ドルに換算している。業種分類には、米モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCL)が米スタンダード&プアーズ(S&P)と共同開発したGICS分類¹⁹をベースにした。

財務力の評価方法としては、「収益性」「成長性」「安全性」の3つの観点から総合評価(各20点満点)。以下にその内訳を示す。

「収益性」は①2期前まで²⁰の3年間の総資産営業利益率と、②同じく売上高営業利益率で評価。それぞれ年平均値が高い順に10~0点を配点。

「成長性」は①2期前までの3年間の売上高の年平均成長率と、②同じく営業キャッシュフローの増減分類、および年平均成長率で評価。

「安全性」は、利息の支払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオで評価。支払利息に対する利益の倍率が高い順に20~0点を配点した。全ての財務データはS&PのCompustatより抽出している。

CSRの評価方法としては、以下の4項目を各15点満点で評価。以下にその内訳を示す。

「企業統治=コーポレートガバナンス」：経営の執行と監視の分離、社外取締役の比率、監査役の独立性、役員報酬の開示、贈収賄・汚職防止方針・手続き、包括的で実行ある倫理規定、多様なステークホルダーに関する取締役レベルの責任の明確化

「従業員」：機会均等確保に関する総合評価、従業員の健康と安全への対策、雇用の創造・安定への取り組み、組合などを通じた従業員の権利尊重、従業員の教育・訓練体制、女性取締役の比率

「社会」：人権保護の総合評価、調達先の労働条件向上へ向けた対策の総合評価、顧客・取引先との関係についての総合評価、社会貢献

「環境」：環境問題への取り組み方針・公約、環境に関する情報開示等の総合評価、環境負荷削減の具体的な成果(Newswick 2008年ではこれらに加えて地球温暖化防止へ取り組みと、製品やサービスが環境に与える影響を最小限にする取り組みが評価対象に加わった)

CSRの調査データは、英調査会社EIRISのものを使用。項目の選択・配点はNewswick編集部が行っている。

Newswickのデータ使用時のセクター分類、地域分類は表4-1の通りである。

¹⁹ 世界産業分類基準。投資調査及び資産運用のプロセスをより容易にすることによって、世界の金融専門家の便宜を図ることを目的としている。

²⁰ Newswick 2008年であれば、2006年度まで。

Newsweek に記載されている産業分類を中尾（2007）同様、GICS をベースに 10 のセクターに分類し、ダミーとして用いる。なお、4 年間で業種分類に変化が生じている企業については、より新しい年度の分類を適用している。

表 4-1 セクター分類、地域分類（Newsweek）

セクター	企業数	セクター	企業数
エネルギー	58	ヘルスケア	46
素材	81	金融	3
資本財・サービス	184	情報技術	69
一般消費財・サービス	144	電気通信サービス	35
生活必需品	54	公益事業	59
		計	733
国・地域	企業数	国・地域	企業数
アメリカ	266	ドイツ	33
日本	145	その他ヨーロッパ	103
イギリス	77	カナダ	25
フランス	43	その他	41
		計	733

（注 1）733 社は、Newsweek 2005 年～2008 年の 4 年間に登場した企業数。

（注 2）地域ダミーに関しては中尾（2007）に倣っている。

4.1.2 東洋経済「CSR 企業総覧」

東洋経済における掲載企業は、東洋経済が 2005 年以降毎年実施している「CSR 調査」の際に全上場企業・主要未上場企業に送付された調査票に対し、有効な回答があった企業および前年度調査時の回答企業のデータを基に追加調査を行った企業である。東洋経済 2012 年では、計 1117 社（上場企業 1062 社、未上場企業 55 社）が掲載されており、これは全上場企業・主要未上場企業の合計 3644 社の約 1/3 を占めている。

表 4-2 東洋経済「CSR 企業総覧」掲載企業数推移

年	掲載企業数
2007	903
2008	1061
2009	1084
2010	1104
2011	1132
2012	1117

CSR 評価方法は、「CSR 調査」を基に、「人材活用」、「環境」、「企業統治」、「社会性」の 4 分野別に、各々「AAA, AA, A, B, C」の 5 段階評価を行っている。評価は全

社・全業種統一基準で行い、かつ全項目加点形式である。また、情報開示の観点から、一部の項目は数字の優劣に関わらず、有効な回答があったことに対して加点している。項目ごとの詳細はここでは触れないが、基本的には Newsweek と同じである。

財務評価方法は、東洋経済が保有する財務データを基に、多変量解析の主成分分析手法を用い、「成長性」、「収益性」、「安全性」、「規模」の4分野で、CSR 評価同様「AAA, AA, A, B, C」の5段階評価を行っている。対象会社は前年9月1日時点で上場している一般事業会社のうち、銀行、証券、保険、その他金融、未上場を除いたものである。

多変量解析の主成分分析の後に、第1主成分得点を偏差値化。さらに異常値をならすために、最大70、最小30に変換。このデータを最高1000、最低500に調整後、分布に基づき5段階の評価を行った。評価項目の内訳は以下の通りである。

「成長性」：①売上高増減率、②経常利益増減率、③営業キャッシュフロー増減率、④総資産増減率、⑤利益剰余金増減率

「収益性」：①ROE（当期利益÷株主持分）、②ROA（営業利益÷総資産）、③売上高営業利益率（営業利益÷売上高）、④売上高経常利益率（経常利益÷売上高）、⑤営業キャッシュフロー

「安全性」：①流動比率（流動資産÷流動負債）、②D/E レシオ（有利子負債÷株主持分）、③固定比率（固定資産÷株主持分）、④総資産利益剰余金比率（利益剰余金÷総資産）

「規模」：①売上高、②EBITDA [税引き前利益+支払利息（キャッシュフロー計書掲載）+減価償却費（同）]、③当期利益、④総資産、⑤有利子負債

東洋経済データ使用時の産業ダミーは、東洋経済で用いられていた分類をそのまま用いており、Newsweek(GICS分類)よりもさらに細かく分類されている。

表 4-3 産業分類（東洋経済）

業種	企業数	業種	企業数	業種	企業数
水産・農林業	3	鉄鋼	21	空運業	4
鉱業	2	非鉄金属	15	倉庫・運輸業	19
建設業	86	金属製品	36	情報・通信業	144
食料品	70	機械	98	卸売業	163
繊維製品	32	電気機器	150	小売業	152
パルプ・紙	10	輸送用機器	59	銀行業	54
化学	99	精密機器	30	証券・商品先物取引業	17
医薬品	32	その他製品	46	保険業	18
石油・石炭	8	電気・ガス	16	その他金融業	30
ゴム製品	13	陸運業	23	不動産業	55
ガラス・土石製品	25	海運業	7	サービス業	134
				計	1671

Newsweekを用いた分析では売上高を企業規模を表すコントロール変数として用いている。一方、東洋経済を用いた分析では財務・CSR項目ごとの「AAA, AA, A, B, C」5段階評価を高い方から「5,4,3,2,1」と点数に置き換えている。「財務総合」項目は「成長性」「収益性」「安全性」の点数の合計による15点満点の指標を用い、東洋経済において財務評価項目とされる「規模」については合算せずに、独立して企業規模を表すコントロール変数として回帰式に加えている。

Newsweekと東洋経済の大きな違いは、サンプルが前者は「全世界のトップ500社」であるのに対し、後者は「日本企業のみ約1000社」であることである。

4.2 CSR活動が財務パフォーマンスに与える影響の推定

中尾(2007)に倣い、以下のような回帰式を推定する。

$$\begin{aligned}
 Financial_{i,t} = & \alpha + \beta_1 governance_{i,t} + \beta_2 employee_{i,t} + \beta_3 society_{i,t} \\
 & + \beta_4 environment_{i,t} + \gamma size_{i,t} + v_i industryd_i + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.1}$$

変数の意味については、第3章を参照されたい。現状分析・理論分析より、今現在、「CSR活動は企業の財務パフォーマンスに正の影響を与えている」という仮説を導き出すことができ、現実世界においてこの仮説が本当かどうかを実証していく。

4.2.1 回帰結果

まず、「Newsweek 日本語版 2005～2008年」掲載企業を用いた回帰結果を示す。

表 4-4 CSR活動が財務パフォーマンスに与える影響 (Newsweek)

被説明変数	財務総合	収益性	成長性	安全性
ガバナンス	-0.0855 [-1.10]	0.1778*** [6.30]	-0.3505*** [-6.34]	0.0825** [2.01]
雇用	0.1807 [1.64]	0.1043*** [2.61]	-0.0492 [-0.63]	0.1256** [2.04]
社会	0.0709 [0.7]	-0.0294 [-0.80]	0.1377* [1.91]	-0.0373 [-0.66]
環境	-0.0472 [-0.94]	0.0457** [2.52]	-0.1118*** [-3.15]	0.0189 [0.68]
企業規模	3.08e-05*** [4.14]	8.68e-06*** [3.22]	8.89e-06* [1.68]	1.32e-05*** [3.20]
定数項	35.1660*** [25.94]	7.7514*** [15.79]	16.3262*** [16.97]	11.0884*** [14.71]
サンプル数	2000	2000	2000	2000
決定係数	0.0172	0.0665	0.0454	0.0198

(注 1)***は 1%有意、**は 5%有意、*は 10%有意。以下の回帰結果についても同様。

(注 2)括弧内は t 値。

(注 3)F 検定・ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが採択されている。

(注 4)表示されていないが、推定にはセクターダミーも含まれている。

表 4-1 の見方について簡潔に触れる。例えば、被説明変数「収益性」の列において、財務項目「ガバナンス」の係数は有意に 0.1778 という値が出ている。コントロール変数として企業規模、セクターダミーを用いているため、解釈としては、もし他の説明変数が不変で、企業規模・セクターも一定である場合、「ガバナンス」の点数が 1 点上昇すると、「収益性」の点数は 0.1778 点上昇することを示している。

Newsweek のデータを用いた固定効果モデルの結果を簡潔にまとめると、以下のようになる。

1. 「収益性」に対して、「ガバナンス」「雇用」「環境」が正の影響を与え、中でも「ガバナンス」が「収益性」に与える影響は最も大きい。
2. 「成長性」に対して、「ガバナンス」「環境」は負の影響を与え、「社会」は負の影響を与える。
3. 「安全性」に対して、「ガバナンス」「雇用」は正の影響を与える。
4. 「収益性」「成長性」「安全性」の総和である「財務総合」に対しては、有意に影響を与える CSR 項目はなかった。

また、4年連続で上位 500 位にランクインした 333 社を用いた回帰分析も行ったが、回帰結果の係数・t 値ともに大きな違いは見られなかったため、以下の私自身が行う実証分析および考察では、掲載企業全て（のべ 2000 社）のデータを用いて回帰分析を行うこととする。

Newsweek のデータ 4 年分のべ 2000 社を対象とした分析は、パネルデータ分析としては期間が決して長いとは言えないものの、サンプル数としては十分であるといえる。しかし、後の考察でも触れるが、「ランキング上位 500 社」というサンプルを対象にした分析であるため、母集団（存在する全企業）を的確に表しているとはいえず、大企業・有名企業中心の分析になっていることは否定できない。これを解消するために用いたデータが、東洋経済 6 年分のデータ²¹である。表 4-3 では東洋経済のデータ

²¹ 中尾（2007）においては Newsweek を用いた 3 年間のパネル分析であったため限定的に解釈される必要があると述べられており、今回は CSR 活動の中長期的効果も可能な限り考慮に入れた分析を試みている。

を用いた回帰結果を示す。

表 4-5 CSR 活動が財務パフォーマンスに与える影響（東洋経済）

被説明変数	財務総合	収益性	成長性	安全性
ガバナンス	0.0123 [0.25]	0.0178 [0.97]	0.0232 [0.71]	-0.0350** [-2.09]
雇用	0.1015** [2.04]	0.0272 [1.45]	0.0592* [1.79]	0.0125 [0.73]
社会	0.2189*** [3.11]	0.0648** [2.44]	0.0742 [1.58]	0.0794*** [3.26]
環境	0.1884*** [3.24]	0.0380* [1.73]	0.1594*** [4.11]	-0.0049 [-0.25]
企業規模	1.264*** [22.85]	0.3345*** [16.32]	0.6455*** [17.50]	0.2396*** [12.77]
定数項	2.8776*** [9.10]	1.2157*** [10.22]	-0.4126** [-1.96]	2.1236*** [19.48]
サンプル数	3400	3780	3407	3774
決定係数	0.2094	0.1058	0.1412	0.0648

(注 1)括弧内は t 値。

(注 2)F 検定・ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが採択されている。

(注 3)表示されていないが、推定にはセクターダミーも含まれている。

東洋経済のデータを用いた固定効果モデルの結果を簡潔にまとめると、以下のようになる。

1. 「収益性」に対して、「社会」「環境」が正の影響を与える。
2. 「成長性」に対して、「雇用」「環境」は正の影響を与える。
3. 「安全性」に対して、「社会」は正の影響を与え、「ガバナンス」は負の影響を与える。
4. 「収益性」「成長性」「安全性」の総和である「財務総合」に対しては、「雇用」「社会」「環境」は正の影響を与える。

4.2.2 考察

まず本題であるそれぞれの回帰結果の考察に入る前に、回帰方法に関して簡潔に触れておきたい。Newsweekをデータソースとして用いた分析においては、サンプルが母集団（全世界全企業）の特質を正確に表していない恐れがあるという問題が生じていたが、最終的に本論文では通常の固定効果モデルが望ましいと結論付けるに至った。その経緯について簡単に触れるが、まずF検定、ハウスマン検定、BP検定の結果、「固定効果＞変量効果＞プールド」という結果が得られたものの、プールド回帰を行った

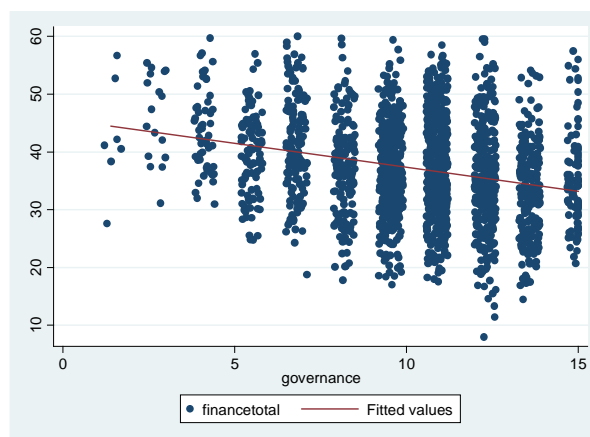
際に、係数が負で有意となった。固定効果モデルでの推定結果とは係数が有意に真逆なのである²²。

この原因として考えられることの1つとして、サンプルとして *Newsweek* を扱った点に問題がある。財務面と CSR 面の総合スコア上位 500 社のみが掲載されているため、主な対象がいわゆる超一流の大企業のみとなっている。例えば、以下のガバナンス(CSR 評価項目)と財務総合の散布図(表)を見てみると、表の左下に属するはずであった企業群(CSR 面も財務面も低評価の企業)がほぼ全て抜け落ちており、軸近辺のサンプル数も非常に少ない。その結果、表の中の左下、もしくは軸近辺に属するはずの企業群のみが抜け落ちる結果となり、プールド OLS では係数が有意に負になってしまった。サンプルの歪みはやはり存在していたのだ。

サンプルの歪みを取り除くために、トービットモデルや切断回帰モデルを用いて分析することも考えたが、切断回帰モデルはやはりパネルでできないことで断念し、トービットモデルに関しては、①適用するには強引な仮定を置くことが必要(欠損=0など)、②閾値が不明確、③できたとしても、パネルの変量効果モデル(本分析ではハウスマン検定の結果固定効果モデルの方が望ましいはずだが)という理由で本論文では適用しないこととした。

以上までの議論により、*Newsweek* を用いた分析においては、通常の固定効果モデル(パネルデータ)が最も望ましいモデルと結論づけた。

表 4-6 ガバナンスと財務総合の散布図(*Newsweek*)



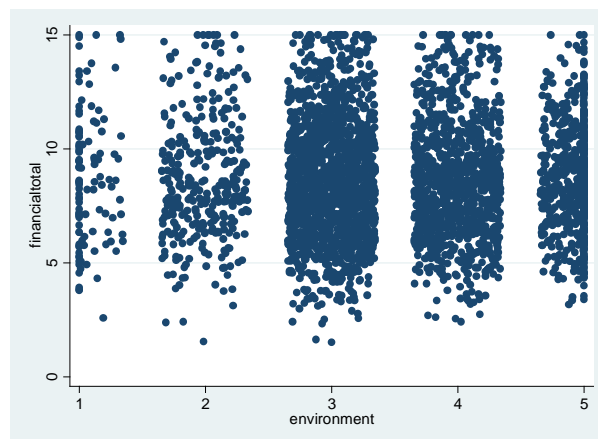
(注1)サンプル量をより明確にするため、縦横各々に、5%ランダムに「揺らして」いる。

²²欠損値を含まない、4年連続ランクイン企業のみによる分析でも同様の結果を得た。

(注 2)表内の直線は、パネル認識せずにプールドで回帰した場合の回帰直線を示している。傾きが負になっていることがわかる。

東洋経済をデータソースとして用いた分析においては、Newsweekを用いた際に生じた、サンプルが母集団（Newsweekの場合は全世界全企業、東洋経済の場合は日本国内の全企業）の特質を正確に表していない恐れがあるという問題は多少緩和されていると考えられる（但し、Newsweek同様、軸近辺のサンプルは少なくなっている²³）。東洋経済を用いた分析についてもNewsweekの場合と同様、最終的には通常の固定効果モデルが最も望ましいモデルと結論付けた。

表 4-7 環境と財務総合の散布図（東洋経済）



(注)サンプル量をより明確にするため、縦横各々に、20%ランダムに「揺らして」いる。

ここから回帰結果の考察に入る。まず、2種類のデータソースを用いた分析の結果の中で特徴的であった点についてまとめると、以下のようになる。

Newsweek（世界のトップ500社対象）の場合、CSR活動（特に「ガバナンス」と「雇用」）は企業の収益性と安全性に正に有意に影響を与えていた。しかし、財務項目の総和である「財務総合」に関して、有意に影響を与えるCSR項目は見当たらなかった。これには、CSR項目が「成長性」に与える影響が、負に有意、もしくは有意でなかったことが原因として大いに考えられる。

²³ 実際、東洋経済のデータを用いてパネル認識せずにプールド回帰を行った結果、Newsweekの時と同様、大半のCSR説明変数の係数が負になってしまった。

一方、東洋経済（日本の主要企業対象）の場合、多くの CSR 説明変数が財務パフォーマンスに対して有意に正の影響を与えており、特に「財務総合」に対しては、CSR 項目の 4 つのうち、「ガバナンス」を除く 3 項目の係数が有意に正の結果を得た。

そして、Newsweek と東洋経済の 2 種類のデータベースを用いた回帰結果を比較すると、以下の 2 点が大きな相違であることがわかる。

1. Newsweek を用いた際、財務項目「成長性」を被説明変数とする回帰式は、説明変数である CSR 項目が全て負に有意、もしくは有意でなかった一方で、東洋経済を用いた際には、「社会」「環境」の 2 つの CSR 項目が正に有意の影響を与えるという結果になった。
2. Newsweek では「ガバナンス」は「収益性」「安全性」に正に有意の影響を与えていたが、東洋経済では「収益性」には有意な影響を与えておらず、さらに「安全性」に負に有意の影響を与えていた。

上記 2 点より、世界のトップ 500 社と、日本企業との相違点を明らかにすることができる。

「成長性」に関して Newsweek を用いた分析で正に有意な結果にならなかった原因として、サンプルが世界のトップ 500 社であり、既に「成長しきってしまった」企業が多く存在していると考えられる。CSR 活動は成長戦略というより、あくまで評判を落とさず、今現在のポジションを保つためと捉えている可能性も高い。その結果として、世界トップ 500 社を対象にした分析では、「成長性」項目、すなわち売上高年平均成長率や営業キャッシュフロー年平均成長率に CSR 活動がプラスに有意に影響を与えていることはなかった。

さらに、日本企業だけを対象とした場合、「ガバナンス」が財務パフォーマンスに有意に正に影響を与えているものは皆無であった（Newsweek を用いた分析では「収益性」「安全性」に有意に正の影響を与えていた）。この結果からは、日本においては世界企業と異なり、「ガバナンス」面の取り組みが財務パフォーマンスに正の影響は与えないことがわかる。これには日本の「ガバナンス」面における独自性が関わっていると考えられる²⁴。

但し、上記 2 点（Newsweek における「成長性（財務項目）」、東洋経済における「ガバナンス（CSR 項目）」）を除けば、大半の CSR 説明変数の係数が正に有意になっていたことから（表 4-8 参照）、「CSR 活動は企業の財務パフォーマンスに正の影響を与える」という仮説は基本的には正しいと結論づけることができる。

²⁴ 詳しくは 4.3 で触れる。

表 4-8 回帰結果まとめ

	係数が有意に正	係数が有意に負
Newsweek	ガバナンス⇒収益性	ガバナンス⇒成長性
	雇用⇒収益性	環境⇒成長性
	環境⇒収益性	
	社会⇒成長性	
	ガバナンス⇒安全性	
	雇用⇒安全性	
東洋経済	雇用⇒財務総合	ガバナンス⇒安全性
	社会⇒財務総合	
	環境⇒財務総合	
	社会⇒収益性	
	環境⇒収益性	
	雇用⇒成長性	
	環境⇒成長性	
	社会⇒安全性	

4.3 国・地域の差が CSR 活動に与える影響の推定

中尾 (2007) に倣い、以下の回帰式を用いる。

$$CSR_{i,t} = \alpha + \beta countryd_i + \gamma industryd_i + \delta size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.2)$$

国・地域ダミーとセクターダミーについては、4.1 を参照されたい。企業規模を表すコントロール変数には、4.2 同様、売上高を用いている。

4.3.1 回帰結果

Newsweek を用いた分析の結果は以下のとおりである。

表 4-9 国・地域の差が CSR 活動に与える影響(Newsweek)

被説明変数	CSR総合	ガバナンス	雇用	社会	環境
アメリカ	-1.0733 [-0.81]	0.9078* [2.22]	-1.2646*** [-2.87]	0.2618 [0.68]	-0.9983* [-1.74]
日本	5.0307*** [3.62]	-0.1495 [0.35]	0.9335* [2.02]	0.4889 [1.22]	3.7643*** [6.26]
イギリス	12.3633*** [8.19]	3.5383*** [7.60]	3.1208*** [6.21]	2.9020*** [6.66]	2.8212*** [4.33]
フランス	6.8625*** [4.05]	0.4055 [0.78]	3.2737*** [5.79]	1.1184** [2.29]	2.0150*** [2.76]
ドイツ	7.579** [2.38]	1.3238** [2.38]	3.1130*** [5.17]	0.9528* [1.83]	2.0577*** [2.65]
他のEU諸国	8.0897*** [5.67]	1.3051*** [2.96]	2.3401*** [4.93]	1.6557*** [4.02]	2.8113*** [4.56]
カナダ	4.6429** [2.36]	1.9588*** [3.23]	0.4732 [0.72]	1.4096** [2.49]	0.7984 [0.94]
企業規模	4.54e-05*** [8.17]	1.07e-05*** [5.44]	9.41e-06*** [5.51]	1.07e-07*** [5.08]	1.07e-08*** [6.67]
定数項	30.9975*** [23.49]	8.9734*** [21.96]	6.9712*** [15.90]	9.3337*** [24.50]	5.7835*** [10.09]
サンプル数	2000	2000	2000	2000	2000
決定係数	0.3195	0.1665	0.3542	0.1671	0.2864

(注 1)括弧内は z 値。

(注 2)F 検定・ハウスマン検定の結果、変量効果モデルが採択されている。

(注 3)表示されていないが、推定にはセクターダミーも含まれている。

Newsweek のデータを用いた国・地域の差が CSR 活動に与える影響の結果を簡潔にまとめると、以下ようになる。

1. 「CSR 総合」「雇用」「社会」においてヨーロッパの点数が高く、日本がそれに次いでいる。
2. 「環境」においては日本が最も点数が高い。
3. 日本やヨーロッパ諸国と比べてアメリカは CSR 面で遅れているという結果になった。「CSR 総合」について有意な結果は得られず、さらに「雇用」「環境」については係数が有意に負となった。
4. 唯一アメリカダミーの係数が有意に正となった「ガバナンス」について見てみると、多くの欧米諸国が有意に正にもかかわらず、日本は有意な値が得られなかった。

4.3.2 考察

上記の結果より、大半の CSR 項目におけるヨーロッパの優位性が実証された。中でも「雇用」「社会」面においてヨーロッパ諸国が日米と比べて一律に有意に高い値をとった原因には、ヨーロッパでは雇用・社会問題を根底に CSR という概念が生まれしており、今日においても CSR の核となっている項目であることが考えられる。

日本の「環境」面での優位性は、元来 CSR 報告書が作られていなかった時代にも環境報告書だけは多くの企業で作成されていたという事実や、ISO14001 登録件数(表 1-2 参照)が 2007 年に中国に抜かれるまで 1 位であったこと、今現在も 3 位のスペインに倍以上の差をつけて 2 位の座を死守していることから示されている。

アメリカダミーが「ガバナンス」を除いて有意にならなかった理由としては、アメリカ企業間の CSR 活動の取り組み度合に日本やヨーロッパと比べてばらつきがあることが考えられる。この原因としてまず考えられるのは、アメリカは地域社会に対する思い入れが強く²⁵、アメリカの全企業共通の社会的課題が存在するのではなく、地域単位で企業が個々に社会的課題を据えていることである。また、「環境」に対して負に有意の結果が出てしまっている背景には、京都議定書に未だに調印せず、アメリカ

²⁵ 詳しくは 1.2.1 参照。

の企業全体として環境対策には積極的でないことが考えられる²⁶。

一方「ガバナンス」面における日本企業の遅れは、内向きな企業防衛の姿勢をとる企業が増加していることが反映されている。1.4でも簡潔に触れたが、一時期は低下していた株式持ち合いを復活させ、敵対的買収に対抗する防衛策を導入し、一方で社外取締役等の統治体制は強化しないといった傾向があるのだ。一部の攻撃的ファンドへの対応のために、どんなに株価が下がっても経営者は安泰、という奇妙な状態が出来上がってしまった。その結果、日本の株主市場は閉鎖的という印象を強め、市場全体の低迷に陥っている。内向きの共同体カルチャーによる求心力が高度成長期の原動力であったことは間違いないが、その成功体験から脱却し、社外に開かれた「公器」としての責務をはたすべきだと、「2008年度 世界企業ランキング Newsweek Global 500」では述べられている。

4.4 産業の性質が CSR 活動に与える影響の推定

ここでは、産業の性質²⁷（セクター分類、産業分類）がCSR活動にどのような影響を与えているかを分析する。

4.4.1 回帰結果

Newsweek を用いて回帰する際の回帰式は式(4.3)の通りである。

$$CSR_{i,t} = \alpha + \beta industry_d_i + \nu country_d_i + \gamma size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.3)$$

国・地域の差が CSR 活動に与える影響について調べた際に用いた(4.2)式とほぼ同じであるが、本分析ではセクターダミーが説明変数、地域ダミーと企業規模がコントロール変数となっている。

ここで、CSR 活動はステークホルダーとの関わり方が反映されると考えられ、より多くのステークホルダーを意識しなければならない、インフラ的側面をもつ業界が CSR 活動の取り組み面において他業界をリードしているのではないかという仮説を立てることができる。

Newsweek を用いた回帰結果は表 4-10 の通りである。

²⁶ この指摘は中尾（2007）においてもなされている。

²⁷ Newsweek を用いた分析では GICS 分類を基にした 10 セクター分類、東洋経済を用いた分析では東洋経済に記載されていた 33 業種分類を用いている。

表 4-10 産業の違いが CSR 活動にもたらす影響(Newsweek)

被説明変数	CSR総合	ガバナンス	雇用	社会	環境
エネルギー	-1.3471	-0.7637**	-0.1676	-0.3468	-0.1763
	[-1.13]	[-2.08]	[-0.42]	[-1.01]	[-0.34]
素材	4.4460***	0.3835	1.2071***	0.9343***	1.9241***
	[4.37]	[1.23]	[3.56]	[3.19]	[4.43]
一般消費財・サービス	-1.7055**	-0.6973***	-0.5149*	-0.2239	-0.2937
	[-1.99]	[-2.65]	[-1.81]	[-0.91]	[-0.80]
生活必需品	2.5563**	0.2642	0.6651*	0.0796	1.5374***
	[2.19]	[0.74]	[1.70]	[0.24]	[3.09]
ヘルスケア	1.8485	-0.5544	0.3734	0.8291**	1.1996**
	[1.52]	[-1.46]	[0.93]	[2.35]	[2.26]
金融	4.2183	1.2060	1.4845	1.6369	-0.1512
	[0.94]	[0.86]	[0.99]	[1.26]	[-0.08]
情報技術	4.0351***	0.4853	0.8240**	1.0111***	1.6599***
	[3.74]	[1.47]	[2.28]	[3.25]	[3.61]
電気通信サービス	0.3444	-0.4410	1.0330**	0.6128	-0.9315
	[1.4181]	[-1.01]	[2.19]	[1.50]	[-1.53]
公益事業	5.3355***	0.3265	1.6669***	1.4572***	1.8228***
	[4.68]	[0.93]	[4.39]	[4.44]	[3.73]
企業規模	4.54e-05***	1.07e-05***	9.41e-06***	8.47e-06***	1.9e-05***
	[8.17]	[5.44]	[5.51]	[5.08]	[6.67]
定数項	30.9975***	8.9734***	6.9712***	9.3337***	5.7835***
	[23.49]	[21.96]	[15.90]	[24.50]	[10.09]
サンプル数	2000	2000	2000	2000	2000
決定係数	0.3195	0.1665	0.3542	0.1671	0.2864

(注 1)括弧内は z 値。

(注 2)F 検定・ハウスマン検定の結果、変量効果モデルが採択されている。

(注 3)表示されていないが、推定には地域ダミーも含まれている。

(注 4)資本財・サービスダミーについては基準として omit されている。

Newsweek のデータを用いた産業の違いが CSR 活動に与える影響の結果を簡潔にまとめると、以下のようになる。

- 「CSR 総合」「雇用」「社会」「環境」の 4 項目について、「素材」「情報技術」「公益事業」のダミー変数の係数が有意に正の値となっており、中でも「環境」を除く 3 項目では「公益事業」の係数値が最大になり、「環境」では「素材」の係数値が最大になった。
- 「CSR 総合」「ガバナンス」「雇用」の 3 項目について、「一般消費財・サービス」のダミー変数の係数は有意に負の値をとった。

続いて、東洋経済を用いた分析を行う。実証分析の線形モデルとして、次のようなモデルを用いた。

$$CSR_{i,t} = \alpha + \beta industry_i + \gamma size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.4)$$

基本的には(4.3)式と同様だが、全て日本企業であるため地域ダミーは含まれていない。

東洋経済を用いた回帰結果は表 4-11 の通りである。

表 4-11 産業の違いが CSR 活動にもたらす影響（東洋経済）

被説明変数	CSR総合	ガバナンス	雇用	社会	環境
水産・農林業	-2.6501*** [-2.28]	-0.9049** [-2.16]	-0.6024 [-1.56]	0.1149 [0.27]	-0.7150* [-1.75]
鉱業	0.7412 [0.38]	0.3532 [0.65]	-0.3285 [-0.50]	0.7537 [1.05]	0.0871 [0.17]
建設業	0.4789 [1.48]	-0.0214 [-0.21]	-0.2323** [-2.47]	0.5044*** [4.80]	0.5054*** [4.80]
食料品	1.8269*** [5.41]	0.4013*** [3.72]	0.4192*** [4.22]	0.7873*** [7.15]	0.4201*** [3.81]
繊維製品	1.2189** [2.50]	0.2980** [2.08]	0.3222** [2.35]	0.1934 [1.30]	0.3925** [2.43]
パルプ・紙	0.9109 [1.41]	0.1188 [0.52]	0.0753 [0.36]	0.6144*** [2.64]	0.6289*** [2.79]
化学	1.1458*** [3.87]	0.2754*** [2.90]	0.1913** [2.17]	0.5628*** [5.69]	0.4842*** [5.05]
医薬品	1.3181*** [2.91]	0.4184*** [2.77]	0.2533* [1.77]	0.7362*** [4.83]	0.4624*** [3.08]
石油・石炭	2.7800*** [2.92]	3.9647 [1.38]	0.1234 [0.43]	0.7641*** [2.67]	0.8767*** [2.86]
ゴム製品	1.5941*** [2.65]	0.1519 [0.74]	0.0652 [0.34]	0.9453*** [4.52]	0.9617*** [4.61]
ガラス・土石製品	1.4967*** [2.78]	-0.0077 [-0.05]	0.2671 [1.64]	0.3101* [1.85]	0.5751*** [3.35]
鉄鋼	0.2757 [0.52]	0.0001 [-0.05]	-0.3041* [-1.89]	0.3827** [2.16]	0.3362* [1.95]
非鉄金属	1.5432*** [2.62]	0.4678** [2.25]	0.2374 [1.31]	0.6025*** [2.96]	0.3774* [1.92]
金属製品	0.4916 [1.12]	0.0653 [0.46]	-0.0882 [-0.66]	0.4183*** [2.90]	0.3932*** [2.67]
機械	0.7110** [2.30]	0.0995 [1.04]	0.1153 [1.28]	0.5962*** [5.94]	0.3220*** [3.24]
電気機器	2.3619*** [8.75]	0.4653*** [5.52]	0.4734*** [6.02]	0.9801*** [11.06]	0.9289*** [10.65]
輸送用機器	1.3733*** [4.03]	0.0272 [0.24]	0.2573** [2.48]	0.7012*** [6.03]	0.6788*** [6.08]
精密機器	1.1033** [2.48]	0.1917 [1.29]	0.3607*** [2.63]	0.6481*** [4.24]	0.4474*** [2.97]
その他製品	1.3912*** [3.47]	0.2514** [2.00]	0.2250* [1.93]	0.4900*** [3.82]	0.4542*** [3.45]
電気・ガス	2.0655*** [3.80]	0.4104** [2.16]	0.5043*** [2.88]	0.8710*** [4.47]	0.6797*** [3.68]
陸運業	-0.5538 [-1.04]	-0.0841 [-0.50]	-0.2658* [-1.68]	0.1416 [0.84]	-0.2588 [-1.53]
海運業	1.5158* [1.87]	0.5686** [2.11]	0.1256 [0.50]	0.6649** [2.26]	0.3433 [1.29]
空運業	1.4372 [1.46]	0.4772 [1.36]	0.8527*** [2.64]	0.6789* [1.90]	-0.0130 [-0.04]
倉庫・運輸業	-0.9148 [-1.51]	-0.0227 [-0.13]	-0.0519 [-0.31]	-0.1554 [-0.80]	-0.3145 [-1.59]
情報・通信業	0.9481*** [2.90]	0.0616 [0.68]	0.4408*** [5.18]	0.2247** [2.23]	-0.0406 [-0.39]
小売業	0.1313 [0.42]	0.0196 [0.22]	0.2257*** [2.70]	0.2226** [2.40]	-0.2454*** [-2.46]
保険業	omitted	0.4433 [0.52]	omitted	omitted	omitted
不動産業	-0.7522 [-1.51]	-0.2624** [-2.07]	-0.2583** [-2.08]	-0.1176 [-0.84]	-0.5404*** [-3.53]
サービス業	-0.2179 [-0.62]	-0.0198 [-0.22]	0.1724** [2.02]	0.1505 [1.50]	-0.3455*** [-3.10]
企業規模	1.0742*** [29.80]	0.2884*** [23.37]	0.2974*** [25.18]	0.2733*** [25.62]	0.2868*** [24.05]
定数項	9.2213*** [39.45]	2.2683*** [34.22]	2.1749*** [34.79]	1.8798*** [26.74]	2.1071*** [29.53]
サンプル数	3783	5047	4842	4846	4288
決定係数	0.5236	0.3224	0.3619	0.4549	0.4390

(注 1)括弧内は z 値。

(注 2)F 検定・ハウスマン検定の結果固定効果モデルが採択されているが、本

仮説ではダミー効果を観察することが目的であり、ダミー変数以外の変数が固定効果モデルと変量効果モデルにおいて、符合・t 値共に変化しなかったことから、LM（ラグランジュ乗数）検定の結果、変量効果モデルが採択されている。

(注 3)銀行・証券、商品先物取引業・その他金融業ダミーは omit されている。

(注 4)多重共線性については、STATA の vif コマンドを用いて調べたが、いずれのケースにおいても最大値が 3 を上回らなかったため、問題ないと判断した。

東洋経済のデータを用いた産業の違いが CSR 活動に与える影響の結果を簡潔にまとめると、以下のようになる。

1. 「CSR 総合」を含む 5 つの全 CSR 項目において、「食料品」「繊維製品」「化学」「医薬品」「電気機器」「その他製品」「電気・ガス」のダミー変数の係数が有意に正の値となった。「CSR 総合」では「石油・石炭」の係数が有意に正の値の中では最も大きく、「電気機器」「電気・ガス」がそれに続いている。「ガバナンス」では「非鉄金属」が最も大きく、「電気機器」「医薬品」がそれに続いている。「雇用」では「空運業」が最も大きく、「電気・ガス」「電気機器」がそれに続いている。「社会」では「電気機器」が最も大きく、「ゴム製品」「電気・ガス」がそれに続いている。「環境」では「ゴム製品」が最も大きく、「電気機器」「石油・石炭」がそれに続いている。
2. 「CSR 総合」「ガバナンス」「環境」の 3 項目について、「水産・農林業」のダミー変数の係数は有意に負の値をとった。また、「ガバナンス」「雇用」「環境」の 3 項目について、「不動産業」の係数は有意に負の値をとった。

4.4.2 考察

この分析においては Donald and Donald (2007) に倣い、コントロール変数として研究開発費・広告宣伝費を入れることを考えた²⁸。研究開発費は先行研究でもコントロール変数として用いられており、また広告宣伝費も企業の特徴を表していると考えられているからである。しかし、双方を用いると多重共線性問題が悪化したため、双方用いたときに有意になった研究開発費のみをコントロール変数として追加で加える

²⁸ 東洋経済に限る。

ことを試みた。この結果、サンプル数が減少した（研究開発費の情報がある企業に限定）とともに、LM検定の結果、研究開発費が固定効果モデルと変量効果モデルにおいてt値が異なる結果となってしまった。さらに、多重共線性の問題も、コントロール変数が企業規模のみの場合と比べ悪化したため、本論文ではシンプルにコントロール変数に企業規模のみを入れた回帰結果を用いて考察することとしている。

回帰結果の考察に入る前に、Newsweek と東洋経済の結果を比較し易くするため、Newsweek の結果において特徴的であった4セクター（「素材」「情報技術」「公益事業」「一般消費財・サービス」）における、東洋経済での分類との対応を簡潔にまとめる。東洋経済ではより細かい産業分類を用いて分析していた。

表 4-12 Newsweek・東洋経済産業対応表

Newsweek (10セクター)	東洋経済 (33業種分類)
素材	化学
	非鉄金属
	…等
情報技術	情報・通信業
	…等
公益事業	電気・ガス
	…等
一般消費財・サービス	ゴム製品
	家庭用電気機器
	繊維製品
	サービス業
	小売業
	…等

Newsweek において「素材」「情報技術」「公益事業」の係数値が大きかったことに関して、特に後者2つは一言で述べるとインフラ的側面の大きさ・ステークホルダーの幅の広さがそのままCSRの得点に反映されたと考えられる。

「素材」産業に関しても、その後様々な完成品になりうる点を考えると、社会の「縁の下の力持ち」的な性格を有しており、ステークホルダーは他業種と比べて幅広いと考えられる。さらに、石油危機を機に原料である石油などの枯渇資源の有効活用や、高度成長期に端を発した公害対策が企業の存続を揺るがす死活問題であったという歴史的背景も反映しているのではないかと考えられる。

また、CSR活動を通じて企業は評判を上げることや自社製品をアピールするといった、広告のような役目も果たすと考えられるが、一般的な広告（コマーシャル等）は消費者を対象にアピールするため、B to Cの産業（小売業等）で盛んに行われている

一方で、CSR活動は全ステークホルダーを対象としているため、「素材」に代表されるようなB to Bの産業において、ステークホルダーの幅の広さからより積極的に行われていることが実証された。

Newsweekと東洋経済の結果を比較した際に特に興味深い点は、Newsweekにおいて「一般消費財・サービス」に分類されたセクターである。Newsweekの結果ではこのダミー変数は負に有意、すなわち「CSRが最も遅れている業種」とされた。しかし、東洋経済の結果を見てみると、「ゴム製品」「電気機器」「繊維製品」は、他業種と比べてより積極的にCSR活動を行っている業種であることが見て取れる。このように矛盾する結果が得られてしまった原因として考えられることは、①サンプルの違い、②産業分類の仕方の差、が考えられるが、特に②に注目すると、大まかなセクター分類だけでは判断できなかったCSR活動の業種ごとの詳細がわかるかもしれない。すなわち、GICS分類の「一般消費財・サービス」には「自動車・自動車部品（含ゴム製品）」「耐久消費財・アパレル（含家庭用電気機器、繊維製品）」「消費者サービス（ホテル等）」「メディア」「小売」が含まれているが、中でも後者3業界のCSR活動が他業種に比べて劣っていると考えることができるのだ²⁹（特にサービス業界・小売業は東洋経済のデータを用いた分析の結果からも、相対的にCSR活動が行われていないことがわかる）。このような結果になった原因として考えられることの1つに、B to C業界では消費者の選好を向上させる手段として広告（コマーシャル等）がCSR活動の代替的性質を持っており、有効に機能していることも考えられる。しかしながらCSR活動を怠ると、1.1でも触れたように、①不買運動による収入減、②SRIインデックスからの除外による資金受取減、下請け会社は取引できなくなることで収入減、③株主からの批判による経営困難に直面、④就活戦線でも不利、等の打撃を被る可能性が存在し、「消費者サービス」「メディア」「小売」も例外ではない。今後、業界を跨いでCSR活動の取り組みに関する情報を共有し合うことで、業界全体のCSR活動のレベルが上昇していくことが望まれる。

²⁹ 但し、「東洋経済 CSR 企業ランキング 2012」では、CSRは業種によって行える活動に差があり、例えば「不動産業やサービス業はCSRが遅れている」等とは考えない方が良くと述べられている。

第5章 結論

前章では自らデータを収集して実証分析を行い、結果と考察を示した。本章では本論文の最終的な結論をまとめ、今後企業が取り組むべき CSR 活動について自らの見解を述べたい。

まずCSR活動が財務パフォーマンスに与える影響を推定した。その結果、「CSR活動は企業の財務パフォーマンスに基本的には正の影響を与える」ことを実証することができた³⁰。Newsweekにおいて財務項目「成長性」に負の影響をもたらしている原因としては、Newsweekに掲載されている世界トップ500社ほどの超大企業においては企業の成長性は頭打ちの状態であり、CSR活動もあくまで企業の評判を「維持」することを目的とした活動と据えられることが反映されていると考えられる。さらに、東洋経済においてCSR項目「ガバナンス」が各財務項目に正の影響を与えていないという結果となった原因としては、日本独特のガバナンス事情（内向き体質等）が関係していると推測される。

次に、国・地域の差がCSR活動に与える影響を推定した。その結果、ヨーロッパはCSR全体を通して高い水準にあり、特に「雇用」「社会」項目の高さは、「人材・社会問題」をきっかけにCSRの概念が広まり、今日もCSRの核となっているという歴史的背景を実証する結果となった。日本においては「環境」項目の高さが目立ったが、こちらについても、CSR報告書が作成されている以前の日本においても環境報告書は多くの企業で作成されていたという事実等、以前からの環境面での関心の高さ・先進性が実証された。一方、日本の「ガバナンス」項目の低さに関しては、前述の通り、日本独特のガバナンス事情が影響しているのではないかと考えられる。アメリカにおいてはヨーロッパのように国家主導のCSRプロジェクトは少なく、また州・地域ごとに異なる社会的課題に対して各企業が様々なアプローチをかけているという特徴もあって、企業ごとのCSR活動の取り組みがばらばらであることが伺える結果となった。環境項目においては日本やヨーロッパに比べて大きく後れを取っており、これは京都議定書に調印していないこと等からも明らかのようにアメリカが環境問題に対して依然として消極的な姿勢を見せていることがわかる。

最後に、産業の違いがCSR活動に与える影響を推定した。結果としては「素材」「情

³⁰ なお、因果関係については、先行研究と比べて中・長期的な効果も含めた実証を行った結果、被説明変数と説明変数を入れ替えて回帰した際に有意な結果がほとんど得られなかったことから、断定はできないものの「財務パフォーマンスがCSR活動に正の影響を与える」という逆向きの因果関係は弱いと考えている。

報技術」「公益事業」等、やはりインフラ的側面の強い産業や、幅広いステークホルダーが存在する産業においては、CSR活動に対する取り組みがより積極的であることがわかった。一般的な広告とは異なり、B to B産業においてCSR活動に積極的な企業が多いことも実証された。業界横断的なCSR活動に関する議論を積極的に行うことで、他業界のCSR活動についても深く学び、自社に取り入れる姿勢が望まれるであろう。

今回の分析ではCSR活動が財務パフォーマンスに正の影響を与えていることを実証することができたが、今後、日本企業として迅速に求められることは、CSR項目「ガバナンス」面での改善である。Newsweek、東洋経済双方の結果からも、日本の「ガバナンス」面での特殊性・脆弱さが露呈してしまった。内向き体質を改善することや、企業独自の戦略を積極的に打ち出していくことが必要であると考えられる。さらに、企業ごとの特徴・強み、あるいは日本企業に総じて当てはまるであろう「環境」面の強みを活かし、途上国も含め世界にCSR活動を普及し、世界各地で起こっている様々な問題の解決に積極的に取り組む必要がある。世界中を巻き込んで世界規模の課題を解決すべく、日本のリーダーシップがまさに今求められている時代なのだ。

現時点における企業のCSR活動の強みや弱みを国際基準と照らし合わせつつ見直し、強みを活かして世界中を巻き込んでその活動を普及していくことで世界規模の課題解決を目指す一方で、弱みに対しても素直に受け入れて克服していく姿勢こそが、社会から受け入れられ持続的に事業を行うことができる企業の「あるべき姿」ではないだろうか。

参考文献

- NTT データスミス (2009), 「世界 32 カ国 CSR 消費者意識調査」 NTT データスミス.
- 小河光生 (2010), 「ISO26000 経営はこう変わる」 日本経済新聞出版社.
- 熊谷謙一 (2011), 「動き出す ISO26000」 公益財団法人日本生産性本部生産性労働
情報センター.
- 関正雄 (2011), 「ISO26000 を読む」 日科技連出版社.
- 東洋経済新報社, 「CSR 企業総覧 2007-2012」 週刊東洋経済臨時増刊.
- 中尾麗イザベル (2007), 「企業の社会的責任と財務パフォーマンスに関する実証分析」
大阪大学大学院国際公共政策研究科.
- Newsweek (2005), 「世界企業ランキング Newsweek Global 500」 Newsweek 日本
語版 20 巻 23 号.
- Newsweek (2006), 「世界企業ランキング Newsweek Global 500」 Newsweek 日本
語版 21 巻 24 号.
- Newsweek (2007), 「世界企業ランキング Newsweek Global 500」 Newsweek 日本
語版 22 巻 25 号.
- Newsweek (2008), 「世界企業ランキング Newsweek Global 500」 Newsweek 日本
語版 23 巻 26 号.
- 藤井敏彦 (2005), 「ヨーロッパの CSR と日本の CSR」 日科技連出版社.
- 藤井敏彦・新谷大輔 (2008), 「アジアの CSR と日本の CSR」 日科技連出版社.
- スチュアート・L・ハート (石原訳) (2012), 「未来をつくる資本主義」 英治出版.
- Baron, D., (2008), “Managerial Contracting and Corporate Social Responsibility,”
Journal of Public Economics, **92**, 268-288.
- Garcia-Gallego, A. and Georgantzis, (2009), “Market Effects of Changes in
Consumers’ Social Responsibility,” *Journal of Economics & Management
Strategy*, **18**, 235-262.
- Hillman, A. J. and G. D. Keim, (2001), “Shareholder Value, Stakeholder
Management, and Social Issues: What’s the Bottom Line?,” *Strategic
Management Journal*, **22**, 125-139.
- Kitzmueller, M. and J. Shimshack, (2012), “Economic Perspective on Corporate
Social Responsibility,” *Journal of Economic Literature*, **50**, 51-84.
- Kranz, D. F. and J. Santalo, (2010), “When Necessity Becomes a Virtue: The Effect

of Product Market Competition on Corporate Social Responsibility,”
Journal of Economics & Management Strategy, **19**, 453-487.

Lundgren, T., (2011), “A Microeconomic Model of Corporate Social Responsibility,”
Metroeconomica, **62**, 69-95.

Siegel, D. S. and D. F. Vitaliano, (2007), “An Empirical Analysis of the Strategic
Use of Corporate Social Responsibility,” *Journal of Economics &
Management Strategy*, **16**, 773-792.

Waddock, S. A. and Samuel, B. G, (1997), “The Corporate Social Performance-
Financial Performance Link,” *Strategic Management Journal*, **18**, 303
-309.

サステナビリティ・CSR マネジメントブログ

<http://world-arrangement-group.com/blog/?p=299>

世界産業分類基準 GICS ホームページ

<http://www.standardandpoors.com/indices/gics-jp/jp/jp>

東洋経済オンライン <http://toyokeizai.net/articles/-/8766>

JICQA ホームページ

http://www.jicqa.co.jp/09info/07newsletter/2011/no156_news1101.html

あとがき

CSR活動に関する研究はまだ歴史も浅く、今後ますます発展していくと思われる。研究を進めていて感じたことに、データソースの制約の問題がある。現在入手可能なデータソースはどうしても大企業中心の分析にならざるをえず、また業種ごとの比較、業種内でのCSRランキング等もまだ整備が不十分であると感じた。中小企業のデータも含め、CSR活動に関する政策を議論する上で基礎となるデータの蓄積は急務であり、日本が真に持続的に成長し続けるためには必要である。但し、例えば東洋経済のCSRランキングは毎年徐々に掲載企業が増加する³¹等、データがさらに充実する傾向にあることは間違いない。今後の経済学の分野における研究の進展に期待したい。

卒業論文の執筆において、1人で1本の論文を完結させることは初めての経験であった。テーマを設定することも難しかったが、CSR活動というテーマの性質上、経済学的な理論分野の先行研究が少なかったことや、実証分析で用いるデータ(Newsweek 4年分、東洋経済 6年分約10000ページ)を全て紙媒体からExcelに入力していくという地道な作業を求められたこと等、諸先輩方と同じく多くの困難にぶつかった。今年度は学生生活最後の年でもあったので、趣味の1つでもある旅行にも何度も足を運んだが、旅先のトルコでも深夜や早朝、さらには移動のバスの中でデータを打ち込み続けたことは、今となっては良い思い出である。1年間通して研究を続けることができたのも、辛いときに励ましてくれた石橋ゼミの優秀な先輩方や後輩、時には切磋琢磨しつつも、お互いに支え合って一緒に成長することができた同期達、右手を負傷しデータ入力ができなかった際に手伝ってくれた廣瀬康生研究会 2期生の阿野喜史君、さらには相談のために研究室に訪れた際にいつも温かく迎えて下さった石橋孝次先生のご指導のおかげであると確信している。この場を借りて、感謝の意を示したい。

最後になるが、石橋孝次研究会で学生生活最後の2年間を過ごすことができたことを非常に誇りに感じている。真剣に勉学や論文執筆に励みつつ、学業以外の面でも楽しい思い出を残してくれた仲間に恵まれ、卒業後も「またいつでも集まりたい」と思える環境がそこにはあった。ずっと私を支えてくれた仲間に恩返しをすべく、大学を卒業し社会に出てからも向上心をもって努力し続けることを決意の上、筆を置くこととする。

³¹ 2010年は上位200社だが、2011年には500社、2012年には700社が掲載されている。