

2022年 3月修了

早稲田大学大学院商学研究科

博 士 論 文

(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

本博士論文は以下の既刊論文等を加筆、修正したものをベースとしている。

吉田賢一（2015）「消費財の情報特性が CSR 活動に与える影響の分析」、企業と社会フォーラム年報 2015『持続可能性と戦略』東京：千倉書房、294-326 頁。

吉田賢一（2017）「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」、企業と社会フォーラム学会誌第 6 号『社会的課題とマーケティング』東京：千倉書房、99-123 頁。

吉田賢一（2018）「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」、早稲田大学大学院商学研究科『商学研究科紀要』第 87 号、155-175 頁。

吉田賢一・飯野佳亮（2019）「＜研究ノート＞CSR 活動と企業集団：傾向スコア・マッチングによる分析の可能性を探る」、『早稲田国際経営研究』第 50 号、131-146 頁。

吉田賢一（2021）「CSR 活動が外生的ショック時の株価に与える影響」、日本ファイナンス学会『日本ファイナンス学会大会予稿集、第 29 回（2021 年度）』、所収。

吉田賢一・馬奈木俊介（2021）「ESG 経営の評価」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第 59 巻第 11 号、近刊。

Yoshida, K. (2020) “The Impacts of Inter-Firm Transaction Structures on Corporate Social Responsibility Activity: An Empirical Analysis of Japanese Business-to-Business Firms,” *Waseda, Corporate Governance Research Working Paper Series* (WCG WP), 2019-004.

Yoshida, K. and Y., Iino (2020) “CSR Activities and Japanese Corporate Groups: A Propensity Score Matching Analysis,” *Waseda, Corporate Governance Research Working Paper Series* (WCG WP) 2019-005.

本文目次

序章	1
1. 研究の背景	1
2. 研究の目的、意義	3
3. 分析手法、独自性と貢献	5
4. 構成	7
第一部 日本における CSR 活動の実態と、理論的検討	9
第1章 日本における CSR 活動の実態	9
1. はじめに	9
2. 国際社会での CSR 活動をめぐる動き	9
2-1. 国際社会	9
2-2. 日本社会	11
3. 世界と日本における CSR 活動の調査媒体の多様性	12
3-1. 欧米、国際比較	12
3-2. 日本での研究	12
3-3. 東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の CSR 調査	13
4. 総括	13
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	14
1. はじめに	14
2. 考察対象	14
3. CSR 活動の理論的根拠	15
3-1. 企業社会論	15
3-2. ステークホルダー理論	19
3-3. 資源ベース理論	20
3-4. 戦略的 CSR 理論	21
4. CSR 概念のコンセンサスに向けて	22
4-1. 株主主権論とステークホルダー・アプローチ (CSR 活動)	22
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	23
5. むすびに代えて	24
第3章 企業パフォーマンスと CSR 活動、決定要因分析	26
1. はじめに	26
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)	26
2-1. プラスの傾向を示す研究	26
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	28

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)	30
3-1. 日本企業以外を対象とする分析	30
3-2. 日本企業を対象とする分析	32
4. Earnings Management と CSR 活動の関係	35
5. 環境側面からの研究	36
6. 研究展望	37
6-1. 決定要因分析	37
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	43
6-3. 総括	45
7. むすびこ代えて (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)	46
第二部 日本企業による CSR 活動の決定要因分析	48
第4章 消費財の情報特性が CSR 活動に与える影響の分析	48
1. はじめに	48
2. 先行研究	48
2-1. Siegel and Vitaliano (2007)	48
2-2. 日本企業を対象とした決定要因分析	49
3. 仮説	49
4. 推計式 (基本推計)	50
5. データ	52
5-1. CSR データ	52
5-2. 財・サービスの分類	52
5-3. 基本統計量と相関係数	53
6. 推計結果 (基本推計)	54
6-1. OLS 推定 (N=621)	54
6-2. 消費財供給企業だけをサンプルとする OLS 推定 (N=228)	55
7. 頑健性の検証	56
7-1. サンプルセレクションバイアスへの対処	56
7-2. 説明変数を分類IIとする分析	57
7-3. 検証の結果	57
8. 先行研究との対比と、分析結果の解釈	58
9. むすび	58
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	61
1. はじめに	61
2. 先行研究	62
2-1. 日本の製造業と取引関係	62

2-2. 取引パートナー間の信頼の役割	62
2-3. CSR活動と信頼関係の形成	63
3. 仮説	63
4. データセットとサンプル企業	65
4-1. CSRデータ	65
4-2. 財の分類	65
4-3. サンプル企業	66
5. 基本統計量と相関係数	66
6. 回帰分析 (基本推計)	67
6-1. 推計式	67
6-2. 推計結果	68
7. サンプルセレクションバイアスへの対処	70
7-1. サンプルセレクションバイアス	70
7-2. 推計式	70
7-3. 推計結果	71
8. むすび	72
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	75
1. はじめに	75
2. 先行研究	76
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	76
2-2. 日本の企業集団	76
3. 作業仮説	77
3-1. CSR活動と信頼構築	78
3-2. 企業集団とブランド	78
3-3. 作業仮説の提示	78
4. 実証分析	78
4-1. リサーチ・デザイン	79
4-2. 企業集団の特定	79
4-3. 傾向スコア・マッチング	79
4-4. 基本推計モデル	80
4-5. 使用データとサンプル、基本統計量	82
5. 分析結果	83
6. 追加的な検証 ①	84
7. 追加的な検証 ②	85
8. 結びに代えて：残された課題	86

第7章 CSR活動と安定保有株主、株式持ち合い	88
1. はじめに	88
2. 先行研究（エントレンチメント仮説）	89
2-1. 経営者の株式保有比率	89
2-2. 安定保有株主、株式相互持ち合い	91
3. 作業仮説	91
4. 実証分析	92
4-1. 推計モデル	92
4-2. データセット	94
4-3. 基本統計量	95
4-4. 相関係数	95
5. 分析結果	96
5-1. 東洋経済新報社	96
5-2. Thomson Reuters Eikon社	97
6. 追加的検証	98
7. むすびに代えて（6章と7章の総括）	99
第三部 日本企業によるCSR活動の実施効果の考察	101
第8章 外生的ショックとCSR活動	101
1. はじめに	101
2. 先行研究	102
2-1. 外生的ショック時の株価	102
2-2. 外生的ショックとCSR活動	102
3. 仮説	103
4. 実証分析	104
4-1. 外生的ショックの選定	104
4-2. 超過収益率の算出方法	104
4-3. 推計モデル	105
4-4. 基本統計量と相関係数	106
5. 分析結果	107
6. むすびに代えて	108
終章	109
1. 何が明らかになったか：本研究の貢献	109
2. 残された課題と今後の研究に向けて	111
参考文献	115

序章

1. 研究の背景

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。CSR 部署が設置された背景には、1970 年代からの国内での企業の活動に伴う負の外部性への社会からの関心・懸念の高まり、そして、2000 年代初頭よりの国際社会からの圧力による影響を受けたことが想定されており (谷本、2006a) ^(注1)、これにより 2003 年ごろには日本においても CSR 概念は一応の定着をみせた。日本経済団体連合会では、2004 年 2 月に「企業の社会的責任 (CSR) 推進にあたっての基本的考え方」と題する指針を、経済同友会では、2004 年 1 月に「日本企業の CSR : 現状と課題-自己評価レポート 2003」を発行し、以降、個別企業による CSR 報告書・環境報告書の発行も年々増えている。

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) ^(注2)」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。

なお、この社会性を供給する担い手は多様であるが、本研究での以降の議論は、株式市場で株式を売買する株式会社を対象とする。株式会社は「所有と経営の分離」に特徴づけられ、Berle and Means (1932) 以降、コーポレート・ガバナンス論 (株主主権論) で考察の対象とされる組織である。社会学を背景とする企業社会論の関心の中心となるソーシャル・ビジネスを事業領域とする組織、「社会志向型企業」、「中間組織」、「事業型 NPO」、「慈善型 NPO」(谷本、2006b) は、本研究での考察の対象とはしない。また、既に多くの先行研究で述べられているように、CSR 活動の定義は曖昧な部分があり、様々な学術的な定義、それに紐づくアプローチのもとで研究が進められているのが現状である ^(注3)。本稿では、経済学、ファイナンス理論の文脈で CSR 活動を考察する戦略的 CSR 理論のフレームワークのなかで考察を行っていき ^(注4)、分析においては、McWilliams and Siegel (2001) に従い、「企業利益の枠組みを越え、また、コンプライアンスの枠組みを越えて行われる social goods を促進させるために行われる活動」(p. 117) との定義を前提として議論を進めていく。この定義において、彼女らが意図する「企業」とはすなわち株式会社を指す。

冒頭に述べたように定着し、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 ^(注5)。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要でありながら、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。この立場は法学の分野でも同様であり、日本の会社法 330 条、民法 644 条において、取締役は、企業・株主に対して「善良な管理者の注意」をもって職務を行う義務（いわゆる「善管注意義務」）を負っており、取締役自身や、第三者の利益を損ねること、あるいは、企業・株主に損害を与えることを目的に、職務上の権限を行使することは禁じられている。この善管注意義務に CSR 活動の実施が則るものか、否かの議論は、法務に携わる実務家の間でしばしば注目を集めており、ビジネス法務の学界においても論題となっている（例えば、野田，2013）。

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」を根拠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 (BlackRock) 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、その持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、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^(注6)。

このような両極端な理論の潮流のはざままで、政策当局や実務家ら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^(注7)。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考えられる。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。

本節では、現在のCSR活動の隆盛と、それと並行して議論される株主主権論とステークホルダー主義の対比軸があることを本研究の背景として整理した。これを踏まえ、以下では、本研究の目的と意義を述べていく。

2. 研究の目的、意義

企業がCSR担当の役員、関連部署を設け、専らその課題の解決に従事する人材を雇用することは、会計上の費用（例えば、環境に配慮した新製品を開発するための研究開発費）や、CSR部署に専任スタッフを配属する場合には経済学で想定される機会費用が発生する。経済主体の合理性を仮定する従来の経済学・ファイナンス理論の枠組みでは、このような経営行動を実施することの合理性を理論的に十分に説明することは出来ない。企業（株主）価値最大化を標榜する、これらの学術領域では、ある種の機会費用の喪失であるCSR活動の推進に合理性を持たせることが難しいためである。

Aoki (2010) は、消費者（投資家）には2種類のタイプが存在することを指摘し、上述の問いに答え

ている。ここでの2種類とは、一つは従来の経済学・ファイナンス理論が想定するような自己の利潤の最大化を目的とし行動する主体である。このタイプの消費者（投資家）は他の条件を一定としたとき、追加的なコストとなるCSR活動を忌諱するだろう。もう一方のタイプは社会性に関心を持つ消費者や投資家である^(注8)。

同研究は、この後者のタイプの消費者（投資家）がCSR活動を選好することを指摘している。具体的には、ある企業においてCSR活動が高い水準で実施されるとき、彼らは当該企業の製品に対しロイヤリティを示すので、売上高の増加や、社会関係的資本の蓄積がなされ、CSR活動の実施がある種の正のシグナルとして機能を果たす、つまり、ステークホルダーの信頼や忠誠心を高めるとの主張をしている。そして、CSR活動は経営者に、短期における追加的なコストを超過する、長期での純長期利潤の獲得を予想させることを可能とし、これが誘因となって経営者はCSR活動を実施するとAoki（2010）は主張している。

これと同様に首藤（2015）は、Smith（2003）、Galbreath（2005）、Branco and Rodrigues（2006）によるCSR活動における資源ベース理論に着目し、これを援用して、CSR活動は、短期ではコスト要因だが、長期においては、良好なステークホルダー関係を構築することで、企業固有の資産（無形資産）となり、その存続と企業価値最大化をもたらす源泉となりうることを指摘している。

このように、従来の経済学・ファイナンス理論の枠組みを超えて理論的な合理性の検討がなされてきているが、他方で、実証的にその合理性を検証する研究（特に日本企業を対象にCSR活動の決定要因を分析する試み）は多くはなされていない。上述のようにCSR活動の実施にはコストを伴うため、総花的に行われることが望ましくなく、仮に、このような在り方のCSR活動が推奨されるならば、（この点についての詳細は後で述べるが、）Bénabou and Tirole（2010）が論じる「企業の内部者（とりわけ経営者）の自己意識を満たすためのCSR活動」が跋扈する余地が生まれる。

したがって、1) どのような企業が積極的にCSR活動を行う誘因を持つか、経済学・ファイナンス理論の枠組みにより想定される「CSR活動を実施する合理性を持った企業特性とは何か」、仮説を構築し、理論上想定されるCSR活動が、実際にもなされているか検証すること、2) 後年において企業パフォーマンスにプラスの影響を与えるか、そのメカニズムと効果についての実証分析の蓄積は、実務的にも関心の高い研究分野であろう。しかしながら、追加的な費用を負担しCSR活動を実施するのはどのような企業か、CSR活動の決定要因を企業特性の面から考察する研究はこれまでに十分には行われてこなかった。

特に、日本企業を取巻く企業システムについては、英米型のそれとは過去（日本企業のheyday）において異なっており、また、現在においても、完全には収斂化されていないことに、学术界・実務界から異論の声はあまり出ないものとする。データの入手可能性の観点から、日本企業を対象とした分析を行う本研究には、この独自の日本企業システムに立ち入ったの考察を試みている点にも、学術的な意義がある。

まず、どのような企業特性を持つ企業が積極的にCSR活動を行う誘因を持つかについてである。これまで、日本企業のCSR活動の決定要因を海外機関投資家や海外売上高（Tanimoto and Suzuki, 2005；

Suto and Takehara, 2018a ; Suzuki et al., 2010 ; 谷本, 2014) や、創業家の持株比率 (Amann et al., 2012 ; Aoi et al., 2015) に見出す研究は報告されているものの、十分に解明が進んでいるとは言い難い。海外機関投資家を要因とする場合、海外機関投資家が株式を保有する企業とその影響を受け CSR 活動に積極的であるという見方とは別に、既に CSR 活動に積極的な企業を (一種の SRI として) 海外機関投資家が選好したという見方も想定され、因果関係は一意には決まらない。また、海外売上高に要因を求める場合についても、海外進出した後に CSR 活動に積極的となるのか、CSR 活動に熱心な企業が海外進出を果たしたのか、因果関係の不明確さが残る。他方、创业者の持株比率に関しても、データの利用の制約から、その観察対象が上場企業に限定されるため、これらの研究のサンプルが、ファミリー所有企業の実像を正しく反映させたものであるか、といった疑念が拭えない^(注9)。

本論文の第一の目的はこれらの先行研究とは異なる視点のもとで、日本企業の CSR 活動実施の決定要因分析の解明を試みることである。これは具体的には、実証分析、理論的考察を通じて、どのような特性を持つ日本企業が何の誘因のもとで CSR 活動に取り組むのかを明らかにすることである。特に本論文で考察の対象とする決定要素は、CSR 活動の実施に対し、逆の因果関係を想定することが難しい要素をピックアップしての分析となる。また、ここでの決定要因分析は、サンプルセクションバイアスへの対処を行う等、計量経済学上の懸念に対処することが可能な分析のフレームワークであり、これらの問題に対処し、頑健に、その企業特性として主張することが可能である。

次に、CSR 活動の実施が後年において企業パフォーマンスにプラスの影響を与えるか、そのメカニズムと効果についてである。この「問い」は、PRI や SDGs に代表される社会機運の高まる今日にあって、実務界、学术界を問わず、より重要性を増している。しかしながら、本論文の第3章において述べるが、この「問い」に対して、現在までに、学術的に頑健な結果は得られていない。ただ、リスク低減効果に関しては国内外で実証分析において度々指摘されており、いずれの分析でも一貫して削減の効果を指摘している。本研究では、CSR 活動を行うことによる企業活動における「リスク削減」のうち、特に株価急落リスクに関して注目し、日本企業による CSR 活動実施の効果の検証を行う。これが本論文の第二の目的であり、具体的には、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、実証的に考察する。

3. 分析手法、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、学术界における 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う。

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・サービスを提供する企業ほど、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」を提供する企業がより 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」）を提供する場合に、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ブレチ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。

この第5の実証研究では、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。

以上の本研究での実証研究では、CSR 活動の代理変数として、第1から第3の研究では東洋経済新報社だけを、第4、第5の研究ではこれに加え、Thomson Reuters Eikon 社の ESG スコアを用いて分析した。これは、初期の研究では、東洋経済新報社のデータにのみ利用可能性があり、その後、Thomson Reuters Eikon 社の ESG スコアも利用可能となったため、異なるデータ採用の下で推計を実施することで頑健性の検証に役立っている。

4. 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^(注10)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。

注

(注1) 詳細は本論文第1章において取りまとめる。

(注2) SDGs は持続可能な発展に向けて課題となる 17 項目の目標と、その目標達成のための各指針(169 項目)を掲げている。これらはいくまでも目標であり、実際的な施策の表出である CSR 活動とは本来的に性質の異なるものである。したがって、以降の本研究での実証分析において、この SDGs は分析の対象とはしない。

(注3) 定義の曖昧さについては、首藤他(2006)、首藤・竹原(2008a;2008b)、首藤(2012)、McWilliams and Siegel(2001)、McWilliams et al.(2006)、Siegel and Vitaliano(2007)などで指摘されている。特に、アプローチの多様性については、首藤・竹原(2008a;2008b)、McWilliams et al.(2006)において強調されている。

(注4) 戦略的 CSR 理論の学説的な流れは、サーベイ論文である Kitmueller and Shimshack(2012)に詳しく記載されている。

(注5) Levitt(1958)による「政府の仕事は企業ではない。そして、企業活動は政府ではない」(p.47)との指摘をはじめ、古くから同様の批判は存在する。

(注6) このような経済学・ファイナンス理論の新たな潮流は、本論文の第2章で詳しく述べるようなピュアな企業社会論の文脈と通ずるものがあるかもしれない。

(注7) 例えば、本論文の第7章において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機能しつつある現状を確認している。この実証結果は、資本主義的な企業統治構造の新たな可能性を示唆するものであり、将来の企業像の創発に一つの知見を示すものであろう。

(注8) これらの消費者、投資家は、グリーン・コンシューマーや、ESG 投資家と解することが可能かもしれない。また、遠藤(2020)では、Besley and Ghatak(2007)でのモデル分析において「公共財に強い選好を持つ倫理的消費者」の存在が仮定されていることを指摘している。なお、Besley and Ghatak(2007)は、完全な問題処理能力を持つ政府が存在するケースでは CSR 活動はその必要性を失うが、その要件を満たさない政府であり、かつ、「公共財に強い選好を持つ倫理的消費者」が存在するケースでは、彼らは社会性に対し高い支払い許容額を持つため、CSR 活動は存在意義を有することとなると主張している。

(注9) ここでの批判を解決することはデータの利用可能性の観点から困難が伴うものと思われる。

(注10) 広く知られているように CSR 活動を説明変数、企業パフォーマンス等の経営効果を示す指標を被説明変数とする場合には、因果関係が一方のみとはならない。そのような従来からの計量上の問題を克服するため、本研究では外生的ショック時に注目して日本企業による CSR 活動の効果測定を行う。

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

本章では、続く2章、3章での学術論文のサーベイによるCSR活動の理論的検討に先立ち、日本におけるCSR活動の実態を調査する。まず、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まず調査したうえで、個別企業間でのCSR活動の実態、積極性の濃淡を明らかとすることを目的とする調査媒体の多様性について留意し、日本企業のCSR活動の調査を比較的早い段階から網羅的に行っている東洋経済新報社による「CSR調査」に依拠しつつ、日本企業のCSR活動の継続的変化を明らかとする。

2. 国際社会でのCSR活動をめぐる動き

2-1. 国際社会

2000年代初頭以降、国連のグローバルコンパクト構想や、ISOによる国際標準規格化の動きをはじめとして、国際社会におけるCSR活動をめぐる動きが活発化している。このような背景には、20世紀を通じて問題が顕在化してきた環境問題、社会の成熟化により意識されはじめた人権・労働者の権利意識の高まりがある。また、いくつかの企業は、情報・輸送・交通手段の多様化と容易化のなかで、国際社会において国家を横断した活動を行っており、その経済、社会的なプレゼンスは小国を上回ることもしばしばである。このため、大規模企業ならびにそのサプライヤー企業等はその応分の負担を公的セクターから移譲されようとしているとの見方も可能であろう。以下では、CSR・ESG、すなわち、企業を「主語」とする指針と、企業を選別・保有する投資家を「主語」とする原則の動きを、それぞれまとめる。

2-1-1. CSRの側面：企業指針としての観点から

青木（2006）によると、CSR指針策定の動きは、①1976年から1977年の萌芽期、②1989年から1999年の成長期、③2000年代初頭の発展期の三つの時期に大別できると整理されている。この青木（2006, 110頁, 表2「代表的なCSRに関する企業行動指針の系譜」）に基づき、以下では、国際社会における企業指針の観点からのCSR活動への機運の高まりをまとめていく。

同研究では、①萌芽期には、1976年にOECDによる多国籍企業行動指針、1977年にはレオン・サリバン氏によるサリバン原則が指針として示され、続く②成長期においては、NGO団体、CERES (the Coalition for Environmentally Responsible Economies) による1989年の「セリーズ原則」を皮切りに、1994年のコーン卓会議による企業と社会に係る「コーン卓会議の企業行動指針」が提示され、また、1997年には、米国の人権擁護と、児童労働撲滅を目的とする組織CEPAA (the Council on Economic Priorities

Accreditation Agency) が「SA8000」と呼ばれる労働に係る認証が開始されている。また、1998年にはオーストラリア規格協会がコンプライアンスに特化した「AS3806」を公表し、1999年には英国のInstitute of SEA (the Institute of Social and Ethical Accountability) から会計に係る倫理の観点からの認証「AA1000」が発布されている。

これら②成長期のフェーズでは、実務界の行動指針に影響を与えた原則や規格が現れてはいたが局所的なインパクトにとどまっていた。このような情勢からCSR活動が企業活動のメインストリームへと変化していくのが2000年代の初頭であり、青木(2006)ではこの時期を③発展期と呼んでいる。この時期には、2000年の「国連グローバルコンパクト」、NGO団体、GRIによる「GRIサステナビリティリポーティングガイドライン」を皮切りに、先進諸国の大企業や各種ステークホルダーに、大きな注目と影響を与える行動指針が示されている。これが先駆けとなり、2001年、2002年にECでgreen paperと、white paperが、2003年には英国規格協会等からSIGMAガイドラインが、また、同年に、オーストラリア規格協会と、フランス規格協会から、それぞれ、AS8003、SD21000といった企業規格が発行された。このような流れは、2008年に発行されたISOによる国際規格、ISO26000に網羅的に集約されていった^(注1)。

2010年代以降は、個別企業の操業上の目的(パーパス)と地球規模での社会的な課題解決を一体化させようとするムーブメントが起きている。例えば、「世界経済フォーラム(WEF: world economic forum)」の「国際ビジネス評議会(IBC: international business council)」は、2017年のダボス会議において“the compact for responsive and responsible leadership”を提唱し、ICBに加盟する140社のCEOが署名している。また、米国の有力な経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルが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。他方で、乱立している企業の社会性に係る評価基準の統一化の動きも、近年進んでいる。SASB(sustainability accounting standards board)は2018年11月に情報開示姿勢について、SASBスタンダードと題する指針を公表している。また、WEFは2020年9月22日に、乱立している非財務情報の測定・評価フレームワークを統一化する基準を示している。

2-1-2. ESGの側面：投資家の責任原則の観点から

次に、投資家の責任原則の観点からのCSR活動への機運の高まりを簡単にまとめる。投資家の観点という意味で、国連のUNEP Finance Initiative(国連環境計画ファイナンス・イニシアティブ)により、2006年に表明されたPRI(the Principles for Responsible Investment)は極めて重大な影響を機関投資家にもたらした。CSR調査会社、サステナ株式会社によると、2020年11月2日現在において、全世界で3470社がPRI署名機関となっている。このうち、日本では87社(内訳は、アセットオーナー23社、運用機関53社、サービスプロバイダー11社)がPRIに署名しているという^(注2)。この流れは、世界最大の運用資産を持つ日本のGPIF(年金積立金管理運用独立行政機構)が、2015年9月16日にPRIに署名したこと、あるいは、世界最大の資産運用会社であるブラックロック(Black Rock)社が、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声明している等、ESG 投資のメインストリーム化の進展とともに進んでいる。

2-2. 日本社会

青木（2006）が成長期と呼ぶ1989年から1999年において、日本でも、1991年に、経済団体連合会が「経団連企業行動憲章」を、1997年には環境省が「環境報告書ガイドライン」をそれぞれで示す等、各省庁の特定の部署等の局所的には機運の高まりが見られていた（谷本、2006a）。続く青木（2006）が発展期とする2000年から2006年の期間においては、日本でも、2001年に経済産業省が「ステークホルダー重視による環境レポーティングガイドライン」、2002年に東京商工会議所が「企業行動規範」を定め、2003年には経済同友会が「自己評価シート」を、また、2005年には日本経済団体連合会が「CSR推進ツール」を公表する等、国際社会からの動きに、やや遅行する形でCSR概念が一般化していった。

さらに近年、日本では企業統治改革の一貫として、2014年2月に金融庁が中心となって機関投資家の行動指針を取りまとめた「（日本版）スチュワードシップ・コード」（2017年5月改訂、2020年3月再改訂）が先んじて制定された後、2015年6月に金融庁、東京証券取引所が中心となって「（日本版）コーポレート・ガバナンス・コード」（2018年6月に改訂版）が、これらに付随して経済産業省が中心となり2014年8月に公表された「伊藤レポート」（2017年10月「伊藤レポート2.0」）等の実務界において影響力の大きな企業行動指針が施行されている。

これらのインパクトの大きな企業指針のなかでCSR、あるいは、ESGといった概念は存在感をもって扱われている。「（日本版）コーポレート・ガバナンス・コード」では、基本原則2において「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである」と明記されており、「伊藤レポート2.0」では中核的な論題の一つとしてCSR、ESG概念が論じられている。このような指針は機関投資家の側面からも語られている。例えば、「（日本版）スチュワードシップ・コード」では、原則3「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである」や、原則7「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」と謳われている。

7章で詳しく示すが、本論文においては、「（日本版）コーポレート・ガバナンス・コード」やGPIFがPRIに署名した2015年を、日本でのCSR活動、ESG経営の推進に大きな契機となった年として考え、重要視する。なお、7章においてこの2015年以降をCGC後ダミーとする推計モデルの有効性が示されたことから、実証上も考慮が必要な時期区分のひとつであると言えよう。

3. 世界と日本における CSR 活動の調査媒体の多様性

本節では CSR 活動の調査媒体の多様性について言及する。具体的には、ファイナンス理論、経済学の文脈での実証分析において、どのようなデータ媒体が用いられてきたかを調査し、以降の本研究の CSR 活動の代理変数として採用する調査機関にどのようなものが妥当なのか、多面的に検討したい。

3-1. 欧米、国際比較

欧米での計量分析では、CSR 活動に代理変数に多様な情報ベンダーの提供するデータが利用されている。本研究での以降の実証分析に先立ち、主だったデータ供給会社を以下の図表 1-1 において羅列する。

= 図表 1-1 欧米企業の研究、国際比較に用いられる主な CSR 代理変数 =

図表 1-1 には現在に至るまでに実証分析等での、欧米、国際比較に用いられている主な CSR 代理変数をまとめている。GPIF が「ESG 指数選定結果について」と題するプレスリリースのなかで「財務分析とは異なり、ESG 評価については歴史が浅いこともあり、その評価手法については、現時点でスタンダードとなるものは確立されていない。また、評価する上で必要な情報の開示についても十分とは言えない状況」と指摘したことや、FTSE 社と MSCI 社の ESG スコアが緩い相関に留まっていることを指摘していることが象徴するように、画一化されていない状況にある。もっとも、CSR 活動や ESG 投資のあり方は国の文化や制度的背景から多大な影響を受けるのが必然であるため、国際社会に横断的、かつ、画一的な基準を設けて、その基準に則り、一律で評価するという収斂化の目標には、そもそもの論理矛盾が存在する。先に述べたように評価基準の統一化は、実践的にも、まだ、動き出したばかりであり、あらためて議論を深めるべき重要な議題の一つであろう^(注3)。

3-2. 日本での研究

このような傾向は、日本企業の研究の文脈でも同様の傾向が見られる。図表 1-2 には、日本企業を対象とする CSR 研究で用いられている CSR 代理変数をまとめている。

= 図表 1-2 日本企業の研究で用いられる CSR 代理変数 =

変数の入手可能性等の関係から、日本企業を対象とする初期の CSR 研究においては、各種 SRI ファンドの組み入れ銘柄を 1 とするダミーを割り振る、あるいは、共同研究を通じたデータリソースの提供を受ける等して CSR 活動の代理変数が作成されてきた。近年は、国際比較可能な Thomson Reuters Eikon 社や、Bloomberg 社の CSR データを使った研究も報告されているが、Thomson Reuters Eikon 社の ESG デ

ータに関しては後述するが、これらの CSR・ESG データの日本企業のカバレッジは決して高くない。日本企業に独自という意味で、国際比較には転用が難しいが、東洋経済新報社の CSR データが独自のアンケート調査に基づく、幅広い調査を行っているという意味で有用であり、比較的多くの日本企業を対象とする CSR 研究において用いられてきた。

3-3. 東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の CSR 調査

図表 1-3 は、東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR スコア、それぞれについての年度ごとのスコア付与企業数と、スコアの平均値、そして、この両社のスコアの重複する企業数とスコア間の相関係数をまとめたものである。

= 図表 1-3 CSR データの相関関係 (東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社) =

この図表 1-3 からは、どちらの情報ベンダーともに、CSR スコアは趨勢的に徐々にではあるが高くなる傾向にある。GPIF の指摘とは反し、この二社の情報ベンダーによる CSR スコアに関しては、比較的高い相関関係が見られることが明らかとなっている。なお、これらの情報ベンダーごとの CSR スコアの特徴等については、実証分析を行う際の、変数の説明において、後述することとする。

4. 総括

本節は、以降の本研究での分析に先立ち、国際社会や日本社会で、CSR 概念の醸成にエポックメイキングな意味合いがあったであろう動きを、企業指針と、機関投資家の観点からまとめている。そして、企業による CSR 活動の評価を司る調査媒体の多様性についても言及した。これらのテーマは、いずれも本論文での研究の中心テーマとはしていない事柄ではあるが、日本企業の CSR 活動の誘因は何かを検討するに先立ち、これらを予備的、あるいは、背景的な知識として備えることは研究を洗練化させるために重要なエッセンスとなるものと考え。本章でのまとめを踏まえ、次章以降でのサーベイと、本研究での中核となる分析に移っていききたい。

注

(注1) CSR 活動に関連する各所の規格の詳細は、坂入他 (2010), 73 頁, 図表 4 「CSR 関連規格検討一覧」にまとめられている。また、これらの規格の対象領域の一覧は、同研究, 74 頁, 図表 5 「CSR 分野に含めるべき活動領域」において調査された結果が示されている。この図表から ISO26000 が CSR 領域を網羅的にカバーする規格であることが分かる。

(注2) 株式会社サステナ HP 「日本の PRI (責任投資原則) 署名機関一覧」を参考に記述している。

<https://www.sustaina.org/ja/links/pri/> (2020 年 11 月 28 日閲覧)

(注3) 社会性についての包括的な国際比較をマクロ的に行う試みは国連大学による 「Inclusive Wealth Report 2012」や世界経済フォーラム (WEF) により公表される 「ジェンダーギャップ指数」が知られている。

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

前章までで述べたように、今日、日本を含む、先進国ではCSR活動が一般化している。このような実社会での関心を背景に、経済学、経営学、社会学、企業社会論、新制度派経済学、新制度派組織論と、多彩な学問領域で、その分析・解釈が試みられている。しかしながら、これらの諸学問間での学際的な統合は積極的には図られておらず、相互理解は進んでいない。この現状が、CSR活動に携わる実務家、そして、初学者に、ある種の混乱をもたらしている。

例えば、経済学の立場からCSR理論をサーベイしたKitzmueller and Shimshack (2012) は、CSR活動を、自発的な行為であることを強調する文献(例えば、the European Commission)と、コンプライアンスを超えた行為であることを強調する文献(例えば、McWilliams and Siegel, 2001 ; Vogel, 2005)が存在することを指摘している。遠藤(2020)は、Kitzmueller and Shimshack (2012)の類型を、(1)外部不経済の内部化を主目的とし、CSR活動は利潤追求の障壁であり、その範囲は法令順守に留まる「消極的CSR」、(2) CSR活動を利潤追求の一つの手段とする「戦略的CSR」、(3) CSR活動、つまりは社会性の追求だけを組織の目的とする「公益的CSR」、の3タイプの区分けへと再構築している。また、ファイナンス理論からCSR活動を考察したBénabou and Tirole (2010) は、CSR活動を、(1) 長期的な企業価値に寄与する活動(戦略的CSR理論と一致)、(2) 社会貢献活動に関心を持つステークホルダーを代行する活動、(3) 企業の内部者(とりわけ経営者)の自己意識を満たすための活動の三つの見方が可能であると整理している。

本章はCSR活動の合理性について先行研究のサーベイにより理論上の解を考える。ここでの目的は経済学、ファイナンス理論の観点から、企業によるCSR活動実施の理論的合理性を探ることである。CSR活動の合理性を主張するいくつかの理論の系譜、具体的には、企業社会論でのCSR概念をまず整理した上で、従来からのステークホルダー理論、CSRの資源ベース理論、戦略的CSR理論を調査し、コーポレート・ガバナンス理論(株主主権論)との両立可能性を検討し、CSR活動の本質について考察を深めていく。その上で、なぜ、CSR概念のコンセンサスは困難か、統合が進んでいない要因はどこにあるか、理論的な考察を試みる。最後に、本研究調査から得られた示唆をまとめ、むすびに代える。

2. 考察対象

これまでにも、欧米の文献については、Vogel (2005)、McWilliams et al. (2006)、Kitzmueller and Shimshack (2012)、小山(2006)が、また、日本でも、櫻井(1991)、十川(2005)、谷本(2006a)、堀越(2006)が、歴史的事実とCSR理論のサーベイを通じて、CSR活動について考察を行っている。既に述べたようにCSR理論は、多様な社会科学分野で議論されてきた。こうした背景が影響し、これまでの

サーベイ研究では、単一、もしくは、近接する学術分野に、そのサーベイの対象が限定されており、包括的な調査、考察は行われてこなかった。

本研究では、企業社会論、ステークホルダー理論、資源ベース理論、そして、新制度派組織論、新制度派経済学（戦略的 CSR 理論）と、CSR をテーマとして議論する様々な分野の理論研究を幅広くサーベイし、それぞれの理論のもとで、いかに CSR 活動の合理性を説明しているか、考察を行う。ここでの「合理性」とは、経済学・ファイナンス理論を理論的な基礎として議論されてきたコーポレート・ガバナンス論の想定する「合理性」を指す。

3. CSR 活動の理論的根拠

本節では、コーポレート・ガバナンスの観点から、CSR 活動の合理性を説明する理論的研究を紹介し、企業活動（投資行動）としての根拠はどこにあるか、を考察する。換言するならば、株主すなわち企業の資金拠出者であるステークホルダーに対し、いかにして、コストの支出を伴う CSR 活動の合理性を説明するか、という極めて実践的で、実務上で直面するだろう問題に対して、理論的・学術的な解の提供を試みる。

3-1. 企業社会論

企業社会論とは、企業は社会を構成する要員の一部であるとの立場から、持続可能性な企業経営の在り方を論じる学問である（佐々木・大室編，2015）。企業社会論の立場からの CSR の概念化は、古くから行われており、Sheldon (1924)、Bowen (1953) が黎明期の文献として知られている。もっとも、これらの文献以前にも、CSR 的な「概念」については存在があり、日本の近江商人による「三方よし^(注1)」に代表されるように、ある種の慣習として存在はしていた可能性が高い。これらの実務的関心を明文化し、学術的な考察を行うようになった嚆矢として、Sheldon (1924)、Bowen (1953) の意義は大きく、この試みは、その後出版される企業社会論のテキスト（McGuire, 1963 ; Davis and Blomstrom, 1975 ; Post et al., 2002 ; Weber and Wasieleski ed., 2018 ; 谷本編, 2004 ; 佐々木・大室編, 2015 ; 國部・神戸 CSR 研究会編, 2017）に継承されている。

本項では、まず、従来から企業社会論において広く引用されている「CSR ピラミッド・モデル」と、「社会的応答性 (social responsiveness) 理論」の紹介をし、コーポレート・ガバナンス論の見地から批判的検討を実施する。その上で、企業社会論の分野で、近年注目が高まっている「新制度派組織論」を援用した国際比較についても紹介する。

3-1-1. 伝統的議論の紹介

伝統的な企業社会論の形成過程については、小山 (2006) で、詳細なサーベイがされている。本研究における、以下での議論も、小山 (2006) を参考として記述する。

第一に、一連の企業社会論の議論を体系化し、広くオーソライズされる理論に、「CSR ピラミッド・モ

デル」(Carroll, 1979 ; 1991 ; Carroll and Buchholtz, 2012) がある。この理論では、「経済的責任」「法的責任」「倫理的責任」「社会貢献 (philanthropy)」の四つの責任が存在することを指摘した上で、「経済的責任」「法的責任」を社会に対し履行可能な企業が、社会への追加的な貢献として、「倫理的責任」「社会貢献」を果たすべきとの主張がなされている。この「CSR ピラミッド・モデル」は、社会に果たすべき第一の責任に、「経済的責任」が主張されている点で、Friedman (1970) に代表される新古典派経済学者・ファイナンス理論家による主張と基本的には矛盾しない。

第二に、「CSR ピラミッド・モデル」と同様に、企業社会論の分野では、広く承認され、様々な議論に援用されてきた社会的応答性の理論である。Ackerman and Bauer (1976) が提唱する「企業の社会的応答性」理論は、1970 年代初頭に、彼らが参加したハーバード・ビジネス・スクールでの研究プロジェクトを通じて構築された概念である。同研究では、企業に対する社会からの要請を、1) 企業の外側で発生した課題事項 (例：差別、貧困、都市の荒廃)、2) 企業の生産活動 (内側) から社会に影響を与えた課題事項 (例：公害、失業問題)、3) 企業の生産活動 (内側) に内在する課題事項 (例：雇用の不平等、福利厚生)、の三つに整理している。また、Ackerman and Bauer (1976) では、課題事項の発見 (認知) から、解決・立法化されるプロセスを「社会的課題事項のライフサイクル」と呼び、このサイクルが社会規範の構築を促すことが示唆されている。

Frederick (1986 ; 1994) は、CSR 概念を、CSR1 : 従来の CSR 概念、CSR2 : 「企業の社会的即応性」(social responsiveness)、CSR3 : 「企業の社会的道義」(social rectitude) の三つに分類し、概念の進化の必要性を提唱している。同研究では、「企業の社会的応答性」理論は、次善的な水準に位置するものと考えられており、さらに高次の概念 (「企業の社会的道義」) が存在することを主張している。また、同研究は、CSR3 に関して、分離的な学問と捉えられがちであった「企業社会論」と「企業倫理学 (business ethics)」との理論的な融合を図り、統合的な理論として提示している。

3-1-2. コーポレート・ガバナンス理論の見地からの批判的検討

本項では、前項で述べた、企業社会論の伝統的議論をコーポレート・ガバナンス理論 (株主主権論) の見地からの批判的な検討を行う。「CSR ピラミッド・モデル」での主張は、単純に、企業活動の「べき論」を示したにすぎず、CSR 活動のインセンティブ構造、あるいはメカニズムを理論的に説明するものではない。また、社会的応答性概念は、社会、あるいは、企業内部における制度的な問題に対して、その解決を図る主体として、従来の政府ではなく、企業が担い手として想定されている。では、なぜ企業が社会制度の向上のため、社会性を、コストを伴って拠出する必要があるのか、この問いに対し、この社会的応答性概念は、倫理学を根拠とする「べき論」に終始しており、コーポレート・ガバナンス理論 (株主主権論) の観点から合理性を説明することは出来ない。

もっとも、このような伝統的議論は、CSR 活動のインセンティブ構造、メカニズムの解明を目的とした理論ではない。社会学の領域、すなわち、地球資源の枯渇、地域間格差、貧困などの問題に対処し、持続可能な社会を構築するために、その解決手段として企業のあるべき姿を提供してきた企業社会論で

の議論の積み重ねは、決して看過できないものだろう。ただ、資金拠出者も、主要かつ、重要なステークホルダーであると考えれば、彼らの主たる関心であろう「論点」、すなわち、「CSR 活動のインセンティブ構造と、メカニズムの解明」を避けている点で、これまでの企業社会論は、実務上の重大な関心に対し、示唆を与えていない。

企業社会論の分野でも、近年では、メカニズムの解明に焦点を絞った研究も行われている。Jackson and Apostolakou (2010) では、伝統的な企業社会論（企業の社会的応答性理論）で示されている CSR メカニズムを substitute view、新制度派組織論で想定されている CSR メカニズムを mirror view と呼び、後者のアプローチによる分析の実施を提唱している。

新制度派組織論において重要な鍵となるのは、社会において操業する「正当性 (legitimacy)」をいかにして獲得するかであり、国・地域ごとに異なる「制度 (institution)」・「規範 (norm)」^(注2)のもと、企業には、当該地域での操業の「正当性」を獲得するため、必要とされる CSR 活動の拠出が求められる、という論理である。この新制度派組織論では、コーポレート・ガバナンス論（株主主権論）の求めに直接的な解を与えないが、その解を求めるプロセスで重要となるであろう、メカニズム分析に有益であるため、次項で、詳細に分析する。

3-1-3. 新制度派組織論

様式化された「制度」変化を、取引費用経済学 (Coase, 1937 : 1988 ; Williamson, 1975)、理論経済学（ゲーム理論）と経済史の融合により、分析し、説明しようとする試みは、North (1990) により広く知られるようになり、コーポレート・ガバナンスの多様性を分析する研究においては「新制度派経済学」として、その理論的基礎となっている。日本企業の統治構造を分析の対象とした研究は、Aoki (1988) 以降、活発に進められてきた (Aoki and Patrick, 1994 ; Aoki and Dore, 1994 ; Aoki et al. ed., 2007 ; Aoki, 2010 など)。

これとは別に、社会学でも「制度」を理論的に解明しようとする動きが存在する。この動きは、古くからある Weber (1905) による議論と、Dimaggio and Powell (1983) による「同型化」(isomorphism) 理論を源流とし、今日では「新制度派組織論」として社会学の分野で確立されている。近年、組織論、社会学を基礎とする企業社会論の論者の中で、この「新制度派組織論」を用いた CSR メカニズムの解明を試みる研究が活発に行われている。

「新制度派組織論」は、地域・文化的な差異性を要因とする制度の多様性を明らかとする手法であるため、同アプローチのもとでの CSR 活動の分析もおのずと、地域特性に着目したなかでの国際比較に重点が置かれ、「資本主義の多様性 (varieties of capitalism)」(Hall and Soskice ed., 2001) の議論^(注3)の流れのもとで分析されることが多い。これは換言するならば、「自由市場経済 (liberal market economies: LMEs)」と、「協力型市場経済 (coordinated market economies: CMEs)」の対比軸のもとで、それぞれに属する国・地域が持つ、政治 (福祉)・経済・教育制度・文化的背景に起因して形成された「制度」・「規範」の特性に着目し、CSR 活動を、制度的補完性を持つものと解釈する立場からの分析となる。

そして、「新制度派組織論」アプローチのもとでの CSR 分析では、CSR 活動の実施（社会性の供給行動）は、当該地域での操業の「正当性」を獲得するための手段と考え、これを前提とした分析が行われている。

== 図表 2-1 伝統的企業社会論と新制度派組織論の関係 ==

図表 2-1 は、Jackson and Apostolakou (2010) で論じられている伝統的企業社会論と新制度派組織論の関係を示したものである。Jackson and Apostolakou (2010) は、伝統的な企業社会論（企業の社会的応答性理論）で示されている CSR メカニズムを *substitutue view*、新制度派組織論で想定されている CSR メカニズムを *mirror view* と呼び、後者のアプローチによる分析の実施を提唱している。また、同研究は、CSR 活動の積極性について西欧州諸国をサンプルとした分析を行い、協力型市場経済（CMEs）よりも、自由市場経済（LMEs）に分類される国でより活発に行われていることを明らかにしている。これと同様に、Jackson and Bartosch (2016 ; 2017) は、サンプルを OECD 諸国へと拡張し、それぞれに属する企業間での CSR 活動の積極度の違いを国際比較している。同研究においても、協力型市場経済（CMEs）よりも、自由市場経済（LMEs）に分類される国でより活発に行われていることを確認している。

自由市場経済（LMEs）において CSR 活動が推進される要因はなにか。Kinderman (2012) は、1977 年から 2010 年にかけての英国をケースに、新自由主義の台頭と、CSR 概念の定着プロセスとの関係性を、歴史的事実をもとに、調査・分析している。同研究は、新自由主義を標榜する社会制度において不足しがちであった「社会性」の供給を、企業（CSR）活動が補完したとの見方を示している。

同様の議論の流れのもと、Matten and Moon (2008) は、Whitley (1999) で示されている四つのシステム、すなわち、政治システム（the political system）、金融システム（the financial system）、教育・雇用システム（the education and labor system）、そして、文化システム（the cultural system）の差異性に着目し、これらの違いが、CSR 活動の特色の違いを生んだとの仮説を提示している。同論文では、これらのシステムの違いにより、自由市場経済（LMEs）においては明示的な CSR 活動（explicit CSR）が、他方、協力型市場経済（CMEs）では暗黙的な CSR 活動（implicit CSR）が選好されることも説明している（注4）。また、「資本主義の多様性」の議論のもと、その多様性とコーポレート・ガバナンスの様式との関係性を考察する研究は行われている（例えば、Aguilera and Jackson, 2003）。Kang and Moon (2012) では、「資本主義の多様性」のもと、社会システムの特色がコーポレート・ガバナンスの枠組みと CSR 活動のあり方を規定し、社会に対しての制度補完の役割を果たしていることを指摘している。

ここで新制度派組織論での仮説・理論展開を整理する。新制度派組織論では、まず、社会を構成する各主体間がゲームを実施し、「制度」・「規範」を決定し、この「制度」・「規範」がコーポレート・ガバナンスの様式と、CSR 活動の水準を決定する。そして、当該地域で規定されるコーポレート・ガバナンスの様式と CSR 活動の水準を担保できないと、当該地域のステークホルダーから操業の「正当性」を獲得できなくなる。したがって、当該地域での CSR 活動は、Dimaggio and Powell (1983) が想定する「同型

化」が進展し、「正当化」獲得手段として、高い水準で拮抗するとの仮説を提示している。このプロセスが、同理論での CSR 活動のメカニズム分析の大きな前提となって議論されている。

3-2. ステークホルダー理論

ステークホルダー理論は、Freeman (1984) 以降、経営学、あるいは、より広く社会科学の様々な学問領域、実業界に普及し、Berle and Means (1932) を継起に支配的となっていた株主権論を主とするコーポレート・ガバナンスの研究、実務に一石を投じるものであった^(注5)。ステークホルダー理論は、従来のコーポレート・ガバナンス研究において見過ごされがちであった株主以外の企業をとりまく利害関係者にも考察の焦点をあて、経営者は、株主だけでなく、企業活動によって影響を受けうる多様なステークホルダーの満足を追求することの重要性を主張している。

Freeman and Reed (1983) は、ステークホルダーの範囲について、広義のステークホルダー (the wide sense of stakeholder) と狭義のステークホルダー (the narrow sense of stakeholder) に分けて整理している。同研究では、広義のステークホルダーを「組織が目的を達成することに影響を及ぼすか、影響を受けるグループまたは個人である」(p. 91) と定義し、従業員、顧客、株主と同様に、公益団体、抗議団体、政府機関、同業組合、競合他社、労働組合を具体例として挙げている。他方、狭義のステークホルダーは「組織の存続 (成功) に不可欠なグループまたは個人である」(p. 91) と定義し、従業員、顧客、供給業者、(当該企業にとって重要な) 政府機関、株主、金融機関を具体例に挙げている。

ステークホルダー理論の主張は、ステークホルダーにとって意味のある経営 (企業活動) が行われないと、当該企業からステークホルダーは離反し、このステークホルダーの離反が企業の目的の達成・企業の存続に支障をきたすので、ステークホルダーへの配慮は重要な経営課題であるという考えが論拠にある。Freeman and Gilbert (1988) では、企業の倫理的側面の追求を企業の経営戦略の根幹と位置づけている。この企業の倫理的側面の追求をより広義の概念として捉えるならば、CSR 活動の推進が、ステークホルダーの離反を引き起こさないための重要な企業活動であると、同研究は主張していると解釈可能かもしれない。

一方で、ステークホルダー理論に対する、経済学、ファイナンス理論からの批判も存在する。Jensen (2001) は、従来のステークホルダー理論が標榜するすべてのステークホルダーの価値を優先する経営 (企業活動) を行うことは、トレードオフの問題に直面するため、事実上、不可能であることを述べた上で、代替の概念として、enlightened stakeholder theory を提唱している。この理論は、企業の目的が「長期的な企業価値最大化」であることを強調し、その目的を達成するために、企業 (経営者) は、ステークホルダー間の利害を調整する必要があると主張する。従来のステークホルダー理論がすべてのステークホルダーの価値追求を目的としたのに対し、enlightened stakeholder theory では、「長期的な企業価値最大化」の達成を目的とし、この目的の達成に向けて、ステークホルダー間でのコンフリクトを戦略的に調整することが重要であると主張している。

また、ステークホルダー理論に対する別の批判として、加藤・金井 (2009) は、ステークホルダー・

アプローチは、企業の倫理的側面にのみに重点が置かれており、ステークホルダーに配慮することの企業戦略上の意義は軽視されていると指摘している。このような批判は古くから存在しており、企業戦略として実践的にステークホルダー理論を考察することの重要性が指摘されている(金井・岩田、2016 等)。ステークホルダー理論にもとづく CSR 活動の説明に対し、Donaldson and Preston (1995) では、道徳的、倫理的な面だけでなく、そのような活動に従事するためのビジネスケースが重要であると主張されている。ビジネスケース、すなわち、企業による社会性の供給をいかに企業価値に結びつけるか、という実践的な課題に対し、次項以降に紹介する、資源ベース理論、新制度派経済学の枠組みのもとでの戦略的 CSR 理論は、理論的な解へと導く、一つの手掛かりとなる。

3-3. 資源ベース理論

資源ベース理論 (resource based view) は、Penrose (1959 ; 1995) や Wernerfelt (1984) に起源を持ち、Barney (1991) によって広く知られることとなった経営戦略論の理論の一つである。この理論の主たる主張は、企業のもつ資源と能力が、価値があり、希少で、まねのできなく、代用することが不可能なものならば、それらを有する企業は持続可能な競争優位性を得る、というものである。

Hart (1995) は、企業と自然環境との関係に着目し、資源ベース理論を環境への社会的責任に特化した理論 (natural resource based view : NRBV) を展開している。同研究では、汚染防止 (pollution prevention)、プロダクト・スチュワードシップ (product stewardship)、持続可能な発展 (sustainable development) を企業が自然環境に対し果たすべき責任とし、企業がこれらの責任を果たすことが、持続可能な競争優位性につながる「資源」、または「能力」を企業にもたらすと主張している。

この主張、つまり、企業による高い環境への配慮は企業の収益性を高めるという仮説は、Russo and Fouts (1997) の実証研究により検証されている。Russo and Fouts (1997) は、1991 年、1992 年の 2 年間に期間に、486 社 (各年 243 社) の米国企業をサンプルとし、ROA (被説明変数) と環境スコア (説明変) との関係进行分析している。同研究では、ROA を企業パフォーマンス、Franklin Research and Development 社の提供するデータを環境スコアとして用いている。小サンプルで、内生性の問題に対処がなされていないという意味でプリミティブな計量分析ではあるが、企業による自然環境への配慮 (環境スコア) が企業パフォーマンス (ROA) に対し、一定の関係を持つことが報告されている。

これ以降、Hart (1995) の主張に、新興経済国、BoP (base of the economic pyramid)、クリーン・テクノロジーを加えた NRBV も提唱されている (Hart, 1997 ; Hart and Dowell, 2011)。この NRBV を内包する概念である CSR を、資源ベース理論と結びつけ、企業の社会的な責任全般に、企業の競争優位性を求める考え方も存在する (例えば、Smith, 2003 ; Galbreath, 2005 ; Branco and Rodrigues, 2006)。首藤 (2015) は、これらの文献を援用し、良好なステークホルダー関係を構築することは、長期的においては、企業固有の資産 (無形資産) となり、その存続と企業価値最大化をもたらす源泉となりうることを指摘している。

3-4. 戦略的 CSR 理論

3-4-1. 投資行動としての CSR 活動

Baron (2001)、McWilliams and Siegal (2000 ; 2001)、McWilliams et al. (2006) を嚆矢として、長期的な企業価値最大化を達成するための投資として CSR 活動を捉える理論的な流れがある。これは戦略的 CSR 理論と呼ばれる^(注6)。以下で、主要文献のサーベイを通じてこの理論的な流れを整理する。

McWilliams and Siegal (2001) は、経営者は CSR 活動に投下する資源の水準を決定するため、ある種の費用便益分析を実施しているという見方を明示している。同研究では、経営者は CSR 活動の需要を評価し、需要を満たすためにコストを拠出しているものと仮定している。したがって、この研究の流れにおいては、短期ではコスト要因でしかない CSR 活動の拠出を、長期において、どのようなメカニズムを通じてコストを回収し、利潤を獲得するか、その経路に重大な関心が集まることになる。この経路の解明は、コーポレート・ガバナンス理論 (株主権論)、コーポレート・ファイナンス理論の観点からも、極めて関心の高い論点であろう。この両者の関係は次章にて詳細にサーベイし、現状での研究からの示唆を取りまとめる。

3-4-2. 二種類の消費者・投資家の仮定

ここでは前述の Aoki (2010) において主張された後者の経路、CSR 活動は人権・環境・社会性を意識した消費者 (投資家) を引きつけることで収益性を高めるという経路について、より詳細に考察を行う。

== 図表 2-2 Aoki (2010) の想定経路 ==

図表 2-2 に表しているように、Aoki (2010) は、近年の環境破壊の問題、エネルギー供給の持続可能性に対する社会 (ステークホルダー) の関心の高まりを受け、一部の企業は、環境にやさしい技術への投資 (すなわち CSR 活動) を実施していると推察し、このような企業を「CSR 企業」としている。そして、このような企業の CSR 活動が、人権・環境・社会性を意識した消費者 (投資家) を引きつけ、売上高 (利潤) を増加させ、これと同時に、当該企業に社会関係的資本の蓄積に寄与することが主張されている。この社会関係資本の蓄積は、当該企業に関わるステークホルダーの非金銭的価値 (信頼・忠誠心) を向上させ、資本コストを引き下げることになる^(注7)。この利潤の増加が、長期的な企業パフォーマンスの向上に貢献することを同研究は主張している。

この理論では、二つのタイプのステークホルダーが想定されている。すなわち、人権・環境・社会性を意識した消費者・投資家と、従来のからのファイナンス理論・経済学が想定する、自己利潤の最大化のため、最も安価な財・サービスを選好し、企業に最も (エージェンシー・コストを含む) コストが低くなる企業活動 (財・サービスの供給) を求める消費者・投資家である。従来のコーポレート・ガバナンス論では、金銭的な自己利潤の最大化を目的とする消費者・投資家のみを考察の対象とし、人権・環境・社会性を意識した消費者・投資家の存在を無視していた。これに対し、Aoki (2010) は、CSR 活動の

実施を通じ、当該企業に社会関係的資本が蓄積なれると、ある種の正のシグナルとして機能し、経営者に、CSR 費用の拠出を超過する純長期利潤について有望な見通しを与え、経営者が戦略的 CSR を推進していく動機づけとなると主張している。

また、Aoki (2010) は、Baron (2007)、Graff Zivin and Small (2005) を援用し、CSR 活動の実施に伴う株価決定のプロセスについても、言及している。この議論は、「社会性の供給」(CSR 活動)に関心のある投資家は、個人・組織として社会貢献する意志を持つことを前提とする。社会性の供給に関心を持つ投資家は、自己資金で社会貢献するよりも、CSR 活動に積極的な企業を出資することで、低い取引コストのもとで、利得を満足させることが可能となる (Bénabou and Tirole, 2010) (注8)。したがって、額面上の資産価格 (株価) よりも、ディスカウントされた投資対象として、社会性の向上に関心の高い投資家には知覚されることとなる (注9)。

4. CSR 概念のコンセンサスに向けて

以上に述べてきたように、CSR 活動を分析する理論は多様である。本節では、まず、従来のコーポレート・ガバナンス理論の根底となっている株主主権論と、ステークホルダー・アプローチ (CSR 活動) は相反するか、検討を行い、次に、これまで、融合が図られてこなかった経済学的アプローチ (新制度派経済学・戦略的 CSR) と社会学的アプローチ (新制度派組織論) の統合的理解の可能性について考える。

4-1. 株主主権論とステークホルダー・アプローチ (CSR 活動)

本項では、コーポレート・ガバナンスの観点から、株主主権論とステークホルダー・アプローチが相反するか、検討を行う。既に述べているように、株主主権論は、コーポレート・ガバナンス理論、コーポレート・ファイナンスの理論的な核となっている。資金拠出者である株主に対し、希少な資源を効率よく配分し、利潤最大化を追求することが、代理人たる経営者の「責任」と考えられてきた。このような理論を背景としたとき、企業が社会性を供給すること、あるいは、株主以外のステークホルダーに配慮を行うことは、非合理的経営、経営者の自己満足の追求という意味で、一種のエージェンシー問題の顕在化の一例と解されてきた。

首藤 (2015) は、ステークホルダー理論、資源ベース理論、戦略的 CSR 理論を援用し、このような対立軸に疑問を投げかけている。同研究での議論は、企業がステークホルダー・アプローチ (含む、CSR 活動) をとることは、短期的にはコスト要因となるが、良好なステークホルダー関係を構築することが、やがては企業固有の資源、無形資産を構築することにつながり、長期的な企業価値の最大化に帰結するという理論展開である。長期的な企業価値の最大化が達せられれば、残余利益の請求権者たる株主の利潤最大化につながり、この点で、株主主権論とステークホルダー・アプローチ (含む、CSR 活動) は相反しないとするのが、同研究での主張である。この同研究での主張は、Bénabou and Tirole (2010) で示されている CSR 活動を長期的な企業価値に寄与する活動 (maximizing intertemporal profit) とする見

方や、戦略的 CSR 理論が想定する経路と矛盾しない。

Tanimoto (2016)、谷本 (2017) では、これまでのコーポレート・ガバナンス理論が、株主と経営者の間の関係性に焦点を絞り、メカニズムを分析してきたことを批判し、財務面だけでなく、非財務面（ステークホルダーとの関わり方、CSR 活動のあり方）に対しても、外部から規律付けを行っていくべきとの見解を示している。このようなコーポレート・ガバナンス理論の枠組みと、CSR 理論を統合的に分析する研究は、近年進んでいる（例えば、Buchholtz et al. , 2008 ; Brammer and Pavelin, 2013）。

しかしながら、コーポレート・ガバナンス理論と CSR 理論とを融合する鍵は、CSR 活動が企業パフォーマンスを向上させることを精緻な実証分析により、因果関係として明らかにすることであろう。これについては次章（3 章）で詳しく先行研究をサーベイする。

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

次に、経済学的アプローチ（新制度派経済学・戦略的 CSR 理論）と社会学的アプローチ（新制度派組織論）との融和性について検討したい。すでに、この両者のアプローチについては、本論文で個別に検討を行っており、双方のアプローチともに、理論的には頑健であり、CSR 活動のメカニズム分析には有益な展望を与えてくれている。しかしながら、筆者の知る限り、この両者のアプローチは、これまでの CSR 理論の分析では、統合的に検討がなされてこなかった。本項では、今一度、両アプローチの差異性を明らかとし、その統合の可能性を示したい。

== 図表 2-3 経済学的アプローチと社会学的アプローチ ==

両アプローチの差異性については、図表 2-3 パネル A にまとめている。CSR 活動を、「経済学的アプローチ」は評判構築と競争優位性の源泉として捉えており、「社会学的アプローチ」は当該地域で操業を続けていくためのミニマム・スタンダードと解している。

この両アプローチの主張を鑑み、図表 2-3 パネル B は、本研究における両アプローチの統合の可能性を提示している。本研究では、社会における CSR 概念の創成期時から、ある時期（分岐点）までは「経済学的アプローチ」、そして、分岐点以降の安定期には「社会学的アプローチ」で解釈可能であると考えられる。以下では、その論拠と、解釈可能なメカニズムについて論じる。本研究では、Aoki (2010) に倣い、二種類の消費者・投資家の存在を所与として議論する。また、この二種類の消費者・投資家の分布は経時的には変化しないものと仮定する。

社会における CSR 概念の創成期には、CSR 活動の実施は、社会性に関心の高い消費者・投資家を引き付けるため、製品差別化、競争優位性の獲得が可能となり、このメカニズムが、企業経営者が CSR 活動を実施する重要な誘因となる。CSR 活動に積極的な企業は、自社が供給する財・サービスに対する多様なステークホルダーとの間での情報の非対称性を緩和し、評判の構築や社会関係資本の蓄積を通じ、長期的には、投下したコストを上回る利潤を獲得する。

だが、社会において一定の社会性を企業が供給することが一般化する段階（分岐点）に至ると、CSR活動は評判の獲得や差別化の源泉というよりは、当該地域において、操業を続けていくためのミニマム・スタンダードと解されるようになる。したがって、この分岐点以降は安定期に入ることになる。社会学的アプローチによれば、当該地域での操業の正当性を獲得するため、各企業とも必然性を伴ってCSR活動にあたるため、同型化の進展とともに、CSR活動の差異性は縮小する^(注10)。

5. むすびに代えて

本研究では、コーポレート・ガバナンス理論（株主主権論）の枠組みで、CSR活動の理論的合理性について、先行研究のサーベイにもとづいて検証を行い、新制度派組織論、ステークホルダー理論、資源ベース理論、戦略的CSR理論の枠組みにより、CSR活動のメカニズム、合理性は説明が可能であることが明らかとなった。CSR活動が、企業パフォーマンスに与える影響はすぐれて実証的な問題であり、本論文のサーベイは理論的な研究のみを対象としたサーベイではあるが、理論上は、株主主権論とステークホルダー・アプローチ（CSR活動）に、長期的な観点からは両立的であることが確認された。これは、CSR活動への投資は、短期においてはコストとなるが、社会性に関心の高い消費者・投資家を引きつけるため、長期では競争優位性の源泉となり、企業価値の最大化（残余利益の請求権者（株主）の利潤最大化）に向けた展望を持つためである。

文献調査の結果、当該研究領域には、次のような残された課題があることが明らかとなった。株主主権論と、ステークホルダー・アプローチ（CSR活動）、それぞれの目的に矛盾がないとすれば、その根拠として、CSR活動の実施が企業パフォーマンス向上に結び付くことを示す、実証分析の結果の提示が必要となる。だが、現状では、欧米・日本企業を対象としたサンプルからは、一貫する実証結果は得られていない。サンプル採取や実証分析の方法に、多くの課題が残されている。良く知られている内生性の問題への対処の難しさ、つまり、両変数が密接な関係性を持つため、適当な操作変数が採用できないといった、実証上の課題に加え、CSR活動が企業パフォーマンス向上に結びつくまでのタイム・ラグをどの程度とするか、時点認識の難しさも、この関係性の解明を困難にしている。

本研究では、従来は、個別で議論されることが多かった、新制度派経済学（戦略的CSR）と新制度派組織論を統合させ、CSR活動のインセンティブ、メカニズムについて考察を図っている点で、新しい可能性を示唆している。近年、CSR活動と企業パフォーマンスとの関係性の分析とは別に、CSR活動のインセンティブ、メカニズム解明に向けた実証分析も、多くの研究がなされている。この実証的確認の作業を通じて、CSR活動のインセンティブ、メカニズムの解明が進展すれば、やがては、CSR活動が企業パフォーマンスに与える影響を分析する研究の一助となるかもしれない。この解明作業は本研究の第2部にて行っていく。

注

(注1) 宇佐美 (2015) によれば、「売り手によし、買い手によし、世間によし」を意味する「三方よし」という表現は、明

治期に、近江商人の経営理念を表現するために、作られたものであり、初代伊藤忠兵衛が、近江商人の先達に対する尊敬の思いを込めて発した言葉にルーツがある。

(注2) 制度・規範は、プレイヤーである「社会」と「企業」による相互作用（ゲーム理論）により創出される（North, 1990）。

(注3) 同様の議論は、Amable（2003）、Yamamura and Streeck（2003）においても行われている。

(注4) 明示的・暗黙的なCSRの定義は、Matten and Moon（2008）に詳しく説明されている。

(注5) Freeman and Reed（1983）は、ステークホルダーという用語はスタンフォード研究所（stanford research institute：SRI）の内部メモ（1963年）に起源を持つ可能性を指摘している。さらに古く、Barnard（1938）に、その源流があるとする研究者も存在する。

(注6) この戦略的CSRと、Jensen（2001）が標榜するenlightened stakeholder theoryは異なる概念だろうか。この疑問に対し、遠藤（2020）は、Jensen（2001）では、負の外部性への対処を「政府の正統な領域（the legitimate domain of the government）」と断言していることから、必ずしも同一の概念とは言えないことを指摘している。

(注7) 資本コストの引き下げの効果を支持する実証研究は多く、頑健である（例えば、Suto and Takehara, 2016b ; 2018b。この点について詳しくは第3章において記述する）。このような近年の実証分析の示唆を鑑み、Aoki（2010）での理論展開に追記している。

(注8) Bénabou and Tirole（2010）では、個人やNGO・NPOよりも、企業が社会性を供給することが取引コストを低くなるケースで、企業がCSR活動を行うことが支持されると主張している。具体的には、スターバックス社とコーヒー農園の事例を挙げており、同論文では、スターバックス社（企業）が生産活動を通じて、コーヒー農園（社会貢献の対象）について、他の個人・機関よりも、熟知しているため、社会貢献に拠出されるコストは相対的に低くなると論じている。

(注9) これをHart and Zingales（2017）は理論モデルを構築し説明している。これらの理論的示唆は、公的年金、パッシブ運用の主体のESGへの積極的な関与への後押しとなっている。

(注10) なお、本研究では、どのような社会要件の変化が「分岐点をもたらすか」についての考察までは行わない。この考察は今後の課題としたい。

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

前章では、CSR活動の合理性を多様な学術領域のサーベイにより考察した。本章では、その実効性の部分である企業パフォーマンスとの関係をサーベイにより整理したい。コーポレート・ガバナンス理論とCSR理論とを融合する鍵は、CSR活動が企業パフォーマンスを向上させることを精緻な実証分析により、因果関係として明らかにすることであろう。Aoki (2010) では、Dowell et al. (2000)、King and Lenox (2001)、Heal (2009) において決定的とはいかないまでも、CSR支出と企業パフォーマンスの間には正の関係が存在すると報告されている点を指摘し、理論的に、企業パフォーマンスの向上をもたらす経路の考察を行っている。一つは、収益性の高い企業が、費用のかかるCSR活動に対してより積極的であるという経路で、前述の実証結果が、逆の因果関係を捉えている可能性を指摘している。他方で、CSR活動は社会的責任を意識した消費者（投資家）を引きつけることで収益性を高めるという経路の可能性も指摘している。この経路のもとでは、長期的な利潤の獲得というインセンティブが、経営者がCSR活動を推進していく際の動機づけになると主張されている。

しかしながら、これらの関係性を実証的に明らかとしようとする試みは極めて困難である。欧米、日本の企業をサンプルとした実証結果では、CSR活動の実施が企業パフォーマンスを向上させる効果は必ずしも一貫して観測されていない (Suto and Takehara, 2018b)。本章の以下で詳しく取り上げるが、ポートフォリオ分析や、企業パフォーマンスの要因にCSR活動を求める研究では、プラスの効果とマイナスの効果とともに報告されており、どちらともいえない傾向を示す研究も少なくない。

これは、ポートフォリオ分析においてはCSR指標が情報ベンダーごとに評価基準が異なり、常に同様の企業が高CSR (ESG) 企業と認識されないことが結果の不安定性の原因に挙げられる。また、企業パフォーマンスを被説明変数、CSR・ESG要素を説明変数とするモデルでは、よく知られている内生性の問題の他、タイムスケールの幅をどの程度とすべきか等、実証上の困難性が多く残されている。したがって、前章で述べた理論をいかに実証するかが、研究上の重要な課題となっている。

本章の以下では、まず、ポートフォリオ分析 (ジェンセンの α の比較分析) の研究、次に、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) 等の研究を整理する。そのうえで、CSR活動に係る実証分析の分野で頑健な傾向を示すリスク・リダクション仮説を検証する分析を紹介し、最後に決定要因分析に係る現状の研究状況を総括して結びとする。

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

まず、他のポートフォリオと比較して、CSR・ESG要素の特色を持つポートフォリオの方が、ジェンセンの α ^(註1) が高く、社会的インパクトの側面にとどまらず、株価パフォーマンスの面でも優勢であるこ

とを主張するいくつかの研究を紹介する。

Derwall et al. (2005) は、米国の SRI 調査機関の INNOVEST 社が提供する環境 (eco) に関する定性、定量情報に依拠して、eco-efficiency の観点にのみ差がある二つの排他的なポートフォリオを生成し、1997 年 7 月から 2003 年 12 月までの月次リターンをもとに、Fama-French 3 ファクターモデルによりジェンセンの α の差を測定している。分析結果からは、全期間を対象とした場合、eco-efficiency の高い企業群は低い企業群と比べ、5.06%ほどジェンセンの α の値が統計的に有意 (ただし、10%水準) であり、この傾向は、2000 年 3 月から 2003 年 12 月に分析期間を絞った場合にはさらに加速し、eco-efficiency の高い企業群は低い企業群と比べ、6.71%ほどジェンセンの α の値が統計的に有意 (ただし、10%水準) であることを報告している。

Kempf and Osthoff (2007) は、KLD 社が提供する CSR 調査データを用いて、SRI での基本原則、つまりはポジティブ・スクリーニングとネガティブ・スクリーニングに基づき、ポートフォリオを作成し、1992 年から 2004 年までの年次リターンにより、Carhart の 4 ファクターモデルによりジェンセンの α を算出している。分析の結果、ベスト・イン・クラス・アプローチ^(注2)に基づくロング・ショート戦略を採用し、かつ、5%基準で cut-off を実施する場合にはジェンセンの α は 8.7%であり、1%水準で統計的に有意であったことを報告している。

Edmans (2011) は、従業員満足 (employee satisfaction) と長期の株価リターンの関係を分析している。従業員満足度の高い企業群は“100 Best Companies to Work For in America”に掲載された企業を選定しており、これらの企業群について、1984 年 4 月から 2009 年 12 月の月次リターンにより、Carhart の 4 ファクターモデルによりジェンセンの α を算出している。分析の結果、(時価総額加重平均の処理をされている) 従業員満足度の高い企業群は、月次で 0.29%、年換算で 3.5%ほど正の方向にリスクフリーレートを上回る定数項 (ジェンセンの α) を示すことが報告されている。また、これらの企業群は、月次で 0.17%、年換算で 2.1%ほど正の方向に同業種のベンチマークを上回るジェンセンの α となっていることが明らかとなっており、いずれも 1%水準と頑健に有意であったことが報告されている^(注3)。

白須 (2011) は、(株)グッドバンカーが提供する SRI スコアにより、SRI 関連株と非 SRI 関連株のポートフォリオを作成し、2004 年 9 月から 2010 年 8 月の月次リターンにより、CAPM、Fama-French 3 ファクターモデルのそれぞれでジェンセンの α を算出し、比較検討を行っている。分析の結果、2004 年 9 月から 2010 年 8 月を調査対象期間とした場合、CAPM、Fama-French 3 ファクターモデルのそれぞれでジェンセンの α はプラスで有意な水準となっており、中長期投資では、SRI 関連株は非 SRI 関連株のパフォーマンスを上回る傾向があることを報告している。このような傾向は、2008 年 9 月から 2009 年 8 月を調査期間とする、いわゆる、金融危機時においては、逆の傾向を示すことも指摘している。また、同研究では、追加的に、どのような企業が SRI の対象となっているか、SRI 関連株を 1、それ以外を 0 とするロジット分析も行っている。分析からは、SRI の投資対象となる企業は、 β 値が若干高いリスクな企業でありながら、低借金、高収益を実現している社歴の長い大企業であることを指摘している。

宮井 (2008) は、UNEP Finance Initiative (国連環境計画・金融イニシアティブ)^(注4)の資産運用リ

ーキンググループとコンサルティング会社のマーサー社 (Mercer Ltd.) の共同調査報告書に引用されている 20 の学術論文に、独自に調査し、加えた 3 の学術論文を、分析方法、分析結果に注目してサーベイしている。同研究は、この 23 の学術論文のうち、ESG 要素が運用パフォーマンスに正、あるいは、どちらかという正の影響を示唆するものが 15、負、あるいは、どちらかという負の効果を指摘するものが 4、中立的であるのが 4 であることを報告している。このように、CSR 活動に積極的な企業群によるポートフォリオを構築したとしても、必ずしも正の効果が観察されているわけではない。

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

次に、他のポートフォリオと比較して、CSR・ESG 要素の特色を持つポートフォリオの方が、ジェンセンの α が低い、あるいは、どちらとも判断が出来ないことを指摘し、社会的インパクトを与えることと、株式収益性の関係には慎重な視座に立ついくつかの研究を紹介する。

Brammer et al. (2006) は、英国の EIRIS 社の提供する ESG 調査データを用いて、英国企業を対象に 2002 年 7 月から 2005 年 12 月までを最大とする調査期間のもと、Carhart の 4 ファクターモデルにより、CSR 活動に差異性のあるポートフォリオを組成 (zero score、low score、high score) し、そのパフォーマンスに違いが生じるか検証を行っている。分析結果からは、CSP スコアが高い企業群よりも、低い企業群の方がパフォーマンスが良好であり、これを要素分解すると、環境スコアやコミュニティスコアがネガティブであるのに対し、雇用スコアは弱く正の関係を示していることを報告している。

Renneboog et al. (2008a) ^(註5) は、the Center for Research in Security Prices (CRSP) などから入手した、欧州、北米、アジア太平洋の 3 地域、17 カ国に所在する 440 の SRI ファンド (うち英国: 67、米国: 98、フランス: 59、アイルランド: 11、スウェーデン: 26、日本: 13) と、同じ地域・国に所在する伝統的な (非 SRI) 16,036 ファンド (うち英国 716、米国 12,624、フランス: 790、アイルランド: 141、スウェーデン: 28、日本: 91) とで、1991 年 1 月から 2003 年 12 月までの調査期間において、Carhart の 4 ファクターモデルにより算出されるジェンセンの α の値に違いがあるか分析している。分析結果からは SRI ファンドは -2.2% から -6.5% 程度のアンダーパフォーマンスが観測されている。これらの傾向は、フランス、アイルランド、スウェーデン、日本において統計的に有意な差がみられ、その差はそれぞれ、-4.06% (10%水準)、-5.69% (10%水準)、-6.31% (5%水準)、-5.76% (10%水準) であることが報告している。

Leite and Cortez (2014) は、ESG 評価機関 Vigeo 社と Morningstar Europe が提供する「SRI funds service」から情報を獲得した、91 の Global equity funds と 88 の European equity funds の SRI ファンドを、マッチング可能な伝統的なファンドとジェンセンの α の値を比較検討し、その投資パフォーマンスの差を検証している。分析期間は 2000 年 1 月から 2008 年 12 月までの週次リターンで、Carhart の 4 ファクターモデルと、さらにこれに潜在的なホームバイアスを考慮する local factor を組み込んだ 5 ファクターモデルにより、ジェンセンの α を導出し、比較分析を行っている。分析の結果からは、SRI ファンドと伝統的なファンドとの間に統計的に有意な差は観察されず、ベスト・イン・クラス・アプローチ

による場合でも、同様に、有意な差は見いだせなかったことを報告している。

Auer and Schumacher (2016) は、Sustainalytics 社が提供する ESG データを基に、そのスコアに応じてクラス分け (ESG-based selection at a cut off rate of 5%) を行ったポートフォリオを組成し、2004 年 8 月から 2012 年 12 月までの週次リターンにより、シャープ・レシオ^(注6)を計算し、それぞれのポートフォリオがどの程度のリスクプレミアムを獲得したか検証を行っている。なお、同研究では、アジア・太平洋地域：632、米国：914、欧州：572 を対象とする包括的な国際比較を実施している。分析結果からは、アジア・太平洋地域、米国を対象とするポートフォリオでは ESG の多寡がシャープ・レシオに統計的に有意には影響を与えないことが明らかとなり、欧州を対象とする (いくつかの) ポートフォリオではベンチマークを下回るシャープ・レシオの値を計測し、リスクとの見合いで収益性に優れない傾向が統計的に有意に確認されたことを報告している。

浅野・佐々木 (2011) は、日本の SRI ファンドに注目し、これらのファンドが伝統的なファンドと比べてパフォーマンスの面で劣っていないが、アウトパフォーマンスしてもいないことを報告している。同研究では、19 の SRI ファンドの目論見書や運用報告書等を参考に、それぞれのファンドに組み入れられている銘柄企業 (上位 30 銘柄) を特定し、伝統的ファンドとの比較を行っている。調査期間は、それらのファンドごとの新規設定から 2008 年 12 月までであり、この期間内の月次リターンに基づく、CAPM と Fama-French 3 ファクターモデルにモメンタムファクターを加えたモデル (Carhart の 4 ファクターモデル) のもとで、ジェンセンの α を算出している。分析結果からは、SRI ファンドのジェンセンの α は 0 から統計的に有意に異ならないが、他方で、伝統的ファンドとの比較でも統計的な優劣の差は観察されないことを報告している。

湯山他 (2019) は、Bloomberg が提供する ESG 開示スコアを CSR データの代理変数とし、2017 年末時点の TOPIX 構成銘柄 2,035 社を、ESG 開示スコアの上位から 25% タイルごとに 4 区分し、これに非開示の一群を追加した 5 グループにおける、2013 年 1 月から 2017 年 12 月までの月次と、年次、それぞれを 1 年間、3 年間、5 年間で観察期間として、Fama-French の 3 ファクターモデル・5 ファクターモデルに基づいてジェンセンの α を①単純平均、②シャープ・レシオ・ベースでリスク調整後平均により算出し、株式投資上の超過収益率を計上しているか、分析を試みている。分析の結果、①単純平均では株価超過収益率 (ジェンセンの α) が、高スコアに区分される企業群がその他の区分の企業群に劣後するケースが多かった一方で、②シャープ・レシオ・ベースでリスク調整後平均では、どの区分でも大きな差は観察されなかったことを報告している。

同研究ではさらに、これらの株価超過収益率を被説明変数とし、各 ESG 要因を説明変数とし、他の条件をコントロールした上で、要因分析 (pooled OLS と操作変数法) を行っている。この要因分析では pooled OLS では正の関係が観測された一方で、内生性を考慮するとその関係はおおむね有意には観察されなくなることが明らかとなっている。そこで、本研究では傾向スコア・マッチングによる検証も試みたところ、2017 年のサンプルに関しては ESG スコアが高い企業群において、株価超過収益率が高い傾向が観察されたことを報告している。

湯山 (2019) は、近年の英米、日本企業を対象とするポートフォリオ分析による ESG 投資のパフォーマンス評価を行う文献をサーベイし、明確にポジティブではないものの、有意にマイナスといえないことから、ESG 投資には社会的な意義を踏まえて意義は見いだせると総括している。同研究では、多くの研究がジェンセンの α に注目している点に関し、継続的にジェンセンの α がプラスであり続けることは、現代ポートフォリオ理論の基本の考え方、つまり、市場が効率的である場合には超過収益を継続的に享受できないという原理とは相容れない考えに基づくものであることを指摘している。ESG の代理変数の評価の違い、分析手法の違いといった実証上の課題もさることながら、この両者の関係は理論的な側面からも考察課題が多いとしている。

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

企業パフォーマンスに CSR 活動が与える影響を分析する研究は、米国企業を中心に、古くは 1970 年代頃より行われている。McGuire et al. (1988) では 1970 年代のこの文脈の黎明期の研究をサーベイし、CSR 活動と会計上のパフォーマンス指標との間には正の関係が多く報告されているとした一方で、CSR 活動とリスク指標との間の関係はどちらともいえない傾向にあると報告している。また、McGuire et al. (1988) では、このサーベイとともに自身も実証分析を行い、その関係を検証している。同研究では、CSR データは Fortune 誌から取得し、1983 年の CSR データと、①1977 年から 1981 年 (事前) と②1982 年から 1984 年 (事後)、それぞれの期間の企業パフォーマンス指標 (ROA 等)、そして、リスクの代理指標として β との間関係を考察している。分析の結果からは、CSR 活動の実施には (CSR 活動を被説明変数とする推計では) 事前、事後のどちらにおいても、企業パフォーマンス指標の係数が統計的に有意にプラスの係数を確認した一方で、(CSR 活動を説明変数とする推計では) CSR 活動の実施の係数は、事後の企業パフォーマンスに直接的な影響は見出せなかったことから、同研究では、CSR 活動は企業パフォーマンスに対し、直接的な影響よりもリスク削減効果を通じた経路のもとでの間接的に影響を与える可能性を提示している。

Waddock and Graves (1997) は、KLD 社が提供する CSR データを用い、S&P 500 に含まれる企業をサンプルとして、CSR 活動と企業パフォーマンスの関係进行分析している。同研究では両者の双方からの関係を想定し、二つの推計モデルを構築している。一つは、1990 年の CSR スコアを被説明変数とし、1989 年の企業パフォーマンス指標 (ROA、ROE、ROS) を説明変数、負債比率、企業規模をコントロール変数とするモデルで、もう一つは、1991 年の企業パフォーマンス指標 (ROA、ROE、ROS) を被説明変数とし、1990 年の CSR スコアを説明変数、負債比率、企業規模をコントロール変数として回帰するモデルである。同研究では、双方のモデルでおおむね統計的に有意に正の係数の値が観測されたことを報告し、事前の財務的な Slack が将来の CSR 活動を可能とするのと同様に、事前の CSR 活動が将来の企業パフォーマンスに寄与する要因である可能性を示唆している。

Orlitzky et al. (2003)、Margolis et al. (2009) では、欧米を対象に幅広く CSP (corporate social

performance) と CFP (corporate financial performance) の関係を分析する研究をサーベイし、メタ分析^(註7)の手法により、その両者の関係を分析し、正の関係があることを報告している。しかしながら、このメタ分析の対象には、内生性の問題等の実証上の課題に対処していない、実証分析の聡明期の研究も多く含んでいる。このため、正の関係は事実として確認される一方で、逆の因果の可能性は棄却出来ないというのが、これらの研究が明らかにしている事実と考えるのが妥当であろう。

また、Pelozo (2009) は、企業パフォーマンスと CSR 活動の関係を扱う 159 の先行研究を調査し、それらのうちの 63%が正の関係を、15%の負の関係を、そして、22%が混在する関係を示唆していることを報告しているが、同研究が調査対象とした先行研究が1972年報告から2008年報告まで幅広いこと、実務家による調査された研究では、より正の関係を報告する傾向があるといった、ある種のバイアスが存在することも指摘している。

Endrikat et al. (2014) は、CEP (corporate environmental performance) と CFP の関係を分析する 149 の研究をベースとして、Hedges and Olkin (1985) により提唱されているメタ分析のメソッドのもと、the bivariate HOMA (k=245) と the partial HOMA (k=208) の研究を行っている。同研究でのメタ分析の結果からは、CEP と CFP の間には正の関係があり、特に、会計指標の CFP に有意な関係であったが、事後の CFP だけでなく、事前の CFP も正の関係を示していることから、その関係は一方方向には定まらないことが明らかとなったと報告している。

Busch and Friede (2018) は、“second order meta-analysis” (Schmidt and Oh, 2013) の手法に則り、これまでに行われている 25 のメタ分析の結果をさらにメタ分析にかけることで、CSP と CFP の関係について考察を図っている。同研究での分析からは、CSP と CFP には強い正の関係があるが、その両者の因果関係について決定的な主張は行えないことと、CSP のうち “reputational aspects” が CFP に対し強い影響を持つこと、そして、CSP により強い影響を与えるのは、市場ベースの CFP ではなく、会計ベースの CFP であることが明らかとなったことを報告している。また、同研究では、ソーシャル・イシューを専門とするジャーナルに掲載された論文には「CSP と CFP にポジティブな結果を期待する」傾向がバイアスとしてあることを指摘し、頑健性を高めるべく、このようなジャーナルや、インパクトファクターの低いジャーナルに掲載された論文を考慮した検証も行っている。分析からは、これらの考慮は結果に影響を与えないことが明らかとなり、同研究での分析結果が頑健であることが確認されている。

近年の研究の傾向として、振興国市場の CSR 活動と企業パフォーマンスに関心が向けられており、プラスの企業パフォーマンスを実証分析から観測するケースがいくつか報告されている。

Bhattacharyya and Rahman (2019) は、インド企業を対象に、データベース “Prowess” から取得した、CSR 活動の実際の拠出額 (ACSR: actual amount spent on CSR activities) が企業パフォーマンス (ROA、CFO (cash flow from operations)) に与える影響を分析している。インドでは新会社法の施行により、過去三会計年度の純利益平均のうち 2%以上を CSR 活動に支出することが、2014 年 4 月から義務づけられている。この特殊な制度的な背景を鑑みて、同研究では、制度施行後の 2015 年と 2016 年を対象に、1,516 firm-years をサンプルとして分析を行っている。分析からは、規模、レバレッジ等の他の条件を

コントロールしたとしても、ACSRはROAやCFOに正の影響を与えることが統計的に強く有意に観察されており、これにより同研究ではCSR活動の義務化がネガティブな側面を持たなかったと結論づけている。

Yoon et al. (2018) は、韓国企業を対象に、The Korean Corporate Governance Service (KCGS) が提供するCSR活動指標を用いて、2010年から2015年を観察期間とし、3,876 firm-yearをサンプルとして分析されている。なお、このKCGSのCSRスコアは、環境スコア、社会スコア、企業統治スコア、そして、これらを合算するESGスコアで構成されている。この分析では、被説明変数を該当年末の株価、説明変数をCSRスコアとして分析し、これにチェボルに属する企業群とCSRスコアとの交差項を加味した分析も行っている。分析結果からは、環境、社会性、企業統治、そして、ESGスコア(≒CSRスコア)は株価にプラスの関係を持っており、社会性を除いて、チェボルに属することで、その関係をプラスの方向に強めることを報告しており、同研究では韓国市場が発展段階の市場であることがこの傾向をもたらした可能性も指摘している。

Kao et al. (2018) は、中国企業を対象に、SOEs (state-owned enterprise) と non-SOEs とでは、CSR活動が企業パフォーマンスに与える影響にどのような違いがあるか検証を行っている。CSR活動と企業パフォーマンスの関係を検証する際に問題となる因果関係の特定、あるいは、適当な操作変数の探索といった問題点に対し、同研究では、Lewbel (2012) により提唱された同時方程式モデルを用いることにより克服している。2008年から2012年までをサンプル期間とし、SOEsを535、non-SOEsを715、計1,250をサンプル企業とする分析を行い、SOEsをサブサンプルとしたモデルではCSR活動はトービンのQに対し、統計的な有意性を示さない一方で、non-SOEsをサブサンプルとした推計ではCSR活動のトービンのQに対する係数はプラスで(10%水準で)有意な値となっていることを報告している。

3-2. 日本企業を対象とする分析

初期においては、逆の因果を想定した研究も行われている。例えば眞崎(2006)は、みずほ総合研究所の『企業の社会的責任に関するアンケート調査』(2005年2月実施)の結果をCSR活動の代理変数としており、このアンケート調査は約600社の大企業から中小企業を対象としている。本研究では、CSRデータを被説明変数、「売上高利益率」、「利益率増加度(売上高利益率の増加%ポイント)」、「売上高平均増加率」の3つの業績指標(企業パフォーマンス)を説明変数、企業規模や業種、株式公開の有無をコントロール変数とする回帰分析を行っている。分析の結果、利益率や増益率といった変数は正に有意であり、企業業績が高ければ高いほど、CSR活動の積極化につながることを報告している。

また、初期の段階ではCSRスコアの代替としてSRIファンドSRIファンドに採用されている企業群と、非採用企業群とを比較し、パフォーマンスの差を見出そうとした研究も行われてきた。

首藤他(2006)は、個社名が公表されている4つのファンド(①Dow Jones Sustainability Group Index : DJSI、②Ethibel Sustainability Index Global : ESI、③FTSE4Good Index : FTSE、④Morning Star Socially Responsible Investment : MS)に採用されている企業をCSR企業とし、2004年度にインデックスに含まれ、かつ、1999年度から2003年度の間にデータが完備される314社(DJSI : 32社、ESI :

28社、FTSE：114社、MS：140社）をサンプル企業として、各インデックス間でのROA、ROE、トービンのQの5年間の平均値、そして、これらの指標の変動性（5年間の標準偏差）を求めて、比較している。この分析からはESIに属する企業群がパフォーマンスに優れていることが明らかとなったことを報告している。

同研究では、これに加え、2つ以上のインデックスに重複して採用される企業（70社）をCSR企業とし、これと、その他上場企業（1,763社）をサンプルに、CSR企業を1、それ以外を0とする被説明変数に、前述の企業パフォーマンス指標を説明変数、コントロール変数に規模、レバレッジ、成長性、事業特性を導入するプロビット・モデルを構築し、分析している。分析の結果からは、トービンのQの平均値だけが正に有意な係数であり、その他の平均値、標準偏差ともに、おおむね負で有意な係数となっていることが報告されている。同研究では、個別データを用いていない点に課題があることを指摘しつつも、企業パフォーマンスとの間に無視しがたい関係があることを指摘している。

これに対し、CSRデータの充実度、入手可能性が高まった近年では、情報ベンダー等の提供するCSRスコアを用いて、個社ごとのCSR活動の積極度の違いを考慮している、マイクロデータを用いた分析が行われるようになってきている。

首藤・竹原（2008a;2008b）は、特定非営利活動法人パブリックリソースセンターが2006年に実施したアンケート調査（『企業の社会性に関する調査』第4回アンケート（調査は2006年2月、公表は2006年9月））の回答をCSR活動の代理変数として採用し、この回答企業を含む、過去5年間のデータが利用可能な1,471企業（回答企業：206社、非回答企業：1,265社）をサンプルとし分析している。同研究では、回答企業のうち上位115社と、下位91社、四年連続上位企業53社と、それ以外の153社といったCSR活動への取り組みの濃淡をつけ、企業グループ間における企業パフォーマンスの差の検定と、回答企業等（CSR企業）の場合に1とするダミー変数を被説明変数、企業パフォーマンスや企業特性を説明変数とするプロビット・モデルによって分析を試みている。実証分析からは、CSR活動に積極的な企業は規模が大きく、利益率の変動の小さい（低リスク）企業であること、規模や産業特性をコントロールしても、成長性や市場評価の面で優良なパフォーマンスを示す企業であることが示唆されたことを報告している。

遠藤（2013）は、日本経済新聞社『環境経営度調査』2005年から2010年に公表された総合スコアをCSRデータの代理変数とし、被説明変数、コントロール変数は一期ラグをとり、被説明変数にはトービンのQを、コントロール変数にはMcWilliams and Siegel（2000）等の示唆を鑑み、R&D変数を加えるとともに、内生性や系列相関への対処を行い推計している。サンプル企業は東証一部上場の製造業、147社が採用されている。この分析からは、CSRスコアの係数はプラスで有意となっており、プラスの関係が確認されているが、有意度が10%と低いことを理由に十分な確証には至らなかったと結論付けている。

大浦（2017）は、東洋経済新報社『CSR企業総覧』の2007年から2010年（調査時期は2006年度から2009年度）の調査データをCSRデータの代理変数とし、他の条件をコントロールした上で、これを財務パフォーマンス指標の代理変数とするROA、ROEに回帰するモデルを構築している。F検定、Hausman検

定、Breusch and Pagan 検定により、固定効果モデルによる推計が採択されている。なお、サンプル企業は日本の上場企業としており、ROA を被説明変数とする場合、unbalanced-panel で 1,739 社、balanced-panel で 1,482 社、ROE を被説明変数とする場合、unbalanced-panel で 2,014 社、balanced-panel で 1,870 社である。分析の結果からは、「人材活用」、「社会性」スコアが財務パフォーマンスに正の関係を持つことが明らかとなっている。

Suto and Takehara (2016a) では、東証経済新報社が保有する CSR データを用いて、日本企業を対象とした CSR 活動 (CSP) と企業パフォーマンス (CFP) との関係を分析した。同研究の主たる貢献は、従来の会計指標や市場評価指標 (トービンの Q) に加え、ジェンセンの α などの株価リターンを基とした企業パフォーマンス指標を導入したことにある。同研究での実証研究では、CSP のうち、とりわけ「環境 (environment preservations)」、「社会性 (social contributions)」スコアが market-based リスクを引き下げる傾向を持つ一方で、CSP が収益性に与える影響はミックスな結果で、「人材活用 (employee relations)」だけが会計指標の企業パフォーマンスにプラスの影響を持つ傾向があることが明らかになったと報告している。

川村・永田 (2016) は、東洋経済新報社『CSR 企業総覧』を CSR データとして採用し、「AAA、AA、A、B、C、無記載」の格付けを、「5、4、3、2、1、0」と点数化し、この素点を、企業規模との回帰で求めた予測値との差により調整した値を CSR スコアの値としている。サンプル企業は 2006 年から 2014 年の期間に東証 1 部、2 部に上場する事業会社で、各種数値データが完備されている 5,616 (企業 - 年) であった。同研究では、トービンの Q を被説明変数、CSR スコアを説明変数、これに企業規模、ROA、R&D 等をコントロールした上で、外国人保有比率が高い企業群を 1 とするダミー変数と CSR スコアとの交差項、事業法人保有が高い企業群を 1 とするダミー変数と CSR スコアの交差項を導入するモデルで推計を行っている。分析からは、特に、外国人保有比率が高い企業の場合、CSR 活動の実施は、企業価値の上昇を促すこと、反対に事業法人比率が高い企業の場合、CSR 活動の実施は、企業価値にネガティブな影響を与えることを示唆する傾向が観察されている。筆者らは、モニタリング・インセンティブが相対的に高いと考えられる外国人投資家が高い保有割合を占める企業では、企業価値上昇につながる CSR 活動が実施されるのに対し、事業法人が高い保有割合を占める企業では、経営者のエンタレチメントを促進する可能性の高い状況下であることを鑑み、企業価値上昇に必ずしもつながらない、エージェンシー・コストの側面が否定できない CSR 活動が行われるためであると推測している。

佐々木・花枝 (2021) は、CSR 活動と企業価値の関係についてユニークな視点から分析している。同研究では、日本企業を対象に、ESG への取り組みが後年の自社の企業価値に対し、どのような影響を与えると認識しているか、アンケート調査を通じて「意識」を明らかとすることで内生性の問題に一石を投じている。同研究では、回答企業が 253 社と多くはなかったが、上場区分、従業員数の分布、業種の分布の面で、このサンプル企業と全上場企業 (ユニバース) とが大きな隔たりのない標本であることを確認した上で、これらの回答企業は、環境、従業員、社会、ガバナンスの 4 つの分野のいずれもで、それらへの積極的な取り組みが将来の自社の利益水準と、利益の安定性の向上に寄与すると認識してい

ることを明らかとしている。また、環境、従業員、社会、ガバナンスの4つの分野でのESGへの積極的な取り組みがステークホルダー行動の改善に貢献すると、企業は認識していることも明らかになったと報告している。

一方で、CSR活動と企業パフォーマンスとの関係に負の相関関係を指摘する日本企業を対象とした実証研究も存在する。広田(2012)は、「株主以外のステークホルダーの非金銭的な価値」と会計利益率、株価水準、株式投資収益率との間の相関関係について分析を行った。東洋経済新報社「第5回CSR企業ランキング」の雇用、環境、社会性といったCSR項目を「株主以外のステークホルダーの非金銭的な価値」の代理指標とし、「株主以外のステークホルダーの非金銭的な価値」と会計利益率、株価水準、株式投資収益率との間には負の相関関係があることを報告している。

また、日本証券アナリスト協会(2010)も、同様の報告をしている。同研究は、日本総合研究所(JRI)が2005年から2008年に実施したアンケートを基に算出された『日本総研ESGスコア』をCSRデータの代理変数としており、「環境スコア」、「社会スコア」、「ガバナンス及び社会・ガバナンススコア」、そして、環境、社会、ガバナンススコアを合算した「総合スコア」のそれぞれを説明変数としている。同研究では、これらのCSRデータを時価総額、有利子負債比率、産業ダミー等をコントロールし、被説明変数であるROA、労働分配率、労働生産性、トービンのQに回帰するモデルを構築し、分析している。分析結果からは、CSRの各種スコアはROA、労働生産性、トービンのQに対して負に有意な係数であり、労働分配率に対しては正に有意な係数を確認されたことを報告している。ただし、筆者らは、調査対象期間が短く、サンプリングバイアスの問題、簡易な分析による結論である点を留意点として強調している。

4. Earnings Management と CSR 活動の関係

以上での先行文献のサーベイでは、企業パフォーマンスに対し、CSR活動が正、あるいは負、どちらの効果を持つか、結論を導くことは難しい。本節以降では、別の研究視点を介しての分析の可能性を探っていく。

Parvin et al. (2020) が指摘するように、近年、Earnings management、つまりは、会計基準の許容する範囲内での会計利益の数値を調整する経営行動と、CSR活動の関係を分析する試みが会計学、ファイナンス分野で活発に行われている。Earnings management は accounting choices と、real business decisions の二つの仕方があり、いずれもが必ずしも常にエージェンシーコストと同義とはならないが、プリンシパルである株主と、エージェントである経営者との間でのアライメントが損なわれるケースと考えることも、特に会計学の分野で多い。この earnings management に着目することは、CSR活動がエージェンシー・コストと見做されうる投資であるか、あるいは、企業のレピュテーションを高め、企業(とりわけ経営者)と各ステークホルダーとの間でのエンゲージメントの役割を果たしうるか、といった論点の整理に役立つものと思われる。この文脈では、earnings management をエージェンシー・コストの代理変数と見做すので、CSR活動と earnings management とが正の関係であれば、CSR活動は前者の機能的役割を果たしていることが示唆され、反対に負の関係であれば、後者の機能を持つことが理論

上考えられよう。

同研究では23の研究をサーベイし、11の研究がCSR活動とearnings managementとの間にはネガティブな関係があることを報告する研究であり、6つの研究が両者にはポジティブな関係があることを示唆する研究であることを報告している。また、2つの研究はケースにより異なる傾向を報告しており、残りの4つの研究は両者には関係を見出せなかったことも、報告している。なお、Parvin et al. (2020)がサーベイした23の研究すべては2000年以降に発表されたものであり、12の研究は2015年以降に報告されたものである。したがって、現在も継続的に分析が行われ、会計学分野を中心に関心の高い実証課題となっている。

5. 環境側面からの研究

ゼロエミッション構想への関心の高まりを受けコーポレート・ファイナンス分野のジャーナルでもこれに係る分析が急速に進展している。、焦点として1) 投資先企業の環境パフォーマンス、あるいは、環境性を備えた投資手法に対し、投資家はどのように評価しているか、2) 機関投資家がESG経営を促進するガバナンス機構として機能しているか、しているとすれば、どのような機関投資家がより強く促進するか、という二点が注目されている。

まず、1)の論点に紐づく研究を整理する。Bolton and Kacperczyk (2021)は米国の株価リターンとCO₂排出の関係性を分析し、投資家がCO₂排出リスクに対し、リスクプレミアムを求めていることを示した。Geczy et al. (2021)によると、多くのインパクト投資ファンドはソーシャル・ベネフィットだけでなく、フィナンシャル・ベネフィットをも目標としており、より高い利益目標を持つファンドほど、その両方の目標に向けより厳しい契約を結んでいる。企業発行のグリーンボンドについて研究したFlammer (2021)は、投資家は、初めての発行や第三者が認証したケースに対して強くポジティブに反応すること、発行体企業は、発行後にはCO₂排出を削減させる等、環境パフォーマンスを向上させ、長期投資家やgreen investorsに保有される傾向があることを示した。グリーンボンドに関し、Tolliver et al. (2021)ではアジア地域における発行ボリュームと、アジア地域国間でのグリーンFDI (foreign direct investment)の活発度を分析している。

また、Engle et al. (2020)は、WSJのような新聞記事をテキスト分析することで、MSCIを基に組成したESGポートフォリオと似たような収益構造を生む、動的な気候変動リスクをヘッジ可能なポートフォリオを生成可能であることを指摘し、投資家のESG選好の動的な反応を示した。

Stroebel and Wurgler (2021)によると、861名のファイナンス学者・専門家、規制当局者や、政策エコノミストを対象に、気候変動と企業金融に係る意識調査を実施した。調査の結果、識者の多くは、最も重要な気候変動リスクとして規制リスクを想定しており、圧倒的に多くの識者が、現在の資産価格評価において、気候変動リスクは過少評価されていると認識している。

PRIが象徴するように、ESG経営に関し、機関投資家の役割は大きい。では、機関投資家は気候変動リスクへの対処についてどう評価しているのだろうか。この点に関し、Krueger et al. (2020)は、機関投資家は、気候変動リスクが投資先企業に財務上の影響を与えると考えており、これらのリスクは既に顕在化し始めていること

を示した。また、多くの投資家、特に長期保有の投資家、ESG を重視する投資家は、気候変動リスクに対処するためには、ダイベストメントではなく、リスク管理やエンゲージメントが有効であると考えている。

次に、2)の論点に関してである。Azar et al. (2021)によると、資産運用機関のビックスリー (BlackRock 社、Vanguard 社、State Street Global Advisors 社)は、重要性の高い投資先(MSCI 銘柄)に対しては、企業が CO₂ 排出削減に向かうよう、エンゲージメントを通じて働きかける傾向がある。Chen et al. (2020)によると、準自然実験下の、つまりは、逆の因果関係をコントロール可能なシチュエーションのもとで、機関投資家による株式保有は当該企業のソーシャル・インパクトを創出する。

また、環境経済学の研究者の視点から ESG 経営と企業パフォーマンスの関係に着目する研究も多い。例えば、Yagi and Managi (2018)は、日本の製造業を対象に、企業の環境パフォーマンスと企業パフォーマンスの構造的な関係を包括的に明らかとした。ESG 経営が企業パフォーマンスの向上に繋がりを示す (Xie et al., 2019)か、取締役会のジェンダーダイバーシティが企業の環境戦略と財務パフォーマンスに与える影響の検証 (Xie et al., 2020) 等の取り組みもある。また、Yoo and Managi (2021)は、ESG スコアが実施ベースと情報開示ベースに峻別し、この違いが企業パフォーマンスにどのような影響を与えているか分析を行っている。

他方で、グリーンウォッシングを扱ったファイナンス分野での研究も進み始めている。Yu et al. (2020)では、グリーンウォッシングを ESG ディスクロージャーと実施ベースの ESG との差と考え、その乖離が大きいほど投資家に誤った判断をもたらすと定義している。同研究での実証分析からグリーンウォッシングを抑止する仕組みとして明らかになったのは、1)独立取締役、2)機関投資家、3)腐敗度の低い国における公的機関の介入等であった。グリーンウォッシングに対する問題意識は高まってきており、今後ファイナンス分野の研究も増えていくものと思われる。

6. 研究展望

本節では、決定要因分析と、リスク・リダクション (リスク削減) 仮説を検証する分析について、サーベイし、これまでに得られている知見を整理するとともに、現状において、どのような研究が求められているかを考察し、次章以降の本論文での分析に役立てる。

6-1. 決定要因分析

まず、決定要因分析に関する先行研究のサーベイから行う。ここで決定要因に研究の視点を向けるのは次の理由による。第一に、本章の2節、3節で考察したように、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、解決が求められる統計上の課題が多数存在するためであり、第二に、この両者の関係の解題に向けて、他の交絡が多数存在することが容易に想定されるため、これを探ることが必要となるためである。

これまでの決定要因分析では、取締役会との関係に着目した研究 (Surroca and Tribó, 2008 ; Setó - Pamies, 2015 ; Kassinis et al., 2016 ; Galbreath, 2018)、ブロックホルダーとの関係に着目した研究 (Arora and Dharwadkar, 2011 ; Dam and Scholtens, 2013 ; Rees and Rodionova, 2013 ; Calza et al., 2016 ; Oh et al., 2016)、機関投資家の関与に着目した研究 (Suzuki et al., 2010 ; Suto and Takehara,

2018a ; Dyck et. al., 2019 ; 藍口他, 2020)、長期保有の投資家との関係に注目した研究 (Nguyen et al., 2020 ; Shirasu and Kawakita, 2020 ; Shirasu et al., 2020)、創業家の持株比率に着目した研究 (Amann et al., 2012 ; Aoi et al., 2015) の他、海外売上高に着目した研究 (Tanimoto and Suzuki, 2005 ; 谷本, 2014)、消費財の情報特性に着目した研究 (Siegel and Vitaliano, 2007) が行われている。

6-1-1. 取締役会

Setó - Pamies (2015) は、2011年の“Global 100 Most Sustainable Corporations”から取得したCSRデータを被説明変数とし、これに女性取締役比率を説明変数、ROAと企業規模をコントローラーとするシンプルな推計を行い、取締役会のジェンダーダイバーシティがCSPに与える影響の分析を行っている。同研究は94社と小サンプルであり、各先進国のトップ企業のみを選択する推計であり、この点に留意が必要ではあるが、分析からは、女性取締役比率が5%の水準で有意にCSPに対しプラスの影響を与えていることが報告されている。

Kassinis et al. (2016) は、米国の上場企業、296社をベース・サンプルに、2008年から2012年を期間とするbalanced panelの形式(1,480 firm-year)で、取締役会におけるジェンダーダイバーシティの程度(女性取締役比率の高さ)が環境に係る企業活動にどのような影響を及ぼすか、その考察を実証分析により行っている。同研究ではThomson Reuter社の提供するASSET4 databaseから被説明変数であるCSP、説明変数の女性取締役比率、gender consciousnessといった変数を採取し、トービンのQ、企業規模、負債比率をコントロール変数として導入して分析している。分析からは、女性取締役比率が10%水準、gender consciousnessが1%水準で有意となっており、これらの要素が環境に係る企業活動を良好させる傾向があることを明らかとなったことを報告している。

Galbreath (2018) は、オーストラリアの上場企業のうち、2004年から2005年のASX300構成銘柄を対象とする、296社のサンプルにより、企業パフォーマンス、取締役会の女性比率、CSP(the Sustainable Investment Research Institute (SIRIS)の提供するCSPデータ)がどのような経路で影響を与えているか、考察を行っている。同研究では、まず、CSPを被説明変数、取締役会の女性比率を説明変数とし、収益性、企業規模等の他の条件をコントロールした回帰分析を行い、取締役会の女性比率が高いほど、CSPの水準は高くなる傾向を確認している。そのうえで、被説明変数に企業パフォーマンス(ROA)とし、①取締役会の女性比率だけを説明変数とするモデルと、②取締役会の女性比率とCSPを説明変数とするモデルを作り、その与える影響の違いを考察している。分析結果からは、①のモデルでは取締役会の女性比率が正に有意であったが、②のモデルでは、その有意性は失われ、その代わりにCSPの係数が有意にプラスの値となったことが明らかとなった。この結果から、同研究では、取締役会の女性比率の高さがCSPに影響を与え、CSPの水準の高さが企業パフォーマンスに影響を与えると結論付けている。

上述の研究は取締役会におけるジェンダーダイバーシティにCSR活動への影響を見出すものであった。しかしながら、この取締役会におけるジェンダーダイバーシティとCSR活動の関係には、典型的な内生性の問題が所在している。つまり、取締役会のジェンダーダイバーシティを推進している企業がCSR活

動に積極的なのか、CSR活動に積極的な企業は取締役会のジェンダーダイバーシティが進んでいるのか、因果関係の方向は一意には定まらないという問題である。だが、ここでの先行研究は、これらの問題を指摘しておらず、計量上の処置も講じていない。また、女性取締役と男性取締役とでは、経営判断が異なり、CSR活動への積極性に違いがあるとするには学際的な知見が必要であるが、これらの先行研究での分析には確たる理論的な根拠を示せていない。したがって、本研究では、女性取締役比率、ジェンダーダイバーシティをCSR活動の決定要因として見出す根拠ある研究はまだ行われておらず、これを決定要因の一つとするには慎重な検討が必要な段階であると考え。Surroca and Tribó (2008) は、これとは別の観点である「取締役会に対する外部株主からの圧力の程度」、つまりは、内部ガバナンスの構造に注目し、研究を行っている。

Surroca and Tribó (2008) は、KLD社が提供するCSRデータを拡張させた the SiRi PROTM database をCSRデータとして用い、この被説明変数のCSPに対し、managerial entrenchmentの代理指標となる、①買収防止策の有無、②議決権制限種類株式の有無、③one share one voteであるか、否か、④経営者の在職期間が3年を経過しているか、といったダミー変数から構成される説明変数が、企業規模、創業年数、成長性、企業パフォーマンス、負債比率、取締役会の独立性といった他の条件をコントロールした場合にも、何らかの影響を持つか、2002年から2005年を期間に、22カ国に所在する358社の企業をサンプルとして分析を行っている。同研究では、経営陣のエントレンチメントが強い場合には、経営陣と株主以外のステークホルダーとの間で「結託 (collude)」が生じやすくなり、その「結託」の表出としてCSR活動への積極性が生まれるとの仮説が提示されている。同研究の分析からは、一期後のCSP、従業員満足に対し、managerial entrenchmentの代理変数の係数がプラスで有意となる傾向が観察され、同研究で提示された仮説を支持する結果が確認されている。また、同研究では、これに加え、企業パフォーマンスを被説明変数とし、managerial entrenchment、CSPを説明変数、その他のコントロール変数とともに回帰する分析も行っている。この分析からは、managerial entrenchmentの代理指標となる変数が将来のROAやトービンのQといった企業パフォーマンスにはマイナスの影響を有意にもたらすことも示され、CSR活動がある種のエージェンシー・コストと見做されうる側面があることも示唆している。

6-1-2. ブロックホルダー

次に外部ガバナンスのうち、ブロックホルダーに着目した研究をサーベイする。Arora and Dharwadkar (2011) は、KLD社の提供するCSP (positive CSR ratings と negative CSR ratings) を被説明変数とし、これに各種コーポレート・ガバナンス指標を説明変数として回帰させる分析を行い、コーポレート・ガバナンスの洗練度がCSPにどのような影響を与えるか考察している。同研究は2001年から2004年までを期間とし、518社の観察企業で、計1522社をサンプルとする unbalanced panel data の形式で分析されており、コントロール変数には、企業規模、R&D集約度、製品差別化の程度、市場成長度等の変数を導入し、他の条件を一定とする推計を行っている。分析からは、経営者の在籍年数や持株比率、ブロック保有株主比率が高い場合には、positive CSR ratings に負に有意な影響を与える一方で、negative

CSR ratingsに対しても負に有意な影響を与える傾向を確認している。これは経営者の在籍年数が長く、経営者の持株比率が高く、ブロック保有株主比率が高い場合には、新規の（外部）ステークホルダーに遡及的な正の外部性の供給に躊躇する半面、企業の永続性に関する負の外部性の供給は忌避する状況と解釈可能かもしれない。

Dam and Scholtens (2013) は、EIRIS 社の提供する CSP データを用いて、CSP に対し、ブロックホルダーの保有程度の違いがどのような影響を与えるか分析を行っている。同研究では、欧州の多国籍企業を対象に、2005 年を分析期間とする 691 社を総サンプルとするクロスセクションで、ブロックホルダーの保有比率を 5%、10%、20%を閾値とするダミーを設け、企業規模と収益性等をコントローラーとするシンプルな検証を行っている。分析の結果からは、ブロックホルダーの保有比率 10%、20%を閾値とする場合にマイナスで有意であり、10%よりも 20%の場合の方が、つまりは所有の程度が集中している場合の方が、よりマイナスのインパクトは大きい傾向があることを報告している。

Rees and Rodionova (2013) は、Thomson Reuter 社の提供する ASSET4 database を CSP の代理変数とし、2002 年から 2010 年の期間、30 カ国、3,541 社をベースとする 18,690 社 (firm-year) のサンプルで、企業がブロックホルダーにより所有される場合、CSP にはどのような影響を与えるか、計量分析により検証している。本研究の大きな特徴は、決定要因分析に先立ち、傾向スコア・マッチングを行い、ブロックホルダー所有企業と、非所有企業の他の条件をコントロールしていることである。この下処理を行ったうえで、同研究では、CSP を被説明変数とし、ブロックホルダーを説明変数、ROA、トービンの Q、負債比率等をコントロール変数として回帰分析を行っている。分析からは、ブロックホルダーによる所有が、気候変動、環境への対応、経営倫理、人権への配慮の面で特にネガティブな影響を与えていることが明らかとなっている。

Calza et al. (2016) は、国際 NPO 団体の CDP (carbon disclosure project) が公表する carbon disclosure score 2012 を被説明変数とし、非アングロサクソンの欧州企業、778 社をサンプルに、短期保有の機関投資家持株比率、長期保有の機関投資家持株比率、政府保有株式比率、ブロックホルダー比率を説明変数、ROA や企業規模、創業年数等をコントロール変数とするシンプルなクロスセクションでの回帰分析を行っている。同研究では、carbon disclosure score を用いての環境配慮の積極性をマイクロデータのレベルで考察している点と、これまでに相対的に分析が進んでいないサンプルに焦点を当てた点に貢献がある。分析からは、機関投資家による保有期間の違いが有意性を示さない一方で、政府保有株式比率はプラスに、ブロックホルダー比率はマイナスに有意に環境配慮の姿勢に対し効果を持つことが明らかとなっている。

Oh et al. (2016) は、米国を拠点とする製造業 223 社をベースに、2004 年から 2009 年を期間とする、1,332 社 (firm-year) のパネルデータのサンプルを対象に、KLD 社の提供する CSP データを被説明変数とし、CEO の年齢、CEO の可変給、CEO の在籍年数、CEO の株式所有比率、ブロックホルダー比率を説明変数、企業規模、ROA、負債比率等をコントロール変数とするモデルにより推計を行っている。分析からは、strengths in KLD ratings に対し、一貫して、CEO の可変給、CEO の株式所有比率とブロックホル

ダー比率が負の係数を有意な傾向を示しており、CEO の株式所有比率とブロックホルダー比率の交差項も有意に負であった。同研究では、ブロックホルダーはCEO に対し、金銭的利得の獲得にのみ従事するように圧力をかける傾向があるものと解釈している。

6-1-3. 機関投資家

ここでは外部ガバナンスのうち、機関投資家に着目した研究をサーベイする。Suzuki et al. (2010) は、東洋経済新報社が 2005 年に調査行った CSP を被説明変数、外国人機関投資家の持株比率、海外売上高を説明変数、企業規模、収益性、業種、企業集団をコントロール変数とするモデルを、700 社の日本企業を対象とするクロスセクション分析により明らかにしている。分析の結果からは、外国人機関投資家の持株比率、海外売上高は、CSP に対し、プラスで有意な傾向があることを示すものであり、これらの要素が 2000 年代の日本企業の CSR 活動を推進する要因となったことを報告している。

Suto and Takehara (2018a) は、2007 年から 2011 年を期間に、日本企業 1,168 社 (firm-year) をサンプルとして、東洋経済新報社の提供する CSR データを基に独自に主成分分析により構築した変数(EMP、SC、SS、IG、ENV)を被説明変数、これに、外国人機関投資家を説明変数、企業規模、ROA、負債比率、総資産成長率、株価リターンのボラティリティ等の変数をコントローラーとして導入するモデルを構築し、これを分析することで外国人機関投資家が日本企業の CSP に与える影響を考察している。分析からは、EMP、SC、SS、IG、ENV のすべてに対し、外国人機関投資家はプラスの影響を与えることが明らかとなったことを報告している。

上述の研究は日本企業の CSR 活動の実施に対し海外機関投資家の保有がどのような影響を与えるか、分析を行っている。最近では、国際比較の観点からこれらの研究は進展している。Dyck et. al. (2019) は、41 カ国を対象に、2004 年から 2013 年を期間とし、19,849 社 (firm-year) のパネルデータをサンプルに、Thomson Reuter 社の提供する ASSET4 database から採取した CSP データを被説明変数とし、これに前年度の機関投資家の株式保有比率を説明変数、他の条件をコントロールしたモデルにより回帰する分析を行っている。分析結果からは、機関投資家の株式保有比率は CSP に対しプラスで有意であり、PRI に著名する機関に保有される場合にその効果は認められることを明らかにしている。また、機関投資家による株式保有のうち、CSP にプラスの影響を持つのは、欧州を所在国とし、ヘッジファンドではなく年金基金であることをサブサンプルによる分析から明らかにし、機関投資家の属性により、その CSP への影響は一律ではないことを指摘している。

藍口他 (2020) は、2010 年から 2017 年を期間に、米国、日本、フランス、ドイツ、中国、英国の主要企業 2,374 社、10,776 社 (firm-year) をサンプルとし、被説明変数を Thomson Reuters Eikon 社の提供する ESG スコアとし、これに機関投資家の持株比率を説明変数、企業規模、キャッシュ、負債比率、有形固定資産比率をコントロール変数とするモデルを構築し、分析している。同研究のユニークな点は、シビルロー国とコモンロー国に所在する機関投資家に分け、この機関投資家の所在国の法体系の違いが企業の ESP 水準にどのような影響を与えるか、考察している点である。分析結果からは、シビルロー体系国の機関投資家は、環境や社会を配慮する活動に対し働きかけていたのに対し、コモンロー体系国の

機関投資家はガバナンスの強化に働きかけていることが明らかとなっている。また、長期投資を行う機関投資家（年金基金）は企業の環境・社会活動を、短期投資を行う機関投資家（ヘッジファンド）はガバナンスの強化に作用していることも報告している。なお、これらの傾向は一般化モーメント法（GMM：generalized method of moments）を用いて内生性に対処した場合にも一定の頑健性を持つことが示されている。

6-1-4. 長期保有の投資家

機関投資家の保有期間に注目する研究も増えてきている。例えば、Nguyen et al. (2020) は、1991年から2009年の米国の上場企業3,592社をベースとする21,257社（firm-year）をサンプルに、被説明変数のCSPはKLD社が提供するものを用い、説明変数には長期保有の機関投資家の持株比率を導入し、他の条件を一定としたうえで分析を行っている。分析からは、長期保有の機関投資家の持株比率はCSPに対しプラスの影響を与えることが明らかとなり、また追加的な分析から、簿価時価比率に対し、CSPと長期保有の機関投資家の持株比率の交差項はプラスの効果を持つことが確認され、このことから、同研究は、長期保有の機関投資家のモニタリング機能が効果を発揮する企業でのCSR活動は、企業価値に対し、プラスの影響をもたらすことを示唆している。

Shirasu and Kawakita (2020) は、日本企業を対象に、2004年から2014年を期間に、(株)グッドバンカーが提供するSRIスコアをCSPの代理変数として用い、CSPと長期の株価パフォーマンスの関係と、長期保有の機関投資家が保有する場合にCSPにどのような影響を与えるか分析を行っている。分析からは、CSPは長期の株価パフォーマンスに対しプラスの影響を持ち、長期保有の機関投資家（信託銀行、年金基金）が保有する場合には、CSR活動が促進される傾向を持つことが明らかになったと報告されている。

Shirasu et al. (2020) は、日本企業を対象に、2009年から2018年を期間として、被説明変数のCSPに(株)グッドバンカーが提供するSRIスコアを用いて、the GPIF-sponsored-investorsと、その再区分である①the long-term GPIF-sponsored-investorsと、②the short-term GPIF investors、機関投資家持株比率を説明変数として、企業規模、負債比率、ROA、簿価時価比率等の他の条件をコントロールしたモデルを設定し、分析を行っている。分析結果からは、①the long-term GPIF-sponsored-investorsが保有する場合には、環境スコアを推進する効果が確認されたことが報告されている。

6-1-5. 創業家の持株比率

また、日本企業を対象に、創業家の持株比率に着目する研究もいくつか行われている。例えば、Amann et al. (2012) は、日本企業を対象に、東洋経済新報社の提供するCSRデータを被説明変数とし、ファミリー企業ダミーを説明変数、企業規模、R&D集約度、ROA、負債比率をコントロール変数とする推計式により、ファミリービジネスの場合にCSPにどのような影響があるか、2008年をサンプル期間とするクロスセクション分析により考察している。同研究では上場する日本企業のうち、東洋経済新報社のCSRスコアを有する企業の中からランダムに抽出された200社を全サンプルとしており、そのうちの86社がファミリービジネス、残りの114社が非ファミリービジネスの企業としている。なお、分析結果から

は統計的に有意な傾向は確認されていない。

Aoi et al. (2015) は、2007年から2009年を分析期間、2,126社 (firm-year) の日本企業を対象として、東洋経済新報社の提供するCSRデータから組成された、Suto and Takeharaによる一連の研究において導入される変数 (EMP、SC、SS、IG、ENV) を被説明変数として用い、他の条件をコントロールしたうえで、ファミリービジネス企業 (767社) と非ファミリービジネス企業 (1,359社) とでは、CSR活動の推進姿勢にどのような違いがあるか、実証分析により明らかとしている。分析からは、Amann et al. (2012) とは異なり、非ファミリー企業の場合には有意にCSR活動を推進する傾向があることが確認されたと報告している。もっとも、これらの研究でのサンプルの収集はいつでも選択上のバイアスが生じてしまうため、これらの解釈については留意が必要であろう。

6-1-6. 海外売上高

Tanimoto and Suzuki (2005)、谷本 (2014) は、日本の主要企業300社のうちでGRIガイドラインを採用している企業にはどのような特徴があるか、その傾向を確認している。分析からは、企業規模が大きく、環境に関連する業種であり、海外機関投資家の保有割合が高いという特徴とともに、海外売上高が高い企業においてGRIガイドラインの採用が進んでいることが明らかとなったことを報告している。

6-1-7. その他

また、米国ではこれとは別にユニークな視点から分析が図られている。例えば、Di Giuli and Kostovetsky (2014) はKLD社の提供するCSRデータを代理変数とし、Federal Election Commission (FEC) のWebサイトが提供するユニークな米国企業のデータを利用し、CEOや取締役、出資者の政治姿勢 (民主党あるいは、共和党のdonorか)、企業立地 (所在する州が選挙時に勝利したのは民主党か、共和党か) によって、CSR活動の水準が決まるか、を実証分析により明らかとしている。分析は2003年から2009年までを対象に、最大で18,934 firm-yearをサンプルとして行われている。分析の結果からは、民主党の支持者が当該企業のCEOである場合や、企業が立地する州が民主党を支持する場合に、当該企業は、よりCSR活動に積極的である傾向がみられた。同研究では、CSR活動は一種のエージェンシー問題であることを示唆しており、この他に、CSR活動の水準 (KLDスコアのStrengthsの項目) が高いほど、将来のROAや株価が低くなることを指摘している。このほか、Siegel and Vitaliano (2007) では、消費財の情報特性に注目し、企業と消費者の間の情報の非対称性の程度が小さい探索財を供給する企業よりも、その程度が大きい経験財を供給する企業の方が、よりCSR活動に積極的となることを、米国企業をサンプルとして分析している。

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

次に、リスク・リダクション (リスク削減) 仮説の観点から先行研究をサーベイする。リスクには多様な解釈が存在するが、ここでは株主資本コストの観点と、株価急落リスクの観点、そして、外生的シ

ショックの視点からサーベイする。

6-2-1. 株主資本コスト

El Ghouli et al. (2011) は、先駆的に、CSR 活動によるリスク削減効果の分析を行っている。同研究では、1992 年から 2007 年を期間とする、12915 社 (firm-year) のサンプルのもと、被説明変数を株主資本コスト、説明変数に KLD 社の提供するデータを CSR スコアとする推計モデルにより分析を行っている。分析の結果からは、CSR 活動に積極的な企業は、株主資本コストが低い傾向にあり、資本調達機会費用が相対的に小さな、リスクの低い企業であると見做されている傾向が明らかとなったことが報告されている。この傾向は、とりわけ、(1) employee relations、(2) environmental policies、(3) product strategies contribute substantially といった項目で顕著であることが示されている。

Suto and Takehara (2018b) は、2008 年から 2016 年を期間とする 2088 社 (firm-year) のサンプルのもと、被説明変数を株主資本コストとし、説明変数には東洋経済新報社の CSR データに基づき組成した CSR スコアを代理変数として用いた推計モデルによる分析を行っている。分析の結果からは、El Ghouli et al. (2011) と同様に、CSR 活動に積極的な企業ほど、当該企業の株主資本コストは低くなる傾向が同研究においても見られたことを報告している^(註8)。

6-2-2. 株価急落リスク

呂・中嶋 (2016) は、MSCI ESG Ratings の産業調整後スコアを CSR スコアの代理変数に、2006 年度から 2014 年度の期間における株価急落リスクとの関係を分析している。なお、同研究では、株価急落リスクは、個別企業の週次リターンと TOPIX の週次リターンとの回帰残差を基として、5 種類の代理変数を作成しており、これらの株価急落リスクを被説明変数とし、CSR スコアを説明変数に、企業固有の週次リターンの年次平均と、年次ボラティリティ、株式回転率、裁量的会計発生高、時価簿価比率、企業規模、長期有利子負債比率、ROA 等をコントロールした上で回帰している。分析の結果からは、CSR スコアの低い企業で株価急落リスクが高い傾向が統計的に有意にみられるものの、CSR スコアが高い企業では株価急落リスクとは無関係である傾向が確認されたことが報告されている。この結果は、サンプルセレクションバイアスを考慮しても頑健であり、一定の関係があることが示されている。

6-2-3. 外生的ショック

Cornett et al. (2016) は、MSCI の提供する ESG スコア、MSCI ESG STATS を CSR 活動の代理変数にして、リーマンショック前の 2003 年から 2007 年と、リーマンショック後の 2010 年から 2013 年を期間として、米国の商業銀行による CSR 活動への積極性がこの時期の米国の商業銀行の ROE にどのように作用するか、検証を行っている。同研究では、多くの米国商業銀行がリーマンショック時に ROE の大幅な低下を示したことを強調した上で、実証分析において、CSR 活動の代理変数の係数がプラスで、特に危機後にその作用を強くする点に注目し、商業銀行による CSR 活動の積極性には収益性面でのリスク・リダクション (リスク削減) 効果が想定されることを主張している。

Lins et al. (2017) は、証券市場に反応を考察することにより、企業の CSR 活動への積極性が外生的ショック時における自社の負の株価変動のインパクト削減に効果があるか、検証を行っている。同研究

では2008年8月から2009年3月をリーマンショック期間とし、その期間のraw returnとabnormal returnを被説明変数、MSCIの提供するESGスコア、MSCI ESG STATSをCSR活動の代理変数を説明変数とする推計モデルにより分析を行っている。広く知られているように、市場全体での同期間の株価リターンはマイナスとなっており、この認識をスタート時点として同研究でも分析を行っている。分析の結果から、他の株価変動に影響を与えうる条件をコントロールしても、CSR活動の係数はプラスで有意であり、個別企業によるCSR活動への積極的な取り組みは、外生的ショックが生じたとき、自社の株価変動のマイナスのショック反応を和らげる傾向があることを示している。

Albuquerque et al. (2020) では、COVID-19によるパンデミックに起因する証券市場の急落時期に着目し、2020年の第一四半期をイベント期間とするabnormal returnを被説明変数、Thomson Reuters Eikon社の提供するESGデータをCSR活動の代理変数を説明変数とする推計モデルにより、CSR活動への寄与と危機時の株価変動リスクとの関係を分析している。分析の結果からは、CSR活動の代理変数の係数はプラスで有意であり、株価のVolatilityを被説明変数、CSRスコアを説明変数とする追加検証では、CSR活動の代理変数の係数はマイナスで有意であることが明らかとなり、COVID-19によるパンデミックをイベントとした場合でも、CSR活動に積極的な企業は、自社の株価変動のマイナスのショックが緩和されることが傾向として観察されたことが報告されている。

6-3. 総括

最後に、本節でのサーベイの総括を行い、本論文での実証分析に向けての展望を示す。

ここでのCSR活動の決定要因分析のサーベイからは、取締役会のジェンダーダイバーシティの文脈には、理論的な仮説が乏しく、内生性の問題が残ることが明らかとなった。また、海外売上高に要因を求める場合についても、海外進出した後にCSR活動に積極的となるのか、CSR活動に熱心な企業が海外進出を果たしたのか、因果関係の不明確さが残る。他方、創業者の持株比率に関しても、データの利用制約から、その観察対象が上場企業に限定されるため、これらの研究のサンプルが、ファミリー所有企業の実像を正しく反映させたものであるか、といった疑念が拭えない。他方で、株主構成にCSR活動の決定要因を見出す研究の文脈は相応の蓄積がある。この株式所有構造に分析の展望を求めるならば、日本企業システムの特徴を考慮に入れた精緻な分析が図られていくべきであろう。その日本企業システムを意識する中で、Siegel and Vitaliano (2007) の示した財の情報特性に着目し、日本企業に応用して分析を行っていくことで、先行研究で焦点を当てていない要因に光をあて、その決定要因モデルを洗練化することに役立つ。

また、リスク・リダクション（リスク削減）仮説に関しては、株主資本コストをはじめとして、日本企業を対象とする分析についても相応の蓄積がある。他方で、外生的ショックが生じた際のCSR活動に積極的な企業がそのリスクを削減させるとの仮説の検証は、筆者の知る限り、日本企業を対象としては検証されておらず、この部分を検証することで、CSR活動実施の実効性に関し、新たな知見を提供することが可能であると考えられる。

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）

本章では、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た。CSR 活動がパフォーマンスへの効果を分析する際、大きく分けて二つの手法がとられる。一つは、CSR 活動に秀でた企業群（ポートフォリオ）を形成し、これと他の条件をコントロールした（特徴が類似する）非 CSR 企業群を抽出し、ジェンセンの α やシャープ・レシオといった指標に基づき、投資パフォーマンスの優劣を検討する手法である。他方の手法は、 t 期に実施した CSR 活動の成果が n 期後の会計上の利益指標や、企業価値（トービンの Q ）の増加に結びつくことを念頭とする仮説を、実証分析により考察する手法である。本章でのサーベイからは、直近においても、これらの分析結果は一貫性に欠けており、学術的な総意が得られているとは言い難いことが明らかとなった。

これは次に挙げるような研究上の課題に起因する可能性がある。ポートフォリオ分析においては CSR 指標が情報ベンダーごとに評価基準が異なっており、常に同様の企業が高 CSR (ESG) 企業と認識されず、結果の不安定性の原因になるものと考えられる。また、企業パフォーマンスを被説明変数、CSR・ESG 要素を説明変数とするモデルでは、よく知られている内生性の問題の他、タイムスケールの幅をどの程度とすべきか等、実証上の困難性が多く残されている。

本論文での次章以降の分析は、CSR 活動を被説明変数とする決定要因分析を行う。ここで決定要因に研究の視点を向けるのは次の理由による。第一に、本章の 2 節、3 節で考察したように、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、解決が求められる統計上の課題が多数存在するためであり、第二に、この両者の関係の解題に向けて、他の交絡が多数存在することが容易に想定されるため、これを探ることが必要となるためである。

ここでの CSR 活動の決定要因分析のサーベイからは、取締役会のジェンダーダイバーシティ、海外売上高の文脈には、理論的な仮説が乏しく、内生性の問題が残ることが明らかとなった。また、創業者の持株比率に関しても、データの利用の制約から、その観察対象が上場企業に限定されるため、これらの研究のサンプルが、ファミリー所有企業の実像を正しく反映させたものであるか、といった疑念が拭えない。他方で、株主構成に CSR 活動の決定要因を見出す研究の文脈は、日本企業を対象とする分析についても相応の蓄積がある。この株式所有構造に、以降での分析の展望を求めらるならば、日本企業システムの特徴を考慮に入れた精緻な分析が図られていくべきであろう。その日本企業システムを意識する中で、Siegel and Vitaliano (2007) の示した財の情報特性に着目し、日本企業に応用して分析を行っていくことで、先行研究で焦点を当てていない要因に光をあて、その決定要因モデルを洗練化することに役立てていくことが必要である。本研究では、この課題への対処と研究上の空白を埋めるため、実証研究として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長 (企業集団、株式相互持ち合い・安定保有株主) に焦点を当て、そのそれぞれが CSR 活動の実施に与える影響を考察する。

また、リスク・リダクション（リスク削減）仮説に関しては、株主資本コストをはじめとして、日本企業を対象とする分析についても相応の蓄積がある。他方で、外生的ショックが生じた際の CSR 活動に

積極的な企業がそのリスクを削減させるとの仮説の検証は、筆者の知る限り、日本企業を対象としては検証されておらず、この部分を検証することで、CSR 活動実施の実効性に関し、新たな知見を提供することが可能であると考え。また、本研究で考察対象とするリーマンショック、東日本大震災、COVID-19 ショックは、外生的ショックであるので、企業パフォーマンスと CSR 活動の研究史において懸案事項とされる内生性の問題からは解放され、統計的な懸念が想定しづらく、したがって、頑健な傾向を掴むことが可能な分析であると言えよう。

前者の決定要因分析は、第2部において行い、後者のリスク・リダクション（リスク削減）仮説の検証は、第3部において行う。

注

(注1) CAPM や、各種のファクターモデルを通じて算出された期待リターンと、実際に観察されたリターンとを比べて、株式のパフォーマンスを検討する指標。

(注2) 同業他社との比較のもと、最も ESG の面で優れた企業を投資対象としてスクリーニングする投資手法。

(注3) Edmans et al. (2020) は、Edmans (2011) を拡張し、従業員満足と株価リターンの関係を30か国で横断的に分析する国際比較を行っている。山田他 (2017) 等では、日本企業に特化した分析を行い、この文脈での研究を補完している。

(注4) 国連環境計画・金融イニシアティブについての歴史と背景は以下のサイトに詳しい記述がある。

<https://www.unepfi.org/regions/asia-pacific/japan/aboutunepfi/> (2020年9月27日閲覧)

(注5) 同研究のチームは同時期にサーベイ研究も行っており (Renneboog et al., 2008b)、これまでもマイナスのジェンセンの α を報告する研究が少なからずあったことを報告している。

(注6) 分子にリターンの平均値を、分母にリターンの標準偏差とすることで求められる指標。したがって、算出される値が大きいほど効率的な投資（運用）であると見做せる。

(注7) Orlitzky et al. (2003) では52研究を、Margolis et al. (2009) では251研究を対象とするメタ分析を実施している。

(注8) Suto and Takehara (2016b) も同様の傾向が観察されたことを報告している。

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

これまでの日本企業を対象とした CSR 研究は、CSR 活動が企業パフォーマンスに与える影響の分析に関心が集中しており、リスク低減効果は頑健に報告されているものの、両者の因果関係は明確には確認されていない^(注1)。したがって、企業パフォーマンス以外を対象とする CSR 活動の決定要因分析を進め、この両者 (CSP と CFP) の関係の解題に向けて、他の交絡が多数存在することが容易に想定されるため、これを探ることが必要となる。この必要性については、首藤 (2012) においても強調されており、同研究では、CSR 活動が企業パフォーマンスと結び付く際の経路、そして、企業が CSR 活動を行うインセンティブ構造の分析を行う必要性を提起している。

本章は、消費財の情報特性 (企業と消費者の間に存在する非対称情報の程度) が CSR 活動に与える影響に注目し、これを実証分析により明らかとする。具体的には、Siegel and Vitaliano (2007) に従い、

(1) 財・サービスを購入前に財の価値を評価可能な探索財 (衣料・家具など)、(2) 購入後に財の価値を評価できる経験財のうち、購入頻度が多い経験財 [耐久性なし] (食品など)、(3) 購入頻度が少ない経験財 [耐久性あり] (自動車など)、(4) サービスとして供給される経験財 [サービス] (インターネットサービスなど)、そして、(5) 購入後も財の価値を評価できない信頼財 (投資助言など) の5タイプに財・サービスを分類して CSR 活動への寄与度の違いを分析する。本稿の目的は、この検証を通じて日本企業が CSR 活動を行うインセンティブ構造を解明することである。

以降の本稿の構成は次の通りである。第2節では先行研究のレビューとして Siegel and Vitaliano (2007) を中心とした戦略的 CSR 理論の展開と、日本企業を対象とした決定要因分析の研究の流れについて述べる。第3節では先行研究をもとに仮説の設定を行う。第4節では推計式 (基本推計) を導出する。第5節では CSR データと財・サービスの分類の仕方について概要を述べる。第6節では基本推計による分析の結果を報告する。第7節ではサンプルセクションバイアスに対処した推計と、別の説明変数を用いた推計を行い、頑健性を検証する。第8節では結論を述べる。

2. 先行研究

2-1. Siegel and Vitaliano (2007)

戦略的 CSR 理論を提唱する先駆けとなった研究の一つに McWilliams and Siegel (2001) がある^(注2)。McWilliams and Siegel (2001) は CSR 活動を企業経営者の合理的な意思決定により、長期的な企業価値の最大化を達成することを目的に実施される投資と見做している。また、購入前に財の価値を評価可能な「探索財」を供給する企業よりも、購入後に財の価値を評価できる「経験財」を供給する企業のもと

で、消費者のCSR活動への需要は高まるとの仮説も提示している。

Siegel and Vitaliano (2007) では、McWilliams and Siegel (2001) が提示した、CSR活動に関する経営判断はその企業が供給する財・サービスのタイプによって決まるという仮説を実証分析により検証している。分析からは(1) 経験財、信頼財を供給する企業はCSR活動に積極的に取り組む企業であり、(2) 探索財を供給する企業はCSR活動に消極的な企業であることが示されている。この結果はMcWilliams and Siegel (2001) で示された仮説と整合的なものであった。

2-2. 日本企業を対象とした決定要因分析

日本での先駆的な研究にはTanimoto and Suzuki (2005) と首藤他 (2006) がある。Tanimoto and Suzuki (2005) は企業規模が大きく、環境に関連した事業を行っていて、外国人保有比率が高く、海外売上高が高いほどGRIガイドラインを採用する傾向があることを報告している。首藤他 (2006) では頑健性に欠けるとしながらも、(1) 明確なCSR方針を持つ企業は総花的なCSR活動を行っている企業よりも高いパフォーマンス傾向があること、(2) CSR活動への取り組みは経営リスクを軽減する効果があること、(3) CSR活動に積極的な企業は株式市場でポジティブに評価されることを明らかとしている。

さらに首藤・竹原 (2008a ; 2008b) では、CSR活動と強い関連を持つ、企業規模、産業特性、成熟度をコントロールしてもなお、CSR活動に積極的な企業は成長性や市場評価の面でパフォーマンスの高い企業であることを報告している。また、非財務情報開示に積極的な企業や、消費者および地域とのコミュニケーションを重視している企業は、市場評価が安定する傾向を持つことも合わせて指摘している。

このような日本企業を対象とするCSR研究が企業パフォーマンスとの関係の特定という関心に焦点が集中している現状に対して、首藤 (2012) において欧米でのCSR研究と大きな隔りがあることを指摘し、これまで関心が向けられてこなかったCSR活動と企業パフォーマンスとの間にある「経路」、「メカニズム」、「インセンティブ」の考察が進められるべきであると問題提議がなされている。

3. 仮説

本節では、McWilliams and Siegel (2001) を参考とし、消費財産業の情報特性が日本企業のCSR活動の実施に与える影響についての仮説を設定する^(註3)。社会的な活動への関心の高いステークホルダーの存在を所与の条件としたときに、当該企業にとっては、そのようなステークホルダーに訴求力のあるCSR活動に従事することがある種の製品差別化戦略となる。

ここでは、そのようなステークホルダーを消費者と仮定する。経営者がCSR活動に投資決定を行う際には(1) 自社の供給する財・サービスに関する情報の非対称性の程度、(2) 供給主体の信頼性が消費者の財・サービスへの選好に影響を与える度合いが重要な判断要素となる。

消費者は価値を十分に知ることが難しい(相対的に情報の非対称性が大きい)消費財を購入する際、供給企業の信頼性を判断基準とする。本研究ではCSR活動を企業のレピュテーションを向上させる投資と捉える。このとき、財・サービスについて情報の非対称性が大きな企業ほど、企業自身の信頼性を担

保する手段として、より積極的に CSR 活動を行うことが予想される。

Siegel and Vitaliano (2007) では (1) 探索財、(2) 経験財 [耐久性なし]、(3) 経験財 [耐久性あり]、(4) 経験財 [サービス]、(5) 信頼財の 5 タイプに分類を行っている。本稿では、このうちで特に情報の非対称性に際立った違いを持つ、探索財と経験財、耐久性の低い経験財と耐久性の高い経験財に注目し、消費財産業の情報特性が日本企業の CSR 活動の実施に与える影響について仮説を設定する。探索財は財の購入前であっても、その価値を容易に評価することができる財である。経験財は財を購入した後で財を使用（消費）しなければ、その価値を評価できない財である。したがって、探索財よりも経験財の方が相対的に情報の非対称性は大きくなり、供給主体の信頼性が買い手の財の選好に影響を与える度合いは高くなる。このような考察から以下の仮説を提示する。

仮説 1 探索財よりも経験財を供給する企業の方がより CSR 活動に積極的な企業である。

経験財はさらに、財の耐久性によって経験財 [耐久性なし] と経験財 [耐久性あり] に分けることができる。経験財 [耐久性なし] は頻繁に購入することができ、購入の都度、財の価値判断が可能な経験財である。経験財 [耐久性あり] は一定の期間継続して消費することが可能で、一般には頻繁に購入されることのない財であり、財の品質を十分に理解するのに長い期間が必要となる。したがって、経験財 [耐久性なし] よりも経験財 [耐久性あり] の方が、相対的に情報の非対称性は大きくなり、供給主体の信頼性が当該企業の供給する財の選好に影響を与える度合いも高くなる。このような考察から以下の仮説を提示する。

仮説 2 経験財のなかでも、耐久性の低い財よりも耐久性の高い財を供給する企業の方がより CSR 活動に積極的な企業である。

企業経営者による戦略的な意思決定のもとで、日本企業の CSR 活動が実施されているならば、供給する財・サービスの特性が CSR 活動の積極性に影響を与えるはずである。換言すれば、戦略的 CSR 理論のもとでは、探索財を供給する企業よりも、経験財を供給する企業の方がより積極的に CSR 活動に取り組み、経験財 [耐久性なし] を供給する企業よりも、経験財 [耐久性あり] を供給する企業の方がより積極的に CSR 活動に取り組んでいると推測される。

以下では、消費財産業の商品特性が日本企業の CSR 活動に与える影響について計量分析により明らかにしていく。

4. 推計式 (基本推計)

本節では、Siegel and Vitaliano (2007) を参考にして、消費財産業の商品特性が日本企業の CSR 活動の実施に与える影響を分析するクロスセクション回帰分析を行う。

$$CSR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GOODTYPE_{it-1} + \alpha_2 ASS_{it-1} + \alpha_3 RD_{it-1} + \alpha_4 ADV_{it-1} + \varepsilon \quad (1)$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を示す。被説明変数は CSR データであり、説明変数は 5 種類の財・サービスのタイプを表す代理変数である。コントロール変数は企業の規模、技術的競争力、製品差別化を用いた。

被説明変数の CSR データには東洋経済新報社の提供する (1) CSR スコア、CSR スコアの構成項目である (2) 雇用スコア、(3) 環境スコア、(4) 企業統治+社会性スコアを採用した。説明変数の GOODTYPE は Siegel and Vitaliano (2007) に従い、5 種類の財・サービスのタイプを用いた。5 種類の財・サービスとは (1) 探索財、(2) 経験財 [耐久性なし]、(3) 経験財 [耐久性あり]、(4) 経験財 [サービス]、そして、(5) 信頼財のことである。

なお、本研究では財・サービスのタイプを二つの異なる方法によって数値化した。このように異なる数値化の仕方を行った理由については後述する。この基本推計では、分類 I を用いて分析した。

ASS、RD、ADV はコントロール変数であり、 ε は誤差項を表している。ASS は McWilliams and Siegel (2000 ; 2001)、および、首藤・竹原 (2008a ; 2008b) 等に従い、企業規模を導入し、その代理変数は一期前の総資産を自然対数に変換した値を用いている。RD は企業の技術的競争力を導入し、その代理変数は一期前の研究開発投資集約度を使用している。そして、ADV は製品差別化を導入し、その代理変数は一期前の売上高広告費比率を使用している^(注4)。

技術的競争力と製品差別化の導入は、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001) による理論を根拠としている。技術的競争力について、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001) では CSR 活動の一部と見做すことが出来る、社会性を生み出す研究開発が存在することが指摘されており、この両者は正の関係を持つと予想されている。また、製品差別化について、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001) では広告宣伝費を社会性の高い財・サービスの購入に関心の高い消費者に自社の取り組む CSR 活動を認知させ、製品差別化をする手段として捉えており、この両者は正の関係を持つと予想されている。

以上に述べた代理変数の一覧は図表 4-1 にまとめている。なお、本稿での仮説から予想される財・サービスの係数の符号は探索財がマイナス、経験財 (経験財 [耐久性なし] と経験財 [耐久性あり]) がプラスである。そして、購入頻度が多い経験財 [耐久性なし] と購入頻度が少ない経験財 [耐久性あり] では、購入頻度が少ない経験財 [耐久性あり] の方がより、係数がプラス方向に大きくなることが予想される。

== 図表 4-1 代理変数一覧 ==

5. データ

5-1. CSR データ

CSR データは東洋経済新報社「第6回 CSR 企業ランキング」を用いている。「第6回 CSR 企業ランキング」は、「第7回 CSR 調査」(2011年6月実施)^(注5)と東洋経済新報社が保有する上場企業財務データに基づいて作成されている。このランキングの対象からは、銀行、証券、保険、その他金融が除かれている。

「第6回 CSR 企業ランキング」はCSR評価(300点満点)と財務評価(300点満点)の2項目に分類され、合計600点満点で評価される。CSR評価の項目は(1)雇用(100点満点)、(2)環境(100点満点)、(3)企業統治+社会性(合計で100点満点)の合計300点満点で評価される。一方、財務評価の項目は(1)収益性(100点満点)、(2)安全性(100点満点)、(3)規模(100点満点)の計300点満点で評価される。

本研究では以下の方法でサンプルを抽出した。まず、「第6回 CSR 企業ランキング」で別掲されている金融機関30社を700社に加えて、計730社のランキングを作成し、このランキング(730社)から財務評価の項目を除き、CSR項目のみによる数値評価を算出した上で、再び順位づけをする操作を行っている。この一連の操作によって、銀行、証券、保険、その他金融などの金融機関を含む、730社のCSRスコア、雇用スコア、環境スコア、企業統治+社会性スコアを得ている。

5-2. 財・サービスの分類

本研究では、図表4-2に示したSiegel and Vitaliano (2007)での財・サービスの分類に倣い、独自に分類表を作成し、その基準に則って財・サービスの分類作業を行った。本研究では、以下の二つの異なった方法(分類Iと分類II)を用いて分類した。なお、ここでの分類作業では、Siegel and Vitaliano (2007)に従い、消費財産業だけを分類の対象としている^(注6)。

== 図表4-2 Siegel and Vitaliano (2007)における財・サービスのタイプ分類 ==

5-2-1. 分類I

日本政策投資銀行の企業財務データバンクと、日経テレコン21(2013年5月15日時点)からセグメント情報入手し、日本標準産業分類(12回改定)の小分類基準に則って、5つの財・サービスのタイプへと分類した^(注7)。ここでの分類の基準は図表4-3にまとめた通りである^(注8)。

== 図表4-3 本稿における財・サービスのタイプ分類 [分類I] ==

分類Iの財・サービスの分類作業の具体例をA社、B社、C社という架空の企業を用いて以下で説明する。

A社は食品事業(40億円)、医薬品事業(30億円)、レストラン事業(30億円)の3つの事業セグメントを持つ売上高100億円の企業とする。A社の財・サービスの分類は、食品事業が経験財[耐久性なし]=0.4、医薬品事業が経験財[耐久性あり]=0.3、レストラン事業が経験財[サービス]=0.3と計算する。B社は衣服事業(50億円)、化粧品事業(30億円)、広告部門(20億円)の3つの事業セグメントを持つ売上高100億円の企業とする。B社の財・サービスの分類は、衣服事業が探索財=0.5、化粧品事業が経験財[耐久性あり]=0.3と計算する。広告事業は、ここでの財・サービスの分類の対象とはならずゼロの値とする。C社は化学繊維事業(50億円)、医薬品原料事業(50億円)の2つの事業セグメントを持つ、売上高100億円の企業とする。C社の財・サービスの分類は、すべての事業セグメントが財・サービスの分類の対象とはならずゼロの値とする。

5-2-2. 分類II

以上で述べた分類Iは、企業が開示するセグメント情報をもとに日本標準産業分類の小分類基準に則って、分類作業を行っている。この作業プロセスには作業者による裁量の余地が大きく、恣意性を十分に排除することが難しい。このような問題を軽減させるため、本稿では、分類Iとは異なった分類方法による財・サービスのタイプ分けも行った。以下で述べる分類の仕方を分類IIとする。

分類IIでは日経 Value Search(2014年8月25日時点)からセグメント情報を入手し、日経 NEEDS 業種分類(中分類67種)に則って、5つの財・サービスのタイプへと分類した。分類IIの分類基準は図表4-4にまとめた通りである。

== 図表4-4 本稿での財・サービスのタイプ分類 [分類II] ==

分類IIは該当する業種の場合は1の値をとるダミー変数である。分類IIの財・サービスの分類作業の具体例をA社、B社という架空の企業を用いて以下で説明する。

A社は「自動車」、「リース・レンタル」の2つの事業セグメントを持つ企業とする。「自動車」は経験財[耐久性あり]に該当するため1の値とし、「リース・レンタル」はここでの財・サービスの分類の対象とはならずゼロの値とする。B社は「総合小売・食料品小売」、「飲食店」、「銀行」の3つの事業セグメントを持つ企業とする。「総合小売・食料品小売」、「飲食店」は経験財[サービス]に該当するため1の値とし、「銀行」は信頼財に該当するため1の値とする。

5-3. 基本統計量と相関係数

以上で説明した各変数の基本統計量は図表4-5に記述した。表5のパネルBからEでは、分類Iと分類IIの基準のもとで財のタイプ分けを行った際の該当企業の数と、該当企業の各CSRスコアの傾向をまとめている。分類Iを基準とした分類でのCSRスコア(図表4-5のパネルB上段)に注目すると、探索財、経験財[耐久性なし]、経験財[耐久性あり]に該当する企業は、それぞれ160.7点、189.2点、

215.1点というスコアの平均値を示している。また、経験財〔サービス〕は169.5点、信頼財は230.7点であった。

分類Ⅱを基準とした分類でのCSRスコア（図表4-5のパネルB下段）に注目すると、探索財、経験財〔耐久性なし〕、経験財〔耐久性あり〕に該当する企業がCSRランキングに入る確率は、それぞれ15.79%、22.31%、37.93%となっている。また、経験財〔サービス〕は12.65%、信頼財は44.44%であった。

図表4-5のパネルFでは、全サンプル企業とCSRランキングに含まれた企業、それぞれについて、その他の変数の基本統計量をまとめた。この表からは、CSRランキングに含まれた企業は、企業規模が大きく、R&D集約度、収益性、安定性、外国人持株比率が高く、成熟期にある（創業年が古い）という特徴を持つことが読み取れる。

== 図表4-5 基本統計量 ==

図表4-6は全変数間での相関係数の値を示している。環境スコアと探索財との間には負の相関が確認された一方で、各CSRスコアと経験財（経験財〔耐久性なし〕、経験財〔耐久性あり〕）の間にはおおむね正の相関がみられた。そして、CSRスコアと企業規模、R&D集約度、創業年数、外国人持株比率といった変数との間にも正の相関が確認された。

== 図表4-6 相関係数 (N=621) ==

6. 推計結果（基本推計）

6-1. OLS推定 (N=621)

分析の結果は図表4-7のパネルAからDにまとめた通りである。パネルAはCSRスコアを、パネルBからDは雇用スコア、環境スコア、企業統治+社会性スコアをそれぞれ被説明変数にして分析を行った結果である。各パネルの(1)から(5)式は、5つある財・サービスのタイプのうち、単独の財・サービスを説明変数とし、これにコントロール変数を加えてOLS推定を行った。そして、(6)式は、すべての財・サービスのタイプを説明変数とし、コントロール変数とともにOLS推定を行った。

観察された事実は次の通りである。経験財〔耐久性なし〕の係数はおおむねプラスで有意であった。例えば、図表4-7のパネルA、(6)式では経験財〔耐久性なし〕の係数の値は11.876となっている。この係数の値は、企業が経験財〔耐久性なし〕に該当する財の供給をゼロから50%に増加させたとき、CSRスコアを5.9点上昇させるインパクトを持つことを意味する。

他方で、流通業や飲食チェーンを代表とする経験財〔サービス〕の係数はおおむねマイナスで有意であり、金融業を代表とする信頼財サービスの係数は、被説明変数を環境スコアとした場合を除き、プラスで有意であった。また、企業規模、R&D集約度、売上高広告費比率においては、おおむねプラスで有意な係数の値がみられた。

経験財〔耐久性なし〕の係数がプラスで有意であったことは、仮説1と一部整合的である。だが、ここでの検証からは、経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕では、経験財〔耐久性あり〕の方がプラス方向に係数の値が大きいという傾向は確認できなかった。

＝ 図表4-7 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)

次に、先ほどのサンプル企業(621社)から中間財だけを供給する企業(393社)を除き、同様の回帰分析を行う。これにより、サンプル企業は228社となる。ここでのサンプル企業は、5種類の財・サービスのタイプに分類可能なセグメントを一つ以上持つ企業となる。

分析の結果は、図表4-8のパネルAからDにまとめた通りである。パネルAはCSRスコアを、パネルBからDは雇用スコア、環境スコア、企業統治+社会性スコアをそれぞれ被説明変数として分析を行った結果である。各パネルの(1)から(5)式は、5つある財・サービスのタイプのうち、単独の財・サービスを説明変数とし、これにコントロール変数を加えてOLS推定を行った。そして、(6)式は、すべての財・サービスのタイプを説明変数とし、すべてのコントロール変数とともにOLS推定を行った。

観察された事実は次の通りである。購入後に財の価値を評価できる経験財(経験財〔耐久性なし〕、経験財〔耐久性あり〕)の係数は、おおむねプラスで有意であり、経験財はCSR活動と有意に正の関係が検出された。さらに、被説明変数を雇用スコアとした場合を除き、購入頻度が少ない経験財〔耐久性あり〕と購入頻度が多い経験財〔耐久性なし〕では、経験財〔耐久性あり〕の方が係数の値が大きい傾向も確認できる。

図表4-8パネルA、(6)式では経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕の係数の値は、それぞれ19.389と24.094となっている。この係数の値は、それぞれの財のタイプに該当する消費財の供給をゼロから50%に増加させたとき、CSRスコアを、経験財〔耐久性なし〕では9.7点、そして、経験財〔耐久性あり〕では12.0点上昇させるインパクトを持つことを意味する。

他方で、図表4-7での推計結果と同様に、経験財〔サービス〕の係数はおおむねマイナスで有意であり、信頼財サービスの係数は、被説明変数を環境スコアとした場合を除き、プラスで有意という傾向も確認された。また、企業規模、売上高広告費比率においては、おおむねプラスで有意な係数の値がみられた。

以上に示した(1)経験財の係数がプラスで有意となっていたという事実は、仮説1と整合的であり、(2)経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕では、経験財〔耐久性あり〕の方がおおむねプラス方向に係数の値が大きい傾向を持つという事実は、仮説2と整合的なものである。

＝ 図表4-8 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

本節では、選択バイアスに対処した推計と、分類Ⅱの説明変数を用いた推計を行い、前節で述べた推計結果の頑健性の検証を行う。

7-1. サンプルセクションバイアスへの対処

基本推計には、後述する二つの要因により、サンプルセクションバイアスが生じている懸念がある。したがって次に、サンプルセクションバイアスを考慮した推計を行い、頑健性を検証する必要がある。東洋経済新報社「第6回CSR企業ランキング」は、先に述べたように、CSR評価（300点満点）と財務評価（300点満点）の2項目が同じウェイトで評価され、ランキングに入るかどうかが決まる。このため、CSR評価ではA社<B社という二社があるとき、A社はCSR評価30点、財務評価60点の計90点でランキング入りし、B社はCSR評価40点、財務評価45点の計85点でランキング入りしない、というCSR評価についての逆転現象が生じうる。

また、CSRスコアが観察可能なのはランキングに含まれた730社に限定されることも問題を引き起こす。CSRスコアが観察可能なサンプル群を対象とした推計が、全上場企業をサンプル群とした推計と同様の傾向を示すとは限らず、CSRスコアが観察不可能な企業群を考慮に入れた推計を行う必要が生じる。このようなサンプルセクションバイアスへの対処として、ヘックマンの二段階推定 (Heckman, 1976; 1979) を用いる。縄田 (1993)、Nawata (1994)、縄田 (1997)、Siegel and Vitaliano (2007) を参考として以下の推計モデルを定式化する。

$$\text{RANK-IN}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_{it-1} + \alpha_2 \text{AGE}_{it-1} + \alpha_3 \text{DASS}_{it-1} + \alpha_4 \text{FRGN}_{it-1} + \varepsilon^* \quad (2)$$

$$\text{CSR}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOODTYPE}_{it-1} + \alpha_2 \text{ASS}_{it-1} + \alpha_3 \text{RD}_{it-1} + \alpha_4 \text{ADV}_{it-1} + \alpha_5 \lambda + \varepsilon \quad (3)$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を示す。 ε^* と ε は、それぞれの推計式における誤差項を表す。

先行研究ではヘックマンの二段階推定を行う際、一段階目に導入される変数が二段階目で用いられる変数と同じ（あるいは、その一部を含む）モデルでは、計量上の重大な問題が生じる恐れがあることを指摘している（縄田, 1993; Nawata, 1994; 縄田, 1997）。この指摘を踏まえ、本研究では一段階目と二段階目とは異なる変数を導入した。

一段階目（(2)式：選択モデル）の被説明変数はCSRランキング入りした企業を1、それ以外の企業を0とする離散変数であり、これを収益性、成熟度、財務安全性、外部圧力という変数により回帰する（プロビット推定）。この選択モデルを推計することにより、逆ミルズ比（標準正規分布の確率密度関数／標準正規分布の累積分布関数）が計算される。

二段階目（(3)式）では、基本推計と同様の推計式に、逆ミルズ比を加えた分析を行う。逆ミルズ比は、CSRランキング入りする確率とほぼ同義と考えることができる。そのため、この二段階目において逆ミルズ比を導入することで、セクションバイアスへの対処がなされた推計結果を得ることが可能となる。

ROA は、Siegel and Vitaliano (2007) 等に従い、収益性の代理変数として、一期前の業種等調整済みの ROA を導入している。AGE は、成熟度の代理変数として、2010 年までの企業の創業年数を導入している。DASS は、Bae et al. (2011)、および、佐々木・花枝 (2014) を参考に、財務安全度の代理変数として、一期前の負債比率を導入している。そして、FRGN は、Tanimoto and Suzuki (2005)、および、Suzuki et al. (2010) を参考として、一期前の外国人持株比率を導入している^(注9)。

7-2. 説明変数を分類Ⅱとする分析

続いて、その他の変数は基本推計と同一とし、説明変数だけを分類Ⅰから分類Ⅱの財・サービスの分類とした推計モデルにより、頑健性の検証を行った。

分析の結果は、図表 4-9 のパネル B に示した通りである。(1)、(2) 式は CSR スコアを、(3)、(4) 式は雇用スコアを、(5)、(6) 式は環境スコアを、(7)、(8) 式は企業統治+社会性スコアをそれぞれ被説明変数にして、すべての財・サービスのタイプを導入し、コントロール変数のもと OLS 推定を行っている。また、(1)、(3)、(5)、(7) 式はサンプル企業を CSR データが入手可能な 621 社とし、(2)、(4)、(6)、(8) 式は上記のサンプル企業 (621 社) から、中間財だけを供給する企業 (383 社) を除き^(注10)、同様の回帰分析を行っている。

7-3. 検証の結果

図表 4-9 のパネル A では、サンプルセレクションバイアスへの対処を行った。逆ミルズ比に注目すると、雇用を被説明変数とする (2) 式だけが、統計的に有意となっていることが分かる。したがって、実際にサンプルセレクションバイアスが生じているのは、雇用スコアを被説明変数とするケースのみであり、それ以外ではサンプルセレクションバイアスが生じていない。サンプルセレクションバイアスを考慮した推計から明らかとなったのは、以下の事実である。

環境スコアを被説明変数とするケースを除き、経験財 [耐久性なし] の係数はプラスで有意であった。また、環境スコアを被説明変数とする推計式において、探索財の係数はマイナスで有意となっていた。以上の傾向は、基本推計 (サンプル企業を 621 社とした推計) と、ほぼ同様の結果となった。

図表 4-9 のパネル B では、説明変数を分類Ⅱに変更して頑健性の検証を行った。サンプル企業を 621 社とする (1)、(3)、(5)、(7) 式からは経験財 [耐久性なし] の係数の値がプラスで有意であるという結果が示された。これは、基本推計 (サンプル企業を 621 社とした推計)、ならびに、ヘックマンの二段階推定から示された傾向とほぼ合致する結果である。また、サンプル企業を 238 社とする (2)、(4)、(6)、(8) 式からは経験財 [耐久性なし] と経験財 [耐久性あり] の係数の値がプラスで有意であるという傾向が確認された。この結果は、基本推計 (サンプル企業を 228 社とした推計) で観察された傾向と一致する。以上より、基本推計で計測された事実は、サンプルセレクションバイアスに対処した推計、あるいは、説明変数を分類Ⅱに変更した推計を行っても一定の頑健性を持つことが示された。

8. 先行研究との対比と、分析結果の解釈

本章ならびに Siegel and Vitaliano (2007) での分析は企業の供給する財・サービスの情報特性に注目した仮説を構築し、それに則って分析を行っている。Siegel and Vitaliano (2007) での被説明変数 (CSR スコア) を離散変数とした推計式と、本章での消費財供給企業だけをサンプルとする分析とでは、経験材[耐久性あり]が CSR スコアに対しプラスの影響を持つという点において一致している。他方、本章での分析からは経験材[耐久性なし]の係数も、経験材[耐久性あり]の係数よりは相対的に小さい値ではあるがプラスの傾向を示した点、そして、Siegel and Vitaliano (2007) で強く確認されているような探索材が CSR スコアに対しマイナスの影響を持つという傾向が、本章での分析からは (逆のプラスに有意という傾向は観察していないものの) 極めて限定的にしか確認できなかった点で異なる傾向となっている。こうした差は、本章では東洋経済新報社の提供する CSR ランキングを用いたのに対し、Siegel and Vitaliano (2007) は CSR 側面の強みと弱みで評価する KLD スコアを用いたものであり、このスコア特質の差に基づき生じた可能性がある。

以上で述べた先行研究 (Siegel and Vitaliano, 2007) 並びに、本章での結果には別の解釈がありうる。ここでの分析では消費財の情報特性に注目し、個社が供給する財・サービスに係るこの多寡の違いが CSR 活動の実施に影響を与えることを仮説とし、分析を行ってきた。この情報の非対称性のほかにも、産業間での CSR 活動の姿勢に影響を与える要素は存在する。例えば、製造業と非製造業とでは、CO₂ 排出削減へのステークホルダー (社会) からの要請がそもそも異なり、これが CSR スコアの面での差につながるものが想定される。本章では、特にサービス業は考察の対象の外に置いているが、考察の対象としている経験材[耐久性なし]と経験材[耐久性あり]の産業間の環境政策に関しても、この問題は排除しきれない。相対的に重厚長大産業の色合いが強い、経験材[耐久性あり]と、逆に、軽薄短小産業の特徴を強く持つ経験材[耐久性なし]とでは、製造工程での負の外部性へのステークホルダー (社会) からの注視の度合いは異なって当然であり、この違いが環境スコアの多寡に影響を与えた可能性は排除できない。この点に関し、先行研究 (Siegel and Vitaliano, 2007) 並びに、本章の分析では考慮がなされておらず、限界が残る。

9. むすび

本稿の目的は、CSR 活動を行うという経営判断が、当該企業の供給する財・サービスのタイプによって決まることを (情報の非対称性の大きい産業ほど CSR 活動に積極的であることを)、日本企業を調査対象として検証することであった。日本企業を対象として、CSR 活動への取り組み度合いを供給する財の特性との関連で分析した初めての試みである。

消費財産業の商品特性が日本企業の CSR 活動の実施に与える影響を分析する OLS 推計からは、サンプル企業を 621 社とした場合には、経験材 [耐久性なし] の係数は、おおむねプラスで有意であるという

結果が観察された。経験財〔耐久性なし〕の係数がプラスであったという事実は、仮説1を部分的にサポートするものであった。一方で、経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕では、経験財〔耐久性あり〕の方が係数の値が大きいという傾向は観察されなかった。

中間財だけを供給する企業（393社）をサンプル企業から除いた228社を対象とした同様のOLS推計からは、経験財（経験財〔耐久性なし〕、経験財〔耐久性あり〕）の係数はおおむねプラスで有意となっていて、経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕では、経験財〔耐久性あり〕の方が係数の値が大きいという傾向が観察された。経験財の係数がプラスであったという事実は、仮説1と整合的なものであり、経験財〔耐久性なし〕と経験財〔耐久性あり〕では、経験財〔耐久性あり〕の方が係数の値が大きいという事実は、仮説2と整合的なものであった。

また、以上の事実は、CSRスコアの入手可能性についての選択バイアス、あるいは、説明変数を分類IIに変更するといった、異なるアプローチのもとでの検証においても、その結果について一定の頑健性を持つことが示された。

注

(注1) これについての詳細は既に本論文の第3章にて述べている。

(注2) Kitzmueller and Shimshack (2012) ではMcWilliams and Siegel (2001) とともに、理論モデルを用いた分析を行ったBaron (2001) を戦略的CSR理論の先駆的研究と整理している。

(注3) CSR活動を決定する要因には、産業特性（例えば、資本集約型産業と労働集約型産業）等の要素も影響を与えることが予想されるが、本研究では消費財の情報特性に注目し分析を行う。

(注4) ASS、RD、および、ADVの値の入手を一期前としたのは、企業経営者がCSR活動の実施についての意思決定を行う直前の時点での企業の状態を反映させるためである。

(注5) 東洋経済新報社によるCSR調査は、2005年以降、毎年実施されている。2011年6月に実施された調査は、全上場企業と主要未上場企業、3644社へ調査票を送付するアンケート調査を実施し、そのうち回答の得られた1117社（上場企業1062社、主要未上場企業55社）について、回答結果などを基としてCSR活動の数値化を行っている。

(注6) B to B取引は、事業者と消費者との間での情報の非対称性は非常に大きいことが考えられる。ただ、5つの財・サービスのタイプへの分類は、消費者による財・サービスの質を知覚するタイミングが重要な判断要素となるため、B to B取引をこれらの分類に含むことは適当でないと判断した。この分類の基準については、今後、検討が必要である。

(注7) セグメント情報は企業財務データベースを利用し一期前のデータを使用した。当該年度のデータが入手できない場合は、前後のセグメント情報を入手可能な年度、または日経テレコン21から情報を入手している。

(注8) 図表2-2には「クリーニング」、「ゴミ収集」、「造園」など、Siegel and Vitaliano (2007)、p.780での分類には含まれているが、日本の上場企業には該当のなかった業種は掲載していない。一方で、「結婚相談所」などの分類されていない業種や他のタイプの財・サービスとして分類するのが妥当と思われる業種は独自に分類を実施している。

(注9) ROA、AGE、DASS、および、FRGNの値の入手を一期前としたのは、企業経営者がCSR活動の実施についての意思決定を行う直前の時点での企業の状態を反映させるためである。

(注10) ここではタイプⅡの財・サービスの分類を行っている。そのため、中間財だけを供給する企業の数の基本推計と異なる。タイプⅠでは393社が、タイプⅡでは383社が中間財だけを供給する企業であった。

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

米国企業を対象とする Siegel and Vitaliano (2007) は、実証分析を通じて、消費財の情報特性がCSR活動の水準を規定しており、企業と消費者との間で情報の非対称性の大きい財を供給する企業ほど、積極的にCSR活動に取り組むことを明らかにしている。サンプルを日本企業にして分析した本研究の前章でもおおむね同様の傾向を観察している。これらの研究での分析の焦点はBtoC企業であり、BtoB企業の実施するCSR活動の決定要因は分析がなされていない。しかしながら、BtoB企業であってもCSR活動に積極的な企業は少なくない。その具体例は、東洋経済新報社「第8回CSR企業ランキング」(2013年調査実施)においてランキングの上位に名前の挙げたアイシン精機、デンソー等である。

本章では、Siegel and Vitaliano (2007) や、前章で扱われていないBtoB企業のCSR活動に分析の焦点をあて、企業間の取引構造がBtoB企業のCSR活動の積極度にとどのような影響を与えているか、その関係を明らかにする。本稿の目的は、この検証を通じて、日本のBtoB企業がCSR活動を行うインセンティブ構造を解明することである。

本研究では、BtoB産業におけるCSR活動にはサプライヤーの信頼の高さを多様なステークホルダーに認識させる企業活動の側面があり、信頼を主張することが重要となる財を供給する企業は、より積極的にCSR活動に取り組むと考える。

では、どのような財を供給する場合に、企業はより積極的にCSR活動に取り組む誘因を得るのだろうか。この検証を行うにあたり、本研究では、国連のBEC (Broad Economic Categories) (付表5-1) やRIETI-TID2013を参考に、財を(1)素材(原材料)、(2)中間財[加工品](一次製品)、(3)中間財[部品](二次・三次製品)、(4)資本財の4タイプに仕分けした。そして、財ごとに想定される情報特性、特に供給企業と多様なステークホルダーとの間での、取引される財についての情報の非対称性(情報コスト)の程度に着目し、仮説の提示を行っている。

分析の結果からは、素材(原材料)よりも中間財を生産する企業の方が、中間財のなかでは二次・三次製品である部品を供給する企業が、よりCSR活動に積極的であることが確認されている。この実証結果は、日本企業によるCSR活動が企業間の取引構造によって規定されており、アSEMBラー企業を含む多様なステークホルダーとの間で情報の非対称性が大きくなる財を供給する場合、企業はより積極的にCSR活動を行うことを示唆するものである。

以降の本章の構成は次の通りである。第2節では日本の製造業と取引関係、取引パートナー間での信頼の役割、CSR活動の実施と企業の信頼との関係について先行研究のレビューを行う。第3節では関連する文献を手掛かりに仮説を設定する。第4節ではCSRデータ、財の分類、サンプル企業の抽出の仕方

について概要を述べる。第5節では基本統計量と相関係数について報告する。第6節では回帰分析（基本推計）を行う。第7節ではサンプルセクションバイアスに対処した推計を行う。第8節では結論を述べる。

2. 先行研究

本節では、本稿で分析の焦点とする日本の製造業の特徴を明らかとし、その文脈の中で、取引企業間での「信頼」の役割に注目する研究を紹介する。そして、CSR 活動の実施と企業の信頼との関係を先行研究に依拠して整理する。

2-1. 日本の製造業と取引関係

奥野（藤原）・村松（1996）では、アメリカの自動車産業との比較から、日本の自動車産業の特徴を次のように説明している。通常、関係特殊投資の契約は、不完備契約^(注1)となり、その特殊性のため部品メーカーは、投資コストを「サンク・コスト」として負うことになる。このとき、部品メーカーは、投資コストが回収できない事態に陥る恐れがあるため、必要な投資を行わないかもしれない（「ホールド・アップ問題」）。アメリカでは組立メーカーによる部品メーカーの内部化（垂直統合）が、日本では部品メーカーによる「顔の見える競争」^(注2)が、それぞれホールド・アップ問題を回避する手段として取られており、この経営行動の選択の違いが、アメリカの自動車産業に比して低い部品内部化率という、日本の自動車産業の特徴をもたらした^(注3)。

また、長期（半永続）的取引のもとで「準統合」と呼ばれる強固な企業間の関係を維持することで得られる高い競争力の獲得に着目し、このような長期的取引関係に基づく企業間の連携に、日本の製造業の特徴を見出す研究も多い（例えば、Aoki, 1988）。この長期的取引関係をAsanuma（1989）では、企業間取引の仕方について類型化し、サプライヤー（部品メーカー）が蓄積する関係特殊的技能と、中核企業（組立メーカー）が行う評定という要因から説明している。

2-2. 取引パートナー間の信頼の役割

日本の製造業の長期的取引関係を論ずる文脈のなかで、Sako（1991）は、企業間の取引関係における「信頼」の持つ役割に注目している。信頼を「約束厳守の信頼」、「能力に対する信頼」、「善意に基づく信頼」の3つのタイプ^(注4)に整理し、これらの信頼が、取引関係を通じて生じうる取引費用の抑制に寄与するとの論理を示している。通常、経済学の文脈では、商取引には不完全な情報、取引参加者の限定合理性と行動の不確実性等、取引の効率性を阻害する要因が内在することが想定される。同研究では、取引パートナーの間で信頼が存在する場合には、上述の取引を阻害する要因を抑制し、取引の効率性を高める効果があると主張している。

また、真鍋・延岡（2002）では、企業間ネットワークに属する企業間で形成される多面的な信頼に注目し、事例研究により、その形成のプロセスを考察している。同研究では、取引相手の能力や意図を判

断の材料とする「合理的信頼」と、社会的な関係を根拠とする「关系的信頼」の2タイプに信頼を分類している^(註5)。そして、トヨタ自動車とその取引企業で形成される協豊会を事例に、技術力の向上を目的とする研究会や従業員の異動等、ネットワークメンバー間の組織的学習の機会が「关系的信頼」の構築に貢献すると主張している。

2-3. CSR活動と信頼関係の形成

こうした企業間の関係は、一つのステークホルダー関係として捉えることができる。首藤(2015)では、Smith(2003)、Galbreath(2005)、Branco and Rodrigues(2006)の示す理論を援用し、良好なステークホルダー関係を形成すること、つまり、多様なステークホルダーとの間に信頼関係を形成することは、長期的には、企業にとって固有の資産(無形資産)となり、その存続と企業価値最大化をもたらす源泉となりうることを指摘している。さらに、同研究では、CSR活動とは、ステークホルダーとの間に信頼関係を構築するための企業行動であり、無形資産の蓄積のための長期投資としての側面があることも指摘している。

Dai et al.(2020)は、サプライチェーンに注目し、サプライヤー企業と顧客企業のCSRスコアに、それぞれが影響を与えているか、検証を行っている。分析からは顧客企業のCSRスコアはサプライヤー企業のCSRスコアに対し、統計的に有意に正の影響を与える一方で、サプライヤー企業から顧客企業への影響は存在しないことが示されており、買手企業がサプライチェーンマネジメントにおいて重要であることを明らかにしている。

実業界における認識からも、CSR活動を実施することと、当該企業の信頼との関係は確認することができる。例えば、経団連が2009年に実施したアンケート調査では、「貴社にとってCSRはどのような意味をもっていますか」との問いに対し、76%の企業(全回答企業数437社のうち334社)がCSR活動を「企業価値(ブランド力や信頼等)創造の一方策」と捉えていることが報告されている。本稿では、企業はCSR活動を、ステークホルダーとの間に信頼関係を構築する手段として認識し、広義の企業価値向上に向けた企業活動として行っているものと考えられる。

3. 仮説

Sako(1991)、首藤(2015)を参考に、日本企業を対象とする企業間の取引構造がCSR活動の積極性に与える影響について仮説を設定する。Sako(1991)では、取引パートナー間の信頼を、商取引に内在する不確実性を減らし、取引の実行の際に生じる様々なコストを低減させる効果を持つものと解釈している。また、首藤(2015)では、CSR活動には多様なステークホルダーとの間に信頼関係を形成するための企業行動としての側面があることを指摘している。この首藤(2015)による指摘は先に述べた実業界におけるアンケート調査の結果から妥当なものと考えられる。

本研究では、以上の見方に基づき、サプライヤーは、アSEMBラーを含む多様なステークホルダーとの間で情報の非対称性が大きく、情報コストが高い財を供給する場合には、取引パートナー間における

商取引の不確実性が増すため、より自社の信頼を主張する誘因を持つと考え、そのような信頼を形成するためのツールとしてCSR活動を実施しているものと推論する。

供給する財に対する情報の非対称性、情報コストの多寡は、財の製造工程の複雑性が増すに従い増大する。財の製造工程が複雑化するほど、財の買い手であるアSEMBラーや製造工場の近隣の地域社会、新規雇用者等のステークホルダーからは、事前での財の品質や事業による近隣の地域への影響の度合いについての予見が困難となる。全ての企業にとって、持続的に事業を営むための方策として、多様なステークホルダーとの間で信頼関係を構築し、無形資産を蓄積することは極めて重要なことであるが、本稿では、財の製造工程がより複雑性を増す、いわゆる、「川下」に属するBtoB企業の方が、より自社の信頼を担保する手段としてCSR活動に積極的となる誘因を持つものとする。

財の分類は、国連のBEC、RIETI-TID2013を参考に、(1) 素材(原材料)、(2) 中間財[加工品](一次製品)、(3) 中間財[部品](二次・三次製品)、(4) 資本財の4タイプとする^(注6)。この分類の基準に準拠するのは、財の製造工程別に分けられているためである。本稿では、この4タイプの財のなかで製造工程(情報コスト)の面で明確な違いを持つ、素材と中間財、加工品(一次製品)と部品(二次・三次製品)に着目する^(注7)。

素材(原材料)は、財の品質が均一的であるため、通常は、サプライヤーと多様なステークホルダーとの間で、財に対する情報の非対称性は小さくなることが想定される。他方、中間財は、素材(原材料)を購入した企業が工作を行い、一次、二次、三次と加工生産される財であるため、素材(原材料)よりも相対的に、取引における情報コストは高くなることが想定され、どのような企業が生産したかがより重要となる。このような考察から仮説1を提示する。

仮説1 素材よりも中間財を供給する企業の方がよりCSR活動に積極的な企業である。

中間財はさらに、一次製品である中間財[加工品]と、二次・三次製品である中間財[部品]に分類することができる。加工品(一次製品)は素材(原材料)を、部品(二次・三次製品)は加工品(一次製品)をそれぞれ工作することで生産される財である。加工品(一次製品)と比べ、作業の段階がより進んだ、いわゆる、「川下」に位置する部品(二次・三次製品)は、財の構造的な複雑性が増すことが考えられる。したがって、部品(二次・三次製品)の方が、加工品(一次製品)よりも、供給企業と多様なステークホルダーの間における情報の非対称性は大きくなることが想定され、どのような企業が生産したかがより重要となる。このような考察から仮説2を提示する。

仮説2 中間財のなかでも、加工品よりも部品を供給する企業の方がよりCSR活動に積極的な企業である。

仮説1、仮説2は、サプライヤーの信頼が重要となる財を供給する企業ほど、積極的にCSR活動に取

り組むと推測する。日本のBtoB企業によるCSR活動の実施が戦略的に行われているならば、素材（原材料）を供給する企業よりも、中間財を供給する企業の方がより積極的にCSR活動に取り組み、中間財のなかでは、加工品（一次製品）を供給する企業よりも、部品（二次・三次製品）を供給する企業の方がより積極的にCSR活動に取り組んでいることが推測される。

以下では、企業間の取引構造が日本のBtoB企業が行うCSR活動の積極性に与える影響について計量分析により明らかとしていく。

4. データセットとサンプル企業

本節では、CSRデータ、財の分類、サンプル企業の抽出方法について概要を述べる。以下に説明する代理変数の一覧は図表5-1にまとめている。

== 図表5-1 代理変数一覧 ==

4-1. CSRデータ

CSRデータには東洋経済新報社「第8回CSR企業ランキング」を用いた。このランキングは、2013年6月に実施されたアンケート調査「第9回CSR調査」^(注8)をもとに作成されたCSR評価（300点満点）と、直近3期平均の財務データを主成分分析により取りまとめて作成された財務評価（300点満点）の2項目によって構成され、合計600点満点で評価される。本研究では、「第8回CSR企業ランキング」に掲載されている700社の財務評価の項目での素点を除いた、CSR項目だけの数値評価による順位づけを行い、このCSR項目のみの数値データをCSRデータとした。これにより、700社のCSRスコア、人材活用スコア、環境スコア、企業統治+社会性スコアを得た。

4-2. 財の分類

本研究では、国連のBEC（2002年版）、RIETI-TED2013に依拠して独自に財の分類表を作成し、その基準に則って財の分類作業を行った。なお、分類作業は以下に記す2つの方法（分類Ⅰと分類Ⅱ）によって行った。このように2つの方法により分類を行ったのは、分類作業の際に生じる恣意性を出来る限り小さくするためである。

4-2-1. 分類Ⅰ

企業財務データバンクと日経テレコン21の企業検索からセグメント情報を入手し、図表5-2に記した4タイプの財へと分類可能なセグメントの売上高が、企業全体の売上高に占める割合を数値化し、これを財の分類データ（説明変数：分類Ⅰ）とした。国連のBEC（2002年版）には、財のタイプごとに該当するSITC第3版のコードが複数記載されている。本研究では、記載されているコードのうち、主要なものをピックアップし、分類表を作成した。なお、企業財務データバンクより入手したセグメントデー

タは2012年度のものであり、日経テレコン21より入手したデータは閲覧時(2015年8月10日)のものである。

== 図表5-2 財の分類表 [分類Ⅰ] ==

4-2-2. 分類Ⅱ

図表5-3は、企業財務データベースの業種名を、国連のBECや図表5-2(分類Ⅰ)を参考に4タイプの財に仕分けしたものである。この分類Ⅱの方法では、4タイプのいずれかに該当する業種の場合は1となるダミー変数となり、これを財の分類データ(説明変数:分類Ⅱ)とした。企業財務データベースの業種名は、一つの企業につき、一つの種類の業種名(コード)が割り当てられており、4タイプの財のいずれにも該当しない企業の場合はゼロの値となる。

= 図表5-3 財の分類表 [分類Ⅱ] =

4-3. サンプル企業

企業財務データベース、NEEDS-Cges、QUICK-Astra Manager等から推計に必要な財務データ(2012年)が取得可能な3,001社を全サンプル企業とした。金融業、電力、ガスの産業に属する企業はサンプル企業から除外した。このうちで被説明変数のCSRスコアが入手可能で、かつ、説明変数(分類Ⅰ、分類Ⅱ)を作成可能であったのは663社であった。なお、本稿では、サンプル数を確保するための次善策として、R&D投資額、広告宣伝費、海外売上高について、欠損値をゼロと置き換えて数値化している。

5. 基本統計量と相関係数

前節で説明した各変数の基本統計量は図表5-4に記述している。図表5-4のパネルAはCSRデータの傾向をまとめている。図表5-4のパネルBは、分類Ⅰと分類Ⅱそれぞれの仕方で分類を行った際に、該当した企業の数と、該当した企業の各CSRスコアの傾向をまとめている。

分類Ⅰの方法で分類した場合のCSRスコアは、素材に該当する企業では202.6点、中間財[加工品]、中間財[部品]に該当する企業では、それぞれ208.9点、218.7点、そして、資本財に該当する企業では199.3点というスコアの平均値を示している。また、分類Ⅰの方法で分類した場合の該当企業の分布は付図5-1、付図5-2に、それぞれの財を供給する代表的企業の各CSRスコアの傾向は付表5-2にまとめている。

分類Ⅱの方法で分類した場合のCSRスコアは、素材に該当する企業では191.7点、中間財[加工品]、中間財[部品]に該当する企業は、それぞれ206.2点、214.5点、そして、資本財に該当する企業では183.1点というスコアの平均値を示している。また、分類Ⅱの仕方で分類した場合、各財を供給する企業がCSRランキングに入る確率は、素材に該当する企業では22.73%、中間財[加工品]、中間財[部品]

に該当する企業では、それぞれ 26.42%、31.30%、資本財に該当する企業では 24.68%となっている。

図表 5-4 のパネル C では、全サンプル企業、CSR ランキングに含まれた企業、CSR ランキングに含まれなかった企業、それぞれについての各種変数の基本統計量と、CSR ランキングに含まれた企業と CSR ランキングに含まれなかった企業との間での各種変数の平均値についての差の検定の結果を示している。この表からは、CSR ランキングに含まれた企業は、企業規模が大きく、海外売上高比率、収益性、外国人持株比率が高く、成熟期にある（創業年が古い）等の特徴を持つことが読み取れる。

＝ 図表 5-4 基本統計量 ＝

図表 5-5 のパネル A では被説明変数と説明変数、コントロール変数との間の相関係数の値をまとめている。CSR スコア、企業統治+社会性スコアと中間財 [部品] の間には、それぞれ 0.127、0.088 の相関係数が確認された。また、環境スコアと素材の間には 0.08、環境スコアと中間財 [加工品]、中間財 [部品] の間には、それぞれ 0.101、0.187 の相関係数が確認された。その他、CSR スコアと企業規模、R&D 集約度、売上高広告費比率、海外売上高比率、創業年数、負債比率、外国人持株比率等の変数との間に正の相関が、CSR スコアと持ち合い比率、安定保有比率との間には負の相関が確認された。図表 5-5 のパネル B は説明変数間、説明変数とコントロール変数についての相関関係を、図表 5-5 のパネル C はコントロール変数間の相関関係を示している。

＝ 図表 5-5 相関係数 ＝

6. 回帰分析（基本推計）

6-1. 推計式

本節では、日本の BtoB 企業が CSR 活動を行う誘因を特定するために、Siegel and Vitaliano (2007) を参考として、以下の回帰モデルを設定する。

$$\begin{aligned} \text{CSR}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOODTYPE}_{it-1} + \alpha_2 \text{ASS}_{it-1} + \alpha_3 \text{RD}_{it-1} + \alpha_4 \text{ADV}_{it-1} + \alpha_5 \text{DPH}_{it-1} + \alpha_6 \text{FSR}_{it-1} \\ & + \alpha_7 \text{BtoC} + \alpha_8 \text{OTHER} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を表している。(1) 式で用いられている各変数は以下の通りである。

CSR : CSR データ (被説明変数)

GOODTYPE : 4 種類の財のタイプを表す (説明変数)

ASS : 企業の規模＝総資産対数値

RD : 技術的競争力=R&D 投資額/売上高

ADV : 製品差別化=広告宣伝費/売上高

DPH : 政策保有の程度=①安定保有比率、②持ち合い比率 (NEEDS-Cges)

FSR : ステークホルダー関係の広さ=海外売上高比率

BtoC : 探索財、経験財[耐久性なし]、経験財[耐久性あり]、経験財[サービス]、信頼財ダミー (Siegel and Vitaliano, 2007)

OTHER : その他の業種ダミー

ε : 誤差項

被説明変数の CSR データには東洋経済新報社の提供する (1) CSR スコア、そして、CSR スコアの構成項目である (2) 人材活用スコア、(3) 環境スコア、(4) 企業統治+社会性スコアを採用している。説明変数の GOODTYPE は、(1) 素材 (原材料)、(2) 中間財 [加工品] (一次製品)、(3) 中間財 [部品] (二次・三次製品)、(4) 資本財に分類可能なセグメントの売上高が企業全体の売上高に占める割合を数値化した値を用いている。

コントロール変数には、ASS、RD、ADV、DPH、FSR、BtoC、OTHER を導入している^(註9)。企業規模 (ASS) の代理変数には、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001)、首藤・竹原 (2008a ; 2008b) 等を参考に、総資産を自然対数に変換した値を用いている。企業の技術的競争力 (RD) の代理変数は研究開発投資集約度を、製品差別化 (ADV) の代理変数は売上高広告費比率を用いている^(註10)。谷本 (2006a)、宮島 (2016) 等での議論を参考に、政策保有の程度 (DPH) もコントロール変数として導入し、その代理変数には①安定保有比率と②持ち合い比率を用いている^(註11)。また、Tanimoto and Suzuki (2005) 等での実証結果を参考に、海外売上高比率 (ステークホルダー関係の広さ:FSR) もコントロール変数として導入している。さらに、BtoC、OTHER ダミーを導入し、他の業種からの影響をコントロールしている。

また、本研究では、説明変数だけを分類Ⅰから分類Ⅱに変更した推計モデルによる推計も行った。分類Ⅰの方法での数値化は、セグメント単位での値となるため実態をよく描写できる利点がある一方で、作業による裁量の余地が大きい。このため、より客観性の高い分類Ⅱの方法で数値化した変数を用いた推計も合わせて行い、結果の頑健性を検証するのに役立てた。

なお、本稿での仮説から予想される財の係数の符号は素材 (原材料) がマイナス、中間財がプラスである。そして、中間財のうち、加工品 (一次製品) と部品 (二次・三次製品) では、部品の方がより、係数がプラス方向に大きくとなることが予想される。

6-2. 推計結果

分析の結果は図表 5-6 のパネル A、B にまとめた通りである。説明変数はパネル A では分類Ⅰを、パネル B では分類Ⅱを用いて推計した結果を表している。パネル A、B とともに (1) (2) 式は CSR スコア、(3) (4) 式は人材活用スコア、(5) (6) 式は環境スコア、(7) (8) 式は企業統治+社会性スコアを被説

明変数とし、(1) (3) (5) (7) 式では安定保有比率を、(2) (4) (6) (8) 式では持ち合い比率を政策保有の程度 (DPH) の代理変数として推計している。

== 図表 5-6 基本推計 ==

図表 5-6 のパネル A、B から共通して観察された傾向としては次の点が挙げられる。CSR スコア、環境スコアを被説明変数とした場合、中間財の係数は、統計的に有意に正の値を取っており、中間財のうち、加工品よりも部品の方が係数はプラスに大きい値であった。他方、素材の係数は、分類Ⅰを説明変数とする図表 5-6 パネル A では統計的に有意な傾向が観測されなかったが、分類Ⅱを説明変数とする図表 5-6 パネル B では、被説明変数を人材活用とした場合には、統計的に有意に負の値を取ることが確認されている。

特に注目すべき傾向としては、環境スコアを被説明変数とした場合に、中間財 (加工品、部品) の係数がプラスで有意な値になっていた点である。企業統治+社会性スコアを被説明変数とする推計式においても同様の傾向は確認できるが、環境スコアの場合、より統計的な確度が高く、分類Ⅱを説明変数とした場合であっても一貫して観察される傾向となっている。CSR スコアを被説明変数とする場合にも、係数が正で有意な傾向となるのは、この環境スコアからの影響を受けるためである。なお、付表 3 に記載されている 26 項目の環境評価には、中間財を多く供給する企業の場合にのみ当てはまるといった、一種のバイアスが生じる懸念を持つ項目は見当たらない^(注12)。翻って、人材活用スコアを被説明変数とする場合には、統計的に有意な傾向は観察されない。これらの推計結果は、中間財を供給する企業は、従業員の福利よりも環境への配慮に重点を置いた CSR 活動を行う誘因を持つこと、そして、自社の信頼を示すシグナルとして、環境分野の CSR 活動を重視していることを示唆する。

図表 5-6 (1) 式では中間財 [加工品] の係数の値は 16.631、中間財 [部品] の係数の値は 18.674 であった。この係数の値は、ある企業が中間財 [加工品] と中間財 [部品]、それぞれに該当する財の供給をゼロから 50%に増加させたとき、中間財 [加工品] の場合には 8.32 点、中間財 [部品] の場合には 9.34 点、CSR スコアを上昇させるインパクトを持ち、加工品よりも部品を供給する場合の方がより CSR スコアを上昇させる効果を持つことを意味する。

この推計結果の傾向は、人材活用スコアを被説明変数とした場合には統計的な有意性を失うが、説明変数を分類Ⅱとした推計 (図表 5-6 のパネル B) では、被説明変数を人材活用スコアとした場合には素材の係数が統計的に有意に負の値となる等、本稿での仮説 1、仮説 2 を部分的にサポートする結果が得られており、企業間の取引構造が CSR 活動の積極性に一定の影響を持つことを示唆する。

なお、中間財 [加工品] と中間財 [部品] の係数の差の検定を実施したところ、有意な違いは観察されなかった。表掲はしないが、CSR ランキングの素点順に企業をソートし、上位と下位の階層において、中間財 [加工品] と中間財 [部品] を供給する割合の平均の差を比べたところ、この差の検定からは、上位に該当する企業群は、中間財 [加工品] よりも中間財 [部品] を多く供給する特徴を持つことが明らかとなっ

ている。従って、十分に頑健とは言い難いものの、中間財のなかでも加工品と部品では、CSR 活動の積極性に一定の違いがあるものと考えられる。

さらに、コントロール変数として導入した企業規模、売上高広告費比率、海外売上高比率には、おおむねプラスで有意な係数の値が観察され、持ち合い比率については、おおむねマイナスで有意な係数の値となっており、企業規模、製品差別化、企業間（持ち合い）関係の強さ、海外進出に伴い広がったステークホルダー関係といった要因が CSR 活動の実施と関係を持つことも示されている。

7. サンプルセレクションバイアスへの対処

基本推計にはサンプルセレクションバイアスが生じている懸念がある。したがって、サンプルセレクションバイアスを考慮した推計を行い、基本推計の頑健性を検証する必要がある。具体的には、ヘックマンの二段階推定 (Heckman, 1976 ; 1979) を用いた推計を行うことでサンプルセレクションバイアスに対処する。

7-1. サンプルセレクションバイアス

前述のように、東洋経済新報社「第8回 CSR 企業ランキング」は、CSR 評価（300 点満点）と財務評価（300 点満点）の2項目が同じウェイトで評価される。このため、CSR 評価の面でA社<B社という2社があったときに、A社はCSR 評価90点、財務評価100点の計190点でランキング入りし、B社はCSR 評価100点、財務評価80点の計180点でランキング入りしない、というCSR 評価の面での逆転現象が生じうる。

また、CSR スコアが観察可能なのはランキングに含まれた企業に限定されるため、CSR スコアが観察可能なサンプル群を対象とした推計が、全上場企業をサンプル群とした推計と同様の傾向を示すとは限らない懸念も生じうる。

7-2. 推計式

上述の推計上の懸念に対処するため、CSR スコアが観察不可能な企業群を考慮に入れた推計（ヘックマンの二段階推定）を行う。Siegel and Vitaliano (2007) での推計モデルを一部参考にして、推計モデルを定式化する^(注13)。

$$\text{RANK-IN}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_{it-1} + \alpha_2 \text{AGE}_{it-1} + \alpha_3 \text{DASS}_{it-1} + \alpha_4 \text{FRGN}_{it-1} + \varepsilon^* \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{CSR}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOODTYPE}_{it-1} + \alpha_2 \text{ASS}_{it-1} + \alpha_3 \text{RD}_{it-1} + \alpha_4 \text{ADV}_{it-1} + \alpha_5 \text{DPH}_{it-1} \\ & + \alpha_6 \text{FSR}_{it-1} + \alpha_7 \text{BtoC} + \alpha_8 \text{OTHER} + \alpha_9 \lambda + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を示す。 ε^* と ε は、それぞれの推計式における誤差項を表している。なお、先行研究（縄田, 1993 ; Nawata, 1994 ; 縄田, 1997）では、ヘックマンの二段階推定を行

う際、一段階目に導入される変数が二段階目で用いられる変数と同じ（あるいは、その一部を含む）モデルでは、多重共線性の問題が生じる恐れがあることを指摘している。この指摘を踏まえ、本研究では一段階目と二段階目とは異なる変数を導入している。

(2) 式（選択モデル）での被説明変数の RANK-IN は、CSR ランキング入りした企業を 1、それ以外の企業を 0 とする離散変数である。(2) 式では、これを収益性 (ROA)、成熟度 (AGE)、財務安全性 (DASS)、外部圧力 (FRGN) により回帰する、プロビット推定を行っている。収益性 (ROA) の代理変数には、Siegel and Vitaliano (2007) を参考に、業種等調整済みの ROA を、成熟度 (AGE) の代理変数には、2012 年までの企業の創業年数を、財務安全性 (DASS) の代理変数には、Bae et al. (2011)、および、佐々木・花枝 (2014) を参考に、負債比率を、そして、外部圧力 (FRGN) の代理変数には、Tanimoto and Suzuki (2005)、および、Suzuki et al. (2010) を参考として、外国人持株比率を使用している^(注14)。この (2) 式（選択モデル）を推計することで、逆ミルズ比 (λ)^(注15) が計算される。(3) 式では、基本推計と同じ推計式に、選択モデルで計算された逆ミルズ比を加え、推計を行っている。この逆ミルズ比を導入することで、サンプルセクションバイアスへの対処が行われた推計結果を得ることが可能となる。

7-3. 推計結果

図表 5-7 は、サンプルセクションバイアスへの対処を行った場合の推計結果をまとめている。図表 5-7 パネル A は分類 I を、図表 5-7 パネル B は分類 II を説明変数とし、二段階目の推定に関しては、基本推計と同様のモデルのもとで推計を行った。この分類 II をサンプルセクションバイアスへの対処を行った場合の推計から得られた事実は以下の通りである。

まず、逆ミルズ比については、いずれの推計式においても統計的に有意な値となっておらず、この推計においてサンプルセクションバイアスは生じていないことが明らかとなった。また、Wald 検定の結果も有意であった。

図表 5-7 パネル A では、CSR スコア、環境スコア、企業統治+社会性を被説明変数とした場合には、中間財の係数は統計的に有意にプラスの値となっており、中間財のなかでも、部品の係数の方が大きく正の値となる傾向が確認されている。分類 II を説明変数とした図表 5-7 パネル B では、素材の係数は、被説明変数を人材活用とした場合には、統計的に有意にマイナスの値となっている。

＝ 図表 5-7 頑健性の検証 ＝

以上で述べた、基本推計の頑健性を検証する推計の結果からは、仮説 1、仮説 2 とおおむね整合的な傾向が観察されている。このため、サンプルセクションバイアスに対処した推計を行っても、企業間で取引される財の特質が日本企業の CSR 活動の積極性に一定の影響を与えていることが確認されたものとする。

8. むすび

本章の目的は、企業間の取引構造がBtoB企業のCSR活動の積極度にとどのような影響を与えているか、その検証を通じて日本のBtoB企業がCSR活動を行うインセンティブ構造を解明することであった。そして、BtoB産業におけるCSR活動をサプライヤーの信頼の高さを多様なステークホルダーに認識させる企業活動と捉え、サプライヤーがその信頼を主張することがより重要となる財を供給する企業ほど積極的にCSR活動に取り組むと推測し、これを計量分析の手法により検証している。

基本推計からは次の傾向が観察されている。CSRスコア、環境スコアを被説明変数とした場合、中間財の係数は、統計的に有意にプラスの値となっており、中間財のうち、加工品（一次製品）よりも部品（二次・三次製品）の方が係数はプラスの方向に大きい値となっている。一方で、素材（原材料）の係数は統計的に有意な傾向が観測されなかった。また、説明変数を分類Ⅱに変更した推計からも、中間財の係数は、統計的に有意にプラスの値を取っており、中間財のなかでも、部品（二次・三次製品）の係数は大きく正の値となる傾向が観察され、被説明変数を人材活用スコアとした場合には、素材（原材料）の係数は、統計的に有意に負の値であった。これらの事実は、仮説1、および仮説2を部分的に支持するものであった。

さらに、サンプルセレクションバイアスに対処した推計からは、CSRスコア、環境スコアを被説明変数とした場合には、中間財の係数は、統計的に有意に正の値となっており、中間財のなかでも、部品（二次・三次製品）の係数の方が大きく正の値となる傾向が確認された。また、分類Ⅱを説明変数とした場合、素材（原材料）の係数は、被説明変数を人材活用とした推計では、統計的に有意にマイナスの値となる傾向が観察されている。

基本推計と、サンプルセレクションバイアスに対処した推計から得られた事実は、仮説1、仮説2とおおむね整合的であり、アSEMBラー企業を含む多様なステークホルダーとの間で、情報の非対称性が大きく、情報コストが高い財を供給する企業ほど、積極的にCSR活動に取り組んでいることを示すものであった。日本企業を対象とした計量分析により明らかとなったこれらの事実は、Siegel and Vitaliano (2007) で検証された消費財を供給する企業と同様に、BtoB企業においても、戦略的にCSR活動が行われていることを示唆する。

本研究の主たる貢献は、既存研究で扱われていないBtoB企業の実施するCSR活動の決定要因分析を行い、企業間の取引構造の面から説明を試みた点にある。本研究での実証結果は、CSR活動の水準の決定には、供給する財の特性が重要な要因となっており、取引企業間での情報の非対称性が大きい財を供給する場合、企業はCSR活動実施の誘因を強く持つことを示している。

なお、本章で示したCSR活動と財の特性の関係については、逆の関係を理論的に想定することは難しく、一方向の関係のみが存在するものと考えられる。また、本研究で得た推計結果は、日本企業はCSR活動を、自社の供給する財の特性に応じて、必要性に迫られたときに戦略的に実施していることも示唆している。

注

- (注1) 関係特殊投資の契約が不完備契約となる理由を奥野（藤原）・村松（1996）では次のように整理している。(a) 期間が長期に渡ること、(b) 不確実性が大きいこと、(c) 品質や努力水準について立証が困難であること。
- (注2) 「顔の見える競争」は伊藤・松井（1989）で指摘され、組立メーカーが部品メーカーの持つ情報を管理した上で、少数の部品メーカーが価格や品質の面で競争（ランク競争）する状態を指す。
- (注3) 奥野（藤原）・村松（1996）では、日本とアメリカの自動車産業の制度的特徴は、模倣と変革によって進化することを指摘し、日本の自動車産業の特徴を相対的に低い部品内部化率にあるとする見方は、1980年代に際立って観察されたことであると強調している。
- (注4) 3つのタイプの信頼のうち、「善意に基づく信頼」は特定の範囲を越えて取引パートナーの要求に応えようとする行為を指している。慎重な検討が必要ではあるが、このタイプの信頼は、CSR活動と近似する概念と考えることが可能かもしれない。
- (注5) この2種類の「信頼」の定義は真鍋（2002）等で詳しく説明されている。
- (注6) 国連のBECでは、汎用性に大きな違いがあると考えられる部品（例えば、汎用性が高い「タイヤ」と、関係特殊性が高い「専用部品」）を無差別に中間財〔部品〕のカテゴリーに分類している。この分類の仕方については、今後、検討が必要である。
- (注7) 資本財を供給する企業にも信頼は必要であり、CSR活動の実施の誘因は働くものと考えられる。しかしながら、本研究で考察の手掛かりとした財の情報特性の面では、他の財のような明確な特徴を見出せないため、今回の分析では仮説検証の対象から外している。この資本財の考察は、今後の研究課題としたい。
- (注8) 東洋経済新報社によるCSR調査は、2005年以降、毎年実施されている。第9回CSR調査（2013年6月実施）では、全上場企業と主要未上場企業、3606社へ調査票を送付するアンケート調査を実施した。CSRスコアは、調査への回答を行った1210社（上場企業1157社、主要未上場企業53社）からの回答結果等を基として数値化されたものである。なお、第8回CSR企業ランキングの評価項目の一覧は付表2として記載している。
- (注9) ASS、RD、ADV、DPH、および、FSRは一期前の値を用いた。これは企業経営者がCSR活動を実施する決定を行う直前期の企業の状態を反映させるためである。
- (注10) McWilliams and Siegel（2000；2001）では、CSR活動の一部と見做すことが出来る、社会性を生み出す研究開発が存在することを指摘している。また、CSR活動には、社会性の高い財・サービスを社会性志向の高い消費者に認知させる（製品差別化の手法である）広告宣伝活動の側面があるとしている。これを踏まえて、本研究では企業の技術的競争力、製品差別化をコントロール変数として導入した。
- (注11) CSR活動を投資行動と見做すならば、①安定保有比率、②持ち合い比率と、CSR活動との関係には相反する二つの見方が可能である。外部株主からの圧力を受けないため、短期的な視野に陥らない投資が可能という見方と、経営者が過少投資を選択する（Quiet Life）という見方である。CSR活動に対して、前者では正の効果が、後者では負の効果が想定される。したがって、コントロール変数として導入すべき変数であると考えられる。
- (注12) 本研究では東洋経済新報社が自社で行ったアンケート調査に基づき作成した値を被説明変数として採用している。したがって、「環境」評価26項目のうち、どの個別項目が中間財の供給と相関性が強いのか、具体的な要因追及までは行

えない。この個別項目の特定については今後の課題としたい。

- (注13) 本研究と同様に、Siegel and Vitaliano (2007) においても、サンプルセクションバイアスが生じる可能性を指摘し、このバイアスに対処した推計（ヘックマンの二段階推計）を行い、頑健性の検証を行っている。ヘックマンの二段階推定を行う場合、1段階目の推計式において2段階目の推計に影響を与えない変数を説明変数として用いる必要がある。本研究での推計では1段階目と2段階目の被説明変数は極めて類似する要素を持つため、1段階目の推定において2段階目の推定には影響しない変数を選択することが困難となる。しかしながら、サンプルセクションバイアスへの懸念もあることから、次善的な対処として、2段階目での被説明変数（CSR スコア）にも影響を与える可能性を完全には取り除くことは出来ない変数を1段階目での説明変数として導入し、ヘックマンの二段階推定を行っている。
- (注14) ROA、AGE、DASS、および、FRGN を一期前の値としたのは、企業経営者がCSR 活動を実施する決定を行う直前期の企業の状態を反映させるためである。
- (注15) 逆ミルズ比は、標準正規分布の確率密度関数を標準正規分布の累積分布関数で除して求められる。本研究の推計での逆ミルズ比は、東洋経済新報社のCSR 企業ランキングに掲載される確率とほぼ同義である。

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

本章では日本企業システムに注目し、CSR活動の実施要因を分析する。日本の企業システムは、従来から「比較制度分析 (Comparative Institutional Analysis)」の文脈において、その特殊性がしばしば指摘されてきた (例えば、Aoki, 1988 ; Aoki and Patrick, 1994 ; Aoki and Dore, 1994 ; 青木・奥野編, 1996 等)。この特殊な日本の企業システムの基礎として「系列≒三大企業集団」は、かつては重要な役割を果たしてきたことが知られている (Weinstein and Yafeh, 1995 ; 中谷, 1983 等)。本章では、このうちの水平的企業系列に注目する。これ以降で「系列」、あるいは「三大企業集団」と表記するときは、この水平的企業系列を意味する。

銀行危機後、株式持ち合いの解消が進み (Miyajima and Kuroki, 2007)、銀行再編を経た現在では、三菱系列を例外として、「三大企業集団」の経済的役割は薄まったことが知られている (田中, 2013)。しかしながら、企業集団間での役員兼任件数はその全盛期とほぼ同じ水準であり、これを根拠に、「三大企業集団」は引き続き実態的な役割を持つ機構であるとの指摘もある (菊地, 2017)。本研究は、この視座、つまり、三井・住友は「三大企業集団」としての経済的役割を減じた一方で、三菱に関しては「三大企業集団」としての役割を強く持ち続けていることを念頭に、分析を行う。

本章では、CSR活動と三大企業集団の関係を分析する。これらの関係を分析する理由は、次に示す、過去の実務界でのCSR活動の実施誘因が、三大企業集団に企業が属する誘因と、似た側面、つまり、ともにブランドの維持を標榜するためである。しかしながら、このCSR活動と三大企業集団の因果関係は、三大企業集団形成が歴史的な経緯に基づくものであるため、三大企業集団がCSR活動を規定する作用を持ったとしても、その逆は想定できない。このため、この両者の関係に逆の因果は生じない。

日本経済団体連合会 (以下、経団連) のアンケート調査 (2009) によると76%の企業 (334社/437社) がCSR活動を「企業価値 (ブランド力や信頼等) 創造の一方策」と捉えており、企業がCSR活動を実施するのは、様々なステークホルダーとの間に信頼関係を構築するためだと考えられる。翻って、三大企業集団 (社長会) に企業が属する誘因について、公正取引委員会事務局が2001年に実施したアンケート調査では、三井、三菱、住友の三大企業集団では「ブランドによる信用力の向上」が67.1% (49社/73社) であり、CSR活動と同様な誘因を持つものであることが分かる。

本研究は、企業がコストを追加的な負担し、CSR活動を実施するのは、ブランド力、信頼などの無形資産を獲得するためであり、企業集団に属する目的も、信頼の向上と企業ブランド維持のためであると考えられる。この理論的背景となるのは、Baron (2001)、McWilliams and Siegal (2000 ; 2001)、McWilliams et al. (2006) を嚆矢とする戦略的CSR理論の文脈であり、Aoki (2010) において示されている

2種類のタイプの消費者（投資家）像である。この理論的仮定を前提としたとき、企業集団に属する企業は、CSR活動に対する二つの異なる姿勢を示すことが予想される。一つは、三大企業集団に属する企業は既にブランド力を獲得しているため、CSR活動には消極的となるという予測であり、もう一方は、企業集団にとってグループ全体でのブランド管理は重要であり、その方策としてCSR活動を積極的に行っているという予測である。これらの予想を実証的に検証していくことが本章の目的である。

本章の構成は次の通りである。2節では先行研究のレビューをし、3節では作業仮説を提示する。続く4節では本研究のリサーチ・デザイン、傾向スコア・マッチングの仕方、企業集団の特定方法、そして、仮説検証のための基本推計式の提示を行う。実証分析の結果は5節において報告する。続く6節では追加的な検証結果を示し、最後に7節にて、残された課題をいくつか挙げ、結びとする。

2. 先行研究

本節では、長期の投資家に注目したCSR活動をめぐる決定要因分析と、そして、日本の企業集団について、先行研究のレビューを行う。CSR活動の決定要因では、近年、注目を集めている長期保有の投資家の要因に注目する。そのうえで、日本の企業集団については、まず、簡単に研究史の整理を行った上で、現在の日本の企業集団の実態をまとめる。

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

本研究は、日本企業を対象に分析を行うので、ここでのレビューも、それを中心に行うが、他方で、近年、注目を集めている長期保有の投資家の要因に注目する。

日本企業がCSR活動に積極的となった背景には、国際機関、他の先進諸国でのステークホルダーと企業との関係の変化が生じ、これらの機運が外圧として作用したことが知られている（谷本, 2006a など）。これを背景に、これまでの決定要因の研究においても、海外機関投資家の株式保有や海外売上高比率にプラスの関係を見出す研究（Tanimoto and Suzuki, 2005 ; Suto and Takehara, 2018a ; Suzuki et al., 2010 ; 谷本, 2014）が行われている^(注1)。最近では、Dyck et. al. (2019) や、藍口他 (2020) が機関投資家の所在国の法体系や、保有期間に注目し、シビルロー体系国は環境・社会を積極化させ、コモンロー体系国はガバナンスを向上させること、また、年金基金等の長期の投資家は環境・社会を積極化させるのに対し、ヘッジファンド等の短期保有の投資家はガバナンスを向上させることが報告されている。また、長期保有の投資家がCSR活動を促進する傾向は、近年、内外の研究者から注目されている（例えば、Nguyen et al., 2020 ; Shirasu and Kawakita, 2020 ; Shirasu et al., 2020）。本研究が注目する日本の企業集団（系列）も、定義により、長期保有の投資家を見做すことは可能である。

2-2. 日本の企業集団

日本の企業集団についての研究史を整理する。比較的近年においても、Lincoln and Shimotani (2010) などで、水平・垂直的系列が包括的に分析されているものの、垂直的企業系列を取り扱った研究（Sako

and Helper, 1998 ; Itoh et al., 2008 ; Matous and Todo, 2015 ; 武石・野呂, 2017) に比べ、現在の水平的系列を取り扱った研究は多くはない。

水平的企業集団は、明治期にはグループ内で資金供給を行うにより「資金制約 (financial constraints)」を緩和する役割を果たした (Morck and Nakamura, 2005 ; 2007)。そして、その後の第二次大戦を経て、「財閥」から「系列」へとその名称、機能を転換 (Miyajima, 1994 ; Miyajima and Kawamoto, 2010) した後も、重要な経済的機能を果たしたことが知られている (Weinstein and Yafeh, 1995 ; Yafeh, 2002 ; 中谷, 1983)。

もっとも、銀行危機後、株式持ち合いの解消が進み (Miyajima and Kuroki, 2007)、銀行再編を経た、現在では、「系列」(三大企業集団) の経済的役割は薄まったと結論する研究も多い (例えば、田中, 2013)。しかしながら、企業集団間での役員兼任件数は全盛期とは大きくは変わらない水準であり、これを根拠に、「系列」(三大企業集団) は引き続き実態的な役割を持つ機構であるとの指摘もある (菊地, 2017)。また、三大企業集団のうち、三菱グループだけは「集団内取引、共同投資などの経済活動の実体を例外的に保持している」(田中, 2013, 350 頁) との調査結果の報告もあることから、本研究では、系列 (三大企業集団) の経済的な効果は弱まったものの、引き続き、何らかの誘因のもと、活動を維持しているものと考えられる。

橘川 (1996) は、戦前の財閥と、戦後の企業集団 (三井、三菱、住友) とでは、家族や本社 (持株会社) の影響が消滅していることを根拠に、非連続的であると明確に指摘しつつも、同時に、宮島 (1992) での見解を支持し、企業集団が財閥時代から機能的には連続性をもつことを指摘している。具体的には、企業集団 (三井、三菱、住友) には、①基本的機能と②付加的機能の二つの機能があることを指摘し、①基本的機能としての株式相互持ち合いによる株主安定化に加え、②付加的機能として社長会での交流を通じた「情報の交換、リスク・シェアリング、取引コストの削減など」があることを整理している。

この機能の面から整理をすると、企業集団 (三井、三菱、住友) の外縁部に、芙蓉、三和、一勸から成る融資系列があり、包含する関係にあるという (図表 6-1)。定義により、融資系列は「多様な業界の諸企業と、それらに対して大きな融資シェアをもつ特定の金融機関とが長期的な資金の貸借関係に基づいて形成される集団」となるため、企業集団よりも、その中核をなす機能が希釈されるというのが本研究での見解である。実際に、菊地 (2017) の調べによる六大企業集団ごとの株式持ち合い関係の推移からは、三大企業集団と、融資系列との間で、その水準に違いがあることが分かる (図表 6-2)。

== 図表 6-1 企業集団と融資系列 ==

== 図表 6-2 六大企業集団の株式持ち合い比率の推移 ==

3. 作業仮説

本節では、系列に属する企業と独立企業との間には、CSR 活動への取り組み方にどのような違いが生

じるか、直観的かつ、アドホックな予想を提示する。

3-1. CSR活動と信頼構築

企業がCSR活動を実施するインセンティブについては、既に、先行研究のレビューを通じ、理論的な合理性の根拠を述べた。ここでは、これに加え、実務界の「認識（アンケート調査結果）」も踏まえ、本研究での企業がCSR活動を行う際の誘因について、その立場を明確にする。

経団連が2009年9月15日に公表したアンケート調査での質問項目、「貴社にとってCSRはどのような意味を持っていますか」との問いに対し、76%の企業（334社/437社）が企業ブランドや信頼を高めるための方策と捉えている^(註2)。これを踏襲し、本研究でも、企業が追加的なコストを抛出し、CSR活動を実施するのは、ブランド力、信頼といった無形資産を獲得するためであると考ええる。

3-2. 企業集団とブランド

次に、系列（社長会）に企業が属する誘因について検討する。この検討には、公正取引委員会事務局が2001年に実施したアンケート調査結果が参考になる。同アンケート調査では、三井、三菱、住友の三大企業集団に属する企業が社長会（系列）のメンバーであり続ける理由として、「ブランドによる信用力の向上」が67.1%（49社/73社）を占めていることが明らかになっている。この公正取引委員会によるアンケート調査結果は、公表時期が古く、ここで示されるような認識が現在においても、引き続いて示されているか、疑問が残る。ただ、公正取引委員会事務局（2001）以降の認識を明らかとする調査結果は、筆者の知る限り存在しないので、本研究では、引き続き、企業ブランドを獲得し、信用力を向上させるために、系列企業は企業グループであり続けているものと考ええる。

3-3. 作業仮説の提示

企業グループに属することは、信頼が担保される可能性があるとしても、そのことがCSR投資に与える影響は一義的に確定できない。一つには、系列に属する企業は既にブランド力を獲得しており、独立企業と比べ、自社に対するレピュテーションを向上させる誘因は強くは働かないので、CSR活動には消極的となるという予測である。この場合には、社長会に所属する企業は、CSR活動の水準を引き下げる。他方で、企業グループに属する企業はグループの名声を維持するために、独立企業よりも、CSR活動に積極的になるという対立仮説も想定される。これは企業集団にとってグループ全体でのブランド管理は重要であり、その方策としてCSR活動を積極的に行っているという予想である。この場合には、社長会に所属する企業は、全体のCSR活動の水準が高いと推測される。したがって、系列（三大企業集団）企業は独立系企業と比べて、CSR活動に積極的である事が予想される。

4. 実証分析

本節では、まず、先に述べた作業仮説を検証するために、どのようなリサーチ・デザインとすべきか

検討を行う。その上で、その手法、推計モデル、使用データ、サンプル企業について記述する。

4-1. リサーチ・デザイン

本研究ではCSR活動と企業グループ（系列）の関係を分析する。これは具体的には、1) 系列に該当する企業（以下、系列企業）と、2) 系列に該当しない企業（以下、独立企業）ではCSR活動について、その積極性に違いがあるか、実証分析を通じて明らかとすることである。理想的な検証の方法は、A企業が系列企業の場合（系列A企業が存在する世界）と、独立企業であった場合（独立A企業が存在する世界）、その双方を観察可能な実験環境をつくることであるが、これは社会科学の分野の統計データを扱う以上、現実には不可能なことである。

本研究では、次善の策として、「反実仮想的（counterfactual）」な仮定（Winship and Morgan, 1999；星野, 2009）のもと、系列に含まれる傾向（系列企業と共変量）に近い独立企業をマッチングさせ（傾向スコア・マッチング）（Rosenbaum and Rubin, 1983）、その条件について一定としたうえで、企業集団を要素とするCSR活動の決定要因モデルの分析を行う。なお、本分析では、このリサーチ・デザインを描くにあたって、中澤（2013a；2013b）での手法を参考とした。

4-2. 企業集団の特定

日本の水平的企業系列は、通常、三井、三菱、住友、芙蓉、三和、一勸の六大企業集団を指す。しかしながら、上述の通り、銀行危機を経て、都市銀行のメガバンク化が生じる過程で銀行の再編が起き、従来よりも機能が弱まるとともに、その境界もあいまいになった。本研究では、この水平的企業系列のうちで、グループ関係がより強固であると考えられる三井、三菱、住友の三大企業集団を企業集団の代理変数として用いる。そして、独立企業群のうち、融資系列に属する企業は、追加検証におけるコントロール変数として導入する。

企業集団の選定は、各企業集団の関連団体のHPに記載される企業リストに掲載の企業を、当該企業集団に属する企業として特定している。該当企業の詳細は図表6-3の通りである。表掲はしないが、融資系列企業についても、旧芙蓉、旧三和は関連団体のHPを参照している。一勸については、現在、関連団体のHPは、筆者の知る限り存在しないので、週刊ダイヤモンド（2017年7月29日号）を参照に加盟企業を特定している。

== 図表6-3 三大企業集団 ==

4-3. 傾向スコア・マッチング

ここでは、傾向スコアを求めるため、系列ダミーを被説明変数とするロジット分析のモデルを構築している。以下がそのモデルである。

・傾向スコア導出モデル（ロジット・モデル）

$$\text{Sandai-Keiretsu}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ASS}_i + \alpha_2 \text{DPH}_i + \alpha_3 \text{AGE}_i + \alpha_4 \text{BRD}_i + \alpha_5 \text{MBD}_i + \varepsilon$$

添字 i は企業 i を表している。傾向スコア導出モデル（ロジット・モデル）で用いられている各変数は以下の通りである。

Sandai-Keiretsu：三大企業集団ダミー = (三井ダミー + 三菱ダミー + 住友ダミー)

ASS：企業の規模 = 総資産自然対数値

DPH：政策保有の程度 = ①安定保有株主比率、②株式相互持ち合い比率

AGE：成熟度 = 操業年数 (($t-1$) - 設立年度)

BRD：取締役会の洗練度 = 取締役会人数 (規模調整)

MBD：メインバンク関係の強さ = ①メインバンク株式保有比率、②メインバンク借入金依存度

ε ：誤差項

ここで被説明変数はKeiretsuであり、これは、(1) 三井、(2) 三菱、(3) 住友に該当する場合に1とするダミー変数である。本研究では、この系列を説明する要素として、企業規模、政策保有の程度、成熟度、取締役会規模、メインバンク依存度を想定している。政策保有の程度（安定保有比率、持ち合い比率）、メインバンク依存度（MB株式保有比率、MB借入依存度）は、企業集団の規定要素として考えられることから変数として導入している。規模に関しては、系列と独立企業とで際立った違いがあることが基本統計上で明らかなので、傾向スコア算出の際に考慮すべきと考え、採用している。このほか、操業年数、取締役会の洗練度は、系列の外形上の特徴として排除すべきではないのでモデルに導入している^(注3)。

4-4. 基本推計モデル

本項では、三大企業集団に属する企業群が、ブランド力の獲得のため、CSR活動に積極的になるとの作業仮説を、以下の推計モデルによって検証していく。この推計モデルで説明変数として用いる「三大企業集団」は特に企業規模の面で、独立企業群とはその特色が大きく異なる。このため、本研究では1) マッチング前のサンプルと、2) 前項の傾向スコア導出モデル（ロジット・モデル）により算出された、系列ダミー1をとる企業のスコアと近いスコアを持つ三大企業集団ダミー0をとる企業だけを対象としたサンプルの二つを用意し、その特性を考慮して検証を行っていく。このサンプルの構築過程については、下記で再度詳しく記述する。

・基本推計モデル（トービット・モデル）

$$\text{CSR}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Sandai-Keiretsu}_{it-1} + \alpha_2 \text{ASS}_{it-1} + \alpha_3 \text{RD}_{it-1} + \alpha_4 \text{ADV}_{it-1} + \alpha_5 \text{FSR}_{it-1} + \alpha_6$$

$$ROA_{it-1} + \alpha_7 DASS_{it-1} + \alpha_8 FRGN_{it-1} + IND + FY + \varepsilon$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を表している。決定要因モデル（トービット・モデル）で用いられている各変数は以下の通りである。

CSR : CSR データ（下限を 0 とする連続数）

Sandai-Keiretsu : 三大企業集団ダミー = (三井ダミー + 三菱ダミー + 住友ダミー)

ASS : 企業の規模 = 総資産自然対数値

RD : 技術的競争力 = R&D 投資額 / 売上高

ADV : 製品差別化 = 広告宣伝費 / 売上高

FSR : ステークホルダー関係の広さ（海外売上高比率）

ROA : 収益性 = 業種等調整 ROA

DASS : 財務安全性 = 負債比率

FRGN : 外部圧力 = 外国法人等株式保有比率

IND : 業種ダミー（東証 33 業種分類コード）

FY : 年度ダミー

ε : 誤差項

本研究の基本推計モデルでは、被説明変数の CSR データには東洋経済新報社の提供する (1) CSR スコア、そして、CSR スコアの構成項目である (2) 人材活用スコア、(3) 環境スコア、(4) 企業統治+社会性スコアを採用している。説明変数の Sandai-Keiretsu は、(1) 三井、(2) 三菱、(3) 住友に該当する場合に 1 とするダミー変数である。また、コントロール変数には、ASS、RD、ADV、FSR、ROA、DASS、FRGN を導入している^(注4)。

企業規模 (ASS) の代理変数には、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001)、首藤・竹原 (2008a ; 2008b) 等を参考に、総資産を自然対数に変換した値を用いている。企業の技術的競争力 (RD) の代理変数は研究開発投資集約度を、製品差別化 (ADV) の代理変数は売上高広告費比率を用いている。技術的競争力と製品差別化の導入は、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001) による理論を根拠としている。彼女らは、CSR 活動の一部と見做すことが出来る社会性を生み出す研究開発が存在することを指摘している。また、広告宣伝費には、社会性の高い財・サービスの購入に関心の高い消費者に自社の取り組む CSR 活動を認知させる手段としての機能があると指摘している。この先行研究からの示唆が示すように、CSR 活動の決定要因として、これらの変数をコントロールする必要があると考え、モデルに導入する。

また、Tanimoto and Suzuki (2005) 等での実証結果を参考に、海外売上高比率（ステークホルダー関係の広さ : FSR）もコントロール変数として導入している。ROA は収益性の多寡が CSR 活動の実施状況に影響を与えることが実務界、学术界において広く認知されていることから導入している。DASS は、Bae

et al. (2011)、および、佐々木・花枝 (2014) を参考に、財務安全性の代理変数として、負債比率を導入している。そして、FRGN は、Tanimoto and Suzuki (2005)、および、Suzuki et al. (2010) を参考として、外国人持株比率を導入している。さらに、年ダミー、産業ダミーも導入し、考えられうる他の要素からの影響をコントロールするように努めてモデル設計を図っている。

4-5. 使用データとサンプル、基本統計量

本分析で用いた代理変数一覧は、図表 6-4 にまとめた通りである。

＝ 図表 6-4 代理変数一覧 ＝

まず、全上場企業を対象に、財務データが完備可能な企業を収集した。このベースとなるサンプル企業に対し、金融業、規制産業はサンプルから除外し、系列企業 (図表 5-3) を 1、それ以外を 0 とする系列ダミーを割り振った。次に、CSR 活動の実施を t 年とした場合、各種財務データが t-1 年となるように、CSR データと財務データを突合した。その上で、三大企業集団ダミーを被説明変数とする、傾向スコア導出モデル (ロジット・モデル) により算出された傾向スコアに基づき、三大企業集団ダミー 1 と近似のスコアを持つ、三大企業集団ダミー 0 の企業をマッチングした。

マッチングは同一年度内での企業間で行った。CSR スコアを持つ企業だけを対象に、傾向スコアを算出してしまうと、サンプル数は激減してしまう。本研究では、サンプル数の確保のため、東洋経済新報社の提供する CSR 企業ランキングに掲載されない、財務データが確保可能な企業に、CSR スコア=0 の値を割り当てている。このため、下限を 0 とし、以降は連続数となる被説明変数 (CSR スコア) になるので、企業集団を要素とする CSR 活動の決定要因モデルにおいては、トービット・モデルを採用した。

この結果、本分析でのサンプル企業は、図表 6-5 の通りとなった。なお、本研究ではキャリパー (caliper:一定の傾向スコアの距離) 0.03 を超える企業 (三大企業集団の企業、独立企業) はマッチングの対象から除外している。この他、業種等調整 ROA が -48409.504 と異常値が見られた 1 社をサンプルから除外している。

＝ 図表 6-5 サンプル企業概要表 ＝

図表 6-6 はマッチング前 (パネル A) と後 (パネル B) のサンプル企業のベン図を示している。この図表からは、マッチング前 (図表 6-6 パネル A) では、独立企業は 36,261 社 (うち、CSR スコアがある企業は 6,884 社 (全体の 18.98% (6,884/36,261))), 三大企業集団企業群は 846 社 (うち、CSR スコアがある企業は 560 社 (全体の 66.19% (560/846))), そして、これに重複する融資系列企業が 1,994 社であったが、マッチ後の (図表 6-6 パネル B) では、独立企業は 721 社 (うち、CSR スコアがある企業は 417 社 (全体の 57.84% (417/721))) と大幅に減少し三大企業集団と外形的な特徴が似通った企業

だけがサンプルに残り、三大企業集団企業は 829 社（うち、CSR スコアがある企業は 543 社（全体の 65.50% (543/829)））とほぼ同じ企業数のサンプルが残り、そして、これに重複する融資系列企業は 174 社と大幅に縮小したことが読み取れる。また、これとは別に図表 6-7 はサンプル企業内での三大企業集団ダミー企業の概要をまとめている。マッチ後に三井ダミーは 314 社、三菱ダミーは 275 社、住友ダミーは 240 社であり、三大企業集団ダミーに占める割合は、それぞれ 37.88%、33.17%、28.95%であった。これらの分布状況から、本研究でのパネル・サンプルにおいて、各系列での特筆すべき偏りはないものとする。

＝ 図表 6-6 サンプル企業概要図 ＝

＝ 図表 6-7 三大企業集団ダミー企業の概要 ＝

これらの基本統計量は図表 6-8 にまとめた。パネル A はマッチング前、パネル B はマッチング後の基本統計量を示している。パネル A を見ると、三大企業集団に属する企業と独立企業とで企業規模に著しく大きな差が存在するが、パネル B を見ると、同程度の企業規模でマッチングされているのが分かる。また、マッチング前の三大企業集団に属する企業群の CSR スコアの平均は 155.16 で、独立企業の 36.44 と比べて約 4 倍近く高いが、マッチング後においても、依然として三大企業集団に属する企業群の CSR スコアの平均は 153.05 で、独立企業の 131.10 と比べて CSR スコアは高い。

＝ 図表 6-8 基本統計量 ＝

5. 分析結果

本節では、CSR 活動と企業集団の関係について、マッチ前の推計と、基本推計の結果を報告する。マッチング前の推計結果は図表 6-9 に、基本推計は図表 6-10 に要約されている。

＝ 図表 6-9 マッチ前の推計 ＝

＝ 図表 6-10 基本推計 ＝

図表 6-9、図表 6-10 の (1)、(2) 式は CSR スコアを、(3)、(4) 式は雇用（人材活用）スコアを、(5)、(6) 式は環境スコアを、そして、(7)、(8) 式は企業統治・社会性スコアを、それぞれ被説明変数として推計した結果を示している。(1)、(3)、(5)、(7) 式は三大企業集団ダミーを、(2)、(4)、(6)、(8) 式は三井、三菱、住友の各ダミー変数を説明変数としている。

図表 6-9、図表 6-10 の推計結果を確認すると、どちらでも三大企業集団ダミーが正で統計的に有意

である。基本推計（マッチ後）の係数を見ると、三大企業集団に属する企業は独立企業に比べて18.1ポイントだけCSRスコアが高いことが分かる。さらに、CSRスコアの細項目である各スコアも、人材活用スコアは5.4ポイント、環境スコアは6.4ポイント、企業統治・社会性スコアは6.5ポイントほど、三大企業集団に属する企業は独立企業に比べてスコアが高いことが明らかとなった。また、CSR活動の積極度の違いを三大企業集団ごとに考察する推計では、特に、三菱ダミーの係数は全て正で、1%水準で統計的に有意であり、CSRスコアで44.9ポイント、人材活用スコアで13.6ポイント、環境スコアで14.4ポイント、企業統治・社会性スコアで17.2ポイントほど、独立企業や他の企業集団と比べて高いスコアを有しており、この結果は、三大企業集団の中でも、三菱グループに属する企業がCSR活動を活発に行っていることを意味している。以上のようなことから、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。この推計結果は、企業集団にとってグループ全体でのブランド管理は重要であり、その方策としてCSR活動を積極的に行っているという見方を支持している。

6. 追加的な検証 ①

本節では、5節で示された推計結果に対し、いくつかの追加検証を行う。具体的には、①基本推計+系列要素、②-a マッチ前の推計+融資系列、②-b 基本推計+融資系列、③基本推計+系列要素+融資系列の三種類の追加検証を行っている。

＝ 図表6-11 基本推計+系列要素 ＝

＝ 図表6-12 マッチ前の推計+融資系列 ＝

＝ 図表6-13 基本推計+融資系列 ＝

＝ 図表6-14 基本推計+系列要素+融資系列 ＝

ここでの「系列要素」とは、株式相互持ち合い比率、メインバンク株式保有比率、メインバンク借入れ依存度、操業年数、業種等調整取締役会人数を指す。また、「融資系列」は、独立企業群のうち、芙蓉、三和、一勸に加盟していた企業群をダミーとするものである。橘川（1996）が指摘する機能の面に着目するならば、企業集団の外縁部に位置する属性を持つ集団とも言え、融資系列のコアであったメインバンクがメガバンク化して以降、その集団的な機能は、三大企業集団と比べて、より曖昧化しているものと考えられる。

これらの追加的な検証においても、一貫して三大企業集団ダミーが正で統計的に有意である傾向が観察された。また、融資系列ダミーを追加した検証では、三菱ダミーに加え、三井ダミーも正で統計的に

有意である事実も観察されている。他方で、融資系列ダミーの係数の値も高く、統計的に有意であった。図表6-6にまとめた通り、三大企業集団で、かつ、融資系列という企業はいくつか存在する。これらの企業群は、旧融資系列企業から三大企業集団に組み込まれた企業群である。また、これとは別に、旧融資系列から独立企業に近い立ち位置へと変遷を遂げた企業群もある。これら旧融資系列の企業群は、本稿での考察対象ではないため、これ以上の検証は試みないが、これらの企業群のCSR活動に係るインセンティブメカニズムの解明は今後の研究課題としたい^(注5)。

7. 追加的な検証 ②

本節では、5節や6節とは異なった視点での追加検証を行う。本研究のこれ以前の検証では三大企業集団の代理変数に社長会メンバーを用いて分析を行ってきた。ここでは、これを別角度から行う。具体的には、商標、地理的な集中があるかにより、三大企業集団のダミー変数にバリエーションを持たせている。これらの変数は「商標あり」と「なし」、「地理的な集中」と「非集中」を合算すると前節までのダミー変数となる。前節までの推計モデルでは、「三菱」ダミーだけが有意に正の関係を示す傾向がみられていた。この節での追加的な検証を行うことにより、「三井」、「住友」ダミーの係数が何故、有意な傾向を示さないのか、「三菱」ダミーとの傾向的な違いは何か、考察の糸口を探ることが可能となると考える。

図表6-15は社長会、商標、地理的な集中に該当するダミーが3大企業集団で、それぞれどのように分布するかをまとめている。ここでは社長会メンバーのうち、当該企業集団名が社名に入るものを商標ありの企業とし、図表6-15に注記した地所を本社とする場合に地理的に集中する企業としている。図表6-16はこの別角度からの系列変数により、基本推計と同様の検証を行った結果を示すものである。

＝ 図表6-15 別角度からの三大企業集団 ＝

＝ 図表6-16 推計結果_別パターン_の系列 ＝

ここでの検証からは、三大企業集団の全体の傾向として、商標を持たない社長会メンバー企業の方がCSR活動に積極的である傾向が明らかとなっている。特に「三井」ダミーと「住友」ダミーでは、商標を持つことがCSR活動の実施にネガティブな影響を与えており、他方で、「三菱」ダミーは例外的に商標を持つことがCSR活動の実施にポジティブであることが明らかとなっている。これは、「三菱」グループが、ほかの企業集団に比べて結びつきが維持されており、商標の維持がブランドの維持であり、その手段としてCSR活動が行われているとの考えを支持するものと考えられる。また、「三菱」「住友」の非商標の企業は、CSR活動に積極的である。これらの企業群においては、社長会メンバーとしてのブランド維持の代替としてCSR活動による信頼の担保を図っているものと考えられる。

＝ 図表6-17 推計結果_交差項 (三大企業集団ダミー×無形資産変数) ＝

次に、三大企業集団ダミーと無形資産変数（R&D 集約度、売上高広告費比率）との交差項を用いた分析により、三大企業集団に属する企業のうち、どのような企業特性がより、CSR 活動を積極化させるかを検証している。ここでの検証の結果は図表6-17に記載している。この結果からは、三大企業集団の企業のうち、R&D 集約度が高い企業ほど、より CSR 活動を積極化させる傾向が確認されている。この傾向は、「三井」ダミーと「住友」ダミーにおいて有意な傾向があり、推計結果からは、これらの企業集団では、他の無形資産への投資を積極的な企業の場合には、CSR 活動に対しても投資を積極化させる傾向を持つことが示唆される。

8. 結びに代えて：残された課題

本章は、水平的企業集団（「系列」、特に「三大企業集団」）に着目し、これら「三大企業集団」に属する企業と、独立系企業とでは、CSR 活動の実施に、どのような違いがあるか、実証分析を通じて関係を明らかにすることを目的としている。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、独立企業のうち三大企業集団の企業と似た要素を持つ企業群だけにサンプルを絞り、分析を行うと、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、三菱グループではその傾向を強く持つことが、明らかとなった。この傾向は、「融資系列」や、企業集団を規定する要素をコントロールしたとしても、一貫して三大企業集団に属する企業は CSR 活動に積極的であり、同様に、三菱グループで強い傾向が見られた。また、独立企業群のなかで、旧企業集団とも見做せる「融資系列」に属していた企業群を含めた分析においても、系列企業は CSR 活動に積極的であるという頑健な結果を得られた。

この推計結果は、企業集団にとってグループ全体でのブランド管理は重要であり、その方策として CSR 活動を積極的に行っているという見方を支持している。また、銀行危機を経て、集団としての経済的機能を喪失し、企業集団から独立系企業へと変貌を遂げている（旧）融資系列企業群では、CSR 活動が当該企業の信頼性を担保する手段として、より積極的に行われるようになった可能性も考えられる。引き続き、企業集団としての機能を維持する三大企業集団と、その機能を喪失した融資系列では CSR 活動に対する誘因が異なる可能性がある。

ひとつの解釈としては、三大企業集団においては、依然として、集団全体でのブランドの維持が重要であり、そのブランドイメージを棄損する事態を招かないため、組織的に高い水準の CSR 活動を行っている可能性が考えられる。この関係は、商標に焦点をあてた検証において、「三菱」ダミーのうち、商標ありの三菱ダミーが正で有意な係数であったことが示すように、特に、「三菱」集団において強い。他方、「三井」、「住友」の両集団は、商標にはネガティブな傾向を示す一方で、無形資産への投資が相対的に多い企業群では CSR 活動への投資も積極化を見せる傾向を持つことが確認された。これらのメカニズムに対して背景となる理論について検証を深めていくことが今後の研究の課題である。

注

- (注1) この詳細は本研究の前章までにおいて述べてきた。
- (注2) これの他のアンケート調査でも、同様の傾向は確認できる。例えば、東京商工会議所が2005年7月12日に公表したアンケート調査では、「CSRに取り組む目的・理由(3項目以内複数回答)」との問いに対し、中小企業(N=406)のうち55.7%が、大企業(N=60)のうち63.3%が「企業のイメージの向上」と回答している。
- (注3) 菊地(2017)が示唆するように系列内での取締役の相互派遣はその外形的特徴であろう。このような特徴は非洗練化された取締役会構造と見做せることから、これを変数として用いている。
- (注4) 本研究では、 t 期におけるCSR活動の水準は、 $t-1$ 期での企業特性(すなわち、基本推計モデルにおける説明変数、コントロール変数)が規定するものとする。これが、被説明変数と、説明変数・コントロール変数の測定時期にラグをつける理由である。
- (注5) 旧融資系列企業群には、みずほ銀行をはじめとして、渋沢栄一氏が設立と経営に携わった企業が含まれている。岡本(2018)では、渋沢栄一氏の著書『論語と算盤』に経済性だけでなく社会性の追求という、両輪が必要であることが説かれた「道徳経済合一主義」が謳われていることを指摘している。このようなルーツが、旧融資系列企業群のCSR活動の姿勢に影響を及ぼした可能性は捨てきれない。

第7章 CSR活動と安定保有株主、株式持ち合い

1. はじめに

本章は、前章に引き続き、日本企業システムの従来的な特色に注目し、CSR活動の決定要因分析を行う。前章との大きな違いは、注目する対象が社長会の特定による系列から資本関係の結びつきの代理指標と見做せる安定保有株主、株式相互持ち合いへと、その関心を移行させることである。

安定保有株主、株式相互持ち合い、政策保有株式は、いわゆる「モノ言わぬ株主」と見做され、2018年6月のコーポレート・ガバナンス・コード（以下、CGC）の改訂で、特に政策保有株は、それまでの「保有理由の開示」から「保有の縮減」を原則として求められるようになる等、その負の側面が問題視され、日本の企業統治システム上の改革の本丸の一つと位置付けられている。

このような実務界での注目、問題意識を鑑み、政策保有株式について Jidinger and Miyajima (2019) や円谷 (2020) で実証的に分析が図られている。Jidinger and Miyajima (2019) は、東証1部上場企業で政策保有株式が恒常的に高い（上位25%）企業群からランダムに200社をセレクションし、サンプル企業として分析を行っている。したがって、同研究は、「岩盤企業」と見做されるような政策保有比率の高い企業を分析の対象としている。分析結果からはCGCの導入を契機に、趨勢的に平均売却銘柄数を増やしている傾向を観測するとともに、サンプルとした「岩盤企業」群において、外国人保有比率が高い場合には、それが当該企業の政策保有株の売却を促進するのではなく、保有を続ける傾向をもたらすことを報告している。同研究では、「岩盤企業」群が、外部圧力から脅威がより強くなる状況下では、この外部からの影響を削ぐこと（エンtrenチメント）を目的とし、政策保有を継続しているものと解釈している。

また、円谷 (2020) は、まず、ノンパラメトリカルなアプローチにより、総資産比で政策保有株の割合が高い企業は利益率、成長性が低い、一方で、安定性が高い特徴を持つことを明らかにしている。そのうえで、政策保有株数の削減ダミーを被説明変数とする決定要因分析を行っている。分析からは、保有企業が売却の必要性に迫られる、財務的に不芳な状況なほど売却されることが明らかとなったこと、買収の脅威が売却行動には影響を与えないこと、そして、事業会社間での株式相互持ち合いのケースでは売却行動は起きづらいが、メインバンク以外の銀行株等、取引の頻度が相対的に低い株式の場合、売却される傾向があることを指摘している。

この安定保有株主、株式相互持ち合い、政策保有株式に代表される、いわゆる「モノ言わぬ株主」が日本企業のCSR活動に与える効果には比較的古い時期から理論的な考察が行われていた。例えば、谷本 (2006a) では、「1990年代以降の構造変化」が2000年代初頭のCSRムーブメントの下地となったことを指摘し、その構造変化として「グローバリゼーションの

進展」、「市民意識の変化、市民社会組織の台頭」とともに「株式所有構造の変化」を挙げている。谷本（2006a）の主張の背景には、「株式相互持ち合いや安定保有株主といった「モノ言わぬ株主」の存在が高い比率を占める企業統治の状況は、企業経営者にとっては外部に対して自社情報に関してアカウンタビリティを実施する誘因が低くなる」という論考が想定される。「社会性」に係る企業活動についても、このような企業では、第三者からの評価・モニタリングの機会、そして誘因も相対的に乏しいため、それに伴ってこれらの活動に消極的になると解釈可能であろう（注1）。

本章において、CSR活動と安定保有株主、株式相互持ち合いの関係を考察することは、副次的に、CSR活動はエージェンシー・コストを伴う支出か否かを探る研究への貢献にもなりうる。

CSR活動と安定保有株主、株式相互持ち合いの関係には、①CSR活動がある種のエージェンシー・コストを伴う支出と見做すならば、外国人保有株式の比率には負、安定保有株主・株式相互持ち合い比率には正の関係が想定され、逆に、②CSR活動が長期的な企業価値向上に繋がり、かつ経営者にとってコストを伴う投資と見做すならば、外国人保有株式の比率とは正、安定保有株主・株式相互持ち合い比率とは負の関係が、理論的には想定される。本章における実証分析の結果が、このうちのいずれかを支持するものであれば、前述の問い、すなわちCSR活動はエージェンシー・コストを伴う支出か、否かという問題に対し、企業統治理論上の解を与えることが可能となり、これを示すことが本章の一つの意義となろう。

本章の構成は次の通りである。2節では先行研究のレビューをし、3節では作業仮説を提示する。続く4節では本章での推計モデル、データセット、基本統計量、相関係数を示し、実証分析の結果は5節において報告する。続く6節では追加的な検証結果を示し、最後に7節にて、6章と7章の総括を行い、結びとする。

2. 先行研究（エントレンチメント仮説）

本節では、安定保有株主、株式相互持ち合いについての「負の側面」と想定されるエントレンチメント仮説を企業統治理論の観点から整理する。ここでは、まず、英米型企业統治システムにおいて考えられてきた1) 経営者の株式保有比率と、エントレンチメントとの関係をレビューし、そのうえで、日本型企业統治システム上のエントレンチメントと考えられる2) 安定保有株主、株式相互持ち合いに係るエントレンチメント仮説について、先行研究のレビューを行っていく。

2-1. 経営者の株式保有比率

以下では、米国での理論研究において想定されていた経営者の株式保有比率とエントレンチメントの問題と、アライメント効果についての研究を紹介し、次に、日本企業システム上のエントレンチメントとされた安定保有株主、株式相互持ち合いに関する研究についてまとめる。

Jensen and Meckling (1976) を嚆矢とするプリンシパル=エージェント理論を企業統治論に応用する文脈では、株主はプリンシパルであり、所有を伴わない「専門的経営者」はエージェントとして考えられる。Jensen and Meckling (1976) は、仮定上の、経営者の行動が株主から観察可能であり、また裁判でもその行為を立証可能な場合（ファーストベスト）には一致するプリンシパルとエージェントの利益が、そうではなく、現実の、経営者の行動に対して株主との間で、情報の非対称性が存在する（経営者は隠された行動(hidden action)が存在する）ケース（セカンドベスト）では、エージェントはモラル・ハザードの誘因を持つことになるため、両者の利益は不一致となることを理論的に説明している^(注2)。

これとは異なる視点で Demsetz (1983) は経営者の機会主義的行為が生じるメカニズムを考察している。Demsetz (1983) は、(専門的) 経営者は、その目的が企業利益の最大化ではなく、自身の効用最大化であること、そして、効用には金銭的な利潤とともに、非金銭的な利潤も存在することを指摘し、経営者自身が企業の株主である場合や、所有権がより集中している（ブロック所有の）場合を除くと、企業のリソースを株主の利益とは不一致な（自身の）効用最大化のために使う可能性が増すことを指摘している。これを Stulz (1988) は、企業支配権市場（the market for corporate control）の観点から説明している。Stulz (1988) は、経営者の持株比率が上昇すると、テnder・オファーの成功確率は下がり、それがなされたとしてもプレミアムが高くなるため、外部からの圧力を受けにくくなることを理論的に明らかとした。

これらの理論的示唆を実証したのが Morck et al. (1988) である。彼らは 1980 年の Fortune 500 に掲載された企業のうち 371 社をサンプル企業とし、被説明変数をトービンの Q、説明変数を取締役会持株比率 (board ownership) とし、R&D 支出、広告宣伝費、負債比率、規模をコントローラーとするクロスセクション分析を行っている。同研究では説明変数の取締役会持株比率を 0% から 5%、5% から 25%、25% 以上の閾値で分割して計算しており、5% まではトービンの Q を高める（アライメント）効果がある一方で、それ以上の水準では、トービンの Q を下げる（エントレンチメント）効果があること、つまり、両者の関係が非線形であることを明らかとしている。

McConnell and Servaes (1990) は、1976 年 (1173 社) と 1986 年 (1093 社) において NYSE (New York Stock Exchange) か、AMEX (American Stock Exchange) に上場する企業をサンプル企業とし、被説明変数をトービンの Q、説明変数をインサイダー保有比率と、その二乗項とし、企業価値と経営者持株との関係をクロスセクション分析している。分析の結果、どちらのサンプルにおいても、インサイダー保有比率はプラスで有意であり、その二乗項はマイナスで有意であった。同研究では、これらの検証を通じて、企業価値に対し、経営者持株は逆 U 字の形状の関係を持っており、インサイダー保有が 40% から 50% に至る段階まではアライメント効果が、それ以降はエントレンチメント効果が生じるというメカニズムがあることを明らかとしている。

2-2. 安定保有株主、株式相互持ち合い

手嶋（2000）は、以上で示したような米国企業を対象とする検証結果を、日本企業にサンプルを置き換えて分析している。同研究では東証一部上場の製造業で、1998年3月を決算とする650社をサンプルとし、トービンのQを被説明変数、役員持株比率に加え、金融機関持株比率、事業法人持株比率を説明変数とし、規模、研究開発費比率、広告宣伝費比率、負債比率をコントロール変数としてクロスセクション分析を行っている。分析の結果からは、米国企業と同様に日本企業も、トービンのQに対して役員持株比率は逆U字型の形状を持つことを確認するとともに、これとは独立に、トービンのQに対し、金融機関、事業法人持株比率はU字型の形状を持つことを示している。

宮島他（2004）では、1992年度から2000年度に東証一部に上場していた、金融や規制産業を除くすべての企業をサンプルとし、被説明変数をTFP指標の時間変化率の産業中央値からの乖離幅とし、説明変数を海外機関投資家持株比率、安定保有比率、そして、これらのコントロール変数として負債比率、取締役会規模、社外取締役比率、規模、ラグ変数を導入し、固定効果モデルによる推計を行っている。分析からは、海外機関投資家持株比率の係数がプラスで有意である一方で、安定保有比率の係数はマイナスで有意であることが確認されている。

なお、安定保有株主、株式相互持ち合いに係る議論は、2000年代、2010年代に至っても重要性は失われていない。例えば、Ikeda et al.（2018）は、2000年代以降の日本企業をサンプルとして、株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率が、CAPEX（capital expenditure）、M&A、R&Dといった企業投資の実施に対し負の効果があり、かつ、リスクテイキングにマイナスの作用を持つことを実証研究により明らかにし、2000年代以降の日本企業の低収益性、低成長性の遠因の一つに、これらエンブレチメント効果があることを示唆している。

3. 作業仮説

本研究では一貫してCSR活動を企業にとって、少なくとも長期においては自社のレピュテーションを高め、多様なステークホルダーとの円滑なコミュニケーションをもたらし、コンフリクトの発生確率を低くする、いわば投資の役割があるとの立場に立ってきた。

前節においてサーベイした企業が株式相互持ち合い比率、あるいは、安定保有株主比率が高い状況、つまりは、企業経営者がエンブレチメントの内側にいて、外部株主、あるいは、企業支配権市場からの圧力を遮断する状況は、通常、株主と経営者との間での利益の不一致を高める効果が想定されてきた。

近年の日本版コーポレート・ガバナンス・コードが推奨する「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、あるいは、日本版スチュワードシップ・コードの「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」との提言、GPIFが国連責任投資原則（PRI）署名したこと

に代表される「SRI 機運の上昇」、といった「投資家の役割の変化」に照らせば、外部株主は、従来のな圧力には含まれなかった、企業の社会的側面の向上、つまりは、より積極的な CSR 活動を実施することを迫る圧力も、具備されつつあると思われる。

したがって、以上の議論より、外部株主からのモニタリング、エンゲージメントの機会から遮断されているという意味で、これらの企業の経営者には、相対的に CSR 活動への誘因は低くなるとの予測が可能である。したがって、「株式相互持ち合い比率、あるいは、安定保有株主比率が高い場合、エントレンチメント（あるいは、エンゲージメントの不足）が生じるため CSR 活動に消極的となる」という作業仮説が提示可能となる。

4. 実証分析

4-1. 推計モデル

本項では、本章で構築した作業仮説のもと、株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率を説明変数とし、これらの変数が、被説明変数を CSR スコア（東洋経済新報社、Thomson Reuters Eikon 社）にどのような影響を与えるか、パネルデータ分析の手法により、検証を行っていく。ここでの検証のベースとなるモデルは以下の通りであり、このベース・モデルを、Pooled OLS、固定効果、変量効果を推計手法としている。そして、どの推計手法が望ましいかは、Breusch-Pagan 検定 (Pooled OLS vs. 変量効果)、ハウスマン検定 (変量効果 vs. 固定効果)、F 検定 (固定効果) により判断し、選択していく。

$$\text{CSR}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DPH}_{it-1} + \alpha_2 \text{ASS}_{it-1} + \alpha_3 \text{RD}_{it-1} + \alpha_4 \text{ADV}_{it-1} + \alpha_5 \text{FSR}_{it-1} \\ + \alpha_6 \text{ROA}_{it-1} + \alpha_7 \text{DASS}_{it-1} + \alpha_8 \text{FRGN}_{it-1} + \alpha_9 \text{Age}_{it-1} + \text{IND} + \text{FY} + \varepsilon$$

添字 i は企業 i を、添字 t は時点 t を表している。決定要因モデル（パネル・データ分析）で用いられている各変数は以下の通りである。

CSR：CSR データ（東洋経済新報社、Thomson Reuters Eikon 社）欠損値は含まない

DPH：政策保有の程度 = ①安定保有株主比率、②株式相互持ち合い比率

ASS：企業の規模 = 総資産自然対数値

RD：技術的競争力 = R&D 投資額 / 売上高

ADV：製品差別化 = 広告宣伝費 / 売上高

FSR：ステークホルダー関係の広さ（海外売上高比率）

ROA：収益性 = 業種等調整 ROA

DASS：財務安全性 = 負債比率

FRGN：外部圧力 = 外国法人等株式保有比率

AGE：成熟度 = 操業年数 (($t-1$) - 設立年度)

IND：業種ダミー（東証 33 業種分類コード）

FY：年度ダミー

ε ：誤差項

本研究の基本推計モデルでは、被説明変数の CSR データには東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の異なる情報ベンダーの提供するスコアを採用している。東洋経済新報社の提供する CSR データは、(1) CSR スコア (300 点満点)、そして、CSR スコアの構成項目である (2) 人材活用スコア (100 点満点)、(3) 環境スコア (100 点満点)、(4) 企業統治+社会性スコア (100 点満点) で構成される。他方、Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR データは、(1) 総合 - ESG スコア (100 点満点)、(2) 環境スコア (300 点満点) (「資源利用スコア」、「排出量スコア」、「環境イノベーションスコア」(各 100 点満点))、(3) 社会スコア (400 点満点) (「従業員スコア」、「人権スコア」、「地域社会スコア」、「製品責任スコア」(各 100 点満点))、(4) ガバナンススコア (300 点満点) (「経営陣スコア」、「株主スコア」、「CSR 戦略スコア」(各 100 点満点)) で構成されている。本節での推計モデルにおける説明変数の DPH：政策保有の程度は、①安定保有株主比率、②株式相互持ち合い比率を代理変数とする連続数である。また、コントロール変数には、ASS、RD、ADV、FSR、ROA、DASS、FRGN、AGE を導入している^(注3)。なお、これら変数の詳細は図表 7-1 にまとめている。

== 図表 7-1 代理変数一覧 ==

企業規模 (ASS) は、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001)、首藤・竹原 (2008a ; 2008b) 等を参考に、代理変数には総資産を自然対数に変換した値を用いている。AGE は、成熟度の代理変数として、t-1 年までの企業の創業年数を導入している。企業の技術的競争力 (RD) の代理変数は研究開発投資集約度を、製品差別化 (ADV) の代理変数は売上高広告費比率を用いている。技術的競争力と製品差別化の導入は、McWilliams and Siegel (2000 ; 2001) による理論を根拠としている。同研究では、CSR 活動の一部と見做すことが出来る社会性を生み出す研究開発が存在することを指摘しており、広告宣伝費には、社会性の高い財・サービスの購入に関心の高い消費者に自社の取り組む CSR 活動を認知させる手段としての機能があると指摘している。この先行研究からの知見に基づき、本研究でも、これらの変数をコントローラーとして導入する。

また、Tanimoto and Suzuki (2005) 等での実証結果を参考に、海外売上高比率 (ステークホルダー関係の広さ : FSR) もコントロール変数として導入している。ROA は収益性の多寡が CSR 活動の実施状況に影響を与えることが実務界、学術界において広く認知されていることから導入している。DASS は、Bae et al. (2011)、および、佐々木・花枝 (2014) を参考に、財務安全性の代理変数として、負債比率を導入している。そして、FRGN は、Tanimoto and Suzuki (2005)、および、Suzuki et al. (2010) を参考として、外国人持株比率を導入している。さらに、年ダミー、産業ダミーも導入し、考えられうる他の要素からの影響をコ

ントロールするように努めてモデル設計を図っている。

4-2. データセット

本章でのデータセットは、第6章で用いたものと同様のものをベースとしている。第6章でのデータセットは次に述べる要因により規定されていたので、この点に係り、本章でのデータセットはアレンジされる。まず、第6章では被説明変数をCSRデータ（0以降は連続数）、説明変数を三大企業集団ダミー（経年の変化なし）とするトービット・モデルにより分析を行っている。これは、この第6章での分析では、あらかじめ傾向スコア・マッチングを行っているため、サンプル数確保を目的として、財務データが入手可能でCSRデータが入手できない企業はCSRスコア=0として処理しているためである。また、本研究では、説明変数の三大企業集団ダミーは参照時点（2019年2月3日）を基準として採取しており、三大企業集団ダミーについて過去時点からこの参照時点までの経時的な変化は起きていないことを想定している。このため固定効果モデルによる分析（パネル・データ分析）は行っていない。

これに対し、本章での分析では説明変数を経時的な変化が生じうる「安定保有株主比率」、「株式相互持ち合い比率」（ともに連続数）とするので固定効果モデルによる分析（パネル・データ分析）が可能となる。本章では被説明変数のCSRデータが入手可能でない企業はサンプルから除外して分析し、アンバランスド・パネルの形式でデータセットを構築している。また、本章ではCSRスコアに関し、東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon社の2社それぞれのデータを利用している。このため、東洋経済新報社のCSRスコアを用いた場合と、Thomson Reuters Eikon社のCSRスコアを用いた場合とでは、回答・未回答企業が異なるため、データセットに採用・不採用の企業が異なることとなる。

== 図表 7-2 サンプル企業概要_東洋経済新報社 ==

== 図表 7-3 サンプル企業概要_Thomson Reuters Eikon社 ==

サンプルの概要は、東洋経済新報社は図表 7-2 に、Thomson Reuters Eikon社は図表 7-3 にそれぞれまとめている。東洋経済新報社、Thomson Reuters Eikon社のどちらのサンプルも財務データは2005年度から2017年度までを対象とし、CSRデータはその翌期にあたる2006年度から2018年度を調査年度とするものを採取し、サンプルとしている。なお、本研究では、金融業、電力、ガスの産業に属する企業はサンプル企業から除外した。この過程を経て、被説明変数のCSRスコアが入手可能で、かつ、財務データが入手可能であったのは東洋経済新報社からCSRデータを採取した場合で7444社、Thomson Reuters Eikon社からのCSRデータでの場合では4139社であった。

4-3. 基本統計量

本節の1項において説明した各変数の基本統計量は、図表7-4と図表7-5にまとめている。図表7-4は東洋経済新報社の提供するCSRデータに基づき、データセットを構築した際の7444社をサンプルとした場合の基本統計量を、図表7-5はThomson Reuters Eikon社の提供するCSRデータを用いてサンプルを構築した場合(N=4139)の基本統計量を示している。

== 図表7-4 基本統計量_東洋経済新報社 ==

== 図表7-5 基本統計量_Thomson Reuters Eikon社 ==

この図表7-4と図表7-5を比較すると、企業規模の面で、Thomson Reuters Eikon社のサンプル企業群の方が、企業規模が大きく、R&D集約度、売上高広告宣伝費比率、海外売上高比率、業種等調整ROA、外国人持ち株比率の水準が高く、株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率が低い特徴があることが読み取れる。

4-4. 相関係数

下記の図表7-6と、図表7-7は相関係数を示している。図表7-6は東洋経済新報社の提供するCSRデータを用いたサンプルのもと、そして、図表7-7はThomson Reuters Eikon社の提供するCSRデータを用いた場合のサンプルのもとでの相関係数を示している。それぞれのパネルAは被説明変数であるCSRデータと、説明変数である株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率、その他のコントロール変数との間での相関係数をまとめている。他方、それぞれのパネルBは説明変数とコントロール変数間の相関をまとめて報告している。

== 図表7-6 相関係数_東洋経済新報社 ==

== 図表7-7 相関係数_Thomson Reuters Eikon社 ==

図表7-6のパネルAのCSRスコアと株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率の相関係数は、それぞれ-0.069、-0.340と負の関係であり、本章の説明変数である株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率と他の被説明変数である人材活用スコア、環境スコア、企業統治・社会性スコアとの相関係数はすべて負の相関関係を示している。この関係は、被説明変数の採取を東洋経済新報社からThomson Reuters Eikon社に変更しても、一貫性をもって確認できる。図表7-7のパネルA、総合スコアと株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率の相関係数は、それぞれ-0.041、-0.196であり負の関係を示している。また、他の被説明変数である環境、社会、ガバナンスの各スコアと株式相互持ち合い比率、安定保有株主

比率の相関係数も、おおむね負の関係を示しており、正の関係となったのは、環境スコアと株式相互持ち合い比率との関係だけであった。これらの極めて単純なアンコンディショナルなアプローチによる分析でも、各 CSR スコアと株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率との関係は負の関係になっていることがおおむね読み取れる。

株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率と他のコントロール変数との関係では、多くの研究での指摘と同じように、次のような傾向が図表 7-6、図表 7-7 のいずれでも共通して観察される。すなわち、株式相互持ち合い比率が高いほど、R&D 集約度、売上高広告宣伝費比率、海外売上高比率、業種等調整 ROA、外国法人等持株比率は低い一方で、負債比率は高く、操業年数は長い傾向を持っている。安定保有株主比率が高いほど、企業規模は小さく、R&D 集約度、海外売上高比率、負債比率、外国法人等持株比率は低く、操業年数は短いといった特徴が相関係数の面では確認されている。

5. 分析結果

本節では、推計結果を報告する。本章では被説明変数を東洋経済新報社と、Thomson Reuters Eikon 社のそれぞれ別の情報ベンダーが提供する CSR スコアを用いることで分析の頑健性の向上を図っている。本節の 1 項では東洋経済新報社の提供する CSR データを用いたサンプルのもとでの推計結果を、2 項では Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR データを用いたサンプルによる推計結果を報告する。

5-1. 東洋経済新報社

東洋経済新報社の提供する CSR データを用いたサンプルによる実証研究の結果は、図表 7-8 にまとめている。パネル A は株式相互持ち合い比率を、パネル B は安定保有株主比率を、政策保有の程度の代理変数として分析した場合の推計結果を示している。

== 図表 7-8 推計結果_東洋経済新報社 ==

図表 7-8 のパネル A、パネル B、共通して、(1)、(2)、(3) 式は被説明変数を CSR スコアとし、(4)、(5)、(6) 式は人材活用スコアを、(7)、(8)、(9) 式は環境スコアを、そして、(10)、(11)、(12) 式は企業統治・社会性スコアを被説明変数とした場合の推計モデルのもとでの推計結果を示している。このうちで、(1)、(4)、(7)、(10) 式は Pooled OLS、(2)、(5)、(8)、(11) 式は固定効果、(3)、(6)、(9)、(12) 式は変量効果での推計を行った結果を示している。したがって、同一の被説明変数のもと、Pooled OLS、固定効果、変量効果による推計をそれぞれ行っている。どの推計手法が望ましいかは、Breusch-Pagan 検定 (Pooled OLS vs. 変量効果)、ハウスマン検定 (変量効果 vs. 固定効果)、F 検定 (固定効果) により複合的に判断し、選択していく。

図表 7-8 のパネル A、パネル B のすべてのモデルで、Breusch-Pagan 検定が 1%水準であ

り、Pooled OLS よりも変量効果が望ましく、ハウスマン検定では1%水準で、変量効果よりも固定効果が望ましいことが明らかとなっている。また、固定効果のもとでのF値は1%水準で有意であり、固定効果での個体ダミーの係数がすべて意味を持たないとする帰無仮説は棄却され、固定効果が選択されるべき推計手法であることが示されている。これらの検定の結果は、図中の下段にまとめて記載している。

図表7-8のパネルAでは、企業統治・社会性スコアを被説明変数とした場合にだけ、株式相互持ち合い比率の係数は有意であり、本章の仮説とは異なり、正の係数を10%水準で有意となっていた。他方、パネルBの分析では、CSRスコア、人材活用スコアを被説明変数とした場合に、安定保有株主比率の係数はマイナスで有意であり、本章の仮説と整合的な結果となっている。

5-2. Thomson Reuters Eikon 社

Thomson Reuters Eikon 社の提供するCSRデータを用いたサンプルによる実証研究の結果は、図表7-9にまとめている。パネルAは株式相互持ち合い比率を、パネルBは安定保有株主比率を、政策保有の程度の代理変数として分析した場合の推計結果を示している。

== 図表7-9 推計結果_Thomson Reuters Eikon 社 ==

図表7-9のパネルA、パネルB、共通して、(1)、(2)、(3)式は被説明変数を総合-ESGスコアとし、(4)、(5)、(6)式は環境スコアを、(7)、(8)、(9)式は社会スコアを、そして、(10)、(11)、(12)式はガバナンススコアを被説明変数とした場合の推計モデルのもとでの推計結果を示している。このうちで、(1)、(4)、(7)、(10)式はPooled OLS、(2)、(5)、(8)、(11)式は固定効果、(3)、(6)、(9)、(12)式は変量効果での推計を行った結果を示している。ここでも、同一の被説明変数のもと、Pooled OLS、固定効果、変量効果による推計をそれぞれ行っており、どの推計手法が望ましいかは、Breusch-Pagan検定(Pooled OLS vs. 変量効果)、ハウスマン検定(変量効果 vs. 固定効果)、F検定(固定効果)により複合的に検定を通じて判断し、選択していく。

推計手法の選択プロセスは、図表7-8と同様に、図表7-9のパネルA、パネルBの図中の下段にまとめて記載している。ここでも、すべてのモデルで、Breusch-Pagan検定が1%水準であり、Pooled OLS よりも変量効果が望ましく、ハウスマン検定では1%水準で、変量効果よりも固定効果が望ましいことが示されている。また、固定効果のもとでのF値は1%水準で有意であり、固定効果での個体ダミーの係数がすべて意味を持たないとする帰無仮説は棄却され、固定効果が選択されるべき推計手法であることが示されている。

図表7-9のパネルAでは被説明変数を総合-ESGスコア、社会スコア、ガバナンススコアとした場合に、株式相互持ち合い比率の係数はマイナスで有意となっており、パネルBでも、社会スコアを被説明変数とした場合、安定保有株主比率の係数はマイナスで有意であつ

た。この傾向は、本章の仮説をサポートするものとなっていた。他方で、パネル B の環境スコアを被説明変数とした場合の推計では、安定保有株主比率はプラスで有意な結果となっていた。

以上のように、おおむねの傾向として株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率といった政策保有動機の代理変数は、CSR スコアに対し、マイナスの作用をもたらすことが明らかとなった。他方で、部分的にプラスに有意となるモデルや、外国法人等保有比率の有意性の低さ等、本節でのモデルには不十分な点が残っていることが想定される。次節では、サンプル期間中のコーポレート・ガバナンス改革の動向も考慮に入れる等、より洗練された推計モデルとなるように工夫し、分析の一貫性を検証する。

6. 追加的検証

前節までは、株式持ち合い、安定保有株主の多寡が CSR 活動の決定にどのような影響を与えるか、計量分析の手法により検討を試みた。先に述べているように株式相互持ち合い、安定保有株主は、企業行動指針の策定・改訂のプロセスのなかで削減の圧力を制度的に受けている。特に、2015 年 6 月に策定された日本版コーポレート・ガバナンス・コードでは、上場企業に対し、株主だけにとどまらず、幅広いステークホルダー（従業員、顧客、取引先、地域社会等）との適切な協働を基本原則として提示している点で CSR 活動へのあり方に影響を与えるとともに、政策保有株式に関する指針の開示が求められた^(注4)。

このように日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行後は、上場企業に対し、CSR 活動への取り組みを加速させることを要求するとともに、政策保有株に対しては削減化への不可逆的な方針を示している。これらの政策効果をみるために、本項では、日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行後を 1 とするダミー変数（CGC 後ダミー）を導入し、このダミー変数と、本研究での政策保有の代理変数である①株式相互持ち合い比率、②安定保有株主比率、そして、その代替的な株主となりうる外国法人等保有比率との交差項を設け、この政策後のこれらの変数が CSR 活動への寄与にどのような影響を与えているか、検証している。

== 図表 7-10 交差項_東洋経済新報社 ==

== 図表 7-11 交差項_Thomson Reuters Eikon 社 ==

図表 7-10、図表 7-11 は、ここでの分析結果をまとめている。図表 7-10 は被説明変数を東洋経済新報社の提供する CSR スコアとした場合のサンプルの、図表 7-11 は被説明変数を Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR データとしたサンプルによる分析の結果を示している。なお、ここでの分析では、被説明変数は東洋経済新報社の場合は CSR スコアのみ、Thomson Reuters Eikon 社の場合は総合 - ESG スコアのみの分析としている。また、こ

こでも、同一の被説明変数のもと、Pooled OLS、固定効果、変量効果による推計をそれぞれ行っており、どの推計手法が望ましいかは、Breusch-Pagan 検定 (Pooled OLS vs. 変量効果)、ハウスマン検定 (変量効果 vs. 固定効果)、F 検定 (固定効果) により複合的に検定を通じて判断し、選択しており、これらの検定により、図表 7-10、図表 7-11 のすべての推計モデルにおいて固定効果モデルが採択される結果を得ている。この固定効果モデルによる推計のもと、以下の傾向が観察されている。

まず、図表 7-10、図表 7-11 に一貫した傾向として CGC 後ダミーはプラスに強く有意な傾向を持つことが観測されている。これらの図表からは、コーポレート・ガバナンス改革は、東洋経済新報社の提供する CSR スコアではおおむね 8 ポイント、Thomson Reuters Eikon 社の提供する ESG スコアでは 4 ポイント弱程度の上昇をもたらしたことが示されている。これは日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行が上場企業にとって、CSR 活動実施の圧力が高まったことと整合する傾向である。東洋経済新報社の CSR スコアを採用するサンプル (図表 7-10) においても、引き続き、安定保有株主比率はマイナスで有意な傾向を示している。また、外国法人等保有比率の係数は統計的な有意性を示していなかったが、CGC 後ダミーと外国法人等保有比率との交差項は、説明変数を株式相互持ち合い比率とするモデル ((5) 式)、安定保有株比率とするモデル ((11) 式) の双方で正に有意な効果を CSR 活動に対して持つことが明らかとなった。他方で、CGC 後ダミーと政策保有株の代理変数との交差項は有意性を示さなかった。これは日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行後、海外機関投資家による CSR 活動への圧力が上昇したこと、そして、政策保有株については一律に圧縮化が進み、これらの変数の上場企業間での分散が低くなり、均質化したことがそれぞれの要因と考えられる。

Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR データを採用するサンプル (図表 7-11) では、株式相互持ち合い比率の係数は引き続きマイナスで有意な傾向が見てとれる。また、このサンプルでは外国法人等保有比率は負に有意な傾向が出ていたが、CGC 後ダミーと外国法人等保有比率との交差項は、正に有意であり、日本版コーポレート・ガバナンス・コードの施行後の近年においては、外国人機関投資家の CSR 活動への実施圧力が増す傾向にあることが確認され、これは先行研究での知見と矛盾はしない。これと同じモデルで、CGC 後ダミーと政策保有株式の代理変数との交差項は、有意な水準では傾向が観察されず、CGC 後の近年においては、政策保有株式の CSR 活動に与える影響は確認できなくなっていることが明らかとなった。

7. むすびに代えて (6 章と 7 章の総括)

6 章では三大企業集団に、そして、本章では株式相互持ち合い、安定保有株主比率に注目をし、これらの日本企業システムが日本企業の CSR 活動の実施にどのような影響を与えるのか、理論的、実証的に考察を行ってきた。その議論に先立ち、ここで三大企業集団と、政策保有株式 (株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率) との関係を整理したい。

宮島他（2003）は、1960年代後半から1970年代前半を分析期間とし、安定保有比率（＝金融機関の株式保有比率（金融機関－信託）＋事業法人の株式保有比率）を被説明変数、旧三大財閥系社長会メンバーに1を与えるダミー変数を説明変数とする回帰分析を行っている。分析の結果から、統計的に有意な係数が確認されなかったため、彼らは、「(株主の)安定化は、企業集団を中心として進展したわけではなく、全般的に進展した」と結論付けている。この宮島他（2003）の研究成果や、戦前に遡ることが可能な三大企業集団が形成された歴史的経緯と、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ことが明らかである。

ここで、CSR活動への影響に立ち返って議論を行う。前章での計量分析から、三大企業集団に属する企業群はブランドの維持、獲得の誘因によりCSR活動に積極化する傾向を持ち、その傾向は三大企業集団ごとに特徴が異なることが明らかとなった。他方、政策保有株式（株式相互持ち合い比率、安定保有株主比率）は、先行研究が示唆するようにエントレンチメントの代理変数とも見做され、特に近年においては、外部株主からのCSR活動に係るエンゲージメント、モニタリングの機会を逸するという意味でCSR活動に対し、ネガティブな影響を与える機構であることが予想された。分析の結果からも、おおむねこの予想をサポートする傾向が観察されている。また、この傾向は、近年の企業統治改革の進展に伴い、政策保有株式の圧縮、削減に向けた動きが加速化されていることを背景に、近年は、CSR活動に影響を与えることのない要素へと変容している。そして、それに代わって、海外機関投資家がCSR活動を推進する機構としてのプレゼンスを高めている実態が明らかとなった。

注

（注1）谷本（2006a）では「株式所有構造の変化」が日本企業のCSR活動の姿勢にどのようなメカニズムを通じて効力を持ったのか、その詳細な考察は記述されていない。

（注2）伊藤他（2019）第5章においてプリンシパル＝エージェント理論は詳しく説明されている。

（注3）本研究では、t期におけるCSR活動の水準は、t-1期での企業特性（すなわち、基本推計モデルにおける説明変数、コントロール変数）が規定するものとする。これが、被説明変数と、説明変数・コントロール変数の測定時期にラグをつける理由である。

（注4）その後、2018年6月に施行された「改訂版コーポレート・ガバナンス・コード」では、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を示すことが促される等、さらなる政策保有株式の圧縮が求められる内容となっている。

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

CSR 活動を実施することが企業パフォーマンスにどのように影響を与えるかとの問いに対しては、第 3 章でのサーベイによって考察したように、十分なコンセンサスは得られていない。他方で、リスク低減効果に関しては国内外で実証分析が積み重ねられており、このリスク低減の効果をもたらすことが企業経営者にとって、一つの CSR 活動の実施のインセンティブとなることが示唆されている。

本章では、CSR 活動への寄与が、通常、株式市場に対して負の影響をもたらすと考えられる外生的ショック時が生じた際の株価変動にどのような影響を与えるかの、分析を行い、CSR 活動のリスク・リダクション（リスク削減）の効果を検証する。近年の証券市場に対しての外生的なショックを与えたと思われる事案はいくつか存在する。本論文では日本企業の CSR 活動を分析の対象としているが、本章でのイベントは、日本企業に対して均一に負のインパクトのあった外生的事案を用いて考察していく。具体的には、①リーマンショック、②東日本大震災、③COVID-19 の事案を想定する。これらの事案が生じた月次の前月からの株価リターンはおおむねの業種でマイナスの平均値を計測しており、均一かつネガティブなインパクトのあったイベントであると見做すことが出来る。

本章での目的は、この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、実証的に考察し、本論文の第 3 章の 5 節において紹介した「リスク・リダクション（リスク削減）仮説」を検証することである。本章で取り上げるイベントは均一的かつネガティブなインパクトを証券市場にもたらした事案であるため、通常のイベント・スタディでベンチマークとする TOPIX の変動自体にもサプライズの衝撃が組み込まれてしまっている。そこで、本研究では、富田・池田（2014）でも採用されている超過収益率（業種中央値からの乖離）を用いる。この超過収益率（業種中央値からの乖離）を被説明変数、CSR 活動を説明変数とし、他の条件をコントロールした分析を行い、CSR 活動の実施が超過収益率に対し、どのような影響を与えたか、検証を行っていく。

本章の構成は次の通りである。2 節では先行研究のレビューをし、3 節では仮説を提示する。続く 4 節では本章での外生的ショックの選定、超過収益率の算出方法について簡単に述べた上で、本研究における推計モデル、基本統計量を示し、実証分析の結果は 5 節において報告する。最後に 6 節において、本章での分析の結論を述べる。

2. 先行研究

本節では、まず、外生的ショックが生じた際の株式市場を対象に分析する研究をサーベイし、そのうえで、マクロ的な外生的ショックが生じた場合に、株式市場が、CSR企業と非CSR企業とで、どのような反応の違いを見せたかを分析している研究を複数取り上げ、本研究での検証に活用していく。

2-1. 外生的ショック時の株価

富田・池田（2014）は、リーマンショックと東日本大震災の際の日次の株価データ（東証一部上場企業群）に基づき、それぞれのイベント時の業種別の株価変化率を算出し、個別企業の当該時の株価変化率と、属する業種の中央値との乖離幅で、超過収益率を算出し、これを被説明変数とし、コミットメントライン、現金保有を説明変数とするモデルにより、企業の流動性確保が緊急時の株価変化率にどのような影響を与えるかに関する検証を行っている。分析結果からは、コミットメントラインの係数は統計的に有意な傾向が観察されない一方で、現金保有の係数はプラスで統計的に有意な傾向を持つことが確認されている。これらのイベント時のサンプル企業全体の株価変動率はマイナスの平均値であり、大概の産業にてマイナスの平均値を記録しているため、同研究が確認した傾向は、現預金保有が多いほど、これらのショック時における株価変動のリスクが緩和されたことを示唆するものである。

2-2. 外生的ショックとCSR活動

Cornett et al.（2016）は、MSCIの提供するESGスコア、MSCI ESG STATSをCSR活動の代理変数にして、リーマンショック前の2003年から2007年と、リーマンショック後の2010年から2013年を期間として、米国の商業銀行によるCSR活動への積極性がこの時期の米国の商業銀行のROEにどのように作用するか、検証を行っている。同研究では、多くの米国商業銀行がリーマンショック時にROEの大幅な低下を示したことを強調した上で、実証分析において、CSR活動の代理変数の係数がプラスで、特に危機後にその作用を強くする点に注目し、商業銀行によるCSR活動の積極性には収益性面でのリスク・リダクション（リスク削減）効果が想定されることを主張している。

Lins et al.（2017）は、証券市場に反応を考察することにより、企業のCSR活動への積極性が外生的ショック時における自社の負の株価変動のインパクト削減に効果があるか、検証を行っている。同研究では2008年8月から2009年3月をリーマンショック期間とし、その期間のraw returnとabnormal returnを被説明変数、MSCIの提供するESGスコア、MSCI ESG STATSをCSR活動の代理変数を説明変数とする推計モデルにより分析を行っている。広く知られているように、市場全体での同期間の株価リターンはマイナスとなっており、この認識をスタート時点として同研究でも分析を行っている。分析の結果から、他の株価変動に影響を与える条件をコントロールしても、CSR活動の係数はプラスで有意であり、個別企業によるCSR活動への積極的な取り組みは、外生的ショックが生じたとき、自社の株価

変動のマイナスのショック反応を和らげる傾向があることを示している。

Albuquerque et al. (2020) では、COVID-19 によるパンデミックに起因する証券市場の急落時期に着目し、2020 年の第一四半期をイベント期間とする abnormal return を被説明変数、Thomson Reuters Eikon 社の提供する ESG データを CSR 活動の代理変数を説明変数とする推計モデルにより、CSR 活動への寄与と危機時の株価変動リスクとの関係を分析している。分析の結果からは、CSR 活動の代理変数の係数はプラスで有意であり、株価の Volatility を被説明変数、CSR スコアを説明変数とする追加検証では、CSR 活動の代理変数の係数はマイナスで有意であることが明らかとなり、COVID-19 によるパンデミックをイベントとした場合でも、CSR 活動に積極的な企業は、自社の株価変動のマイナスのショックが緩和されることが傾向として観察されたことが報告されている。また、Yoo et al. (2021) は、COVID-19 によるパンデミックに起因する証券市場の急落時期に着目し、Lins et al. (2017) と同様の傾向を確認している。また、ESG スコアのうち、特に E スコア成分の増加が、株価リターンの上昇とボラティリティの低下に関連することも報告している。さらに、Ding et al. (2021) は 61 カ国、6,700 以上の企業のデータを用いて、COVID-19 パンデミックをケースに、企業の特性と株式リターンの反応との関連性を分析し、企業規模が大きく、キャッシュ保有が多く、収益性が高いといった企業特徴と同様に、CSR スコアが高い場合にも、このパンデミックショック時にリスクを軽減出来ると報告している。

3. 仮説

上述での先行研究のレビューを踏まえ、本節では、本章における仮説を構築する。本論文では、前提条件として、通常においても、企業（経営者）と（株主を含む）ステークホルダーの間には、当該企業の将来の企業価値、信頼度についての情報の非対称性が存在するものと考えられる。このような平時よりも、外生的かつ、均一で大規模な証券市場にとってサプライズとなるイベントが生じた際には、相対的に係る情報の非対称性、特に将来の企業価値に関する情報の非対称性は（多くの場合はマイナス方向に）拡大し、株主は、ファンダメンタル・バリューを下回る評価を当該企業にあたえるかもしれない。

本研究では、CSR 活動には（株主を含む）ステークホルダーに対し、当該企業の信頼を公示する機能、つまり、商取引に係る取引コストが低く、環境・社会問題に起因する周辺地域や従業員とのコンフリクトのリスクが低い等、企業の操業に係る諸リスクが低い企業であると認知させる効果を与えるものと考えられる。そして、その機能は、外生的なショックが生じ、企業価値に対しての評価が歪んだとしても、その機能を持たない（つまり、CSR 活動に消極的な）他の企業よりも、当該企業の（株主を含む）ステークホルダーから将来の企業価値への相対的にダメージは小さくなると予想されるのではないかと考える。

以上の仮説は、「CSR 活動には、レピュテーションが当該企業にあることを公示する機能があるのだろうか」とのリサーチクエスションに換言出来るかもしれない。これについての計量的な検証は、筆者の知る限り、少なくとも日本企業を対象には行われておらず、本研究の新規性であり、意義であると考えられる。以下の節において、実証分析により検証を行って

いく。

4. 実証分析

本節では次の手順により実証分析を行っていく。まず、外生的ショックの選定である。次に、先行研究に倣い、超過収益率の算出方法を簡単に述べ、本章でのサンプル企業のあらまし、それぞれの外生的ショックが生じた際の業種別に観測された株式収益率についてまとめる。そのうえで、本章での推計モデルを提示し、基本統計量について述べる。

4-1. 外生的ショックの選定

まず、外生的ショックの選定を行う。図表 8-1 のパネル A は 2005 年 1 月から 2020 年 10 月までの、おおよそ 15 年間の月次の日経平均と TOPIX の終値の推移を示している。図表 1 のパネル B はリーマン、東日本大震災、COVID-19 に係る株式価格の変動ショックの発生時の全営業日を 100 としたとき、これらのイベントの波及効果がどのような規模であったかをまとめている。なお、このパネル B の作成にあたり、同様の調査を行った上野 (2020) にその手法を倣っている。

== 図表 8-1 外生的ショック時の株価変動 ==

これらの図表からも明らかなように、2008 年 9 月からの断続的な株価低迷をもたらした、いわゆる「リーマンショック」を第 1 のイベントとする。第 2 のイベントは 2011 年 3 月に生じた「東日本大震災」を原因とした株価低迷の時期とする。この第 2 のイベントは第 1 のイベントとは比べると、図表 8-1 パネル A においての特徴だった変動は見られないが、富田・池田 (2014) で詳しく記述されているように、日本経済に甚大な影響をもたらした看過できないイベントであったと思われるので、ここでの分析に採用している。また、第 3 のイベントとして、「COVID-19」ウィルスのパンデミックを契機とする株式市場の不安定化も、イベントとして考察する。この第 3 のイベントも、第 2 のイベントと同様に、図表 1 パネル A においての特徴だった変動は見られないが、世界共通での高い純度での外生的なショックという意味で、本論文での分析の対象として採用したい。これらのイベントとする事案は、いずれもショック収束までに相応の日数を要するものである (図表 8-1 パネル B)。したがって、日次株価よりも月次株価のほうがより、ショックのインパクトを観察できるものと考え、本論文での以下の分析では月次株価を用いていく。

4-2. 超過収益率の算出方法

図表 8-2 は、①リーマンショック、②東日本大震災、③COVID-19・ショック、それぞれのイベント時期と、株価収益率の測定時期、CSR データ、財務データの参照点をまとめている。

== 図表 8-2 サンプル企業照合表 ==

図表 8-2 に記述の通り、本研究では、①リーマンショックを 2008 年 9 月、②東日本大震災を 2011 年 3 月、③COVID-19・ショックを 2020 年 3 月とし、それぞれの前月からの株価変動率を株式収益率と考えることとする。これらのイベント時の株式収益率と突合する CSR データ、財務データは、事案が発生する年度の一期前の年度から採取している。これは、イベント到来時に、当該企業のファンダメンタルズな特徴として株主が認識していたであろう、CSR スコア、財務データを採用するべきと考えたからである。なお、分析の対象は、それぞれの事案発生時の東証一部上場企業をユニバースとしている。

== 図表 8-3 業種別_株式収益率 ==

図表 8-3 のパネル A はリーマンショック、パネル B は東日本大震災、パネル C は COVID-19・ショック時における、それぞれの業種別の株式収益率をまとめている。図表の最下部にある Total の平均値に注目すると、リーマンショック時は-0.119 (N=1699)、東日本大震災時は -0.041 (N=1664)、COVID-19・ショック時、2~3 月は-0.053 (N=2153)、-0.187 (N=2153) と、すべてのイベント時にマイナスの平均値をつけており、かつ、ほぼすべての産業における 75 パーセンタイル値まで企業の株価リターンがマイナスの値となる未曾有の株価ショックであったことが分かる。なお、ここでは表掲しているが、銀行、証券、保険、その他金融の業種はサンプルから除外している。

富田・池田 (2014) に倣い、本研究では、「個別企業の株価収益率」から「当該企業の属する業種の中央値」を引いて算出された値を「超過収益率」と定義し、以下での推計モデルに用い、このようなイベント時に CSR 活動が株価の変動にどのような作用をするか、計量的に明らかとしていく。

4-3. 推計モデル

本節での推計モデルは以下の通りである。また、推計モデルに使われている略語の定義も、下記にまとめている。

$$\begin{aligned} \text{超過収益率}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CSR}_{it} + \alpha_2 \text{CSH}_{it} + \alpha_3 \text{ASS}_{it} + \alpha_4 \text{ERTRN}_{it} + \alpha_5 \text{PBR}_{it} \\ & + \alpha_6 \text{ROA}_{it} + \alpha_7 \text{DASS}_{it} + \text{IND} + \varepsilon \end{aligned}$$

超過収益率：株式収益率（個別企業）－ 業界中央値

CSR：CSR データ

CSH：手元流動性（現金・預金＋有価証券） / 総資産

ASS：総資産自然対数値

ERTRN：過去の株価動向（業種、規模から想定される株式リターンに対する超過分）

PBR：株価純資産倍率（Price Book-value Ratio）

ROA：ROA

DASS：負債比率

IND：業種ダミー（東証 33 業種分類コード）

ε ：誤差項

本章での推計モデルの被説明変数は、前節において記述した超過収益率を用いる。説明変数には CSR スコアを用いる。ここでの CSR データの代理変数には、前章と同様に、東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社の異なる情報ベンダーの提供するスコアを採用している。東洋経済新報社の提供する CSR データは、(1) CSR スコア（300 点満点）、そして、CSR スコアの構成項目である (2) 人材活用スコア（100 点満点）、(3) 環境スコア（100 点満点）、(4) 企業統治＋社会性スコア（100 点満点）で構成される。他方、Thomson Reuters Eikon 社の提供する CSR データは、(1) 総合 - ESG スコア（100 点満点）、(2) 環境スコア（300 点満点）（「資源利用スコア」、「排出量スコア」、「環境イノベーションスコア」（各 100 点満点））、(3) 社会スコア（400 点満点）（「従業員スコア」、「人権スコア」、「地域社会スコア」、「製品責任スコア」（各 100 点満点））、(4) ガバナンススコア（300 点満点）（「経営陣スコア」、「株主スコア」、「CSR 戦略スコア」（各 100 点満点））で構成されている。

== 図表 8-4 代理変数一覧 ==

この推計モデルでのコントローラーには、富田・池田（2014）に倣い、手元流動性、総資産自然対数値、PBR、ROA、負債比率、業種ダミーを導入している。また、当該企業についての過去の株価動向も、ネガティブなインパクトを与えるイベントが生じた時に、相応の影響を与えるものと考えられるので、本研究では、コントロール変数として導入している。以上に述べた推計モデルで採用した代理変数の詳しい内容、その一覧については、図表 8-4 を参照されたい。

4-4. 基本統計量と相関係数

図表 8-5 のパネル A はリーマンショック時の、パネル B は東日本大震災時の、そして、パネル C は COVID-19 時の基本統計量を示している。これらのイベント時ごとに、説明変数の CSR スコアを二種類ずつ用いているため、各パネルにつき、二つずつのサンプルがあり、各々での基本統計量を表掲している。

== 図表 8-5 基本統計量 ==

図表 8-5 からは次のような変数の特徴が読み取れる。まず、被説明変数とする超過収益率は、平均値、中央値がおおむねゼロ近傍の値にある。これは、超過収益率が業種中央値からの差分であるため、相殺されたためである。また、Thomson Reuters Eikon 社のサンプルは、東洋経済新報社をサンプルとした場合よりも観測数は少ないが、相対的に規模が大きく、市場評価、収益性の面で高い企業がセクションされている傾向がある。

5. 分析結果

本節では、前節で提示した推計モデルによる分析の結果をまとめる。図表 8-6 のパネル A はリーマンショック時、パネル B は東日本大震災時、パネル C は COVID-19 時の推計結果を示している。パネル A-1、B-1、C-1 は CSR データを東洋経済新報社の提供するものとした場合の、パネル A-2、B-2、C-2 は CSR データを Thomson Reuters Eikon 社の提供するものとした場合の推計結果を示している。また、それぞれパネルの (1) 式は CSR 要素を含めないモデルでの推計結果であり、(2) から (9) 式は CSR 要素をそれぞれ導入したモデルでの推計結果となっている。

== 図表 8-6 推計結果 ==

分析の結果からは、リーマンショック時の、説明変数を東洋経済新報社の提供する CSR スコアとした場合、CSR スコアと、環境スコアの係数において、統計的に有意にプラスであった。この結果は、脆弱ではあるものの、市場全体の株価変動に対しネガティブなインパクトをもたらすイベントが生じた場合、CSR 活動に積極的な企業ほど、その負のインパクトは軽減されるという先行研究での結果と整合的なものであった。

また、COVID-19 ショック時の、説明変数を東洋経済新報社の提供する CSR スコアとした場合、CSR スコア、人材活用スコア、環境スコア、企業統治・社会性スコアと手元流動性変数との交差項でプラスに有意な傾向が確認され、この傾向は、被説明変数を 2020 年 2 月から 3 月の超過収益率、説明変数を東洋経済新報社の提供する CSR スコアとした場合の、ESG スコア、環境スコア、社会スコアと手元流動性変数との交差項でもプラスで有意となるなど、一定の頑健性を持って確認されている。本研究でのすべてのイベント、推計モデルにおいて、手元流動性変数の件数は、おおむねプラスで有意な傾向を示しており、富田・池田 (2014) と整合的な結果となっており、株式市場にネガティブなインパクトをもたらすイベントが生じた際、財務スラックがその負のインパクトを緩和する傾向を確認している。これに加え、本研究では、COVID-19 ショック時に、この手元流動性変数と、CSR・ESG に関する諸変数との交差項がプラスで有意となったことから、株式市場は、COVID-19 ショック時には、財務スラックがあり CSR 活動を従来から行っている企業を、他の企業よりも、相対的にダメージを小さく評価する傾向を持つものと考えられる。

この傾向は、Ding et al. (2021) の報告とも合致する。彼らは 61 カ国、6,700 以上の企業のデータを用いて、COVID-19 パンデミックをケースに、企業の特徴と株式リターンの反応との関連性を分析し、企業規模が大きく、キャッシュ保有が多く、収益性が高いといった企業特徴と同様に、CSR スコアが高い場合にも、このパンデミックショック時にリスクを軽減出来ていると報告している。したがって、COVID-19 ショックのように短期的な不確実性が高まるケースでは、ESG 経営とともに経営体力（財務スラック）が必要となると言えよう。

6. むすびに代えて

本章では、近年の株式市場全体に負の影響を与えた事案に着目し、これらの事案が生じた際に、CSR 活動に積極的な企業ほど、ネガティブなインパクトの絶対値が小さくなるのではないかと、との予測のもと、リスク・リダクション（リスク削減）仮説を検証している。具体的には、本研究ではイベントを①リーマンショック、②東日本大震災、③COVID-19 の三つの事案とし、それぞれの時期において、超過収益率を算出し、これに CSR 活動への寄与がどのように影響を及ぼすか、実証分析により検証している。

本章における仮説は次のような理論的な背景に基づくものである。平時においても、企業（経営者）と（株主を含む）ステークホルダーの間には、当該企業の信頼度についての情報の非対称性が存在する。さらに、平時よりも、外生的かつ、均一で大規模な証券市場にとってサプライズとなるイベントが生じた際には、企業の将来収益、安定性に関する情報の非対称性が（多くの場合はマイナス方向に）拡大し、株主は、ファンダメンタル・バリューを下回る評価を当該企業にあたえる。CSR 活動には（株主を含む）ステークホルダーに対し、当該企業の信頼を公示する機能、つまり、商取引に係る取引コストが低く、環境・社会問題に起因する周辺地域や従業員とのコンフリクトのリスクが低い等、企業の操業に係る諸リスクが低い企業であると認知させる効果を持つため、その機能は、外生的なショックが生じ、企業価値に対しての評価が歪んだとしても、その機能を持たない（CSR 活動に消極的な）他の企業よりも、相対的にダメージは小さくなる。

本章での分析結果は、リーマンショックの株価下降の局面において、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、COVID-19 ショック時には、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示唆するものである。この分析の結果は、Lins et al. (2017) の報告する研究結果をサポートするものであり、日本企業による CSR 活動の実施効果の一側面を示しているものと思料する。

終章

1. 何が明らかになったか：本研究の貢献

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た。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した。本研究では、首藤（2015）での主張に基づき、長期においては、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）の目的は相反しないとの結論に達した。これは、CSR 活動は、短期ではコストではあるが、社会性に関心の高い消費者・投資家を引きつけるため、長期では競争優位性の源泉となり、企業価値の最大化（残余利益の請求権者（株主）の利潤最大化）に向けた展望を持つと主張する Aoki（2010）や、Bénabou and Tirole（2010）の CSR 活動を「長期的な企業価値に寄与する活動」とする整理とも矛盾しない。

このような株主主権論とステークホルダー理論の長期での一貫性、つまりは、CSR 活動をエージェンシー・コストとは見做さない立場を正当化させるためには、その証左として CSR 活動が企業パフォーマンスにプラスの影響を与える効果を持つことを立証することは極めて重要となる。そこで、本研究では、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、既存研究のサーベイを行った。CSR 活動がパフォーマンスへの効果を分析する際には、1) CSR 活動に秀でた企業群（ポートフォリオ）を形成し、これと他の条件をコントロールした（特徴が類似する）非 CSR 企業群を抽出し、ジェンセンの α やシャープ・レシオといった指標に基づき、投資パフォーマンスの優劣を検討する手法と、2) t 期に実施した CSR 活動の成果が n 期後の会計上の利益指標や、企業価値（トービンの Q ）の増加に結びつくことを念頭とする仮説を、実証分析により考察する手法が用いられる。本研究でのサーベイからは、現在までに、このどちらの分析においても、その結果は一貫性に欠けており、学術的な総意が得られているとは言い難いとの結論に至った。

以上の議論を換言すれば、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）の学説・理論上の矛盾は生じていないが、これの確証となる、つまりは、短期での CSR 投資が長期での企業価値の最大化へと結びつくことを、頑健に示す実証研究が乏しいということになる。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、その課題の一つとして、両者の間には他の交絡が多数存在することが想定される。その一方で、学術的・実証的な分析による、この交絡についての検証は十分には進んでいない。したがって、本論文での目的である、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、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。

第 1 の実証研究では、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、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。

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 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。

この第 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。

本論文の序章において、1) どのような企業が積極的に CSR 活動を行う誘因を持つか、経済学・ファイナンス理論の枠組みにより想定される「CSR 活動を実施する合理性を持った企業特性とは何か」、仮説を構築し、理論上想定される CSR 活動が、実際にもなされているか検証すること、2) 後年において企業パフォーマンスにプラスの影響を与えるか、という問いを提示した。

本論文での実証分析の結果が示唆するのは、1) に対しては、消費者、あるいは取引先企業との間で、供給する財・サービスの品質に関する情報の非対称性が大きい場合や、三大企業集団に属するといったブランドを重要視する企業において CSR 活動の実施は積極化され、このような企業行動、つまりは CSR 活動の積極化は、これとは異なる状況にある企業よりも、その実施に経済合理性があると理論上考えられる。また、企業統治構造の面からは、エントレンチメントの状況と解釈可能な株式相互持ち合い、安定保有株主がある種の分散をもって存在していた時期においては、これらは企業に CSR 活動を積極化させない要因であったが、近年の政策保有株の一律圧縮が進められている状況下では、その負の側面は薄れ、機関投資家が株主である場合に CSR 活動を積極化させる誘因が働いていると、回答できよう。他方、2) に対しては、CSR 活動の実施は、企業パフォーマンスに関する直接的影響は、現状では実証上の確証が得られてはいないが、少なくとも外生的なショック時においては、株価の急落リスクを緩和する効果を持つと、回答出来るものと考えられる。

2. 残された課題と今後の研究に向けて

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、研究を試みる必要性があるものとする。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。

参考文献

和文

- 藍口梨里花・池田直史・井上光太郎（2020）「機関投資家と企業の ESG 活動：クロスカンントリー分析」、日本ファイナンス学会『日本ファイナンス学会大会予稿集、第 28 回（2020 年度）』、所収。
- 青木崇（2006）「＜研究ノート＞国際機関の CSR に関する企業行動指針」、法政大学イノベーション・マネジメント研究センター『イノベーション・マネジメント』第 4 巻、105-124 頁。
- 青木昌彦・奥野（藤原）正寛編（1996）『経済システムの比較制度分析』、東京：東京大学出版会。
- 浅野礼美子・佐々木隆文（2011）「社会的責任投資（SRI）ファンドのパフォーマンスに関する実証分析」、『証券アナリストジャーナル』第 49 巻第 5 号、29 - 38 頁。
- 十川廣國（2005）『CSR の本質：企業と市場・社会』、東京：中央経済社。
- 伊藤秀史・小林創・宮原泰之（2019）『組織の経済学』東京：有斐閣。
- 伊藤元重・松井彰彦（1989）「企業：日本的取引形態」、伊藤元重・西村和雄編『応用ミクロ経済学』、東京：東京大学出版会、19-53 頁。
- 上野剛志（2020）「コロナショック後の金融市場動向：リーマンショック後とどう違う？」、ニッセイ基礎研究所『基礎研 REPORT（冊子版）』8 月号[vol.281]、Available at https://www.nli-research.co.jp/files/topics/64677_ext_18_0.pdf?site=nli
- 宇佐美英樹（2015）「近江商人研究と「三方よし」論」、滋賀大学経済学部附属史料館研究紀要、第 48 号、31-45 頁。
- 遠藤業鏡（2013）「CSR 経営が企業価値に及ぼす影響」、日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』、Vol. 34、No. 2。
- 遠藤業鏡（2020）『CSR 活動の経済分析：持続可能な社会に必要な理論と実証』、東京：中央経済社。
- 大浦真衣（2017）「＜研究ノート＞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」、日本 NPO 学会『ノンプロフィット・レビュー』第 17 巻第 1 号、49-62 頁。
- 岡本大輔（2018）『社会的責任と CSR は違う！：Revisiting CSR』、東京：千倉書房。
- 奥野（藤原）正寛・村松幹二（1996）「企業間の垂直的關係：競争と合併」、青木昌彦・奥野（藤原）正寛編『経済システムの比較制度分析』、東京：東京大学出版会、155-182 頁。
- 加藤敬太・金井一頼（2009）「経営戦略論におけるステークホルダー・アプローチの可能性」、『大阪大学経済学』第 59 巻第 2 号、63-77 頁。
- 金井一頼・岩田智（2016）「経営戦略と社会：組織的社会性とは何か」、大滝精一・金井一頼・山田英夫・岩田智『経営戦略：論理性・創造性・社会性の追求（第 3 版）』東京：有斐閣、293-326 頁。

- 川村道・永田京子 (2016) 「CSR パフォーマンスと企業価値：株主によるモニタリングの影響」、『証券アナリストジャーナル』第 54 巻第 7 号、15 - 25 頁。
- 菊地浩之 (2017) 『三井・三菱・住友・芙蓉・三和・一勸：日本の六大企業集団』、東京：KADOKAWA。
- 橘川武郎 (1996) 『日本の企業集団：財閥との連続と断絶』、東京：有斐閣。
- 経済産業省『環境報告書プラザ』 Available at <https://www.ecosearch.jp> (2017 年 3 月 20 日閲覧)
- 経済同友会「日本企業の CSR：現状と課題-自己評価レポート 2003」(2004 年 1 月 16 日公表)
- 公正取引委員会事務局 (2001) 『企業集団の実態について：第 7 次 (平成 13 年 5 月) 調査報告書』、東京：公正取引委員会事務局。
- 綱町三井クラブ HP「会員会社一覧」 Available at <http://tsunamachimitsuiclub.co.jp/members/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 國部克彦・神戸 CSR 研究会編 (2017) 『CSR の基礎：企業と社会の新しいあり方』、東京：中央経済社。
- 小山巖也 (2006) 「アメリカにおける企業の社会的責任論の生成と展開」、松野弘・合力知工・堀越芳昭『「企業の社会的責任論」の形成と展開』、京都：ミネルヴァ書房、107-131 頁。
- 坂入克子・水沼一郎・佐野暢彦・山崎直美・板尾誠人・倍和博・吉田健一郎 (2010) 「新たな経営モデルとしての「共生 CSR」概念の確立に向けて」、みずほ総合研究所調査本部『みずほ総研論集』、2010 年 I 号、65-105 頁。
- 櫻井克彦 (1991) 『現代の企業と社会：企業の社会的責任の今日的展開』、東京：千倉書房。
- 佐々木隆文・花枝英樹 (2014) 「従業員処遇と資本構成」、『現代ファイナンス』No. 35、63-86 頁。
- 佐々木隆文・花枝英樹 (2021) 「日本企業の ESG に対する意識調査」、『RIETI Discussion Paper Series』、21-J-004。
- 佐々木利廣・大室悦賀編 (2015) 『入門 企業と社会』、東京：中央経済社。
- サステナ HP「日本の PRI (責任投資原則) 署名機関一覧」 Available at <https://www.sustainable.org/ja/links/pri/> (2020 年 11 月 28 日閲覧)
- 週刊ダイヤモンド (2017) 『六大企業閥の因縁：三井・住友・三菱・芙蓉・三和・一勸』、2017 年 7 月 29 日号。
- 白須洋子 (2011) 「SRI 関連株の中長期パフォーマンスの特徴について」、『証券アナリストジャーナル』第 49 巻第 5 号、19 - 28 頁。
- 首藤恵 (2008) 「CSR とコーポレート・ガバナンス」、宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社、212-236 頁。
- 首藤恵 (2012) 「CSR 研究の新たなステージ：ビジネス・モデルと資本コスト」、『証券アナリストジャーナル』第 50 巻第 9 号、54-60 頁。

- 首藤恵 (2015) 「コーポレートガバナンスとステークホルダー関係」、『証券アナリストジャーナル』、第 53 巻第 10 号、52-57 頁。
- 首藤恵・竹原均 (2008a) 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(上)：非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」『証券経済研究』第 62 号、27-46 頁。
- 首藤恵・竹原均 (2008b) 「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」『証券経済研究』第 63 号、29-49 頁。
- 首藤恵・増子信・若園智明 (2006) 「企業の社会的責任(CSR)への取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 頁。
- 住友グループ広報委員会 HP 「住友グループ各社のご案内」 Available at <https://www.sumitomo.gr.jp/committee/company/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 広田真一 (2012) 『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』、東京：東洋経済新報社。
- 武石彰・野呂義久 (2017) 「日本の自動車産業における系列取引関係の分化：新たな研究課題」、関東学院大学『経済系』第 270 集、13-28 頁。
- 田中彰 (2013) 「六大企業集団の無機能化：ポストバブル期における企業間ネットワークのオーガナイジング」、同志社大学『同志社商學』第 64 巻第 5 号、330-351 頁。
- 谷本寛治編 (2004) 『CSR 経営：企業の社会的責任とステイクホルダー』、東京：中央経済社。
- 谷本寛治 (2006a) 『CSR：企業と社会を考える』、東京：NTT 出版。
- 谷本寛治 (2006b) 『ソーシャル・エンタープライズ：社会的企業の台頭』、東京：中央経済社。
- 谷本寛治 (2014) 『日本企業の CSR 経営』、東京：千倉書房。
- 谷本寛治 (2017) 「企業と社会のガバナンス構造の変化」、『経営学論集』(日本経営学会) 第 87 集、90-99 頁。
- 円谷昭一 (2020) 『政策保有株式の実証研究：失われる株式持ち合いの経済的効果』、東京：日本経済新聞出版。
- 手嶋宣之 (2000) 「経営者の株式保有と企業価値：日本企業による実証分析」、『現代ファイナンス』No. 7、41-55 頁。
- 東京商工会議所 HP 「「企業の社会的責任 (CSR)」についてのアンケート調査結果概要」 Available at <https://www.tokyo-cci.or.jp/survey/various/field/file/170712-1.pdf> (2021 年 5 月 31 日閲覧)
- 東洋経済オンライン 「CSR 企業ランキング 2012・トップ 700」 Available at <http://toyokeizai.net/articles/-/8766/> (2014 年 12 月 16 日閲覧)
- 東洋経済オンライン 「最新「CSR 総合ランキング」トップ 700」 Available at <http://toyokeizai.net/articles/-/37124> (2015 年 5 月 26 日閲覧)
- 東洋経済 CSR オンライン HP 「CSR 企業ランキング」 Available at <http://www.toyokeizai.net/csr/> (2019 年 1 月 31 日閲覧)

- 東洋経済新報社 (2017) 『CSR 企業白書：2017 年版』、東京：東洋経済新報社。
- 東洋経済新報社 (2018) 『CSR 企業白書：2018 年版』、東京：東洋経済新報社。
- 富田信太郎・池田直史 (2014) 「外生的ショックにおける株価反応と現金保有：コミットメントラインとの比較」、慶應義塾大学出版会『三田商学研究』第 57 巻、第 5 号、29-45 頁。
- 独立行政法人経済産業研究所 (RIETI) HP 「「RIETI-TID 2013」について」 Available at <http://www.rieti.go.jp/jp/projects/rieti-tid/pdf/1503.pdf> (2015 年 7 月 13 日閲覧)
- 中澤渉 (2013a) 「私的学校外教育のもたらす高校進学への効果：傾向スコア解析の応用」、東京大学社会科学研究所『パネル調査プロジェクト ディスカッションペーパーシリーズ』、No. 67。
- 中澤渉 (2013b) 「通塾が進路選択に及ぼす因果効果の異質性：傾向スコア・マッチングの応用」、日本教育社会学会『教育社会学研究』第 92 巻、151-174 頁。
- 中谷巖 (1983) 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」、金融経済研究所『金融経済』第 202 号、51-75 頁。
- 縄田和満 (1993) 「タイプ II のトービット・モデルの推定について」『日本統計学会誌』第 23 巻第 2 号、223-247 頁。
- 縄田和満 (1997) 「Probit、Logit、Tobit」 蓑谷千風彦・廣松毅監修『応用計量経済学 II』多賀出版、237-298 頁。
- 日本経済団体連合会「企業の社会的責任 (CSR) 推進にあたっての基本的考え方」(2004 年 2 月 17 日公表)
- 日本経済団体連合会 HP 「CSR (企業の社会的責任) に関するアンケート調査結果」 Available at <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2009/075/> (2017 年 3 月 31 日閲覧)
- 日本証券アナリスト協会 (2010) 『報告書 企業価値分析における ESG 要因』日本証券アナリスト協会、企業価値分析における ESG 要因研究会 (座長 宮井博、委員 小崎亜依子、佐々木隆文、寺山恵、米澤康博、作成協力者 杉浦康之)
- 野田博 (2013) 「CSR と会社法」、江頭憲治郎編『株式会社法大系』、東京：有斐閣、27-56 頁。
- 堀越芳昭 (2006) 「日本における企業の社会的責任論の生成と展開」、松野弘・合力知工・堀越芳昭『「企業の社会的責任論」の形成と展開』、京都：ミネルヴァ書房、63-106 頁。
- 星野崇宏 (2009) 『調査観察データの統計科学：因果推論・選択バイアス・データ融合』、東京：岩波書店。
- 眞崎昭彦 (2006) 「わが国における CSR(企業の社会的責任)の現状と課題：企業業績と CSR の関係を中心に」、『高崎経済大学論集』第 48 巻第 4 号、157-170 頁。
- 眞鍋誠司 (2002) 「企業間協調における信頼とパワーの効果：日本自動車産業の事例」、組織学会『組織科学』、第 36 巻第 1 号、80-94 頁。
- 眞鍋誠司・延岡健太郎 (2002) 「ネットワーク信頼の構築：トヨタ自動車の組織間学習シス

- テム』、『一橋ビジネスレビュー』、第 50 巻第 3 号、184-193 頁。
- 三井広報委員会 HP「会員会社」 Available at <https://www.mitsuiipr.com/members/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 三井業際研究所 HP「会員会社」 Available at <http://www.mitsui-gyoosai.com/kaisha.html> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 三菱金曜会 HP「会員会社」 Available at <https://www.mitsubishi.com/kinyokai/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 三菱広報委員会 HP「三菱広報委員会会員 37 社の紹介」 Available at <https://www.mitsubishi.com/j/csr/mpac/companies.html> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 三菱社名商標委員会 HP「会員会社」 Available at <http://www.mitsubishi.com/syameisyohyo/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 三菱マーケティング研究会 HP「会員企業」 Available at <https://www.mitsubishi-maken.com/corp/> (2019 年 2 月 3 日閲覧)
- 宮井博 (2008) 「ESG ファクターのパフォーマンス効果研究サーベイ」、日興フィナンシャル・インテリジェンス『NFI リサーチレビュー』2008 年 5 月号。
- 宮島英昭 (1992) 「財閥解体」、法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編著『日本の経済発展と企業集団』、東京：東京大学出版会、203-254 頁。
- 宮島英昭 (2016) 「ポスト持合いにおける 2 つの課題：新たな長期株主とブロック株主」、宍戸善一・後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言：企業価値向上・経済活性化への道筋』、商事法務、17-41 頁。
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」、『ニッセイ基礎研究所報』Vol. 33, 52-98 頁。
- 宮島英昭・原村健二・江南喜成 (2003) 「戦後日本企業の株式所有構造：安定株主の形成と解消」、財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 68 号、203-236 頁。
- 山田徹・臼井健人・後藤晋吾 (2017) 「働きやすい会社のパフォーマンス」、『証券アナリストジャーナル』第 55 巻第 11 号、75-86 頁。
- 湯山智教 (2019) 「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」、東京大学公共政策大学院『GraSPP Working Paper Series』19-001。
- 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 (2019) 「ESG 開示スコアとパフォーマンス」、『証券アナリストジャーナル』第 57 巻第 10 号、72 - 83 頁。
- 呂潔・中嶋幹 (2016) 「ESG と株価急落リスク」、『証券アナリストジャーナル』第 54 巻第 7 号、26-38 頁。

英文

Ackerman, R. W. and R. A. Bauer (1976) *Corporate Social Responsiveness: The Modern Dilemma*, Reston, Va.: Reston Pub. Co.

- Aguilera, R. V. and G. Jackson (2003) "The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants," *Academy of Management Review*, Vol. 28, Issue 3, pp. 447-465.
- Albuquerque, R., Y. Koskinen, S. Yang, and C. Zhang (2020) "Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash," *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper*, No. 676.
- Amable, B. (2003) *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
(山田鋭夫・原田裕治他訳『五つの資本主義：グローバリズム時代における社会経済システムの多様性』東京：藤原書店、2005年)
- Amann, B., Jaussaud, J., and I., Martinez (2012) "Corporate Social Responsibility in Japan: Family and Non-Family Business Differences and Determinants," *Asian Business and Management*, Vol. 11, Issue 3, pp. 329-345.
- Aoi, M., Asaba, S., Kubota, K., and H., Takehara (2015) "Family Firms, Firm Characteristics, and Corporate Social Performance: A Study of Public Firms in Japan," *Journal of Family Business Management*, Vol. 5, No. 2, pp. 192-217.
- Aoki, M. (1988) *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge: Cambridge University Press. (永易浩一訳『日本経済の制度分析：情報・インセンティブ・交渉ゲーム』東京：筑摩書房、1992年)
- Aoki, M. (2010) *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford: Oxford University Press. (谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性：集合認知・ガバナンス・制度』東京：NTT出版、2011年)
- Aoki, M. and R. Dore, eds. (1994) *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength*, Oxford: Oxford University Press. (NTT データ通信システム科学研究所訳『システムとしての日本企業：国際・学際研究』東京：NTT出版、1995年)
- Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima, eds. (2007) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. and H. Patrick (1994) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford: Oxford University Press. (白鳥正喜監訳, 東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』東京：東洋経済新報社、1996年)
- Arora, P. and R. Dharwadkar (2011) "Corporate Governance and Corporate Social Responsibility (CSR): The Moderating Roles of Attainment Discrepancy and Organization Slack," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, Issue 2, pp. 136-152.
- Asanuma, B. (1989) "Manufacturer-Supplier Relationships in Japan and the Concept of Relation-Specific Skill," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.

- 3, Issue 1, pp. 1-30. (浅沼万里 (1990) 「日本におけるメーカーとサプライヤーとの関係 : 「関係特殊的技能」 の概念の抽出と定式化」、『経済論叢』、第 145 巻第 1・2 号、1-45 頁)
- Auer, B. R. and F. Schumacher (2016) “Do Socially (Ir)Responsible Investments Pay? New Evidence From international ESG Data,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 59, pp. 51-62.
- Azar, J., M. Duro, I. Kadach, and G. Ormazabal (2021) “The Big Three and Corporate Carbon Emissions around the World,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.007>
- Bae, K. H., J. K. Kang and J. Wang (2011) “Employee Treatment and Firm Leverage: A Test of the Stakeholder Theory of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, Issue 1, pp. 130-153.
- Barnard, C. I. (1938) *The Functions of the Executive*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press. (山本安次郎・田杉競・飯野春樹訳『経営者の役割』東京：ダイヤモンド社、1968 年)。
- Barney, J. (1991) “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,” *Journal of Management*, Vol. 17, Issue 1, pp. 99-120.
- Baron, D. P. (2001) “Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Strategy,” *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 10, Issue 1, pp. 7-45.
- Baron, D. P. (2007) “Corporate Social Responsibility and Social Entrepreneurship,” *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 16, Issue 3, pp. 683-717.
- Bénabou, R. and J. Tirole (2010) “Individual and Corporate Social Responsibility,” *Economica*, Vol. 77, No. 305, pp.1-19.
- Berle, A. A. and G. C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Co. (森泉訳『現代株式会社と私有財産』札幌：北海道大学出版会、2014 年)
- Besley, T. and M. Ghatak (2007) “Retailing Public Goods: The Economics of Corporate Social Responsibility,” *Journal of Public Economics*, Vol. 91, Issue 9, pp. 1645-1663.
- Bhattacharyya, A. and M. L. Rahman (2019) “Mandatory CSR Expenditure and Firm Performance,” *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 15, Issue 3, Article 100163.
- Bolton, P. and M. Kacperczyk (2021) “Do Investors Care about Carbon Risk?,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- Bowen, H. R. (1953) *Social Responsibilities of the Businessman*, New York: Harper & Brothers.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin (2006) “Corporate Social Performance and Stock

- Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures,” *Financial Management*, Vol. 35, Issue 3, pp. 97-116.
- Brammer, S. J. and S. Pavelin (2013) “Corporate Governance and Corporate Social Responsibility,” ch.32. Wright, M., D. S. Siegel, K. Keasey, and I. Filatotchev (eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press.
- Branco, M. C. and L. L. Rodrigues (2006) “Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives,” *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, Issue 2, pp. 111-132.
- Buchholtz, A. K., J. A. Brown and K. M. Shabana (2008) “Corporate Governance and Corporate Social Responsibility,” ch.14. Crane, A., A. McWilliams, D. Matten, J. Moon and D. S. Siegel (eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford: Oxford University Press.
- Busch, T. and G. Friede (2018) “The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 25, Issue 4, pp. 583-608.
- Calza, F., G. Profumo, and I. Tutore (2016) “Corporate Ownership and Environmental Proactivity,” *Business Strategy and the Environment*, Vol. 25, Issue 6, pp. 369-389.
- Carroll, A. B. (1979) “A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance,” *Academy of Management Review*, Vol. 4, No. 4, pp. 497-505.
- Carroll, A. B. (1991) “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders,” *Business Horizons*, Vol. 34, Issue 4, pp. 39-48.
- Carroll, A. B. and A. K. Buchholtz (2012) *Business & Society: Ethics, Sustainability, and Stakeholder Management (8th ed.)*, Ohio: South-Western, Cengage Learning.
- Chen, T., H. Dong, and C., Lin (2020) “Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 135, Issue 2, pp. 483-504.
- Coase, R. H. (1937) “The Nature of the Firm,” *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405.
- Coase, R. H. (1988) *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago: University of Chicago Press. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東京：東洋経済新報社、1992年)
- Cornett, M. M., O. Erhemjants, and H. Tehranian (2016) “Greed or Good Deeds: An Examination of the Relation between Corporate Social Responsibility and the Financial Performance of U.S. Commercial Banks around the Financial Crisis,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 70, pp. 137-159.
- Dai, R., H. Liang, and L. Ng (2020) “Socially Responsible Corporate Customers,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.003>

- Dam, L. and B. Scholtens (2013) "Ownership Concentration and CSR Policy of European Multinational Enterprises," *Journal of Business Ethics*, Vol. 118, No. 1, pp. 117-126.
- Davis K. and R. L. Blomstrom (1975) *Business and Society: Environment and Responsibility (3rd ed.)*, New York: McGraw-Hill.
- Demsetz, H. (1983) "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 375-390.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer, and K. Koedijk (2005) "The Eco-Efficiency Premium Puzzle," *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 2, pp. 51-63.
- Di Giuli, A. and L. Kostovetsky (2014) "Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility," *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, Issue 1, pp. 158-180.
- DiMaggio, P. J. and W. W. Powell (1983) "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields," *American Sociological Review*, Vol. 48, No. 2, pp. 147-160.
- Ding, W., R. Levine, C. Lin, and W. Xie (2021) "Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic," *Journal of Financial Economics*, Vol. 141, Issue 2, pp. 802-830.
- Donaldson, T. and L. E. Preston (1995) "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications," *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91.
- Dowell, G., S. Hart and B. Yeung (2000) "Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?," *Management Science*, Vol. 46, Issue 8, pp. 1059-1074.
- Dyck, A., K. V. Lins, L. Roth, and H. F. Wagner (2019) "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 131, Issue 3, pp. 693-714.
- Edmans, A. (2011) "Does the Stock Market Fully Value Intangibles?: Employee Satisfaction and Equity Prices," *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, Issue 3, pp. 621-640.
- Edmans, A., L. Li and C. Zhang (2020) "Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around the World," *ECGI Working Paper Series in Finance*, No. 433.
- El Ghoul, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra (2011) "Does Corporate Social Responsibility affect the Cost of Capital?," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, Issue 9, pp. 2388-2406.
- Endrikat, J., E. Guenther, and H. Hoppe (2014) "Making Sense of Conflicting Empirical Findings: A Meta-Analytic Review of the Relationship between Corporate

- Environmental and Financial Performance,” *European Management Journal*, Vol. 32, Issue 5, pp. 735-751.
- Engle, R. F., S. Giglio, B. Kelly, H. Lee, and J. Stroebe (2020) “Hedging Climate Change News,” *Review of Financial Studies*, Vol. 33, Issue 3, pp. 1184-1216.
- Flammer, C. (2021) “Corporate Green Bonds,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>
- Frederick, W. C. (1986) “Toward CSR3: Why Ethical Analysis is Indispensable and Unavoidable in Corporate Affairs,” *California Management Review*, Vol. 28, Issue 2, pp. 126-141.
- Frederick, W. C. (1994) “From CSR1 to CSR2: The Maturing of Business-and-Society Thought,” *Business & Society*, Vol. 33, No. 2, pp. 150-164.
- Freeman R. E. (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.
- Freeman R. E. and D. R. Gilbert (1988) *Corporate Strategy and the Search for Ethics*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall. (笠原清志監訳, 沢井敦・細萱信子・庄司貴行・井上良介訳『企業戦略と倫理の探求』東京：文眞堂, 1998年)
- Freeman R. E. and D. L. Reed (1983) “Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance,” *California Management Review*, Vol. 25, No. 3, pp. 88-106.
- Friedman, M. (1970) “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits,” *New York Times Magazine*, September 13, pp. 122-126.
- Galbreath, J. (2005) “Which Resources Matter the Most to Firm Success? An Exploratory Study of Resource-Based Theory,” *Technovation*, Vol. 25, Issue 9, pp. 979-987.
- Galbreath, J. (2018) “Is Board Gender Diversity Linked to Financial Performance? The Mediating Mechanism of CSR,” *Business & Society*, Vol. 57, Issue 5, pp. 863-889.
- Geczy, C., J. S. Jeffers, D. K. Musto, and A. M. Tucker (2021) “Contracts with (Social) Benefits: The Implementation of Impact Investing,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.006>
- Graff Zivin, J. and A. Small (2005) “A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social Responsibility,” *Topics in Economic Analysis & Policy*, Vol. 5, Issue 1, Article 10.
- Hall, P. A. and D. Soskice eds. (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: Oxford University Press. (遠山弘徳・安孫子誠男・山田鋭夫・宇仁宏幸・藤田菜々子訳『資本主義の多様性：比較優位の制度的基礎』京都：ナカニシヤ出版, 2007年)
- Hart, O. and L., Zingales (2017) “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value,” *Journal of Law, Finance, and Accounting*, Vol. 2, No. 2, pp. 247-275.

- Hart, S. L. (1995) "A Natural-Resource-Based View of the Firm," *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 4, pp. 986-1014.
- Hart, S. L. (1997) "Beyond Greening: Strategies for a Sustainable World," *Harvard Business Review*, Vol. 75, No. 1, pp. 66-76.
- Hart, S. L. and G. Dowell (2011) "A Natural-Resource-Based View of the Firm: Fifteen Years After," *Journal of Management*, Vol. 37, Issue 5, pp. 1464-1479.
- Heal, G. (2009) "Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework," *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 30, Issue 3, pp. 387-409.
- Heckman, J. J. (1976) "The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection and Limited Dependent Variables and a Simple Estimator for Such Models," *Annals of Economic and Social Measurement*, Vol. 5, No. 4, pp. 475-492.
- Heckman, J. J. (1979) "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, Vol. 47, No. 1, pp. 153-161.
- Hedges, L. V. and I. Olkin (1985) *Statistical Methods for Meta-Analysis*, Orlando: Academic Press.
- Henderson, R. (2020) *Reimagining Capitalism in a World on Fire*, New York: Public Affairs. (高遠裕子訳『資本主義の再構築：公正で持続可能な世界をどう実現するか』東京：日本経済新聞出版、2020年)
- Ikedo, N., K. Inoue, and S., Watababe (2018) "Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 47, pp. 55-69.
- Itoh, H., T. Kikutani, and O. Hayashida (2008) "Complementarities among authority, accountability, and Monitoring: Evidence from Japanese Business Groups," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 22, Issue 2, pp. 207-228.
- Jackson, G. and A. Apostolakou (2010) "Corporate Social Responsibility in Western Europe: An Institutional Mirror or Substitute?," *Journal of Business Ethics*, Vol. 94, Issue 3, pp. 371-394.
- Jackson, G. and J. Bartosch (2016) *Corporate Responsibility in Different Varieties of Capitalism: Exploring the Role of National Institutions*, Gütersloh: Bertelsmann Stiftung.
- Jackson, G. and J. Bartosch (2017) "Understanding Corporate Responsibility in Japanese Capitalism: Some Comparative Observations," *INCAS Discussion Paper Series*, 2017 No. 04.
- Jensen, M. C. (2001) "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, Issue 3, pp. 8-

21.

- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360.
- Jidinger, J. and H. Miyajima (2019) "Does Regulation Matter?: Effects of Corporate Governance Reforms on Relational Shareholding in Japan," *RIETI Discussion Paper Series*, 20-E-003.
- Kay, J. (2012) *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, BIS: London.
- Kang, N. and J. Moon (2012) "Institutional Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: A Comparative Institutional Analysis of Three Capitalisms," *Socio-Economic Review*, Vol. 10, Issue 1, pp. 85-108.
- Kao, E. H., C. C. Yeh, L. H. Wang, and H. G. Fung (2018) "The Relationship between CSR and Performance: Evidence in China," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 51, pp. 155-170.
- Kassinis, G., A. Panayiotou, A. Dimou, and G. Katsifaraki (2016) "Gender and Environmental Sustainability: A Longitudinal Analysis," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 23, Issue 6, pp. 399-412.
- Kempf, A. and P. Osthoff (2007) "The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance," *European Financial Management*, Vol. 13, No. 5, pp. 908-922.
- Kinderman, D. P. (2012) "'Free Us Up So We Can Be Responsible!' The Co-Evolution of Corporate Social Responsibility and Neo-Liberalism in the UK, 1977–2010," *Socio-Economic Review*, Vol. 10, Issue 1, pp. 29-57.
- King, A. A. and M. J. Lenox (2001) "Does It Really Pay to Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance: An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance," *Journal of Industrial Ecology*, Vol. 5, Issue 1, pp. 105-116.
- Kitzmueller, M. and J. Shimshack (2012) "Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility," *Journal of Economic Literature*, Vol. 50, Issue 1, pp. 51-84.
- Krueger, P., Z. Sautner, and L. T. Starks (2020) "The Importance of Climate Risks for Institutional Investors," *Review of Financial Studies*, Vol. 33, Issue 3, pp. 1067-1111.
- Leite, P. and M. C. Cortez (2014) "Style and Performance of International Socially Responsible Funds in Europe," *Research in International Business and Finance*, Vol. 30, pp. 248-267.
- Levitt, T. (1958) "The Dangers of Social Responsibility," *Harvard Business Review*, Vol. 36, Issue 5, pp. 41-50.

- Lewbel, A. (2012) “Using Heteroskedasticity to Identify and Estimate Mismeasured and Endogenous Regressor Models,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30, Issue 1, pp. 67-80.
- Liebermann, Y. and A. Flint-Goor (1996) “Message Strategy by Product-Class Type: A Matching Model,” *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 13, Issue 3, pp. 237-249.
- Lincoln, J. R. and M. Shimotani (2010) “Business Networks in Postwar Japan: Whither the Keiretsu?,” in A. Colpin, T. Hikino, and J. Lincoln (Eds.), *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford: Oxford University Press, pp. 127-156.
- Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo (2017) “Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis,” *Journal of Finance*, Vol. 72, Issue 4, pp. 1785-1824.
- Margolis, J. D., H. A. Elfenbein and J. P. Walsh (2009) “Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance,” Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1866371> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>
- Matten, D. and J. Moon (2008) ““Implicit” and “Explicit” CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility,” *Academy of Management Review*, Vol. 33, No. 2, pp. 404-424.
- Mayer, C. (2013) *Firm Commitment: Why the Corporation is Failing us and How to Restore Trust in it*, Oxford: Oxford University Press. (宮島英昭監訳、清水真人・河西卓弥訳『ファーム・コミットメント：信頼できる株式会社をつくる』東京：NTT出版、2014年)
- Mayer, C. (2018) *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford: Oxford University Press. (宮島英昭監訳、清水真人・河西卓弥訳『株式会社規範のコペルニクスの転回：脱・株主ファーストの生存戦略』東京：東洋経済新報社、2021年)
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Issue 2, pp. 595-612.
- McGuire, J. B., A. Sundgren, and T. Schneeweis (1988) “Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance,” *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 4, pp. 854-872.
- McGuire, J. W. (1963) *Business and Society*, New York: McGraw-Hill.
- McWilliams, A. and D. S. Siegel (2000) “Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?,” *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Issue 5, pp. 603-609.
- McWilliams, A. and D. S. Siegel (2001) “Corporate Social Responsibility: A Theory of the

- Firm Perspective,” *Academy of Management Review*, Vol. 26, Issue 1, pp. 117-127.
- McWilliams, A., D. S. Siegel and P. M. Wright (2006) “Guest Editors’ Introduction - Corporate Social Responsibility: Strategic Implications,” *Journal of Management Studies*, Vol. 43, Issue 1, pp. 1-18.
- Matous, P. and Y. Todo (2015) “Dissolve the Keiretsu, or Die: A longitudinal Study of Disintermediation in the Japanese Automobile Manufacturing Supply Networks,” *RIETI Discussion Paper Series*, 15-E-039.
- Morck, R. K. and M. Nakamura (2005) “A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean: A History of Corporate Ownership in Japan,” in R. K. Morck (Eds.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 367-465.
- Morck, R. K. and M. Nakamura (2007) “Business Groups and the Big Push: Meiji Japan’s Mass Privatization and Subsequent Growth,” *Enterprise & Society*, Vol. 8, Issue 3, pp. 543-601.
- Morck, R., A. Shleifer, R. W. Vishny (1988) “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Miyajima, H. (1994) “The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Groups: From Hierarchically Integrated Groups to Horizontally Integrated Groups,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 8, Issue 3, pp. 293-328.
- Miyajima, H and S. Kawamoto (2010) “Business Groups in Prewar Japan: Historical Formation and Legacy,” in A. Colpin, T. Hikino, and J. Lincoln (Eds.), *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford: Oxford University Press, pp. 97-126.
- Miyajima, H and F. Kuroki (2007) “The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima (Eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp. 79-124.
- Nawata, K. (1994) “Estimation of Sample Selection Bias Models by the Maximum Likelihood Estimator and Heckman’s Two-Step Estimator,” *Economics Letters*, Vol. 45, Issue 1, pp. 33-40.
- Nelson, P. (1970) “Information and Consumer Behavior,” *Journal of Political Economy*, Vol. 78, No. 2, pp. 311-329.
- Nelson, P. (1974) “Advertising as Information,” *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No. 4, pp. 729-754.
- Nguyen, P. A., A. Kecskés, and S. Mansi (2020) “Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors,” *Journal of*

- Banking & Finance*, Vol. 112, Article 105217.
- North, D. C. (1990) *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press. (竹下公視訳『制度・制度変化・経済成果』京都：晃洋書房、1994年)
- Oh, W. Y., Y. K. Chang, and Z. Cheng (2016) “When CEO Career Horizon Problems Matter for Corporate Social Responsibility: The Moderating Roles of Industry-Level Discretion and Blockholder Ownership,” *Journal of Business Ethics*, Vol. 133, No. 2, pp. 279-291.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes (2003) “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis,” *Organization Studies*, Vol. 24, No. 3, pp. 403-441.
- Parvin, R., M. S. Rana, and S. Shams (2020) “Literature Review on the Association between Earnings Management and Corporate Social Responsibility,” *International Journal of Accounting & Finance Review*, Vol. 5, No. 1, pp. 22-31.
- Peloza, J. (2009) “The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance,” *Journal of Management*, Vol. 35, Issue 6, pp. 1518-1541.
- Penrose, E. T. (1959) *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Blackwell.
- Penrose, E. T. (1995) *The Theory of the Growth of the Firm (3rd ed.)*, Oxford: Oxford University Press. (日高千景訳『企業成長の理論 (第3版)』東京：ダイヤモンド社、2010年)
- Post, J. E., A. T. Lawrence, and J. Weber (2002) *Business and Society: Corporate Strategy, Public Policy, Ethics (10th ed.)*, Boston: McGraw-Hill. (松野弘・小阪隆秀・谷本寛治監訳『企業と社会：企業戦略・公共政策・倫理.上・下』京都：ミネルヴァ書房、2012年)
- Rees, W. and T. Rodionova (2013) “What Type of Controlling Investors Impact on which Elements of Corporate Social Responsibility?,” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 3, Issue 3, pp. 238-263.
- Renneboog, L., J. T. Horst, and C. Zhang (2008a) “The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, Issue 3, pp. 302-322.
- Renneboog, L., J. T. Horst, and C. Zhang (2008b) “Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, Issue 9, pp. 1723-1742.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1983) “The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects,” *Biometrika*, Vol. 70, No. 1, pp. 41-55.
- Russo, M. V. and P. A. Fouts (1997) “A Resource-Based Perspective on Corporate

- Environmental Performance and Profitability”, *Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3, pp. 534-559.
- Sako, M. (1991) “The Role of ‘Trust’ in Japanese Buyer-Supplier Relationships,” *Ricerche Economiche*, xlv, 2-3, pp. 449-474. (酒向真理「日本のサプライヤー関係における信頼の役割」藤本隆宏・西口敏宏・伊藤秀史編『リーディングス サプライヤー・システム：新しい企業間関係を創る』、有斐閣、91-118 頁、1998 年)
- Sako, M. and S. Helper (1998) “Determinants of Trust in Supplier Relations: Evidence from the Automotive Industry in Japan and the United States,” *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 34, Issue 3, pp. 387-417.
- Schmidt, F. L. and I-S. Oh (2013) “Methods for Second Order Meta-Analysis and Illustrative Applications,” *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 121, Issue 2, pp. 204-218.
- Setó - Pamies, D. (2015) “The Relationship between Women Directors and Corporate Social Responsibility,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 22, Issue 6, pp. 334-345.
- Sheldon, O. (1924) *The Philosophy of Management*, London: Pitman.
- Siegel, D. S. and D. F. Vitaliano (2007) “An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility,” *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 16, Issue 3, pp. 773-792.
- Shirasu, Y. and H. Kawakita (2020) “Long-Term Financial Performance of Corporate Social Responsibility,” *Global Finance Journal*, forthcoming.
- Shirasu, Y., K. Suzuki, and S. El Ghouli (2020) “Long-Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund,” 日本ファイナンス学会『日本ファイナンス学会大会予稿集、第 28 回 (2020 年度)』、所収。
- Smith, N. C. (2003) “Corporate Social Responsibility: Whether or How?,” *California Management Review*, Vol. 45, Issue 4, pp. 52-76.
- Stroebel, J., and J. Wurgler (2021) “What Do You Think about Climate Finance?,” *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.004>
- Stulz, R. M. (1988) “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.
- Suto, M. and H. Takehara (2016a) “The Link between Corporate Social Performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japanese Firms,” *International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility*, Vol. 1, No. 1, pp.4-25.
- Suto, M. and H. Takehara (2016b) “CSR and Cost of Capital: Evidence from Japan,” *Social Responsibility Journal*, Vol. 13, Issue 4, pp. 798-816.

- Suto, M. and H. Takehara (2018a) “Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms?,” in H. Lu, R. Schmidpeter, N. Capaldi, L. Zu (Eds.), *Building New Bridges Between Business and Society: Recent Research and New Cases in CSR, Sustainability, Ethics and Governance*, Cham: Springer International Publishing, pp. 171-189.
- Suto, M. and H. Takehara (2018b) *Corporate Social Responsibility and Corporate Finance in Japan*, Singapore: Springer Singapore.
- Surroca, J. and J. A. Tribó (2008) “Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35 Issue 5/6, pp. 748-789.
- Suzuki, K., K. Tanimoto, and A. Kokko (2010) “Does Foreign Investment Matter? Effects of Foreign Investment on the Institutionalization of Corporate Social Responsibility by Japanese Firms,” *Asian Business & Management*, Vol. 9, No. 3, pp. 379-400.
- Tanimoto, K. (2007) “Evaluation of Corporate Social Responsibility (CSR) and the Market,” *Business and Society*, Chapter 9, Edited by Japan Association for the Comparative Studies of Management, Bunrikaku: Kyoto, pp. 102-112.
- Tanimoto, K. (2016) “The Implementation of CSR Management and Stakeholder Relations in Japan”, in S.O. Idowu and S. Vertigans (eds), *Stages of Corporate Social Responsibility: From Ideas to Impacts*, Cham: Springer International Publishing, pp. 223-241.
- Tanimoto, K. and K. Suzuki (2005) “Corporate Social Responsibility in Japan: Analyzing the Participating Companies in Global Reporting Initiative,” *European Institute of Japanese Studies Working Papers Series*, No. 208.
- The European Commission 『Corporate Social Responsibility (CSR)』 (2018年6月13日閲覧) http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility_en
- Tolliver, C., H. Fujii, A. R. Keeley, and S. Managi (2021) “Green Innovation and Finance in Asia,” *Asian Economic Policy Review*, Vol. 16, Issue 1, pp. 67-87.
- United Nations (2003) *Classification by Broad Economic Categories: Defined in Terms of the Standard International Trade Classification, Revision 3, and the Harmonized Commodity Description and Coding System, Third Edition (2002)*, Statistical Papers Series M, No. 53, Rev. 4, New York: United Nations Publication.
- United Nations University International Human Dimensions Programme, and United Nations Environment Programme, eds. (2012) *Inclusive Wealth Report 2012: Measuring Progress toward Sustainability*, Cambridge: Cambridge University Press.
- (国連環境計画編、武内和彦監修、植田和弘・山口臨太郎訳『国連大学 包括的「富」報告書：自然資本・人工資本・人的資本の国際比較』東京：明石書店、2014年)

- Vogel, D. (2005) *The Market for Virtue: The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*, Washington, D.C.: Brookings Institution Press. (小松由紀子・村上美智子・田村勝省訳『企業の社会的責任 (CSR) の徹底研究：利益の追求と美德のバランス-その事例による検証』、東京：一灯舎、2007年)
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997) “The Corporate Social Performance-Financial Performance Link,” *Strategic Management Journal*, Vol. 18, Issue 4, pp.303-319.
- Weber, M. (1905) *Die Protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*, Tübingen: J.C.B. Mohr. (中山元訳『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』、東京：日経BP社、2010年)
- Weber, J. and D. M. Wasieleski ed., (2018) *Corporate Social Responsibility (Business and Society 360)*, Bingley: Emerald Group Pub. Ltd.
- Wernerfelt, B. (1984) “A Resource-Based View of the Firm”, *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, pp. 171-180.
- Whitley, R. (1999) *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*, Oxford: Oxford University Press.
- Williamson, O. E. (1975) *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York: Free Press. (浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』、東京：日本評論社、1980年)
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh (1995) “Japan's Corporate Groups: Collusion or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior,” *Journal of Industrial Economics*, Vol. 43 Issue 4, pp. 359-376.
- Winship, C. and S. L. Morgan (1999) “The Estimation of Causal Effects from Observational Data,” *Annual Review of Sociology*, Vol. 25, pp. 659-707.
- Wokutch, R. E. and J. M. Shepard (1999) “The Maturing of the Japanese Economy: Corporate Social Responsibility Implications,” *Business Ethics Quarterly*, Vol. 9, Issue 3, pp. 527-540.
- Xie, J., W., Nozawa, M., Yagi, H., Fujii, and S. Managi (2019) “Do Environmental, Social, and Governance Activities improve Corporate Financial Performance?,” *Business Strategy and the Environment*, Vol. 28, Issue 2, pp. 286-300.
- Xie, J., W. Nozawa, and S. Managi (2020) “The Role of Women on Boards in Corporate Environmental Strategy and Financial Performance: A Global Outlook,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27, Issue 5, pp. 2044-2059.
- Yagi, M. and S. Managi (2018) “Decomposition Analysis of Corporate Carbon Dioxide and Greenhouse Gas Emissions in Japan: Integrating Corporate Environmental and Financial Performances,” *Business Strategy and the Environment*, Vol. 27, Issue 8,

pp.1476-1492.

- Yafeh, Y. (2002) "An International Perspective of Japan's Corporate Groups and their Prospects," *NBER Working Paper*, No. 9386 (December).
- Yamamura, K. and W. Streeck ed., (2003) *The End of Diversity? Prospects for German and Japanese Capitalism*, Ithaca: Cornell University Press.
- Yoo, S., A. R. Keeley, and S. Managi (2021) "Does Sustainability Activities Performance Matter During Financial Crises? Investigating the Case of COVID-19," *Energy Policy*, Vol. 155, Article 112330.
- Yoo, S. and S. Managi (2021) "Disclosure or Action: Evaluating ESG Behavior towards Financial Performance," *Finance Research Letters*,
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102108>
- Yoon, B., J. H. Lee, and R. Byun (2018) "Does ESG Performance Enhance Firm Value?: Evidence from Korea," *Sustainability*, Vol. 10, Issue 10, Article 3635.
- Yu, E. P., B. V. Luu, and C. H. Chen (2020) "Greenwashing in Environmental, Social and Governance Disclosures," *Research in International Business and Finance*, Vol. 52, Article 101192.
- Zattoni, A. (2011) "Who Should Control a Corporation? Toward a Contingency Stakeholder Model for Allocating Ownership Rights", *Journal of Business Ethics*, Vol.103, Issue. 2, pp. 255-274.

図表目次

図表 1-1	欧米企業の研究、国際比較に用いられる主な CSR 代理変数	1
図表 1-2	日本企業の研究で用いられる CSR 代理変数	1
図表 1-3	CSR データの相関関係（東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社）	2
図表 2-1	伝統的企業社会論と新制度派組織論の関係	3
図表 2-2	Aoki（2010）の想定経路	3
図表 2-3	経済学的アプローチと社会的アプローチ	4
	パネル A 両アプローチの差異性	4
	パネル B 統合解釈の可能性	4
図表 4-1	代理変数一覧	5
図表 4-2	Siegel and Vitaliano（2007）における財・サービスのタイプ分類	6
図表 4-3	本稿における財・サービスのタイプ分類 [分類Ⅰ]	7
図表 4-4	本稿における財・サービスのタイプ分類 [分類Ⅱ]	8
図表 4-5	基本統計量	8
	パネル A 各種 CSR スコア（N=621）	8
	パネル B 財タイプ別 CSR スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）	9
	パネル C 財タイプ別 雇用スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）	9
	パネル D 財タイプ別 環境スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）	10
	パネル E 財タイプ別 企業統治・社会性スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）	10
	パネル F 各種変数データ	11
図表 4-6	相関係数（N=621）	12
図表 4-7	OLS 推定（N=621）	13
	パネル A 被説明変数「CSR スコア」	13
	パネル B 被説明変数「雇用スコア」	13
	パネル C 被説明変数「環境スコア」	14
	パネル D 被説明変数「企業統治・社会性スコア」	14
図表 4-8	消費財供給企業だけをサンプルとする OLS 推定（N=228）	15

パネル A 被説明変数「CSR スコア」	15
パネル B 被説明変数「雇用スコア」	15
パネル C 被説明変数「環境スコア」	16
パネル D 被説明変数「企業統治・社会性スコア」	16
図表 4-9 頑健性の検証	17
パネル A ヘックマンの二段階推定（サンプルセレクションバイアスへの対処）	17
パネル B OLS 推定（説明変数：分類Ⅱ）	18
付表 4-1 探索財、経験財、信頼財の定義	19
付表 4-2 東洋経済新報社「第 6 回 CSR 企業ランキング」評価項目一覧	20
図表 5-1 代理変数一覧	21
図表 5-2 財の分類表 [分類Ⅰ]	22
図表 5-3 財の分類表 [分類Ⅱ]	22
図表 5-4 基本統計量	23
パネル A 各種 CSR スコア (N=663)	23
パネル B 財タイプ別、各種 CSR スコア	23
パネル C 各種変数データ	24
図表 5-5 相関係数	25
パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数	25
パネル B 説明変数間、説明変数とコントロール変数	25
パネル C コントロール変数間	26
図表 5-6 基本推計	26
パネル A OLS 推計、説明変数：分類Ⅰ	26
パネル B OLS 推計、説明変数：分類Ⅱ	27
図表 5-7 頑健性の検証	28
パネル A Heckit、説明変数：分類Ⅰ	28
パネル B Heckit、説明変数：分類Ⅱ	29
付表 5-1 国連の BEC (Broad Economic Categories)	30

付表 5-2	説明変数 [分類 I]、代表的企業と各種 CSR スコア	30
付表 5-3	東洋経済新報社「第 8 回 CSR 企業ランキング」評価項目一覧	31
付図 5-1	基本推計、説明変数 [分類 I]、該当企業のベン図	32
付図 5-2	財の分布状況 [分類 I]、該当企業のベン図	32
図表 6-1	企業集団と融資系列	33
図表 6-2	六大企業集団の株式持ち合い比率の推移	33
図表 6-3	三大企業集団	34
図表 6-4	代理変数一覧	35
図表 6-6	サンプル企業のベン図	36
	パネル A マッチング前	36
	パネル B マッチング後	36
図表 6-7	三大企業集団ダミー企業の概要	37
図表 6-8	基本統計量	38
	パネル A マッチング前	38
	パネル B マッチング後	39
図表 6-9	マッチ前の推計	40
図表 6-10	基本推計	41
図表 6-11	基本推計+系列要素	42
図表 6-12	マッチ前の推計+融資系列	43
図表 6-13	基本推計+融資系列	44
図表 6-14	基本推計+系列要素+融資系列	45
図表 6-15	別角度からの 3 大企業集団	46
図表 6-16	推計結果_三大企業集団別パターン	47
	パネル A 説明変数：三大企業集団	47
	パネル B 説明変数：三井	48
	パネル C 説明変数：三菱	49
	パネル D 説明変数：住友	50

図表 6 - 17 推計結果_交差項 (三大企業集団ダミー×無形資産変数)	51
図表 7-1 代理変数一覧.....	52
図表 7-2 サンプル企業概要_東洋経済新報社.....	53
図表 7-3 サンプル企業概要_Thomson Reuters Eikon 社.....	53
図表 7-4 基本統計量_東洋経済新報社.....	54
図表 7-5 基本統計量_Thomson Reuters Eikon 社.....	54
図表 7-6 相関係数_東洋経済新報社.....	55
パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数	55
パネル B 説明変数とコントロール変数間	55
図表 7-7 相関係数_Thomson Reuters Eikon 社	56
パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数	56
パネル B 説明変数とコントロール変数間	56
図表 7-8 推計結果_東洋経済新報社.....	57
パネル A 株式相互持ち合い比率.....	57
パネル B 安定保有株主比率.....	58
図表 7-9 推計結果_Thomson Reuters Eikon 社	59
パネル A 株式相互持ち合い比率.....	59
パネル B 安定保有株主比率.....	60
図表 7-10 交差項_推計結果_東洋経済新報社.....	61
図表 7-11 交差項_推計結果_Thomson Reuters Eikon 社.....	62
図表 8-1 外生的ショック時の株価変動.....	63
パネル A 月次_日経平均、TOPIX (2005.1~2020.10)	63
パネル B 日次_前営業日の日経平均を 100 とするショックの比較.....	63
図表 8-2 サンプル企業照合表.....	64
図表 8-3 業種別_株式収益率.....	65
パネル A リーマン・ショック	65
パネル B 東日本大震災.....	66

パネル C-1 COVID-19 (2月~3月)	67
パネル C-2 COVID-19 (1月~3月)	68
図表 8-4 代理変数一覧.....	69
図表 8-5 基本統計量.....	70
パネル A-1 リーマン・ショック (東洋経済新報社)	70
パネル A-2 リーマン・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)	70
パネル B-1 東日本大震災 (東洋経済新報社)	71
パネル B-2 東日本大震災 (Thomson Reuters Eikon 社)	71
パネル C-1 COVID-19 (東洋経済新報社)	72
パネル C-2 COVID-19 (Thomson Reuters Eikon 社)	72
図表 8-6 推計結果.....	73
パネル A-1 リーマン・ショック (東洋経済新報社)	73
パネル A-2 リーマン・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)	74
パネル B-1 東日本大震災 (東洋経済新報社)	75
パネル B-2 東日本大震災 (Thomson Reuters Eikon 社)	76
パネル C-1 COVID-19・ショック (東洋経済新報社)	77
パネル C-2 COVID-19・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)	78

図表 1-1 欧米企業の研究、国際比較に用いられる主な CSR 代理変数

-
- KLD社 (Kinder, Lydenberg, Domini & Co.)
 - INNOVEST社
 - 上記の両社は、RiskMetrics社 (RiskMetrics Group, Inc.) により買収される。
 - RiskMetrics社は、MSCI社 (MSCI Inc.) により買収される。
 - MSCI ESG Ratings、MSCI ESG STATSに集約される。
 - EIRIS社
 - Vigeo社
 - Vigeo社とEIRIS社が合併し、Vigeo EIRIS社へと再編。
 - Vigeo EIRIS社は、ムーディーズ社 (Moody's Corporation) により買収される。
 - Moody's Credit ViewにおいてESG情報の開示をスタート。
 - FTSE社 (FTSE International, Ltd)
 - : ESG Ratings - FTSE Russell
 - Bloomberg社
 - Thomson Reuters Eikon社
-

図表 1-2 日本企業の研究で用いられる CSR 代理変数

-
- 株式会社グッドバンカー
 - 特定非営利活動法人パブリックリソースセンター (Center for Public Resources Development: CPRD) のアンケート調査『企業の社会性に関する調査』
 - 日経ESG経営フォーラム「ESGブランド調査」
(旧)「環境ブランド調査」
 - Bloomberg社
 - Thomson Reuters Eikon社
 - 東洋経済新報社
「CSR総覧」、「CSRランキング」、「CSR白書」
-

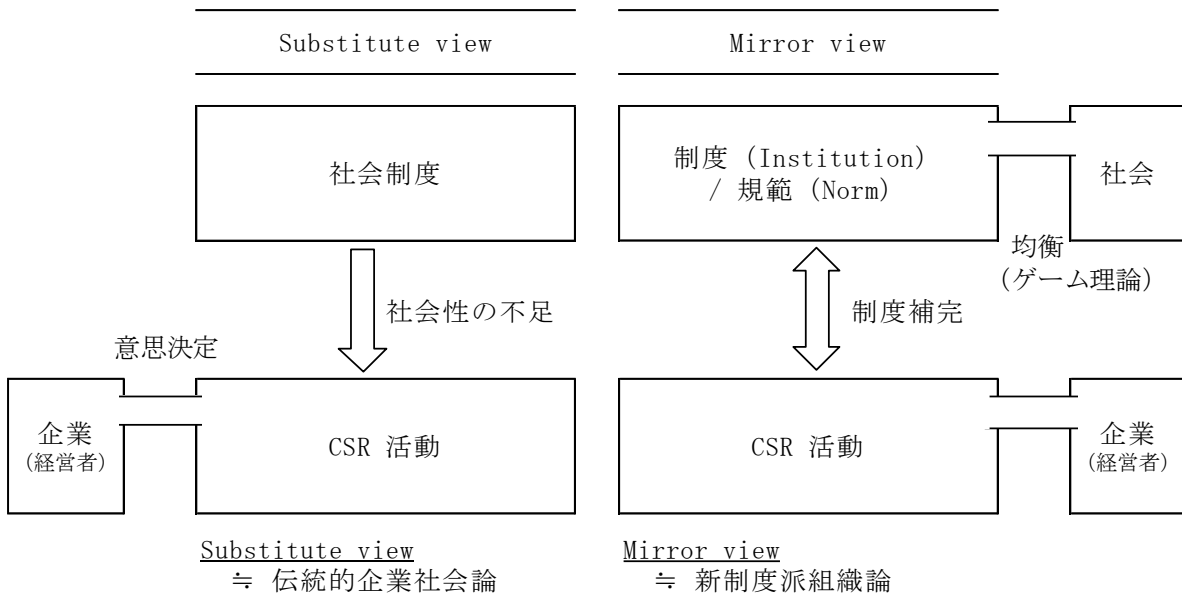
図表 1-3 CSR データの相関関係（東洋経済新報社と Thomson Reuters Eikon 社）

東洋経済新報社 CSRスコア				Thomson Reuters Eikon 総合 - ESGスコア			重複 企業数	相関 係数
公表年	調査年	スコア 付与 企業数	平均値	調査年	スコア 付与 企業数	平均値		
2007	2006年6月	500	177.99	FY2006	341	32.67	186	0.492
2008	2007年6月	500	182.99	FY2007	351	34.83	195	0.548
2009	2008年6月	500	188.31	FY2008	355	38.00	205	0.531
2010	2009年6月	500	190.35	FY2009	364	39.81	209	0.595
2011	2010年6月	500	196.03	FY2010	374	40.56	219	0.613
2012	2011年6月	500	190.35	FY2011	379	41.50	213	0.571
2013	2012年6月	701	178.47	FY2012	382	41.26	242	0.653
2014	2013年6月	700	190.56	FY2013	392	41.08	250	0.600
2015	2014年6月	700	196.67	FY2014	398	41.22	254	0.592
2016	2015年6月	701	200.55	FY2015	409	42.44	260	0.545
2017	2016年6月	700	208.47	FY2016	417	43.76	268	0.534
2018	2017年6月	800	201.62	FY2017	425	44.99	276	0.538
2019	2018年6月	801	209.46	FY2018	435	47.24	288	0.537

注：東洋経済新報社の CSR スコアは 300 点満点、Thomson Reuters Eikon 社の総合 - ESG スコアは 100 点満点。

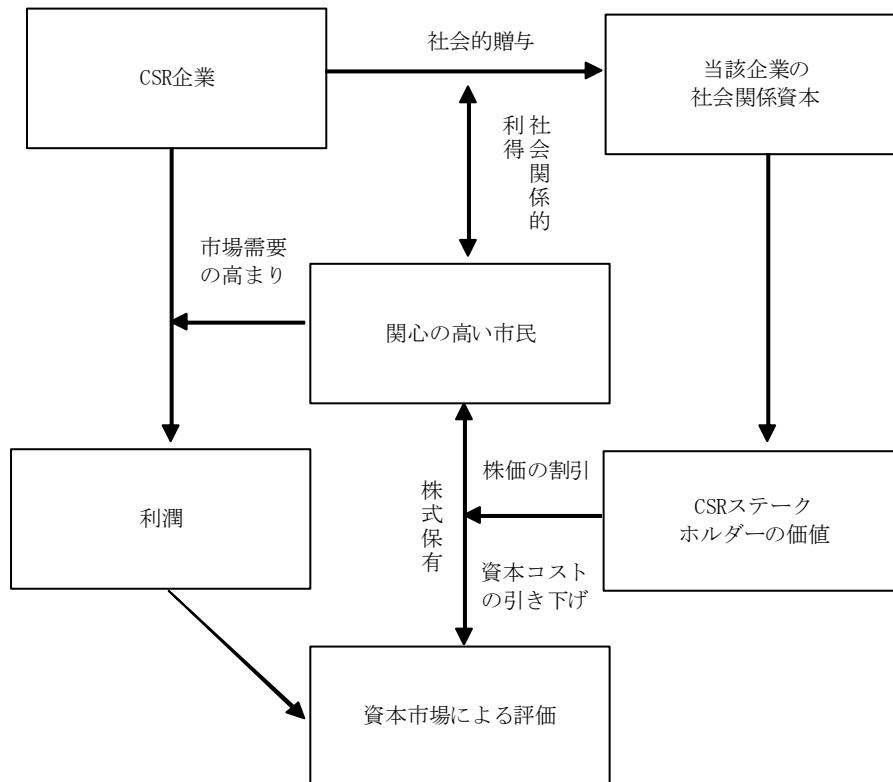
東洋経済新報社のスコア付与企業数で端数が存在するのは同点の企業が存在するため。

図表 2-1 伝統的企業社会論と新制度派組織論の関係



注：Jackson and Apostolakou (2010) での議論を参考に筆者作成

図表 2-2 Aoki (2010) の想定経路



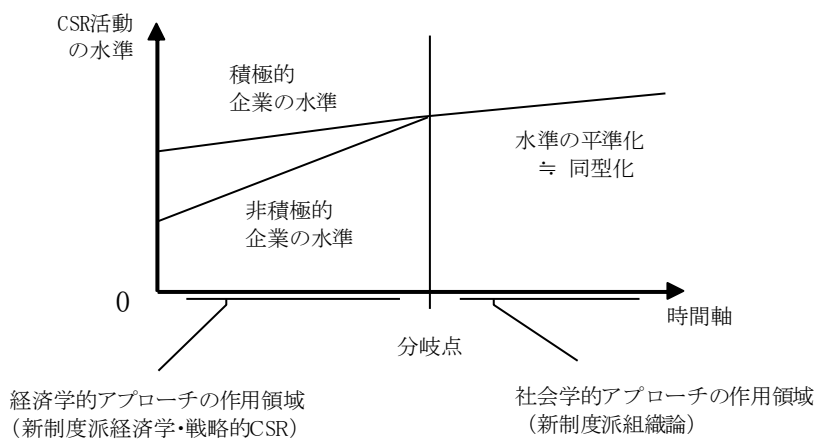
出所：Aoki (2010)、谷口訳、141 頁を一部加筆修正

図表 2-3 経済学的アプローチと社会学的アプローチ

パネル A 両アプローチの差異性

経済学的アプローチ (新制度派経済学・戦略的CSR)	社会学的アプローチ (新制度派組織論)
評判 (Reputation)	正当性 (Legitimacy)
Difference to the Average	制度的同型化 (Isomorphism)
Competitive Advantage / Strategic	License to Operate
Above Average	Minimum Standard

パネル B 統合解釈の可能性



注：ベルリン自由大学 Gregory Jackson 教授による助言をもとに筆者作成。

ただし、この見解は報告者個人に属し、すべての誤謬は筆者に帰する。

図表 4-1 代理変数一覧

変数	代理変数		出所	
被説明変数	CSRスコア	300点満点	東洋経済新報社 第6回CSR企業ランキング ：第7回CSR調査に基づき作成	
	雇用スコア	100点満点		
	環境スコア	100点満点		
	企業統治・社会性スコア	100点満点		
説明変数	探索財	[分類Ⅰ] ・日本標準産業分類（12回改定，小分類）を左記の5タイプに分類。	[分類Ⅰ] 企業財務データベース，日経テレコン21	
	財・サービスタイプ	経験財[耐久性なし]		・分類可能なセグメントが，企業の売上高に占める割合を数値化。
		経験財[耐久性あり]		
	経験財[サービス]	[分類Ⅱ] ・日経NEEDS業種分類（中分類67種）を左記の5タイプに分類。		[分類Ⅱ] 日経ValueSearch
	信頼財	・該当する業種の場合は1となるダミー変数。		
規模	総資産	総資産対数値	NEEDS-Cges	
技術的競争力	R&D集約度	R&D投資額 / 売上高	NEEDS-Cges，企業財務データベース	
製品差別化	売上高広告費比率	広告宣伝費 / 売上高	NEEDS-Cges，企業財務データベース	
収益性	ROA	業種等調整ROA	NEEDS-Cges	
成熟度	創業年数	2010 - 設立年度	QUICK-Astra Manager	
財務安全性	負債比率	(負債合計 / 総資産) × 100	NEEDS-Cges	
外部圧力	外国人持株比率	外国人保有比率	NEEDS-Cges	

図表 4-2 Siegel and Vitaliano (2007) における財・サービスのタイプ分類

探索財	経験財 [耐久性なし]	経験財 [耐久性あり]	経験財 [サービス]	信頼財
衣類	健康・美容	住宅	広告	資産運用
家具	煙草	自動車	運送	信託
はきもの類	食品	電気器具	リゾート	資産運用管理
カーペット	クリーニング	ハードウェア	教育	ミューチュアル ファンド
マットレス	新聞	薬品	トレーニング	保険
	事務用消耗品	眼鏡	旅行	ヘルスケア
		ソフトウェア	銀行	ウェイト コントロール
		看板	レンタカー	自動車修理
		書籍	エンターテイメント	
		スポーツ用品	ダイレクトメール	
		玩具	不動産	
		公益事業	貨物運搬	
			就職斡旋	
			情報(報道)	
			高齢者福祉施設	
			スポーツクラブ	
			宿泊施設	
			ゴミ収集	
			造園	

出所：Siegel and Vitaliano (2007)、p. 780.

原資料：Nelson (1974)、Liebermann and Flint - Goor (1996)

図表 4-3 本稿における財・サービスのタイプ分類 [分類 I]

探索財	経験財 [耐久性なし]	経験財 [耐久性あり]	経験財 [サービス]	信頼財
外衣・シャツ製造業	116 畜産食料品製造業	091 建築工事業(住宅)	064 移動電気通信業	372 銀行 622
和装製品・その他の衣服・ 繊維製身の回り品製造業	118 水産食料品製造業 野菜缶詰・果実缶詰・	092 木造建築工事業(住宅)	065 有線放送業	383 クレジットカード業, 643
家具製造業	131 農産保存食料品製造業	093 医薬品製造業	165 インターネット附随 サービス業	401 割賦金融業 651
革製履物製造業	204 調味料製造業	094 民生用電気機械器具 製造業	293 映像情報制作・配給業	411 商品先物取引業・商品 652
洋食器・刃物・手道具・ 金物類製造業	242 精穀・製粉業 パン・菓子製造業	096 電球・電気照明器具 製造業	294 一般乗用旅客自動車 運送業	432 投資業 671
貴金属・宝石製品製造業	321 動植物油脂製造業 その他の食料品製造業 清涼飲料製造業 酒類製造業 茶・コーヒー製造業 たばこ製造業 下着類製造業 紙製品製造業 化粧品・歯磨・その他の 化粧品調整品製造業 ペン・鉛筆・絵画用品・ その他の事務用品製造業 新聞業	098 通信機械器具・同関連 機械器具製造業	301 集配利用運送業 航空運送業	444 損害保険業 672
		101 映像・音響機械器具 製造業	302 百貨店、総合スーパー その他の各種商品小売業	461 結婚相談業(他に分類され ない生活関連サービス業) 799
		102 製造業	303 自動車小売業 通信販売・訪問販売	569 職業紹介業 911
		103 電子計算機・同附属装置 製造業	311 小売業 不動産賃貸業	591 691
		105 時計・同部分品製造業 楽器製造業	323 自動車賃貸業	704
		117 自動車・同附属品 製造業	324 旅館・ホテル	751
		144 がん具・運動用具製造業 他に分類されない製造業	325 食堂・レストラン	761
		166 326	329 旅行業	791
		413 出版業	414 スポーツ施設提供業 公園・遊園地 老人福祉・介護事業	804 805 854

注：Siegel and Vitaliano (2007)、p. 780 を参考に作成。3 桁の数字は日本標準産業分類（12 回改定）の小分類を表す。

図表 4-4 本稿における財・サービスのタイプ分類 [分類Ⅱ]

探索財	経験財 [耐久性なし]	経験財 [耐久性あり]	経験財 [サービス]	信頼財
衣料品・服装品	食品製造	家庭用電気機器	不動産	銀行
	飲料・たばこ ・嗜好品	自動車	各種商品小売	証券
	日用品・生活用品	趣味・娯楽用品	通信販売	保険
	弁当・デリバリー	バイオ・医薬品 関連 医療・ヘルスケア ・介護	飲食店 マスメディア コンテンツ制作 ・配信 レジャー・レジャー 施設 生活関連サービス 教育	消費者・事業者 金融

注) Siegel and Vitaliano (2007)、p. 780 を参考にして作成。日経 NEEDS 業種分類 (中分類 67 種) のうちで分類可能であった業種を記載している。

図表 4-5 基本統計量
パネル A 各種 CSR スコア (N=621)

	平均値	標準偏差	最小値	5%タイル値	中央値	5%タイル値	最大値
CSRスコア	177.18	50.82	88.90	135.30	168.90	216.90	296.30
雇用スコア	52.50	19.15	0.00	39.40	51.50	66.70	100.00
環境スコア	60.97	21.96	0.00	45.60	61.80	79.40	100.00
企業統治・ 社会性スコア	62.21	18.67	0.00	48.40	61.10	77.00	100.00

パネルB 財タイプ別 CSR スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）

分類Ⅰ（N=621）

	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	15	160.7	39.3	96.3	127.9	160.7	166.8	225.6
経験財 [耐久性なし]	57	189.2	48.8	91.7	148.2	191.0	225.6	285.5
経験財 [耐久性あり]	95	215.1	51.1	91.7	180.4	222.2	257.7	296.3
経験財 [サービス]	91	169.5	46.8	96.6	136.6	157.8	197.8	296.3
信頼財	9	230.7	59.8	122.5	222.2	239.0	271.1	296.3

分類Ⅱ（N=3013）

	該当社数	rank率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	57	15.79%	144.6	39.8	93.4	116.6	127.9	160.5	212.2
経験財 [耐久性なし]	242	22.31%	192.5	46.5	113.7	151.6	189.5	225.6	285.5
経験財 [耐久性あり]	261	37.93%	205.0	49.9	91.7	166.8	207.7	243.2	296.3
経験財 [サービス]	830	12.65%	168.2	43.8	96.3	136.4	160.2	197.5	269.0
信頼財	9	44.44%	220.2	41.9	175.4	186.3	218.1	254.0	269.0

パネルC 財タイプ別 雇用スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）

分類Ⅰ（N=621）

	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	15	51.5	11.7	30.3	45.5	50.0	56.1	71.2
経験財 [耐久性なし]	57	57.8	18.8	20.0	39.4	59.1	71.2	93.9
経験財 [耐久性あり]	95	64.9	19.4	20.0	51.5	65.2	78.8	100.0
経験財 [サービス]	91	53.5	19.7	0.0	39.4	54.5	68.2	100.0
信頼財	9	77.3	16.7	48.5	65.2	81.8	89.4	100.0

分類Ⅱ（N=3013）

	該当社数	rank率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	57	15.79%	48.8	13.2	25.8	45.5	53.0	54.5	69.7
経験財 [耐久性なし]	242	22.31%	59.3	17.6	28.8	43.9	59.1	71.2	93.9
経験財 [耐久性あり]	261	37.93%	61.9	18.8	20.0	48.5	62.1	77.3	100.0
経験財 [サービス]	830	12.65%	52.5	17.6	0.0	40.9	53.0	66.7	90.9
信頼財	9	44.44%	70.5	11.5	59.1	63.7	68.2	77.3	86.4

パネルD 財タイプ別 環境スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）

分類Ⅰ（N=621）

	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	15	50.5	23.4	20.0	22.1	52.9	69.1	85.3
経験財 [耐久性なし]	57	63.7	18.5	20.0	51.5	64.7	80.9	95.6
経験財 [耐久性あり]	95	74.5	19.8	20.0	63.2	80.9	88.2	98.5
経験財 [サービス]	91	51.1	22.8	0.0	33.8	50.0	70.6	97.1
信頼財	9	74.0	28.1	20.0	66.2	82.4	94.1	98.5

分類Ⅱ（N=3013）

	該当社数	rank率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	57	15.79%	38.9	19.7	20.0	20.0	38.2	50.0	69.1
経験財 [耐久性なし]	242	22.31%	64.7	18.7	20.0	52.9	64.7	79.4	95.6
経験財 [耐久性あり]	261	37.93%	71.8	19.2	20.0	58.8	76.5	86.8	98.5
経験財 [サービス]	830	12.65%	51.9	23.1	0.0	33.8	52.9	72.1	100.0
信頼財	9	44.44%	66.2	21.9	38.2	49.3	69.1	83.1	88.2

パネルE 財タイプ別 企業統治・社会性スコア（上段：分類Ⅰ、下段：分類Ⅱ）

分類Ⅰ（N=621）

	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	15	58.6	11.6	40.5	48.4	57.9	70.6	77.0
経験財 [耐久性なし]	57	67.7	15.7	34.9	58.7	66.7	80.2	96.0
経験財 [耐久性あり]	95	75.7	17.5	34.1	62.7	81.0	89.7	99.2
経験財 [サービス]	91	61.6	18.0	0.0	50.0	61.1	71.4	99.2
信頼財	9	79.5	19.0	45.2	74.6	80.2	94.4	99.2

分類Ⅱ（N=3013）

	該当社数	rank率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
探索財	57	15.79%	57.0	13.2	40.5	47.6	57.9	61.9	77.8
経験財 [耐久性なし]	242	22.31%	68.5	14.8	38.1	58.7	66.3	80.2	98.4
経験財 [耐久性あり]	261	37.93%	71.3	17.5	34.9	57.9	73.0	84.9	100.0
経験財 [サービス]	830	12.65%	61.0	17.1	0.0	50.8	61.1	70.6	94.4
信頼財	9	44.44%	83.5	12.2	69.0	73.4	85.4	93.7	94.4

パネルF 各種変数データ

全サンプル:3013社, rank-in 企業:621社

		平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
総資産 (10億円)	全サンプル	204.024	999.348	0.114	9.201	27.125	82.095	30349.290
	rank in 企業	709.719	1996.679	2.453	44.203	136.991	468.178	30349.290
ln総資産	全サンプル	10.320	1.741	4.736	9.127	10.208	11.316	17.228
	rank in 企業	11.935	1.756	7.805	10.697	11.828	13.057	17.228
R&D集約度	全サンプル	0.018	0.069	0.000	0.000	0.003	0.018	2.659
	rank in 企業	0.022	0.033	0.000	0.000	0.009	0.031	0.317
売上高 広告費比率	全サンプル	0.009	0.027	0.000	0.000	0.000	0.002	0.426
	rank in 企業	0.008	0.021	0.000	0.000	0.000	0.004	0.165
業種等調整 ROA	全サンプル	-1.334	8.449	-88.447	-4.225	-1.458	1.592	116.938
	rank in 企業	0.147	5.728	-11.185	-2.486	-0.452	1.837	93.550
創業年数	全サンプル	51.472	24.824	1	33	58	66	129
	rank in 企業	62.781	22.714	3	52	62	75	129
負債比率	全サンプル	50.325	21.761	0.000	33.950	50.540	66.720	207.940
	rank in 企業	49.907	19.129	6.030	35.320	50.280	65.650	97.490
外国人 持株比率	全サンプル	7.955	11.143	0.000	0.300	2.970	11.830	84.080
	rank in 企業	15.493	13.169	0.000	4.400	13.240	24.390	75.270

図表 4-6 相関係数 (N=621)

	CSR	雇用	環境	企業統治 社会性	探索財	経験財 耐久性なし	経験財 耐久性あり	経験財 サービス	信頼財	総資産	R&D 集約度	売上高 広告費比率	業種等調整 ROA	創業年数	負債比率
雇用	0.848 ***														
環境	0.861 ***	0.605 ***													
企業統治・ 社会性	0.900 ***	0.791 ***	0.770 ***												
探索財	-0.053	-0.009	-0.082 **	-0.027											
経験財 耐久性なし	0.078 *	0.091 **	0.037	0.100 **	-0.028										
経験財 耐久性あり	0.288 ***	0.242 ***	0.250 ***	0.271 ***	-0.046	-0.090 **									
経験財 サービス	-0.069 *	0.025	-0.202 ***	-0.021	-0.048	-0.086 **	-0.101 **								
信頼財	-0.006	0.028	-0.047	0.013	-0.008	-0.017	0.031	-0.008							
総資産	0.781 ***	0.654 ***	0.681 ***	0.714 ***	-0.055	0.013	0.288 ***	0.039	-0.041 ***						
R&D 集約度	0.191 ***	0.156 ***	0.195 *	0.169 ***	-0.078	-0.065	0.439 ***	-0.204 ***	-0.018	0.135 ***					
売上高 広告費比率	0.087 **	0.146	-0.024 ***	0.122 ***	0.181	0.266 ***	0.254 ***	0.244 ***	0.007	0.059	0.054				
業種等調整 ROA	0.031	0.092	-0.033	0.066	0.023	0.036	0.046	0.096 **	-0.058	0.033	0.048	0.260 ***			
創業年数	0.305 ***	0.222 ***	0.374 ***	0.280 ***	0.019	0.052	0.095 **	-0.261 ***	-0.044	0.303 ***	0.100 **	-0.176 ***	-0.136 ***		
負債比率	0.223 ***	0.143 ***	0.221 ***	0.194 ***	-0.064 **	-0.123 ***	-0.017	0.071 *	-0.062	0.336 ***	-0.256 ***	-0.114 ***	-0.238 ***	0.178 ***	
外国人 持株比率	0.503 ***	0.479 ***	0.403 ***	0.455 ***	-0.028	0.002	0.310 ***	-0.013	-0.003 *	0.614 ***	0.269 ***	0.160 ***	0.300 ***	0.092 **	-0.086 **

注：***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

図表 4-7 OLS 推定 (N=621)
 パネル A 被説明変数「CSR スコア」

説明変数	被説明変数 CSR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	-4.607 (9.54)					-6.280 (9.75)
経験財 〔耐久性なし〕		14.889 *** (4.94)				11.876 ** (5.21)
経験財 〔耐久性あり〕			5.686 (6.68)			5.015 (6.85)
経験財 〔サービス〕				-19.914 *** (5.49)		-17.704 *** (5.78)
信頼財					43.936 *** (4.37)	41.792 *** (5.57)
総資産 (ln)	22.199 *** (0.66)	22.200 *** (0.66)	22.035 *** (0.70)	22.375 *** (0.65)	22.248 *** (0.66)	22.189 *** (0.69)
R&D集約度	129.268 ** (61.80)	139.174 ** (65.22)	113.476 * (67.52)	95.822 (62.98)	131.181 ** (64.41)	90.030 (67.50)
売上高 広告費比率	97.189 (61.80)	46.072 (60.55)	76.636 (62.37)	155.637 ** (62.65)	91.318 (60.13)	104.812 (72.88)
_cons	-91.297 *** (7.62)	-92.223 *** (7.60)	-89.418 *** (8.00)	-91.484 *** (7.55)	-92.033 *** (7.59)	-90.153 *** (7.91)
観測数	621	621	621	621	621	621
adjusted R2	0.619	0.623	0.620	0.628	0.620	0.632

パネル B 被説明変数「雇用スコア」

説明変数	被説明変数 雇用					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	2.008 (3.47)					3.244 (3.63)
経験財 〔耐久性なし〕		5.192 ** (2.21)				5.660 ** (2.35)
経験財 〔耐久性あり〕			0.300 (2.62)			1.089 (2.70)
経験財 〔サービス〕				-1.036 (2.80)		0.284 (2.90)
信頼財					34.380 *** (2.67)	35.046 *** (3.15)
総資産 (ln)	6.983 *** (0.33)	6.969 *** (0.33)	6.966 *** (0.34)	6.983 *** (0.32)	6.999 *** (0.32)	6.969 *** (0.34)
R&D集約度	37.687 (24.64)	40.071 (24.71)	36.187 (25.36)	35.282 (24.96)	37.522 (24.45)	38.948 (26.69)
売上高 広告費比率	94.789 *** (24.21)	81.034 *** (24.42)	96.239 *** (24.62)	100.359 *** (24.59)	96.515 *** (23.24)	71.540 ** (29.85)
_cons	-32.474 *** (3.90)	-32.577 *** (3.90)	-32.238 *** (4.08)	-32.347 *** (3.89)	-32.708 *** (3.85)	-32.746 *** (4.05)
観測数	621	621	621	621	621	621
adjusted R2	0.444	0.447	0.443	0.444	0.447	0.451

注：括弧内は White の不均一分散一致標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

パネルC 被説明変数「環境スコア」

説明変数	被説明変数 環境					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	-4.497 (6.42)					-8.550 (6.20)
経験財 〔耐久性なし〕		5.404 ** (2.56)				1.485 (2.53)
経験財 〔耐久性あり〕			3.274 (3.29)			1.208 (3.25)
経験財 〔サービス〕				-17.968 *** (3.07)		-18.119 *** (3.20)
信頼財					-11.659 *** (2.14)	-14.136 *** (2.85)
総資産 (ln)	8.373 *** (0.33)	8.384 *** (0.33)	8.286 *** (0.35)	8.533 *** (0.32)	8.382 *** (0.33)	8.451 *** (0.34)
R&D集約度	70.359 *** (25.26)	74.792 *** (25.63)	61.814 ** (27.27)	40.281 * (22.59)	71.546 *** (25.27)	34.518 (24.90)
売上高 広告費比率	-69.567 * (37.27)	-91.302 ** (38.02)	-83.477 ** (36.16)	-17.212 (33.18)	-74.449 ** (36.32)	-14.729 (37.68)
_cons	-39.845 *** (3.96)	-40.354 *** (3.97)	-38.876 *** (4.22)	-40.035 *** (3.91)	-39.999 *** (3.98)	-38.971 *** (4.14)
観測数	621	621	621	621	621	621
adjusted R2	0.481	0.483	0.481	0.520	0.480	0.523

パネルD 被説明変数「企業統治・社会性スコア」

説明変数	被説明変数 企業統治・社会性					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	0.598 (2.84)					1.326 (3.04)
経験財 〔耐久性なし〕		6.444 *** (1.66)				6.397 *** (1.79)
経験財 〔耐久性あり〕			1.991 (2.31)			2.556 (2.36)
経験財 〔サービス〕				-4.211 * (2.28)		-2.757 (2.33)
信頼財					25.803 *** (4.11)	25.626 *** (4.22)
総資産 (ln)	7.445 *** (0.30)	7.435 *** (0.29)	7.379 *** (0.31)	7.476 *** (0.29)	7.460 *** (0.29)	7.399 *** (0.30)
R&D集約度	39.742 * (22.54)	43.262 * (22.80)	33.557 (23.50)	32.204 (22.28)	39.887 * (22.41)	31.416 (24.33)
売上高 広告費比率	68.834 *** (24.59)	49.628 ** (24.73)	64.126 ** (25.23)	82.963 *** (24.38)	69.105 *** (24.07)	49.785 * (28.34)
_cons	-28.087 *** (3.49)	-28.330 *** (3.46)	-27.294 *** (3.63)	-28.031 *** (3.48)	-28.318 *** (3.46)	-27.690 *** (3.59)
観測数	621	621	621	621	621	621
adjusted R2	0.521	0.527	0.521	0.524	0.523	0.531

注：括弧内はWhiteの不均一分散一致標準誤差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

図表 4-8 消費財供給企業だけをサンプルとする OLS 推定 (N=228)

パネル A 被説明変数「CSR スコア」

説明変数	被説明変数 CSR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	-4.934 (9.46)					-1.144 (10.98)
経験財 〔耐久性なし〕		17.785 *** (5.13)				19.389 *** (7.09)
経験財 〔耐久性あり〕			21.174 ** (8.52)			24.094 ** (9.89)
経験財 〔サービス〕				-25.265 *** (6.00)		-12.615 (7.68)
信頼財					50.429 *** (7.28)	46.961 *** (46.96)
総資産(ln)	23.192 *** (1.27)	23.683 *** (1.26)	22.217 *** (1.32)	22.949 *** (1.25)	23.423 *** (1.25)	22.481 *** (1.30)
R&D集約度	32.686 (71.58)	47.651 (72.12)	-60.325 (77.11)	-30.726 (65.93)	34.819 (71.40)	-91.818 (73.85)
売上高 広告費比率	172.256 ** (73.10)	148.697 ** (68.69)	155.778 ** (72.26)	184.224 *** (68.69)	172.825 ** (72.01)	143.568 ** (70.15)
_cons	-104.406 *** (15.23)	-113.978 *** (15.29)	-95.124 *** (15.59)	-94.314 *** (15.55)	-107.833 *** (14.94)	-98.929 *** (15.90)
観測数	228	228	228	228	228	228
adjusted R2	0.598	0.611	0.611	0.628	0.600	0.645

パネル B 被説明変数「雇用スコア」

説明変数	被説明変数 雇用					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	0.461 (3.57)					3.830 (4.44)
経験財 〔耐久性なし〕		4.463 * (2.47)				6.998 ** (3.52)
経験財 〔耐久性あり〕			2.905 (3.32)			5.900 (4.13)
経験財 〔サービス〕				-3.739 (3.00)		0.877 (3.86)
信頼財					32.924 *** (3.65)	35.440 *** (4.62)
総資産(ln)	6.973 *** (0.58)	7.069 *** (0.58)	6.821 *** (0.61)	6.918 *** (0.58)	7.064 *** (0.56)	7.013 *** (0.59)
R&D集約度	1.836 (29.08)	4.959 (29.08)	-11.348 (32.41)	-7.990 (28.67)	1.859 (28.81)	-15.696 (32.64)
売上高 広告費比率	95.785 *** (28.43)	90.974 *** (28.05)	94.261 *** (28.53)	98.327 *** (29.20)	98.542 *** (27.98)	84.009 *** (29.74)
_cons	-30.911 *** (7.26)	-32.896 *** (7.38)	-29.358 *** (7.40)	-29.125 *** (7.35)	-32.244 *** (6.98)	-34.053 *** (7.67)
観測数	228	228	228	228	228	228
adjusted R2	0.395	0.402	0.397	0.400	0.403	0.417

注：括弧内は White の不均一分散一致標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

パネルC 被説明変数「環境スコア」

説明変数	被説明変数 環境					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	-2.805 (6.20)					-5.422 (6.80)
経験財 〔耐久性なし〕		9.265 *** (2.72)				6.205 * (3.60)
経験財 〔耐久性あり〕			15.130 *** (4.27)			12.455 ** (4.88)
経験財 〔サービス〕				-18.678 *** (3.28)		-14.438 *** (4.04)
信頼財					-4.814 (3.33)	-12.547 ** (4.94)
総資産(ln)	8.703 *** (0.58)	8.963 *** (0.58)	7.995 *** (0.61)	8.510 *** (0.58)	8.734 *** (0.59)	7.962 *** (0.60)
R&D集約度	39.485 (25.95)	47.368 * (26.31)	-27.245 (27.39)	-7.707 (20.17)	40.500 (25.93)	-50.057 ** (24.47)
売上高 広告費比率	1.474 (43.99)	-10.951 (41.97)	-9.834 (41.20)	10.868 (36.11)	-0.703 (43.43)	-4.018 (36.62)
_cons	-47.373 *** (7.34)	-52.417 *** (7.46)	-40.563 *** (7.58)	-39.705 *** (7.70)	-47.850 *** (7.48)	-36.464 *** (8.09)
観測数	228	228	228	228	228	228
adjusted R2	0.441	0.460	0.475	0.523	0.441	0.547

パネルD 被説明変数「企業統治・社会性スコア」

説明変数	被説明変数 企業統治・社会性					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
探索財	-0.987 (2.99)					1.398 (3.78)
経験財 〔耐久性なし〕		6.070 *** (1.81)				7.550 *** (2.73)
経験財 〔耐久性あり〕			5.849 * (2.99)			7.920 ** (3.65)
経験財 〔サービス〕				-7.208 *** (2.45)		-2.331 (3.09)
信頼財					23.859 *** (3.95)	24.308 *** (5.31)
総資産(ln)	7.162 *** (0.49)	7.318 *** (0.49)	6.887 *** (0.53)	7.086 *** (0.49)	7.249 *** (0.48)	7.024 *** (0.51)
R&D集約度	10.724 (26.51)	15.572 (26.83)	-15.106 (28.37)	-7.524 (24.74)	11.232 (26.33)	-24.168 (27.95)
売上高 広告費比率	69.325 ** (28.37)	61.737 ** (27.37)	65.017 ** (28.67)	73.012 *** (27.90)	70.467 ** (28.01)	57.383 ** (28.38)
_cons	-23.428 *** (5.92)	-26.524 *** (5.86)	-20.772 *** (6.14)	-20.446 *** (6.17)	-24.719 *** (5.70)	-23.663 *** (6.42)
観測数	228	228	228	228	228	228
adjusted R2	0.476	0.490	0.485	0.497	0.480	0.516

注：括弧内は White の不均一分散一致標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

図表 4-9 頑健性の検証

パネル A ヘックマンの二段階推定 (サンプルセレクションバイアスへの対処)

説明変数	被説明変数			
	CSR	雇用	環境	企業統治・社会性
	(1)	(2)	(3)	(4)
探索財	-6.839 (10.49)	2.716 (4.80)	-8.831 * (5.16)	1.079 (4.35)
経験財 〔耐久性なし〕	11.683 ** (5.70)	5.478 ** (2.61)	1.389 (2.80)	6.312 *** (2.36)
経験財 〔耐久性あり〕	4.848 (5.98)	0.932 (2.75)	1.124 (2.94)	2.483 (2.48)
経験財 〔サービス〕	-16.471 *** (5.32)	1.450 (2.44)	-17.501 *** (2.62)	-2.211 (2.21)
信頼財	42.760 (40.10)	35.960 ** (18.26)	-13.651 (19.72)	26.054 (16.61)
総資産(ln)	21.319 *** (0.98)	6.146 *** (0.45)	8.015 *** (0.48)	7.014 *** (0.40)
R&D集約度	79.980 * (42.84)	29.451 (19.69)	29.482 (21.07)	26.972 (17.76)
売上高広告費比率	101.847 (71.28)	68.738 ** (32.68)	-16.214 (35.06)	48.474 (29.55)
_cons	-72.983 *** (15.32)	-16.519 ** (7.05)	-30.365 *** (7.53)	-20.097 *** (6.35)
[選択モデル]				
業種等調整 ROA	0.011 ** (0.004)	0.011 ** (0.004)	0.011 ** (0.004)	0.011 ** (0.004)
創業年数	0.013 *** (0.001)	0.013 *** (0.001)	0.013 *** (0.001)	0.013 *** (0.001)
負債比率	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
外国人持株比率	0.036 *** (0.002)	0.036 *** (0.002)	0.036 *** (0.002)	0.036 *** (0.002)
_cons	-1.941 *** (0.10)	-1.941 *** (0.10)	-1.941 *** (0.10)	-1.941 *** (0.10)
逆ミルズ比 λ	-5.645 (4.12)	-5.334 *** (1.91)	-2.829 (2.03)	-2.496 (1.71)
観測数 (①+②)	3013	3013	3013	3013
①打ち切りデータ	2392	2392	2392	2392
②非打ち切りデータ	621	621	621	621
Wald chi2(8)	520.00	226.47	326.22	343.06
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000

注：括弧内は標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

パネルB OLS 推定 (説明変数: 分類Ⅱ)

説明変数	被説明変数 CSR		被説明変数 雇用		被説明変数 環境		被説明変数 企業統治・社会性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
探索財	-12.683 (8.26)	-5.982 (9.91)	2.105 (3.62)	1.604 (4.04)	-13.355 *** (4.75)	-8.681 (6.08)	1.145 (3.10)	3.193 (3.55)
経験財 〔耐久性なし〕	14.692 *** (4.09)	19.341 *** (5.34)	6.129 *** (1.74)	5.765 ** (2.52)	4.354 ** (2.19)	7.728 ** (3.25)	6.022 *** (1.50)	7.818 *** (2.04)
経験財 〔耐久性あり〕	3.034 (3.98)	17.815 *** (6.75)	1.472 (1.69)	4.046 (2.84)	1.555 (1.84)	10.150 ** (4.02)	0.543 (1.58)	6.047 ** (2.47)
経験財 〔サービス〕	-9.841 ** (3.80)	-2.584 (6.55)	-0.310 (1.91)	-0.547 (2.79)	-9.111 *** (2.16)	-4.022 (4.07)	-1.676 (1.63)	1.120 (2.38)
信頼財	-4.652 (15.26)	-2.210 (15.82)	-0.030 (4.25)	1.669 (4.72)	-6.445 (8.09)	-5.091 (8.38)	3.599 (4.99)	6.543 (5.33)
総資産(ln)	22.115 *** (0.68)	21.327 *** (1.14)	6.931 *** (0.34)	6.221 *** (0.61)	8.351 *** (0.34)	7.983 *** (0.62)	7.409 *** (0.30)	6.422 *** (0.50)
R&D集約度	103.126 (67.34)	-50.105 (70.43)	36.170 (26.33)	-10.439 (31.16)	42.849 * (24.55)	-29.359 (21.27)	38.842 (24.38)	-0.704 (28.77)
売上高 広告費比率	92.936 (64.53)	91.091 (62.08)	71.598 ** (29.14)	70.770 ** (29.83)	-36.877 (36.00)	-37.582 (34.11)	54.520 ** (26.37)	49.144 * (27.41)
_cons	-89.656 *** (7.83)	-87.811 *** (14.62)	-32.339 *** (4.04)	-23.462 *** (7.33)	-38.181 *** (4.10)	-39.246 *** (8.41)	-27.883 *** (3.62)	-19.092 *** (5.79)
観測数	621	238	621	238	621	238	621	238
adjusted R2	0.633	0.626	0.452	0.383	0.515	0.508	0.530	0.472

注: 括弧内は White の不均一分散一致標準誤差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

付表 4-1 探索財、経験財、信頼財の定義

-
- 1) 探索財 … 購入前に品質を評価することが可能な財。 Ex) 衣類、家具
- 2) 経験財 … 購入後に使用（消費）したとき、品質を評価することが可能な財。
- a 耐久性の低いタイプ … 頻繁に購入される経験財。 Ex) 食品、化粧品
消費者は短期間で財の品質を理解する。
 - b 耐久性の高いタイプ … 頻繁に購入することが難しい経験財。 Ex) 自動車、家電
消費者は長い期間をかけた財の品質を理解する。
 - c サービス財タイプ … サービスとして提供される経験財。 Ex) 小売業、不動産業
- 3) 信頼財 … 購入後であっても、品質を評価することが難しい財。 Ex) 投資助言
-

注：Nelson (1970、1974)、Liebermann and Flint - Goor (1996)、Siegel and Vitaliano (2007)を参考にして作成。

付表 4-2 東洋経済新報社「第6回 CSR 企業ランキング」評価項目一覧

人材活用	1. 女性社員比率 2. 離職者状況 3. 残業時間 4. 外国人管理職の有無 5. 女性管理職比率 6. 女性部長職以上比率 7. 女性役員の有無 8. ダイバーシティ推進の基本理念 9. ダイバーシティ尊重の経営方針 10. 多様な人材登用部署 11. 障害者雇用率（実績） 12. 障害者雇用率の目標値 13. 65歳までの雇用 14. LGBTへの対応 15. 有給休暇取得率 16. 産休期間 17. 産休取得者 18. 育児休業取得者 19. 男性の育児休業取得者 20. 配偶者の出産休暇制度 21. 介護休業取得者 22. 看護休暇・介護休暇 23. 退職した社員の再雇用制度 24. ユニークな両立支援制度 25. 勤務形態の柔軟化に関する諸制度 26. 従業員のインセンティブを高めるための諸制度 27. 労働安全衛生マネジメントシステム 28. 労働安全衛生分野の表彰歴 29. 労働災害度数率 30. 人権尊重等の方針 31. 人権尊重等の取り組み 32. 中核的労働基準を尊重した経営 33. 中核的労働基準4分野の対応状況 34. 従業員の評価基準の公開 35. 能力・評価結果の本人への公開 36. 従業員の満足度調査 37. 新卒入社者の定着度 38. 発生した労働問題の開示
環境	1. 環境担当部署の有無 2. 環境担当役員の有無 3. 同役員の担当職域 4. 環境方針文書の有無 5. 環境会計の有無 6. 同会計における費用と効果の把握状況 7. 同会計の公開状況 8. 環境監査の実施状況 9. ISO14001取得体制 10. ISO14001取得率（国内） 11. ISO14001取得率（海外） 12. グリーン購入体制 13. 事務用品等のグリーン購入比率 14. 原材料のグリーン調達 15. 環境ラベリング 16. 土壌・地下水の汚染状況把握 17. 環境関連法令違反の有無 18. 環境問題を引き起こす事故・汚染の有無 19. CO2排出量等削減への中期計画の有無 20. スコープ3 21. 2012年度の環境目標・実績 22. 気候変動への対応の取り組み 23. 環境関連の表彰歴 24. 環境ビジネスへの取り組み 25. 生物多様性保全への取り組み 26. 生物多様性保全プロジェクトへの支出額
企業統治	1. CSR活動のマテリアリティ設定 2. ステークホルダー・エンゲージメント 3. 活動報告の第三者の関与 4. CSR担当部署の有無 5. CSR担当役員の有無 6. 同役員の担当職域 7. CSR方針の文書化の有無 8. IR担当部署 9. 法令順守関連部署 10. 国内外のCSR関連基準への参加等 11. 内部監査部門の有無 12. 内部告発窓口（社内・社外）設置 13. 内部告発者の権利保護に関する規定制定 14. 内部通報・内部告発 15. 公正取引委員会など関係官庁からの排除勧告 16. 不祥事などによる操業・営業停止 17. コンプライアンスに関わる事件・事故での刑事告発 18. 汚職・贈収賄防止の方針 19. 政治献金等の開示 20. 内部統制委員会の設置 21. 内部統制の評価 22. 情報システムに関するセキュリティポリシーの有無 23. 情報システムのセキュリティに関する内部監査の状況 24. 情報システムのセキュリティに関する外部監査の状況 25. プライバシー・ポリシーの有無 26. リスクマネジメント・クライシスマネジメントの体制 27. 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 28. 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 29. 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 30. BCM構築 31. BCP策定 32. 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 33. 企業倫理方針の文書化・公開 34. 倫理行動規定・規範・マニュアルの有無
社会性	1. 消費者対応部署の有無 2. 社会貢献担当部署の有無 3. 商品・サービスの安全性・安全体制に関する部署の有無 4. 社会貢献活動支出額 5. NPO・NGO等との連携 6. ESG情報の開示 7. 投資家・ESG機関との対話 8. SRIインデックス・SRIファンド・エコファンド等への組み入れ状況 9. 消費者からのクレーム等への対応マニュアルの有無 10. 同クレームのデータベースの有無 11. ISO9000Sの取得状況（国内） 12. ISO9000Sの取得状況（海外） 13. ISO9000S以外の品質管理体制 14. 地域社会参加活動実績 15. 教育・学術支援活動実績 16. 文化・芸術・スポーツ活動実績 17. 国際交流活動実績 18. CSR調達への取り組み状況 19. 紛争鉱物の対応 20. ボランティア休暇 21. ボランティア休職 22. マッチング・ギフト 23. BOPビジネスの取り組み 24. 海外でのCSR活動 25. プロボノ支援 26. CSR関連の表彰歴 27. 東日本大震災復興支援

出所：東洋経済オンライン「CSR 企業ランキング 2012・トップ 700」より作成。

図表 5-1 代理変数一覧

変数	代理変数	出所		
被説明変数				
CSR	CSRスコア	300点満点	東洋経済新報社 第8回CSR企業ランキング：第9回CSR調査に基づき作成。	
	人材活用スコア	100点満点		
	環境スコア	100点満点		
	企業統治・社会性スコア	100点満点		
説明変数				
財・サービスタイプ	素材 中間財[加工品] 中間財[部品] 資本財	[分類Ⅰ]分類可能なセグメントが、 企業の売上高に占める割合。 [分類Ⅱ]該当する業種の場合は1と なるダミー変数。	[分類Ⅰ] 企業財務データバンク（セグメント情報）日経テレコン21 [分類Ⅱ] 企業財務データバンク（業種名）	
	規模	総資産	総資産対数値	NEEDS-Cges
	技術的競争力	R&D集約度	R&D投資額 / 売上高	NEEDS-Cges, 企業財務データバンク
製品差別化	売上高広告費比率	広告宣伝費 / 売上高	NEEDS-Cges, 企業財務データバンク	
政策保有の程度	安定保有株主比率	※1	NEEDS-Cges	
	株式相互持ち合い比率	※2	NEEDS-Cges	
ステークホルダー関係の広さ	海外売上高比率	日本以外での売上高 / 売上高	eo1 要約財務データ（ヒストリカル）	
BtoC	BtoCダミー	探索財、経験財[耐久性なし]、 経験財[耐久性あり]、経験財[サー ビス]、信頼財、各ダミー変数。	Siegel and Vitaliano (2007) に依拠し 作成。 日経ValueSearch, 企業財務データバン ク（業種名）	
other	otherダミー	他の財の場合1とするダミー変数。	企業財務データバンク（業種名）	
収益性	ROA	業種等調整ROA	NEEDS-Cges	
成熟度	創業年数	2012 - 設立年度	QUICK-Astra Manager	
財務安全性	負債比率	(負債合計 / 総資産) × 100	NEEDS-Cges	
外部圧力	外国人持株比率	外国人保有比率	NEEDS-Cges	

※1 国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式のいずれかに属する株式の比率。

※2 相互保有関係にある国内会社による株式保有比率合計と東洋経済新報社「大株主データ」から算出、判明分。

※1※2 NEEDS-Cges 項目詳細定義書より一部を抜粋。

図表 5-2 財の分類表 [分類 I]

素材	中間財			資本財			
	加工品	部品					
<i>産業用品</i>	<i>加工材料</i>	<i>部品・付属品</i>		<i>除く輸送用機器</i>			
原皮	211	プラスチックの管等	581	回転式電動機等	716	手工具類・機械用工具	695
天然ゴム	231	調整添加剤	597	原動機等	718	蒸気発生ボイラー等	711
木材	246	種々の化学品	598	電気式動力機械	771	原動機等	718
パルプ	251	ゴムの加工材料	621	送配電用機器	773	農業用機械等	721
絹	261	木材加工品等	634	熱電子管等	776	トラクター	722
綿	263	綿織物	652	その他電気機器	778	土木用機械等	723
その他の鉱物	278	人造繊維の織物	653			バルブ製造機械等	725
鉄鋼等	281	建設用材料	661	<i>輸送機器用部品</i>		印刷機・製本機械等	726
ニッケル鉱等	284	ガラス製品	665	ゴム製のタイヤ等	625	食品工業用の機械等	727
アルミニウム鉱等	285	鉄鋼等の半製品	672	内燃ピストン機関等	713	その他機械設備	728
貴金属鉱等	289	ワイヤー製品等	693	非電気式の原動力	714	金属加工の工作機械	733
動物性の原材料	291	くぎ・ねじ、ナット等	694	自動車等の部分品	784	加熱・冷却用装置等	741
植物性の原材料	292	伝動軸・変速機等	748	航空機等の部分品	792	荷役機械等	744
プラスチックのくず	579	光学用品	884			非電気式の機械等	745
薄板・合板等	634	その他の雑製品	899			事務用機器	751
真珠、貴石等	667					自動データ処理機械等	752
金（非貨幣）	971						
<i>燃料等</i>						<i>輸送用機器</i>	
石炭	321					貨物自動車等	782
れん炭	322					トレーラー等	786
原油	333					鉄道車両	791

注：3桁の数字はSITCコード（第3版）を表す。

図表 5-3 財の分類表 [分類 II]

素材	中間財			資本財			
	加工品	部品					
製糸	10221	綿紡績	10211	一般機械部品	11234	計測器試験機	11211
毛その他紡績	10224	化合織紡績	10212	半導体素子	11352	金属工作機械	11221
綱・網	10227	化合織	10222	車体	11414	金属加工機械	11222
製材	10311	炭素繊維	10223	部品	11415	機械工具	11223
合板	10312	ねん糸・加工糸	10225	タイヤ・チューブ	11521	その他（金属加工機械）	11224
その他（木材・木製品）	10313	織物	10226			一般産業用機械	11232
セメント	10811	合成ゴム	10631			繊維機械	11236
炭素・黒鉛	10822	合成樹脂	10632			特殊産業用機械	11237
普通鋼	10911	その他（有機）	10633			化学機械	11238
特殊鋼	10912	石油化学	10651				
鉄素形材	10913	セメント2次製品	10812				
フェロアロイ	10914	ガラス	10821				
その他（鉄鋼）	10915	銅・鉛等圧延	11021				
銅・鉛・亜鉛製錬	11011	アルミ圧延	11022				
アルミ製錬	11012	電線・ケーブル	11031				
その他（非鉄金属製錬）	11014	ダイカスト	11033				
皮革製品	11531	その他（非鉄金属加工）	11034				
金属鉱業	40111	めっき板等製品	11111				
石灰石採掘	40121	一般金物	11112				
石炭亜炭鉱業	40131	建設用金属製品	11114				
原油天然ガス	40132	ボルト・ナット・ねじ	11115				
		プラスチック製品	11511				
		その他（ゴム製品）	11522				

注：5桁の数字は企業財務データベースの業種コードを表す。

図表 5-4 基本統計量

パネル A 各種 CSR スコア (N=663)

	平均値	標準偏差	最小値	25%タイル値	中央値	75%タイル値	最大値
CSRスコア	191.1	54.2	92.2	143.0	187.3	239.6	294.1
人材活用スコア	59.9	18.9	0.0	44.7	59.2	76.3	100.0
環境スコア	63.9	22.6	20.0	46.4	65.2	85.5	100.0
企業統治・社会性スコア	67.3	18.4	22.9	52.3	66.7	84.3	100.0

パネル B 財タイプ別、各種 CSR スコア

CSRスコア		該当社数	rank in 率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
素材	分類 I	58	-	202.6	48.6	112.6	165.5	211.6	250.5	268.2
	分類 II	88	22.73%	191.7	48.3	112.6	139.0	210.0	222.7	260.3
中間財[加工品]	分類 I	86	-	208.9	50.4	116.2	161.8	217.5	251.3	285.8
	分類 II	212	26.42%	206.2	51.8	101.2	162.5	215.6	257.6	284.7
中間財[部品]	分類 I	115	-	218.7	51.2	102.6	170.4	231.7	262.3	294.1
	分類 II	131	31.30%	214.5	49.9	122.0	166.5	223.2	258.1	284.3
資本財	分類 I	110	-	199.3	55.5	93.4	142.4	204.8	249.8	293.7
	分類 II	154	24.68%	183.1	54.2	105.2	136.8	172.5	238.1	282.9
<hr/>										
人材活用スコア		該当社数	rank in 率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
素材	分類 I	58	-	61.9	18.1	20.0	51.3	64.5	76.3	90.8
	分類 II	88	22.73%	55.7	17.4	21.1	40.1	58.6	67.8	84.2
中間財[加工品]	分類 I	86	-	63.4	18.9	25.0	47.4	65.2	78.9	97.4
	分類 II	212	26.42%	63.1	19.5	20.0	48.1	65.2	79.6	97.4
中間財[部品]	分類 I	115	-	66.1	19.5	20.0	51.3	68.4	81.6	98.7
	分類 II	131	31.30%	65.7	17.5	20.0	51.3	68.4	81.6	90.8
資本財	分類 I	110	-	61.2	19.2	22.4	43.4	61.2	80.3	100.0
	分類 II	154	24.68%	55.9	18.9	22.4	42.1	54.0	71.1	92.1
<hr/>										
環境スコア		該当社数	rank in 率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
素材	分類 I	58	-	71.0	17.7	21.7	60.9	76.1	85.5	95.7
	分類 II	88	22.73%	68.0	19.6	26.1	58.0	71.0	81.9	95.7
中間財[加工品]	分類 I	86	-	73.6	16.9	36.2	58.0	77.6	87.0	100.0
	分類 II	212	26.42%	72.4	17.9	34.8	58.0	79.0	87.0	94.2
中間財[部品]	分類 I	115	-	77.6	17.8	31.9	65.2	85.5	89.9	100.0
	分類 II	131	31.30%	75.8	19.0	36.2	62.3	85.5	91.3	100.0
資本財	分類 I	110	-	70.1	20.9	20.0	53.6	75.4	89.9	98.6
	分類 II	154	24.68%	65.7	20.8	20.0	49.3	66.7	84.1	100.0
<hr/>										
企業統治+社会性スコア		該当社数	rank in 率	平均値	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
素材	分類 I	58	-	69.6	16.9	30.1	56.9	70.9	85.6	94.1
	分類 II	88	22.73%	68.1	16.7	36.6	52.0	72.6	79.8	93.5
中間財[加工品]	分類 I	86	-	71.9	18.1	30.1	55.6	75.8	86.9	100.0
	分類 II	212	26.42%	70.7	17.8	39.2	54.9	71.3	86.6	100.0
中間財[部品]	分類 I	115	-	75.0	17.7	38.6	58.8	79.1	90.8	99.3
	分類 II	131	31.30%	73.0	17.0	42.5	60.8	71.2	88.2	96.7
資本財	分類 I	110	-	68.0	19.6	22.9	49.0	69.3	85.6	98.0
	分類 II	154	24.68%	61.5	18.6	22.9	47.7	57.9	79.1	92.8

パネルC 各種変数データ

全サンプル:3001社, rank in 企業:663社, rank 外 企業:2338社

		平均値	t 検定 ① vs. ②	標準偏差	最小値	25% タイル値	中央値	75% タイル値	最大値
総資産 (10億円)	全サンプル	200.027		974.979	0.104	11.113	29.239	89.261	30650.960
	① rank in企業	682.457	8.092 ***	1967.687	0.927	47.368	147.890	489.479	30650.960
	② rank 外企業	63.222		196.853	0.104	8.803	21.678	52.439	5214.038
ln 総資産	全サンプル	10.422		1.687	4.644	9.316	10.283	11.399	17.238
	① rank in企業	11.945	26.767 ***	1.727	6.832	10.766	11.904	13.101	17.238
	② rank 外企業	9.990		1.402	4.644	9.083	9.985	10.867	15.467
R&D集約度	全サンプル	0.022		0.294	0.000	0.000	0.003	0.018	15.270
	① rank in企業	0.024	0.244	0.036	0.000	0.000	0.010	0.032	0.313
	② rank 外企業	0.022		0.332	0.000	0.000	0.001	0.014	15.270
売上高 広告費比率	全サンプル	0.009		0.028	0.000	0.000	0.000	0.005	0.366
	① rank in企業	0.009	-0.504	0.020	0.000	0.000	0.000	0.007	0.132
	② rank 外企業	0.010		0.030	0.000	0.000	0.000	0.005	0.366
海外売上高 比率	全サンプル	0.141		0.224	0.000	0.000	0.000	0.230	1.000
	① rank in企業	0.235	11.153 ***	0.255	0.000	0.000	0.160	0.430	0.950
	② rank 外企業	0.114		0.207	0.000	0.000	0.000	0.150	1.000
株式相互 持ち合い 比率	全サンプル	7.012		8.332	0.000	0.000	4.350	10.790	52.610
	① rank in企業	8.910	6.496 ***	8.621	0.000	1.660	7.210	13.020	52.190
	② rank 外企業	6.474		8.170	0.000	0.000	3.415	10.110	52.610
安定保有 株主比率	全サンプル	44.341		17.895	0.000	31.070	45.180	57.150	93.450
	① rank in企業	37.675	-10.961 ***	17.821	0.750	23.320	36.740	51.890	91.560
	② rank 外企業	46.232		17.462	0.000	34.430	47.240	58.650	93.450
業種等調整 ROA	全サンプル	-2.397		10.034	-140.470	-5.407	-2.593	0.588	138.416
	① rank in企業	-1.096	4.929 ***	6.566	-22.420	-3.666	-1.655	0.770	118.947
	② rank 外企業	-2.766		10.789	-140.470	-5.906	-2.904	0.459	138.416
創業年数	全サンプル	53.789		25.114	2	36	61	68	131
	① rank in企業	63.882	12.376 ***	23.491	2	52	64	77	131
	② rank 外企業	50.926		24.825	2	33	54	66	127
負債比率	全サンプル	49.145		21.057	3.180	33.370	49.240	64.760	198.650
	① rank in企業	48.900	-0.363	19.125	4.330	34.190	50.240	63.440	95.520
	② rank 外企業	49.215		21.577	3.180	32.520	48.995	65.310	198.650
外国人 持株比率	全サンプル	8.673		11.862	0.000	0.480	3.410	12.550	92.810
	① rank in企業	16.320	16.840 ***	13.992	0.000	4.520	13.390	24.960	82.830
	② rank 外企業	6.505		10.191	0.000	0.290	2.105	8.540	92.810

注:***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。全サンプルは 3001 社、rank in 企業は 663 社、rank 外企業は 2338 社を観察数とする。

図表 5-5 相関係数

パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数

	CSR	人材活用	環境	企業統治・ 社会性
素材	0.043	0.012	0.080 **	0.017
中間財 [加工品]	0.059	0.011	0.101 ***	0.037
中間財 [部品]	0.127 ***	0.057	0.187 ***	0.088 **
資本財	-0.004	-0.022	0.050	-0.050
ln 総資産	0.775 ***	0.673 ***	0.696 ***	0.738 ***
R&D集約度	0.228 ***	0.205 ***	0.222 ***	0.189 ***
売上高広告費比率	0.130 ***	0.196 ***	0.014	0.166 ***
株式相互持ち合い比率	-0.097 **	-0.150 ***	-0.019	-0.108 ***
安定保有株主比率	-0.401 ***	-0.338 ***	-0.375 ***	-0.372 ***
海外売上高比率	0.352 ***	0.268 ***	0.391 ***	0.280 ***
業種等調整ROA	0.039	0.105 ***	-0.029	0.043
創業年数	0.249 ***	0.126 ***	0.338 ***	0.188 ***
負債比率	0.235 ***	0.162 ***	0.233 ***	0.240 ***
外国人持株比率	0.486 ***	0.493 ***	0.378 ***	0.462 ***

注：***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

パネル B 説明変数間、説明変数とコントロール変数

	素材	中間財 [加工品]	中間財 [部品]	資本財
中間財 [加工品]	0.016			
中間財 [部品]	-0.084 **	-0.044		
資本財	-0.074 *	-0.107 ***	-0.086 **	
ln 総資産	0.090 **	0.025	0.053	-0.063
R&D集約度	0.013	0.004	0.109 ***	0.194 ***
売上高広告費比率	-0.105 ***	-0.127 ***	-0.123 ***	-0.103 ***
株式相互持ち合い比率	0.085 **	0.028	0.016	0.034
安定保有株主比率	-0.067 *	-0.081 **	-0.005	-0.037
海外売上高比率	0.057	0.098 **	0.387 ***	0.265 ***
業種等調整ROA	-0.009	-0.031	-0.025	-0.002
創業年数	0.067 *	0.126 ***	0.084 **	0.069 *
負債比率	0.015	0.034	-0.008	-0.081 **
外国人持株比率	0.040	-0.015	0.033	-0.011

注：***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

パネルC コントロール変数間

	ln 総資産	R&D 集約度	売上高 広告費 比率	株式相互 持ち合い 比率	安定保有 比率	海外売上 高比率	ROA	創業年数	負債比率
R&D集約度	0.180 ***								
売上高広告費比率	0.100 **	0.063							
株式相互持ち合い比率	-0.038	-0.074 *	-0.116 ***						
安定保有株主比率	-0.481 ***	-0.201 ***	-0.092 **	0.085 **					
海外売上高比率	0.307 ***	0.384 ***	-0.015	-0.048	-0.324 ***				
業種等調整ROA	0.101 ***	0.002	0.247 ***	-0.081 **	-0.048	0.041			
創業年数	0.244 ***	0.085 **	-0.137 ***	0.320 ***	-0.205 ***	0.205 ***	-0.137 ***		
負債比率	0.343 ***	-0.235 ***	-0.089 **	0.074 *	-0.127 ***	0.010	-0.186 ***	0.196 ***	
外国人持株比率	0.610 ***	0.248 ***	0.157 ***	-0.215 ***	-0.506 ***	0.316 ***	0.307 ***	0.012	-0.054

注：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

図表5-6 基本推計

パネルA OLS推計、説明変数：分類I

説明変数	被説明変数 CSR		被説明変数 人材活用		被説明変数 環境		被説明変数 企業統治社会性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
素材	-1.616 (8.83)	-0.230 (8.85)	-3.235 (3.76)	-2.392 (3.74)	3.004 (3.79)	3.035 (3.80)	-1.386 (2.98)	-0.873 (2.98)
中間財 [加工品]	16.631 ** (7.48)	16.786 ** (7.49)	1.332 (3.04)	1.397 (3.05)	10.001 *** (3.42)	10.034 *** (3.41)	5.297 * (2.76)	5.355 * (2.76)
中間財 [部品]	18.674 *** (6.75)	19.220 *** (6.68)	1.351 (2.75)	1.875 (2.73)	11.464 *** (3.08)	11.282 *** (3.05)	5.859 ** (2.42)	6.063 ** (2.37)
資本財	11.210 (7.29)	12.059 * (7.13)	0.981 (2.96)	1.553 (2.90)	7.935 ** (3.20)	7.898 ** (3.19)	2.294 (2.80)	2.608 (2.74)
ln 総資産	22.937 *** (0.82)	22.952 *** (0.73)	6.929 *** (0.34)	6.855 *** (0.30)	8.486 *** (0.39)	8.571 *** (0.34)	7.522 *** (0.31)	7.526 *** (0.28)
R&D集約度	75.654 (58.94)	64.457 (58.07)	37.484 * (22.52)	30.379 (21.81)	13.293 (23.68)	13.343 (23.73)	24.877 (18.59)	20.735 (18.26)
売上高広告費 比率	130.574 * (73.97)	108.638 (74.04)	97.879 *** (27.35)	84.504 *** (27.26)	-34.224 (42.05)	-34.677 (41.92)	66.919 ** (27.83)	58.811 ** (28.16)
安定保有株主 比率	-0.012 (0.09)		0.013 (0.04)		-0.021 (0.04)		-0.004 (0.03)	
株式相互 持ち合い比率		-0.417 ** (0.16)		-0.240 *** (0.07)		-0.023 (0.07)		-0.154 *** (0.06)
海外売上高 比率	13.989 * (7.87)	12.649 (7.67)	4.416 (3.14)	3.318 (3.04)	6.862 ** (3.41)	7.119 ** (3.36)	2.711 (2.69)	2.212 (2.60)
_cons	-96.156 *** (12.29)	-92.439 *** (9.73)	-27.086 *** (5.04)	-23.182 *** (4.10)	-41.558 *** (5.80)	-43.141 *** (4.59)	-27.512 *** (4.63)	-26.117 *** (3.75)
BtoC、その 他 control	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数	663	663	663	663	663	663	663	663
R-squared	0.640	0.644	0.489	0.500	0.560	0.560	0.571	0.576

注：括弧内はWhiteの不均一分散一致標準誤差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

パネルB OLS 推計、説明変数：分類Ⅱ

説明変数	被説明変数 CSR		被説明変数 人材活用		被説明変数 環境		被説明変数 企業統治社会性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
素材	-5.572 (10.37)	-4.498 (10.40)	-7.892 ** (3.48)	-7.237 ** (3.50)	3.825 (4.80)	3.838 (4.81)	-1.506 (3.82)	-1.099 (3.81)
中間財 [加工品]	15.945 ** (6.58)	15.840 ** (6.42)	2.204 (2.50)	2.088 (2.41)	9.740 *** (2.83)	9.790 *** (2.80)	4.001 (2.48)	3.963 (2.43)
中間財 [部品]	20.964 *** (7.70)	22.629 *** (7.67)	3.630 (2.92)	4.696 (2.95)	11.445 *** (3.33)	11.415 *** (3.34)	5.889 ** (2.84)	6.519 ** (2.79)
資本財	-1.867 (5.48)	-0.504 (5.51)	-1.581 (2.25)	-0.788 (2.32)	3.031 (2.34)	3.084 (2.36)	-3.318 (2.12)	-2.800 (2.12)
ln 総資産	22.943 *** (0.84)	22.873 *** (0.73)	6.951 *** (0.34)	6.863 *** (0.30)	8.471 *** (0.40)	8.515 *** (0.35)	7.520 *** (0.32)	7.495 *** (0.28)
R&D集約度	84.718 (56.04)	75.803 (55.22)	38.015 * (21.64)	32.321 (20.95)	23.354 (22.86)	23.503 (22.82)	23.349 (17.35)	19.979 (17.08)
売上高広告費 比率	118.152 (74.89)	94.574 (75.14)	98.775 *** (27.17)	84.260 *** (27.17)	-46.849 (41.89)	-46.982 (41.79)	66.226 ** (27.88)	57.297 ** (28.19)
安定保有株主 比率	0.005 (0.09)		0.014 (0.03)		-0.010 (0.04)		0.002 (0.03)	
株式相互 持ち合い比率		-0.407 ** (0.16)		-0.243 *** (0.07)		-0.009 (0.07)		-0.154 *** (0.06)
海外売上高 比率	20.669 *** (7.33)	19.231 *** (7.19)	4.676 * (2.79)	3.654 (2.72)	11.933 *** (3.28)	12.058 *** (3.24)	4.060 * (2.44)	3.519 (2.40)
-cons	-103.644 *** (13.63)	-98.191 *** (10.67)	-27.801 *** (5.41)	-23.524 *** (4.26)	-46.898 *** (6.48)	-47.763 *** (4.97)	-28.945 *** (5.06)	-26.904 *** (4.12)
BtoC、その 他 control	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数	663	663	663	663	663	663	663	663
R-squared	0.641	0.645	0.496	0.507	0.552	0.552	0.572	0.577

注：括弧内は White の不均一分散一致標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

図表 5-7 頑健性の検証
 パネル A Heckit、説明変数：分類 I

説明変数	被説明変数							
	CSR		人材活用		環境		企業統治・社会性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
素材	-1.571 (8.27)	-0.126 (8.24)	-3.175 (3.42)	-2.292 (3.39)	3.004 (3.82)	3.052 (3.82)	-1.400 (3.07)	-0.887 (3.05)
中間財 [加工品]	16.658 ** (7.78)	16.807 ** (7.73)	1.377 (3.22)	1.423 (3.18)	9.999 *** (3.59)	10.035 *** (3.59)	5.282 * (2.88)	5.349 * (2.87)
中間財 [部品]	18.713 *** (6.90)	19.441 *** (6.82)	1.397 (2.86)	2.081 (2.81)	11.465 *** (3.18)	11.324 *** (3.16)	5.851 ** (2.56)	6.036 ** (2.53)
資本財	11.241 (6.95)	12.167 * (6.91)	1.010 (2.88)	1.649 (2.85)	7.937 ** (3.21)	7.918 ** (3.21)	2.293 (2.58)	2.600 (2.56)
ln 総資産	22.674 *** (1.04)	22.572 *** (1.02)	6.610 *** (0.43)	6.499 *** (0.42)	8.464 *** (0.48)	8.494 *** (0.47)	7.600 *** (0.38)	7.579 *** (0.38)
R&D集約度	74.634 * (41.81)	62.760 (41.73)	36.612 ** (17.32)	29.025 * (17.19)	13.052 (19.29)	12.881 (19.37)	24.970 (15.50)	20.854 (15.47)
売上高広告費 比率	131.005 * (72.34)	108.328 (72.32)	97.967 *** (29.95)	83.916 *** (29.78)	-34.000 (33.38)	-34.629 (33.57)	67.038 ** (26.82)	59.041 ** (26.81)
安定保有株主 比率	0.002 (0.09)		0.030 (0.04)		-0.020 (0.04)		-0.008 (0.03)	
株式相互持ち 合い比率		-0.420 *** (0.15)		-0.244 *** (0.06)		-0.023 (0.07)		-0.153 *** (0.06)
海外売上高 比率	13.628 ** (6.91)	11.941 * (6.82)	3.979 (2.86)	2.657 (2.81)	6.832 ** (3.19)	6.976 ** (3.16)	2.817 (2.56)	2.308 (2.53)
_cons	-90.888 *** (16.85)	-84.707 *** (16.52)	-20.706 *** (6.98)	-15.971 ** (6.81)	-41.110 *** (7.78)	-41.563 *** (7.67)	-29.072 *** (6.25)	-27.173 *** (6.13)
[選択モデル]								
業種等調整 ROA	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)
創業年数	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)
負債比率	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
外国人 持株比率	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)
_cons	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)
逆ミルズ比 λ	-2.232 (4.64)	-2.664 (4.38)	-2.714 (1.93)	-2.487 (1.81)	-0.188 (2.14)	-0.542 (2.03)	0.670 (1.72)	0.365 (1.62)
BtoC、その他 コントロール	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数 (①+②)	3001	3001	3001	3001	3001	3001	3001	3001
①打ち切り データ	2338	2338	2338	2338	2338	2338	2338	2338
②非打ち切り データ	663	663	663	663	663	663	663	663
Wald chi2(14)	607.72	622.62	320.04	342.02	447.44	447.22	490.25	503.37
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注：括弧内は標準誤差。***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で有意であることを示す。

パネルB Heckit、説明変数：分類II

説明変数	被説明変数							
	CSR		人材活用		環境		企業統治・社会性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
素材	-5.353 (9.05)	-4.220 (9.01)	-7.550 ** (3.73)	-6.899 * (3.69)	3.851 (4.22)	3.893 (4.22)	-1.655 (3.35)	-1.215 (3.34)
中間財 [加工品]	15.983 ** (6.37)	15.835 ** (6.32)	2.272 (2.62)	2.087 (2.59)	9.744 *** (2.97)	9.789 *** (2.96)	3.966 * (2.36)	3.959 * (2.34)
中間財 [部品]	20.938 *** (7.50)	22.680 *** (7.47)	3.597 (3.09)	4.760 (3.06)	11.442 *** (3.50)	11.426 *** (3.50)	5.899 ** (2.78)	6.494 ** (2.77)
資本財	-1.882 (5.73)	-0.530 (5.72)	-1.595 (2.36)	-0.816 (2.34)	3.035 (2.67)	3.085 (2.68)	-3.322 (2.12)	-2.799 (2.12)
ln 総資産	22.767 *** (1.04)	22.623 *** (1.03)	6.687 *** (0.43)	6.565 *** (0.42)	8.450 *** (0.49)	8.464 *** (0.48)	7.631 *** (0.39)	7.594 *** (0.38)
R&D集約度	83.879 ** (40.66)	74.524 * (40.52)	37.217 ** (16.75)	31.110 * (16.59)	23.087 (18.94)	23.102 (18.98)	23.576 (15.08)	20.312 (15.02)
売上高広告費 比率	118.642 * (71.78)	94.557 (71.86)	98.993 *** (29.56)	83.845 *** (29.42)	-46.660 (33.44)	-46.907 (33.66)	66.308 ** (26.61)	57.619 ** (26.63)
安定保有株主 比率	0.014 (0.09)		0.028 (0.04)		-0.009 (0.04)		-0.004 (0.03)	
株式相互持ち 合い比率		-0.409 *** (0.15)		-0.246 *** (0.06)		-0.010 (0.07)		-0.153 *** (0.06)
海外売上高 比率	20.444 *** (6.34)	18.796 *** (6.26)	4.324 * (2.61)	3.125 (2.56)	11.909 *** (2.96)	11.973 *** (2.93)	4.211 * (2.35)	3.698 (2.32)
_cons	-100.184 *** (17.50)	-93.135 *** (17.10)	-22.600 *** (7.21)	-17.491 ** (7.01)	-46.478 *** (8.15)	-46.743 *** (8.01)	-31.106 *** (6.49)	-28.901 *** (6.34)
[選択モデル]								
業種等調整 ROA	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)	0.006 * (0.004)
創業年数	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)	0.012 *** (0.001)
負債比率	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
外国人 持株比率	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)	0.035 *** (0.002)
_cons	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)	-1.889 *** (0.097)
逆ミルズ比 λ	-1.480 (4.66)	-1.727 (4.38)	-2.244 (1.92)	-2.066 (1.80)	-0.179 (2.17)	-0.348 (2.05)	0.943 (1.73)	0.687 (1.62)
BtoC、その他 コントロール	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数 (①+②)	3001	3001	3001	3001	3001	3001	3001	3001
①打ち切り データ	2338	2338	2338	2338	2338	2338	2338	2338
②非打ち切り データ	663	663	663	663	663	663	663	663
Wald chi2(14)	611.05	625.04	332.72	355.61	429.29	429.23	493.09	506.16
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注：括弧内は標準誤差。***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

付表 5-1 国連の BEC (Broad Economic Categories)

1 食料・飲料		
11 原材料		
111 産業用	…	素材
112 家庭用	…	消費財
12 加工材料		
121 産業用	…	加工品
122 家庭用	…	消費財
2 産業用品		
21 原材料	…	素材
22 加工材料	…	加工品
3 燃料等		
31 原材料	…	素材
32 加工材料		
321 ガソリン	…	加工品
322 その他	…	加工品
4 資本財 (除く輸送用機械)、部品・付属品		
41 資本財 (除く輸送用機器)	…	資本財
42 部品・付属品	…	部品
5 輸送用機械、部品・付属品		
51 乗用自動車	…	-
52 その他		
521 産業用	…	資本財
522 家庭用	…	消費財
53 部品・付属品	…	部品
6 消費財		
61 耐久財	…	消費財
62 半耐久財	…	消費財
63 非耐久財	…	消費財
7 分類不能	…	-

出所: United Nation (2002) "Classification by broad economic categories", Series M No. 53, Rev. 4 pp. 2-3.
 ・ The Standard International Trade Classification, Revision 3
 ・ The Harmonized Commodity Description and Coding System, Third Edition (2002)

付表 5-2 説明変数 [分類 I]、代表的企業と各種 CSR スコア

	CSRスコア	人材活用スコア	環境スコア	企業統治社会性
素材				
1. JSR	268.2	86.8	89.9	91.5
2. コスモ石油	262.7	84.2	87.0	91.5
3. 日立化成工業	262.6	84.2	92.8	85.6
4. 国際石油開発帝石	260.3	84.2	82.6	93.5
5. 昭和シェル石油	258.9	84.2	88.4	86.3
中間財 [加工品]				
1. 東レ	278.1	97.4	89.9	90.8
2. クラレ	275.9	89.5	94.2	92.2
3. 三菱ケミカルHD	275.8	84.2	94.2	97.4
4. 旭硝子	275.3	90.8	88.4	96.1
5. LIXILグループ	271.8	86.8	92.8	92.2
中間財 [部品]				
1. ブリヂストン	284.3	89.5	100.0	94.8
2. シャープ	284.1	86.8	98.6	98.7
3. アイシン精機	282.0	90.8	97.1	94.1
4. トヨタ紡織	271.4	82.9	95.7	92.8
5. 日本精工	271.1	86.8	92.8	91.5

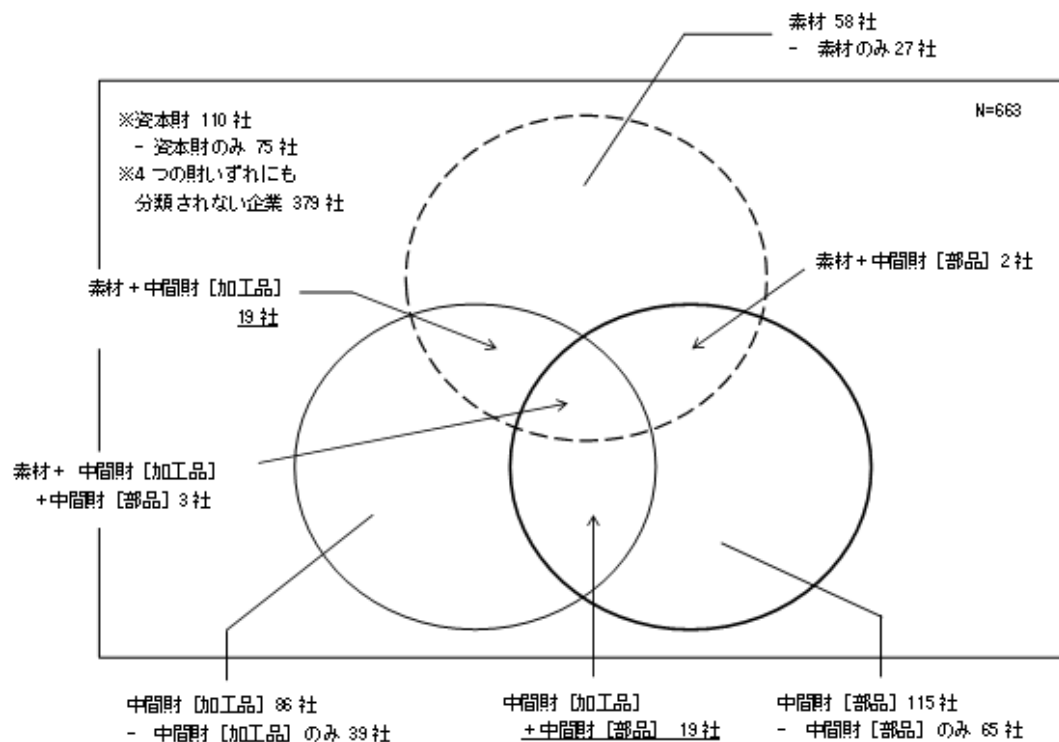
注: 各財の数値 (分類 I の基準) が 0.5 以上であった企業うちで、CSR スコアが上位 5 社の値となった企業を掲載。

付表 5-3 東洋経済新報社「第8回 CSR 企業ランキング」評価項目一覧

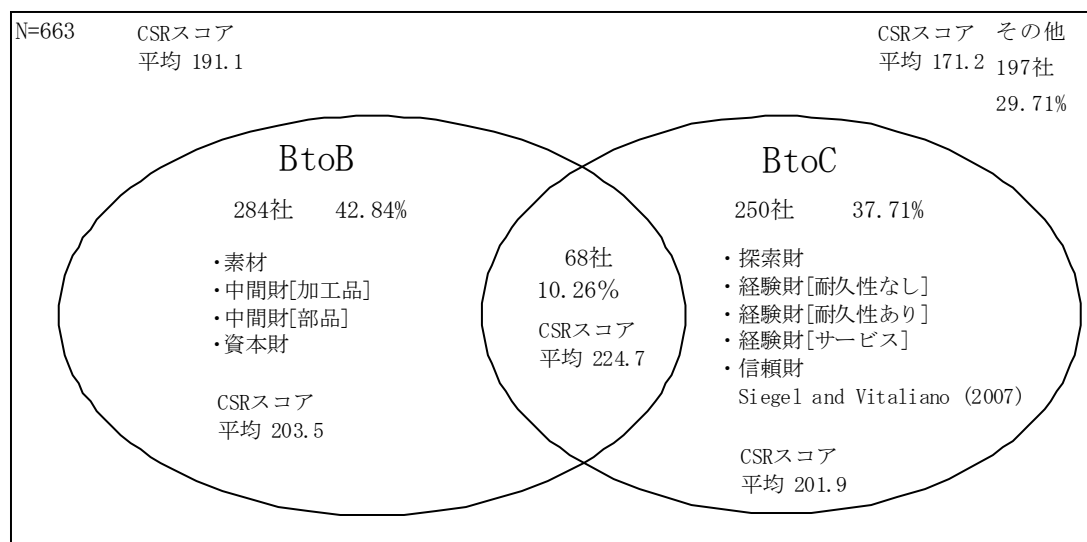
人材活用	1. 女性社員比率 2. 離職者状況 3. 残業時間 4. 外国人管理職の有無 5. 女性管理職比率 6. 女性部長職以上比率 7. 女性役員の有無 8. ダイバーシティ推進の基本理念 9. ダイバーシティ尊重の経営方針 10. 多様な人材登用部署 11. 障害者雇用率（実績） 12. 障害者雇用率の 目標値 13. 65歳までの雇用 14. LGBTへの対応 15. 有給休暇取得率 16. 産休期間 17. 産休取得者 18. 育児休業取得者 19. 男性の育児休業 取得者 20. 配偶者の出産休暇制度 21. 介護休業取得者 22. 看護休暇・ 介護休暇 23. 退職した社員の再雇用制度 24. ユニークな両立支援制度 25. 勤務形態の柔軟化に関する諸制度 26. 従業員のインセンティブを高 めるための諸制度 27. 労働安全衛生マネジメントシステム 28. 労働安全 衛生分野の表彰歴 29. 労働災害度数率 30. 人権尊重等の方針 31. 人権 尊重等の取り組み 32. 中核的労働基準を尊重した経営 33. 中核的労働 基準4分野の対応状況 34. 従業員の評価基準の公開 35. 能力・評価結果 の本人への公開 36. 従業員の満足度調査 37. 新卒入社者の定着度 38. 発生した労働問題の開示
環境	1. 環境担当部署の有無 2. 環境担当役員の有無 3. 同役員の担当職域 4. 環境方針文書の有無 5. 環境会計の有無 6. 同会計における費用と効果 の把握状況 7. 同会計の公開状況 8. 環境監査の実施状況 9. ISO14001 取得体制 10. ISO14001取得率（国内） 11. ISO14001取得率（海外） 12. グリーン購入体制 13. 事務用品等のグリーン購入比率 14. 原材料の グリーン調達 15. 環境ラベリング 16. 土壌・地下水の汚染状況把握 17. 環境関連法令違反の有無 18. 環境問題を引き起こす事故・汚染の有無 19. CO2排出量等削減への中期計画の有無 20. スコープ3 21. 2012年度の 環境目標・実績 22. 気候変動への対応の取り組み 23. 環境関連の表彰歴 24. 環境ビジネスへの取り組み 25. 生物多様性保全への取り組み 26. 生物多様性保全プロジェクトへの支出額
企業統治	1. CSR活動のマテリアリティ設定 2. ステークホルダー・エンゲージメント 3. 活動報告の第三者の関与 4. CSR担当部署の有無 5. CSR担当役員の有無 6. 同役員の担当職域 7. CSR方針の文書化の有無 8. IR担当部署 9. 法令 順守関連部署 10. 国内外のCSR関連基準への参加等 11. 内部監査部門の 有無 12. 内部告発窓口（社内・社外）設置 13. 内部告発者の権利保護に 関する規定制定 14. 内部通報・内部告発 15. 公正取引委員会など関係 官庁からの排除勧告 16. 不祥事などによる操業・営業停止 17. コンプラ イアンスに関わる事件・事故での刑事告発 18. 汚職・贈収賄防止の方針 19. 政治献金等の開示 20. 内部統制委員会の設置 21. 内部統制の評価 22. 情報システムに関するセキュリティポリシーの有無 23. 情報システム のセキュリティに関する内部監査の状況 24. 情報システムのセキュリティ に関する外部監査の状況 25. プライバシー・ポリシーの有無 26. リスク マネジメント・クライシスマネジメントの体制 27. 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 28. 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 29. 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 30. BCM構築 31. BCP策定 32. 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 33. 企 業倫理方針の文書化・公開 34. 倫理行動規定・規範・マニュアルの有無
社会性	1. 消費者対応部署の有無 2. 社会貢献担当部署の有無 3. 商品・サービ スの安全性・安全体制に関する部署の有無 4. 社会貢献活動支出額 5. NP0・ NGO等との連携 6. ESG情報の開示 7. 投資家・ESG機関との対話 8. SRIイ ンデックス・SRIファンド・エコファンド等への組み入れ状況 9. 消費者 からのクレーム等への対応マニュアルの有無 10. 同クレームのデー タベースの有無 11. ISO9000Sの取得状況（国内） 12. ISO9000Sの取得状況 （海外） 13. ISO9000S以外の品質管理体制 14. 地域社会参加活動実績 15. 教育・学術支援活動実績 16. 文化・芸術・スポーツ活動実績 17. 国 際交流活動実績 18. CSR調達への取り組み状況 19. 紛争鉱物の対応 20. ボランティア休暇 21. ボランティア休職 22. マッチング・ギフト 23. BOPビジネスの取り組み 24. 海外でのCSR活動 25. プロボノ支援 26. CSR関連の表彰歴 27. 東日本大震災復興支援

出所：東洋経済オンライン「最新「CSR 総合ランキング」トップ700」より作成。

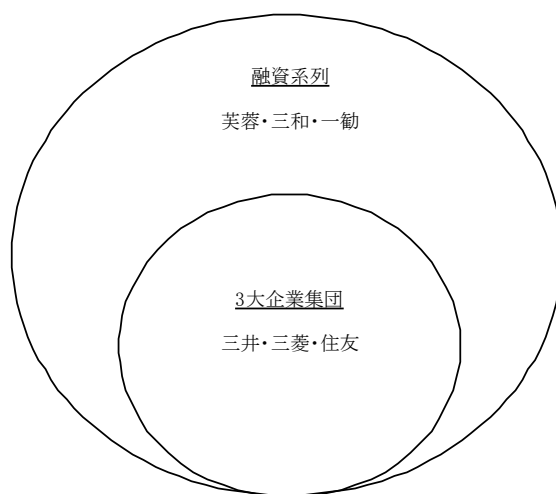
付図 5-1 基本推計、説明変数 [分類 I]、該当企業のベン図



付図 5-2 財の分布状況 [分類 I]、該当企業のベン図



図表 6-1 企業集団と融資系列



出所：橘川（1996）135 頁

図表 6-2 六大企業集団の株式持ち合い比率の推移

	1994年	1999年	2004年	2009年	2013年
三菱	26.11	23.64	16.81	15.6	13.08
住友	24.45	20.81	11.47	9.95	5.71
三井	16.77	15.82	8.04	6.71	5.25
3大企業集団平均	22.44	20.09	12.11	10.75	8.01
芙蓉	14.90	14.71	6.01	4.04	2.21
三和	15.67	14.39	8.88	6.08	4.96
一勸	11.92	12.11	8.30	7.88	4.53
融資系列平均	14.16	13.74	7.73	6.00	3.90
6大企業集団平均	18.30	16.91	9.92	8.38	5.96

$$\text{株式持ち合い率} = \frac{\text{企業各社の同一企業集団メンバーに所有されている株式数の合計の発行済株式総数に占める株式持ち合い比率の合計}}{\text{各企業集団メンバーのメンバー企業数}} \times 100$$

出所：菊地（2017）、130 頁、168 頁に一部を加筆。

図表 6-3 三大企業集団

三井	
三井広報委員会 三井業際研究所 綱町三井倶楽部	IHI、JA三井リース、イビデン、エームサービス、サッポロホールディングス デンカ、トヨタ自動車、王子ホールディングス、三井E&Sホールディングス 三井化学、三井金属鉱業、三井住友トラスト・ホールディングス 三井住友ファイナンス&リース、三井住友海上火災保険、三井住友銀行 三井住友建設、三井製糖、三井生命、三井倉庫ホールディングス、三井不動産 三井不動産リアルティ、三井物産、三越伊勢丹ホールディングス、三機工業 商船三井、新日本空調、太平洋セメント、東レ、東京放送ホールディングス 東芝、東洋エンジニアリング、日本ユニシス、日本製鋼所、日本製紙 日本製粉、富士フイルムホールディングス
三菱	
三菱金曜会 三菱広報委員会 三菱社名商標委員会 三菱マーケティング 研究会	AGC（旭硝子）、アストモスエネルギー、麒麟ホールディングス JXホールディングス、大日本塗料、東京海上日動火災保険、ニコン 日本タタ・コンサルタンシー・サービス、日本郵船、ピーエス三菱 三菱アルミニウム、三菱オートリース、三菱化学、三菱化工機、三菱ガス化学 三菱ケミカルホールディングス、三菱鉱石輸送、三菱地所、三菱自動車工業 三菱樹脂、三菱重工業、三菱商事、三菱食品、三菱スペース・ソフトウエア 三菱製鋼、三菱製紙、三菱倉庫、三菱総合研究所、三菱電機、三菱UFJ銀行 三菱ふそうトラック・バス、三菱プレジジョン、三菱マテリアル 三菱UFJ証券ホールディングス、三菱UFJ信託銀行、三菱UFJニコス 三菱UFJリース、三菱レイヨン、明治安田生命、郵船ロジスティクス ローソン、三菱電線工業、三菱農機、JSP
住友	
住友グループ 広報委員会	住友化学、住友重機械工業、三井住友銀行、住友金属鉱山、住友商事 三井住友信託銀行、住友生命保険相互会社、住友倉庫、住友電気工業 三井住友海上火災保険、日本板硝子、NEC、住友不動産、住友大阪セメント 三井住友建設、住友ベークライト、住友林業、住友ゴム工業 大日本住友製薬、三井住友カード、住友建機、住友精化、住友精密工業 住友電設、住友電装、日本総合研究所、三井住友ファイナンス&リース SMBC日興証券、SCSK、住友理工、日新電機、明電舎 住友三井オートサービス

注) 各種団体のHPの閲覧日は、すべて2019年2月3日である。
サンプル企業に含まれない企業（金融業など）も表掲している。

図表 6-4 代理変数一覧

変数	代理変数	出所	
被説明変数			
CSR	CSRスコア	300点満点	東洋経済CSRオンライン
	人材活用スコア	100点満点	2011年-2018年
	環境スコア	100点満点	CSR企業白書
	企業統治・社会性スコア	100点満点	2017年版、2018年版
説明変数			
3大企業集団	三井ダミー	左記に含まれる企業を1とするダミー変数	各種団体HP
	三菱ダミー		
	住友ダミー		
融資系列	芙蓉ダミー 三和ダミー 一勸ダミー	左記に含まれる企業を1とするダミー変数	芙蓉、三和：各種団体HP 一勸：週刊ダイヤモンド (2017年7月29日号)
規模	総資産	総資産対数値	NEEDS-Cges
技術的競争力	R&D集約度	R&D投資額 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
製品差別化	売上高広告費比率	広告宣伝費 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
ステークホルダー関係の広さ	海外売上高比率	日本外での売上高 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
収益性	ROA	業種等調整ROA	NEEDS-Cges
財務安全性	負債比率	(負債合計 / 総資産) × 100	NEEDS-Cges
外部圧力	外国法人等の保有比率	外国法人等株式保有比率	企業財務データバンク
産業ダミー			東証33業種分類コード
年度ダミー			
政策保有の程度	安定保有株主比率	※1	NEEDS-Cges
	株式相互持ち合い比率	※2	NEEDS-Cges
成熟度	創業年数	(t-1) - 設立年度	QUICK-Astra Manager
取締役会の洗練度	取締役会人数 (規模調整)	取締役会人数 / LN (総資産)	
	MB株式保有比率	MBの株式保有比率	NEEDS-Cges
MB関係の強さ	MB借入金依存度	MBからの借入金 / 借入金総額 × 100	NEEDS-Cges

※1 国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式のいずれかに属する株式の比率。

※2 相互保有関係にある国内会社による株式保有比率合計と東洋経済新報社「大株主データ」から算出、判明分。

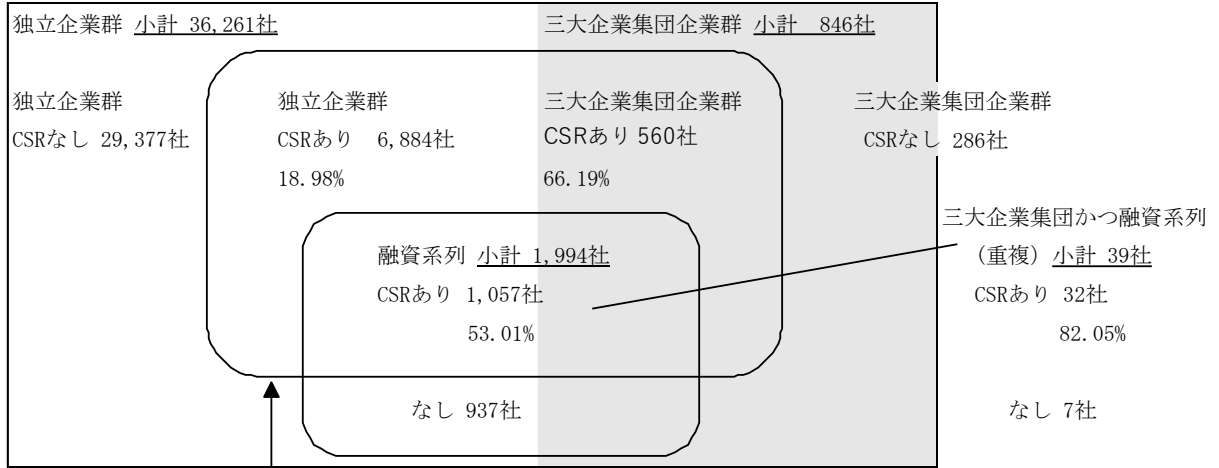
※1※2 NEEDS-Cges 項目詳細定義書より一部を抜粋。

図表 6-5 サンプル企業概要表

CSRデータ		財務データ	マッチング前			マッチング後		
公表年	調査年		三大企業集団	独立	total	三大企業集団	独立	total
2007	2006年6月	FY2005	64	2,837	2,901	61	57	118
2008	2007年6月	FY2006	64	2,767	2,831	63	61	124
2009	2008年6月	FY2007	63	2,937	3,000	61	53	114
2010	2009年6月	FY2008	64	2,852	2,916	61	55	116
2011	2010年6月	FY2009	64	2,763	2,827	64	55	119
2012	2011年6月	FY2010	66	2,723	2,789	65	59	124
2013	2012年6月	FY2011	66	2,714	2,780	66	37	103
2014	2013年6月	FY2012	65	2,722	2,787	64	54	118
2015	2014年6月	FY2013	64	2,721	2,785	63	58	121
2016	2015年6月	FY2014	66	2,762	2,828	65	58	123
2017	2016年6月	FY2015	67	2,797	2,864	66	58	124
2018	2017年6月	FY2016	67	2,837	2,904	65	60	125
2019	2018年6月	FY2017	66	2,829	2,895	65	56	121
			846	36,261	37,107	829	721	1,550

図表 6-6 サンプル企業のベン図
パネル A マッチング前

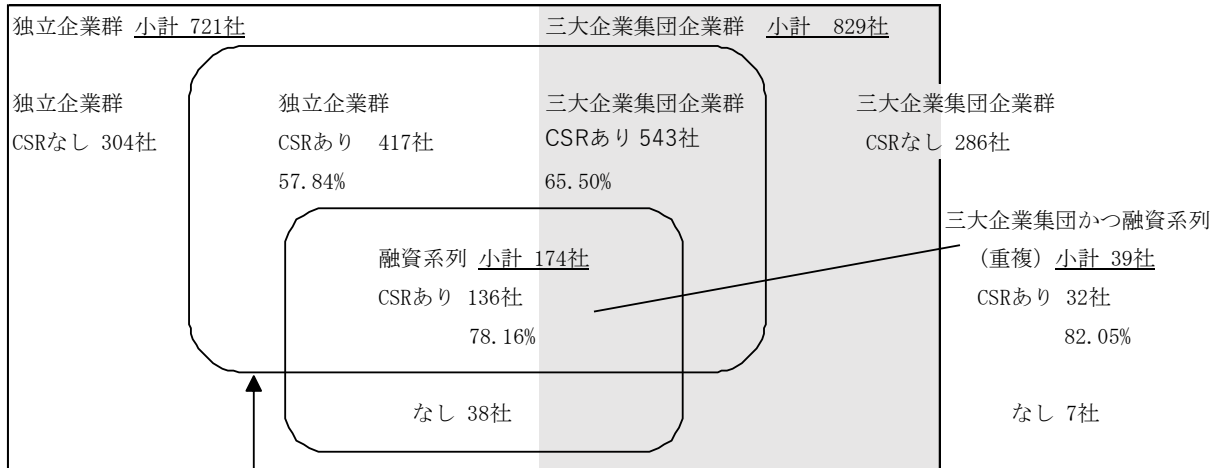
Total=37,107



※このラインの内側は、CSRランキングありの企業群

パネル B マッチング後

Total=1,550



※このラインの内側は、CSRランキングありの企業群

図表 6-7 三大企業集団ダミー企業の概要

		マッチ前	マッチ後	
三大企業集団	該当企業数	846	829	
	該当企業数	326	314	
	「3大企業集団」ダミーに占める割合	38.53%	37.88%	
三井	CSRスコア	平均	159.05	154.82
		標準偏差	117.42	117.52
	人材活用スコア	平均	49.01	47.60
		標準偏差	37.93	37.88
	環境スコア	平均	54.41	52.95
		標準偏差	39.95	39.97
	企業統治・ 社会性スコア	平均	55.50	54.15
		標準偏差	40.68	40.81
	該当企業数	277	275	
	「3大企業集団」ダミーに占める割合	32.74%	33.17%	
三菱	CSRスコア	平均	163.68	163.24
		標準偏差	110.46	110.67
	人材活用スコア	平均	50.75	50.53
		標準偏差	35.30	35.32
	環境スコア	平均	54.40	54.27
		標準偏差	37.25	37.33
	企業統治・ 社会性スコア	平均	58.36	58.26
		標準偏差	38.90	38.97
	該当企業数	243	240	
	「3大企業集団」ダミーに占める割合	28.72%	28.95%	
住友	CSRスコア	平均	140.22	139.05
		標準偏差	115.65	115.88
	人材活用スコア	平均	43.22	42.86
		標準偏差	36.60	36.67
	環境スコア	平均	49.06	48.67
		標準偏差	40.59	40.70
	企業統治・ 社会性スコア	平均	47.82	47.42
		標準偏差	39.63	39.70

図表 6-8 基本統計量
パネル A マッチング前

変数名		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
CSRスコア	全サンプル	37,107	39.15	81.16	0.00	0.00	0.00	0.00	295.20
	3大企業集団	846	155.16	114.95	0.00	0.00	206.70	255.50	294.10
	独立	36,261	36.44	78.17	0.00	0.00	0.00	0.00	295.20
CSRスコア > 0	全サンプル	7,444 (20.06%)							
	3大企業集団	560 (66.19%)							
	独立	6,884 (18.98%)							
人材活用スコア	全サンプル	37,107	12.23	25.70	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	3大企業集団	846	47.92	36.79	0.00	0.00	58.50	81.80	100.00
	独立	36,261	11.40	24.78	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
環境スコア	全サンプル	37,107	13.07	27.67	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	3大企業集団	846	52.87	39.31	0.00	0.00	70.50	86.90	100.00
	独立	36,261	12.14	26.64	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
企業統治・ 社会性スコア	全サンプル	37,107	13.82	28.63	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	3大企業集団	846	54.23	39.98	0.00	0.00	74.70	88.50	99.40
	独立	36,261	12.88	27.61	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
総資産 (10億円)	全サンプル	37,107	243.99	1222.53	0.05	12.96	34.43	102.94	50300
	3大企業集団	846	2140.21	5100.07	41.21	212.48	577.12	2072.06	50300
	独立	36,261	199.75	915.12	0.047	12.67	33.05	95.40	31200
総資産対数値	全サンプル	37,107	10.59	1.68	3.85	9.47	10.45	11.54	17.73
	3大企業集団	846	13.38	1.52	10.63	12.27	13.27	14.54	17.73
	独立	36,261	10.52	1.63	3.85	9.45	10.41	11.47	17.26
R&D集約度 ×100	全サンプル	37,107	2.34	47.09	0.00	0.00	0.26	1.79	4882.54
	3大企業集団	846	1.52	1.69	0.00	0.03	0.78	2.61	8.06
	独立	36,261	2.36	47.64	0.00	0.00	0.24	1.76	4882.54
売上高 広告費比率 ×100	全サンプル	37,107	0.86	2.89	0.00	0.00	0.00	0.04	119.80
	3大企業集団	846	0.58	1.36	0.00	0.00	0.00	0.22	8.51
	独立	36,261	0.86	2.91	0.00	0.00	0.00	0.03	119.80
海外売上高 比率	全サンプル	37,107	0.11	0.21	0.00	0.00	0.00	0.15	1.00
	3大企業集団	846	0.27	0.25	0.00	0.00	0.24	0.46	0.97
	独立	36,261	0.11	0.21	0.00	0.00	0.00	0.14	1.00
業種等調整 ROA	全サンプル	37,107	-1.46	9.17	-380.90	-4.39	-1.50	1.58	348.68
	3大企業集団	846	-0.62	3.31	-16.11	-2.69	-0.79	1.31	15.00
	独立	36,261	-1.48	9.26	-380.90	-4.44	-1.52	1.60	348.68
負債比率	全サンプル	37,107	50.04	21.44	1.20	34.00	50.26	65.65	823.20
	3大企業集団	846	59.71	14.61	21.15	50.10	61.54	70.12	106.50
	独立	36,261	49.81	21.53	1.20	33.70	49.90	65.44	823.20
外国法人等 持株比率	全サンプル	37,107	9.97	12.10	0.00	0.95	5.18	15.22	94.20
	3大企業集団	846	21.82	11.63	0.73	12.96	22.29	30.36	72.32
	独立	36,261	9.70	11.97	0.00	0.90	4.93	14.60	94.20

パネルB マッチング後

変数名		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
CSRスコア	全サンプル	1,550	142.84	116.50	0.00	0.00	193.80	249.80	294.10
	3大企業集団	829	153.05	115.07	0.00	0.00	204.10	254.70	294.10
	独立	721	131.10	117.11	0.00	0.00	171.90	244.10	293.20
CSRスコア>0	全サンプル	960 (61.94%)							
	3大企業集団	543 (65.50%)							
	独立	417 (57.84%)							
人材活用スコア	全サンプル	1,550	44.36	37.33	0.00	0.00	54.70	80.30	100.00
	3大企業集団	829	47.20	36.78	0.00	0.00	58.20	81.40	100.00
	独立	721	41.09	37.71	0.00	0.00	51.00	77.30	100.00
環境スコア	全サンプル	1,550	48.48	39.92	0.00	0.00	65.60	85.50	100.00
	3大企業集団	829	52.15	39.35	0.00	0.00	70.40	86.90	100.00
	独立	721	44.26	40.19	0.00	0.00	57.40	83.80	100.00
企業統治・ 社会性スコア	全サンプル	1,550	49.88	40.52	0.00	0.00	70.10	87.00	100.00
	3大企業集団	829	53.57	40.07	0.00	0.00	74.40	88.00	99.40
	独立	721	45.64	40.65	0.00	0.00	61.30	85.00	100.00
総資産 (10億円)	全サンプル	1,550	1697.941	3210.18	1.44	180.86	536.99	1858.27	32600.00
	3大企業集団	829	1667.935	3089.79	41.21	206.87	555.27	1918.13	32600.00
	独立	721	1732.441	3345.08	1.44	144.73	500.83	1784.17	21000.00
総資産対数値	全サンプル	1,550	13.22	1.56	7.28	12.11	13.19	14.44	17.30
	3大企業集団	829	13.32	1.45	10.63	12.24	13.23	14.47	17.30
	独立	721	13.11	1.68	7.28	11.88	13.12	14.39	16.86
R&D集約度 ×100	全サンプル	1,550	1.82	2.83	0.00	0.01	0.78	2.74	30.70
	3大企業集団	829	1.50	1.68	0.00	0.04	0.78	2.57	8.06
	独立	721	2.19	3.70	0.00	0.00	0.78	3.11	30.70
売上高 広告費比率 ×100	全サンプル	1,550	0.75	1.76	0.00	0.00	0.00	0.52	17.64
	3大企業集団	829	0.57	1.37	0.00	0.00	0.00	0.13	8.51
	独立	721	0.96	2.11	0.00	0.00	0.00	0.96	17.64
海外売上高 比率	全サンプル	1,550	0.26	0.27	0.00	0.00	0.19	0.47	0.99
	3大企業集団	829	0.27	0.25	0.00	0.00	0.23	0.45	0.97
	独立	721	0.25	0.28	0.00	0.00	0.14	0.48	0.99
業種等調整 ROA	全サンプル	1,550	-0.27	3.99	-30.34	-2.49	-0.51	1.71	38.12
	3大企業集団	829	-0.63	3.33	-16.11	-2.69	-0.82	1.30	15.00
	独立	721	0.14	4.60	-30.34	-2.21	-0.14	2.14	38.12
負債比率	全サンプル	1,550	57.15	17.42	6.25	45.71	59.30	69.98	106.50
	3大企業集団	829	59.51	14.64	21.15	49.90	61.21	70.00	106.50
	独立	721	54.43	19.81	6.25	40.91	56.00	69.86	93.06
外国法人等 持株比率	全サンプル	1,550	21.72	13.21	0.00	11.39	21.11	30.64	77.98
	3大企業集団	829	21.69	11.69	0.73	12.76	22.08	30.23	72.32
	独立	721	21.76	14.78	0.00	10.01	20.25	31.50	77.98

図表 6-9 マッチ前の推計

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	19.376 ** (7.621)		6.002 ** (2.441)		6.538 ** (2.552)		6.846 ** (2.731)	
三井		1.147 (11.651)		-0.002 (3.733)		0.811 (3.902)		0.174 (4.175)
三菱		42.595 *** (12.557)		13.401 *** (4.022)		12.953 *** (4.208)		16.401 *** (4.497)
住友		17.480 (13.577)		5.666 (4.347)		6.968 (4.543)		4.911 (4.871)
ln総資産	97.141 *** (1.484)	97.092 *** (1.484)	30.731 *** (0.474)	30.716 *** (0.474)	32.894 *** (0.499)	32.885 *** (0.499)	34.357 *** (0.531)	34.331 *** (0.531)
R&D集約度	-38.719 (36.949)	-37.793 (36.352)	-11.041 (11.198)	-10.789 (11.032)	-13.538 (12.622)	-13.312 (12.473)	-14.881 (13.812)	-14.412 (13.516)
売上高 広告費比率	-33.670 (66.907)	-37.215 (66.988)	-4.807 (21.040)	-5.902 (21.066)	-25.188 (23.114)	-26.238 (23.139)	-5.868 (23.714)	-7.287 (23.744)
海外売上高比率	46.600 *** (8.120)	46.199 *** (8.120)	14.830 *** (2.605)	14.701 *** (2.605)	15.806 *** (2.718)	15.696 *** (2.718)	16.288 *** (2.912)	16.121 *** (2.912)
業種等調整ROA	-0.188 (0.248)	-0.196 (0.249)	-0.021 (0.078)	-0.024 (0.078)	-0.112 (0.085)	-0.115 (0.085)	-0.060 (0.089)	-0.063 (0.089)
負債比率	-0.947 *** (0.091)	-0.946 *** (0.091)	-0.300 *** (0.029)	-0.300 *** (0.029)	-0.317 *** (0.031)	-0.317 *** (0.031)	-0.342 *** (0.032)	-0.342 *** (0.032)
外国法人等 保有比率	-0.126 (0.158)	-0.112 (0.158)	-0.020 (0.050)	-0.015 (0.050)	-0.068 (0.053)	-0.064 (0.053)	-0.047 (0.057)	-0.041 (0.057)
Constant	-1,152.32 *** (16.808)	-1,151.89 *** (16.807)	-362.225 *** (5.353)	-362.098 *** (5.353)	-394.745 *** (5.679)	-394.675 *** (5.679)	-407.343 *** (6.006)	-407.109 *** (6.005)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107
Pseudo R2	0.103	0.103	0.117	0.117	0.120	0.120	0.115	0.115

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-10 基本推計

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	18.110 ** (7.939)		5.406 ** (2.499)		6.400 ** (2.747)		6.539 ** (2.826)	
三井		-1.160 (10.127)		-1.085 (3.185)		0.296 (3.513)		-0.269 (3.598)
三菱		44.883 *** (10.365)		13.637 *** (3.263)		14.38 *** (3.595)		17.241 *** (3.681)
住友		10.749 (11.100)		3.908 (3.490)		4.675 (3.850)		2.389 (3.946)
ln総資産	66.964 *** (3.635)	65.492 *** (3.619)	21.71 *** (1.147)	21.265 *** (1.143)	22.658 *** (1.257)	22.239 *** (1.255)	23.036 *** (1.293)	22.419 *** (1.285)
R&D集約度	276.454 (185.299)	322.185 * (186.028)	78.642 (58.178)	90.361 (58.412)	114.222 * (64.137)	126.379 * (64.528)	85.564 (65.995)	107.570 (66.122)
売上高 広告費比率	97.113 (239.586)	15.970 (239.244)	45.297 (75.057)	19.233 (74.961)	28.411 (83.200)	3.104 (83.247)	22.848 (85.244)	-7.360 (84.959)
海外売上高比率	25.976 (21.043)	22.361 (20.996)	11.812 * (6.626)	10.833 (6.613)	3.769 (7.280)	2.805 (7.278)	10.817 (7.492)	9.129 (7.462)
業種等調整ROA	1.374 (1.023)	0.908 (1.026)	0.495 (0.322)	0.337 (0.323)	0.372 (0.354)	0.227 (0.356)	0.516 (0.364)	0.350 (0.364)
負債比率	-0.471 * (0.284)	-0.472 * (0.282)	-0.136 (0.089)	-0.137 (0.089)	-0.147 (0.098)	-0.148 (0.098)	-0.192 * (0.101)	-0.192 * (0.100)
外国法人等 保有比率	0.066 (0.415)	0.403 (0.420)	-0.012 (0.131)	0.095 (0.133)	0.046 (0.144)	0.149 (0.146)	0.021 (0.148)	0.151 (0.149)
Constant	-779.994 *** (52.408)	-769.218 *** (52.106)	-247.046 *** (16.433)	-243.964 *** (16.344)	-273.02 *** (18.261)	-270.145 *** (18.196)	-266.282 *** (18.610)	-261.389 *** (18.461)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0679	0.0691	0.0846	0.0861	0.0781	0.0792	0.0759	0.0776

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-11 基本推計+系列要素

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	19.564 ** (7.948)		5.886 ** (2.501)		6.922 ** (2.748)		7.010 ** (2.831)	
三井		0.716 (10.190)		-0.460 (3.205)		0.877 (3.531)		0.432 (3.623)
三菱		48.293 *** (10.450)		14.599 *** (3.289)		15.807 *** (3.621)		18.253 *** (3.713)
住友		9.126 (11.144)		3.536 (3.504)		3.968 (3.861)		1.876 (3.965)
ln総資産	68.566 *** (3.769)	66.864 *** (3.750)	22.246 *** (1.188)	21.723 *** (1.183)	23.166 *** (1.303)	22.651 *** (1.299)	23.602 *** (1.341)	22.931 *** (1.332)
R&D集約度	281.279 (185.319)	340.409 * (186.075)	81.749 (58.163)	97.234 * (58.422)	114.950 * (64.107)	132.310 ** (64.489)	86.712 (66.022)	113.106 * (66.173)
売上高	81.981 (240.498)	14.230 (239.946)	37.654 (75.263)	15.898 (75.128)	26.456 (83.542)	4.679 (83.484)	16.329 (85.559)	-8.181 (85.217)
広告費比率	29.296 (21.287)	25.253 (21.237)	12.998 * (6.703)	11.927 * (6.690)	5.017 (7.356)	3.847 (7.352)	11.779 (7.583)	9.965 (7.553)
海外売上高比率								
業種等調整ROA	1.539 (1.027)	1.142 (1.029)	0.541 * (0.323)	0.405 (0.324)	0.450 (0.356)	0.323 (0.357)	0.556 (0.366)	0.419 (0.366)
負債比率	-0.525 * (0.292)	-0.531 * (0.290)	-0.151 * (0.092)	-0.152 * (0.091)	-0.168 * (0.101)	-0.169 * (0.101)	-0.210 ** (0.104)	-0.214 ** (0.103)
外国法人等 保有比率	0.038 (0.424)	0.393 (0.430)	-0.015 (0.134)	0.097 (0.135)	0.038 (0.147)	0.149 (0.149)	0.006 (0.151)	0.139 (0.153)
株式相互 持ち合い比率	0.399 (0.535)	0.369 (0.531)	0.151 (0.168)	0.143 (0.167)	0.116 (0.185)	0.107 (0.184)	0.143 (0.190)	0.130 (0.189)
MB保有	1.433 (2.635)	1.315 (2.615)	0.359 (0.829)	0.328 (0.823)	0.847 (0.912)	0.810 (0.906)	0.264 (0.938)	0.214 (0.929)
MB依存度	0.295 (0.244)	0.297 (0.243)	0.126 (0.077)	0.126 (0.076)	0.073 (0.085)	0.073 (0.084)	0.100 (0.087)	0.103 (0.086)
操業年数	0.228 (0.184)	0.353 * (0.187)	0.051 (0.058)	0.087 (0.059)	0.119 * (0.064)	0.157 ** (0.065)	0.054 (0.066)	0.106 (0.067)
業種等調整 取締役会	-15.974 (16.789)	-9.153 (16.789)	-4.435 (5.274)	-2.161 (5.276)	-4.847 (5.810)	-2.674 (5.821)	-6.818 (5.983)	-4.404 (5.971)
Constant	-801.681 *** (55.254)	-801.835 *** (54.874)	-253.524 *** (17.305)	-253.742 *** (17.195)	-283.481 *** (19.265)	-283.755 *** (19.167)	-270.971 *** (19.614)	-270.630 *** (19.443)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0683	0.0696	0.0851	0.0867	0.0787	0.0799	0.0762	0.0781

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-12 マッチ前の推計+融資系列

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	29.024 *** (7.651)		8.932 *** (2.453)		10.020 *** (2.560)		10.147 *** (2.744)	
三井		5.284 (11.627)		1.307 (3.728)		2.277 (3.889)		1.569 (4.169)
三菱		54.431 *** (12.551)		16.995 *** (4.024)		17.253 *** (4.201)		20.414 *** (4.498)
住友		29.596 ** (13.559)		9.348 ** (4.346)		11.364 ** (4.532)		9.025 * (4.868)
融資系列	52.859 *** (5.306)		16.064 *** (1.703)		19.022 *** (1.774)		18.108 *** (1.904)	
芙蓉		37.471 *** (9.618)		11.229 *** (3.086)		14.464 *** (3.212)		12.066 *** (3.451)
三和		34.400 *** (6.787)		11.000 *** (2.176)		11.715 *** (2.272)		11.903 *** (2.435)
一勸		83.054 *** (10.678)		24.577 *** (3.422)		30.315 *** (3.573)		28.484 *** (3.828)
ln総資産	94.349 *** (1.493)	94.016 *** (1.498)	29.898 *** (0.477)	29.803 *** (0.479)	31.867 *** (0.502)	31.739 *** (0.503)	33.410 *** (0.534)	33.301 *** (0.536)
R&D集約度	-36.565 (35.689)	-38.495 (36.693)	-10.463 (10.858)	-10.932 (11.102)	-12.708 (12.134)	-13.586 (12.597)	-14.095 (13.351)	-14.708 (13.671)
売上高 広告費比率	-45.531 (66.730)	-51.518 (66.761)	-8.356 (20.998)	-10.182 (21.013)	-29.560 (23.030)	-31.371 (23.028)	-9.902 (23.663)	-12.247 (23.683)
海外売上 高比率	50.229 *** (8.098)	50.096 *** (8.095)	15.934 *** (2.600)	15.890 *** (2.599)	17.119 *** (2.708)	17.101 *** (2.706)	17.528 *** (2.906)	17.453 *** (2.904)
業種等調整ROA	-0.134 (0.247)	-0.144 (0.246)	-0.005 (0.078)	-0.009 (0.078)	-0.092 (0.084)	-0.096 (0.084)	-0.042 (0.088)	-0.045 (0.088)
負債比率	-0.997 *** (0.091)	-1.011 *** (0.091)	-0.315 *** (0.029)	-0.319 *** (0.029)	-0.335 *** (0.030)	-0.340 *** (0.030)	-0.360 *** (0.032)	-0.364 *** (0.032)
外国法人等 保有比率	-0.132 (0.158)	-0.119 (0.157)	-0.022 (0.050)	-0.018 (0.050)	-0.070 (0.053)	-0.066 (0.053)	-0.049 (0.056)	-0.043 (0.056)
Constant	-1121.098 *** (16.856)	-1116.419 *** (16.932)	-352.942 *** (5.372)	-351.629 *** (5.397)	-383.170 *** (5.689)	-381.344 *** (5.714)	-396.790 *** (6.027)	-395.256 *** (6.054)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107	37,107
Pseudo R2	0.104	0.104	0.118	0.118	0.121	0.121	0.116	0.116

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-13 基本推計+融資系列

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	28.132 *** (8.305)		8.228 *** (2.619)		10.209 *** (2.870)		10.054 *** (2.957)	
三井		3.356 (10.263)		0.169 (3.234)		2.007 (3.556)		1.356 (3.647)
三菱		56.856 *** (10.747)		17.082 *** (3.389)		18.83 *** (3.724)		21.468 *** (3.817)
住友		21.785 * (11.394)		7.070 ** (3.590)		8.781 ** (3.947)		6.298 (4.051)
融資系列	46.573 *** (11.564)		13.051 *** (3.642)		17.697 *** (3.995)		16.349 *** (4.119)	
芙蓉		19.086 (20.136)		5.994 (6.341)		7.540 (6.972)		5.982 (7.159)
三和		17.668 (18.172)		4.195 (5.725)		6.943 (6.291)		6.861 (6.459)
一勸		69.788 *** (15.673)		20.408 *** (4.930)		25.444 *** (5.430)		24.516 *** (5.572)
ln総資産	66.795 *** (3.627)	64.280 *** (3.609)	21.683 *** (1.146)	20.937 *** (1.141)	22.581 *** (1.253)	21.788 *** (1.250)	22.976 *** (1.291)	21.985 *** (1.281)
R&D集約度	273.301 (184.418)	313.558 * (184.902)	77.806 (58.000)	87.793 (58.156)	112.988 * (63.730)	123.475 * (64.055)	84.444 (65.695)	104.484 (65.736)
売上高 広告費比率	5.188 (239.712)	-95.562 (238.962)	19.524 (75.225)	-13.337 (75.000)	-6.594 (83.107)	-37.937 (83.039)	-9.341 (85.308)	-46.360 (84.879)
海外売上 高比率	35.036 * (21.085)	34.670 * (21.029)	14.382 ** (6.652)	14.453 ** (6.635)	7.197 (7.282)	7.316 (7.280)	13.992* * (7.509)	13.444 * (7.475)
業種等調整ROA	1.545 (1.021)	0.915 (1.023)	0.544 * (0.322)	0.341 (0.322)	0.436 (0.353)	0.230 (0.355)	0.575 (0.363)	0.349 (0.363)
負債比率	-0.632 ** (0.286)	-0.601 ** (0.284)	-0.182 ** (0.090)	-0.175 * (0.090)	-0.209 ** (0.099)	-0.196 ** (0.099)	-0.248 ** (0.102)	-0.237 ** (0.101)
外国法人等 保有比率	-0.144 (0.418)	0.303 (0.423)	-0.072 (0.132)	0.064 (0.134)	-0.033 (0.144)	0.110 (0.146)	-0.053 (0.149)	0.118 (0.150)
Constant	-762.537 *** (52.278)	-741.558 *** (51.930)	-242.392 *** (16.421)	-236.143 *** (16.317)	-266.179 *** (18.184)	-259.734 *** (18.107)	-260.165 *** (18.569)	-251.732 *** (18.405)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0691	0.0707	0.0857	0.0877	0.0798	0.0813	0.0772	0.0794

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-14 基本推計+系列要素+融資系列

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) 人材活用	(4) 人材活用	(5) 環境	(6) 環境	(7) 企業統治 ・社会性	(8) 企業統治 ・社会性
3大企業集団	29.604 *** (8.317)		8.732 *** (2.622)		10.710 *** (2.872)		10.550 *** (2.962)	
三井		5.099 (10.335)		0.785 (3.256)		2.516 (3.577)		2.016 (3.675)
三菱		59.669 *** (10.807)		17.898 *** (3.407)		20.026 *** (3.741)		22.266 *** (3.841)
住友		20.478 * (11.479)		6.808 * (3.617)		8.177 ** (3.972)		5.906 (4.084)
融資系列	46.557 *** (11.602)		13.132 *** (3.653)		17.554 *** (4.005)		16.434 *** (4.135)	
芙蓉		20.716 (20.106)		6.594 (6.332)		8.096 (6.954)		6.463 (7.154)
三和		17.100 (18.263)		4.340 (5.754)		6.437 (6.314)		6.748 (6.497)
一勸		68.245 *** (15.714)		19.831 *** (4.943)		25.033 *** (5.438)		23.966 *** (5.590)
ln総資産	68.370 *** (3.759)	65.518 *** (3.742)	22.210 *** (1.187)	21.358 *** (1.182)	23.081 *** (1.298)	22.150 *** (1.295)	23.532 *** (1.338)	22.448 *** (1.329)
R&D集約度	278.133 (184.448)	328.865 * (185.077)	80.920 (57.984)	94.009 (58.205)	113.731 * (63.714)	128.207 ** (64.058)	85.584 (65.721)	108.967 * (65.832)
売上高	-19.861 (240.865)	-102.127 (239.951)	8.932 (75.505)	-17.812 (75.260)	-12.093 (83.545)	-38.453 (83.367)	-19.514 (85.702)	-48.912 (85.242)
広告費比率								
海外売上 高比率	38.269 * (21.327)	37.446 * (21.279)	15.565 ** (6.727)	15.496 ** (6.715)	8.390 (7.359)	8.333 (7.357)	14.940 ** (7.598)	14.249 * (7.569)
業種等調整ROA	1.688 * (1.025)	1.141 (1.027)	0.584* (0.323)	0.407 (0.324)	0.506 (0.354)	0.324 (0.356)	0.608 * (0.365)	0.416 (0.365)
負債比率	-0.684 ** (0.293)	-0.651 ** (0.292)	-0.196 ** (0.092)	-0.188 ** (0.092)	-0.227 ** (0.101)	-0.214 ** (0.101)	-0.266 ** (0.104)	-0.255 ** (0.104)
外国法人等 保有比率	-0.156 (0.426)	0.307 (0.432)	-0.071 (0.134)	0.070 (0.136)	-0.035 (0.147)	0.116 (0.149)	-0.063 (0.152)	0.112 (0.154)
株式相互 持ち合い比率	0.360 (0.532)	0.313 (0.529)	0.141 (0.168)	0.126 (0.167)	0.101 (0.184)	0.086 (0.183)	0.129 (0.190)	0.112 (0.188)
MB保有	2.083 (2.630)	2.233 (2.608)	0.543 (0.829)	0.592 (0.822)	1.094 (0.908)	1.150 (0.903)	0.492 (0.936)	0.538 (0.927)
MB依存度	0.304 (0.243)	0.250 (0.243)	0.129 * (0.077)	0.112 (0.077)	0.077 (0.084)	0.056 (0.084)	0.104 (0.087)	0.087 (0.086)
操業年数	0.166 (0.184)	0.300 (0.187)	0.034 (0.058)	0.072 (0.059)	0.096 (0.064)	0.137 ** (0.065)	0.033 (0.066)	0.087 (0.067)
業種等調整 取締役会	-16.478 (16.718)	-8.555 (16.683)	-4.574 (5.260)	-1.985 (5.252)	-5.033 (5.778)	-2.444 (5.777)	-6.998 (5.958)	-4.200 (5.935)
Constant	-780.218 *** (55.174)	-770.831 *** (54.762)	-247.700 *** (17.309)	-244.999 *** (17.191)	-275.205 *** (19.206)	-272.114 *** (19.096)	-263.393 *** (19.589)	-259.732 *** (19.410)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0695	0.0711	0.0863	0.0882	0.0803	0.0820	0.0776	0.0798

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6-15 別角度からの 3 大企業集団

	社長会 n	商標				地理的				2つ以上		3つ以上	
		あり		なし		集中		非集中		n	CSR値 mean	n	CSR値 mean
		n	CSR値 mean	n	CSR値 mean	n	CSR値 mean	n	CSR値 mean				
三井	314	116 36.9%	123.687	198 63.1%	173.066	75 23.9%	169.771	239 76.1%	150.134	139 44.3%	145.366	26 8.3%	132.204
三菱	275	177 64.4%	161.198	98 35.6%	166.930	104 37.8%	201.363	171 62.2%	140.056	125 45.5%	115.499	78 28.4%	224.592
住友	240	191 79.6%	132.559	49 20.4%	164.355	39 16.3%	118.597	201 83.8%	143.019	152 63.3%	136.141	39 16.3%	118.597
系列	829	484 58.4%	140.906	345 41.6%	170.086	218 26.3%	175.687	611 73.7%	144.973	416 50.2%	133.021	143 17.2%	178.887

※「三井」は東京都中央区日本橋&東京都新宿区西新宿、「三菱」は東京都千代田区丸の内、「住友」は大阪市中央区&東京都新宿区西新宿に本社を所在の場合を「集中」とする。

図表 6-16 推計結果_三大企業集団別パターン
 パネル A 説明変数：三大企業集団

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) CSR	(4) 人材活用	(5) 人材活用	(6) 人材活用	(7) 環境	(8) 環境	(9) 環境	(10) 企業統治 ・社会性	(11) 企業統治 ・社会性	(12) 企業統治 ・社会性
3大企業集団_商標あり	-3.244 (9.329)			-0.558 (2.945)			-1.808 (3.220)			-0.826 (3.322)		
3大企業集団_商標なし	41.574 *** (9.601)			11.926 *** (3.026)			15.451 *** (3.318)			14.646 *** (3.421)		
3大企業集団_地理的集中		24.094 ** (11.647)			6.823 * (3.661)			8.214 ** (4.035)			9.269 ** (4.145)	
3大企業集団_地理的非集中		16.119 * (8.428)			4.932 * (2.654)			5.799 ** (2.915)			5.628 * (3.000)	
3大企業集団_集計			2.421 (3.827)			0.784 (1.204)			0.624 (1.325)			1.056 (1.362)
ln総資産	67.975 *** (3.628)	66.480 *** (3.695)	67.478 *** (3.678)	22.007 *** (1.147)	21.595 *** (1.167)	21.847 *** (1.160)	23.036 *** (1.252)	22.511 *** (1.278)	22.881 *** (1.272)	23.389 *** (1.291)	22.815 *** (1.314)	23.191 *** (1.308)
R&D集約度	290.457 (184.058)	281.895 (185.429)	253.454 (185.574)	82.475 (57.909)	79.920 (58.223)	71.996 (58.243)	119.499 * (63.566)	115.867 * (64.185)	105.301 (64.244)	90.467 (65.589)	88.061 (66.032)	77.879 (66.092)
売上高広告費比率	55.946 (238.524)	114.593 (240.728)	76.066 (240.840)	33.914 (74.868)	49.402 (75.423)	39.433 (75.420)	12.597 (82.660)	33.738 (83.610)	19.402 (83.651)	8.542 (84.913)	30.822 (85.625)	16.491 (85.686)
海外売上高比率	14.386 (21.093)	26.873 (21.082)	25.622 (21.156)	8.576 (6.656)	12.025 * (6.639)	11.720 * (6.660)	-0.663 (7.281)	4.040 (7.293)	3.529 (7.319)	6.811 (7.514)	11.228 (7.506)	10.792 (7.533)
業種等調整ROA	1.555 (1.018)	1.360 (1.023)	1.237 (1.022)	0.546 * (0.321)	0.491 (0.322)	0.454 (0.321)	0.441 (0.352)	0.368 (0.354)	0.322 (0.354)	0.579 (0.362)	0.509 (0.364)	0.468 (0.364)
負債比率	-0.445 (0.282)	-0.455 (0.285)	-0.418 (0.283)	-0.129 (0.089)	-0.133 (0.090)	-0.121 (0.089)	-0.137 (0.097)	-0.142 (0.099)	-0.127 (0.098)	-0.182 * (0.100)	-0.184 * (0.101)	-0.173 * (0.101)
外国法人等の 保有比率	0.021 (0.413)	0.089 (0.417)	0.039 (0.417)	-0.025 (0.131)	-0.006 (0.131)	-0.019 (0.131)	0.029 (0.143)	0.053 (0.144)	0.035 (0.144)	0.005 (0.147)	0.031 (0.148)	0.012 (0.148)
Constant	-790.082 *** (52.215)	-775.691 *** (52.711)	-788.922 *** (52.801)	-250.039 *** (16.408)	-246.018 *** (16.534)	-249.493 *** (16.551)	-276.722 *** (18.154)	-271.716 *** (18.368)	-276.706 *** (18.401)	-269.820 *** (18.552)	-264.323 *** (18.710)	-269.131 *** (18.748)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0693	0.0680	0.0676	0.0859	0.0846	0.0842	0.0800	0.0781	0.0776	0.0773	0.0759	0.0755

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネルB 説明変数：三井

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) CSR	(4) 人材活用	(5) 人材活用	(6) 人材活用	(7) 環境	(8) 環境	(9) 環境	(10) 企業統治 ・社会性	(11) 企業統治 ・社会性	(12) 企業統治 ・社会性
三井_商標あり	-60.188 *** (14.798)			-16.882 *** (4.655)			-21.489 *** (5.130)			-22.168 *** (5.263)		
三井_商標なし	6.235 (10.828)			-0.165 (3.409)			3.696 (3.744)			2.784 (3.854)		
三井_地理的集中		43.016 ** (16.923)			10.807 ** (5.321)			16.880 *** (5.860)			15.730 *** (6.024)	
三井_地理的非集中		-35.946 *** (10.356)			-11.352 *** (3.258)			-12.006 *** (3.584)			-12.803 *** (3.688)	
三井_集計			-8.608 (5.275)			-2.893 * (1.658)			-2.639 (1.828)			-3.099 * (1.877)
ln総資産	67.584 *** (3.591)	68.072 *** (3.596)	67.925 *** (3.612)	21.918 *** (1.136)	22.045 *** (1.136)	21.989 *** (1.139)	22.861 *** (1.241)	23.043 *** (1.243)	22.999 *** (1.250)	23.250 *** (1.277)	23.436 *** (1.279)	23.385 *** (1.285)
R&D集約度	202.173 (184.490)	190.981 (184.539)	225.937 (185.285)	56.100 (58.023)	52.300 (57.987)	62.887 (58.139)	88.683 (63.799)	84.949 (63.849)	97.257 (64.159)	58.807 (65.660)	55.045 (65.718)	67.347 (65.992)
売上高広告費比率	-49.293 (240.334)	51.716 (239.493)	9.683 (241.403)	2.265 (75.412)	28.466 (75.100)	17.506 (75.584)	-22.625 (83.373)	15.229 (83.118)	-0.239 (83.852)	-30.428 (85.465)	7.077 (85.208)	-8.659 (85.902)
海外売上高比率	19.111 (20.935)	31.880 (21.021)	22.864 (21.045)	9.967 (6.605)	13.411 ** (6.624)	10.792 (6.623)	1.243 (7.235)	5.960 (7.269)	2.760 (7.283)	8.257 (7.448)	12.969 * (7.484)	9.701 (7.493)
業種等調整ROA	1.273 (1.031)	0.842 (1.028)	1.023 (1.026)	0.430 (0.325)	0.318 (0.324)	0.381 (0.323)	0.362 (0.357)	0.201 (0.356)	0.258 (0.355)	0.489 (0.367)	0.327 (0.366)	0.390 (0.365)
負債比率	-0.270 (0.283)	-0.285 (0.283)	-0.381 (0.283)	-0.081 (0.089)	-0.082 (0.089)	-0.109 (0.089)	-0.075 (0.098)	-0.082 (0.098)	-0.116 (0.098)	-0.117 (0.101)	-0.124 (0.101)	-0.159 (0.101)
外国法人等の 保有比率	0.140 (0.415)	0.090 (0.416)	0.100 (0.418)	0.015 (0.131)	0.001 (0.131)	0.002 (0.132)	0.068 (0.144)	0.049 (0.144)	0.054 (0.145)	0.047 (0.148)	0.028 (0.148)	0.033 (0.149)
Constant	-796.819 *** (51.924)	-806.818 *** (52.053)	-797.365 *** (52.172)	-252.469 *** (16.314)	-255.179 *** (16.336)	-252.210 *** (16.352)	-278.592 *** (18.072)	-282.301 *** (18.132)	-279.069 *** (18.186)	-272.231 *** (18.425)	-275.934 *** (18.482)	-272.576 *** (18.526)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0688	0.0690	0.0677	0.0854	0.0857	0.0845	0.0793	0.0795	0.0778	0.0771	0.0772	0.0756

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネルC 説明変数：三菱

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) CSR	(4) 人材活用	(5) 人材活用	(6) 人材活用	(7) 環境	(8) 環境	(9) 環境	(10) 企業統治 ・社会性	(11) 企業統治 ・社会性	(12) 企業統治 ・社会性
三菱_商標あり	34.098 *** (11.255)			9.546 *** (3.542)			10.004 ** (3.902)			14.633 *** (3.999)		
三菱_商標なし	61.328 *** (16.027)			20.564 *** (5.041)			20.191 *** (5.572)			21.344 *** (5.693)		
三菱_地理的集中		14.431 (14.479)			4.452 (4.552)			2.725 (5.026)			7.180 (5.142)	
三菱_地理的非集中		62.265 *** (11.984)			19.042 *** (3.778)			20.453 *** (4.156)			23.342 *** (4.255)	
三菱_集計			14.384 *** (4.239)			4.270 *** (1.333)			4.221 *** (1.470)			5.955 *** (1.506)
ln総資産	65.838 *** (3.620)	67.949 *** (3.750)	65.284 *** (3.665)	21.395 *** (1.143)	22.008 *** (1.186)	21.204 *** (1.157)	22.387 *** (1.255)	23.169 *** (1.300)	22.231 *** (1.270)	22.506 *** (1.285)	23.248 *** (1.331)	22.284 *** (1.300)
R&D集約度	344.542 * (184.612)	306.477 * (184.857)	319.862 * (185.560)	99.979 * (57.947)	88.143 (58.077)	91.486 (58.278)	134.138 ** (64.038)	120.093 * (64.109)	125.091 * (64.343)	112.684 * (65.639)	100.093 (65.707)	105.196 (65.950)
売上高広告費比率	-7.449 (238.606)	-76.644 (240.870)	72.624 (238.312)	11.316 (74.750)	-7.067 (75.506)	38.017 (74.681)	-7.529 (83.034)	-33.281 (83.808)	18.921 (82.912)	-13.152 (84.740)	-38.837 (85.536)	14.725 (84.606)
海外売上高比率	16.539 (21.121)	15.220 (20.990)	25.501 (20.976)	8.524 (6.651)	8.508 (6.614)	11.657 * (6.607)	0.563 (7.322)	0.083 (7.275)	3.549 (7.269)	7.731 (7.507)	6.920 (7.459)	10.699 (7.454)
業種等調整ROA	0.873 (1.016)	0.938 (1.013)	1.120 (1.017)	0.330 (0.320)	0.361 (0.319)	0.418 (0.320)	0.205 (0.353)	0.229 (0.351)	0.289 (0.353)	0.340 (0.361)	0.352 (0.360)	0.419 (0.361)
負債比率	-0.452 (0.281)	-0.506 * (0.281)	-0.439 (0.282)	-0.130 (0.088)	-0.148 * (0.089)	-0.127 (0.089)	-0.138 (0.098)	-0.158 (0.098)	-0.134 (0.098)	-0.188 * (0.100)	-0.205 ** (0.100)	-0.182 * (0.100)
外国法人等の 保有比率	0.360 (0.419)	0.336 (0.419)	0.299 (0.421)	0.075 (0.132)	0.070 (0.132)	0.058 (0.133)	0.134 (0.145)	0.125 (0.145)	0.112 (0.146)	0.141 (0.149)	0.131 (0.149)	0.120 (0.150)
Constant	-772.613 *** (51.944)	-795.389 *** (53.075)	-766.214 *** (52.357)	-245.049 *** (16.295)	-251.679 *** (16.669)	-242.881 *** (16.429)	-271.785 *** (18.140)	-280.241 *** (18.533)	-269.956 *** (18.280)	-262.25 *** (18.407)	-270.245 *** (18.799)	-259.715 *** (18.545)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0692	0.0695	0.0684	0.0862	0.0865	0.0851	0.0792	0.0797	0.0783	0.0776	0.0781	0.0767

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネルD 説明変数：住友

VARIABLES	(1) CSR	(2) CSR	(3) CSR	(4) 人材活用	(5) 人材活用	(6) 人材活用	(7) 環境	(8) 環境	(9) 環境	(10) 企業統治 ・社会性	(11) 企業統治 ・社会性	(12) 企業統治 ・社会性
住友_商標あり	-29.221 ** (11.620)			-7.801 ** (3.656)			-9.68 ** (4.014)			-11.836 *** (4.145)		
住友_商標なし	94.076 *** (20.561)			28.515 *** (6.459)			35.728 *** (7.107)			30.538 *** (7.335)		
住友_地理的集中		-47.891 ** (23.129)			-13.026 * (7.259)			-15.586 * (8.010)				-19.509 ** (8.244)
住友_地理的非集中		9.725 (11.069)			3.655 (3.478)			4.425 (3.832)				1.816 (3.942)
住友_集計			-7.909 (5.002)			-1.936 (1.572)			-2.377 (1.732)			-3.601 ** (1.781)
ln総資産	69.290 *** (3.613)	67.949 *** (3.614)	67.831 *** (3.612)	22.417 *** (1.142)	22.011 *** (1.141)	21.967 *** (1.141)	23.492 *** (1.247)	23.015 *** (1.250)	22.970 *** (1.250)	23.840 *** (1.286)	23.372 *** (1.285)	23.342 *** (1.284)
R&D集約度	255.189 (184.498)	253.141 (185.822)	276.497 (185.968)	70.677 (58.002)	70.013 (58.349)	76.986 (58.396)	104.794 (63.750)	103.871 (64.324)	112.584 * (64.398)	81.082 (65.760)	80.687 (66.154)	88.489 (66.178)
売上高広告費比率	114.718 (237.584)	62.634 (239.027)	59.340 (239.236)	50.587 (74.526)	35.248 (74.891)	34.070 (74.959)	35.755 (82.363)	16.455 (83.009)	15.081 (83.111)	27.602 (84.599)	9.933 (85.014)	9.173 (85.053)
海外売上高比率	24.600 (21.007)	28.260 (21.158)	22.125 (21.083)	11.549 * (6.624)	12.598 * (6.664)	10.749 (6.639)	3.452 (7.254)	4.751 (7.319)	2.544 (7.296)	10.046 (7.486)	11.354 (7.531)	9.225 (7.501)
業種等調整ROA	0.922 (1.015)	1.270 (1.020)	1.259 (1.020)	0.358 (0.320)	0.460 (0.321)	0.457 (0.321)	0.203 (0.351)	0.331 (0.353)	0.329 (0.353)	0.366 (0.362)	0.485 (0.363)	0.479 (0.363)
負債比率	-0.608 ** (0.283)	-0.412 (0.282)	-0.409 (0.282)	-0.178 ** (0.089)	-0.120 (0.089)	-0.118 (0.089)	-0.199 ** (0.098)	-0.127 (0.098)	-0.125 (0.098)	-0.236 ** (0.101)	-0.169 * (0.100)	-0.169 * (0.100)
外国法人等の 保有比率	0.216 (0.414)	-0.023 (0.415)	0.029 (0.415)	0.032 (0.131)	-0.038 (0.131)	-0.023 (0.131)	0.103 (0.143)	0.015 (0.144)	0.033 (0.144)	0.072 (0.147)	-0.011 (0.148)	0.009 (0.148)
Constant	-808.944 *** (51.975)	-793.175 *** (52.100)	-792.931 *** (52.107)	-255.826 *** (16.322)	-251.052 *** (16.343)	-250.877 *** (16.345)	-283.395 *** (18.082)	-277.820 *** (18.157)	-277.712 *** (18.165)	-276.352 *** (18.466)	-270.795 *** (18.488)	-270.823 *** (18.484)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0695	0.0679	0.0677	0.0863	0.0846	0.0843	0.0803	0.0781	0.0778	0.0776	0.0759	0.0758

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 6 - 17 推計結果_交差項 (三大企業集団ダミー×無形資産変数)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CSR			CSR		
3大企業集団	18.110 ** (7.939)	2.199 (9.879)	13.632 (8.836)			
3大企業集団 × R&D集約度		952.420 *** (354.956)				
3大企業集団 × 売上高広告費比率			536.210 (466.916)			
三井				-1.160 (10.127)	-31.626 ** (12.855)	-31.626 ** (12.855)
三菱				44.883 *** (10.365)	48.334 *** (12.970)	48.334 *** (12.970)
住友				10.749 (11.100)	-22.958 (15.595)	-22.958 (15.595)
三井 × R&D集約度					2,058.129 *** (569.138)	
三菱 × R&D集約度					-599.314 (680.926)	
住友 × R&D集約度					1,423.803 *** (468.625)	
三井 × 売上高広告費比率						2,058.129 (569.138)
三菱 × 売上高広告費比率						-599.314 (680.926)
住友 × 売上高広告費比率						1,423.80 *** (468.625)
ln総資産	66.964 *** (3.635)	67.013 *** (3.623)	66.847 *** (3.633)	65.492 *** (3.619)	67.056 *** (3.651)	67.056 *** (3.651)
R&D集約度	276.454 (185.299)	72.977 (199.679)	287.486 (185.432)	322.185 * (186.028)	111.702 (197.656)	111.702 (197.656)
売上高広告費比率	97.113 (239.586)	125.182 (238.905)	-39.665 (267.966)	15.970 (239.244)	51.434 (238.148)	51.434 (238.148)
海外売上高比率	25.976 (21.043)	23.266 (21.010)	24.694 (21.055)	22.361 (20.996)	13.940 (20.926)	13.940 (20.926)
業種等調整ROA	1.374 (1.023)	1.273 (1.020)	1.361 (1.023)	0.908 (1.026)	0.778 (1.018)	0.778 (1.018)
負債比率	-0.471 * (0.284)	-0.523 * (0.284)	-0.477 * (0.284)	-0.472 * (0.282)	-0.593 ** (0.282)	-0.593 ** (0.282)
外国法人等の 保有比率	0.066 (0.415)	0.168 (0.416)	0.055 (0.415)	0.403 (0.420)	0.429 (0.422)	0.429 (0.422)
Constant	-779.994 *** (52.408)	-780.934 *** (52.249)	-774.619 *** (52.551)	-769.218 *** (52.106)	-782.747 *** (52.113)	-782.747 *** (52.113)
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Pseudo R2	0.0679	0.0684	0.0680	0.0691	0.0707	0.0707

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 7-1 代理変数一覧

変数	代理変数	出所	
被説明変数			
	東洋経済新報社		
	・ CSRスコア	300点満点	
	・ 人材活用スコア	100点満点	
	・ 環境スコア	100点満点	
	・ 企業統治・社会性スコア	100点満点	

	Thomson Reuters Eikon社		
	・ 総合 - ESGスコア	100点満点	
	・ 環境スコア	300点満点	
	： 環境分野に属する「資源利用スコア」、「排出量スコア」、 「環境イノベーションスコア」（各100点満点）を合算。		
	・ 社会スコア	400点満点	
	： 社会分野に属する「従業員スコア」、「人権スコア」、 「地域社会スコア」、「製品責任スコア」（各100点満点）を合算。		
	・ ガバナンススコア	300点満点	
	： ガバナンス分野に属する「経営陣スコア」、「株主スコア」、 「CSR戦略スコア」（各100点満点）を合算。		
CSR		東洋経済CSRオンライン 2011年-2018年 CSR企業白書 2017年版、2018年版	
		Thomson Reuters Eikon (2020年11月1日閲覧)	
説明変数			
政策保有の程度	安定保有株主比率	※1	NEEDS-Cges
	株式相互持ち合い比率	※2	NEEDS-Cges

規模	総資産	総資産対数値	NEEDS-Cges
技術的競争力	R&D集約度	R&D投資額 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
製品差別化	売上高広告費比率	広告宣伝費 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
ステークホルダー 関係の広さ	海外売上高比率	日本外での売上高 / 売上高	NEEDS-Cges、企業財務DB
収益性	ROA	業種等調整ROA	NEEDS-Cges
財務安全性	負債比率	(負債合計 / 総資産) × 100	NEEDS-Cges
成熟度	創業年数	(t-1) - 設立年度	QUICK-Astra Manager
外部圧力	外国法人等の保有比率	外国法人等株式保有比率	企業財務データバンク
産業ダミー			東証33業種分類コード
年度ダミー			

※1 国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式、③公開会社が保有する金融機関株式、④公開関連会社が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式のいずれかに属する株式の比率。

※2 相互保有関係にある国内会社による株式保有比率合計と東洋経済新報社「大株主データ」から算出、判明分。

※1※2 NEEDS-Cges 項目詳細定義書より一部を抜粋。

図表 7-2 サンプル企業概要_東洋経済新報社

CSRデータ		財務データ	東洋経済新報社
公表年	調査年		
2007	2006年6月	FY2005	466
2008	2007年6月	FY2006	455
2009	2008年6月	FY2007	465
2010	2009年6月	FY2008	459
2011	2010年6月	FY2009	460
2012	2011年6月	FY2010	450
2013	2012年6月	FY2011	642
2014	2013年6月	FY2012	646
2015	2014年6月	FY2013	635
2016	2015年6月	FY2014	637
2017	2016年6月	FY2015	651
2018	2017年6月	FY2016	736
2019	2018年6月	FY2017	742
			7,444

図表 7-3 サンプル企業概要_Thomson Reuters Eikon 社

CSRデータ	財務データ	Thomson Reuters Eikon社
FY2006	FY2005	281
FY2007	FY2006	288
FY2008	FY2007	291
FY2009	FY2008	298
FY2010	FY2009	305
FY2011	FY2010	314
FY2012	FY2011	319
FY2013	FY2012	326
FY2014	FY2013	325
FY2015	FY2014	337
FY2016	FY2015	344
FY2017	FY2016	352
FY2018	FY2017	359
		4,139

図表 7-4 基本統計量_東洋経済新報社

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
CSRスコア	7,444	195.16	48.84	40.00	153.5	193.3	237.75	295.20
人材活用スコア	7,444	60.97	17.90	0.00	47.2	60.4	75.5	100.00
環境スコア	7,444	65.14	20.64	0.00	50.35	67.2	82.45	100.00
企業統治・社会性スコア	7,444	68.88	17.08	13.50	55.8	69.3	83.7	100.00
株式相互持ち合い比率	7,444	8.83	8.63	0.00	1.45	6.90	13.21	57.44
安定保有株主比率	7,444	35.45	17.44	0.00	21.80	33.50	47.98	100.00
総資産（10億円）	7,444	897.74	2537.17	0.66	66.12	196.60	643.70	50300.00
総資産対数値	7,444	12.26	1.69	6.50	11.10	12.19	13.37	17.73
R&D集約度×100	7,444	2.19	3.28	0.00	0.07	0.94	3.09	31.75
売上高広告費比率×100	7,444	0.87	2.19	0.00	0.00	0.00	0.47	40.65
海外売上高比率	7,444	0.24	0.27	0.00	0.00	0.15	0.43	0.99
業種等調整ROA	7,444	0.00	4.91	-22.26	-2.56	-0.38	2.06	119.91
負債比率	7,444	49.31	18.54	4.33	35.35	50.07	63.56	106.50
操業年数	7,444	62.87	22.31	0.00	54.00	65.00	76.00	118.00
外国法人等持株比率	7,444	18.31	13.45	0.00	7.26	16.71	26.88	88.95

図表 7-5 基本統計量_Thomson Reuters Eikon 社

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
総合 - ESGスコア	4,139	41.94	20.28	0.36	25.06	43.07	58.07	90.87
環境スコア	4,139	129.56	85.94	0.00	48.42	141.69	201.80	297.48
社会スコア	4,139	142.73	90.52	0.94	63.48	138.08	214.02	374.02
ガバナンススコア	4,139	138.47	63.88	1.57	90.12	137.57	185.32	292.77
株式相互持ち合い比率	4,139	7.52	7.28	0.00	1.11	6.16	11.57	46.38
安定保有株主比率	4,139	26.75	14.78	0.00	15.9	24.14	34.46	91.56
総資産（10億円）	4,139	1689.80	3307.66	21.12	342.81	678.63	1684.94	50300.00
総資産対数値	4,139	13.57	1.16	9.96	12.74	13.43	14.34	17.73
R&D集約度×100	4,139	2.44	3.75	0.00	0.02	1.09	3.39	32.35
売上高広告費比率×100	4,139	1.21	2.25	0.00	0.00	0.00	1.71	21.16
海外売上高比率	4,139	0.29	0.28	0.00	0.00	0.23	0.52	0.99
業種等調整ROA	4,139	1.91	9.06	-27.95	-1.50	0.60	3.61	348.68
負債比率	4,139	49.76	19.52	1.30	34.60	50.39	65.22	106.50
操業年数	4,139	63.21	25.51	0.00	56.00	66.00	81.00	118.00
外国法人等持株比率	4,139	27.38	12.41	0.41	18.86	26.14	34.71	94.2

図表 7-6 相関係数_東洋経済新報社

パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数

	CSRスコア	人材活用スコア	環境スコア	企業統治・ 社会性スコア
人材活用スコア	0.848			
環境スコア	0.875	0.551		
企業統治・社会性スコア	0.913	0.713	0.715	
株式相互持ち合い比率	-0.069	-0.113	-0.003	-0.075
安定保有株主比率	-0.340	-0.297	-0.300	-0.299
ln総資産	0.701	0.571	0.625	0.649
R&D集約度	0.151	0.105	0.175	0.109
売上高広告費比率	0.073	0.133	-0.025	0.100
海外売上高比率	0.377	0.279	0.389	0.316
業種等調整ROA	0.044	0.074	0.004	0.044
負債比率	0.167	0.100	0.177	0.159
操業年数	0.242	0.119	0.317	0.186
外国法人等持株比率	0.473	0.442	0.378	0.432

パネル B 説明変数とコントロール変数間

	株式相互 持ち合い 比率	安定保有 株主比率	ln総資産	R&D集約度	売上高 広告費比率	海外売上高 比率	業種等 調整ROA	負債比率	操業年数
安定保有 株主比率	0.071								
ln総資産	-0.040	-0.421							
R&D集約度	-0.046	-0.117	0.091						
売上高 広告費比率	-0.111	-0.059	0.060	0.040					
海外売上高 比率	-0.041	-0.282	0.291	0.324	0.023				
業種等調整 ROA	-0.077	-0.104	0.118	0.058	0.153	0.129			
負債比率	0.042	-0.090	0.335	-0.253	-0.109	-0.052	-0.282		
操業年数	0.312	-0.159	0.189	0.097	-0.107	0.214	-0.076	0.109	
外国法人等 持株比率	-0.171	-0.511	0.594	0.198	0.122	0.381	0.305	-0.074	0.064

図表 7-7 相関係数_Thomson Reuters Eikon 社
 パネル A 被説明変数と説明変数、コントロール変数

	総合	環境	社会	ガバナンス
環境	0.848			
社会	0.901	0.735		
ガバナンス	0.798	0.554	0.618	
株式相互持ち合い比率	-0.041	0.065	-0.023	-0.056
安定保有株主比率	-0.196	-0.164	-0.175	-0.197
ln総資産	0.472	0.483	0.419	0.421
R&D集約度	0.174	0.156	0.166	0.169
売上高広告費比率	0.019	-0.121	0.016	0.078
海外売上高比率	0.419	0.445	0.411	0.312
業種等調整ROA	-0.079	-0.142	-0.087	-0.043
負債比率	0.149	0.225	0.149	0.079
操業年数	0.193	0.286	0.202	0.105
外国法人等持株比率	0.241	0.087	0.198	0.265

パネル B 説明変数とコントロール変数間

	株式相互 持ち合い 比率	安定保有 株主比率	ln総資産	R&D集約度	売上高 広告費比率	海外売上高 比率	業種等 調整ROA	負債比率	操業年数
安定保有 株主比率	0.156								
ln総資産	0.039	-0.204							
R&D集約度	-0.022	-0.024	-0.069						
売上高 広告費比率	-0.097	0.049	-0.097	0.053					
海外売上高 比率	0.001	-0.143	0.111	0.303	0.016				
業種等調整 ROA	-0.094	0.108	-0.205	-0.024	0.200	0.006			
負債比率	0.067	-0.123	0.498	-0.268	-0.183	-0.149	-0.262		
操業年数	0.318	-0.176	0.087	0.055	-0.178	0.248	-0.149	0.111	
外国法人等 持株比率	-0.226	-0.276	0.076	0.107	0.108	0.295	0.150	-0.271	-0.044

図表 7-8 推計結果_東洋経済新報社
パネル A 株式相互持ち合い比率

VARIABLES	CSR			人材活用			環境			企業統治・社会性		
	(1) Pooled OLS	(2) 固定効果	(3) 変量効果	(4) Pooled OLS	(5) 固定効果	(6) 変量効果	(7) Pooled OLS	(8) 固定効果	(9) 変量効果	(10) Pooled OLS	(11) 固定効果	(12) 変量効果
株式相互 持ち合い比率	-0.363 *** (0.046)	0.078 (0.059)	-0.023 (0.053)	-0.103 *** (0.020)	0.021 (0.030)	-0.028 (0.026)	-0.143 *** (0.020)	0.015 (0.024)	-0.008 (0.022)	-0.117 *** (0.017)	0.041 * (0.023)	0.006 (0.021)
ln総資産	19.909 *** (0.325)	11.663 *** (1.489)	19.554 *** (0.594)	5.964 *** (0.141)	3.714 *** (0.766)	5.843 *** (0.252)	7.503 *** (0.143)	4.196 *** (0.602)	7.296 *** (0.273)	6.429 *** (0.129)	3.735 *** (0.588)	6.332 *** (0.231)
R&D集約度	-17.248 (20.664)	-93.748 *** (15.168)	-74.745 *** (14.595)	9.560 (7.824)	-46.001 *** (7.801)	-29.990 *** (7.230)	-17.103 ** (8.431)	-18.350 *** (6.134)	-14.692 ** (5.992)	-9.648 (7.531)	-29.252 *** (5.987)	-26.118 *** (5.727)
売上高 広告費比率	26.825 (20.238)	6.622 (36.606)	-2.559 (25.959)	29.581 *** (9.433)	-13.757 (18.826)	6.213 (11.627)	-31.097 *** (9.053)	11.061 (14.804)	-10.654 (11.371)	28.165 *** (7.717)	9.323 (14.449)	8.603 (10.135)
海外売上 高比率	18.856 *** (2.120)	5.800 ** (2.684)	10.080 *** (2.379)	6.315 *** (0.832)	6.356 *** (1.380)	7.535 *** (1.133)	5.529 *** (0.977)	-2.864 *** (1.086)	-1.255 (0.998)	6.990 *** (0.788)	2.300 ** (1.060)	3.448 *** (0.932)
業種等調整 ROA	-0.606 *** (0.081)	-0.307 *** (0.068)	-0.372 *** (0.065)	-0.052 (0.035)	-0.073 ** (0.035)	-0.076 ** (0.032)	-0.359 *** (0.040)	-0.143 *** (0.027)	-0.172 *** (0.027)	-0.195 *** (0.034)	-0.090 *** (0.028)	-0.116 *** (0.026)
負債比率	-0.035 (0.026)	-0.115 *** (0.043)	-0.085 ** (0.035)	0.012 (0.011)	-0.045 ** (0.022)	-0.019 (0.016)	-0.036 *** (0.012)	-0.038 ** (0.017)	-0.033 ** (0.015)	-0.010 (0.010)	-0.031 * (0.017)	-0.024 * (0.014)
外国法人等 保有比率	0.011 (0.040)	0.084 (0.052)	0.106 ** (0.045)	0.063 *** (0.018)	0.010 (0.027)	0.048 ** (0.022)	-0.052 *** (0.018)	0.046 ** (0.021)	0.040 ** (0.019)	0.0002 (0.016)	0.029 (0.020)	0.031 * (0.018)
操業年数	0.148 *** (0.019)	-0.206 (0.133)	0.083 ** (0.040)	0.032 *** (0.008)	-0.095 (0.068)	-0.004 (0.016)	0.086 *** (0.009)	-0.068 (0.054)	0.080 *** (0.019)	0.030 *** (0.007)	-0.044 (0.053)	0.010 (0.016)
Constant	-90.603 *** (6.353)	94.775 *** (20.598)	-46.088 *** (6.954)	-30.265 *** (2.272)	33.347 *** (10.593)	0.276 (2.873)	-43.750 *** (2.451)	28.211 *** (8.330)	-40.351 *** (3.268)	-16.395 *** (3.188)	33.370 *** (8.130)	-6.389 ** (2.702)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444
個体数		1,063	1,063		1,063	1,063		1,063	1,063		1,063	1,063
R2	0.620	0.461		0.483	0.329		0.565	0.338		0.542	0.404	
Within R2		0.461	0.455		0.329	0.323		0.338	0.329		0.404	0.399
Between R2		0.266	0.591		0.108	0.457		0.115	0.550		0.249	0.521
Overall R2		0.345	0.607		0.141	0.471		0.183	0.545		0.274	0.528
sigma_u		40.000	26.100		15.880	10.170		20.110	12.810		14.290	10.150
sigma_e		16.700	16.700		8.586	8.586		6.752	6.752		6.590	6.590
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 11611.06 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 8090.25 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 12240.11 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 11325.23 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン 検定	chi2(26) = 95.15 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 65.37 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 165.12 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 309.58 Prob>chi2 = 0.0000		
F値 (固定効果)	F(1062, 6355) = 19.09 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 10.82 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 26.91 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 17.06 Prob > F = 0.0000		

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネルB 安定保有株主比率

VARIABLES	CSR			人材活用			環境			企業統治・社会性		
	(1) Pooled OLS	(2) 固定効果	(3) 変量効果	(4) Pooled OLS	(5) 固定効果	(6) 変量効果	(7) Pooled OLS	(8) 固定効果	(9) 変量効果	(10) Pooled OLS	(11) 固定効果	(12) 変量効果
安定保有株主比率	0.071 *** (0.026)	-0.081 * (0.047)	-0.029 (0.037)	0.0004 (0.012)	-0.046 * (0.024)	-0.023 (0.017)	0.031 *** (0.012)	-0.018 (0.019)	-0.0006 (0.016)	0.040 *** (0.010)	-0.018 (0.019)	-0.004 (0.015)
ln総資産	19.932 *** (0.326)	11.724 *** (1.487)	19.485 *** (0.600)	5.954 *** (0.141)	3.721 *** (0.765)	5.792 *** (0.255)	7.514 *** (0.143)	4.207 *** (0.602)	7.291 *** (0.275)	6.450 *** (0.129)	3.777 *** (0.587)	6.325 *** (0.233)
R&D集約度	-13.562 (20.679)	-93.156 *** (15.169)	-74.763 *** (14.592)	10.603 (7.857)	-45.700 *** (7.800)	-29.999 *** (7.230)	-15.652 * (8.387)	-18.223 *** (6.135)	-14.687 ** (5.992)	-8.460 (7.563)	-29.082 *** (5.989)	-26.134 *** (5.727)
売上高 広告費比率	36.671 * (20.587)	7.014 (36.602)	-2.538 (25.981)	32.000 *** (9.517)	-13.602 (18.821)	6.323 (11.634)	-27.172 *** (9.058)	11.141 (14.804)	-10.561 (11.372)	31.657 *** (7.839)	9.479 (14.451)	8.482 (10.141)
海外売上高 高比率	20.356 *** (2.125)	5.671 ** (2.680)	10.085 *** (2.376)	6.596 *** (0.832)	6.348 *** (1.378)	7.556 *** (1.132)	6.137 *** (0.975)	-2.887 *** (1.084)	-1.236 (0.997)	7.597 *** (0.792)	2.206 ** (1.058)	3.421 *** (0.931)
業種等調整 ROA	-0.610 *** (0.081)	-0.307 *** (0.068)	-0.372 *** (0.065)	-0.050 (0.035)	-0.073 ** (0.035)	-0.076 ** (0.032)	-0.361 *** (0.040)	-0.143 *** (0.027)	-0.172 *** (0.027)	-0.199 *** (0.034)	-0.090 *** (0.027)	-0.116 *** (0.026)
負債比率	-0.026 (0.026)	-0.123 *** (0.043)	-0.086 ** (0.035)	0.013 (0.011)	-0.048 ** (0.022)	-0.020 (0.016)	-0.033 *** (0.012)	-0.039 ** (0.017)	-0.033 ** (0.015)	-0.006 (0.010)	-0.034 ** (0.017)	-0.024 * (0.014)
外国法人等 保有比率	0.091 ** (0.043)	0.057 (0.053)	0.097 ** (0.047)	0.074 *** (0.020)	-0.004 (0.027)	0.041 * (0.023)	-0.019 (0.019)	0.040 * (0.022)	0.040 ** (0.020)	0.036 ** (0.017)	0.022 (0.021)	0.029 (0.019)
操業年数	0.114 *** (0.018)	-0.208 (0.133)	0.081 ** (0.040)	0.021 *** (0.008)	-0.093 (0.068)	-0.007 (0.016)	0.073 *** (0.009)	-0.068 (0.054)	0.080 *** (0.019)	0.020 *** (0.007)	-0.047 (0.053)	0.011 (0.015)
Constant	-97.528 *** (6.629)	98.534 *** (20.680)	-44.021 *** (7.448)	-31.140 *** (2.324)	35.333 *** (10.634)	1.891 (3.118)	-46.620 *** (2.548)	29.019 *** (8.364)	-40.299 *** (3.458)	-19.562 *** (3.316)	34.370 *** (8.165)	-6.103 ** (2.895)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444
個体数		1,063	1,063		1,063	1,063		1,063	1,063		1,063	1,063
R2	0.617	0.461		0.481	0.330		0.563	0.338		0.541	0.404	
Within R2		0.461	0.456		0.330	0.324		0.338	0.329		0.404	0.399
Between R2		0.270	0.590		0.117	0.455		0.116	0.550		0.250	0.521
Overall R2		0.351	0.606		0.149	0.470		0.186	0.545		0.277	0.528
sigma_u		39.870	26.190		15.790	10.190		20.100	12.820		14.300	10.180
sigma_e		16.690	16.690		8.584	8.584		6.752	6.752		6.591	6.591
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 11773.54 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 8149.60 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 12379.77 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 11423.70 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン検定	chi2(26) = 59.76 Prob>chi2 = 0.0002			chi2(26) = 55.01 Prob>chi2 = 0.0008			chi2(26) = 123.90 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 249.29 Prob>chi2 = 0.0000		
F値 (固定効果)	F(1062, 6355) = 19.36 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 10.96 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 27.05 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 17.25 Prob > F = 0.0000		

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 7-9 推計結果_Thomson Reuters Eikon 社
 パネル A 株式相互持ち合い比率

VARIABLES	総合 - ESGスコア			環境スコア			社会スコア			ガバナンススコア		
	(1) Pooled OLS	(2) 固定効果	(3) 変量効果	(4) Pooled OLS	(5) 固定効果	(6) 変量効果	(7) Pooled OLS	(8) 固定効果	(9) 変量効果	(10) Pooled OLS	(11) 固定効果	(12) 変量効果
株式相互 持ち合い比率	-0.172 *** (0.038)	-0.135 *** (0.045)	-0.141 *** (0.043)	-0.362 ** (0.145)	-0.049 (0.186)	-0.0736 (0.174)	-0.649 *** (0.166)	-0.828 *** (0.223)	-0.791 *** (0.207)	-0.431 *** (0.129)	-0.361 * (0.189)	-0.386 ** (0.169)
ln総資産	8.428 *** (0.250)	1.871 ** (0.796)	6.289 *** (0.522)	34.209 *** (1.027)	12.198 *** (3.294)	27.208 *** (2.104)	33.369 *** (1.161)	8.159 ** (3.936)	26.268 *** (2.453)	26.414 *** (0.869)	9.187 *** (3.343)	22.908 *** (1.817)
R&D集約度	22.482 *** (8.653)	-21.861 *** (7.446)	-16.209 ** (7.335)	86.633 (34.609)	-59.781 * (30.803)	-42.119 (30.139)	132.994 *** (43.925)	-76.851 ** (36.813)	-49.241 (35.933)	71.058 *** (26.886)	-120.898 *** (31.268)	-83.528 *** (30.123)
売上高 広告費比率	2.914 (11.064)	48.324 *** (18.653)	42.004 *** (16.274)	-252.285 *** (38.858)	162.081 ** (77.161)	69.096 (66.355)	29.744 (56.069)	112.452 (92.216)	107.693 (78.385)	146.128 *** (43.461)	57.918 (78.327)	94.637 (62.165)
海外売上 高比率	12.484 *** (1.403)	-0.570 (1.543)	1.214 (1.466)	35.291 *** (5.803)	-8.769 (6.381)	-3.268 (6.007)	69.647 *** (6.244)	25.394 *** (7.626)	31.702 *** (7.140)	13.899 *** (4.689)	-24.396 *** (6.477)	-13.582 ** (5.871)
業種等調整 ROA	0.061 * (0.033)	-0.007 (0.021)	-0.011 (0.020)	0.131 (0.082)	-0.015 (0.085)	-0.032 (0.083)	0.218 (0.152)	0.025 (0.101)	0.003 (0.099)	0.129 * (0.077)	-0.063 (0.086)	-0.044 (0.083)
負債比率	0.123 *** (0.018)	0.025 (0.024)	0.043 ** (0.022)	0.416 *** (0.070)	0.261 *** (0.098)	0.303 *** (0.089)	0.650 *** (0.083)	0.314 *** (0.117)	0.395 *** (0.106)	0.113 * (0.059)	-0.203 ** (0.100)	-0.102 (0.086)
外国法人等 保有比率	0.137 *** (0.021)	-0.052 * (0.030)	0.006 (0.027)	-0.295 *** (0.083)	-0.193 (0.123)	-0.142 (0.110)	0.178 * (0.100)	-0.294 ** (0.147)	-0.129 (0.131)	0.758 *** (0.071)	-0.055 (0.125)	0.304 *** (0.106)
操業年数	0.061 *** (0.011)	0.020 (0.113)	0.071 ** (0.029)	0.242 *** (0.044)	0.142 (0.467)	0.324 *** (0.116)	0.249 *** (0.049)	0.534 (0.558)	0.326 ** (0.133)	0.088 ** (0.038)	-0.535 (0.474)	0.076 (0.092)
Constant	-90.939 *** (4.199)	24.316 * (12.999)	-47.403 *** (7.210)	-374.565 *** (16.157)	-17.623 (53.774)	-308.696 *** (28.942)	-443.999 *** (23.829)	27.936 (64.265)	-233.830 *** (33.598)	-237.287 *** (14.381)	74.037 (54.586)	-169.614 *** (24.413)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139
個体数		361	361		361	361		361	361		361	361
R2	0.499	0.278		0.554	0.297		0.459	0.287		0.400	0.035	
Within R2		0.278	0.270		0.297	0.292		0.287	0.282		0.035	0.027
Between R2		0.004	0.498		5.65E-05	0.598		0.175	0.478		0.002	0.478
Overall R2		0.062	0.457		0.022	0.528		0.207	0.437		2.16E-05	0.373
sigma_u		18.59	12.580		85.170	49.930		73.660	56.970		62.500	37.900
sigma_e		8.096	8.096		33.490	33.490		40.020	40.020		34.000	34.000
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 9638.01 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 9628.87 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 8675.70 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 5821.51 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン 検定	chi2(24) = 96.12 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(23) = 50.73 Prob>chi2 = 0.0007			chi2(23) = 52.21 Prob>chi2 = 0.0005			chi2(24) = 86.03 Prob>chi2 = 0.0000		
F値 (固定効果)	F(360, 3754) = 31.28 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 30.51 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 26.27 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 17.37 Prob > F = 0.0000		

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネル B 安定保有株主比率

VARIABLES	総合 - ESGスコア			環境スコア			社会スコア			ガバナンススコア		
	(1) Pooled OLS	(2) 固定効果	(3) 変量効果	(4) Pooled OLS	(5) 固定効果	(6) 変量効果	(7) Pooled OLS	(8) 固定効果	(9) 変量効果	(10) Pooled OLS	(11) 固定効果	(12) 変量効果
安定保有株主比率	-0.003 (0.017)	-0.022 (0.030)	-0.031 (0.027)	0.096 (0.067)	0.208 * (0.125)	0.138 (0.109)	0.167 ** (0.078)	-0.512 *** (0.149)	-0.373 *** (0.129)	-0.172 *** (0.060)	0.022 (0.127)	-0.122 (0.103)
ln総資産	8.382 *** (0.251)	1.728 ** (0.797)	6.141 *** (0.525)	34.280 *** (1.041)	12.445 *** (3.293)	27.458 *** (2.115)	33.489 *** (1.175)	6.757 * (3.938)	25.073 *** (2.463)	26.027 *** (0.882)	8.914 *** (3.346)	22.462 *** (1.829)
R&D集約度	23.816 *** (8.670)	-21.363 *** (7.456)	-15.625 ** (7.342)	91.559 *** (34.750)	-60.916 ** (30.797)	-42.294 (30.129)	141.724 *** (44.312)	-71.491 * (36.829)	-45.232 (35.959)	70.933 *** (26.915)	-120.053 *** (31.289)	-81.782 *** (30.130)
売上高 広告費比率	3.963 (11.187)	46.841 ** (18.668)	41.471 ** (16.293)	-249.358 *** (39.084)	162.108 ** (77.109)	67.770 (66.349)	34.952 (56.377)	102.361 (92.211)	106.913 (78.389)	147.583 *** (43.209)	54.155 (78.340)	94.824 (62.175)
海外売上 高比率	12.826 *** (1.406)	-0.162 (1.540)	1.615 (1.463)	36.311 *** (5.801)	-9.018 (6.363)	-3.216 (5.990)	71.460 *** (6.284)	28.590 *** (7.609)	34.139 *** (7.125)	14.268 *** (4.672)	-23.451 *** (6.464)	-12.519 ** (5.858)
業種等調整 ROA	0.063 * (0.034)	-0.007 (0.021)	-0.010 (0.020)	0.122 (0.081)	-0.020 (0.085)	-0.037 (0.083)	0.203 (0.150)	0.033 (0.101)	0.013 (0.099)	0.156 ** (0.079)	-0.066 (0.086)	-0.040 (0.083)
負債比率	0.128 *** (0.018)	0.029 (0.024)	0.047 ** (0.022)	0.437 *** (0.070)	0.272 *** (0.098)	0.312 *** (0.089)	0.686 *** (0.082)	0.323 *** (0.117)	0.404 *** (0.106)	0.110 * (0.059)	-0.188 * (0.010)	-0.095 (0.086)
外国法人等 保有比率	0.156 *** (0.021)	-0.048 (0.031)	0.008 (0.028)	-0.217 *** (0.081)	-0.138 (0.126)	-0.101 (0.113)	0.315 *** (0.102)	-0.368 ** (0.151)	-0.167 (0.134)	0.745 *** (0.071)	-0.026 (0.128)	0.303 *** (0.108)
操業年数	0.047 *** (0.010)	0.019 (0.113)	0.057 ** (0.029)	0.219 *** (0.042)	0.134 (0.467)	0.328 *** (0.115)	0.208 *** (0.047)	0.539 (0.558)	0.235 * (0.132)	0.045 (0.036)	-0.542 (0.474)	0.0355 (0.091)
Constant	-92.259 *** (4.335)	25.452 * (13.097)	-44.887 *** (7.427)	-384.256 *** (17.021)	-27.736 (54.095)	-317.411 *** (29.815)	-461.061 *** (24.431)	53.311 (64.690)	-207.539 *** (34.605)	-229.275 *** (14.956)	73.159 (54.959)	-160.875 *** (25.348)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139
個体数		361	361		361	361		361	361		361	361
R2	0.496	0.276		0.553	0.298		0.457	0.287		0.400	0.034	
Within R2		0.276	0.268		0.298	0.292		0.287	0.282		0.034	0.026
Between R2		0.007	0.497		4.10e-05	0.598		0.169	0.473		0.002	0.479
Overall R2		0.065	0.454		0.020	0.527		0.201	0.430		2.84e-06	0.372
sigma_u		18.480	12.590		85.740	49.940		73.410	56.750		62.260	37.860
sigma_e		8.105	8.105		33.480	33.480		40.030	40.030		34.010	34.010
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 9714.67 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 9668.92 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 8656.83 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 5859.88 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン検定	chi2(24) = 96.52 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(23) = 52.47 Prob>chi2 = 0.0004			chi2(23) = 57.98 Prob>chi2 = 0.0001			chi2(24) = 86.83 Prob>chi2 = 0.0000		
F値 (固定効果)	F(360, 3754) = 31.38 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 30.55 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 26.38 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 17.32 Prob > F = 0.0000		

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 7-10 交差項_推計結果_東洋経済新報社

VARIABLES	CSR			CSR			CSR			CSR		
	(1) Pooled OLS	(2) 固定効果	(3) 変量効果	(4) Pooled OLS	(5) 固定効果	(6) 変量効果	(7) Pooled OLS	(8) 固定効果	(9) 変量効果	(10) Pooled OLS	(11) 固定効果	(12) 変量効果
株式相互持ち合い	-0.363 *** (0.046)	0.0781 (0.059)	-0.0231 (0.053)	-0.399 *** (0.050)	0.081 (0.061)	-0.031 (0.056)						
安定保有株式比率							0.071 *** (0.026)	-0.081 * (0.047)	-0.029 (0.037)	0.099 *** (0.028)	-0.073 (0.049)	-0.013 (0.039)
CGC後	20.172 *** (1.777)	8.007 *** (0.977)	5.881 *** (0.938)	-	4.315 *** (1.549)	1.785 (1.516)	19.680 *** (1.782)	7.857 *** (0.978)	5.883 *** (0.937)	-	5.329 ** (2.170)	4.698 ** (2.140)
CGC後×株式相互持ち合い				0.182 * (0.109)	0.059 (0.062)	0.087 (0.061)						
CGC後×安定保有株式比率										-0.120 * (0.065)	-0.004 (0.037)	-0.037 (0.036)
外国法人等保有比率	0.011 (0.040)	0.084 (0.052)	0.106 ** (0.045)	-0.044 (0.042)	0.051 (0.052)	0.072 (0.046)	0.091 ** (0.043)	0.057 (0.053)	0.097 ** (0.047)	0.053 (0.045)	0.031 (0.054)	0.072 (0.048)
CGC後×外国法人等保有比率				0.279 *** (0.074)	0.145 *** (0.042)	0.152 *** (0.041)				0.190 ** (0.090)	0.124 ** (0.048)	0.111 ** (0.048)
ln総資産	19.909 *** (0.325)	11.663 *** (1.489)	19.554 *** (0.594)	19.884 *** (0.326)	11.348 *** (1.491)	19.479 *** (0.595)	19.932 *** (0.326)	11.724 *** (1.487)	19.485 *** (0.600)	19.931 *** (0.326)	11.503 *** (1.495)	19.476 *** (0.601)
R&D集約度	-17.248 (20.664)	-93.748 *** (15.168)	-74.745 *** (14.595)	-14.374 (20.642)	-91.296 *** (15.176)	-72.149 *** (14.604)	-13.562 (20.679)	-93.156 *** (15.169)	-74.763 *** (14.592)	-10.435 (20.673)	-90.775 *** (15.179)	-72.078 *** (14.601)
売上高広告費比率	26.825 (20.238)	6.622 (36.606)	-2.559 (25.959)	29.748 (20.137)	12.878 (36.630)	1.790 (25.981)	36.671 * (20.587)	7.014 (36.602)	-2.538 (25.981)	38.621 * (20.522)	11.662 (36.623)	0.104 (25.988)
海外売上高比率	18.856 *** (2.120)	5.800 ** (2.684)	10.081 *** (2.379)	18.764 *** (2.116)	5.453 ** (2.684)	9.740 *** (2.380)	20.356 *** (2.125)	5.671 ** (2.680)	10.085 *** (2.376)	20.297 *** (2.123)	5.348 ** (2.680)	9.781 *** (2.376)
業種等調整ROA	-0.606 *** (0.081)	-0.307 *** (0.068)	-0.372 *** (0.065)	-0.609 *** (0.081)	-0.310 *** (0.068)	-0.375 *** (0.065)	-0.610 *** (0.081)	-0.307 *** (0.068)	-0.372 *** (0.065)	-0.615 *** (0.081)	-0.309 *** (0.068)	-0.375 *** (0.065)
負債比率	-0.035 (0.026)	-0.115 *** (0.043)	-0.085 ** (0.035)	-0.035 (0.026)	-0.118 *** (0.043)	-0.086 ** (0.035)	-0.026 (0.026)	-0.123 *** (0.043)	-0.086 ** (0.035)	-0.026 (0.026)	-0.128 *** (0.043)	-0.088 ** (0.035)
操業年数	0.148 *** (0.019)	-0.206 (0.133)	0.083 ** (0.040)	0.148 *** (0.019)	-0.201 (0.133)	0.082 ** (0.040)	0.114 *** (0.018)	-0.208 (0.133)	0.081 ** (0.040)	0.115 *** (0.018)	-0.204 (0.133)	0.081 ** (0.040)
Constant	-90.603 *** (6.353)	86.768 *** (20.34)	-51.968 *** (6.930)	-93.601 *** (6.249)	91.067 *** (20.366)	-50.166 *** (6.951)	-97.528 *** (6.629)	90.677 *** (20.43)	-49.904 *** (7.436)	-102.849 *** (6.498)	93.661 *** (20.584)	-49.843 *** (7.492)
産業ダミー、年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444	7,444
個体数		1,063	1,063		1,063	1,063	0.617	0.461		0.618	0.462	
R2	0.620	0.461		0.621	0.462			1,063			1,063	1,063
Within R2		0.461	0.455		0.462	0.456		0.461	0.456		0.462	0.456
Between R2		0.266	0.591		0.262	0.593		0.270	0.590		0.267	0.591
Overall R2		0.345	0.607		0.340	0.607		0.351	0.606		0.347	0.607
sigma_u		40.000	26.100		40.100	26.110		39.870	26.190		39.970	26.210
sigma_e		16.700	16.700		16.680	16.680		16.690	16.690		16.680	16.680
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 11611.06 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 11628.74 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 11773.54 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 11780.09 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン検定	chi2(26) = 95.15 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 194.66 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 59.76 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(26) = 128.64 Prob>chi2 = 0.0000		
F値	F(1062, 6355) = 19.09 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6353) = 19.03 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6355) = 19.36 Prob > F = 0.0000			F(1062, 6353) = 19.30 Prob > F = 0.0000		

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. (4), (10)式のCGC後ダミーはomitted.

図表 7-11 交差項_推計結果_Thomson Reuters Eikon 社

VARIABLES	総合 - ESGスコア			総合 - ESGスコア			総合 - ESGスコア			総合 - ESGスコア		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	Pooled OLS	固定効果	変量効果	Pooled OLS	固定効果	変量効果	Pooled OLS	固定効果	変量効果	Pooled OLS	固定効果	変量効果
株式相互持ち合い	-0.172 *** (0.038)	-0.135 *** (0.045)	-0.141 *** (0.043)	-0.163 *** (0.040)	-0.121 *** (0.046)	-0.129 *** (0.043)						
安定保有株式比率							-0.003 (0.017)	-0.022 (0.030)	-0.031 (0.027)	0.007 (0.019)	-0.018 (0.031)	-0.022 (0.028)
CGC後	10.596 *** (1.156)	3.861 *** (0.670)	3.209 *** (0.629)	10.093 *** (2.086)	2.587 ** (1.244)	2.201 * (1.229)	10.524 *** (1.163)	3.998 *** (0.670)	3.372 *** (0.627)	12.860 *** (2.032)	2.325 ** (1.369)	2.655 * (1.352)
CGC後×株式相互持ち合い				-0.049 (0.100)	-0.058 (0.049)	-0.059 (0.050)						
CGC後×安定保有株式比率										-0.047 (0.038)	-0.012 (0.024)	-0.032 (0.024)
外国法人等保有比率	0.137 *** (0.021)	-0.052 * (0.030)	0.006 (0.027)	0.132 *** (0.024)	-0.066 ** (0.030)	-0.007 (0.028)	0.156 *** (0.021)	-0.048 (0.031)	0.008 (0.028)	0.153 *** (0.024)	-0.063 ** (0.031)	-0.004 (0.029)
CGC後×外国法人等保有比率				0.022 (0.048)	0.058 ** (0.030)	0.048 (0.030)				0.018 (0.046)	0.066 ** (0.030)	0.049 (0.030)
ln総資産	8.428 *** (0.250)	1.871 ** (0.796)	6.289 *** (0.522)	8.442 *** (0.251)	1.831 ** (0.797)	6.304 *** (0.523)	8.382 *** (0.251)	1.728 ** (0.797)	6.141 *** (0.525)	8.391 *** (0.252)	1.718 ** (0.807)	6.193 *** (0.528)
R&D集約度	22.482 *** (8.653)	-21.861 *** (7.446)	-16.209 ** (7.335)	22.574 *** (8.675)	-20.855 *** (7.455)	-15.422 ** (7.343)	23.816 *** (8.670)	-21.363 *** (7.456)	-15.625 ** (7.342)	24.037 *** (8.657)	-20.234 *** (7.465)	-14.628 ** (7.350)
売上高広告費比率	2.914 (11.064)	48.324 *** (18.653)	42.004 *** (16.274)	2.754 (11.089)	48.780 *** (18.646)	42.127 *** (16.276)	3.963 (11.187)	46.841 ** (18.668)	41.471 ** (16.293)	4.669 (11.235)	47.638 ** (18.661)	42.219 *** (16.294)
海外売上高比率	12.484 *** (1.403)	-0.570 (1.543)	1.214 (1.466)	12.496 *** (1.404)	-0.585 (1.543)	1.189 (1.466)	12.826 *** (1.406)	-0.162 (1.540)	1.615 (1.463)	12.813 *** (1.407)	-0.256 (1.540)	1.524 (1.463)
業種等調整ROA	0.061 * (0.033)	-0.007 (0.021)	-0.011 (0.020)	0.061 * (0.033)	-0.007 (0.021)	-0.010 (0.020)	0.063 * (0.034)	-0.007 (0.021)	-0.010 (0.020)	0.062 * (0.034)	-0.009 (0.021)	-0.0125 (0.020)
負債比率	0.123 *** (0.018)	0.025 (0.024)	0.043 ** (0.022)	0.122 *** (0.019)	0.0208 (0.024)	0.040 * (0.022)	0.128 *** (0.018)	0.029 (0.024)	0.047 ** (0.022)	0.128 *** (0.018)	0.0260 (0.024)	0.044 ** (0.022)
操業年数	0.061 *** (0.011)	0.020 (0.113)	0.071 ** (0.029)	0.061 *** (0.011)	0.003 (0.113)	0.072 ** (0.029)	0.047 *** (0.010)	0.019 (0.113)	0.057 ** (0.029)	0.047 *** (0.010)	0.005 (0.113)	0.057 ** (0.029)
Constant	-90.939 *** (4.199)	20.456 (12.795)	-50.613 *** (7.160)	-89.153 *** (4.223)	22.665 * (12.831)	-50.478 *** (7.176)	-92.259 *** (4.335)	21.454 * (12.898)	-48.259 *** (7.385)	-92.565 *** (4.350)	22.986 * (13.090)	-48.735 *** (7.439)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
観察数	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139	4,139
個体数		361	361		361	361		361	361		361	361
R2	0.499	0.278		0.499	0.279		0.496	0.276		0.497	0.277	
Within R2		0.278	0.270		0.279	0.271		0.276	0.268		0.277	0.270
Between R2		0.004	0.498		0.000	0.498		0.007	0.497		0.002	0.497
Overall R2		0.062	0.457		0.049	0.457		0.065	0.454		0.055	0.454
sigma_u		18.590	12.580		18.840	12.590		18.480	12.590		18.650	12.620
sigma_e		8.096	8.096		8.091	8.091		8.105	8.105		8.100	8.100
Breusch and Pagan検定	chibar2(01) = 9638.01 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 9644.52 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 9714.67 Prob > chibar2 = 0.0000			chibar2(01) = 9723.70 Prob > chibar2 = 0.0000		
ハウスマン検定	chi2(24) = 96.12 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(25) = 97.03 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(24) = 96.52 Prob>chi2 = 0.0000			chi2(25) = 97.40 Prob>chi2 = 0.0000		
F値	F(360, 3754) = 31.28 Prob > F = 0.0000			F(360, 3752) = 31.34 Prob > F = 0.0000			F(360, 3754) = 31.38 Prob > F = 0.0000			F(360, 3752) = 31.42 Prob > F = 0.0000		

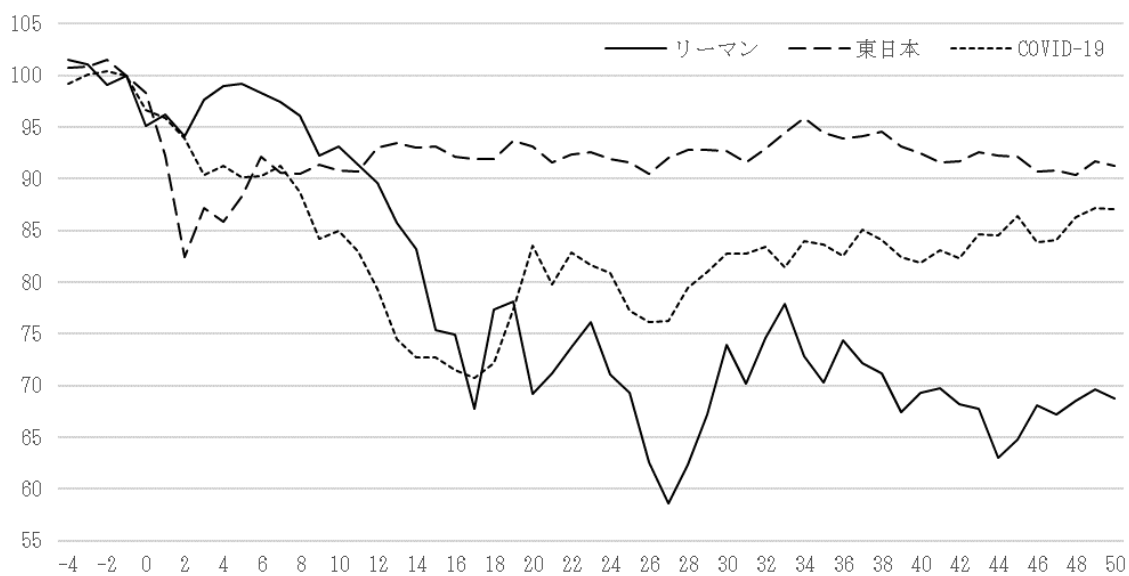
Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表 8-1 外生的ショック時の株価変動

パネルA 月次_日経平均、TOPIX (2005.1~2020.10)



パネルB 日次_前営業日の日経平均を100とするショックの比較



(注) 上野 (2020) を参考に作成。リーマンは 2008.9.15、東日本大震災は 2011.3.11、COVID-19 は 2020.2.24 をイベント日 (横軸 0) とし、その前営業日 (横軸 -1) の日経平均の値を縦軸 100 として、そのショックを表している。

図表 8-2 サンプル企業照合表

リーマン・ショック	事案発生年度_FY2008 (2008年9月15日)	CSRデータ			財務データ		
		東洋経済新報社	Thomson Reuters	Eikon			
株式収益率	超過収益率	公表年	調査年	調査年			
$\frac{2008年9月の株価}{2008年8月の株価} - 1$	株式収益率 (個別企業)	-	中央値 (所属産業)	2008	2007年6月	FY2007	FY2007
月次株価 (ユニバース選定基準時点: 2008.9)							
東日本大震災	事案発生年度_FY2010 (2011年3月11日)	CSRデータ			財務データ		
		東洋経済新報社	Thomson Reuters	Eikon			
株式収益率	超過収益率	公表年	調査年	調査年			
$\frac{2011年3月の株価}{2011年2月の株価} - 1$	株式収益率 (個別企業)	-	中央値 (所属産業)	2010	2009年6月	FY2009	FY2009
月次株価 (ユニバース選定基準時点: 2011.3)							
COVID-19・ショック	事案発生年度_FY2019 (2020年2月24日)	CSRデータ			財務データ		
		東洋経済新報社	Thomson Reuters	Eikon			
株式収益率	超過収益率	公表年	調査年	調査年			
$\frac{2020年3月の株価}{2020年2月の株価} - 1$	株式収益率 (個別企業)	-	中央値 (所属産業)	2019	2018年6月	FY2018	FY2018
$\frac{2020年3月の株価}{2020年1月の株価} - 1$							
月次株価 (ユニバース選定基準時点: 2020.2)							

図表 8-3 業種別_株式収益率

パネル A リーマン・ショック

TCLSコード	業種名	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	p25	p50	p75	最大値
50	水産・農林業	5	-0.074	0.068	-0.145	-0.144	-0.047	-0.044	0.010
1050	鉱業	5	-0.264	0.051	-0.334	-0.284	-0.258	-0.247	-0.195
2050	建設業	100	-0.090	0.100	-0.348	-0.139	-0.090	-0.034	0.291
3050	食料品	69	-0.085	0.072	-0.247	-0.131	-0.092	-0.034	0.122
3100	繊維製品	45	-0.096	0.064	-0.236	-0.118	-0.097	-0.057	0.036
3150	パルプ・紙	12	-0.120	0.081	-0.302	-0.165	-0.107	-0.056	-0.025
3200	化学	121	-0.146	0.088	-0.401	-0.200	-0.142	-0.088	0.098
3250	医薬品	33	-0.107	0.069	-0.275	-0.141	-0.106	-0.060	0.072
3300	石油・石炭製品	11	-0.165	0.093	-0.319	-0.235	-0.137	-0.101	-0.020
3350	ゴム製品	11	-0.088	0.093	-0.219	-0.156	-0.121	0.004	0.054
3400	ガラス・土石製品	30	-0.144	0.103	-0.369	-0.184	-0.120	-0.063	0.028
3450	鉄鋼	35	-0.164	0.113	-0.349	-0.265	-0.174	-0.067	0.062
3500	非鉄金属	26	-0.174	0.080	-0.292	-0.234	-0.185	-0.104	-0.019
3550	金属製品	37	-0.135	0.105	-0.304	-0.221	-0.153	-0.056	0.083
3600	機械	122	-0.152	0.090	-0.471	-0.219	-0.150	-0.094	0.092
3650	電気機器	160	-0.151	0.111	-0.405	-0.225	-0.162	-0.089	0.500
3700	輸送用機器	62	-0.183	0.093	-0.375	-0.246	-0.172	-0.112	0.061
3750	精密機器	24	-0.102	0.189	-0.312	-0.175	-0.127	-0.076	0.726
3800	その他製品	47	-0.116	0.087	-0.297	-0.175	-0.120	-0.052	0.171
4050	電気・ガス業	17	-0.087	0.052	-0.170	-0.123	-0.087	-0.054	0.046
5050	陸運業	35	-0.066	0.074	-0.286	-0.097	-0.071	-0.016	0.086
5100	海運業	10	-0.202	0.096	-0.324	-0.274	-0.238	-0.109	-0.025
5150	空運業	4	-0.131	0.071	-0.203	-0.191	-0.126	-0.070	-0.069
5200	倉庫・運輸関連業	19	-0.060	0.079	-0.208	-0.130	-0.067	0.003	0.055
5250	情報・通信業	97	-0.120	0.081	-0.310	-0.177	-0.126	-0.066	0.062
6050	卸売業	137	-0.141	0.098	-0.425	-0.204	-0.133	-0.077	0.261
6100	小売業	139	-0.071	0.120	-0.445	-0.132	-0.068	-0.014	0.774
7050 ※	銀行業	84	-0.067	0.067	-0.243	-0.115	-0.063	-0.032	0.110
7100 ※	証券、商品先物取引業	21	-0.125	0.134	-0.453	-0.224	-0.103	-0.018	0.090
7150 ※	保険業	8	-0.080	0.090	-0.204	-0.166	-0.061	0.000	0.022
7200 ※	その他金融業	27	-0.137	0.125	-0.476	-0.209	-0.141	-0.101	0.183
8050	不動産業	53	-0.086	0.138	-0.498	-0.175	-0.083	0.008	0.180
9050	サービス業	93	-0.094	0.091	-0.385	-0.142	-0.095	-0.049	0.138
Total		1699	-0.119	0.104	-0.498	-0.183	-0.116	-0.056	0.774

パネルB 東日本大震災

TCLSコード	業種名	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	p25	p50	p75	最大値
50	水産・農林業	5	-0.095	0.088	-0.203	-0.169	-0.083	-0.013	-0.010
1050	鉱業	7	0.122	0.172	-0.053	-0.014	0.105	0.162	0.467
2050	建設業	94	0.288	0.470	-0.158	0.019	0.102	0.442	2.415
3050	食料品	64	-0.049	0.054	-0.162	-0.086	-0.051	-0.011	0.071
3100	繊維製品	40	-0.076	0.084	-0.254	-0.130	-0.072	-0.029	0.224
3150	パルプ・紙	11	-0.050	0.089	-0.210	-0.146	-0.027	0.031	0.056
3200	化学	119	-0.060	0.072	-0.258	-0.111	-0.064	-0.025	0.199
3250	医薬品	34	-0.034	0.050	-0.121	-0.064	-0.043	-0.008	0.116
3300	石油・石炭製品	9	0.007	0.123	-0.125	-0.076	-0.037	0.066	0.220
3350	ゴム製品	11	-0.070	0.068	-0.211	-0.097	-0.058	-0.036	0.041
3400	ガラス・土石製品	29	0.022	0.217	-0.211	-0.111	-0.026	0.028	0.707
3450	鉄鋼	35	-0.024	0.160	-0.201	-0.118	-0.061	0.036	0.669
3500	非鉄金属	24	-0.042	0.103	-0.170	-0.100	-0.064	-0.031	0.318
3550	金属製品	36	0.070	0.197	-0.188	-0.070	0.062	0.111	0.875
3600	機械	119	-0.032	0.103	-0.267	-0.098	-0.040	0.026	0.423
3650	電気機器	155	-0.062	0.117	-0.278	-0.135	-0.068	-0.015	0.694
3700	輸送用機器	62	-0.112	0.077	-0.298	-0.157	-0.118	-0.083	0.112
3750	精密機器	26	-0.042	0.093	-0.200	-0.091	-0.038	-0.008	0.190
3800	その他製品	46	-0.009	0.155	-0.205	-0.097	-0.043	0.023	0.538
4050	電気・ガス業	17	-0.104	0.195	-0.780	-0.142	-0.080	-0.007	0.070
5050	陸運業	35	-0.044	0.064	-0.187	-0.094	-0.029	0.004	0.074
5100	海運業	9	-0.101	0.056	-0.167	-0.138	-0.111	-0.076	0.020
5150	空運業	3	0.115	0.259	-0.159	-0.159	0.150	0.355	0.355
5200	倉庫・運輸関連業	19	0.003	0.235	-0.143	-0.066	-0.041	-0.011	0.960
5250	情報・通信業	97	-0.085	0.066	-0.308	-0.119	-0.086	-0.048	0.144
6050	卸売業	140	-0.045	0.092	-0.200	-0.109	-0.049	-0.009	0.436
6100	小売業	145	-0.080	0.075	-0.291	-0.137	-0.068	-0.021	0.079
7050 ※	銀行業	83	-0.085	0.072	-0.270	-0.126	-0.075	-0.039	0.286
7100 ※	証券、商品先物取引業	21	-0.133	0.060	-0.223	-0.163	-0.136	-0.120	0.049
7150 ※	保険業	6	-0.102	0.067	-0.170	-0.147	-0.124	-0.050	0.007
7200 ※	その他金融業	21	-0.151	0.096	-0.395	-0.195	-0.144	-0.085	0.000
8050	不動産業	45	-0.167	0.101	-0.362	-0.238	-0.190	-0.091	0.042
9050	サービス業	97	-0.081	0.119	-0.368	-0.153	-0.078	-0.025	0.373
Total		1664	-0.041	0.176	-0.780	-0.118	-0.062	-0.006	2.415

パネル C-1 COVID-19 (2月~3月)

TCLSコード	業種名	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	p25	p50	p75	最大値
50	水産・農林業	7	0.020	0.082	-0.065	-0.060	-0.004	0.092	0.162
1050	鉱業	6	-0.107	0.162	-0.347	-0.231	-0.073	-0.018	0.101
2050	建設業	99	-0.042	0.116	-0.367	-0.114	-0.035	0.031	0.299
3050	食料品	83	0.055	0.088	-0.154	-0.003	0.052	0.110	0.295
3100	繊維製品	41	-0.020	0.120	-0.251	-0.095	-0.008	0.047	0.330
3150	パルプ・紙	12	0.038	0.097	-0.102	-0.030	0.022	0.138	0.191
3200	化学	146	-0.036	0.121	-0.325	-0.123	-0.037	0.031	0.295
3250	医薬品	38	0.032	0.092	-0.163	-0.036	0.041	0.094	0.228
3300	石油・石炭製品	9	-0.089	0.073	-0.225	-0.147	-0.068	-0.054	0.002
3350	ゴム製品	11	-0.090	0.115	-0.236	-0.174	-0.099	-0.048	0.196
3400	ガラス・土石製品	33	-0.094	0.121	-0.313	-0.165	-0.103	-0.029	0.286
3450	鉄鋼	31	-0.093	0.114	-0.298	-0.180	-0.095	-0.008	0.125
3500	非鉄金属	24	-0.119	0.081	-0.302	-0.177	-0.110	-0.075	0.045
3550	金属製品	41	-0.042	0.109	-0.287	-0.121	-0.034	0.034	0.202
3600	機械	142	-0.085	0.108	-0.444	-0.147	-0.089	-0.023	0.273
3650	電気機器	158	-0.094	0.115	-0.433	-0.173	-0.098	-0.023	0.280
3700	輸送用機器	62	-0.154	0.108	-0.404	-0.208	-0.173	-0.088	0.100
3750	精密機器	33	-0.044	0.129	-0.276	-0.164	-0.035	0.047	0.207
3800	その他製品	53	-0.015	0.089	-0.205	-0.071	-0.016	0.046	0.148
4050	電気・ガス業	22	0.053	0.105	-0.155	-0.004	0.041	0.105	0.330
5050	陸運業	43	0.036	0.117	-0.221	-0.029	0.024	0.109	0.400
5100	海運業	8	-0.093	0.166	-0.332	-0.205	-0.115	0.034	0.160
5150	空運業	3	-0.138	0.104	-0.257	-0.257	-0.092	-0.065	-0.065
5200	倉庫・運輸関連業	24	0.012	0.117	-0.162	-0.078	-0.001	0.095	0.261
5250	情報・通信業	219	-0.054	0.139	-0.375	-0.139	-0.059	0.024	0.701
6050	卸売業	177	-0.018	0.128	-0.353	-0.099	-0.021	0.065	0.304
6100	小売業	200	-0.024	0.138	-0.404	-0.109	-0.020	0.069	0.361
7050 ※	銀行業	82	-0.003	0.111	-0.247	-0.080	0.005	0.060	0.227
7100 ※	証券、商品先物取引業	23	-0.088	0.138	-0.362	-0.160	-0.087	0.003	0.257
7150 ※	保険業	9	-0.104	0.103	-0.191	-0.168	-0.147	-0.124	0.080
7200 ※	その他金融業	27	-0.124	0.127	-0.262	-0.235	-0.138	-0.083	0.304
8050	不動産業	70	-0.117	0.122	-0.652	-0.191	-0.125	-0.040	0.247
9050	サービス業	217	-0.115	0.145	-0.484	-0.212	-0.120	-0.016	0.316
Total		2153	-0.053	0.132	-0.652	-0.140	-0.052	0.034	0.701

パネル C-2 COVID-19 (1月～3月)

TCLSコード	業種名	該当社数	平均値	標準偏差	最小値	p25	p50	p75	最大値
50	水産・農林業	7	-0.103	0.096	-0.223	-0.206	-0.104	-0.026	0.044
1050	鉱業	6	-0.211	0.146	-0.409	-0.346	-0.193	-0.074	-0.054
2050	建設業	99	-0.171	0.118	-0.514	-0.235	-0.164	-0.101	0.085
3050	食料品	83	-0.062	0.106	-0.329	-0.145	-0.054	0.011	0.151
3100	繊維製品	41	-0.154	0.129	-0.385	-0.247	-0.131	-0.064	0.101
3150	パルプ・紙	12	-0.090	0.111	-0.231	-0.179	-0.124	0.012	0.088
3200	化学	146	-0.165	0.120	-0.428	-0.248	-0.176	-0.099	0.125
3250	医薬品	38	-0.083	0.107	-0.281	-0.143	-0.101	-0.017	0.123
3300	石油・石炭製品	9	-0.195	0.106	-0.391	-0.228	-0.203	-0.130	-0.030
3350	ゴム製品	11	-0.207	0.111	-0.357	-0.319	-0.199	-0.146	0.009
3400	ガラス・土石製品	33	-0.222	0.125	-0.447	-0.292	-0.238	-0.168	0.183
3450	鉄鋼	31	-0.238	0.111	-0.508	-0.308	-0.225	-0.151	-0.045
3500	非鉄金属	24	-0.240	0.085	-0.381	-0.306	-0.243	-0.203	-0.012
3550	金属製品	41	-0.187	0.103	-0.442	-0.267	-0.191	-0.119	0.085
3600	機械	142	-0.216	0.121	-0.520	-0.282	-0.228	-0.148	0.483
3650	電気機器	158	-0.225	0.117	-0.606	-0.298	-0.239	-0.152	0.259
3700	輸送用機器	62	-0.263	0.121	-0.486	-0.346	-0.282	-0.174	0.004
3750	精密機器	33	-0.191	0.145	-0.481	-0.298	-0.165	-0.066	0.034
3800	その他製品	53	-0.163	0.105	-0.381	-0.242	-0.172	-0.088	0.059
4050	電気・ガス業	22	-0.053	0.133	-0.398	-0.091	-0.027	0.025	0.154
5050	陸運業	43	-0.110	0.105	-0.327	-0.188	-0.103	-0.033	0.107
5100	海運業	8	-0.211	0.171	-0.453	-0.332	-0.210	-0.123	0.091
5150	空運業	3	-0.285	0.066	-0.357	-0.357	-0.267	-0.229	-0.229
5200	倉庫・運輸関連業	24	-0.079	0.219	-0.268	-0.202	-0.111	-0.057	0.850
5250	情報・通信業	219	-0.187	0.168	-0.623	-0.308	-0.197	-0.077	0.699
6050	卸売業	177	-0.151	0.135	-0.509	-0.226	-0.156	-0.069	0.282
6100	小売業	200	-0.167	0.156	-0.553	-0.271	-0.180	-0.056	0.356
7050 ※	銀行業	82	-0.138	0.099	-0.393	-0.222	-0.130	-0.065	0.059
7100 ※	証券、商品先物取引業	23	-0.236	0.115	-0.469	-0.349	-0.225	-0.137	0.012
7150 ※	保険業	9	-0.195	0.072	-0.283	-0.258	-0.191	-0.173	-0.089
7200 ※	その他金融業	27	-0.245	0.131	-0.402	-0.321	-0.288	-0.196	0.186
8050	不動産業	70	-0.266	0.116	-0.670	-0.344	-0.260	-0.191	0.076
9050	サービス業	217	-0.274	0.153	-0.764	-0.382	-0.273	-0.152	0.114
Total		2153	-0.187	0.144	-0.764	-0.281	-0.189	-0.095	0.850

図表 8-4 代理変数一覧

変数	代理変数		出所
被説明変数			
超過収益率	株式収益率 - 業界中央値 (個別企業) ※富田・池田 (2014) を参考	外生的なイベントが発生した際の 月次の個社の株式収益率が業種 中央値からどの程度乖離している か。	QUICK社「Astra Manager」 より月次株価を取得。
説明変数			
	東洋経済新報社 ・ CSRスコア ・ 人材活用スコア ・ 環境スコア ・ 企業統治・社会性スコア	300点満点 100点満点 100点満点 100点満点	東洋経済CSRオンライン 2011年-2018年 CSR企業白書 2017年版、2018年版
	Thomson Reuters Eikon社 ・ 総合 - ESGスコア ・ 環境スコア ： 環境分野に属する「資源利用スコア」、「排出量スコア」、 「環境イノベーションスコア」(各100点満点)を合算。 ・ 社会スコア ： 社会分野に属する「従業員スコア」、「人権スコア」、 「地域社会スコア」、「製品責任スコア」(各100点満点)を合算。 ・ ガバナンススコア ： ガバナンス分野に属する「経営陣スコア」、「株主スコア」、 「CSR戦略スコア」(各100点満点)を合算。	100点満点 300点満点 400点満点 300点満点	Thomson Reuters Eikon (2020年11月1日閲覧)
CSR			
手元流動性	現金・預金+有価証券	手元流動性/総資産	NEEDS-Cges
過去の株価動向	株式リターン1年平均 (業種等調整)	業種・規模から想定される株式 リターンに対する超過分	NEEDS-Cges
規模	総資産	総資産対数値	NEEDS-Cges
市場評価	PBR	株式時価総額/自己資本	NEEDS-Cges
収益性	ROA	経常利益/総資産	NEEDS-Cges
財務安全性	負債比率	(負債合計 / 総資産) × 100	NEEDS-Cges
産業ダミー			東証33業種分類コード

図表 8-5 基本統計量

パネル A-1 リーマン・ショック (東洋経済新報社)

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率	435	-0.001	0.087	-0.321	-0.059	-0.003	0.054	0.320
csrスコア	435	186.693	40.384	109.000	151.100	183.200	215.900	287.500
人材活用スコア	435	57.973	16.616	0.000	46.200	55.800	69.200	100.000
環境スコア	435	65.024	18.106	0.000	52.500	66.100	79.700	100.000
企業統治・社会性スコア	435	63.696	15.265	26.700	51.400	63.500	75.000	97.100
手元流動性 (10億円)	435	86.757	202.060	0.071	8.432	24.792	83.185	2,305.530
手元流動性/総資産	435	0.119	0.092	0.001	0.055	0.096	0.159	0.540
総資産 (10億円)	435	1023.032	2455.354	8.275	96.505	273.180	951.052	32600.000
総資産対数値	435	12.637	1.524	9.021	11.477	12.518	13.765	17.299
過去の株価動向	435	0.004	0.142	-0.558	-0.079	0.012	0.103	0.481
PBR	435	1.312	0.863	0.260	0.838	1.114	1.549	12.631
ROA	435	6.800	5.234	-5.644	3.527	5.829	9.142	38.160
負債比率	435	51.045	18.755	8.190	37.410	52.780	66.090	91.170

パネル A-2 リーマン・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率	312	-0.003	0.090	-0.258	-0.059	0.000	0.054	0.233
総合 - ESGスコア	312	35.261	18.625	1.696	18.904	34.304	50.202	80.154
環境スコア	312	102.959	83.573	0.000	10.156	99.495	178.329	295.988
社会スコア	312	107.145	78.949	4.110	37.065	92.160	169.992	313.130
ガバナンススコア	312	133.787	62.776	8.231	84.582	126.445	178.650	280.339
手元流動性	312	145.725	258.079	0.334	31.676	66.186	132.143	2305.530
手元流動性/総資産	312	0.141	0.145	0.004	0.050	0.102	0.175	1.311
総資産 (10億円)	312	1552.412	2882.180	16.608	348.466	618.983	1588.844	32600.000
総資産対数値	312	13.519	1.144	9.718	12.761	13.336	14.278	17.299
過去の株価動向	312	-0.006	0.135	-0.492	-0.090	-0.004	0.084	0.352
PBR	312	1.719	1.377	0.354	1.067	1.418	1.902	15.235
ROA	312	8.584	7.060	-3.157	4.130	7.018	10.970	67.738
負債比率	312	50.690	19.296	7.630	35.920	52.260	66.655	89.720

パネルB-1 東日本大震災（東洋経済新報社）

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率	444	-0.007	0.094	-0.699	-0.050	-0.001	0.038	0.479
csrスコア	444	193.590	38.521	104.600	160.900	191.350	222.850	289.600
人材活用スコア	444	57.448	16.452	0.000	45.300	56.600	67.900	100.000
環境スコア	444	65.549	16.571	9.800	55.700	67.200	77.000	100.000
企業統治・社会性スコア	444	70.593	14.629	30.100	59.800	72.000	82.350	100.000
手元流動性（10億円）	444	109.443	281.030	0.628	11.491	28.764	95.156	4051.635
手元流動性/総資産	444	0.148	0.099	0.005	0.080	0.126	0.200	0.692
総資産（10億円）	444	996.941	2350.550	8.501	93.410	246.162	894.471	29100.000
総資産対数値	444	12.591	1.525	9.048	11.445	12.414	13.704	17.185
過去の株価動向	444	0.006	0.086	-0.367	-0.046	0.002	0.050	0.396
PBR	444	1.237	0.791	0.270	0.813	1.072	1.418	8.528
ROA	444	3.721	4.989	-11.273	1.121	2.981	5.609	46.015
負債比率	444	50.351	19.687	5.030	36.445	51.675	66.025	91.730

パネルB-2 東日本大震災（Thomson Reuters Eikon 社）

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率	321	-0.014	0.083	-0.699	-0.049	-0.004	0.029	0.230
総合 - ESGスコア	321	40.734	20.012	3.635	23.882	40.438	56.310	89.929
環境スコア	321	166.443	103.331	3.635	68.948	175.990	257.868	375.110
社会スコア	321	136.210	85.627	0.938	58.623	130.702	201.045	361.100
ガバナンススコア	321	137.294	66.695	4.380	81.995	135.645	185.598	278.504
手元流動性（10億円）	321	162.097	321.232	0.735	36.021	74.602	149.669	4051.635
手元流動性/総資産	321	0.154	0.126	0.005	0.069	0.117	0.206	0.897
総資産（10億円）	321	1466.670	2670.391	37.335	308.728	588.413	1494.599	29100.000
総資産対数値	321	13.466	1.132	10.528	12.640	13.285	14.217	17.185
過去の株価動向	321	0.003	0.076	-0.321	-0.043	0.001	0.049	0.277
PBR	321	1.491	0.931	0.293	0.988	1.280	1.641	9.718
ROA	321	4.640	6.732	-15.642	1.448	3.300	6.249	57.635
負債比率	321	51.760	19.980	5.270	37.280	53.300	68.460	90.820

パネルC-1 COVID-19 (東洋経済新報社)

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率	682	-0.011	0.109	-0.355	-0.084	-0.012	0.058	0.363
csrスコア	682	216.908	51.541	80.500	175.700	227.800	261.200	293.200
人材活用スコア	682	69.853	17.623	20.000	57.700	73.200	84.500	100.000
環境スコア	682	71.202	21.863	0.000	56.800	77.000	89.200	100.000
企業統治・社会性スコア	682	75.853	16.724	20.000	63.600	80.700	89.800	100.000
手元流動性 (10億円)	682	200.925	2027.266	0.806	12.896	32.931	101.705	52200.000
手元流動性/総資産	682	0.178	0.128	0.009	0.085	0.150	0.244	0.852
総資産 (10億円)	682	1483.602	11500.000	2.377	91.123	246.410	785.687	291000.000
総資産対数値	682	12.516	1.637	7.774	11.420	12.415	13.574	19.488
過去の株価動向	682	-0.004	0.085	-0.656	-0.054	-0.002	0.045	0.337
PBR	682	1.500	1.329	0.292	0.782	1.094	1.755	13.613
ROA	682	7.129	5.316	-7.184	4.043	6.196	9.228	58.076
負債比率	682	46.671	17.158	6.900	34.300	46.250	59.600	98.700

パネルC-2 COVID-19 (Thomson Reuters Eikon 社)

変数名	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	p25	p50	p75	Max
超過収益率(2008.2→3)	377	-0.028	0.112	-0.355	-0.105	-0.038	0.041	0.332
超過収益率(2008.1→3)	377	0.0002	0.117	-0.292	-0.084	-0.009	0.071	0.386
総合 - ESGスコア	377	48.597	20.920	2.066	34.242	51.515	65.501	86.164
環境スコア	377	152.480	86.079	0.000	91.127	170.191	223.501	284.659
社会スコア	377	180.883	95.720	2.235	108.203	178.822	256.227	370.560
ガバナンススコア	377	142.511	61.802	8.145	96.154	144.483	188.871	281.857
手元流動性 (10億円)	377	370.026	2718.231	1.600	53.324	110.250	231.795	52200.000
手元流動性/総資産	377	0.182	0.159	0.012	0.070	0.138	0.250	0.957
総資産 (10億円)	377	2725.761	15400.000	31.043	378.864	808.632	1908.461	291000.000
総資産対数値	377	13.713	1.227	10.343	12.845	13.603	14.462	19.488
過去の株価動向	377	0.001	0.078	-0.273	-0.051	0.004	0.048	0.312
PBR	377	2.003	2.561	0.329	0.922	1.287	2.185	28.834
ROA	377	7.993	6.366	-7.184	4.143	6.581	10.254	58.076
負債比率	377	46.508	19.101	5.600	33.300	45.900	61.000	98.700

図表 8-6 推計結果

パネル A-1 リーマン・ショック (東洋経済新報社)

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (リーマン・ショック)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
csrスコア		0.000348 ** (0.000145)	0.000340 * (0.000194)						
csrスコア × 手元流動性/総資産			0.000069 (0.001089)						
人材活用スコア				0.000326 (0.000272)	0.000162 (0.000396)				
人材活用スコア × 手元流動性/総資産					0.001420 (0.002518)				
環境スコア						0.000659 ** (0.000312)	0.000651 (0.000443)		
環境スコア × 手元流動性/総資産							0.000060 (0.002188)		
企業統治・社会性スコア								0.000586 * (0.000344)	0.000809 (0.000496)
企業統治・社会性スコア × 手元流動性/総資産									-0.001780 (0.002855)
手元流動性/総資産	0.1111 * (0.0588)	0.1205 ** (0.0586)	0.1084 (0.2030)	0.1142 * (0.0591)	0.0331 (0.1553)	0.1180 ** (0.0589)	0.1147 (0.1407)	0.1150 ** (0.0583)	0.2234 (0.1885)
ln 総資産	-0.0059 * (0.0032)	-0.0123 *** (0.0040)	-0.0123 *** (0.0040)	-0.0078 ** (0.0035)	-0.0076 ** (0.0035)	-0.0101 *** (0.0035)	-0.0101 *** (0.0035)	-0.0097 ** (0.0038)	-0.0099 ** (0.0039)
ERTRN1	0.1656 *** (0.0398)	0.1685 *** (0.0397)	0.1684 *** (0.0398)	0.1669 *** (0.0396)	0.1656 *** (0.0399)	0.165 *** (0.0399)	0.165 *** (0.0399)	0.169 *** (0.0400)	0.169 *** (0.0402)
PBR	0.0051 (0.0073)	0.0045 (0.0072)	0.0045 (0.0072)	0.0045 (0.0074)	0.0040 (0.0075)	0.0055 (0.0071)	0.0055 (0.0074)	0.0048 (0.0072)	0.0048 (0.0072)
ROA	-0.0033 * (0.0018)	-0.0031 * (0.0018)	-0.0031 * (0.0018)	-0.0032 * (0.0018)	-0.0032 * (0.0018)	-0.0030 * (0.0018)	-0.0030 * (0.0018)	-0.0032 * (0.0018)	-0.0032 * (0.0018)
負債比率	-0.0005 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0005 (0.0004)	-0.0005 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)
Constant	0.1431 *** (0.0487)	0.1413 *** (0.0486)	0.1425 *** (0.0532)	0.1365 *** (0.0492)	0.1447 *** (0.0521)	0.1497 *** (0.0482)	0.1500 *** (0.0500)	0.1460 *** (0.0485)	0.1349 ** (0.0527)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	435	435	435	435	435	435	435	435	435
R-squared	0.179	0.190	0.190	0.181	0.181	0.188	0.188	0.184	0.185

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネル A-2 リーマン・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (リーマン・ショック)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
総合 - ESGスコア		-0.00003 (0.000331)	-0.00014 (0.000433)						
総合 - ESGスコア ×手元流動性/総資産			0.000764 (0.002420)						
環境スコア				0.000060 (0.000080)	0.000047 (0.000093)				
環境スコア ×手元流動性/総資産					0.000109 (0.000491)				
社会スコア						-0.000021 (0.000075)	-0.000003 (0.000098)		
社会スコア ×手元流動性/総資産							-0.000134 (0.000530)		
ガバナンススコア								-0.000049 (0.000091)	0.000013 (0.000130)
ガバナンススコア ×手元流動性/総資産									-0.000496 (0.000825)
手元流動性/総資産	0.1195 ** (0.0561)	0.1195 ** (0.0565)	0.0948 (0.0908)	0.1233 ** (0.0566)	0.1170 * (0.0657)	0.1187 ** (0.0568)	0.1290 * (0.0657)	0.1196 ** (0.0561)	0.1866 (0.1174)
ln 総資産	-0.0153 *** (0.0047)	-0.0153 ** (0.0060)	-0.01510 ** (0.0059)	-0.01790 *** (0.0058)	-0.01800 *** (0.0059)	-0.0144 ** (0.0058)	-0.0146 ** (0.0058)	-0.0137 ** (0.0057)	-0.0138 ** (0.0057)
ERTRN1	0.2582 *** (0.0410)	0.2582 *** (0.0413)	0.2599 *** (0.0422)	0.2599 *** (0.0413)	0.2607 *** (0.0417)	0.2572 *** (0.0415)	0.2565 *** (0.0419)	0.2571 *** (0.0410)	0.2547 *** (0.0416)
PBR	-0.0119 * (0.0071)	-0.0119 * (0.0072)	-0.0122 * (0.0074)	-0.0121 * (0.0071)	-0.0121 * (0.0071)	-0.0117 (0.0072)	-0.0118 (0.0072)	-0.0118 (0.0072)	-0.0115 (0.0072)
ROA	-0.0006 (0.0015)	-0.0006 (0.0016)	-0.0005 (0.0016)	-0.0006 (0.0016)	-0.0006 (0.0016)	-0.0006 (0.0016)	-0.0006 (0.0016)	-0.0006 (0.0015)	-0.0007 (0.0016)
負債比率	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)	0.0005 (0.0005)	0.0004 (0.0005)	0.0004 (0.0005)	0.0004 (0.0005)
Constant	0.2037 *** (0.0678)	0.2034 *** (0.0776)	0.2032 *** (0.0774)	0.2359 *** (0.0803)	0.2359 *** (0.0804)	0.1916 *** (0.0732)	0.1930 *** (0.0730)	0.2011 *** (0.0741)	0.1956 *** (0.0749)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	312	312	312	312	312	312	312	312	312
R-squared	0.306	0.306	0.307	0.308	0.308	0.306	0.307	0.307	0.308

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネル B-1 東日本大震災（東洋経済新報社）

VARIABLES	被説明変数：超過収益率（東日本大震災）								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
csrスコア		0.00007 (0.000180)	-0.000059 (0.000256)						
csrスコア × 手元流動性/総資産			0.000407 (0.000938)						
人材活用スコア				-0.000238 (0.000353)	-0.000454 (0.000595)				
人材活用スコア × 手元流動性/総資産					0.001590 (0.002873)				
環境スコア						0.000051 (0.000333)	0.000124 (0.000488)		
環境スコア × 手元流動性/総資産							-0.000406 (0.001707)		
企業統治・社会性スコア								0.000289 (0.000409)	0.000050 (0.000676)
企業統治・社会性スコア × 手元流動性/総資産									0.001550 (0.003005)
手元流動性/総資産	-0.0709 (0.0587)	-0.0709 (0.0589)	-0.1447 (0.181)	-0.0691 (0.0589)	-0.1557 (0.186)	-0.0704 (0.0589)	-0.0465 (0.105)	-0.0727 (0.0594)	-0.1783 (0.206)
ln 総資産	-0.0030 (0.0033)	-0.0031 (0.0049)	-0.0029 (0.0049)	-0.0016 (0.0040)	-0.0015 (0.0040)	-0.0033 (0.0040)	-0.0034 (0.0041)	-0.0047 (0.0044)	-0.0046 (0.0044)
ERTRN1	-0.0440 (0.0601)	-0.0439 (0.0604)	-0.0430 (0.0604)	-0.0454 (0.0601)	-0.0456 (0.0600)	-0.0437 (0.0603)	-0.0444 (0.0610)	-0.0443 (0.0600)	-0.0430 (0.0599)
PBR	-0.0179 ** (0.0074)	-0.0179 ** (0.0074)	-0.0181 ** (0.0075)	-0.0174 ** (0.0074)	-0.0181 ** (0.0075)	-0.0178 ** (0.0074)	-0.0178 ** (0.0074)	-0.0182 ** (0.0074)	-0.0184 ** (0.0075)
ROA	0.0031 *** (0.0012)	0.0031 *** (0.0012)	0.0031 *** (0.0012)	0.0030 *** (0.0011)	0.0030 *** (0.0011)	0.0031 *** (0.0012)	0.0031 ** (0.0012)	0.0032 *** (0.0012)	0.0032 *** (0.0012)
負債比率	0.00004 (0.0004)	0.00004 (0.0004)	0.00004 (0.0004)	0.00004 (0.0004)	0.00004 (0.0004)	0.00004 (0.0004)	0.00003 (0.0004)	0.00003 (0.0004)	0.00003 (0.0004)
Constant	-0.0058 (0.0482)	-0.0054 (0.0508)	0.0027 (0.0546)	-0.0160 (0.0518)	-0.0026 (0.0603)	-0.0058 (0.0483)	-0.0072 (0.0477)	-0.0036 (0.0489)	0.0104 (0.0577)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	444	444	444	444	444	444	444	444	444
R-squared	0.104	0.104	0.104	0.105	0.105	0.104	0.104	0.105	0.105

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネル B-2 東日本大震災 (Thomson Reuters Eikon 社)

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (東日本大震災)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
総合 - ESGスコア		-0.000016 (0.000302)	0.000366 (0.000561)						
総合 - ESGスコア × 手元流動性/総資産			-0.002380 (0.002374)						
環境スコア				0.000011 (0.000056)	0.000096 (0.000090)				
環境スコア × 手元流動性/総資産					-0.000567 (0.000391)				
社会スコア						0.000030 (0.000062)	0.000145 (0.000114)		
社会スコア × 手元流動性/総資産							-0.000781 (0.000528)		
ガバナンススコア								-0.000023 (0.000093)	-0.000021 (0.000184)
ガバナンススコア × 手元流動性/総資産									-0.000011 (0.000815)
手元流動性/総資産	-0.0391 (0.0459)	-0.0390 (0.0459)	0.0557 (0.105)	-0.0386 (0.0461)	0.0316 (0.0648)	-0.0395 (0.0459)	0.0478 (0.0723)	-0.0384 (0.0457)	-0.0368 (0.127)
ln 総資産	-0.0042 (0.0055)	-0.0040 (0.0055)	-0.0048 (0.0053)	-0.0047 (0.0057)	-0.0050 (0.0057)	-0.0054 (0.0055)	-0.0058 (0.0055)	-0.0034 (0.0056)	-0.0034 (0.0053)
ERTRN1	-0.0722 (0.0632)	-0.0721 (0.0632)	-0.0759 (0.0644)	-0.0722 (0.0632)	-0.0777 (0.0640)	-0.0714 (0.0632)	-0.0740 (0.0632)	-0.0707 (0.0634)	-0.0708 (0.0653)
PBR	0.0007 (0.0083)	0.0007 (0.0083)	0.0020 (0.0086)	0.0007 (0.0083)	0.0022 (0.0086)	0.0004 (0.0084)	0.0017 (0.0085)	0.0008 (0.0083)	0.0008 (0.0085)
ROA	0.0014 (0.0012)	0.0014 (0.0012)	0.0010 (0.0013)	0.0014 (0.0012)	0.0009 (0.0013)	0.0014 (0.0012)	0.0010 (0.0012)	0.0014 (0.0012)	0.0014 (0.0013)
負債比率	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0006 * (0.0004)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)	-0.0005 (0.0003)
Constant	-0.1964 ** (0.0805)	-0.1979 ** (0.0796)	-0.2079 ** (0.0852)	-0.1915 ** (0.0824)	-0.1970 ** (0.0851)	-0.1845 ** (0.0803)	-0.1962 ** (0.0851)	-0.2027 *** (0.0779)	-0.2029 ** (0.0857)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	321	321	321	321	321	321	321	321	321
R-squared	0.190	0.190	0.194	0.190	0.196	0.191	0.198	0.190	0.190

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネル C-1 COVID-19・ショック (東洋経済新報社)

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (COVID-19)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
csrスコア		0.000027 (0.00013)	-0.000319 * (0.00018)						
csrスコア × 手元流動性/総資産			0.001810 *** (0.00063)						
人材活用スコア				-0.000247 (0.00032)	-0.001290 *** (0.00048)				
人材活用スコア × 手元流動性/総資産					0.005640 *** (0.00182)				
環境スコア						0.000442 (0.00031)	-0.000208 (0.00043)		
環境スコア × 手元流動性/総資産							0.003340 ** (0.00152)		
企業統治・社会性スコア								-0.000141 (0.00036)	-0.001120 ** (0.00055)
企業統治・社会性スコア × 手元流動性/総資産									0.004960 ** (0.00204)
手元流動性/総資産	0.1641 (0.1180)	0.1634 (0.1180)	-0.2881 (0.1875)	0.1667 (0.1186)	-0.2735 (0.1780)	0.1616 (0.1165)	-0.1284 (0.1736)	0.1653 (0.1183)	-0.2520 (0.2058)
(手元流動性/総資産)^2	-0.2726 (0.2111)	-0.2693 (0.2115)	-0.0909 (0.1763)	-0.2844 (0.2134)	-0.1436 (0.1734)	-0.2574 (0.2079)	-0.1013 (0.1907)	-0.2780 (0.2123)	-0.14625 (0.188)
ln 総資産	0.0017 (0.0032)	0.0011 (0.0042)	0.0015 (0.0043)	0.0033 (0.0039)	0.0039 (0.0039)	-0.0018 (0.0040)	-0.0017 (0.0041)	0.0027 (0.0041)	0.0031 (0.0041)
ERTRN1	0.1474 *** (0.0515)	0.1464 *** (0.0520)	0.1444 *** (0.0515)	0.1500 *** (0.0518)	0.1444 *** (0.0515)	0.1410 *** (0.0519)	0.1400 *** (0.0516)	0.1490 *** (0.0518)	0.1503 *** (0.0510)
PBR	0.0155 *** (0.0053)	0.0154 *** (0.0053)	0.0148 *** (0.0051)	0.0160 *** (0.0054)	0.0151 *** (0.0051)	0.0153 *** (0.0052)	0.0150 *** (0.0051)	0.0157 *** (0.0053)	0.0154 *** (0.0052)
ROA	-0.0042 *** (0.0013)	-0.0042 *** (0.0013)	-0.0039 *** (0.0012)	-0.0042 *** (0.0013)	-0.0041 *** (0.0013)	-0.0041 *** (0.0013)	-0.0038 *** (0.0012)	-0.0042 *** (0.0013)	-0.0040 *** (0.0013)
負債比率	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0021 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)	-0.0020 *** (0.0004)
Constant	-0.1406 *** (0.0506)	-0.1395 *** (0.0511)	-0.0597 (0.0580)	-0.1429 *** (0.0504)	-0.0669 (0.0554)	-0.1290 ** (0.0517)	-0.0791 (0.0567)	-0.1410 *** (0.0506)	-0.0645 (0.0593)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	682	682	682	682	682	682	682	682	682
R-squared	0.146	0.146	0.157	0.147	0.159	0.149	0.156	0.146	0.155

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

パネルC-2 COVID-19・ショック (Thomson Reuters Eikon 社)

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (COVID-19)									
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月
総合 - ESGスコア			-0.000072 (0.000348)	0.000270 (0.000362)	-0.000574 (0.000457)	-0.000046 (0.000511)				
総合 - ESGスコア ×手元流動性/総資産					0.002620 * (0.001565)	0.001610 (0.001837)				
環境スコア							-0.000006 (0.000096)	0.000086 (0.000096)	-0.000154 (0.000115)	0.000030 (0.000128)
環境スコア ×手元流動性/総資産									0.000753 ** (0.000350)	0.000273 (0.000441)
手元流動性/総資産	0.0784 (0.0487)	0.2798 ** (0.1357)	0.0780 (0.0490)	0.2883 ** (0.1362)	-0.0288 (0.0631)	0.1949 (0.1676)	0.0779 (0.0501)	0.2950 ** (0.1385)	0.0052 (0.0464)	0.2338 (0.2338)
(手元流動性/総資産) ²		-0.2125 (0.1890)		-0.2221 (0.1879)		-0.1832 (0.1901)		-0.2230 (0.1905)		-0.1751 (0.1869)
ln 総資産	0.0028 (0.0056)	0.0140 ** (0.0060)	0.0034 (0.0060)	0.0117 * (0.0066)	0.0040 (0.0061)	0.0122 * (0.0067)	0.0029 (0.0058)	0.0116 * (0.0065)	0.00331 (0.0058)	0.0118 * (0.0065)
ERTRN1	0.2237 *** (0.0705)	0.2527 *** (0.0814)	0.2247 *** (0.0705)	0.2488 *** (0.0819)	0.22402 *** (0.0700)	0.2491 *** (0.0822)	0.2239 *** (0.0705)	0.2493 *** (0.0818)	0.2238 *** (0.0702)	0.2500 *** (0.0822)
PBR	0.0110 *** (0.0036)	0.0097 ** (0.0041)	0.0110 *** (0.0037)	0.0097 ** (0.0041)	0.0111 *** (0.0036)	0.0099 ** (0.0041)	0.0110 *** (0.0037)	0.0098 ** (0.0041)	0.0111 *** (0.0036)	0.0100 ** (0.0041)
ROA	-0.0005 (0.0013)	-0.0001 (0.0017)	-0.0004 (0.0014)	-0.0002 (0.0017)	-0.0005 (0.0013)	-0.0003 (0.0017)	-0.0004 (0.0014)	-0.0002 (0.0017)	-0.0005 (0.0012)	-0.0002 (0.0017)
負債比率	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0012 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0013 ** (0.0005)	-0.0015 *** (0.0004)	-0.0013 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0013 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0013 ** (0.0005)
Constant	-0.0571 (0.1090)	-0.2024 * (0.1093)	-0.1429 * (0.0765)	-0.2730 *** (0.0845)	-0.1320 * (0.0762)	-0.0395 (0.101)	-0.1380 * (0.0740)	-0.2760 *** (0.0814)	0.0962 (0.0875)	-0.0460 (0.0990)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	377	377	377	377	377	377	377	377	377	377
R-squared	0.269	0.268	0.269	0.269	0.274	0.271	0.269	0.270	0.277	0.271

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

VARIABLES	被説明変数：超過収益率 (COVID-19)							
	(6)		(7)		(8)		(9)	
	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月	超過収益率 2月→3月	超過収益率 1月→3月
社会スコア	-0.00037 (0.000071)	0.000018 (0.000076)	-0.000177 * (0.000095)	-0.000090 (0.000109)				
社会スコア × 手元流動性/総資産			0.000693 * (0.000355)	0.000530 (0.000413)				
ガバナンススコア					0.000018 (0.000109)	0.000096 (0.000115)	0.000003 (0.000150)	0.000097 (0.000166)
ガバナンススコア × 手元流動性/総資産							0.000088 (0.000617)	-0.000005 (0.000719)
手元流動性/総資産	0.0776 (0.0489)	0.2817 ** (0.1360)	-0.0262 (0.0553)	0.1583 (0.1587)	0.0784 (0.0488)	0.2818 ** (0.1361)	0.0675 (0.0765)	0.2826 (0.1742)
(手元流動性/総資産)^2		-0.2146 (0.1887)		-0.1522 (0.1885)		-0.2154 (0.1890)		-0.2157 (0.1949)
ln 総資産	0.0040 (0.0059)	0.0134 ** (0.0064)	0.0046 (0.0059)	0.0138 ** (0.0065)	0.0023 (0.0060)	0.0115 * (0.0066)	0.0024 (0.0061)	0.0115 * (0.0067)
ERTRN1	0.2265 *** (0.0706)	0.2513 *** (0.0825)	0.2337 *** (0.0703)	0.2578 *** (0.0838)	0.2226 *** (0.0702)	0.2473 *** (0.0812)	0.2219 *** (0.0703)	0.2473 *** (0.0816)
PBR	0.0109 *** (0.0037)	0.0097 ** (0.0041)	0.0108 *** (0.0036)	0.0098 ** (0.0041)	0.0110 *** (0.0036)	0.0096 ** (0.0041)	0.0110 *** (0.0037)	0.0096 ** (0.0041)
ROA	-0.0004 (0.0014)	-0.0001 (0.0017)	-0.0003 (0.0012)	-0.00005 (0.0017)	-0.0005 (0.0014)	-0.0002 (0.0017)	-0.0005 (0.0014)	-0.0002 (0.0017)
負債比率	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0012 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0013 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0012 ** (0.0005)	-0.0014 *** (0.0004)	-0.0012 ** (0.0005)
Constant	-0.1497 ** (0.0757)	-0.2910 *** (0.0839)	-0.1393 * (0.0759)	-0.2770 *** (0.0838)	-0.1309 * (0.0775)	-0.2690 *** (0.0855)	-0.1302 * (0.0774)	-0.2690 *** (0.0851)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	377	377	377	377	377	377	377	377
R-squared	0.269	0.268	0.277	0.272	0.269	0.269	0.269	0.269

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1