

2022年 3月修了

早稲田大学大学院商学研究科

博 士 論 文

概要書

(本審査用)

CSR 活動の決定要因分析とリスク削減効果の検証

— 日本企業を対象とした分析 —

吉田 賢一

早稲田大学大学院
商学研究科博士後期課程
商学専攻

提 出 日 2021 年 10 月 25 日

1. 本研究の目的

現在、多くの日本企業は「CSR (corporate social responsibility、以下 CSR)」に関連する部署を設けている。また、CSR を担う取締役を配置する企業も少なくない。近年は、2015年6月に施行されたコーポレート・ガバナンス・コードに「株主との対話」と同様に、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」が基本原則として明記されるなど、CSR 活動は、企業の経営者が対応すべき経営課題の一つとして広く社会に認識されている。また、「ESG (environment, social, governance)」投資、すなわち、企業を「主語」とする CSR 活動とは別の、企業を選別・保有する投資家を「主語」とする投資活動に係る諸原則の制定と主要な資産運用機関によるこれの批准（例えば、GPIF による PRI の批准など）の動きも、2015年9月の国連サミットで採択された「SDGs (sustainable development goals)」や、ゼロエミッションに係る政財界のムーブメントと相成って加熱する様相を見せている。

前述のように定着をし、企業経営の中に組み込まれている CSR 概念ではあるが、こと株式会社を対象に分析する際には無視しがたい批判も存在する。例えば、Friedman (1970) による指摘が代表するように、負の外部性に対処すること、あるいは、ある種の公共財を供給すること（すなわち CSR 活動）は、企業ではなく政府が担うべき役割であるとの批判である。この「フリードマン・ドクトリン」の視点と同様に、伝統的な経済学、ファイナンス理論をバックグラウンドとするコーポレート・ガバナンス（企業統治）の議論、つまり、各種の経済主体が金銭的な合理性の仮定を持つことを議論の起点とする文脈では、企業の目的は株主の利潤を最大化させることのみであり、CSR 活動を実施するという経営者の行動は、ある種のモラル・ハザードとして解釈されうる。CSR 活動は、何らかの企業資源の投下が必須でありながら、明示的な将来収益を発生させないため、企業に、希少な資源を効率よく配分し、利潤を最大化することを求める伝統的な経済学・ファイナンス理論の枠組みだけでは、その合理性を十分には説明できないのである。

他方で、コーポレート・ガバナンス論の根幹となる「株主主権論」に対し、経済学・ファイナンス理論の研究者が、再検討を進める動きが、2010年代以降に高まってきている (Mayer, 2013 ; Zattoni, 2011 ; 遠藤, 2020 ; 広田, 2012)。Mayer (2013) は、Kay (2012) による指摘に代表されるように、英国では過度な株主主権（保護）と短期志向が長期的な企業価値を毀損している現状があることを指摘し、その対応策として、株主の保有期間に応じた議決権の付与を提案している。また、Zattoni (2011) は、株主以外のステークホルダーが、法・契約によって、常には守られていないことを指摘し、残余利益の請求権者である株主を保護することを根拠とする「株主主権論」には理論的な矛盾点があることを示唆している。遠藤 (2020) は、日本の民法 206 条が謳う「所有者」の要件を株主は企業に対して満たしておらず、株主は企業の「厳密な意味での所有者」ではないことを引き合いに、「株式会社の資産が法人である会社に帰属する一方、余剰金の配当など株主の権利が法的に保護されている事実は、会社のコモンズ性を示している」と指摘し、国境を越えてグローバル化する諸問題への対処に、国家に加えて企業の関与が必要であることが主張されている。また、これとは

異なる視点、つまりは経済理論化（モデル化）の観点から広田（2012）は、社会・ステークホルダーの価値観の変遷により、従来からの株主主権論だけでは「現実の描写」は困難であると指摘し、株主主権型モデルは、古典的資本主義の描く企業にのみ当てはまるモデルであり、現代の企業は、ステークホルダー型モデルでとらえるのが適切と主張している。

特に最近では、「株主主権」から「ステークホルダー主義」への変遷はさらに急進性を帯びてきており、実務界においても、顕著にその傾向が見られる。米国の有力な経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルは2019年8月19日に「企業の目的に関する声明」と題する声明を公表し、これまで掲げていた「株主主権」を根底とする企業の目的を捨て去り、「ステークホルダー主義」を標榜する目的を明確化することを示している。また、世界最大の資産運用会社であるブラックロック（Black Rock）社は2018年1月に、サステナビリティを投資の新たな基軸としていくことを投資先企業のCEOに対し声明し、その立場を明確にしている。

このような流れと並行して、経済学・ファイナンス理論の立場からも「新たな大局的な視点」を提起する主張が提示されている。Mayer（2018）や、Henderson（2020）では、伝統的な経済学・ファイナンス理論の枠組み、言い換えれば、株主主権論に基づく企業の目的だけを追求する姿のある種の極点とした場合のそれとは全く異なる極点を想起させる企業像・概念を提案している。彼らの主張の根底には企業活動が地球レベルでの持続可能性に負の効果をもたらしており、その永続性に重大な懸念を与えている、との現状認識からくる警鐘がある。つまりは、株主主権論を前提とする利潤追求を目的とする、ごく直近までの伝統的な、企業像・概念が持続可能性を脅かす、「環境破壊」、「貧富・種々の機会の格差」をもたらしているとの問題意識である。これを改善し、真に持続可能な社会を築くためには、企業は自らの掲げた、「公器の役割」を果たしうる「目的」の遵守にだけ気を配るべきであり、利益追求の手段として社会性の供給を行うことは、必ず、企業の目的と利益追求との間で、トレードオフの問題に直面するとして、彼らの主張とは相容れないものとして強調している。

このような両極端な理論の潮流のはざまに、政策当局や実務家らには対応を迫られており、企業統治理論に関連する社会科学の研究者はその舵取りに苦慮している。この混乱に際して、建設的なインプリケーションを与えるためには、理論に依拠した仮説を構築し、正しい現状の認識、事実の確認を図っていくことが必要である。本論文では、データが利用可能で、本研究での考察期間となる、2000年代から2010年代においては、日本企業や、英米企業に代表される株式会社は、株主利益の追求と同様に、その他のステークホルダー（消費者、取引先企業、従業員、地域社会等）の利益の追求をも図っており、企業の目的としては「混在」した状況にあったものとする。また、本論文では、企業を取巻く各種ステークホルダー（株主、経営者、消費者、取引先企業、従業員、地域社会等）は限定合理性を有し、自らの「利潤」極大化を目指し活動しているものと仮定する。なお、ここでの「利潤」は、後述するように単に金銭的な「利潤」だけに限定されない。したがって、企業は、各種ステークホルダー

一との関係調整上の何らかの実践的な誘因のもと、CSR 活動を実施しているものと仮定し分析していく。

2. 本研究の構成

本論文は大きく三つの部分から構成される。第一部は日本における CSR 活動の実態と、理論的検討を行う。次に、第二部は日本企業による CSR 活動の決定要因分析を、第三部では日本企業による CSR 活動の実施効果の考察をそれぞれ行う。この第二部での分析、考察により、どのような日本企業が CSR 活動の実施にインセンティブを持つかを明らかとし、続く第三部での分析では、均一かつネガティブなインパクトがあった際に、CSR 活動に積極的な企業ほど株価変動が少ないか、つまりは、リスクへの耐性を持つか、その与える影響を明らかとする。

以下に、本論文における章構成の概略を示す。

序章

1. 研究の背景
2. 研究の目的、意義
3. 手法、独自性と貢献
4. 構成

第一部 日本における CSR 活動の実態と、理論的検討

第1章 日本における CSR 活動の実態

1. はじめに
2. 国際社会での CSR 活動をめぐる動き
 - 2-1. 国際社会
 - 2-2. 日本社会
3. 世界と日本における CSR 活動の調査媒体の多様性
 - 3-1. 欧米、国際比較
 - 3-2. 日本での研究
 - 3-3. 東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の CSR 調査
4. 総括

第2章 CSR 活動は合理的か? :コーポレート・ガバナンス理論との整合性の検討

1. はじめに
2. 考察対象
3. CSR 活動の理論的根拠
 - 3-1. 企業社会論
 - 3-2. ステークホルダー理論
 - 3-3. 資源ベース理論

- 3-4. 戦略的 CSR 理論
- 4. CSR 概念のコンセンサスに向けて
 - 4-1. 株主主権論とステークホルダー・アプローチ (CSR 活動)
 - 4-2. 経済学的アプローチと社会学的アプローチの統合可能性
- 5. むすびに代えて

第3章 企業パフォーマンスと CSR 活動、決定要因分析

- 1. はじめに
- 2. ポートフォリオ分析 (ジェンセンの α 、または、シャープ・レシオの比較分析)
 - 2-1. プラスの傾向を示す研究
 - 2-2. マイナス、あるいは、どちらともいえない傾向を示す研究
- 3. 企業パフォーマンス (ROA、ROE、トービンの Q 等を被説明変数とする分析)
 - 3-1. 日本企業以外を対象とする分析
 - 3-2. 日本企業を対象とする分析
- 4. Earnings Management と CSR 活動の関係
- 5. 環境側面からの研究
- 6. 研究展望
 - 6-1. 決定要因分析
 - 6-2. リスク・リダクション (リスク削減) 仮説を検証する分析
 - 6-3. 総括
- 7. むすびに代えて (決定要因分析、リスク・リダクション (リスク削減) 仮説の検証に向けて)

第二部 日本企業による CSR 活動の決定要因分析

第4章 消費財の情報特性が CSR 活動に与える影響の分析

- 1. はじめに
- 2. 先行研究
 - 2-1. Siegel and Vitaliano (2007)
 - 2-2. 日本企業を対象とした決定要因分析
- 3. 仮説
- 4. 推計式 (基本推計)
- 5. データ
 - 5-1. CSR データ
 - 5-2. 財・サービスの分類
 - 5-3. 基本統計量と相関係数
- 6. 推計結果 (基本推計)
 - 6-1. OLS 推定 (N=621)
 - 6-2. 消費財供給企業だけをサンプルとする OLS 推定 (N=228)
- 7. 頑健性の検証

- 7-1. サンプルセレクションバイアスへの対処
- 7-2. 説明変数を分類Ⅱとする分析
- 7-3. 検証の結果
- 8. 先行研究との対比と、分析結果の解釈
- 9. むすび

第5章 企業間の取引構造がCSR活動に与える影響:日本のBtoB企業を対象とする分析

- 1. はじめに
- 2. 先行研究
 - 2-1. 日本の製造業と取引関係
 - 2-2. 取引パートナー間の信頼の役割
 - 2-3. CSR活動と信頼関係の形成
- 3. 仮説
- 4. データセットとサンプル企業
 - 4-1. CSRデータ
 - 4-2. 財の分類
 - 4-3. サンプル企業
- 5. 基本統計量と相関係数
- 6. 回帰分析(基本推計)
 - 6-1. 推計式
 - 6-2. 推計結果
- 7. サンプルセレクションバイアスへの対処
 - 7-1. サンプルセレクションバイアス
 - 7-2. 推計式
 - 7-3. 推計結果
- 8. むすび

第6章 CSR活動と企業集団:傾向スコア・マッチングによる分析

- 1. はじめに
- 2. 先行研究
 - 2-1. 長期の投資家に注目したCSR活動をめぐる決定要因分析
 - 2-2. 日本の企業集団
- 3. 作業仮説
 - 3-1. CSR活動と信頼構築
 - 3-2. 企業集団とブランド
 - 3-3. 作業仮説の提示
- 4. 実証分析
 - 4-1. リサーチ・デザイン

- 4-2. 企業集団の特定
- 4-3. 傾向スコア・マッチング
- 4-4. 基本推計モデル
- 4-5. 使用データとサンプル、基本統計量
- 5. 分析結果
- 6. 追加的な検証 ①
- 7. 追加的な検証 ②
- 8. 結びに代えて:残された課題

第7章 CSR活動と安定保有株主、株式持ち合い

- 1. はじめに
- 2. 先行研究(エントレンチメント仮説)
 - 2-1. 経営者の株式保有比率
 - 2-2. 安定保有株主、株式相互持ち合い
- 3. 作業仮説
- 4. 実証分析
 - 4-1. 推計モデル
 - 4-2. データセット
 - 4-3. 基本統計量
 - 4-4. 相関係数
- 5. 分析結果
 - 5-1. 東洋経済新報社
 - 5-2. Thomson Reuters Eikon 社
- 6. 追加的検証
- 7. むすびに代えて 6章と7章の総括

第三部 日本企業によるCSR活動の実施効果の考察

第8章 外生的ショックとCSR活動

- 1. はじめに
- 2. 先行研究
 - 2-1. 外生的ショック時の株価
 - 2-2. 外生的ショックとCSR活動
- 3. 仮説
- 4. 実証分析
 - 4-1. 外生的ショックの選定
 - 4-2. 超過収益率の算出方法
 - 4-3. 推計モデル
 - 4-4. 基本統計量と相関係数

5. 分析結果
6. むすびに代えて

終章

1. 何が明らかになったか:本研究の貢献
2. 残された課題と今後の研究に向けて

参考文献

3. 本研究の手法、独自性と貢献

本研究では、第一に、実務界における日本企業を取り巻く CSR 活動に係る国内外の動きを調査し、その経緯と、評価媒体の多様性をまとめる。そのうえで、第二に、学界における CSR 理論の系譜を調査し、コーポレート・ガバナンス理論（株主主権論）とステークホルダー理論（CSR 活動）の両立可能性を検討する。第三に、CSR 活動が企業パフォーマンスにどのような影響を与えるか、先行研究のサーベイを行っている。

本研究のサーベイでは、理論的には、長期において株主主権論とステークホルダー理論が相違しないという帰結にいたったが、一方で、実証的には、CSR 活動が企業パフォーマンスに正の効果を持つことが立証されてはいないことも明らかになった。これは、企業パフォーマンスに CSR 活動が与える影響を考察する研究には、統計上の解決すべき課題が多数存在するためであり、この具体例として、例えば、この両者の関係には、他の交絡がいくつか存在することが容易に想定されることもその一つであろう。したがって、本論文では、CSR 活動を行うインセンティブ構造の解明を探るためにも、他の交絡を紐解いていく作業、つまりは、その決定要因の実証的な解明がまずは必要であると考えた。

本研究における第 1 の実証研究では、米国を対象とする Siegel and Vitaliano (2007) に倣い、CSR 活動を企業のレピュテーションを向上させる投資と考え、その前提のもと、消費者が品質を認識しにくい財・サービスを供給する企業ほど、より積極的に CSR 活動を行うとの仮説を立て、日本企業を対象に、分析を行った。分析の結果からは、企業と消費者との間の情報の非対称性が相対的に大きい「経験財」、特に「耐久性を持つタイプの経験財」を供給する企業がより CSR 活動に積極的であることが確認された。

これを拡張させた、第 2 の実証研究では、前述の研究で考慮されていなかった、企業間取引を主とする企業の CSR 活動に分析の焦点をあてた。計量分析の結果、企業は、取引関係が複雑で、当該企業が供給する生産財の特性について、取引先などのステークホルダーが十分な情報を得ることの難しい財（「中間財」、特に「部品」）を供給する場合に、より積極的に CSR 活動に取り組むことが明らかとなった。

第 1、第 2 の実証研究では、東洋経済新報社の提供する CSR スコアを被説明変数、BtoC、BtoB 産業における、それぞれの産業の情報特性を説明変数とし、これまでの先行研究で示唆される他の要因をコントロールする回帰分析により検証を行っている。また、これらの分析ではサンプルセレクション上の問題が想起されるため、これに対処する Heckman の二段

階推定を用いた頑健性の検証も行っている。先に分析がなされている米国企業を対象とする BtoC 産業における検証 (Siegel and Vitaliano, 2007) を日本企業に拡張し、それをさらに、BtoB 産業へと独自に拡張させた点に本研究の第 1、第 2 の実証研究の貢献はある。また、特に第 2 の実証研究、つまりは BtoB 産業への拡張にあたり、日本企業システム上の特徴、長期的取引関係に紐付けて産業の情報特性の特定を試みた点に本研究の独自性はある。

続く第 3 の実証研究は、日本の企業システムのもとでの CSR 活動と三大企業集団の関係を分析した。具体的には、「三大企業集団」、つまりは、「三井」、「三菱」、「住友」の社長会に属する企業と、独立系企業とでは、CSR 活動の実施の状況に、どのような違いがあるか、計量分析の手法により、その関係性を明らかにした。傾向スコアによるマッチングの手法を用い、三大企業集団に属する企業群と、独立企業のうち系列企業と似た要素を持つ企業群だけにサンプルを絞り、分析を行った。その結果、三大企業集団に属する企業は CSR 活動に積極的であり、特に、三菱グループがその傾向を強く持つことが明らかとなった。

第 4 の実証研究は、前述の研究とは異なる視点のもとでの日本の企業システムの象徴である「株式相互持ち合い比率」、「安定保有株主比率」に分析の焦点をあて、これらの変数が CSR 活動にどのような影響を与えているか、これらの政策保有株式はエンタレジメント効果の側面があるとの立場から考察を試みた。分析の結果から、「株式相互持ち合い比率」、「安定保有株主比率」は、CSR 活動の実施に対し、ネガティブな影響を与える効果があることが明らかとなった。このような傾向は、近年の企業統治改革の過程で政策保有株式が圧縮されたこと、外国人機関投資家による ESG 要素を中核とするエンゲージメントの色合いが強まったことを受け、政策保有株式の多寡が CSR 活動には影響は与えなくなり、これとは別に、海外機関投資家が CSR 活動の推進の原動力となっている傾向が確認された。

なお、この第 3 と第 4 の実証結果に関して矛盾は生じていない。なぜならば、宮島他 (2003) の示している研究成果や、戦前に遡る三大企業集団の形成過程と、戦後に図られた政策保有株式の高位安定化という、時間軸に基づく経緯を鑑みれば、三大企業集団と、株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率の関係は、十分条件、必要条件ともに満たしてはいないためである。

第 3、第 4 の研究では、第 1、第 2 の研究で確立した CSR 活動の決定要因モデルに、日本企業システムに独自である企業集団と、株式相互持ち合い、安定保有株主といった要素を追加した点がユニークであり、新規性を持つ部分である。この第 3、第 4 の実証研究において追加した要素を検討することにより、日本企業が CSR 活動を行う要因の実証的な事実確認を行うとともに、さらに、その独自の仮説を、傾向スコア・マッチング、パネルデータ分析といった精緻な検証プロセスのもとで検証した点に、本研究の貢献がある。

これら第 1 から第 4 の実証研究は、日本企業による CSR 活動の実施要因の解明を目的とするものであった。これに追加して、本研究では、CSR 活動の実施効果に、リスク低減仮説、とりわけ、株価急落をもたらす外生的ショック時にその急落を軽減させる作用があるものと考え、これを実証的に検証し、第 5 の実証研究とした。

第5の実証研究は、CSR活動への寄与度の違いが、外生的なショック時における株価下降リスクにどのような影響を与えるかという観点から、日本企業のCSR活動の実施効果の測定を試みた。本研究では、①リーマンショック、②東日本大震災、③COVID-19のショックを外生的な事案と位置付けた。分析の結果、Lins et al. (2017)と同様に、日本企業を対象としても、リーマンショック時には、株価下降を和らげる効果がCSR活動にはあることが一部確認され、COVID-19ショック時においては、財務スラックを有する企業である場合に、従来からのCSR活動への積極性は、その下降の程度を緩和させる効果があることが明らかとなった。

この第5の実証研究の分析の結果は、Lins et al. (2017)の報告する研究結果が日本企業を対象としてもサポートされるものでありことを示唆しており、日本企業によるCSR活動の実施効果の一側面を明らかとしたという面で、本研究の貢献がある。

4. 本研究の課題

しかしながら、本研究には次のような分析上の課題が何点か残った。

第1にCSR活動の代理変数の多様性の問題である。本稿ではCSR活動の代理変数として東洋経済新報社、Thomson Reuters Eikon社のCSR・ESGデータを用いたが、欧州・米国企業を対象とする実証研究の多くは、KLD社、FTSE社、Bloomberg社の提供するCSRデータをCSR活動の代理変数として採用している。このCSRデータの違いが、推定結果に影響を与えた可能性は否定できない。欧米企業を対象としたCSRデータセットは、東洋経済新報社の提供データと比べ、日本企業のカバレッジが相対的に低い。また、東洋経済新報社の提供データは、日本企業に対し、独自のアンケート調査を行う等、このデータをCSR活動の代理変数とすることの利点もあることから、本研究ではこれを導入している。今後、日本企業を含む、国際横断的なCSR活動の比較分析を行う際、この留意点を考慮することが課題となる。

GPIFが指摘するように、CSRスコア、ESGレーティングの一部は相関が低い。この背景には、ESGレーティングを提供する情報ベンダーが商業的で、自社と他社の提供するスコアに差別化を求めることも一要因であろう。Yoo and Managi (2021)が着目したように、ESGレーティングには、実施ベースと情報開示ベースのものがある。また、国ごとにカバー率に差があり、本来的には、国、法体系を跨いで包括的なスコア化は難しい。この点に関して、少なくともESGのうちのSとGの部分には差異性が存在することは想像に難しくなく、雇用慣行や社会構造上の問題は、欧州では移民労働者、日本では終身雇用の維持、非正規雇用の増加と、国によりその関心は異なり、決して画一的ではない。

また、企業が発信したESG経営の情報発信がESGレーティングに織り込まれるにはタイムラグがあり、かつ、株主をはじめとする各種ステークホルダーと、ESGレーティングを担う情報ベンダーとでは発信された情報に対する評価が異なるケースがあることも問題である。ESG経営を実践する実務家にとって、自社が発信したESGニュースに株主を含む

ステークホルダーがどのような反応を示すかは、その後の ESG 経営方針の策定にも影響を与えうる。この ESG レーティングの存在が故のバイアスは、ESG、グリーンウォッシングとも密接に関係している。本来、ESG 経営の状況についての企業とステークホルダーとの間での情報の非対称性を緩和する役割を担うはずの ESG レーティングが、その評価機能の多様さ故に、バイアスの根源ともなっている。

さらにこれらの CSR スコアに共通して問題となるのは、スコアはフローであり、無形資産の蓄積値（つまりはストック）とは異なる点も課題であろう。無形資産の見える化が何らかの形で成されることが望まれ、これにより、グリーンウォッシング、ESG ウォッシングの問題に一石が投じられるとともに、この分野で長年の懸案事項であった CSR 活動、ESG 経営は企業パフォーマンスにどのような影響を与えるかといった問題にも別角度から分析の焦点を当てることが可能となるだろう。

第 2 に、実証面に関連して、改善すべき点がいくつか残った。一つは、因果関係の特定が不十分な点である。第 4 章、第 5 章での研究が、クロスセクションデータを用いた分析である。したがって、本研究で提示した結果は相関関係を示しているにすぎず、厳密な意味で因果関係について言及することは出来ない。ただし被説明変数が入手可能な期間の間、説明変数の作成に用いるセグメント情報がドラスティックに変化することは考えづらく、このデータセットの制約が分析結果について重大な影響を与えないものとする。

これとは別に、本研究で実施した実証分析間の統合的な解釈、考察に踏み込めなかった点にも、本研究の課題は残る。具体的には、①財・サービスの情報特性（BtoC と BtoB）、②日本企業システムの特徴（企業集団、株式相互持ち合い・安定保有株主）、それぞれが CSR 活動の規定要因と見做せるとの結論には達したものの、統合的な検証には至っていない。例えば、企業集団に所属する企業群と、それ以外の企業群の CSR 活動の実施に際して、供給する財・サービスの情報構造がどう影響するかといった複合的な解明を図る余地が残っている。同様に、第 8 章において明らかとなった 2015 年を時期区分とする点を第 7 章の推計モデルに取り入れていないといった点にも、課題は残っている。

第 3 に、国際比較を行っていないことにある。本研究で示した結果が日本企業に特有の傾向か、多くの国の企業で共通するものか、今回の検証からはいずれも明らかにはならない。ステークホルダー関係は国ごとに異なることが多くの研究で指摘されており（Aguilera and Jackson, 2003 ; Tanimoto, 2007 等）、日本企業と欧米企業とでは CSR 活動の取り組み方は非同質的であることも報告されている（Wokutch and Shepard, 1999）。また、CSR 活動が資本市場からの影響により、国家間で多様化しているとの研究報告もある（Jackson and Bartosch, 2016）。これら先行研究からの知見に留意し、今後、研究を試みる必要があるものとする。さらに、第 7 章において示した日本での企業統治改革後に機関投資家が CSR 活動推進のガバナンス機構として役割を広げつつある現状について注目し、より考察を深めていく必要があるものとする。具体的には、藍口他（2020）で示された実証分析の知見を拡張し、機関投資家の性質、つまりは保有動機や期間、「理念」に着目し、企業の CSR

活動への取り組みにどのような影響を与えるか、分析を行っていく必要があるだろう。

では、以上に述べた分析上の課題とは別に、本論文で一貫して問うてきた「CSR 活動は合理的なのか」との疑問にはどのような回答を得られたらだろうか。

本研究の第 4 章、第 5 章の分析では、情報特性の面で、CSR 活動に投資することが望ましい企業ほど、CSR 活動に積極的であることが明らかとなり、第 6 章の企業集団に着目した研究からは、ブランドを重要視する三菱グループが CSR 活動に積極的であることが顕著に確認されている。また、第 8 章からは ESG 経営を実践する企業は均一的なネガティブイベントが生じた場合にリスク・リダクション効果を持つことが示された。これらの実証結果は「日本企業の CSR 活動は合理的である」との解をもたらす。

現行の日本企業の CSR 活動の積極度の違いが、企業の合理的な選択に基づくものであるとすれば、「現行で CSR 活動に積極的ではない企業は、合理的にそのような選択をしているのであり、このため、そういった企業に対し、政策を通じて、CSR 活動により寄与するように働きかける必要はない」という論旨が成立する。もっとも、新制度派組織論において議論の支柱となる、社会からの要請、正当化を獲得するための CSR 活動水準のミニマム・スタンダードは経時的に上昇の傾向にあるため、CSR 活動の実施誘因が相対的に低く、その意思決定が合理的と考えられる企業群においてもこれは例外ではなく、社会から要求される水準は経時的に高まっていき、社会性の供給もこれに従うものと考えられる。実際、本研究の第 7 章は、2015 年を契機に、海外機関投資家が作用し、より機運が高まったことが明らかとなった。

これらの議論は、CSR 活動、ESG 経営に関しての、本研究や既存の経済学、ファイナンス理論が議論を行ってこなかった組織の領域、つまりは、中小企業、零細企業、非上場のファミリー企業の、あるべき CSR 活動の水準への議論の必要性も想起させる。これらの企業群は上場企業と比べると、企業活動の社会的インパクトが小さく、フォーマル、インフォーマルを問わずに求められる社会性に係る情報開示の要求の水準も低いだろう。このような、いわば「盲点」に対し、光を与えていく機構は、「制度」であるのか、あるいは、(上場企業よりは作用の度合いは鈍いが) サプライチェーンマネジメント、労働市場といった「市場原理」に近い作用なのか、今後、より立ち入った分析が進められていく必要がある。