

CSR と企業価値について

40117041

吉良 香名子

長崎大学環境科学部 [環境政策コース] 卒業研究

2020 年度

指導教員：松本健一

要旨

現在、企業の社会的責任（CSR）を考慮した社会的責任投資（SRI）市場が拡大している。欧米を中心に成長を続ける SRI 市場であるが、2015 年に世界最大の機関投資家といわれる年金積立金管理運用独立行政法人が責任投資原則に署名したことをきっかけに、日本の SRI 市場も急激に成長した。しかし、近年、日本の SRI 市場の成長は停滞し始めている。今後さらに日本の SRI 市場が成長していくためには、日本企業による CSR 活動の拡大が必要不可欠であり、そのためにも CSR 活動が企業にどのような影響を与えるのかを明らかにする必要がある。そこで本研究は、企業の CSR 活動が企業価値に与える影響を明らかにすることを目的とする。本分析では、2016～2020 年の CSR 企業ランキング上位企業を対象にパネルデータ分析を行った。目的変数とする企業価値の尺度は、収益性の指標である売上高営業利益率と、株価指標である自己資本利益率（ROE）を採用した。また、CSR 活動が企業価値に与える影響を明らかにするには、CSR 活動以外の影響を考慮する必要があるため、企業固定効果と年固定効果を含んだ二元配置固定効果モデルと、企業規模などの企業の特徴を配慮するためのコントロール変数を用いた。分析の結果、CSR スコアは売上高営業利益率に対して有意に正の影響が示され、企業の CSR 活動は収益性を上げる可能性が認められた。しかし、一方で株価指標に対しては有意に負の影響が示され、企業の CSR 活動が株価指標を低下させる可能性が見られた。CSR 活動が収益性を向上させるにもかかわらず、投資家からの評価にはつながっていない理由として、企業の CSR 活動をコストとしてとらえ、社会投資を行う企業を評価しない投資家の存在があると考えられる。本研究より、企業の CSR 活動は企業価値を収益性の面では上げることができるが株価指標を上げることにはつながっておらず、一概に企業価値を上げるとはいえないという結果となった。今後さらに日本企業の CSR 活動を推進し日本の SRI 市場を拡大させるためには、CSR 活動が収益性を向上させることを、政府や企業経営者がステークホルダーに対して積極的に示していく必要があると考える。

目次

第1章 序論	1
1-1 背景・論点	1
1-2 目的・意義	5
1-3 論文の構成	5
第2章 分析方法	7
2-1 分析の概要	7
2-2 変数とデータ	7
2-3 分析手法	10
第3章 分析結果・考察	11
3-1 CSR活動と企業の収益性	11
3-2 CSR活動と株価指標	13
3-3 CSR活動と企業価値	15
第4章 結論	17
4-1 本論文のまとめ	17
4-2 結論	17
4-3 今後の課題	17
参考文献	19
謝辞	21

図表目次

図 1-1	世界の SRI 市場の推移	1
表 2-1	変数の説明とデータソース	8
表 2-2	各変数の基本統計量	9
表 3-1	企業の収益性に関する分析の結果	12
表 3-2	企業の株価指標に関する分析の結果	14

第1章 序論

1-1 背景・論点

2006年に国際連合から責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）が提唱され、企業の社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）を考慮した社会的責任投資（SRI：Socially Responsible Investment）が注目を集めた。SRIとは、「倫理的価値観をベースに、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）のESG要因を投資の意思決定の際に考慮し、企業の持続的成長と長期運用パフォーマンスの向上を図る投資」（小方、2016）である。世界のSRI市場はここ数年で劇的に拡大している。PRI（2020）によると、2010～2020年の10年間で、世界のPRI運用資産額は4.9倍に成長し、PRIへの署名機関数は3.5倍に増加している（図1-1）。また、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF：Government Pension Investment Fund）をはじめとするアセットオーナー¹数も同期間に2.5倍の増加を示しており、アセットオーナーの運用資産額はPRI運用資産額と同様に4.9倍に増加している。膨大な資金を有するアセットオーナー数の増加は、その他の企業や投資家のPRI署名を誘発すると考えられるため、今後さらにPRI運用資産は増加していくと予想される。

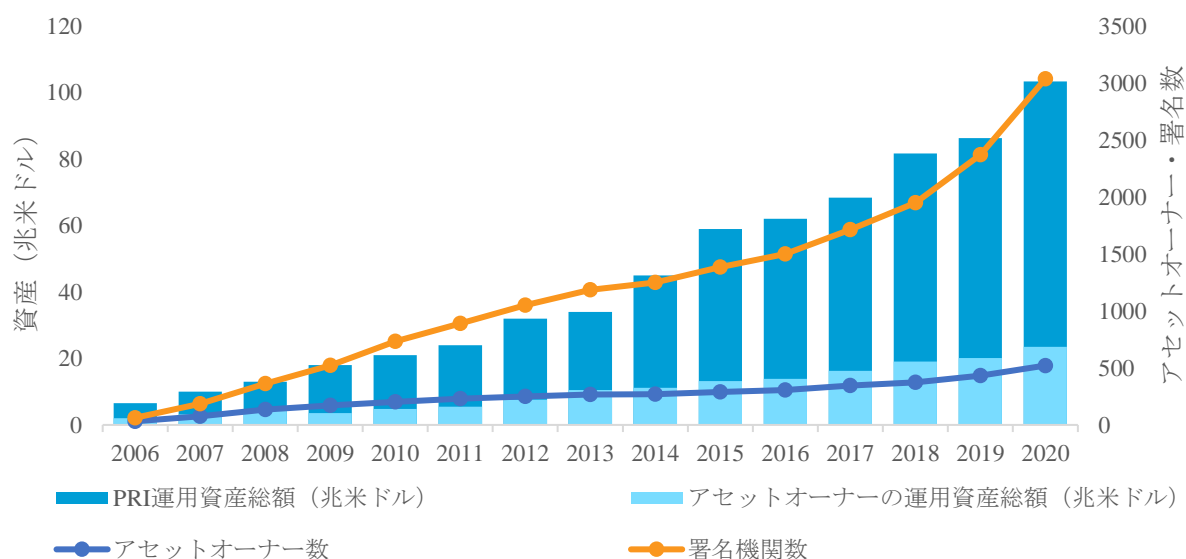


図1-1 世界のSRI市場の推移（PRI（2020）に基づき作成）

¹ アセットオーナーとは、資産を保有している機関（組織）のことである。

欧米を中心に SRI 市場が成長を続ける中、日本の SRI 市場は 2007 年をピークに減少傾向にあった(小方, 2016)。しかし、2015 年に世界最大の機関投資家ともいわれる GPIF が PRI に署名し、日本国内で SRI への注目が集まったことにより、日本の SRI 市場は急速に成長した。GSIA (2018) によると、2016 年には 4740 億ドルであった日本の SRI 市場は、2018 年には 4.60 倍の 2 兆 1800 億ドルに達した。同期間でヨーロッパは 1.69 倍、アメリカは 1.38 倍、カナダは 1.56 倍、オーストラリア・ニュージーランドは 1.42 倍の成長であることから、日本の SRI 市場の成長は目覚ましいものであることが伺える。

このように、近年成長している日本の SRI 市場であるが、主要国の中では全体の約 7%を占めるに過ぎない (GSIA, 2018)。また、2020 年の日本の SRI 残高は 2019 年と比較して 6.6%減少していることから (JSIF, 2020)、日本の SRI 市場は停滞しているといえる。日本の SRI 市場の成長には、さらなる日本企業の CSR 活動が不可欠である (PRI, 2015)。

これまで CSR と財務パフォーマンスに関して、様々な変数を用いて定量分析がなされてきた。Waddock and Graves (1997) は、企業の社会的パフォーマンス (CSP : Corporate Social Performance) は財務パフォーマンスの改善につながるとして、リスク、業種、および企業規模をコントロール変数に加えたうえで回帰分析を行った。その結果、CSP は過去の純資産利益率 (ROA : Return on Assets) と自己資本利益率 (ROE : Return on Equity) に有意に正の関係があり、また将来の資産運用収益率と有意に正の関係があることが示された。そして、良い経営と CSP は正の関係があると結論付けた。

McWilliams and Siegel (2000) は CSR 活動による財務パフォーマンスへの影響を研究開発投資を考慮したうえで分析するべきとし、実証分析を行った。その結果、研究開発投資をコントロールすると、CSR と業績には明確な関係性が見られないことを明らかにし、コントロール変数の重要性を指摘した。

Lioui and Sharma (2012) は環境 CSR への取り組みと懸念事項は、業務業績に直接的に負の影響を与えるという仮説のもとパネルデータ分析を行った。目的変数として投資家からの企業評価尺度である Tobin'q を用いて固定効果モデルによる分析を行った結果、環境 CSR への取り組みは Tobin'q に対して有意に負の影響を与えていることが示された。しかし、追加で研究開発費を考慮すると、依然として業務業績には負の影響があるが、付加価値を生み出す研究開発費には正に有意な影響が認められた。つまり、

環境 CSR への取り組みは業務業績に対して、直接的には負の影響を与えるが間接的には正の影響を与える可能性があるということである。

Wu and Shen (2013) は 18 ヶ国の金融業を対象に CSR を行う銀行を「CSR 銀行」と称し、「CSR 銀行」は「非 CSR 銀行」より財務パフォーマンスにおいて優れていると仮定して実証分析を行った。その結果、「CSR 銀行」の ROE と ROA は「非 CSR 銀行」を大きく上回った。この結果から、CSR 活動は金融業において財務パフォーマンスを向上させるとし、政府と銀行経営者の両者に対して CSR の採用を強く推奨した。

馬奈木・八木 (2008) は CSR への取り組みは企業経営に正しく評価されていると仮定し、国内の単年度 (2002 年) のデータを用いて計量分析を行った。Tobin'q を目的変数、サステイナブル環境格付²の CSR 項目を説明変数として分析した結果、CSR 項目は Tobin'q に対して有意に正であるという結果となった。このことから、CSR は株式市場において企業業績の見通しとして評価されていることが示された。

中島・音川 (2014) は CSR 活動に積極的な企業ほど会計利益の質も高いのではないかとし、CSR 活動の評価と裁量的発生高³の絶対値との関係について回帰分析を行った。その結果、CSR と裁量的発生高の間には有意な関係は認められなかった。さらに、非負の裁量的発生高のみを説明変数として分析した結果、CSR は裁量的発生高に対して 1%水準で有意に負となり、CSR 活動の評価が高い企業ほど利益増加型の利益調整行動を抑制することが明らかになった。つまり CSR 活動を行う企業は近視眼的な利益調整行動を行わず、企業の会計利益の質が高い傾向にあるということである。

岡部 (2013) は、CSR 活動への取り組みの度合いとその分野の違いが、収益性に与える影響を分析した。CSR 活動への取り組みを人材活用、企業統治、環境、および社会性の 4 分野に分け、売上高営業利益率を業種ごとに標準化したものを収益性として分析した結果、社会性と収益性の間に有意に正の相関が認められた。

大浦 (2017) は CSR への取り組みと財務パフォーマンスには正の関係があると仮説を立て、2007~2010 年のパネルデータを用いて実証分析を行った。財務パフォーマンスの変数を ROE と ROA、CSR 活動への取り組みの変数を人材活用、環境、企業統治、

² 2001 年に発足した、環境経営格付機構が行っている日本独自の評価である。企業が自身の CSR 経営に対して企業自己評価を行い、その後機構の審査員が格付評価を行い評価が決定される。

³ 会計利益とキャッシュ・フローの差額である会計発生高のうち、経営者が裁量を行使している部分を指す。

社会性をそれぞれ 5 段階評価したもの、コントロール変数にリスク、企業規模、業種、および年次を用いて分析を行った。分析の結果、企業の CSR 活動のうち人材活動の評価のみが年固定効果を用いても依然として有意に正となり、財務パフォーマンスへの影響があることが示された。そして、年固定効果とコントロール変数の重要性を指摘した。

湯山ら（2018）は ESG 開示スコアと財務パフォーマンスとの関係について実証分析を行った。目的変数とする財務パフォーマンスの指標を、株価超過収益率、株価売買高、株価前年度比変動率、株価収益率、株価純資産倍率、ROE、ROA、総資産額、時価総額、配当率、およびレバレッジ比率⁴とした。分析の結果、単に企業が ESG スコアを積極的に開示したとしても、財務パフォーマンスに対して有意に正の影響は出ないことが示された。また、研究対象が 2013～2017 年であることから、株価大幅上昇（アベノミクス、異次元金融緩和に伴うもの）による特殊要因と、時価総額が大きい銘柄を用いたことによる海外投資家の影響も示唆された。

CSR 活動と財務パフォーマンスに関する既存研究を見ると、CSR 活動の影響は一部の項目のみ正の関係が出ているものや、有意な関係が認められないものなどその評価は未だ定まっていない。既存研究の中には、「年」で変化しやすい財務パフォーマンスを分析するうえで、単年度のデータを用いて分析を行っている研究もある（馬奈木・八木, 2008 ; 岡田, 2013）。CSR と企業業績についての実証分析を行う際には、財務パフォーマンスの変動に大きく影響しやすい「年」をコントロールする重要性があることから（大浦, 2017）、分析には単年度ではなくパネルデータを用いた固定効果モデルを採用する必要がある。大浦（2017）は 2007～2010 年の 4 年間のデータを用いて分析を行っているが、その期間を中長期的分析とするには年数が不十分であることを今後の課題とした。そのため、本分析では 2016～2020 年の 5 年間のデータを用いてパネルデータ分析を行う。また、先行研究ではコントロール変数の選択を課題とする研究が多い。CSR 活動と財務パフォーマンスの関係を明らかにするには、財務パフォーマンスに関係があると考えられる CSR 活動以外の影響をコントロールする必要がある（McWilliams and Siegal, 2000 ; 大浦, 2017）。そこで本研究では、先行研究で必要だと述べられている変数を中心に、得られるデータの範囲内でコントロール変数の選択を行うことで、これらの課題に対処する。

⁴ 企業の自己資本に対する有利子負債の割合を示す数値を指す。

1-2 目的・意義

本研究は、CSR 活動が企業価値に与える影響を明らかにすることを目的とする。企業価値のとらえ方は多数存在するが、本研究では企業価値を企業の収益性と企業の株価指標からみる。まず、CSR 活動が収益性に与える影響を分析し、次に、CSR 活動が株価指標に与える影響を分析する。分析には 2016～2020 年のデータを用いてパネルデータ分析を行う。分析に年固定効果と企業固定効果を用いることで、湯川ら (2018) のように対象年度による政策や株価変動が存在してもその影響を考慮でき、より精緻に CSR 活動の影響を明らかにできる。また、2016～2020 年の日本企業のデータを対象に分析を行うことで、近年の CSR 活動が企業価値に与える影響を明らかにできると考える。現在の CSR 活動と企業価値の関係を明らかにし、研究の蓄積に資することで、持続的な CSR 活動の推進を後押しする。

1-3 論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

第 2 章では分析に用いたデータと分析手法について述べる。第 3 章では、分析結果と考察を示す。そして、第 4 章では本論文のまとめ、結論、および今後の課題について述べる。

第2章 分析方法

2-1 分析の概要

本研究では、企業の CSR 活動が企業価値にどのような影響を与えるのかを 2016～2020 年の 5 年間のパネルデータを用いて分析する。企業価値には企業の収益性と株価指標を用いて分析する。また、分析手法には企業固定効果と年固定効果を用いた二元配置固定効果モデルを用いる。

2-2 変数とデータ

本研究では企業価値の尺度として、収益性の指標には売上高営業利益率 (*profit*)、株価指標には ROE (*roe*) をそれぞれ採用した。CSR スコアは、東洋経済 CSR 企業ランキング (東洋経済新報社, 2016, 2017a, 2018, 2019, 2020a) の 2016～2020 年までの 5 年間 (2016～2018 年は上位 700 位まで、2019・2020 年は上位 500 位まで) の企業の総合ポイント (*csr*) を用いる。その他の企業の財務に関するコントロール変数として、総資産 (*soushisan*)、時価総額 (*jika*)、外国人持株比率 (*foreign*)、資産額 (*shihon*)、負債額 (*fusai*)、および D/E レシオ (*d/e*) と、pooling 回帰モデルにのみ業種ダミー変数 (*d1700*～*d9000*) を採用した。変数の説明とデータソースは表 2-1 に示すとおりであり、変数の基本統計量は表 2-2 に示すとおりである。企業の財務データは東洋経済新報社 (2017b, 2020b) より取得した。CSR ランキングが前年度のアンケート調査を基に作成されていることを考慮して、目的変数を含む財務データは CSR スコアより 1 年前の年度末決算時のデータを用いる。また、D/E レシオは同じく 1 年前の年度末決算時の「有利子負債 ÷ 株主資本」により算出した。McWilliams and Siegel (2000) は CSR と財務パフォーマンスの分析において研究開発投資を考慮すべきとしたが、すべての対象企業のデータを取得できなかったため、本研究では採用しない。本分析では、2016～2020 年の期間で CSR ランキング上位であった 816 企業のうち、上場していない等の理由で財務データを取得できなかった 259 企業を除いた 557 企業、1790 サンプルデータを用いる。

表 2-1 変数の説明とデータソース

説明変数	変数の説明	データソース
<i>csr</i> (点)	2016～2020年の東洋経済CSRランキング上位企業のCSR総合ポイント	東洋経済新報社 (2016, 2017a, 2018, 2019, 2020a)
<i>profit</i> (%)	売上高営業利益率。企業の収益性を表す指標としてふさわしいと考えるため採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>roe</i> (%)	自己資本利益率。企業の株式に対する資本家からの企業評価の指標としてふさわしいと考えるため採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>soushisan</i> (百万円)	総資産額。総資産が多い企業ほどCSR活動に費やす資産があると考えられるため、企業規模のコントロール変数として採用した (中島・音川, 2014)	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>jika</i> (百万円)	時価総額。企業規模が大きいほどステークホルダーから社会的責任が求められると考えられるため、企業規模のコントロール変数として採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>foreign</i> (%)	外国人持株比率。優良企業ほどこの比率が高い傾向があると考えられるため採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>shihon</i> (百万円)	資本額。資本が多い企業ほどCSR活動に費やす資産があると考えられるため採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>fusai</i> (百万円)	負債額。負債額と企業価値に関係があると考えられるため採用した	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>d/e</i>	D/E レシオ。有利子負債比率のこと。リスクを軽減することで企業の安定経営を実現し、財務パフォーマンスと関係があると考えられるため、リスクのコントロール変数として採用した (大浦, 2017)	東洋経済新報社 (2017b, 2020b)
<i>d1700</i>	建設業のダミー変数	
<i>d2000</i>	食品業のダミー変数	
<i>d3000</i>	繊維、紙業のダミー変数	
<i>d4000</i>	化学、医薬品、化粧品業のダミー変数	
<i>d5000</i>	資源、素材業のダミー変数	
<i>d6000</i>	機械、電機業のダミー変数	
<i>d7000</i>	自動車、輸送機、精密機械業のダミー変数	
<i>d8000</i>	金融、商業、不動産業のダミー変数	
<i>d9000</i>	運輸、通信網、電機、ガス、サービス業のダミー変数	

表 2-2 各変数の基本統計量

変数名	平均値	標準偏差	最小値	最大値
<i>profit</i> (%)	12.87	19.19	0.01	93.88
<i>roe</i> (%)	7.99	11.22	-263.10	46.76
<i>csr</i> (点)	456.86	58.27	335.9	573.6
<i>soushisan</i> (百万円)	664428.61	1466481.06	4705.00	17809246.02
<i>jika</i> (百万円)	647092.76	1576768.46	1812.00	22591414.89
<i>foreign</i> (%)	21.89	12.19	0	73.5
<i>shisan</i> (百万円)	455289.80	1256116.04	2841.00	20060618.00
<i>fusai</i> (百万円)	659924.08	2242905.64	1192.00	31438585.06
<i>d/e</i>	0.53	0.69	0	8.12
<i>d1700</i>	0.10	0.29	0	1
<i>d2000</i>	0.09	0.29	0	1
<i>d3000</i>	0.06	0.23	0	1
<i>d4000</i>	0.09	0.29	0	1
<i>d5000</i>	0.17	0.38	0	1
<i>d6000</i>	0.17	0.38	0	1
<i>d7000</i>	0.13	0.33	0	1
<i>d8000</i>	0.07	0.26	0	1
<i>d9000</i>	0.11	0.32	0	1

2-3 分析手法

本研究では 2016～2020 年の 5 年間のパネルデータを用いた分析を行う。パネルデータを用いることによって CSR 活動が企業の収益性や株価指標に与える中長期的影響を分析することができる。また、クロスセクションデータよりも多くのデータを扱うことができるため、推計上の自由度の増加により推計の不偏性が向上し、欠落変数バイアスを回避することができる（奥井, 2015）。分析手法には pooling 回帰モデル、企業固定効果を用いた一元配置固定効果モデル、および企業固定効果と年固定効果を用いた二元配置固定効果モデルを用いる。

本研究の分析モデルは式（1）である。

$$y_{it-1} = \beta_1 \log-csr_{it} + \beta_2 control_{it-1} + \alpha_i + \delta_{t-1} + C \quad (1)$$

y_{it-1} : $t-1$ 年の企業 i の企業価値 (*profit*, *roe*)、 $\log-csr_{it}$: t 年の i の *csr* の自然対数、 $control_{it-1}$: $t-1$ 年の i のコントロール変数 (*log-fusai*, *foreign*, *log-jika*, *log-soushisan*, *log-shihon*, *d/e*) のベクトル、 β_1 : CSR スコアの自然対数の係数、 β_2 : コントロール変数の係数ベクトル、 α_i : 企業固定効果、 δ_{t-1} : 年固定効果、 C : 定数項

目的変数とする売上高営業利益率は業種によって大きく差が出るため、固定効果を用いない pooling 回帰分析では業種ダミー (*d1700*～*d9000*) を用いる。式（1）は本分析で用いる二元配置固定効果モデルを表した式である。pooling 回帰モデルでは企業固定効果 (α_i) と年固定効果 (δ_{t-1}) は用いず、一元配置固定効果モデルでは企業固定効果 (α_i) は用いるが年固定効果 (δ_{t-1}) は用いない。説明変数のうち *csr*、*fusai*、*jika*、*soushisan*、*shihon* は自然対数をとった値を用いる。

第3章 分析結果・考察

本章では目的変数を企業の収益性、株価指標としたパネルデータ分析の結果をそれぞれ示し、最後に CSR が企業価値に与える影響を考察する。なお、本章では企業固定効果と年固定効果を考慮した二元配置固定効果モデルを中心に結果を考察する。

3-1 CSR 活動と企業の収益性

企業の収益性に関する分析の結果を表 3-1 にまとめた。分析から、二元配置固定効果モデルにおいて、*log-csr* は 10%水準で有意に正であるという結果を得た。このことから、企業の CSR 活動は収益性を高めるといえる。本研究と同様に、売上高営業利益率を収益性として分析した先行研究に岡部（2013）がある。岡部（2013）による CSR と収益性の単年度分析の結果も、同じく有意に正であった。CSR が収益性に与える影響は、単年度であろうと 5 年間のパネルデータ分析であろうと、正であることが認められた。CSR をめぐる議論では、CSR が財務パフォーマンスと正の関係にあるとの結果が主流になってきている（大浦, 2017）。今回の結果では、5 年間の最新データを用いても収益性と CSR の間に正の関係が見られ、CSR と財務パフォーマンスが正であるという傾向を裏付ける結果となった。本分析から、収益性という面での企業価値を高めるには、CSR 活動への投資は有効であると考えられる。

その他の注目すべき変数は、企業規模のコントロール変数の *log-jika* と *log-soushisan* である。*log-jika* は 1%水準で有意に正の結果となった。しかし、*log-soushisan* は 1%水準で有意に負の結果となった。本研究では、中島・音川（2014）を参考に、企業規模が大きくなるほど社会への責任が重くなりかつ CSR に費やすことができる資金も増えることが予測できるとの考えから、企業規模のコントロール変数を採用した。しかし、総資産と時価総額は収益性に対して真逆の影響を及ぼすことが示された。符号は異なるがそれぞれ有意性が認められたことから、CSR と企業の収益性の分析にあたり、これらの企業規模のコントロール変数は重要であると示唆される。

表 3-1 収益性に関する分析の結果

説明変数	pooling 回帰 モデル	一元配置固定効果 モデル	二元配置固定効果 モデル
<i>log-csr</i>	-16.09*** (4.96)	10.31* (5.27)	9.97* (5.49)
<i>log-jika</i>	7.16*** (0.78)	2.99*** (0.76)	3.75*** (0.83)
<i>log-soushisan</i>	-34.12*** (1.61)	-15.51*** (3.12)	-15.57*** (3.11)
<i>foreign</i>	-0.07* (0.04)	-0.01 (0.06)	-0.01 (0.06)
<i>log-shihon</i>	16.23*** (1.49)	7.40*** (2.36)	9.74*** (2.62)
<i>log-fusai</i>	11.78*** (0.95)	7.31*** (1.81)	7.47*** (1.81)
<i>d/e</i>	5.40*** (0.88)	1.28 (1.18)	1.60 (1.19)
<i>d2000</i>	1.76 (1.87)	-	-
<i>d3000</i>	7.85*** (2.08)	-	-
<i>d4000</i>	-2.00 (1.66)	-	-
<i>d5000</i>	-2.85 (1.84)	-	-
<i>d6000</i>	-7.44*** (1.61)	-	-
<i>d7000</i>	-711.26*** (1.69)	-	-
<i>d8000</i>	-6.05*** (1.90)	-	-
<i>d9000</i>	0.93 (1.80)	-	-
定数項	114.06*** (26.51)	-	-
F 値	55.64***	7.90***	9.35***
自由度調整済み 決定係数	0.31	-0.40	-0.39

注 1：表中の上段の数値は偏回帰係数を、下段カッコ内の数値は標準誤差を示す。

注 2：表中の“***”は 1%水準 “**”は 5%水準 “*”は 10%水準で有意であることを示す。

注 3：pooling 回帰モデルでは企業固定効果の代わりに企業ダミーをいれて分析を行っている。一元配置固定効果、二元配置固定効果ともに企業固定効果がすでに含まれているため、ダミー変数の欄は (-) で示している。

3-2 CSR 活動と株価指標

企業の株価指標に関する分析の結果を表 3-2 にまとめた。分析から、二元配置固定効果モデルにおいて、*log-csr* は 5%水準で有意に負であることが明らかになった。このことから、企業の CSR 活動は投資家からの評価基準である株価指標を低める影響があるという結果になった。ROE を目的変数としている先行研究は数多く存在するが、その多くが CSR 活動は有意に正、もしくは一部の CSR 活動が有意に正であるという結果になっている (Waddock and Graves, 2000 ; Wu and Shen, 2013 ; 大浦, 2017)。本分析は、それらの分析とは異なる結果となった。異なる結果となった理由として、先行研究と本分析の CSR 変数の定義が異なることが考えられる。大浦 (2017) は人材活用、環境、企業統治、社会性それぞれを 5 段階評価したものを CSR 活動の変数として用いており、人材活用のみ ROE に対して正の影響があることを示した。一方、本研究では CSR 活動の総合評価を用いて分析した結果、CSR が ROE に対して有意に負であると示された。このことから、一部の CSR 活動が ROE に正の影響を与えていたとしても、他の CSR 活動がコストになってしまい、総合的には負の影響が示されたと考えられる。そのため本分析から、企業の CSR 活動は投資家から企業価値を高める要因として評価されておらず、コストとして認識されている可能性が示唆された。

その他の注目すべき変数はリスクを示す *d/e* である。リスクを軽減することは企業の安定経営を実現し、財務パフォーマンスと正の関係があるとし (大浦, 2017)、D/E レシオをリスクのコントロール変数として採用した。D/E レシオが高いほど企業の安定性は低いため、予想される符号は負としている。本分析でも *d/e* は *roe* に対して 1%水準で有意に負であるという結果を得た。このことから、企業の CSR 活動と財務パフォーマンス、特に株価指標に関する分析を行う際には、リスクのコントロール変数は重要であると考えられる。

表 3-2 株価指標に関する分析の結果

説明変数	pooling 回帰 モデル	一元配置固定効果 モデル	二元配置固定効果 モデル
<i>log-csr</i>	-14.1*** (3.31)	-16.78*** (6.08)	-13.75** (6.26)
<i>log-jika</i>	4.58*** (0.52)	5.99*** (0.87)	6.56*** (0.95)
<i>log-soushisan</i>	0.62*** (1.07)	0.35 (3.59)	0.07 (3.55)
<i>foreign</i>	0.05 (0.03)	-0.02 (0.06)	-0.04 (0.06)
<i>log-shihon</i>	-4.79** (0.99)	-6.08** (2.72)	1.04 (2.99)
<i>log-fusai</i>	1.07*** (0.63)	7.88*** (2.09)	8.87*** (2.07)
<i>d/e</i>	-3.72* (0.58)	-22.58*** (1.36)	-21.72*** (1.35)
<i>d2000</i>	-4.30*** (1.24)	-	-
<i>d3000</i>	-2.83*** (1.38)	-	-
<i>d4000</i>	-4.51** (1.10)	-	-
<i>d5000</i>	-3.88*** (1.22)	-	-
<i>d6000</i>	-4.39*** (1.07)	-	-
<i>d7000</i>	-5.08*** (1.12)	-	-
<i>d8000</i>	-5.17*** (1.26)	-	-
<i>d9000</i>	-4.06*** (1.20)	-	-
定数項	80.30*** (17.62)	-	-
F 値	16.48***	80.46***	85.34***
自由度調整済み 決定係数	0.11	0.0001	0.02

注 1：表中の上段の数値は偏回帰係数を、下段カッコ内の数値は標準誤差を示す。

注 2：表中の“***”は 1%水準 “**”は 5%水準 “*”は 10%水準で有意であることを示す。

注 3：pooling 回帰モデルでは企業固定効果の代わりに企業ダミーをいれて分析を行っている。一元配置固定効果、二元配置固定効果ともに企業固定効果がすでに含まれているため、ダミー変数の欄は (-) で示している。

3-3 CSR 活動と企業価値

目的変数である企業価値の尺度として、企業の収益性と株価指標の 2 つを採用し分析を行った結果、CSR 活動は収益性に対しては有意に正の影響を与えている一方、株価指標には有意に負の影響を与えていることが示された。CSR 活動は企業の収益性を上げるにもかかわらず株価指標を低下させる影響があるという結果から、CSR 活動によって社会投資を行う企業を評価しない投資家の存在が示唆される。Lioui and Sharma (2012) は CSR が財務パフォーマンスに対して負の影響を及ぼす要因に、投資家が CSR 活動を潜在的なコストまたは企業のペナルティのようなものと認識している事実があることを示した。本分析の結果からも、Lioui and Sharma (2012) と同じく、投資家が CSR をコストとして認識し、CSR が収益性に与える正の影響を消していると考えられる。企業が投資家に対して CSR 活動の収益性への正の影響を示し、コストであるという投資家の認識を改めることができれば、CSR 活動が企業価値の向上に寄与する可能性がある。

第 4 章 結論

本章では、まず第 3 章までのまとめを述べる。そして、本研究の結論と今後の課題を述べる。

4-1 本論文のまとめ

ここでは第 1 章から第 3 章までのまとめを述べる。第 1 章では、世界の SRI 市場の成長と日本の実情を示し、その後 CSR 活動と財務パフォーマンスの関係を分析した先行研究、および本研究の目的・意義について述べた。第 2 章では、本研究で扱う企業価値やコントロール変数に関する変数とデータソース、および分析手法について述べた。本分析の目的変数である企業価値の尺度には、企業の収益性を表す売上高営業利益率と、株価指標である ROE を用いた。第 3 章では、まず CSR が収益性に与える影響をパネルデータ分析し、次に CSR が株価指標に与える影響を同じくパネルデータ分析した。その後、2 つの分析をまとめて、CSR が企業価値に与える影響を考察した。分析から、CSR 活動によって社会投資を行う企業を評価しない投資家の存在が示唆された。

4-2 結論

本研究より、CSR 活動は収益性を向上させるが、株価指標を低下させることが明らかになった。このことから、CSR 活動をコストとして認識し、CSR 活動によって社会投資を行う企業を評価しない投資家の存在が示唆された。今後、日本企業の CSR 活動を推進していくためには、企業の CSR 活動が収益性を向上させる可能性を、企業や政府が積極的に投資家をはじめとするステークホルダーに対して示す必要がある。

4-3 今後の課題

最後に本研究の分析を踏まえて、今後の課題を述べる。まず、本研究で CSR スコアとして採用した東洋経済新報社のスコアは 1 位の企業を 600 点満点とした相対評価であり、絶対評価のデータと比較するとパネルデータの変数として用いるにはデータと

して不十分であることが課題の1つとして挙げられる。多数あるCSR関連スコアのうちどれを採用するかは、CSRを分析するうえで今後重要な議論となってくると考えられる。次に、CSRが財務パフォーマンスに与える影響の分析を行う際、財務関連の変数の選択も慎重に行うべき大きな課題である。本研究では目的変数である収益性と株価指標の変数としてそれぞれ売上高営業利益率とROE、コントロール変数として時価総額、負債、総資産、自己資本、外国人持株比率、D/Eレシオ、および業種ダミーを採用した。コストのコントロール変数として研究開発費を採用すべきとする先行研究もあるが（McWilliams and Donald Siegel, 2000）、本研究ではデータが揃わなかったため採用できなかった。このようにコントロールしたい要因があったとしても、データが存在しないこともある。今後より精緻な分析を行うためにも、さらなる財務データの開示と研究の蓄積が望まれる。

参考文献

- 1) GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) (2018) Global sustainable investment review 2018. < http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review_2018F.pdf > , 2021/02/03.
- 2) JSIF (Japan Sustainable Investment Forum) (2019) Sustainable Investment Survey 2019. < <http://japansif.com/2019survey-en.pdf> > , 2021/02/03.
- 3) Lioui, A. and Sharma, Z. (2012) Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics* 78, 100-111.
- 4) McWilliams, A. and Siegel, D. (2000) Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal* 21(5), 603-609.
- 5) PRI (Principles for Responsible Investment) (2015) 21 世紀の受託者責任 < <https://www.unpri.org/download?ac=2974> > 2021/02/03.
- 6) PRI (2019) PRI パンフレット < <https://www.unpri.org/download?ac=10971> > 2021/02/03.
- 7) Waddock, S. A. and Graves, S. B. (1997) The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal* 18(4), 303-319.
- 8) Wu, M. W. and Shen, C. H. (2013) Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking and Finance* 37(9), 3529-3547.
- 9) 遠藤業鏡 (2013) CSR 経営が企業価値に及ぼす効果. *日本政策投資銀行・設備投資研究所* 34(2), 1-36.
- 10) 大浦真衣 (2017) CSR への取り組みと財務パフォーマンスの関係性—上場企業のパネルデータを用いた実証分析—. *ノンプロフィット・レビュー* 17(1), 49-62.
- 11) 小方信幸 (2016) 社会的責任投資の投資哲学とパフォーマンス—ESG 投資の本質を歴史からたどる—. 同文館出版.
- 12) 岡部寛史 (2016) 日本企業における CSR 活動と収益性に関する実証研究. 早稲田大学専門職学位論文.
- 13) 奥井亮 (2015) 固定効果と変量効果. *日本労働研究雑誌* 657, 6-9.

- 14) 東洋経済新報社 (2016) 東洋経済 CSR ランキング. 東洋経済 ONLINE < <https://toyokeizai.net/articles/-/113426> >, 2021/01/31.
- 15) 東洋経済新報社 (2017a) 東洋経済 CSR ランキング. 東洋経済 ONLINE < <https://toyokeizai.net/articles/-/167266> >, 2021/01/31.
- 16) 東洋経済新報社 (2017b) 会社四季報 CD-ROM2017 夏. 東洋経済新報社.
- 17) 東洋経済新報社 (2018) 東洋経済 CSR ランキング. 東洋経済 ONLINE < <https://toyokeizai.net/articles/-/223678> >, 2021/01/31.
- 18) 東洋経済新報社 (2019) 東洋経済 CSR ランキング. 東洋経済 ONLINE < <https://toyokeizai.net/articles/-/285738> >, 2021/01/31.
- 19) 東洋経済新報社 (2020a) 東洋経済 CSR ランキング. 東洋経済 ONLINE < <https://toyokeizai.net/articles/-/361245> >, 2021/01/31.
- 20) 東洋経済新報社 (2020b) 会社四季報 CD-ROM2020 夏. 東洋経済新報社.
- 21) 中川隆広・音川和久 (2014) SRI 活動と会計利益の質の関連性. 国民経済雑誌 210(1), 55-67.
- 22) 日本サステナブル投資フォーラム (2020) サステナブル投資残高アンケート 2020 調査結果. < <https://japansif.com/archives/1062> >, 2021/02/03.
- 23) 濱村純平 (2020) CSR を重視する企業における戦略的振替価格設定. 桃山学院大学経済経営論集 61(4), 105-125.
- 24) 馬奈木俊介・八木迪幸 (2008) CSR と企業評価に関する分析. 環境科学会誌 21(3), 235-238.
- 25) 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 (2018) 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 57(10), 72-83.

謝辞

本論文を締めくくるにあたり、2年間指導教員としてご指導いただきました松本先生には心からの感謝を申し上げます。ご多忙の中、不出来な2人組を見捨てず、時に厳しく、時に優しく御指導していただきました。この御恩は末代まで語り継ぎます。本当にありがとうございました。

そして、同じゼミ室で切磋琢磨した野田、筒井、おはる、金谷⁵。みんなのおかげ⁶で大学に足を運ぶことができました。また、環444⁷にきて暖かい言葉をかけてくださった山本先生、重富先生、優しい笑顔で癒してくださった柳瀬さんにも、心より感謝申し上げます。とても楽しかったです。ありがとうございました。

来年度はきっと同じ部屋で松本ゼミのまりコンビと西村くんがお菓子を食べることでしょう。後輩の皆さん、卒論頑張ってください。

最後に、大学4年間仲良くしてくれた友人と、遠くから見守り続けてくれた家族にも感謝の意を表したいと思います。意味の分からないウイルスに苦しめられもしましたが、皆様のおかげでとても楽しく、密度の濃い4年間を過ごすことができました。この4年間の経験は、今後の人生に統計的に有意に正の影響を与えてくれると思います。

皆様、本当にありがとうございました。

⁵ 松本ゼミと山本ゼミのメンバー。多種多様な人材が揃っている。優しい。

⁶ ここでの「おかげ」とは、ゼミ室の雰囲気に加えて、各個人が持参する菓子類の提供を含んでいる。

⁷ 環境棟4階、松本ゼミと山本ゼミの共同学生研究室。なぞにオフィスカジュアルな内装をしている。