

# CSR研究の現状と課題

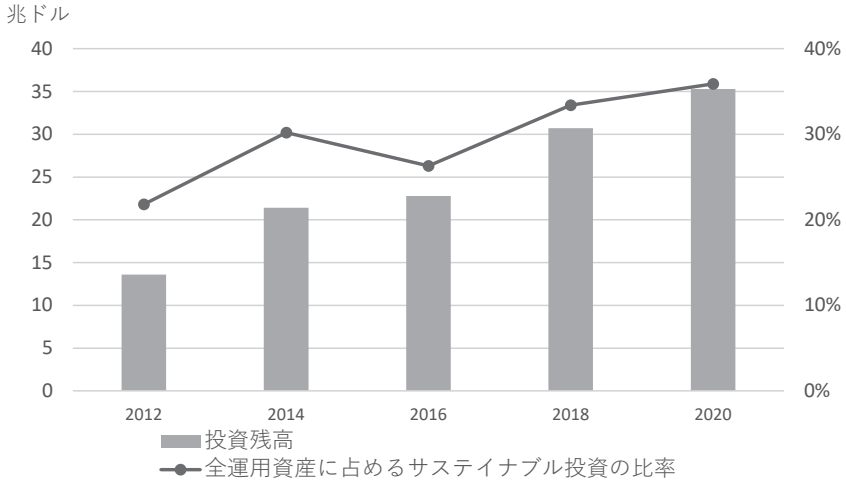
齋藤 巡 友\*

## 一、はじめに

近年、環境 (Environment) ・社会 (Society) ・企業統治 (Governance) の三分野に対する取り組みを重視するESG投資への関心の高まりが世界的な潮流となっている。この背景には、社会的責任投資 (SRI: Socially Responsible Investment) の拡大の流れから二〇〇六年に国際連合の責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment) が提唱されたことや、各国においてスチュワード

シップ・コードが導入されたことなど、株主・投資家行動の変化を促す動きが存在する。図表1はGSIA (Global Sustainable Investment Alliance) が隔年で発表している報告書 (Global Sustainable Investment Review) 内で示されている世界のサステイナブル投資(広い意味でのESG投資)の投資残高、および集計対象となった機関投資家の全運用資産に占めるサステイナブル投資の比率の経年推移を表している。二〇一二年以降の隔年の統計であるが、投資残高は増加の一途にあり、全運用資産に占める比率も上昇傾向にあることが

図表1 世界のサステイナブル投資の推移



〔出所〕 GSIA “Global Sustainable Investment Review” より筆者作成。

見て取れる。また、報告書では地域ごとの投資残高も示されている。日本のESG投資は二〇二二年に一〇〇億ドルの規模であったのに対し、直近の二〇二〇年には二兆八七四〇億ドルの規模となっている。同期間の変化は、欧州が八兆七五八〇億ドルから一二兆一七〇億ドル、米国が三兆七四〇〇億ドルから一七兆八一〇億ドルであることを踏まえると、他の地域と比較しても日本のESG投資の成長が急速であることがわかる。<sup>(1)</sup>

ESG投資への関心の高まりに呼応するように、企業の評価基準として財務的なパフォーマンスだけでなく環境問題や社会問題に対する貢献であるESパフォーマンスを重視する傾向が強まっている。企業のESパフォーマンスは企業の社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）の文脈で取り上げられることが多く、学術的にも注目を集めてきたテーマである。これまで経済・

経営学で C S R に関する研究の主要な論点となってきたのは、C S R が企業業績や企業価値にどのような影響を与えるのか、すなわちパフォーマンス効果についてである。<sup>2)</sup> パフォーマンス効果に関する研究はこれまで数多く行われてきたものの、どのような効果があるかに焦点を当てた研究が多く、どのようなメカニズムでパフォーマンス効果が生じるかについては十分な研究の蓄積がない。また、どのような理由で企業が C S R に取り組むのか、すなわち C S R の決定要因に関する研究はパフォーマンス効果に関する研究に比べると限定的といえる。

E S G 投資の拡大に伴い C S R に対する取り組みは企業にとって極めて重要な経営課題となっており、C S R は実務家からも大きな関心が寄せられているテーマといえるものの、その効果や決定要因については十分に認識されているとはいえない

い。そこで本稿では、C S R についての知見を深めることを目的に、C S R に関するこれまでの研究をパフォーマンス効果と決定要因の二つの観点からレビューし、そこから得られる含意を整理するとともに今後の研究における課題を浮き彫りにする。

## 二、C S R のパフォーマンス効果

C S R のパフォーマンス効果に関する研究では、企業のパフォーマンスを測る種々の指標に着目した分析が行われてきた。中でも C S R が企業価値にどのような影響を与えるのかを検証する研究が主流であり、これまでに多くの結果が報告されている。C S R が企業価値に与える効果については様々な仮説が存在するが、正の効果と負の効果どちらの可能性も指摘されている。実証研究の結

果は混在しているものの、現時点ではCSRは企業価値に正の効果を与える、または他の要因が企業価値に与える負の効果を軽減することを報告する研究が多い(Dai et al. [2021]、Griffin et al. [2021]、Albuquerque et al. [2019]、Ferrill et al. [2016]、Lourenço et al. [2011])を参照<sup>3)</sup>。

それでは、CSRがどのような経路で企業価値に正の効果を与えているのであろうか。これまでの研究では、CSRのパフォーマンス効果を説明するいくつかのメカニズムが提示されている。例えば、Heinkel et al. [2001]はCSRに消極的な企業には投資しないような投資家の存在を想定することで、パフォーマンス効果の説明を試みている。彼らは、CSRに消極的な企業への投資を避ける投資家が市場に一定割合存在する場合、CSRに消極的な企業の株式はどのような投資家からは購入されず十分なリスクシェアリングが実現し

ないため、株価が低くなる傾向にあることを理論分析により明らかにしている。また、Albuquerque et al. [2019]は製品差別化を促進する投資としてCSRを捉えることで、CSRが企業価値に影響を与えるメカニズムを明らかにしようとしている。彼らが提示したメカニズムは以下のとおりである。CSRへの積極的な投資は製品差別化を促し、製品需要の価格弾力性を低下させることにつながる。製品需要の価格弾力性の低下により、経済状況の変化に対する企業収益の感応度は低下する。すなわち、企業価値を決定する分母の部分を構成するシステマティック・リスクが低下するため、企業価値が向上することになる。彼らはこのメカニズムを理論分析および実証分析を行うことにより検証している。Harjoto and Laksmana [2018]は、CSRが企業のリスクテイキングに影響を与えることを通じて間接的に企業価値に影響

響を与えることを報告している。理屈は次のとおりである。CSRに積極的な企業は、特定のステークホルダーに重きをおいた資源配分を避ける傾向にある。これは、株主の利益に重きをおいて過度にリスクをとる、逆に従業員の利益に重きをおいて過度にリスクをとらないといった極端なリスクテイキングを避けることを意味する。これにより最適な水準のリスクテイキングが実現される結果、企業価値が高まるというものである。彼らはこのようなパフォーマンス効果の経路が存在することを実証的に明らかにしている。Ferrell et al. [2016] は、コーポレート・ガバナンスの機能不全による企業価値への負の影響を相殺する効果をCSRのパフォーマンス効果として見出している。

彼らは、CSRは良好なコーポレート・ガバナンスの結果として生じるものであり、企業によるCSRへの積極的な投資はガバナンスが機能し

ている証として捉えることができること、CSRに積極的な企業ほど経営者のエンブレチメント（経営者の裁量的な行動が許容されやすい状態）と企業価値との間にある負の関係が弱まることを実証分析により明らかにしている。

以上のように、先行研究からは直接的または間接的にCSRが企業価値に正の効果をもたらすことを示唆する結果が得られているものの、このパフォーマンス効果は条件依存のものである可能性も指摘されている。例えば、Buchanan et al. [2018] はCSRが企業価値に与える効果はその時の経済状況や機関投資家株主の影響力次第で異なるものとなることを明らかにしている。また、Nguyen et al. [2020] はCSRが企業価値に正の効果をもたらす条件として長期投資家の存在が重要となることを指摘している。このことから、CSRのパフォーマンス効果を正確に評価するには、それを

左右する条件がどのようなものであるかを理解することが肝要であるといえる。パフォーマンス効果に影響を及ぼす条件を理解するうえで、CSRがどのような要因で決まるのかを把握しておくことは重要である。次節では、CSRの決定要因を分析したこれまでの研究をレビューし、企業がCSRに注力する動機について見ていく。

### 三、CSRの決定要因

CSRの決定要因に関する研究では、CSRに係る企業の意思決定に影響を与える要素として企業特性や企業を取り巻く環境に着目している。企業特性に関しては企業規模や収益性といった一般的な財務特性だけでなく、株式の所有構造や取締役会、経営者の特性などコーポレート・ガバナンスに係る諸要素に焦点を当てた研究も数多く行わ

れている。特に、近年はESG投資への関心の高まりを背景に、コーポレート・ガバナンス関連の要素に着目してCSRとの関係を検証する研究が増加している。まず、株式の所有構造をテーマにした研究では、機関投資家持株や内部者持株などの特定の株主の株式所有、ならびに株式所有の集中度といった要素に着目し、それらとCSRとの関係を分析している。株式の所有構造に着目したCSR研究はこれまで数多く行われてきたものの、ほとんどの要素に関して一致した結果が得られていない。唯一、長期投資を偏好する投資家の持株比率が高い企業ほどCSRに積極的な傾向にあることは多くの研究で報告されている (Falter and zu Knyphausen-Aufseß [2018])。

また、取締役会に焦点を当てた研究では、取締役会の規模や構成に着目したものが多い。取締役会の規模とCSRとの関係を検証した研究は多く

はないものの、ほとんどの研究で両者の間に正の

関係があることが報告されている。取締役会の構成に係る要素としてよく取り上げられているのは取締役会の独立性や女性取締役の存在である。取締役会の独立性とCSRとの関係を分析した研究はこれまで数多く行われてきており、両者の間には正の関係が存在することを報告するものが多い。女性取締役の存在についても独立性と同様にCSRに正の影響を与えていることを報告する研究が多い (Rao and Tilt [2016])。

経営者特性に着目した研究では、経営者の過去の経歴や年齢 (Luo et al. [2017]、Oh et al. [2016]) など観察が容易な要素だけでなく、起業家精神の有無や自己愛性と傲慢性 (Zhang et al. [2021]、Tang et al. [2018]) といった経営者の性向にも焦点を当てた分析が行われており、これらの要素が企業のCSRに影響を与えるという結果を報告

している。

ただし、これまでに行われてきたコーポレート・ガバナンスとCSRの研究、特に取締役会や経営者特性に着目した実証研究に関しては、計量分析における内生性の問題に十分には対処できていないことや分析対象の企業が限定的であることなど、分析上の課題を有している研究も少なくなっている。この点は今後の研究の課題といえるであろう。

企業のガバナンス要素に着目した研究だけでなく、近年はCSRの決定要因として企業を取り巻く環境に着目した研究も盛んに行われている。具体的なたピックは多岐にわたるが、各国・各地域の文化的特性や株主以外のステークホルダーとの関係性に着目したものが多い。例えば、Griffin et al. [2021] はCSRの決定要因として各国・各地域における個人主義を重視する度合に着目している。彼らは、個人主義の強さとCSR (ESパ

パフォーマンス)との間には正の関係があること、CSRと企業価値との間にも正の関係があることを明らかにしている。Flammer [2015] は、製品市場における競争に注目し、製品市場における競争度を変化させた外生的なショックを利用した実証分析を行っている。そして、製品市場における競争が激しくなるほど企業はCSRに積極的になることを明らかにしている。Dai et al. [2021] は顧客企業との関係性に着目した研究を行っている。彼らは、顧客側の企業がCSRに対する積極的な姿勢を有する場合、供給側の企業のCSRに正の影響を与えるが、その逆である供給側から顧客側への影響経路は存在しないことを報告している。さらに、顧客企業の影響で供給側の企業がCSRに積極的に取り組むようになった場合、供給側の企業だけでなく顧客企業においても経営効率が改善し企業価値が高まることを明らかにしている。

Flammer and Luo [2017] は、企業に対する従業員のエンゲージメントの強さとCSRとの関係を検証している。そして、企業に対する従業員はCSRに積極的になることを明らかにし、企業が従業員をうまく統治するための手段としてCSRを利用している可能性を指摘した。

#### 四、おわりに

ここまで、CSRに関する研究をパフォーマンス効果と決定要因という二つの観点から整理してきた。ESG投資の拡大に伴い、企業にとってCSRの取り組みは非常に重要な経営課題として位置づけられるようになってきたが、実務面の変化の速度に対して学術的なエビデンスの蓄積が追いついていない現状がある。本稿の最後にCSRの



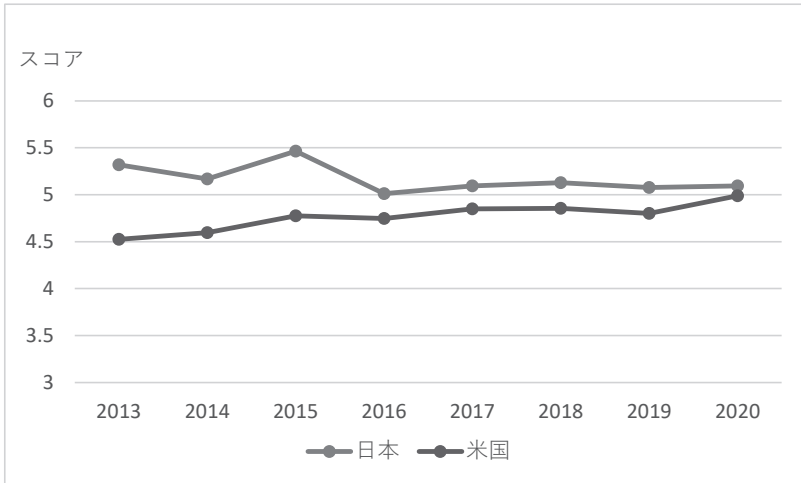
取り組みの変化をデータで確認したうえで、現状の研究から得られる含意と今後の課題について言及しておきたい。

近年ESG関連の投資規模が急拡大していることは第一節で述べたとおりであるが、その動きに対応して企業側はどのように対応してきたのであるか。ここでは企業のESGへの取り組みを評価する評価機関が提供するスコアを用いて、日米企業のCSRに対する取り組みの変化を確認する。今回利用するESGスコアはMSCIが提供するMSCI ESG Ratingsから取得している。MSCIのESGスコアは、環境(E)・社会(S)・企業統治(G)の各分野における企業の取り組みに対して〇から一〇までの範囲で点数を付け、それら三つの総合評価として算出される。今回はESGのうち、CSRに関連するEとSのスコアを利用し、それぞれのスコアの推移を日米で比較する。図表2は二

〇一三年から二〇二〇年までのESGスコアの平均値の推移、図表3はSスコアの平均値の推移を表している。両スコアともに日本が米国を上回っているものの、ESGスコアに関しては米国が上昇傾向にあり直近では日米でほとんど差がなくなっていることがわかる<sup>(4)</sup>。日本企業のESGスコアが二〇一六年以降ほぼ横ばいであることを考えると、環境関連のCSRは日本企業にとって今後の課題といえるかもしれない。

日本においてESG投資が急速に拡大していることから、日本企業のCSRの取り組みに対する外部からの要求は今後さらに厳しくなることが予想されるが、CSRに傾倒することは合理的な企業行動として支持され得るのであるか。ここまで見てきたように、CSRのパフォーマンス効果の研究からはCSRが企業価値の向上に資する可能性が示唆されているものの、その効果が得ら

図表2 日米企業のEスコアの推移



(注) MSCI ESG Ratings に収録されている日本企業及び米国企業 (MSCI ACWI 指数採用銘柄) をサンプルとして国ごとに平均値を算出している。

(出所) MSCI ESG Ratings より筆者作成。

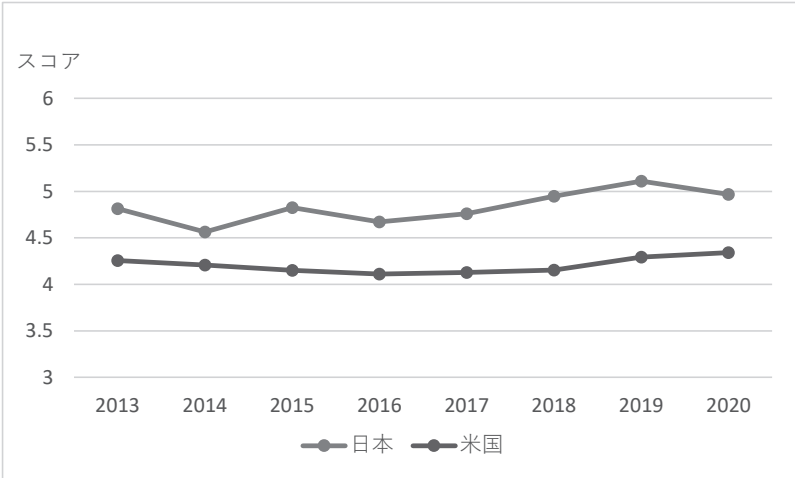
れるのは特定の条件を満たす企業だけの可能性がある。つまり、すべての企業が一律にCSRに積極的になることは経済的な観点からは必ずしも望ましくない場合もあるということである。現状、CSRのパフォーマンス効果を左右する条件やそのメカニズムに関しては、研究が限定的でコンセンサスが得られるほどの十分なエビデンスが得られていないため、今後さらなる研究が必要となるであろう。

**【謝辞】** 本稿はJSPS科研費JP21H04394の助成を受けたものである。

**【参考文献】**

- Albuquerque, Rui, Yrjö Koskinen, and Chendi Zhang. 2019. Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science* 65, 4451-4469.
- Buchanan, Bonnie, Cathy Xuying Cao, and Chongyang Chen,

図表3 日米企業のSスコアの推移



(注) MSCI ESG Ratings に収録されている日本企業及び米国企業 (MSCI ACWI 指数採用銘柄) をサンプルとして国ごとに平均値を算出している。

[出所] MSCI ESG Ratings より筆者作成。

2018, Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership, *Journal of Corporate Finance* 52, 73–95.

Dai, Rui, Hao Liang, and Lilian Ng, 2021, Socially responsible corporate customers, *Journal of Financial Economics* 142, 598–626.

Faller, Christian M., and Dodo zu Knyphausen-Aufseß, 2018, Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings, *Journal of Business Ethics* 150, 15–40.

Ferrill, Allen, Hao Liang, and Luc Renneboog, 2016, Socially responsible firms, *Journal of Financial Economics* 122, 585–606.

Flammer, Caroline, 2015, Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization, *Strategic Management Journal* 36, 1469–1485.

Flammer, Caroline, and Jiao Luo, 2017, Corporate social responsibility as an employee governance tool: Evidence from a quasi-experiment, *Strategic Management Journal* 38, 163–183.

Griffin, Dale, Omrane Guedhami, Kai Li, and Guangli Lu, 2021, National culture and the value-to-implications of cor-

porate environmental and social performance. *Journal of Corporate Finance* 71.

Harjoto, Mareto, and Idrarini Laksmana. 2018. The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. *Journal of Business Ethics* 151, 353-373.

Heinkel, Robert, Alan Kraus, and Josef Zechner. 2001. The effect of green investment on corporate behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 431-449.

Lourenço, Isabel Costa, Manuel Castelo Branco, José Dias Curto, and Teresa Eugénio. 2011. How does the market value corporate sustainability performance?. *Journal of Business Ethics* 108, 417-428.

Luo, Jin-hui, Yungao Xiang, and Ruichao Zhu. 2017. Military top executives and corporate philanthropy: Evidence from china. *Asia Pacific Journal of Management* 34, 725-735.

Masulis, Ronald W., and Syed Walid Reza. 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies* 28, 592-636.

Nguyen, Phuong-Anh, Ambrus Kecskes, and Sattar Mansi. 2020. Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors. *Journal of Banking & Finance* 112.

Oh, Won-Yong, Young Kyun Chang, and Zheng 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* 133, 279-291.

Rao, Kathayini, and Carol Tihl. 2016. Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision making. *Journal of Business Ethics* 138, 327-347.

Tang, Yi, Daniel Z. Mack, and Guoli Chen. 2018. The differential effects of ceo narcissism and hubris on corporate social responsibility. *Strategic Management Journal* 39, 1370-1387.

Zhang, Zhe, Xin Wang, and Ming Jia. 2021. Echoes of ceo entrepreneurial orientation: How and when ceo entrepreneurial orientation influences dual csr activities. *Journal of Business Ethics* 169, 609-629.

白須洋子・湯山友教 [二〇二二] 「評価機関のESスコアの特徴は何か。——主要4国のESスコアの独自性・類似性の比較から——」『証券アナリストジャーナル』第五九巻第九号、68-80。

## C S R 研究の現状と課題

(注)

- (1) Global Sustainable Investment Alliance [2012]、[2020] “Global Sustainable Investment Review” 45。
- (2) C S R に関する研究では、企業の慈善活動 (corporate philanthropy) や C S R に係る投資活動、それら二つを合わせた総合的な C S R 活動、環境・社会関連の特定の問題に対する企業の取り組み (E S パフォーマンス) など、細かく見ると研究ごとに分析対象が異なることも多い。本稿では冗長な表現を避けるため、以降特別の記述がない限り上記のいずれかを分析対象としている研究には C S R という言葉を使用する。
- (3) C S R が企業価値に負の効果を与えることを報告する研究では、C S R をプリンシパル (株主や小口株主) とエージェント (経営者や大株主) との間の利害対立から生じる損失であるエージェンシー・コストの一種として捉えている。例えば、Masulis and Reza [2015] は、寄附などの慈善活動に積極的な企業の現金保有は資本市場から過小評価される傾向にあることを報告している。
- (4) 日米で収録企業数に差がある点 (二〇二〇年二月時点の収録数は米国が約三九〇〇銘柄なのに対し日本は約九〇〇銘柄) や収録されている企業の業種バランスに多少の違いがある点には注意が必要となる。M S C I の E S G スコ

アの詳しい算出方法や特徴については白須・湯山 [二〇二二] を参照されたい。

(さいとう じゅんゆう・桃山学院大学経営学部准教授)  
当研究所客員研究員