

# 企業の社会的責任活動とオーナー企業に関する考察

○五島圭一 高橋大志（慶應義塾大学）

## Corporate Social Responsibility and Private Holding Company

\* Keiichi Goshima and Hiroshi Takahashi (Keio University)

**Abstract**— This paper analyzes the factors that promote Corporate Social Responsibility(CSR) in the Japanese market. The companies that managers have high rate shareholdings may not pay attention to CSR activities, because there is no need to attract the ethical investors. In this paper, we make clear the relationships between the CSR rating and the rate of managers' shareholdings.

**Key Words:** CSR, Corporate Governance

### 1 はじめに

企業の意思決定ルールを解析するための研究対象として、企業の社会的責任活動：CSR (Corporate Social Responsibility)が企業価値に与えている影響をとりあげる。CSRとは、企業が利益を追求するだけでなく、組織活動が社会へ与える影響に責任をもち、あらゆるステークホルダーからの要求に対して適切な意思決定をすることを指す。日本の企業においても、CSRが重視されていることは周知であり、近年では、マイケル・ポーターが提唱するCSV (Creating Shared Value) が注目されている。ポーターの理論では、CSRやそれを超えるCSVは、企業の競争には不可欠で、コストと比較した経済的便益と社会的便益にあるとする<sup>18)</sup>。

本研究の目的は、企業の社会的責任活動 (CSR) が経営に与えるインパクトをテーマに、意思決定のメカニズムを解明することである。とくに、企業の社会的責任投資がステークホルダーを通じてどのような財務パフォーマンスの向上を果たすか考察する。機会主義的な企業行動による市場取引の限界への対策として経済的インセンティブがある。社会的インセンティブは情報や手段を多く持つ者が自発的に対策を取りやすい一方で取引条件に含めて内部化する場合は、当事者にとって最適でも、社会的に最適になるとは限らないことがある。なかでも投資家が自らの判断基準に基づいた選択をする社会的責任投資は、社会的規範に基づく行動であり、また資金コストによる経済インセンティブを企業に付与していると考えられるが、本当に市場において経済的インセンティブが与えられているかは企業にとって関心ごとのひとつである。また経済的インセンティブを与えている投資家にとっても社会的責任投資は有効であるか有効であるかに対する考察は様々な議論がある。

次節において、関連研究について触れたのち、3. データおよび分析手法、4. 分析結果を示す。5. は、まとめである。

### 2 関連研究

#### 2.1 ミクロ経済学におけるCSR活動の役割

ミクロ経済学においてCSR活動は極めて重要な役割を持つ<sup>17)</sup>。ミクロ経済学において企業のCSR活動は極めて重要な役割を持つ。それは企業による外部不経済の内部化である。各企業が機会主義的な取引行動をす

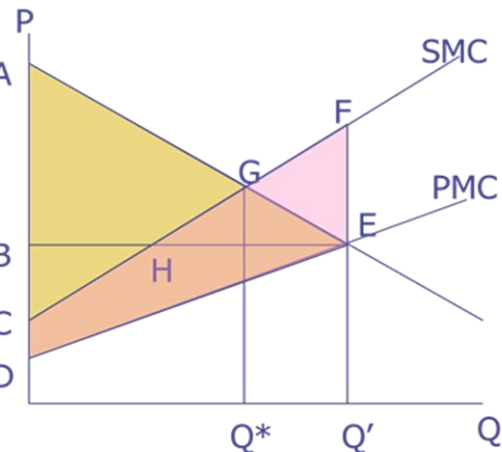


Fig 1: 余剰分析のグラフ。

るのであれば、社会全体として社会余剰が減少してしまうこととなる。

Fig 1は社会全体の余剰を分析したグラフである。SMCは社会的限界費用曲線、PMCは私的限界費用曲線を表している。各企業が機会主義的な取引行動を行えば、供給曲線はPMCとなる。そうすると均衡点が点Q'となり外部費用が□CDEFの分だけ発生する。そのため、社会的余剰は消費者余剰△ABE+生産者余剰△DBE-外部費用□CDEF=△ACG-△EFGとなり、△EFGが死荷重すなわち社会的な損失となる。この分だけ社会全体としての余剰は減ってしまうこととなる。これを解消するためには、均衡点Q\*となるような取引行動が行わなければならない。均衡点Q\*となれば、社会的余剰は△ACGとなり、△EFGの死荷重は解消され、社会的余剰は最大となる。そのためには供給曲線をPMCからSMCと引き揚げさせる必要がある。しかしながら、供給曲線を引き揚げさせるためには、企業がその分余計にコストを払わなければならない。そのため、社会全体から見れば余剰が最大となる場合でも、個々の企業にとっては外部不経済の内部化を行うインセンティブがない。そこでミクロ経済学上においてはどのように企業にインセンティブを与えるかが議論となっている。その施策の一つが社会的責任投資である。投資家がCSR活動に積極的な企業を選定し、投資することによってCSR活動に対する経済的インセンティブを付与しようとするのである。

## 2.2 経営学におけるCSR活動の議論

従来CSR活動は社会にとって価値はあるものの、活動の主体である企業にとっては価値のないものとされ、CSRを行うことに対して批判も存在する。14) 経済学者フリードマンは、「企業の社会的責任は、株主への利益を最大化することであって、社長・重役・管理職・従業員などの企業サイドの人間が、株主への利益還元以外の社会的貢献を考えるのは筋違いである」と論じている<sup>14)</sup>。しかしながら社会に配慮をした経営、たとえば環境問題、人材活用、慈善活動などの社会的責任活動は企業にとってステークホルダーとの関係を良好にし、結果的に利益最大化に結び付くという考え方もある。実際に環境に配慮をした企業活動は地域住民からの訴訟の確率を減らすことができ、製品の安全性や消費者重視の政策も企業利益に直結する。また従業員への配慮を怠ると離職率が高まり、優秀な人材を失うことになる。このような見方をすれば企業の社会的貢献活動は利益最大化、株主価値最大化と整合的な行動となり、ステークホルダーとの良好な関係を築くことによって評価があがり、収益があがるとする経営理論と整合的である。

また投資家サイドについて投資家の意識の変化が、企業経営者の社会貢献に対して影響を与えていると考えられている。市場の不完全性から倫理的投資家グループは個人レベルで社会貢献するよりも企業レベルで社会貢献したほうがより効率的と考える場合には、それらの投資家は社会的責任を行っている企業の株を積極的に購入することによって、社会貢献を果たそうと考える。このような投資家の嗜好の変化に対応して積極的に行う企業の株式が購入されれば、そのような企業の株価は相対的に高くなると考えられ倫理的投資家理論と呼ばれている。これもまた企業のCSR活動を後押しする要因の一つである。

## 2.3 実証研究

企業の社会的責任活動（CSR）が経営に与えるインパクトの関連性はこれまで先行研究は数多く存在し、主に会計利益や株価収益率などとの関係性を用いて検討されており、企業業績と社会的責任活動との間に関係性を見出している。

CSR活動と株式リターンの間では相関関係があるとされているが必ずしも明確な評価が得られているわけではない(Moskowitz (1972)、Vance(1975)、Waddock and Graves (1997)、Johnson and Greening(1999)、Margoils and Walsh(2001))。またCSR活動と会計利益の間でも同様に相関関係が報告されている (Sturdivant and Ginter (1977)、Cochran and Wood (1984)、McGuire, Sundgren and Schneeweis (1988))。Webley and More (2003)によると米国企業の1969～1994年の社会的(倫理的)パフォーマンスと財務パフォーマンスの関係に関する調査研究の文献調査を実施した結果、米国の62の調査結果のうち、「企業の社会的パフォーマンスと財務パフォーマンスにはポジティブな関係がある」との結果は33件であったと報告している。Paine (2003)では近年の企業業績と社会性パフォーマンスとの関係に関する95の研究について、うち55件の研究では正の相関があったと報告している。日本においても企業業績と社会的責任活動との間に関係性を見出している研究が存在する。日本総研(2004)によるとCSRと企業の財務指標との関係については、プラスの関係が見いだ

される場合とそうでない場合が混在している現状である。首藤(2006)によるとCSRへの取り組みは、コストはかかるが企業が直面するリスクの軽減に有効な戦略であること、CSRは少なくともリスク管理の面で企業ガバナンスの重要な要素のひとつであり、資本市場における投資決定に影響を与える要素となっている可能性が示唆される。最近の研究においてもCSR活動が企業のリスクや財務制約の向上に役立つとしている。Ajward et al. (2013)によると財務が脆弱な企業はCSR活動を通して財務制約の緩和に役立っているとされている。また、Suto et al. (2013)によればCSRには企業リスクを軽減させる一方で情報の非対称性によって市場にバイアスを与えているとしている。

企業のCSR活動はステークホルダーとの関係を良好にすることを通じて、企業価値に貢献していると言われている。本来資金調達には企業の財務格付けやアセットプライシングなどの財務状況に対して、銀行や投資家などから行われるため、企業のファンダメンタルズに依存する。しかしながらCSR活動を行うことによって倫理的な側面をもつ投資家や銀行を積極的に呼び込むことを可能にし、資金調達が有利にすることができる。自らが重要なステークホルダーであるオーナー企業は市場の倫理的投資家を積極的に呼び込む必要がないのと外部ステークホルダーの声が相対的に小さいためCSR活動に対して高い関心を払わない可能性がある。そこで企業のCSR格付けとオーナーの持株比率を算出するための役員株式保有比率関連性を明らかにすることによってステークホルダーが企業活動に与える影響について考察する。また先行研究において指摘されている他ステークホルダーや企業規模、企業業績を考慮に入れた分析を行う。またCSR活動内容を考慮することによってオーナーの持株比率が企業のCSR活動のどのような部分に影響を与えているか考察を行う。

## 3 データおよび分析手法

### 3.1 CSR格付けデータ

企業のCSR格付けに関するデータは「東洋経済新報社CSR企業総覧2011」、「東洋経済新報社CSR企業総覧2012」、「東洋経済新報社CSR企業総覧2013」を使用する。対象企業は上場企業1130社とする。サンプル期間は2011年から2013年の3年間を対象とした。東洋経済新報社CSR企業総覧は人材活用、環境、企業統治、社会性の4つの評価項目から格付けされており、CSR活動の内容についてAAA, AA, A, B, Cの5段階で評価されている。評価項目について一部抜粋すると、人材活用の評価項目は女性社員比率や離職者状況、有給取得率など人に関わることに主に評価軸となっている。また環境の評価項目は環境担当部署の有無やCO2排出量削減、ISO14001取得率など環境への配慮を評価軸としている。企業統治に関しては内部監査部門の設置や政治献金の開示、倫理的行動規定などを評価軸としている。社会性については文化・芸術・スポーツの活動実績、社会貢献活動支出額などを評価軸としている。毎年6月に全上場企業にアンケートが送付され、回答企業のデータをとりまとめている。CSR格付けの評価

内容については回答企業からアンケートをもとに相対評価によって CSR 格付けがされている。

### 3.2 財務データ

企業の財務データは「日経NEEDS:社会科学情報検索システム」を使用する。ROE、外国人持株比率、機関投資家比率、オーナー持株比率、メインバンク借入金依存度、総資産に関するデータを用いた。

### 3.3 分析手法

順序ロジスティック回帰分析の比例オッズモデルによって推計結果の頑強性のチェックを行う。順序ロジスティック回帰分析の比例オッズモデルは以下の数式によって表される。分類数がn個の順序分類尺度のとき、(i+1)番目以後の分類に反応ありとするときのオッズ確率を以下のように表すことができる。

① i 番目の分類に属す確率

$$: \pi_i = P(y = i|x) \quad (i = 1, 2, \dots, n).$$

② (i+1)番目以後の分類に属す累積確率

$$: p_i = \sum_{k=i+1}^n \pi_k.$$

③ 累積オッズ

$$: \frac{p_i}{1-p_i}.$$

以上のように算出された累積オッズの対数を取ったものを以下の回帰式によって、推定を行う。

④ 回帰式

$$: \ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha_i + \sum_{k=1}^n \beta_{i,k} x_k + \varepsilon_i.$$

使用データのうち、CSR格付けの評価指標が順序分類尺度であったため、以上の統計的手法によって推計を行った。

## 4 分析結果

### 4.1 オーナーの持株比率と CSR 格付けの関係

本分析においては CSR 格付けの 4 つの評価項目(人材活用、環境、企業統治、社会性)それぞれとオーナーの持株比率との関連性を考察した。各 CSR 格付けの企業群のオーナーの持株比率の平均値を見ることによって CSR 格付けとオーナーの持株比率の関連性を見出した。オーナーの持株比率と CSR 格付けの関連性について考察する。まず初めに CSR 格付けと企業のオーナーの持株比率の関係を表したグラフによって概観を観察する。

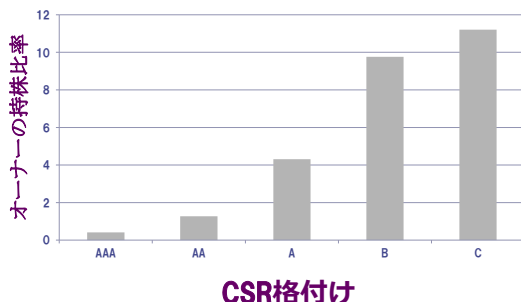


Fig 2: CSR 格付け (環境) とオーナーの持株比率。

Fig 2 は縦軸にオーナーの持株比率、横軸に環境指標の CSR 格付けを取ったものである。各 CSR 格付けの環境指標におけるオーナーの持株比率を表したグラフである。グラフを見ると、CSR 格付けが AAA→AA→A→B→C となると、オーナーの持株比率を表す縦棒が長くなるのが読み取ることができる。つまり CSR 格付けが悪くなる、すなわち A→B→C となるほどオーナーの持株比率が高くなる傾向がある。CSR 格付けの環境指標において、オーナーの持株比率と CSR 格付けの間には逆の相関がみとることができる。

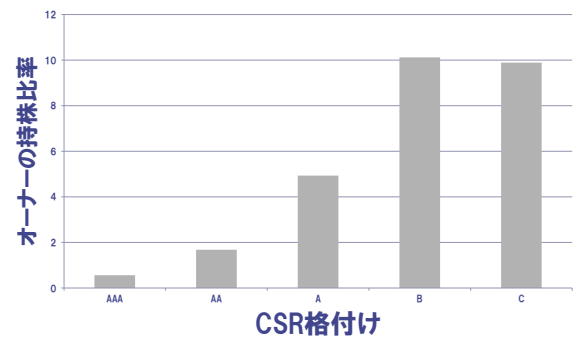


Fig 3: CSR 格付け (人材活用) とオーナー持株比率。

Fig 3 は縦軸にオーナーの持株比率、横軸に人材活用指標の CSR 格付けを取ったものである。人材活用指標の CSR 格付けにおけるオーナー持株比率の平均値を表したグラフである。人材活用指標の CSR 格付けが AAA→AA→A→B→C となると、オーナーの持株比率を表す縦棒が B までは長くなり、C になるとすこしだけ短くなる。つまり同様に CSR 格付けが悪くなるほどオーナーの持株比率が高くなる傾向がある。CSR 格付けが B のとき最もオーナーの持株比率は高い結果となった。

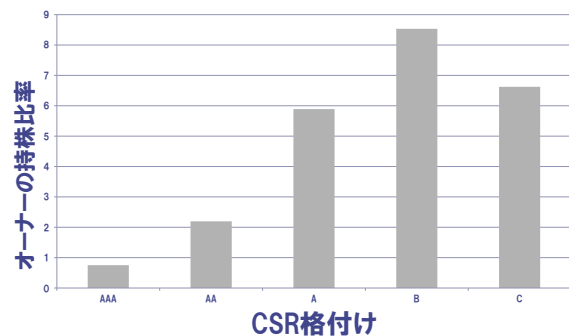


Fig 4: CSR 格付け (企業統治) とオーナー持株比率。

Fig 4 は縦軸にオーナーの持株比率、横軸に企業統治指標の CSR 格付けを取ったものである。企業統治指標の CSR 格付けにおけるオーナー持株比率の平均値を表したグラフである。企業統治指標の CSR 格付けが AAA→AA→A→B→C となると、オーナーの持株比率を表す縦棒が B までは長くなり、C になるとすこしだけ短くなる。つまり同様に CSR 格付けが悪くなるほど

オーナーの持株比率が高くなる傾向がある CSR 格付けがBの時もっともオーナーの持ち株比率が高い傾向があった。

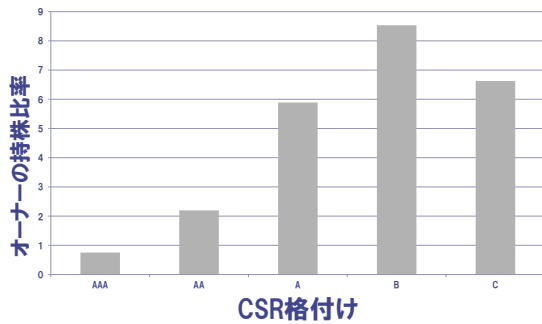


Fig 5: CSR 格付け (社会性) とオーナー持株比率。

Fig 5 は縦軸にオーナーの持株比率、横軸に社会性指標の CSR 格付けを取ったものである。社会性指標の CSR 格付けにおけるオーナー持株比率の平均値を表したグラフである。社会性指標の CSR 格付けが AAA → AA → A → B → C となると、オーナーの持株比率を表す縦棒が B までは長くなり、B と C はほぼ同じ長さである。同様に CSR 格付けが悪くなるほどオーナーの持株比率が高くなる傾向がある。CSR 格付けが B の時と C の時ではほぼオーナーの持株比率が同じとなり、大きい傾向がでた。4つの指標(人材活用、環境、企業統治、社会性)においてオーナーの持株比率と CSR 格付けの間には逆相関の傾向が見られた。

Table 1: オーナーの持株比率(平均値)の年度推移。

人材活用	2011	2012	2013	環境	2011	2012	2013
AAA	1.1%	0.8%	0.5%	AAA	0.5%	0.4%	0.4%
AA	2.8%	2.5%	1.9%	AA	1.1%	1.1%	1.3%
A	8.2%	6.6%	6.1%	A	4.5%	4.6%	4.3%
B	8.0%	10.5%	10.8%	B	9.3%	12.7%	9.8%
C	9.9%	8.1%	8.6%	C	15.1%	9.9%	11.2%

企業統治	2011	2012	2013	社会性	2011	2012	2013
AAA	0.3%	1.0%	0.8%	AAA	0.4%	0.5%	0.6%
AA	2.6%	2.1%	2.2%	AA	0.7%	1.6%	1.7%
A	7.5%	6.9%	5.9%	A	5.7%	5.7%	5.0%
B	9.3%	8.1%	8.5%	B	10.1%	10.5%	10.1%
C	9.8%	13.1%	6.5%	C	10.7%	8.6%	9.7%

Table 1 は各 CSR 格付け評価指標(人材活用、環境、企業統治、社会性)のオーナーの持株比率の平均値の年度推移を表したものである。例えば 2013 年の CSR 格付け環境指標のオーナーの持株比率を見ると、AAA は 0.4%、AA は 1.3%、A は 4.3%、B は 9.8%、C は 11.2% となっていることが確認できる。どの CSR 格付け指標においても、CSR 格付けが悪くなると、つまり AAA → AA → A → B → C となるほどオーナーの持株比率が高くなる傾向がある。また年度によって各 CSR 格付けのオーナーの持株比率の平均値は上下するものの、CSR 格付けが悪くなればなるほど、オーナーの持株比率は高くなる傾向はどの年度においても共通している。

Table 2: オーナーの持株比率(中央値)の年度推移。

人材活用	2011	2012	2013	環境	2011	2012	2013
AAA	0.1%	0.1%	0.1%	AAA	0.1%	0.1%	0.1%
AA	0.2%	0.2%	0.2%	AA	0.2%	0.2%	0.2%
A	1.4%	1.0%	1.0%	A	0.8%	0.9%	0.9%
B	1.5%	2.1%	4.1%	B	0.9%	4.0%	3.3%
C	1.5%	1.8%	1.6%	C	5.2%	2.2%	3.0%

企業統治	2011	2012	2013	社会性	2011	2012	2013
AAA	0.1%	0.1%	0.1%	AAA	0.1%	0.1%	0.1%
AA	0.3%	0.2%	0.2%	AA	0.1%	0.1%	0.2%
A	1.2%	1.0%	1.0%	A	0.8%	0.8%	1.0%
B	2.5%	1.5%	1.5%	B	2.4%	2.1%	2.7%
C	2.0%	5.9%	1.6%	C	2.5%	3.0%	3.4%

Table 2 は各 CSR 格付け評価指標(人材活用、環境、企業統治、社会性)のオーナーの持株比率の中央値の年度推移を表したものである。例えば 2013 年の CSR 格付けの環境指標のオーナーの持株比率を見ると、AAA は 0.1%、AA は 0.2%、A は 0.9%、B は 3.3%、C は 3.0% となっていることが確認できる。どの CSR 格付け指標においても、CSR 格付けが悪くなると、つまり AAA → AA → A → B → C となるほどオーナーの持株比率が高くなる傾向がある。また年度によって各 CSR 格付けのオーナーの持株比率の平均値は上下するものの、CSR 格付けが悪くなればなるほど、オーナーの持株比率は高くなる傾向はどの年度においても共通している。

Table 3: オーナーの持株比率(標準偏差)の年度推移。

人材活用	2011	2012	2013	環境	2011	2012	2013
AAA	4.7%	2.9%	2.4%	AAA	1.5%	1.4%	1.1%
AA	8.7%	7.2%	5.5%	AA	2.8%	2.6%	3.7%
A	13.5%	12.4%	11.8%	A	8.5%	8.7%	8.6%
B	13.0%	15.3%	14.0%	B	16.0%	17.6%	15.0%
C	15.9%	14.2%	16.1%	C	19.6%	15.5%	17.3%

企業統治	2011	2012	2013	社会性	2011	2012	2013
AAA	0.9%	4.0%	2.8%	AAA	1.1%	1.7%	1.9%
AA	8.4%	5.4%	6.2%	AA	1.9%	4.5%	4.9%
A	13.0%	13.2%	11.8%	A	10.8%	11.0%	9.6%
B	13.5%	13.5%	13.9%	B	14.8%	15.6%	15.8%
C	14.5%	15.2%	10.7%	C	16.5%	11.8%	14.8%

Table 3 は Table 2 は各 CSR 格付け評価指標(人材活用、環境、企業統治、社会性)のオーナーの持株比率の標準偏差の年度推移を表したものである。例えば 2013 年の CSR 格付けの環境指標のオーナーの持株比率を見ると、AAA は 1.1%、AA は 3.7%、A は 8.6%、B は 15.0%、C は 17.3% となっていることが確認できる。CSR 格付けが悪くなると、つまり CSR 格付けが AAA → AA → A → B → C となるとオーナーの持株比率が大きくなることが確認できたが、それと同時に標準偏差も大きくなることが Table 3 から見てとることができる。そのため、CSR 格付けとオーナーの持株比率の間には明確な関連性があるとは言えない。次にその推計結果の頑強性を統計的手法によって確認する。

#### 4.2 企業の CSR 活動に他要因の影響を考慮した分析

まず一つ目に他のステークホルダーを考慮しなければならない。先行研究においても指摘されているように、機関投資家の持株比率と企業の CSR 活動の間には正の相関があるとされており(Waddock and Graves (1997), Johnson and Greening (1999), Hillman and Keim

(2001))、その影響を考慮しなければならない。また同時に外国人の持株比率による影響を考慮する。日本市場においては、外国人の持株比率と企業の CSR 活動の間には関連性があるとされており (Suto and Takehara(2012))、それらの影響を考慮しなければならない。

二つ目に企業規模の影響を考慮しなければならない。一般的にオーナー企業は創業年時の若い企業が多く、オーナー持株比率が企業規模の代替変数になっている可能性がある。企業規模の大きい企業ほど CSR 活動を積極的に行っているとされる。そのため企業規模を表す指標の一つである総資産による影響を考慮する。

三つ目に企業業績を考慮しなければならない。企業業績と企業の CSR 活動の間において因果関係はまだはっきりとした結論には至っていないが、相関関係は先行研究において指摘されている (Webley and More (2003), Paine (2003))。そのため企業業績を表す指標の一つである ROE による影響を考慮する。

従属変数に CSR 格付け、説明変数にオーナーの持株比率、外国人持株比率、機関投資家比率、メインバンク借入金依存度、総資産(企業規模)、ROE(企業業績)として順序ロジスティック回帰分析の比例オッズモデルによって推計を行った。

Table 4: CSR 格付け(人材活用)に対する感応度  $\beta$  .

人材活用	2011		2012		2013	
	$\beta$	p	$\beta$	p	$\beta$	p
ROE	-3. E-03	40. 6%	-1. E-04	98. 1%	-1. E-02	14. 8%
機関投資家持ち株比率	6. E-02	0. 0%	7. E-02	0. 0%	7. E-02	0. 0%
外国人持ち株比率	4. E-03	64. 7%	-2. E-02	15. 4%	-2. E-02	17. 4%
オーナーの持株比率	-1. E-02	3. 2%	-2. E-02	6. 0%	-2. E-02	3. 6%
メインバンク借入金依存度	2. E-03	34. 9%	-9. E-03	3. 9%	-7. E-03	11. 9%
総資産	1. E-08	15. 6%	1. E-06	0. 0%	9. E-07	0. 0%

Table 4 は 3.3 において述べた統計的手法による推定結果であり、各説明変数【オーナーの持株比率、外国人持株比率、機関投資家比率、メインバンク借入金依存度、総資産(企業規模)、ROE(企業業績)】の CSR 格付けの人材活用指標に対する感応度すなわち影響度を表した表である。オーナーの持株比率が CSR 格付けの人材活用指標に与える影響度は 2011 年において  $\beta$  は -1.E-02 であり、有意確率は 3.2% となった。2012 年において  $\beta$  は -2.E-02 となり、有意確率は 6.0% となった。2013 年において  $\beta$  は -2.E-02 であり、有意確率は 3.6% となった。

Table 5: CSR 格付け(環境)に対する感応度  $\beta$  .

環境	2011		2012		2013	
	$\beta$	p	$\beta$	p	$\beta$	p
ROE	-8. E-03	7. 9%	-5. E-03	32. 3%	-3. E-03	10. 4%
機関投資家持ち株比率	5. E-02	0. 0%	5. E-02	0. 0%	7. E-02	0. 0%
外国人持ち株比率	1. E-02	19. 8%	2. E-02	22. 4%	-6. E-03	71. 6%
オーナーの持株比率	-6. E-02	0. 0%	-4. E-02	0. 0%	-5. E-02	0. 0%
メインバンク借入金依存度	-4. E-03	2. 7%	-2. E-02	0. 0%	-2. E-02	0. 0%
総資産	9. E-10	90. 0%	4. E-08	53. 5%	4. E-08	49. 2%

Table 5 は 3.3 において述べた統計的手法による推定結果であり、各説明変数【オーナーの持株比率、外国

人持株比率、機関投資家比率、メインバンク借入金依存度、総資産(企業規模)、ROE(企業業績)】の CSR 格付けの環境指標に対する感応度すなわち影響度を表した表である。オーナーの持株比率が CSR 格付けの環境指標に与える影響度は 2011 年において  $\beta$  は -6.E-02 であり、有意確率は 0.0% となった。2012 年において  $\beta$  は -4.E-02 となり、有意確率は 0.0% となった。2013 年において  $\beta$  は -5.E-02 であり、有意確率は 0.0% となった。

Table 6: CSR 格付け(企業統治)に対する感応度  $\beta$  .

企業統治	2011		2012		2013	
	$\beta$	p	$\beta$	p	$\beta$	p
ROE	2. E-03	43. 0%	-2. E-03	72. 0%	-3. E-03	12. 3%
機関投資家持ち株比率	6. E-02	0. 0%	7. E-02	0. 0%	7. E-02	0. 0%
外国人持ち株比率	-5. E-03	62. 9%	-3. E-02	2. 6%	-3. E-02	1. 6%
オーナーの持株比率	-2. E-02	0. 0%	-2. E-02	0. 1%	-1. E-02	10. 9%
メインバンク借入金依存度	-3. E-03	4. 4%	-6. E-03	11. 4%	-6. E-03	19. 0%
総資産	2. E-09	71. 1%	6. E-07	0. 0%	7. E-07	0. 0%

Table 6 は 3.3 において述べた統計的手法による推定結果であり、各説明変数【オーナーの持株比率、外国人持株比率、機関投資家比率、メインバンク借入金依存度、総資産(企業規模)、ROE(企業業績)】の CSR 格付けの企業統治指標に対する感応度すなわち影響度を表した表である。オーナーの持株比率が CSR 格付けの企業統治指標に与える影響度は 2011 年において  $\beta$  は -2.E-02 であり、有意確率は 0.0% となった。2012 年において  $\beta$  は -2.E-02 となり、有意確率は 0.1% となった。2013 年において  $\beta$  は -1.E-02 であり、有意確率は 10.9% となった。

Table 7: CSR 格付け(社会性)に与える感応度  $\beta$  .

社会性	2011		2012		2013	
	$\beta$	p	$\beta$	p	$\beta$	p
ROE	-9. E-04	68. 2%	-3. E-05	99. 5%	-3. E-03	13. 2%
機関投資家持ち株比率	7. E-02	0. 0%	8. E-02	0. 0%	8. E-02	0. 0%
外国人持ち株比率	1. E-03	88. 7%	-3. E-02	7. 6%	-2. E-02	16. 1%
オーナーの持株比率	-3. E-02	0. 0%	-3. E-02	0. 4%	-3. E-02	0. 1%
メインバンク借入金依存度	-7. E-04	66. 6%	-1. E-02	1. 6%	-8. E-03	6. 0%
総資産	1. E-08	14. 1%	9. E-07	0. 0%	8. E-07	0. 0%

Table 7 は 3.3 において述べた統計的手法による推定結果であり、各説明変数【オーナーの持株比率、外国人持株比率、機関投資家比率、メインバンク借入金依存度、総資産(企業規模)、ROE(企業業績)】の CSR 格付けの社会性指標に対する感応度すなわち影響度を表した表である。オーナーの持株比率が CSR 格付けの企業統治指標に与える影響度は 2011 年において  $\beta$  は -3.E-02 であり、有意確率は 0.0% となった。2012 年において  $\beta$  は -3.E-02 となり、有意確率は 0.4% となった。2013 年において  $\beta$  は -3.E-02 であり、有意確率は 0.1% となった。オーナーの持株比率が CSR 格付けに与える影響度を偏回帰係数  $\beta$  でみると、すべての偏回帰係数  $\beta$  はマイナスとなり、オーナーの持株比率が上がるほ

ど、CSR 格付けが悪くなるという推計結果が得られた。そして 2012 年の人材活用の指標と 2013 年の企業統治の指標以外はすべて有意水準 5%以下に収まる結果となった。また  $\beta$  値の絶対値で見ると、先行研究で指摘されている企業規模や機関投資家比率、企業業績より、オーナーの持ち株比率は CSR 活動に対して大きな影響を与えていることがわかる。

## 5 まとめ

分析の結果、企業の CSR 活動とオーナーの持株比率に関連性があることを見出した。具体的には、CSR 格付けの低い企業のオーナーの持ち株比率が高い傾向にあることを見出すことができた。なお、外国人・機関投資家など他のステークホルダーや企業規模、企業業績を考慮しても同様の傾向は認められるものであった。これらの結果は、オーナーの持株比率が企業の CSR 活動に影響を与えていることを示すものである。考察としてオーナーの持株比率が高いいわゆるオーナー企業と呼ばれるような企業においては CSR 活動を積極的に行う必要がないためである。逆に CSR 格付けが高く、オーナーの持株比率が高いような企業は無駄な投資をしている可能性がある。いわゆるブラック企業と呼ばれる CSR 活動をあまり行われたい企業はオーナー企業が多いのも、関連性がある可能性がある。しかしながら実際にはステークホルダーだけでなく企業の CSR 活動にはより数多くの要因を考慮した分析が必要であり、また長期時系列データを用いた分析によって変遷や海外市場との比較分析を通してマーケットによる特性の違いを分析することによってより正確に企業行動について分析が可能となる。以上を企業の CSR 活動と企業価値についての今後の課題としたい。

## 参考文献

- Ahamed Roshan Ajward and Hitoshi Takenaka: Does superior Corporate Social Performance Ease Financial Constraints of Companies? The Japanese Experience, Working Paper, Waseda University (2013).
- Bernett: Stakeholder influence cSRapacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility, Academic of Management, **32** -3, (2007).
- Cochran, P. L., and R. A. Wood: Corporate social responsibility and financial performance, Academy of Management Journal, **27** -1: 42/56(1984).
- Gross, A and G.S.Robert,: The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loan, Journal of Banking and Finance, **35**, 1794/1810(2011).
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen: The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis, Strategic Management Journal, **30**, 425/445(2009).
- Hillman, A. J. and Keim, G. D.: Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? , Strategic Management Journal, **22**-2, 125/139(2001).
- Johnson, R. A. and Greening, D. W.: The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. Academy of Management Journal, **42**-5, 564/576(1999).
- Suto, M. and H. Takehara: The Impact of Corporate Social Performance on Financial Performance: Evidence from Japan, Working Paper, Waseda University (2013).
- M. Friedman: The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, The New York Times Magazine, September 13(1970).
- McGuire, J. B., A. Sungren, and T. Schneewels. : Corporate social responsibility and firm financial performance, Academy of Management Journal, **31**-4, 854/872(1988).
- Michael Eugene Porter: Creating Shared Value, Harvard Business Review February 2011(2011).
- Moskowitz, M: Choosing socially responsible stocks. , Business and Society Review, **1**, 71/75(1972).
- McGuire, J. B., A. Sundgren, and T. Schneeweis: "Corporate social responsibility and firm financial performance." Academy of Management Journal, **31**-4: 854-872(1988).
- Margolis, Joshua D., and James P. Walsh: Misery Loves Companies: Whither Social Initiatives by Business? , Harvard Business School Working Paper Series 2011, 1-58(2001).
- Paine and Lynn Sharp: Value shift: why companies must merge social and financial imperatives to achieve superior performance, 1/302, McGraw Hill Professional (2003).
- Robert D. Klassen and Curtis P. McLaughlin: "The Impact of Environmental Management on Firm Performance", Management Science, **42**-8, 1199/1214(1966).
- Robert and Daniel: "MICROECONOMICS", 309/390, Pearson Education SEVENTH EDITION. (2009).
- Simon Webley and Elise More: "Does Business Ethics Pay? Ethics and Financial Performance", 1/47 Institute of Business Ethics (2003).
- Suto, M. and H. Takehara: 'Stock ownership structure and corporate social performance: Evidence from Japan' Working Paper, Waseda University(2012).
- Vance, S. C.: Are socially responsible corporations good investment risks? , Management Review, **64**: 18/24(1975).
- Waddock, S. A., and Samuel B. Graves: The corporate social performance financial performance link. , Strategic Management Journal, **18**-4: 303/319(1997).
- 塚本一郎・関正雄: 社会貢献によるビジネスイノベーション, 3/59, 丸善出版(2012年)
- 首藤: 企業の社会的責任 (CSR) 活動とパフォーマンス: 企業収益とリスク, Working Paper, Waseda University (2006)
- CSR 企業総覧 2011, 東洋経済新報社(2011)
- CSR 企業総覧 2012, 東洋経済新報社(2012)
- CSR 企業総覧 2013, 東洋経済新報社(2013)
- <http://www.meti.go.jp/report/tshaku2004/2004honbun/html/G2142000.html>