

CSR活動と財務業績の関係に関する実証分析

—業種別の特徴と個別のCSR活動に着目して—

CSR(Corporate Social Responsibility) and Firm Financial Performance

: Focused on industrial divisions and CSR activities

経済学研究科経済学専攻博士後期課程在学

荒 木 真 貴 子

Makiko Araki

I. はじめに

平成17年に施行された「環境情報の提供の促進等により特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法」には、事業者と国民の責務として、「投資その他の行為をするにあたっては、環境情報を勘案してこれを行うように努めるものとする」と定められている¹。

主流の投資家(株価重視の投資家)の投資行動の目的が最大限の価値の増大にあるとすれば、環境に配慮した投資により投資家に利益がもたらされるということが証明される必要があると考えられる。また企業は現在、環境活動だけではなく、より広いCSR活動に取り組んでいる。そこで企業による環境・社会に配慮した経営行動が財務パフォーマンスにどのように影響を及ぼすのか、その因果関係が明らかにされる必要がある。最近では、環境情報だけでなく社会的側面も配慮に入れたSRIの投資信託が日本で多く販売されているが、その残高の低さが指摘されているので、まずSRIの概要について確認し、財務パフォーマンスと社会業績との関連の実証研究の必要性について論じる。

先行研究レビューを通じてSRI先進国である海外では、数多くのSRIファンドから得られる実証データに基づいて、SRIと投資収益率の関係を分析し、投資手法としてのSRIの有効性を検証しようという研究が進んでいる²ことが明らかになった。海外、国内、それぞれの先行研究によると、SRIインデックスのパフォーマンスはベンチマークと比較しても遜色のない収益を上げていることが証明されている³。

¹ 「環境情報の提供の促進等による特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法律（環境配慮促進法）」環境省。

² 1990年代後半になってCSRやSRIの概念が導入されてきたが、SRIのパフォーマンスに関する研究は行われていなかった。我が国研究者が海外のSRIファンドを対象として実証研究を試みた実績も存在しておらず、運用手法としてのSRI研究は皆無に近い状態だった（長谷川、2004）。

³現状では、SRIの有効性を証明する定量的かつ理論的枠組みは確立していないが、対象ファンドを拡大し長期にわたる検証を行うことで、SRIの非財務的スクリーンと運用パフォーマンスは、従来考えられていたようにトレードオフの関係にあるわけではないという見方が浸透しつつある（長谷川、2004）。

しかし、その評価機関の基準によってその評価の観点はさまざまであり、どのCSRの要因が業績に良い影響をもたらされているのかが明らかにされていない。そこで、どのようなCSR活動がパフォーマンスにより影響を及ぼすのかを明らかにする必要があると考えられる。また具体的なCSR活動と財務業績の因果関係の測定の際には業種ごとの違いも考慮すべきであると考えられる。欧米ではマテリアリティの議論も活発になってきている⁴。マテリアリティとは「個々のCSRの活動が企業価値に与える実質的あるいは具体的な影響の度合い」（河口、2005）である。マテリアリティという概念は企業の社会・環境活動の体制やしぐみを網羅的に評価するアプローチではない。企業財務に大きく影響するCSR要因を特定し、その要因が財務にもたらすパフォーマンス関係を明らかにしていくというものである。一般的に考えられるCSR活動の分野には広範囲な活動が含まれている。実際の企業評価にあたっては、それぞれの企業の地域特性や業種などの特徴も考慮する必要がある。

以上のことから、本論文では「CSR活動の評価は、財務業績の評価と正の相関関係を持つ（仮説1）」という仮説を立て、「CSR評価」と「財務評価」の相関を分析する。また、どのような具体的なCSR活動が財務パフォーマンスにより強い影響を及ぼすのだろうかという疑問のもとに、「財務パフォーマンスへの影響はCSRの項目ごとに異なる（仮説2）」という仮説をたてる。

II. SRIの概要

1. SRIの形態

社会的責任投資（Socially Responsible Investment= SRI）についての確定された国際的な定義はない。一般的には、「企業への株式投資の際に、財務的分析に加えて、企業の環境対応や社会的活動などの評価、つまり企業の社会的責任の評価を加味して投資先企業を決定する投資手法」と理解されている。SRIを広く捉えると、そこには多様な形態が存在する。谷本（2003）はそれらを3つに区分して以下のように説明している。

(1) ソーシャル・スクリーン

ソーシャル・スクリーンとは、その事業内容や事業活動のプロセスにおいて社会や環境に対して行う配慮といった側面から評価して投資先を決定することである。このソーシャル・スクリーンはネガ

⁴ SRIを議論する上で、欧米ではMateriality（マテリアリティ）という新しい概念を中心に議論する流れができていく。Materialには「物質、具体的、実質的」という意味がある。これに基づいてマテリアリティを定義すると、「個々のCSRの活動が企業価値に与える実質的あるいは具体的な影響の度合い」となる。主流投資家の間からは、「異なるCSR活動のそれぞれのマテリアリティを知りたい」、さらに「業界固有のマテリアリティを明らかにしたい」というニーズが高まっている。すでにSRIアナリストはそれぞれの業種や個別企業のマテリアリティを解明する努力をしている。しかし、自社のマテリアリティについて一番把握しているあるいは把握可能なのは企業自身である。SRIアナリストの調査分析を待つだけでなく、企業が自社のCSR活動情報を開示するのであれば、そのマテリアリティについても積極的に情報発信する必要がある。

ティブ・スクリーンとポジティブ・スクリーンの2つに分類できる。ネガティブ・スクリーンとは社会的批判の多い産業に関連する事業を行っている企業を投資対象から除外するというものである。現在、欧米で投資対象から除外されている産業としては、軍事、原子力、タバコ、アルコールなどが一般的である。

ポジティブ・スクリーンとは、企業の事業内容や事業活動のプロセスにおいて行う、社会や環境に対する配慮を評価し、社会的責任を果たしていると認められる企業を積極的に投資対象に含めていくというものである。

企業は投資する側の多様な評価基準に基づいて評価されるが、用いられる評価基準は統一的なものではない。SRIにおいて評価対象とされる領域や基準は各投資主体によって異なっており、また、その評価基準は時代によって変化するものである。

(2)株主行動

株主行動とは、株主の立場から企業と積極的にかかわり、その経営や方針、システムに影響を与えようとすることである。従来、株主行動というと、経営陣とは対決的なものが主であった。しかし、近年、このような株主行動には大きな変化が見られる。

(3)ソーシャル・インベストメント／ファイナンス

SRIの3つ目の形態がソーシャル・インベストメント、または、ソーシャル・ファイナンスと呼ばれるものである。これはさら三つに分類することができる。

①地域開発投資：これは、荒廃・衰退した地域の経済的開発の支援を目的に行われる投資であり、具体的には大都市のインナーシティにおいて、低所得者やマイノリティなどを対象に、低額の住宅の供給や起業などを支援する活動である。

地域開発投資を後押しするものとして、米国には1977年に制定された「地域再投資法（CRA: Community Reinvestment Act）」という法律がある。これは低所得者層などが多く住む地域への金融機関の融資差別（レッドライニング）をなくすためにつくられた法律で、地域の活性化に効果を発揮している。

日本においても地域再投資法を導入しようという動きが起こりつつある。米国のCRA強化の結果、興味深いことはCRA関連の貸し出し事業が思いのほか採算性の高いニッチな分野であることが判明したことである。

②社会開発投資：社会開発投資とは、自然エネルギーの開発やフェア・トレードなどの社会的事業を行う事業体に対する融資や投資と、総括して捉えられる。その形態は、地域開発投資と同じく、様々な形態が存在する。発展途上国において貧困層の経済的自立を促すことを目的として、小規模なビジネスに対して小額の融資をおこなうマイクロ・ファイナンスなどもこの範疇である。

③社会的に責任ある公共投資／開発投資：これには政府が公共投資を行うにあたって、その公共投資が社会や環境に与える影響を配慮することや公共事業の入札において入札参加企業の社会的責任への

取り組みをその評価の基準の一つとして組み込むことが含まれる。

次に谷本（2003）に従いSRIのメカニズムについて概観する。SRIは基本的に市場のメカニズムを活用して社会的に責任ある企業かどうかを評価するものである。法律によってCSRの内容を規定したり規制したりすることでも、企業の自主性・倫理性に委ねてしまうことでもない。個人や機関投資家が、ソーシャル・スクリーンを行っている評価機関の提供する企業情報に基づいて投資先を選定する、あるいは選定しないことによって、企業にプラス、あるいはマイナスのサンクション（制裁）を与えることになる。SRIはこのように投資の力を通して企業経営に影響を与えるものである。このシステムを支持する投資家が増え、市場に定着していけば、社会的責任を果たす企業が積極的に評価される新しい規範が市場に形成されていくことになる。年金基金運用を中心とした機関投資家がソーシャル・スクリーニングを投資決定に組み込み始めたことは、中長期的に企業を評価するにあたってCSRが大きな意味を持つようになってきたからである。

2. CSRの関心の高さ と SRI 運用の低さ

図表1が示すように多くの日本企業がCSR活動に関心を持ち、その活動を実施している⁵。CSRを意識した企業経営については、「実施している」と回答した企業等が62.2%と最も高く、次いで、「実施に向けて現在検討している」の27.8%などとなっており、半数以上の企業等が既にCSR活動に取り組んでおり、関心も高いことがわかる。

⁵ 環境省は東京、大阪、名古屋の各証券取引所の1部、2部上場企業2,695社及び従業員数500人以上の非上場企業等3,749社、合計6,444社を対象とし、各社の平成17年度における取組について平成18年8月にアンケート調査を実施した。

○調査期間 平成18年7月14日（金）～平成18年8月11日（金）

○調査対象 ①東京、大阪及び名古屋証券取引所1部及び2部上場企業 2,695社

②従業員500人以上の非上場企業及び事業所 3,749社 合計 6,444社

※従業員500人以上の非上場企業及び事業所には、上記①以外の証券取引所上場企業、生協、農協、医療法人、公益法人等は含まれるが、学校法人、宗教法人、一部の組合(企業組合、商工組合等)は、調査対象から除外。

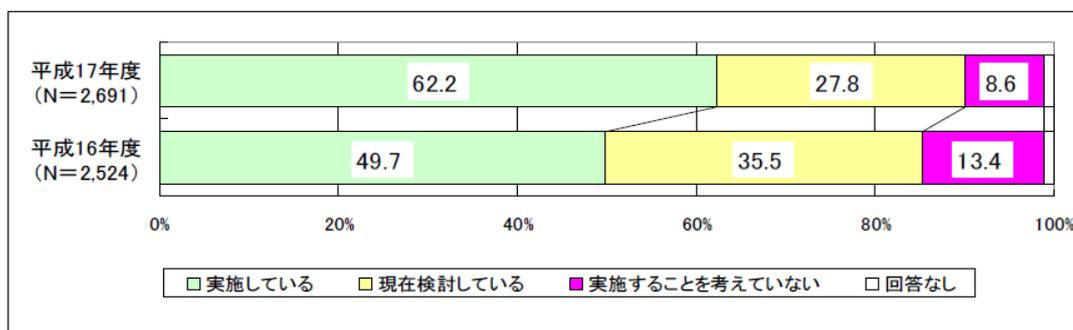
○有効回答数：上場企業：1,213社 {有効回収率：45.0%、(16年度42.9%)}

非上場企業等：1,478社 {有効回収率：39.4%、(16年度37.2%)}

合計：2,691社 {有効回収率：41.8%、(16年度39.5%)}

図表1 CSRを意識した企業経営の取り組み状況

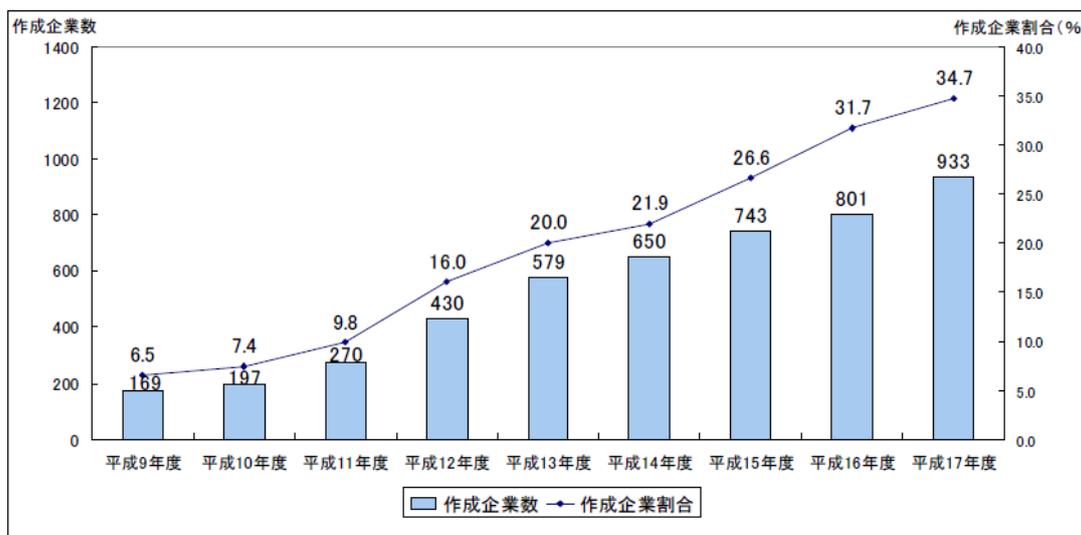
出所) 環境省「平成17年度環境にやさしい企業行動調査結果 概要版」平成18年12月



<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/h17/gaiyo.pdf>

また、環境報告書の作成・公表の状況については、有効回答数2,691社のうち「作成・公表している」と回答した企業等が34.7%、933社あり、平成16年度に比べ3.0ポイント、132社増加している。上場、非上場でみると、情報を公開している企業等1,585社のうち「環境報告書を作成・公表している」上場企業は67.9%、非上場企業は48.7%となっている（図表2）。

図表2 環境報告書作成企業数の推移

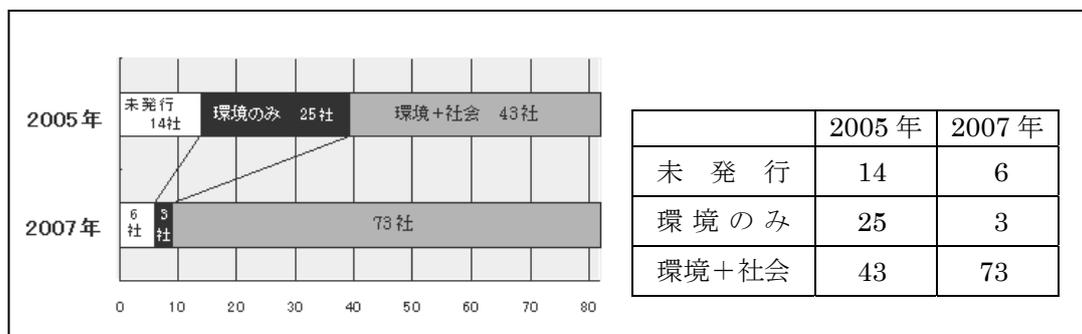


出所) 環境省「平成17年度環境にやさしい企業行動調査結果 概要版」平成18年12月

<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/h17/gaiyo.pdf>

さらに報告書の内容にも変化が起きている。2005年から2007年にかけて報告書の名称の変化を調査した。「未発行企業」、「環境のみを名称に入れた企業」、「社会的な側面も配慮した企業」の3つに分け、表3でその変遷を示した。表3からわかることは次のとおりである。報告書の未発行企業がかなり少なくなってきたこと（82社中、6社のみ）、「環境報告書」から「社会的な側面も考慮した」ことを表す名称（例：社会・環境報告書）に変わってきていることである。

図表3 報告書の発行状況



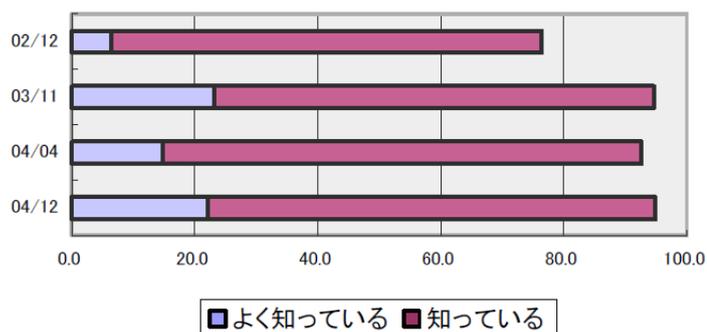
注) 企業規模ランキングは「フォーチュン500⁶」より日本企業を抽出（合計82社）。企業の各ホームページと非財務報告書より、報告書の名称と発行年を調査（2005年7月と2007年3月のデータ）。

図表4は大和インベスター・リレーションズによるSRIの認知度の推移を調査したものである⁷。これは日本国内の主要な日系・外資系証券会社調査部門及び機関投資家148名を対象に調査されたものである。SRIの認知度についての質問では、全体で「よく知っている」、「知っている」を合わせて94.9%と、同機関の2006年1月時点での調査と比較して2.3ポイント上昇し、ほぼ100%に近づいた。

⁶ Global 500 World's Largest Corporations, FORTUNE 150(2), July 26, 2004, pp61-72

⁷ 大和証券グループのIR（投資家向け広報）コンサルティング会社である大和インベスター・リレーションズ株式会社がSRIの日本企業への影響について調査したもの。日本国内の主要な日系・外資系証券会社調査部門及び機関投資家148名（ファンドマネージャー26名、バイサイドアナリスト40名、セルサイドアナリスト67名、その他15名）からアンケートの回答を得た。これは2006年1月に続いて6回目の調査である。
調査期間：2007年1月23日～1月31日 有効回答者数：148名

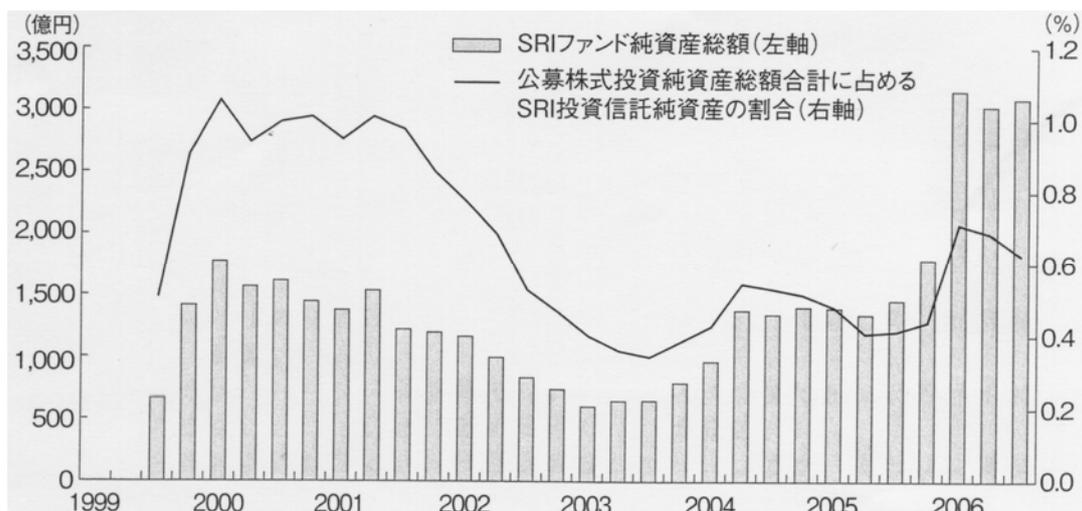
図表4 SRIの認知度推移



出所) 大和インベスター・リレーションズ「社会的責任投資(SRI)の日本企業への影響」の調査結果から(プレスリリース)<http://www.daiwair.co.jp/pdf/pr070306.pdf>

以上で示したように企業によるCSR活動は活発化しており、企業のCSR活動を投資の判断にするSRIも注目を増しつつあるが、その実際の残高はどのようになっているのだろうか。図表5は個人向けSRI型投資信託の純資産総額と公募株式投信の純資産総額合計に占める割合の推移を示す。これを参照すると、近年は企業年金向けSRIファンドが登場しているものの、必ずしも増加基調にあるとはいえない。2000年から2001年にかけて1%前後で推移した後2003年中ごろに0.4%までに低下し、その後は0.4~0.6%の水準にとどまっている。個人のリスク選好度合に変化が見られ、1990年代以降初めてリスクアセットの割合が増加基調に転じたにもかかわらず、SRI型投資信託が相対的に増えていないのはなぜだろうか。

図表5 個人向けSRI型投資信託の純資産総額と公募株式投信の純資産総額合計に占める割合の推移⁸



出所) 谷本寛治編著(2007)『SRIと新しい企業・金融』東洋経済新報社、234ページ

2007年10月時点での状況は次の通りである。投資信託協会⁹のホームページの運用会社一覧¹⁰によると現在123社の運用会社がある¹¹。そのうち19社がSRIに関するファンドを設定している¹² (同一の運用会社が複数のSRIファンドを運用している場合もある)。種類別に見てみると、国内株式型¹³が20本、国内ハイブリッド型¹⁴が1本、国際株式型¹⁵8本、国際ハイブリッド型2本、設定1年未満ファンドが2本となっている (合計33本)。現在のSRIファンドの純資産総額は合計293,127百万円 (2007年9月末付) となっている¹⁶。投資信託協会の投資信託概況によると公募株式投信の純資産残高は67兆5,094

⁸本図表はモーニングスター及び投資信託協会の情報により作成されている。SRIファンド純資産総額のデータは、モーニングスターのホームページに掲載されている。SRIファンドの純資産総額を合計したものであり、現存する全SRIファンドを網羅したものではない。投資信託協会のデータは興銀第一ライフ「エコ・ファンド」について2000年7月2日以前のデータ、三井海上アセットマネジメントの「エコ・バランス」について2002年12月2日以前のデータが欠落しているため、本図表には欠落期間における両ファンドのデータが含まれていない。

⁹社団法人投資信託協会は投信の健全な発展のために活動を行う団体として1957年7月に、投資信託の発展に伴い健全な情報の提供を行う証券投資信託の業界団体として創設された。

¹⁰一覧には投資信託協会の会員になっている運用会社がコード順に掲載されている。

http://www.r-i.co.jp/toushin/u_list.html

¹¹平成19年9月の投資信託概況 平成19年10月12日 <http://www.toushin.or.jp/result/index.html>

¹²モーニングスターのSRI投資信託の一覧表による (2007年9月末付)。

http://www.morningstar.co.jp/sri/rt_info/jpn_srifunds.htm

¹³主に国内の株式で運用する投資信託。

¹⁴ハイブリッドとは、株式型にも債券型にも属さないファンド群のこと。株式型の規定は過去3年間の平均株式組入れ比率が70%以上のもの。債券型は同様に過去3年間の平均債券組入れ比率が70%以上のもの。いずれにも属さないものがハイブリッド型とされるが、国内転換社債型もハイブリッド型に分類されている。

¹⁵海外の株式を中心に運用する投資信託。

¹⁶モーニングスターの日本のSRIファンドとして挙げられている33本のファンドの純資産総額を合計した (2007年9月末付)。

億円（2007年9月末時点）である¹⁷。よってそのうちSRIファンドの占める割合は0.4%に過ぎない。

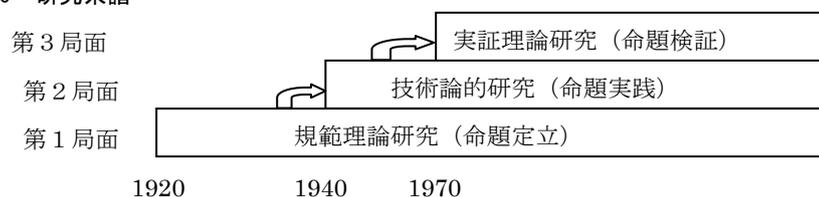
SRI運用の低さの理由として最も多く指摘されるのが情報不足である。とくにCSR活動と財務業績の相関についての実証研究が求められる。我が国のCSRにおける研究は理論研究や制度についての研究が中心で、実証研究が不足している状態である。そこで、日本企業のデータを用いてCSR活動と財務業績との相関関係を分析することは意義があると考えられる。

Ⅲ. 先行研究レビュー

1. 海外の先行研究レビュー

森本（1998）は海外のCSRの実証理論研究について詳細にその系譜を研究している。その著書において森本はCSRに関する研究は図表6で示される雁行する3局面をとって展開してきているとしている。

図表6 研究系譜



出所：森本三男（1998）『企業社会責任の経営学的研究』白桃書房 6ページ。

第1局面はCSRの本質と内容に関する研究であり、この局面の性格は、規範論志向の強い理論である。そのほとんどは、企業に関する理論や企業行動に関する事実を土台にしている。経営学の文献として、最初に社会責任という言葉を用いてその必要と内容を論じたのは、シェルドンであろうとされている¹⁸。シェルドン以降は、この分野の研究は非常に多くされてきているが、その論争は絶えることがない。CSRの意義や範囲、項目、達成水準等の論争の中で、必然的に第2局面の研究が展開してきた。

第2局面はCSRのあり方に関する研究であり、企業のCSR遂行度、つまり企業の社会業績の測定・評価のための技法の開発という技術論的志向の強い実践的研究が行われた。CSRのような問題は、単に規範理論にとどまるのみでは、不十分で、企業が実践しないと無意味であるという立場である。このような立場から、CSRの実践の方策が研究されることとなった。その焦点は、CSRの実践状況の

¹⁷ 社団法人投資信託協会「平成19年9月の投資信託概況」平成19年10月12日
<http://www.toushin.or.jp/result/index.html>

¹⁸ 森本（1994）6ページ。

把握や実践成果の測定・評価が中心となった。つまり、企業のCSRの遂行度や企業の社会業績が注目されることとなった。CSR研究の第2局面は、このような社会業績の測定や評価のための技法の開発という技術論的志向の強いものとなった。この局面の原点はKrepsの社会監査にある¹⁹とされている。またこれらと並行して、CSR問題の性格上、環境主体へのSP情報の開示による理解と支持の獲得、その際の情報の信ぴょう性の確保のための監査などの問題についても幾多の提言が行われた。これらは、ディスクロージャーと企業社会監査の領域である。しかし、第2局面の所産である提案・提言はそのままでは、ほとんど実践には定着しなかった²⁰。

1970年代に入って、第2局面の研究成果を応用し、または新しい方法を開発して、CSRの遂行や社会業績が企業に対してどのような効果を及ぼすのかということを検証して、法則的命題を定立しようとする新たな動きが現れた。このような研究の中心は、収益性を主内容とする企業経済業績と社会業績がどのような関係にあるかを説明することにおかれた。つまり社会業績の測定には、第2局面で開発された測定の技法や新しく開発された別の方法が用いられ、経済業績の測定には株価のような市場データや財務諸表のような会計データを使用して、その2つの間にはどのような法則性があるのかということを見ようとする試みであった。これがCSR研究の第3局面である。

そして第3局面が本論文との関わりの深い研究である。これはCSRの遂行や社会業績が企業に対してどのような効果を及ぼすかを検証しようとする研究である。すなわち、社会業績の測定には第2局面で開発された測定技法や他の手法を用い、経済業績の測定には会計データを用いて両者間の法則性を発見しようとした試みがCSRの第3局面である。森本は第3局面の研究に関する研究について集約・整理するとともにそれぞれの研究について問題点と意義を述べている。以下の図表7は第3局面の諸研究の類型をあらわしたものである。

¹⁹ Carroll, Archie. B. and Buchholtz, A. K., *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management 5th*, South-Western College Publishing, 2003, p.111.

²⁰ その理由について森本は、「1960年代に世界的に深刻化していた環境汚染をはじめとするCSR関連問題が少なくとも表面的には鎮静化したこと、既存の諸経営システムとの整合性に欠けていたこと、企業自体がそれら提言等の採択に積極的でなかったこと、所提案の内容が必ずしも現実的であるとは言えなかったこと、1980年代以降の新しい「地球環境問題」すなわち特定フロンガス、地球温暖化、酸性雨等の問題や1990年代の「環境監査 (environmental audit)」の問題に対応できないこと、などによるものと思われる。」としている。

図表7 第3局面の類型

(1) 社会開示 (social disclosure, SD) とSPの相関の検証・・・(SD・SP相関研究)
(2) SDとEPの相関の検証・・・・・・・・・・・・・・・・・・(SD・EP相関研究)
(2.1) EPとして会計業績 (AP) を用いるもの・・・・・・・・(SD・AP相関研究)
(2.2) EPとして(株式)市場業績 (MP) を用いるもの…(SD・MP相関研究)
(3) SPとEPの相関の検証・・・・・・・・・・・・・・・・・・(SP・EP相関研究)
(3.1) EPとしてAPを用いるもの・・・・・・・・・・・・・・・・(SP・AP相関研究)
(3.2) EPとしてMPを用いるもの・・・・・・・・・・・・・・・・(SP・MP相関研究)
(3.3) EPとしてAPとMPの両者 (AMP) を用いるもの…(SP・AMP相関研究)
(4) 上記以外の相関、例えばSDと規模、SPと規模、SPと組織などの相関の検証を意図するもの

出所：森本、前掲書226ページ

注：略号は次の通りである。SP(social performance)社会業績、EP (economic performance) 経済業績、AP(accounting performance)会計業績、MP (market performance) 市場業績、AMP (accounting and market performance) 会計・市場業績。

2. 国内の先行研究レビュー

国内のSRIの投資収益率の 実証分析においてはSRIインデックスをTOPIXなどのベンチマークと比較して収益率の高さを比較して行なわれる方法が一般的である。長谷川 (2004) は、「環境格付けによって選別された企業で構成されるユニバースの投資収益率がTOPIXの投資収益率より上回った」としている。首藤、他 (2006) においては、「CSR方針が明確な企業は総花的なCSR活動を施行する企業より、総じて高いパフォーマンスをあげている」と結論している。

近年CSR活動を行なっている企業のパフォーマンスはCSR活動を行なっていない企業よりも比較的良好であるとする調査結果がおおむねである。しかし先行研究ではCSRの具体的な取り組みと財務パフォーマンスの因果関係については調査されていない。そこでCSRの具体的な取り組み項目のうち、「人材活用」、「環境」、「企業統治」、「社会性」のどの項目がより財務パフォーマンスに強く影響を及ぼすのだろうかという疑問が生じる。

図表8 国内の先行研究

<p>長谷川直哉 (2004)「社会的責任投資における企業評価モデルの研究」</p>	<p>環境格付によって選別された企業で構成されるユニバースの投資収益率が、計測期間において市場の投資収益率 (TOPIX) を上回ったこと、環境格付の上位企業ほど投資収益率が上昇したことから、環境格付が運用パフォーマンスにプラスに寄与する可能性が高いことが示唆される結果が得られている。</p>
<p>首藤恵他 (2006)「企業の社会的責任 (CSR) への取り組みとパフォーマンス：企業収益とリスク」</p>	<p>SRIインデックスに含まれている企業と、含まれていない企業とのパフォーマンスの差を分析し、この検証結果はCSRへの戦略的取り組みが企業価値と密接に結びついている可能性を示唆している。特に、CSR方針が明確な企業は総花的なCSR活動を施行する企業より、総じて高いパフォーマンスをあげている。</p>
<p>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」</p>	<p>日本の大企業から中小企業まで約600社を対象に調査。企業規模、業種、株式公開の有無、財務的パフォーマンスとCSRの取り組み状況との関係を実証的に分析したものである。企業規模が大きいほどCSRの取り組み度が高いこと、上場企業のほうが非上場企業より、製造業のほうが非製造業より、CSRの取り組み度が高いことが明らかにされている。</p>

注：先行研究を筆者が整理・要約したもの。

3. 分析手法の整理

CSRと企業業績の関係を調査する上では、どのような指標を用いて分析するかが問題となる。眞崎(2006)はその手法について次のように整理している。まず、「CSRパフォーマンス評価」の指標としては、①企業の社会的な評価・評判に関するマスコミ等の調査ランキングスコアを使う方法、②CSR評価機関の指標を使う方法、③サーベイ方式、即ち独自の調査票を作成して対象企業にアンケート調査等を行う方法²¹、などがある。このほかにも企業のディスクロージャー、CSR報告書等を用いて内容を分析する方法や、情報開示そのものを評価する方法もある。

次に「財務的業績評価」については大きく、①財務系指標と、②市場パフォーマンスなどの市場系指標に分類される。財務系指標はROA (資産利益率)、ROE (株主資本利益率)、ROS(売上利益率)などが用いられることが多い。また、負債比率やベータなどがリスク指標として採用されることもある。

²¹森本はサーベイ方式は、CSRに熱心な企業だけが回答する疑い、即ちサンプルの代表性への疑念を抱かせるとしてこの方法の欠点も指摘している。この指摘は本論文の分析にもあてはまると考えられる。

IV. CSRと財務パフォーマンスの相関に関する分析

1. サンプリングとデータ

ここでは眞崎（2006）の方法を応用して分析を行う。この分析では主に『CSR企業総覧2008』に記載されているデータを用いる²²。対象とする業種は「建設業」、「電気機器業」、「情報通信業」、「小売業」、「サービス業」の5つである²³。この5つの業種で「CSR評価」と「財務評価」の相関をみる。

「CSR評価」の具体的な項目は「人材活用」、「環境」、「企業統治」、「社会性」の4つである。また「財務評価」の具体的な項目は「成長性」、「収益性」、「安全性」、「規模」の4つである。『CSR企業総覧』ではこれらの具体的な項目をそれぞれAAA、AA、A、B、C、－（評価不能）の5段階で格付けしている（図表9）。この分析ではこの格付けを「AAA=5点、AA=4点、A=3点、B=2点、C=1点、評価不能=0点」と点数化する。そしてその「CSR評価の4項目」と「財務評価の4項目」のそれぞれの点数の相関について計測し、その特徴を見ていく²⁴。

図表9 『CSR企業総覧2008』の記載例

〇〇社							
CSR評価							
人材活用	C	環境	—	企業統治	B	社会性	B
財務評価							
成長性	B	収益性	B	安全性	AA	規模	C

注：『CSR企業総覧2008』の形式を引用し、ここでは架空の評価を記載した。

2. 分析結果

まず、5業種の合計387社についての分析結果は図表10のようになった。これを見ると、「CSR評価合計」と「財務評価合計」は順相関ということがわかる。「CSR評価」と「財務評価」の中で最も相関が強かったのは「CSR評価合計」と「規模」であった。

次に、図表10~15の各業種についてみていく。「CSR評価合計」と「財務評価合計」は4つの業種に

²² このデータブックは2007年7月の時点の全上場企業（3945社）、主要未上場企業（100社）に調査票が配布され、そのうち回答のあった1061社（上場1009社、未上場52社）についてCSRの詳細な情報を掲載したものである。

²³ 上場企業のうち、証券コード協議会による大分類の中で200社以上ある業種を選択した。また製造業は3つの中分類の業種が該当したため、最も多い電気機器業を選択した。商業においても企業数の多い小売業を選択した。各業種に属する上場企業数はyahooファイナンスの業種別の検索画面に記載されている企業数を参照（閲覧日：2008年4月22日）。

²⁴ 相関行列は「エクセル統計2006」を用いて複数の変数を指定し、単相関係数を求め出力した。無相関検定は「2変数間に相関がない」という仮説を検定するもので、有意判定された場合はこの仮説が棄却され、「2変数間には相関がある」ということを統計的に意味する。

において順相関である。サービス業においては無相関という結果になった。「CSR評価の各項目（例えば環境）」と「財務評価の各項目（例えば規模）」のそれぞれの相関において、相対的にみて順相関が多かった業種は「情報・通信業」であり、無相関が多かった業種は「サービス業」であった。

3. 結果の解釈

「CSR活動の評価は、財務業績の評価と正の相関関係を持つ」という仮説1に関しては、この分析からは次のことがいえる。5つの業種全体でみると正の相関がみられるが、業種ごとに分けて見ると、正の相関がみられる業種と無相関がみられる業種がある。つまり、業種によって「CSR評価」と「財務評価」の相関関係は異なるということがいえる。よって業種によって「CSR評価」と「財務評価」の相関が強く現れる業種とそうでない業種があるということが明らかとなった。

「財務パフォーマンスへの影響はCSRの項目ごとに異なる」という仮説はどの業種でも成り立たなかった。例えば、「環境」と「財務評価合計」の相関と、「社会性」と「財務評価合計」の相関に明らかな違いは表れなかった。

より強い相関としてあらわれたのは、「規模」と「CSR評価合計」の項目であった。つまり「企業規模が大きいということ」と「CSRの遂行度が高い」ということの相関が強いということが明らかになった。

図表10 業種全体

		CSR評価					財務評価				
		人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR 評価	人材活用	1.00									
	環境	0.42**	1.00								
	企業統治	0.44**	0.50**	1.00							
	社会性	0.49**	0.67**	0.61**	1.00						
	CSR評価合計	0.72**	0.84**	0.78**	0.86**	1.00					
財務 評価	成長性	0.18**	0.22**	0.12*	0.24**	0.24**	1.00				
	収益性	0.19**	0.33**	0.17**	0.29**	0.31**	0.59**	1.00			
	安全性	0.28**	0.37**	0.25**	0.34**	0.39**	0.53**	0.77**	1.00		
	規模	0.47**	0.67**	0.47**	0.64**	0.71**	0.32**	0.44**	0.38**	1.00	
	財務評価合計	0.37**	0.51**	0.33**	0.49**	0.54**	0.77**	0.87**	0.84**	0.70**	1.00

無相関検定(*5% **1%)

図表11 建設業

		CSR評価					財務評価				
		人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR評価	人材活用	1.00									
	環境	0.41**	1.00								
	企業統治	0.57**	0.27*	1.00							
	社会性	0.60**	0.45**	0.54**	1.00						
	CSR評価合計	0.83**	0.72**	0.73**	0.83**	1.00					
財務評価	成長性	0.43**	0.19	0.39**	0.43**	0.45**	1.00				
	収益性	0.24**	0.25	0.11**	0.15*	0.25**	0.31*	1.00			
	安全性	0.37**	0.11**	0.35**	0.28**	0.35**	0.48**	0.48**	1.00		
	規模	0.56**	0.63**	0.38**	0.65**	0.73**	0.39**	0.43**	0.16**	1.00	
	財務評価合計	0.59**	0.43**	0.46**	0.57**	0.66**	0.79**	0.67**	0.71**	0.71**	1.00

無相関検定(*5% **1%)

図表12 電気機器業

		CSR評価					財務評価				
		人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR評価	人材活用	1.00									
	環境	0.54**	1.00								
	企業統治	0.48**	0.56**	1.00							
	社会性	0.58**	0.64**	0.67**	1.00						
	CSR評価合計	0.79**	0.82**	0.83**	0.86**	1.00					
財務評価	成長性	0.08	0.15	0.12	0.08	0.10	1.00				
	収益性	0.09	0.17*	0.07	0.10	0.13*	0.58**	1.00			
	安全性	0.17**	0.22**	0.15**	0.17**	0.21**	0.33**	0.60**	1.00		
	規模	0.53**	0.74**	0.53**	0.69**	0.75**	0.08**	0.17**	0.13**	1.00	
	財務評価合計	0.35**	0.54**	0.38**	0.44**	0.51**	0.67**	0.78**	0.70**	0.61**	1.00

無相関検定(*5% **1%)

図表13 情報・通信業

		CSR評価					財務評価				
		人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR評価	人材活用	1.00									
	環境	0.32	1.00								
	企業統治	0.40	0.46	1.00							
	社会性	0.43	0.53	0.53	1.00						
	CSR評価合計	0.71	0.77	0.77	0.81	1.00					
財務評価	成長性	0.28	0.36	0.25	0.44	0.44	1.00				
	収益性	0.31	0.46	0.20	0.44	0.47	0.68	1.00			
	安全性	0.36	0.51	0.26	0.50	0.54	0.71	0.88	1.00		
	規模	0.39	0.53	0.25	0.58	0.57	0.46	0.70	0.64	1.00	
	財務評価合計	0.38	0.53	0.28	0.56	0.58	0.82	0.93	0.94	0.80	1.00

無相関検定(*5% **1%)

図表14 小売業

		CSR評価					財務評価				
		人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR評価	人材活用	1.00									
	環境	0.58	1.00								
	企業統治	0.45	0.49	1.00							
	社会性	0.55	0.61	0.59	1.00						
	CSR評価合計	0.80	0.84	0.77	0.84	1.00					
財務評価	成長性	0.16	0.10	-0.06	0.12	0.10	1.00				
	収益性	0.10	0.16	0.12	0.13	0.16	0.43	1.00			
	安全性	0.27	0.31	0.22	0.18	0.31	0.37	0.76	1.00		
	規模	0.58	0.67	0.52	0.58	0.73	0.31	0.36	0.35	1.00	
	財務評価合計	0.37	0.41	0.26	0.34	0.43	0.72	0.82	0.81	0.67	1.00

無相関検定(*5% **1%)

図表15 サービス業

	CSR評価					財務評価				
	人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
CSR評価	人材活用	1.00								
	環境	0.06	1.00							
	企業統治	0.16	0.30*	1.00						
	社会性	0.17	0.58**	0.47**	1.00					
	CSR評価合計	0.47	0.72	0.70	0.83	1.00				
財務評価	成長性	-0.14	0.00	-0.12	0.00	-0.09	1.00			
	収益性	-0.02	0.26*	0.07	0.19	0.19	0.71**	1.00		
	安全性	0.04	0.21**	0.08	0.18**	0.19**	0.65**	0.84**	1.00	
	規模	0.11	0.45**	0.24	0.34**	0.42**	0.50**	0.63**	0.50**	1.00
	財務評価合計	-0.01	0.24	0.06	0.18	0.17	0.85**	0.94**	0.89**	0.72**

無相関検定(*5% **1%)

図表16 CSR評価と財務評価の平均点

	CSR評価				財務評価					
	人材活用	環境	企業統治	社会性	CSR評価合計	成長性	収益性	安全性	規模	財務評価合計
5業種全体 (387社)	2.83	2.25	2.82	2.73	10.63	1.71	2.25	2.56	1.97	8.48
建設業 (60社)	2.40	2.88	3.00	3.00	11.20	1.48	2.10	2.50	2.38	8.50
電気機器業 (111社)	3.38	3.72	3.30	3.60	14.09	2.14	2.70	3.10	2.67	10.56
情報・通信業 (73社)	2.67	1.51	2.70	2.20	9.03	1.38	2.00	2.40	1.42	7.26
小売業 (80社)	2.70	1.38	2.60	2.50	9.10	1.55	2.20	2.20	1.83	7.71
サービス業 (63社)	2.65	1.02	2.20	1.90	7.76	1.71	2.00	2.30	1.16	7.19

注) CSR企業総覧に掲載された企業のCSR評価と財務評価を点数化した平均点。

V. おわりに

本論文の目的は「CSR評価」と「財務業績」の関係について明らかにするというものだったが、それについては次のことが明らかになった。まず、業種全体（今回は5つの業種）においては正の相関が明らかになったが、業種別で見ると正の相関が強く現れる業種と無相関の業種があることであった。つまり「CSR評価」と「財務業績」の相関関係は業種によって強い正の相関が表れる業種とそうでない業種があるということである。「CSR評価」と「財務評価」の相関の度合いにおける業種別の違いはどこから生じるのかは今後研究していきたい。

「財務業績」に対してより強く影響を与える「CSR評価の項目」があるのではないかという予測のもとに「財務パフォーマンスへの影響はCSRの項目ごとに異なる（仮説2）」という仮説を立てたがこれはどの業種においてもあてはまる項目がなかった。これは逆にいうと、どの業種においても日本企業

は網羅的なCSR活動を行っているということがいえる可能性もある。今後は海外のマテリアリティに関する研究を参考にしてこの研究を続けていく必要があると考えられる。

今回の分析では「CSR評価」と「財務業績」に強い相関関係がみられる業種において、「CSR評価」が「財務業績」に影響を及ぼしたものなのか、それとも「財務業績」が「CSR評価」に影響を及ぼしたのか、その因果関係は明らかにならなかった。しかし環境報告書やCSR報告書を発行し始めたのは大企業からであったという事実から考えてみても、「財務業績」が「CSR活動の遂行度」に与える影響のほうが強いと考えられる。また「規模」と「CSR評価」の相関関係が強いことが明らかになったがこの因果関係もさらに今後明らかにする必要がある。また「CSR評価」と「財務業績」の因果関係の解明には時系列を考慮した分析を今後行っていく必要があると考えられるので、『CSR総覧』の2006～2008のデータを用いて今後研究したい。

【参考文献】

- Amy Domini, *Socially Responsible Investing: Making a Difference and Making Money*, Chicago, IL: Dearborn Trade, 2001.(山本利明訳『社会的責任投資』木鐸社、2002年)
- Carroll, Archie. B. and Buchholtz, A. K., *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management 5th*, South-Western College Publishing, 2003.
- Moses L. Pava, Joshua Krausz, *Corporate Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost*, Quorum Books, 1995.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., and Schnessweis, T., "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 31(4), 1988.
- 環境省「社会的責任投資ファンド及び環境配慮企業の株価動向調査報告書」、2005年
http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1706.pdf.
- 足達英一郎 「資産残高2700億円超 国にも拡大支援の機運」『産業新潮』55(9)、2006年9月。
- 足達英一郎 「意識高まる個人投資家。SRIへの無関心は企業の機会損失に」『Omni-management』15(3)、2006年3月。
- 足達英一郎 「SRIの新しい動き/寄稿 “価値観の押し付け” 批判は当たらない」『アイソス』9(7)、2004年7月。
- 足達英一郎 「経営革新入門 社会的責任投資のインパクト」シリーズ(1)～(4)『週刊東洋経済』5859 2003年11月。
- 河口真理子 「SRI の新たな展開—マテリアリティと透明性—」大和総研、2005年
<http://www.daiwa-grp.jp/branding/sri/051003sri.pdf>.
- 環境省「社会的責任投資に関する日米英3か国比較調査報告書」2003年6月。
http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1506/all.pdf
- 環境省「平成17年度環境にやさしい企業行動調査結果 概要版」平成18年12月。
<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/h17/gaiyo.pdf>
- 首藤恵、増子信、若園智明 「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、2006年。
- 社会的責任投資フォーラム (SIF-Japan) 企業スクリーン研究会 「日本におけるSRI調査機関の現状2005」
http://www.sifjapan.org/dl/research_05.pdf
- 高田一樹 「研究ノート：社会的責任投資の動向とその課題」『Core Ethics』Vol. 1、2005年。
- 立石隆英 「サステナビリティ投資に求められるリサーチ体制」『NFIリサーチ・レビュー』、2008年10月。
- 谷本寛治 『SRI社会的責任投資入門』日本経済新聞社、2003年。
- 谷本寛治 「CSRと企業評価(特集 組織の失敗と評価)」『組織科学』38(2)、2004年。
- 谷本寛治 『CSR—企業と社会を考える』NTT出版、2006年。
- 谷本寛治 『SRIと新しい企業・金融』東洋経済新報社、2007年。

東洋経済『CSR企業総覧2008年版』東洋経済新報社 6116臨増、2007年。
中村久人「社会的責任投資（SRI）に関する一考察—SRIの意義と国内外での新動向を中心として—」『経営論集（東洋大学）』、2006年11月30日。
長谷川直哉「社会的責任投資における企業評価モデルの研究」、『横浜国立大学大学院国際社会科学研究所博士論文』、横浜国立大学大学院、2004年。
半沢正午「コンサルタントが仕掛けるCSR市場の行方」『エコノミスト』2004年12月21日。
福田啓太「企業経営における「誠実さと透明性」を投資尺度としたSRIファンドの可能性」『週刊金融財政事情』53(36) 2002年9月。
眞崎昭彦「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号第4号、2006年。
水野宣広『証券投資の理論・方法・戦略』東洋経済新報社、1994年。
水口剛他『ソーシャルインベストとは何か』日本経済評論社、1998年。
森本三男『企業社会責任の経営学的研究』白桃書房、1998年。