

大阪商業大学学術情報リポジトリ

CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？ ～労働生産性からのアプローチ～

メタデータ	言語: ja 出版者: 大阪商業大学共同参画研究所 公開日: 2023-04-12 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 裕永, 佳甫, MATSUNAGA, Yoshiho メールアドレス: 所属:
URL	https://ouc.repo.nii.ac.jp/records/1697

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを 向上させるか？

～労働生産性からのアプローチ～

大阪商業大学 公共学部公共学科 教授

裕 永 佳 甫

1. はじめに
2. CSRに関する先行研究のレビュー
3. CSRが財務パフォーマンスを向上させる経営戦略メカニズム
4. 実証分析を行った先行研究の問題点
5. 理論メカニズムから計量メカニズムへ—分析結果とその含意
6. おわりに

1. はじめに

利益を追究することを第一の活動ミッションとする企業が、なぜ社会的責任を果たそうとするのであろうか。この問いは一見シンプルそうに見えて、学術的には未だ帰結に至っていない学術的問いである。一つの回答は、企業は自身を一つの市民（企業市民）と捉え、企業倫理の視点から社会的責任を果たそうとしてきたというものである。企業の社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）活動の最も古典的な手法は企業寄付であるが、1950年代の企業は寄付先を決めるとき、企業の経営陣が個人の価値観を重視し、個人的に重要と思う社会問題の解決に取り組む非営利組織（NPO: Nonprofit Organization）や個人的付き合いのあるNPOが、寄付先に選定されることが多かった。したがって、この頃の企業寄付は企業の経営戦略とは無縁であった。

一方、企業の経営陣に経営を委託する株主は、配当に充てられるべき利益の中から、企業倫理の観点から行われ、経営陣の個人的好みに従って寄付先が選定される企業寄付は、企業に何ら利益を生まない抛出であると考え、株主から経営陣への不満の声が上がることも多かった。

これは、利益は株主のものであり、その使い方は株主総会を介して承認されるべき事項であるという理屈が成り立つからである。この企業寄付の拠出先の選定上の問題に加え、企業寄付は利益向上に寄与しない支出であり、無駄な支出と見ていた株主も多かった。つまり企業寄付を行う大義が欠落していたのである。ノーベル経済学賞を受賞したシカゴ大学のミルトン・フリードマンでさえ、1970年9月のニューヨークタイムズの記事の中で、企業の社会的責任は利益を最大化することであり、寄付は企業によってなされるのではなく、労働者個人によってなされるべきであると述べている。

1980年代に入ると、Freeman (1984) は、ステークホルダー理論 (Stakeholder Theory) を提唱し、企業は株主だけでなく、企業を取り巻くすべてのステークホルダー (消費者、従業員、取引相手、金融機関、コミュニティなど) のための価値創造も出来るよう組織戦略を構築しなければならないと主張している。そして企業を取り巻くステークホルダーに何ら利益がもたらされない状況では、企業自身にのみに利益がもたらされることはないと主張する。その企業が位置する地域社会を安全で住みやすいコミュニティにすることなしに、そこに位置する企業のみ利益がもたらされることはない。企業が労働者に自分が働きたいと思える労働環境を提供することができない場合、労働者は自分の労働生産性を最大化させる事はできない。したがって、企業も利潤を最大化できない。資本主義を動かしているのは株主だけではない。顧客、サプライヤー、従業員、地域住民などの他のステークホルダーが相互に関わり合いながら動かししているのである。企業単独で行われる生産活動だけでは、利益を享受することはできないため、ステークホルダーにも便益がもたらされるCSR活動に取り組むことが必要不可欠なのである。ステークホルダー理論は、経営陣の個人的好みによるものではなく、明確なガバナンスと経営戦略のもと行われる企業寄付であるため、また顧客も投資家もCSRを社会的問題の解決手法のひとつとしてみなすことができる。特に投資家に至っては、企業がCSRに取り組むことが、他のステークホルダーにプラスに作用することを客観的手法により明らかにすることを経営陣に求めるようになってきている。そしてステークホルダー理論は、その重要性が多くの顧客、投資家、メディア、政府、学者等によって認知され、企業経営における株主偏重主義に対して大きな疑問を呈するトリガーとなった。かくして、あらゆるステークホルダーが自分たちの将来の利益につながるように、CSR活動に戦略的に取り組むことを経営陣に求められるようになった。

今日では、企業寄付を含めCSRは企業倫理の観点からなされるよりむしろ、競争上の優位性を達成するための重要な経営戦略として捉えられている (Weber 2008)。ステークホルダー理論は、利益関係者が相互に関係し合いながら、お互いが利益となるよう行動することを暗示している。したがって、ステークホルダー理論の頑健性を実証的に検証することは、複数のス

CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

テークホルダーの動向を加味した連立方程式を推定することになり困難を極める。したがって本稿では、内部ステークホルダーである従業員の労働環境に関わるCSRに焦点を当て、労働環境CSRと財務パフォーマンスの関係を定量的に探ることにしたい。すなわち、どのようなCSR活動が内部ステークホルダーである雇用者の生産性に影響を与え、ひいてはそれが企業の財務パフォーマンスにどのような影響をあたえるのかという事に主眼を置く。Chiang (2010)によると、従業員の観点から企業がCSRに取り組むことの意義を追究した研究は少ないことから、本稿の取り組みは意義深い。

本稿では第2章において、CSRに関する研究の全体的な潮流を把握するために、まず先行研究レビューを行う。この先行研究レビューを参考に、第3章では、労働環境に関するCSR活動に焦点を当て、企業が労働環境CSRの戦略的意義を反映した理論モデルを構築する。しかる後にその理論モデルの妥当性を検証するために適切な計量分析手法を提示する。そして、東洋経済新報社が提供するCSR及び財務データを用いて計量モデルを推定し、その結果を示す。そしてその推定結果の解釈とそこから得られる含意について考察する。第4章では、本研究結果を解釈するうえでの注意点や本研究の限界について述べることにより、客観的に本研究の成果を俯瞰する。

2. CSRに関する先行研究のレビュー

社会問題の多様化・複雑化に伴い、政府だけではその解決が困難となり、SDGs (Sustainable Development Goals)、ESG (Environmental, Social, Governance)、CSV (Creating Shared Values) に取り組む民間組織に期待が集まっている。

CSRの父と称されるBowen (1953) は、CSRを「我々の社会的価値や目標に照らし合わせて、望ましいと考えられるビジネスマンの行動や決断、政策推進の責務」と述べている。ただし、既に第1章で述べた通り、1950年代以前には、CSRの主な手法と言えば、専ら企業倫理に基づく企業寄付が中心であった。

1960年代も企業寄付はCSRの主な手法であり続けた。そして1960年代に入ると、CSRとは何かという根本的な問題に研究者たちが取り組むようになった。例えば、Davis (1960) は、CSRを「経済的興味や技術的興味を卓越した理由により、ビジネスマンが決断したり行動したりすること」と定義し、「CSRは経営戦略の枠組みの中で考えなければならない」と述べている。また、Walton (1967) は、CSRの本質的要素には、「強制ではなくある程度のボランタリズム (自

発性)」と「企業とボランティア団体の（間接的な）連携」が含まれると述べている。

1970年代は、多くの研究者が経営学の視点からCSRにアプローチすることの重要性を説いた年代であった（Carroll 1979, 2009）。企業はCSRの実施計画を立て、CSR実施のための組織化を行い、CSRの社会的業績を評価し、企業の社会的方針や戦略を集約化することを始めた。そして、Carroll（1979）（2009）によって、3次元モデルであるコーポレート・ソーシャル・パフォーマンス（CSP: Corporate Social Performance）モデルが提唱されたのも1970年代である。CSPとは、営利企業が、本業である売り上げや損益が評価対象とした経済的利益の追求とは別に、社会的利益の追求を行う「活動業績」を強調する。これに対し、CSRは、企業の社会に対して果たすべき「責任」を強調する。

1980年代は「ステークホルダー理論」と「企業倫理」がCSRに大きな影響を与えた。ステークホルダー理論は、株主だけでなく、顧客や従業員や政府、マスコミや金融機関など、他のステークホルダーと良好な関係を築くようなビジネスモデルの方が、そうでないビジネスモデルより良い業績を達成でき、より長期間、企業活動を継続することができるという「経営戦略」理論である。ステークホルダー理論は、もともとは経営戦略の範疇に位置づけられた理論である。しかしビジネスと社会との関係性について考察するCSR論やNPO論にもステークホルダー理論は大きなインパクトを与えた。

一方、「企業倫理」もCSRに大きなインパクトを与えた。1980年代は折しも企業不祥事が続いた時代であった。例えば、ユニオンカーバイド社が1984年に起こしたインドのマディヤ・プラデーシュ州にあるボパール化学工場からのガス漏れ事故である。この事故は人災とされ、多くの犠牲者を出した。またインサイダー取引に手を染めた、デトロイト出身の投資家であるアイヴァン・ボウスキーのスキャンダル、南アフリカでビジネスを行う企業が、アパルトヘイト制度をサポートしていた問題などにより、1980年代は強欲で自己中心的な年代と揶揄された。

1990年代以降は、企業倫理やステークホルダー理論に加え、持続可能性や企業市民という考え方がCSRに影響を与えた。そして特にCSPと財務パフォーマンスとの関係性を明らかにしようとする理論研究が開始された。2000年代に入るとCSPに関する理論研究は、実証分析へと移行し、CSPと財務パフォーマンスの関係を実証分析の手法を用いて明らかにしようとする研究が多く誕生した。

CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

3. CSRが財務パフォーマンスを向上させる経営戦略メカニズム

第2章で述べたように、企業が社会的責任を果たそうとする理由として、世の中にとって良い企業でありたいとする「企業倫理」と「経営戦略」が挙げられる。(図1参照)特に企業のCSR活動に大きな影響を与えるステークホルダーは、投資家、従業員、マスコミ、金融機関、地域住民などである。そのうち社会的責任投資「SRI (Socially Responsible Investment)」実践する投資家が増加傾向にあるなか、投資家のCSRに対する興味は到底無視できるものではない。またKotler and Lee (2004)によると、顧客へのCSRを介した財務パフォーマンスの向上は下記の5つの経営戦略メカニズムにより実現されるとしている。

まず、「顧客ロイヤルティ」の増大である。顧客があるブランドや商品、またはサービスに対して感じる「信頼」や「愛着」は、一回の購買体験や使用経験ではなく、長期的な顧客からの信頼や愛着を獲得でき、安定したマーケットシェアと売上高を実現する。また特定の銘柄を好むがゆえに進んでそれを購入する「ブランド選好の創造」をCSRは顧客に対し誘発する。更にその銘柄に対し強いこだわりを持っている場合には、「ブランド・ロイヤルティ」が構築される。ブランド・ロイヤルティがある顧客は、進んでその銘柄を再購入するし、価格の上昇や質の低下があったとしても、それに対する反応は鈍いものとなる。ブランド・ロイヤルティのある顧客は、ともすると価格に見合わない質の商品であっても、商品がブランド名を冠していることそのものに対し高い価値を見出す。

次に、「ブランド・ポジショニングの強化」による売上高の増大である。CSRに取り組むことは、市場における自社ブランドのポジション(立ち位置)を明確にすることが出来るとする。たとえば、スターバックスといえば「おしゃれな空間で仕事したり、ゆっくりくつろいだりすることのできるカフェ」、ハーゲンダッツといえば「高級アイス」、ゴディバといえば、「高級チョコ」というように、消費者はブランド名を聞いて思い浮かべるイメージや印象がある。市場の中でブランドがどのような立場でどのような価値を持っているのかを、顧客にしっかりと認識してもらうことで、他社との差別化をはかることにより、マーケットシェアの拡大による売上高の増大が見込める。

また、CSRは「企業イメージの強化」を介したリスクヘッジ効果も有する。1992年にロサンゼルス中南部で起きた暴動では、地域社会との関係構築に努め、黒人や障がい者、社会的弱者の雇用機会の創出にも積極的に取り組んでいたマクドナルドが、暴徒による破壊行為を免れた例はあまりにも有名である。

企業が社会的問題の解決に取り組むことは、現従業員や求職者にもプラスの影響があるとさ

れている。CSRに取り組む企業の従業員は、そうでない企業の従業員より自社に誇りを抱いており、この「誇り」は従業員のやる気を引き出し、「労働生産性の向上」に寄与する。これが財務パフォーマンスの向上を誘引する。また、求職者が就職先を決める際、その企業が社会的問題の解決にどの程度取り組んでいるかを重視する傾向も無視できない。Handy et al. (2020)によると、インドの学生は求職活動を行う際、企業が社会的責任を果たしているかどうかも加味して企業を選択している。そして、従業員は、自社が社会的問題の解決に取り組んでいるのなら、少々賃金が安くても構わないと考える傾向にあることが実証されている。

上述を図示すると、図1ようになる。

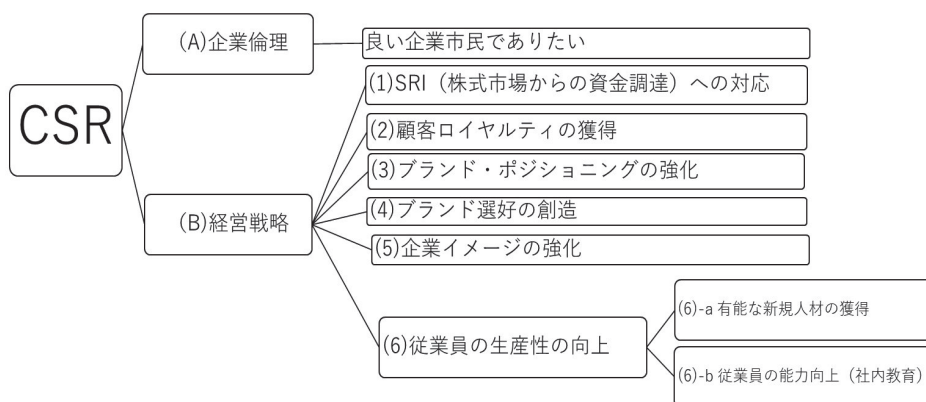


図1：純粹利他的CSRと戦略的CSR

(執筆者作成)

「(A)企業倫理」の場合、企業のCSR活動は、純粹に利他的なCSRであり、企業はCSRを抛出すべき費用とみなす。一方「(B)経営戦略」の場合、企業は戦略的にCSRに取り組んでおり、その目的は「(1)投資家の社会的責任 (SRI: Socially Responsible Investment) への対応」、 「(2)顧客ロイヤリティの獲得」、 「(3)ブランド・ポジショニングの強化」、 「(4)ブランド選好の創造」、 「(5)企業イメージの強化」、 「(6)従業員の生産性の向上」である。そして、従業員の生産性向上は、 「(6)-a 有能な新規人材の獲得」と 「(6)-b 従業員の能力向上」に大別できる。戦略的CSRに取り組むことにより、財務パフォーマンスの向上を目指すことになる。第4章では、「(B)経営戦略」としてのCSRに取り組むと財務パフォーマンスは向上するかというアジェンダに着目して代表的な先行研究をレビューし、それらの先行研究が抱える課題について指摘する。

4. 実証分析を行った先行研究の問題点

CSRと財務パフォーマンスの関係を実証分析の手法を用いて明らかにしようとした代表的な先行研究は、Waddock and Gaves(1997)である。Waddock and Graves (1997)は、Ullman (1985)により提唱されたCSPインデックスを活用してKinder・Lydenberg・Domini (KLD) 社がS&P500の企業に対して作成したCSPインデックスを被説明変数とし、財務パフォーマンスの代理変数として、総資産収益率 (ROA : Return on Asset)、自己資本利益率 (ROE: Return on Equity)、純利益率ROS: Return on Sales) の3種類について、回帰分析を行っている。また、CSRに取り組んだ結果、財務パフォーマンスが向上したのか、あるいはもともと財務パフォーマンスが良いからCSRに取り組む余裕が企業にあるのかという因果関係の問題に対処するために、3種類の財務パフォーマンスを説明変数として、CSPインデックスを被説明変数とした回帰分析も行っている。まず、CSPインデックスを被説明変数にして、ROA、ROE、ROSそれぞれを説明変数とした3種類のモデルについて回帰分析を行った。その結果、ROA、ROE、ROSのいずれも10%以上の有意水準で、説明力を持っていたし、ROA、ROE、ROSそれぞれの係数も正であった。一方、ROA、ROE、ROSそれぞれを被説明変数とし、CSPを説明変数とした3種類のモデルについて回帰分析を行った結果、ROAとROSを被説明変数としたモデルについては、CSPは説明力を持ち、その係数は5%有意水準で正であった。この結果から、Waddock and Graves (1997) はCSRへの取り組みは、財務パフォーマンス (ROEを代理変数とした場合を除く) を向上させることに寄与すると結論付けている。

一方、McWilliams and Siegel (2000) は、Waddock and Graves (1997) の推定モデルには、R&Dへの投資 (RDINT) が財務パフォーマンスに与える影響が加味されていないため、計量モデルの定式化の誤りが生じていると主張し、Waddock and Graves (1997) 同様、KLD社のCSPデータを用いて、R&Dへの投資を説明変数に含めて推定を行った結果、RDINTの係数は1%有意水準で正である一方で、CSPは説明力を持たないという結果を得た。つまりWaddock and Graves (1997) の帰結とMcWilliams and Siegel (2000) の帰結は相反する結果となっており、CSR活動と企業の財務パフォーマンスとの間に統計的な関係は存在しないと結論付けている。

これに対し、Hull and Rothenberg (2008) は、McWilliams and Siegel (2000) の推定モデルをさらに複雑にした。財務パフォーマンスの代理変数としてROAを被説明変数として、Waddock and Graves (1997) とMcWilliams and Siegel (2000) と同様に、KLD社のCSP データを用いて、CSPの他にCSPとR&Dへの投資の交差項とCSPと産業内差別化 (広告費支出による) との交差項を含めた計量モデルを推定した。その結果、CSPの係数は10%の有意水準で統

計的に有意であり、符号も正であった。Waddock and Graves (1997) の帰結を指示する結果を得ていることになる。つまり、CSR活動に取り組むと企業の財務パフォーマンスは向上するのである。

このように、CSR (CSP) と財務パフォーマンスの間に正の関係があるのかどうかという議論は、学界にて未だ決着がついていないリサーチトピックであり、この議論に本稿が加わることは意義深い。しかしながら、Waddock and Graves (1997)、McWilliams and Siegel (2000)、Hull and Rothenberg (2008) には大きく2つの問題が存在する。第一にこれらはいずれもUllman (1985) が提示した手法に従ってKinder・Lydenberg・Domini (KLD) 社がS&P500の企業に対して作成したCSPインデックスを説明変数として用いていることである。ここで問題となるのが、CSR活動のインデックス化による弊害である。CSPインデックスを分析に用いることの欠点は、インデックス化されているがゆえにたとえ、CSRと財務パフォーマンスの間に正の関係を見出したとしても、いったいどのようなCSR活動が財務パフォーマンスの改善につながっているのか明確にできない点にある。上述の通り、企業はCSRに取り組むべきか取りまざるべきかという議論に対しては、統計上支持できる分析結果を提示する先行研究は存在する。しかし、企業は、手あたり次第にCSR活動に取り組んでいるわけではない。経営陣の価値観や企業風土、企業が生産する財・サービス種別などにより、取り組むCSRも様々である。例えば、生産過程において多くのCO₂を排出する企業であれば環境CSRに中心的に取り組む企業も多いであろうし、開発途上国の工場で財を生産するのであれば、労働者の作業の安全や衛生状態の監視、貧困層の撲滅などに力を注ぐであろう。CSRとして人権や男女差別問題に取り組むことも考えられる。地域住民との良好な関係を保つためのコミュニティ活動もCSRの一貫である。また雇用創出、労働者のエンプロイアビリティ (Employability: 雇われる能力) の向上、メンタルヘルスケア、キャリア形成支援、女性活躍、労働者のダイバーシティ (多様性) の担保、企業経営の透明性を目途としたガバナンスや投資家との関係を良好にするIR (Investor relations)、コンプライアンス (法令遵守) などもCSRの主要分野である。したがって、CSPインデックスと財務パフォーマンスに統計的な関係を見出したとしても、どのCSR活動が財務パフォーマンスの改善に寄与しており、どのCSR活動が財務パフォーマンスと無関係あるいは財務パフォーマンスを悪化させており、CSR戦略の見直さなければならないのかについて明確にすることはできない。つまり、どのCSR活動を強化すれば、より大きな財務パフォーマンスの向上が期待できるかわからない。要は、戦略的にCSRに取り組む際に、上述の3つの先行研究の結果は何ら有益な情報をもたらさない。したがって、CSRに取り組むべきという分析結果が出た場合、その先にあるどのCSRにリソースを投じるべきかという疑問に対しては、何ら有益

CSR への取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

な回答を提示できない。

第2に、CSRに取り組んだから財務パフォーマンスが向上したのか、財務パフォーマンスの良い企業が盛んにCSRに取り組んでいるのかわからない¹⁾。つまり、CSRと財務パフォーマンスの因果関係が分からない。前者の場合、戦略的CSR = CSV: Creating Shared Value (共通価値の創造) が成り立つ。実践されるCSRは、社会問題を解決することと財務パフォーマンスを向上させることの二つの目的を両立させるために戦略的に行われるものでなければならない。(Porter and Kramer 2002)。一方、後者の場合、CSRは戦略的に実践されることを必須とせず、「企業倫理」や「経営陣の価値観」あるいは、「ステークホルダーからの圧力」といった内的・外的要因に促されて行われるCSRである。従って、前者のCSR (CSV) は利潤最大化の一部に組み込まれる一方で、後者は見返りを要求しない純粋に利他的な慈善活動の一貫であり、前述したおとり、戦略的CSR (Strategic CSR) に対応し、純粋利他的CSR (Pure Altruistic CSR) である。

では、企業は戦略的CSR (CSV) を実践しているか、それとも純粋利他的CSRを実践しているのかを統計的に見極めるのはどのような方法があるのだろうか。最も適切な方法は、CSR活動と財務パフォーマンスの間にグレンジャー因果関係が存在するかどうかを検証することである。そしてグレンジャー因果関係のテストには時系列データを必要とする。本稿では、後に説明するように2019年の日本の上場企業に関するCSRデータと財務パフォーマンスに関するデータを用いた分析であるので、本稿もまた、上述の先行研究が持つ問題と同じ問題を抱えていることを事前に断っておく必要がある。ただし、東洋経済新報社が発売するCSRおよび財務パフォーマンスの時系列データは、かなり高額であるが、この制約は解消可能なほどデータ自体の蓄積は進んでいるため、今後の実現可能性の高い本稿の今後の課題として置くに留めたい。

5. 理論メカニズムから計量メカニズムへ—分析結果とその含意

ここでは、上述の代表的な3つの先行研究を修正した理論モデルを提示し、それを計量モデルへと移行させる。特に図1の(B)-(6)-bで表されたメカニズムを介して、CSR活動が企業の財務パフォーマンスを改善させるという理論モデルを仮定する。そして、この理論モデルを反映させた計量モデルを構築し、東洋経済新報社による日本の上場企業の2019年のCSRデータおよび財務(連結)データを用いて横断面分析を行う。つまり、CSRへの取組が労働生産性を向上させ、ひいては財務パフォーマンスを向上させるという理論モデルの計量分析である。

まず第4章で挙げた先行研究において、財務パフォーマンスを表す代理変数としては、*ROE*と*ROA*があり、それぞれにおいて式(1)および式(2)を推定していることを確認しておく。すなわち、

$$ROE = a + \beta CSP + X' \gamma + u \quad (1)$$

$$ROA = \gamma + \delta CSP + Z' \mu + \varepsilon \quad (2)$$

である。ここで、*ROE*と*ROA*はそれぞれ、

$$ROE = \text{当期純利益} / \text{自己資本} \times 100 \quad (3)$$

$$ROA = \text{当期純利益} / \text{総資産} \times 100 \quad (4)$$

によって算出される。そして、*a*と γ はそれぞれの式における定数項である。説明変数である*CSR*はスカラーであり、KLD社により作成された*CSP*インデックスが用いられている。そして、 β と γ は*CSR*の係数である。一方、*X*と*Z*はその他の説明変数であり、ベクトルである。その係数は、それぞれ γ と μ で表されている。最後に*u*と ε は、それぞれの推定式における古典的線形回帰モデルの誤差項である。

一方本稿では、*CSR*活動が労働者の企業への忠誠心やその企業で働くことのプライドを向上させたり、やる気が高まることを通じて、労働生産性を向上させ、それが財務パフォーマンスを向上させるというメカニズムを想定する。このメカニズムを計量モデルに表現するために、先行研究で提示された式(1)および式(2)をそれぞれ、下記の式(5)、式(6)のように発展させる。すなわち、

$$ROE = a + \phi PRODUCY + \beta CSR + X' \gamma + u \quad (5)$$

$$PRODUCY = \theta + \lambda CSR + \rho$$

$$ROA = \gamma + \omega PRODCUY + \delta CSR + Z' \mu + \varepsilon \quad (6)$$

$$PRODUCY = \pi + \lambda CSR + \tau$$

いつものように*a*と γ はそれぞれの式における定数項である。*PRODUCY*は労働生産性を表している。労働生産性は企業全体の付加価値を労働者数で除することにより求めることが出来る。ここで、企業全体の付加価値 (*VALAD*) は式(7)により算出される。

$$VALAD = \text{人件費合計} + \text{金融費用} + \text{賃借料} + \text{租税公課} + \text{支払特許料} \\ + \text{法人税住民税事業税} + \text{減価償却費} + \text{当期純利益}^2) \quad (7)$$

そして一人当たりの労働生産性は、

CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

$$PRODUCY = VALAD / MPART \quad (8)$$

で表される。ここで、 $MPART$ は、連結従業員数である。また、式(5)と式(6)の説明変数であるCSRは、式(1)と式(2)におけるCSPインデックスではなく、様々なCSR活動に関するデータを含んでおり、スカラーではなくベクトルである。よって、式(5)と式(6)では、 β と δ もベクトルである。

さて、理論モデルに則れば、式(5)あるいは式(6)を推定するに適切な推定量は、三段階最小二乗 (3SLS: Three Stage Least Square) 推定量である。なぜなら、式(5)と式(6)では、 ROE 、 ROA 、 $PRODUCY$ のいずれにも算出に際し、当期純利益が含まれてることから、 $Cov(u, \rho) \neq 0$ 、 $Cov(\varepsilon, \tau) \neq 0$ を仮定することが適切であり、加えて式(5)、式(6)の両方において、 $PRODUCY$ を内生変数として扱うことが適切であるからである。また、推定量としては適切ではないが、 $Cov(u, \rho) \neq 0$ 、 $Cov(\varepsilon, \tau) \neq 0$ を仮定するが、 $PRODUCY$ の内生性を仮定しないSURE (Seemingly Unrelated Estimator) による推定を先に行い、 $PRODUCY$ の内生性を加味せず推定した際の推定値への影響も洞察する。

推定結果に示されている各説明変数に関する詳細な説明は、Appendix I, IIに表されている。そして表1は式(5)および式(6)の推定結果を表している。式(5)および式(6)はそれぞれ、被説明変数 ROA および ROE に東洋経済新報社によるCSRデータよりデータ入手可能な様々なCSR活動を回帰して得られた推定結果を表している。また、式(5)、式(6)のそれぞれの計量モデルに対し、SUREおよび3SLSによる推定結果が併記されている。

式(5)、式(6)の推定結果を俯瞰して言えることは、二つの推定値にさほど大きな差はないという事である。しかしながら、労働生産性 ($PRODUCY$) を内生変数として扱い、3SLS推定量により式(5)と式(6)を推定する方が、SUREによる推定より好ましいと言えそうである。なぜなら、式(5)、式(6)のいずれにおいても、3SLS推定量の方がSUREより、多くの説明変数が説明力を持ち、そして $PRODUCY$ が ROA および ROE に与える影響も大きい。つまり、SUREによる推定結果から得られた $PRODUCY$ の係数の値は、式(5)、式(6)いずれにおいても過小評価されている可能性がある。また、式(6)と式(7)の両方において、SUREによる推定では、法令遵守を担当する部署があること ($COSUM$) により ROA 、そして ROE に負の影響を与えるという推定結果であるが、現在のCSRに対する潮流を鑑みると、不可解に思える。これは $PRODUCY$ の内生性を加味していないことによる見せかけ上の推定結果である可能性がある。一方、SUREによる推定結果により実証されているように、社会貢献担当部署があることが、企業の財務パフォーマンスを上昇させることは考えられることである。しかし、3SLSによる推定では、説明力があり、その係数が正であるはずの $SOCON$ (社会貢献活動相当部署の有無) が一転して説明力を失っている

表 1 : 推定結果

モデル1: SURE (被説明変数=ROA, PRODUCE)				モデル2: 3SLS (被説明変数=ROA, PRODUCE)			
被説明変数		被説明変数		被説明変数		被説明変数	
ROA	PRODUCE	ROA	PRODUCE	ROA	PRODUCE	ROA	PRODUCE
説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数
Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant
PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE
MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF
NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF
R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL
R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH
AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE
TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR
DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART
CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM
SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON
RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF
LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP
REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT
SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE
DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER
MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL
EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA
ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS
PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO
係数	係数	係数	係数	係数	係数	係数	係数
-138.313 *	74.90835	-363.77 **	141.8462	1249.2 **	4861.656	-363.77 **	141.8462
0.19031 ***	0.01476	102.056	83.9187	34.3234 ***	83.9187	102.056	83.9187
-4.85008	44.22874	167.168 **	83.52211	-3536.28	2875.82	167.168 **	83.52211
1.94712	44.06334	0.31777 *	0.16517	-5705.94 **	2823.721	0.31777 *	0.16517
-0.09249	0.08734	-0.28529 *	0.16762	-10.9562 **	5.58392	-0.28529 *	0.16762
0.11721	0.08859	1.69088	3.094	9.87313 *	5.66682	1.69088	3.094
3.93734 **	3.51315	2.52042	2.52042	-54.0396	104.5905	2.52042	2.52042
-1.12249 **	1.32861	-0.02265	0.07668	-120.9	85.20508	-0.02265	0.07668
-0.01098	0.04039	-0.14598	0.15282	-0.34728 **	2.25912	-0.14598	0.15282
-0.18234 **	0.08053	0.19267	0.16599	2982.83 ***	932.5359	0.19267	0.16599
0.18929 **	0.08748	0.00469	0.02932	4.11496 ***	6.64248	0.00469	0.02932
-0.00655	0.01544	-0.02423	0.04655	0.00705	2.46574	-0.00655	0.04655
-0.02175	0.02452	0.06724	0.13903	-1.37453	1.5605	0.06724	0.13903
-0.0863	0.07324	-0.3466 **	0.14539	-2.36298	4.76424	-0.3466 **	0.14539
0.05126	0.07675	0.26077 **	0.11567	12.0447 **	4.98299	0.26077 **	0.11567
-0.01436	0.06105	0.00978	0.06593	-0.03792 **	3.96445	0.00978	0.06593
-0.00443	0.03473	-0.03478 **	27.21416	-0.34278 **	2.25912	-0.03478 **	27.21416
-5.6467	14.39129	-86.3649 ***	0.01873	2982.83 ***	932.5359	-86.3649 ***	0.01873
0.0082	0.01002	-0.11868 ***	0.07196	4.11496 ***	6.64248	-0.11868 ***	0.07196
-0.02585	0.0379	-0.00095	0.04554	0.00705	2.46574	-0.00095	0.04554
0.03609	0.02399	0.04077	0.04554	0.00705	2.46574	0.04077	0.04554

モデル1: SURE (被説明変数=ROE, PRODUCE)				モデル2: 3SLS (被説明変数=ROE, PRODUCE)			
被説明変数		被説明変数		被説明変数		被説明変数	
ROE	PRODUCE	ROE	PRODUCE	ROE	PRODUCE	ROE	PRODUCE
説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数	説明変数
Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant	Constant
PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE	PRODUCE
MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF	MAF
NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF	NONMAF
R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL	R8/COLL
R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH	R8/HIGH
AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE	AVERAGE
TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR	TYPEAR
DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART	DEPART
CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM	CONSUM
SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON	SOCON
RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF	RFEF
LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP	LGPTP
REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT	REMORT
SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE	SHARE
DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER	DIVER
MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL	MENTHAL
EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA	EXPDONA
ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS	ETHICS
PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO	PROFONO
係数	係数	係数	係数	係数	係数	係数	係数
-125.482 *	75.64203	-363.77 **	141.8462	12291.6 **	4795.915	-363.77 **	141.8462
0.1889 ***	0.01491	102.056	83.9187	34.3234 ***	83.9187	102.056	83.9187
-7.88217	44.66193	167.168 **	83.52211	-3491.51	2836.913	167.168 **	83.52211
0.25748	44.49491	0.31777 *	0.16517	-5705.94 **	2823.721	0.31777 *	0.16517
-0.10949	0.08798	-0.28529 *	0.16762	-10.9562 **	5.58392	-0.28529 *	0.16762
0.13477	0.08926	1.69088	3.094	9.87313 *	5.66682	1.69088	3.094
3.68674 **	1.64588	3.51315	2.52042	-54.0396	104.5905	3.51315	2.52042
-0.98058	1.34162	-0.02265	0.07668	-120.9	85.20508	-0.02265	0.07668
-0.01381	0.04078	-0.14598	0.15282	-0.34728 **	2.25912	-0.14598	0.15282
-0.18667 **	0.08132	0.09267	0.16599	4.79631	5.16618	0.09267	0.16599
0.19042 **	0.08833	0.00469	0.02932	-6.38207	5.61127	0.00469	0.02932
-0.00644	0.01559	-0.02423	0.04655	-0.1664	0.99103	-0.02423	0.04655
-0.0368	0.07396	0.06724	0.13903	0.80339	1.57372	0.06724	0.13903
0.05353	0.0775	-0.3466 **	0.14539	-2.33199	4.69977	-0.3466 **	0.14539
-0.01554	0.06165	0.26077 **	0.11567	11.8846 **	4.91561	0.26077 **	0.11567
-0.00616	0.03507	0.00978	0.06593	-8.91695 **	3.91083	0.00978	0.06593
-4.42245	14.53225	-86.3649 ***	27.21416	-34.002	2.22855	-86.3649 ***	27.21416
0.00799	0.01012	-0.11868 ***	0.01873	2943.6 ***	920.2263	-0.11868 ***	0.01873
-0.02262	0.03827	-0.00095	0.07196	4.05915 ***	6.63382	-0.00095	0.07196
0.03624	0.02423	0.04077	0.04554	0.00983	2.43237	0.04077	0.04554

*: 10% significance level, **: 5% significance level, ***: 1% significance level
 Calculated by NLOGIT 6

CSR への取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

ことに注意が必要である。法令遵守が叫ばれて久しいが、未だに粉飾決算や賞味期限を偽ったり、検査結果を偽装したりする事例が後を絶たない。3SLSによる推定結果は、法令順守の部門があるからと言って、企業が法令を遵守するとは限らないという見方が一般化するに十分な事例が世界の各地で存在する。

他方、労働者の働きやすい環境を整えることもCSRの一つである。在宅勤務制度（*REMORT*）は、SUREと3SLSのいずれの推定量を用いて推定しても労働生産性の低下を招くという結果を示している。一方、SUREによる推定の場合、在宅勤務制度は、労働生産性に負の影響を与えるが、財務パフォーマンスに直接的な影響を与えないようである。しかしながら、3SLSによる推定の場合、労働生産性に負の影響を与えるという間接効果がある一方で、財務パフォーマンスに正の影響を与えるという直接効果を有する。在宅勤務は、勤怠を企業が直接監視することはできないことや、情報セキュリティの問題、労働者間のコミュニケーション不足による労働生産性の低下、そもそも在宅ワーク可能な業務がないことなどを理由に、コロナ禍にあっても実施を中止する企業は決して少なくない。東京商工会議所（2021）によると、2021年5月の東京23区における中小企業のテレワーク実施率は、緊急事態宣言期間中（2021年1月～3月）に実施した前回調査と比べ、27.8%ポイント減の38.4%である。一方で、「働き方改革の進展」により、テレワークは歓迎される風潮にあることが、直接効果として財務パフォーマンスに正の効果をもたらしているものと考えられる。

ワークシェアリングは、労働者の働き方の多様性を加味した労働環境の整備であり、CSRの一つとみなされている。労働生産性に正の影響を与えている。ワークシェアリングが導入された場合、業務の引継等の問題から労働生産性が低下する場合は懸念されているが、推定結果を見る限り、ワークシェアリングが労働生産性の低下を招くとは言えないようである。これは、ワークシェアリングを導入することにより、育児・介護と仕事との両立が可能となったり、余暇活動の時間が増えたりすることにより、労働者のストレスが低減され、ワークライフバランスを担保しやすくなったためであろう。また、自由に使える時間が増えることにより、スキルアップも可能となる。その結果、労働生産性に正の影響を及ぼすのかもしれない。企業にとっても、有能な人材の確保や、退職・流出の防止につながることや会社のイメージアップにつながるなどの効果もあるだろう。しかしながら、生産ラインでの作業など定型的な業務の場合にはワークシェアリングは適用しやすいが、創造的な業務には適用しにくいと予想される。また労働時間の違いによる処遇格差や雇用形態の区別を解消が難しいなどの負の側面も大きい。このことが企業の財務パフォーマンスに負の影響を与える（直接効果）という推定結果につながったのかもしれない。

一方、労働生産性に影響を与える要因として労働者の学歴が考えられる。そこで、高卒者採用者数 (*R8HIGH*) と大学卒者採用数 (*R8JCOLL*) をROAとROSに回帰させると、高卒者採用者数 (*R8HIGH*) が増加すると労働生産性は低下するが、大学卒者採用数 (*R8JCOLL*) が増加すると労働生産性は上昇するようである。ところが財務パフォーマンスに対する影響は逆となる。つまり高卒採用者数の上昇は財務パフォーマンスを向上させ、大学卒業者採用数の上昇は財務パフォーマンスを低下させるようである。一般に高卒採用者はブルーカラー寄りの業務を行い、大学卒業者はホワイトカラー寄りの仕事をすると言われている。一方、ブルーカラーと異なり、ホワイトカラーの労働生産性は確立された計算方法が存在しないため、ブルーカラーの労働生産性との比較ができない。本稿での分析結果を見る限り、高卒者の労働生産性が大卒者のそれより劣るものの、企業の財務パフォーマンスへの直接効果を見ると、高卒の労働者がその向上に貢献している。果たしてどのようなメカニズムが企業内で働いているのか。ブルーカラーとホワイトカラーの境界線は曖昧であること、業種によってはブルーカラーとホワイトカラーの区別できないことなどを鑑みると、この推定結果の解釈には十分注意が必要であろう。

そして、メンタルヘルスに伴う休職者数 (*MENTHAL*) が増加すると労働生産性は低下するが(間接効果)、財務パフォーマンスは向上させる(直接効果)ことを、3SLSを用いた分析結果は示している。企業活動は組織で動かしているのも、ある程度のメンタルヘルスに伴う休職者が出てうまく企業経営していくことができる組織形態となっていることのシグナルと受け止めることもできるかもしれない。

最後に、企業寄付であるが企業寄付はCSRの中でも最も古典的であり、長く続いているCSR活動である(Muirhead, 1999)。3SLSによる推定結果から企業寄付の増加は労働生産性を低下させるようである。労働者が企業寄付に対して、自分たちの給与を圧迫するものであるとみなしているのなら、労働生産性に負の影響を与えることも考え得る。しかしながら、企業の社会的責任として、企業寄付を行わない企業に対する世論の評価は低い。特に欧米市場で利益を稼ぐ企業の多くは企業寄付を行っている。このことが、企業寄付は企業内部では給与を圧迫しかねない脅威として労働者には映る一方で、消費者や投資家の企業に対するイメージ、ブランド・ポジショニング、ブランドロイヤリティを高める効果(直接効果)により、財務パフォーマンスを向上させているのかもしれない。このように考えると、企業寄付は戦略的になされているものの、それが現場に浸透しておらず、企業寄付の大義も理解できてない可能性が否めない。戦略的企業寄付に関する労使間での密接な情報交換が必要であろう。

なお、残念なことに、女性比率 (*RFEM*)、ダイバーシティ、(*DIVER*)、LGBT対応 (*LGBT*)、企業倫理 (*ETHICS*)、プロボノ (*PROVONO*) といった、現在メディア等でも注目を浴びて

CSRへの取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

いるCSR活動については、労働生産性への間接効果も、ROAとROEを代理変数とした財務パフォーマンスへの直接効果も、統計的に有意な観察結果を得ることができなかった。これらの取り組みについて、企業は取り組みを強化しているものの、まだ発展途上にあることが考えられる。特に日本における女性比率は、男女雇用機会均等法（1985年に制定、1986年施行）を整備しても、目立った効果が見られない。ポジティブアクションやセクシャルハラスメントやマタニティハラスメントの禁止が設定される改正男女雇用機会均等法（1999年、2007年、2017年改正）が段階的に整備されても、なお目立った効果が見いだせていない。特に女性管理職の増加はOECD各国と比べても著しく低い。現在は、女性活躍推進法（2016年施行、10年の時限立法）が制定されている状況にあるが、2019年のデータを用いて分析した本稿の分析結果を見る限り、労働生産性の向上および財務パフォーマンスへの向上には寄与していないようである。これらの統計的説明力を持たなかったCSR活動は、上場企業にあっても、未だにCSR活動を経営戦略の一貫（CSV: Creating Shared Value）にまで十分昇華させることが出来ていないものと考えられる。あるいは、これらのCSR活動の財務パフォーマンスに与える影響を検証するために、労働生産性を介したチャンネルとは別のチャンネルからアプローチする必要があるかもしれない。

なお、念のため被説明変数がROS（当期純利益/売上高）、売上高（SALES）、支出（COST=営業利益-売上高）の場合についても推定を試みた。その結果はAPPENDIX IIに示されている。APPENDIX IIの推定結果で特筆すべきは、女性比率（RFEM）が、SUREにより推定した場合、労働生産性に影響を与えないが、ROSとSALESに正の影響を与える一方で、COSTを抑える効果があることが見て取れる点である。しかしながら、3SLSにより推定すると女性比率の効果は観察できなくなる。

6. おわりに

本稿ではCSRが企業の財務パフォーマンスに影響を与えるかという疑問に対し、統計的手法を用いて分析を行った代表的な先行研究であるWaddock and Graves（1997）、McWilliams and Siegel（2000）、Hull and Rothenberg（2008）が抱えるモデル推定上の問題を払拭し、より経営メカニズムを加味した推定モデルへと発展させて、東洋経済新報社が有するCSRデータおよび財務データ・ダイジェスト版を用いて、2019年の単年度データを用いて分析を行った。その結果、CSR活動には労働生産性に影響を与えるものとそうでないものが存在し、また直接財務パ

パフォーマンスに影響を与えるものとそうでないものが存在することが観察できた。これはCSR活動をインデックス化して分析した先行研究では発見できない本稿の独創性と言えよう。

本稿により日本の上場企業の場合、CSRに係る活動は、経営戦略というよりは企業倫理の側面が大きいのかもしれないこと、だからと言って、完全にコストとして企業の経営にマイナスの影響を与えているわけではないこと、欧米の企業と異なり、経営戦略の中にCSRを組み込み、利益に通じる活動にまで昇華できていない可能性が高いことなどが垣間見られた。ただし、今回の分析は2019年データに限ったことであり、パネルデータの活用により、異なる分析結果が得られる可能性は否めない。

今後の課題としては、2019年一時点のデータではなく複数年に及ぶパネルデータを活用し、同様の分析を行ってみることにある。また、財務パフォーマンスが良好な企業がCSRに取り組むのか、CSRに取り組んだことにより財務パフォーマンスが向上したのかという学術的問いが存在することから、時系列データを用いたグレンジャー・コースアリティ・テストによりこの問いに対する回答を明らかにする必要性もある。今後、データが揃い次第すぐに取り掛かりたい。

APPENDIX I

変数名	変数の内容
被説明変数	
ROE	自己資本当期純利益率
ROA	総資産当期純利益率
説明変数名	
PRODUY	労働生産性 (VALAD/MPART)
MAF	製造業ダミー (ベースは金融業)
NONMAF	非製造業ダミー (ベースは金融業)
MPART	連結従業員数/前期
R8JCOLL	新卒採用・今年4月入社・短大専門比率
R8HIGH	新卒採用・今年4月入社・高卒他比率
AVTAGE	平均年齢合計/前期
TWYEAR	勤続年数合計/前期
DEPART	CSR専任部署の有無(1.あり、0.なし)
CONSUM	法令順守に関する担当部署(1.あり、0.なし)
SOCON	社会貢献担当部署(1.あり、0.なし)
RFEM	女性比率/前期
LGBTP	LGBTに対する基本方針の有無(1.あり、0.なし)
FLEX	フレックスタイム制度(1.あり、0.なし)
REMORT	在宅勤務制度(1.あり、0.なし)
SHARE	ワークシェアリング(1.あり、0.なし)
DIVER	多様な人材の能力活用・登用を目的とした専任部署(1.あり、0.なし)
MENTAL	メンタルヘルスに伴う休職者数/2期前
EXPDONA	寄付金総額/前期
ETHICS	企業倫理方針の文書化(1.あり、0.なし)
PROVONO	プロボノ支援の取り組み(1.あり、0.なし)

説明変数のうち二値変数(0, 1)では、素データにおいて明確に否定する回答(なし、実施していない等)に加え、曖昧な回答(検討中、その他)についても0としている。

CSR への取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

APPENDIX II

モデル3: SURE (被説明変数=ROS, PRODUCTY)				モデル2: 3SLS (被説明変数=ROS, PRODUCTY)			
被説明変数 ROS		被説明変数 PRODUCTY		被説明変数 ROS		被説明変数 PRODUCTY	
説明変数	係数	標準誤差	係数	標準誤差	説明変数	係数	標準誤差
Constant	0.5381 ***	0.15282	-363.77 **	16.34951	Constant	-363.77 **	141.8462
PROUDUCY	2.73E-05	3.01E-05	102.056	0.00053	PROUDUCY	102.056	83.9187
MAF	-0.04542	0.09023	167.168 **	9.67214	MAF	167.168 **	83.52211
NONMAF	-0.00703	0.08989	0.31777 *	0.16517	NONMAF	0.31777 *	0.16517
R&JCOLL	-7.21E-05	0.00018	-0.28529 *	0.16762	R&JCOLL	-0.28529 *	0.16762
R&HIGH	3.83E-05	0.00033	1.69088	3.094	R&HIGH	1.69088	3.094
AVERAGE	-0.01661 ***	0.00333	3.51315	2.52042	AVERAGE	3.51315	2.52042
TYWEAR	0.01407 ***	0.00271	-0.02265	0.07668	TYWEAR	-0.02265	0.07668
DEPART	-9.11E-05	8.24E-05	-0.14598	0.15282	DEPART	-0.14598	0.15282
CONSUM	-0.00012	0.00016	0.19267	0.16599	CONSUM	0.19267	0.16599
SOCON	7.19E-05	0.00018	0.00469	0.02932	SOCON	0.00469	0.02932
RFEM	7.56E-05 **	3.15E-05	-0.02423	0.04655	RFEM	-0.02423	0.04655
LGPTP	-7.73E-05	5.00E-05	0.06724	0.13903	LGPTP	0.06724	0.13903
FLEX	0.00014	0.00015	-0.3466 **	0.14539	FLEX	-0.3466 **	0.14539
REMORT	3.64E-05	0.00016	0.26077 **	0.11567	REMORT	0.26077 **	0.11567
SHARE	-7.62E-05	0.00012	0.00978	0.06593	SHARE	0.00978	0.06593
DIVER	-2.55E-05	7.08E-05	-86.3649 ***	27.21416	DIVER	-86.3649 ***	27.21416
MENTHAL	0.01602	0.02936	-0.11868 ***	0.01873	MENTHAL	-0.11868 ***	0.01873
EXPDONA	-1.62E-06	2.04E-05	-0.00095	0.07196	EXPDONA	-0.00095	0.07196
ETHICS	5.81E-05	7.73E-05	0.04077	0.04554	ETHICS	0.04077	0.04554
PROVONO	9.77E-06	4.90E-05			PROVONO		

モデル3: SURE (被説明変数=SALES, PRODUCTY)				モデル2: 3SLS (被説明変数=SALES, PRODUCTY)			
被説明変数 SALES		被説明変数 PRODUCTY		被説明変数 SALES		被説明変数 PRODUCTY	
説明変数	係数	標準誤差	係数	標準誤差	説明変数	係数	標準誤差
Constant	411269	600532.9	-363.77 **	141.8462	Constant	-363.77 **	141.8462
PROUDUCY	-1244.08 ***	118.3548	102.056	83.9187	PROUDUCY	102.056	83.9187
MAF	56904	354577.5	167.168 **	83.52211	MAF	167.168 **	83.52211
NONMAF	335802	353251.4	0.31777 *	0.16517	NONMAF	0.31777 *	0.16517
R&JCOLL	-1805.5 ***	698.4796	-0.28529 *	0.16762	R&JCOLL	-0.28529 *	0.16762
R&HIGH	1071.86	708.6434	1.69088	3.094	R&HIGH	1.69088	3.094
AVERAGE	-24170.6 *	13066.87	3.51315	2.52042	AVERAGE	3.51315	2.52042
TYWEAR	52258.8 ***	10651.32	-0.02265	0.07668	TYWEAR	-0.02265	0.07668
DEPART	-109.108	323.7961	-0.14598	0.15282	DEPART	-0.14598	0.15282
CONSUM	-298.362	645.5729	0.19267	0.16599	CONSUM	0.19267	0.16599
SOCON	427.966	701.3028	0.00469	0.02932	SOCON	0.00469	0.02932
RFEM	275.174 **	123.8012	-0.02423	0.04655	RFEM	-0.02423	0.04655
LGPTP	27.547	196.6091	0.06724	0.13903	LGPTP	0.06724	0.13903
FLEX	-246.612	587.1457	-0.3466 **	0.14539	FLEX	-0.3466 **	0.14539
REMORT	-446.836	615.3218	0.26077 **	0.11567	REMORT	0.26077 **	0.11567
SHARE	759.325	489.4406	0.00978	0.06593	SHARE	0.00978	0.06593
DIVER	-68.1111	278.3927	-86.3649 ***	27.21416	DIVER	-86.3649 ***	27.21416
MENTHAL	276099 **	115373.6	-0.11868 ***	0.01873	MENTHAL	-0.11868 ***	0.01873
EXPDONA	522.739 ***	80.31921	-0.00095	0.07196	EXPDONA	-0.00095	0.07196
ETHICS	-156.232	303.8525	0.04077	0.04554	ETHICS	0.04077	0.04554
PROVONO	273.944	192.3565			PROVONO		

APPENDIX II (Continued)

モデル4: SURE (被説明変数=COST, PRODDUCY)				モデル2: SLS (被説明変数=COST, PRODDUCY)			
被説明変数 COST		被説明変数 PRODDUCY		被説明変数 COST		被説明変数 PRODDUCY	
説明変数	係数	標準誤差	係数	標準誤差	説明変数	係数	標準誤差
Constant	-335189	559335.3	Constant	141.8462	Constant	4.09E+07 **	1.59E+07
PRODDUCY	1140.45 ***	110.2355	MAF	83.9187	PRODDUCY	114392 ***	1940.778
MAF	-64443.7	330252.9	NONMAF	83.52211	MAF	-1.16E+07	9.42E+06
NONMAF	-523595	329017.8	R&JCOLL	0.16517	NONMAF	-1.93E+07 **	9.38E+06
R&JCOLL	1749.98 ***	650.5627	R8HIGH	0.16762	R&JCOLL	-34237.6 *	18543.75
R8HIGH	-1070.83	660.0292	AVERAGE	3.094	R8HIGH	31239.3 *	18817.25
AVERAGE	21714.9 *	12170.46	TYEAR	2.52042	AVERAGE	-169780	347195.6
TYEAR	-49039.9 ***	9920.625	DEPART	0.07668	TYEAR	-446911	282899.8
DEPART	89.5882	301.5832	CONSUM	0.15282	DEPART	2654.45	8603.921
CONSUM	261.1	601.2855	SOCON	0.16599	CONSUM	17150.75	17150.75
SOCON	-365.06	653.1922	RFEM	0.00469	SOCON	18629.33	18629.33
RFEM	-254.42 **	115.3082	LGBTP	-0.02423	RFEM	-785.122	3289.698
LGBTP	-23.6497	183.1214	FLEX	0.06724	LGBTP	2720.66	5224.071
FLEX	248.892	546.8666	REMORT	-0.3466 **	FLEX	-7366.14	15601.1
REMORT	440.604	573.1097	SHARE	0.26077 **	REMORT	39694 **	16328.18
SHARE	-750.698 *	455.8641	DIVER	0.00978	SHARE	-30284 **	12989.69
DIVER	61.8772	259.2945	MENTHAL	-86.3649 ***	DIVER	-1045.82	7397.578
MENTHAL	-253904 **	107458.8	EXPDONA	-0.11868 ***	MENTHAL	9.53E+06 ***	3.06E+06
EXPDONA	121.469	74.80917	ETHICS	-0.00095	EXPDONA	12958.1 ***	2113.984
ETHICS	-248.366	283.0077	PROVONO	0.04077	ETHICS	229.132	8074.149
PROVONO		179.1605			PROVONO	-4865.19	5110.415

CSR への取り組みは企業の財務パフォーマンスを向上させるか？

注

- 1) 計量経済学の進歩により、Waddock and Graves (1997) が行った手法は適切な分析手法であるとは言えないことに注意が必要である。
- 2) ROE、ROA、付加価値のいずれにおいても当期純利益が含まれているが、ROEと付加価値、ROAと付加価値との間に線形関係がないので、計量モデル推定上は特に問題はない。

【参考文献】

- Bowen, H. R. (1953) *Social Responsibilities of the Businessman*, New York: Harper & Row.
- Burt, R. S. (1992) *Structural Hole*, Harvard University Press, Cambridge MA.
- Chiang, Chia-Chun Saprina (2010) How corporate social responsibility influences employee job satisfaction in the hotel industry, UNLV Theses/Dissertations/Professional Papers/Capstones. Paper 598.
- Carroll, A. B. (1979) A three-dimensional conceptual model of corporate social performance, *Academy of Management Review*, vol. 4, no. 4, pp. 497-505.
- Carroll, A. B. (2009) A history of corporate social responsibility: Concepts and practices, In Crane, A. (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, pp. 19-40.
- Davis, K. (1960) Can business afford to ignore social responsibilities?, *California Management Review*, vol. 2, no. 3, pp.70-76.
- Freeman, R.E. (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
- Handy, F., Hustinx, L., & Spraul, K. (2020) The Attractiveness of Corporate Social Responsibility in Job Choice Decisions: The Case of India, In: Haski-Leventhal, D., Roza, L. & S. Brammer, Eds. *Employee Engagement in Corporate Social Responsibility*, Chapter 9, pp.141-159, London: Sage.
- Hull C. E. and Rothenberg, S. (2008) Firm performance: The interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation, *Strategic Management Journal*, 29, pp. 781-789.
- Kotler, P. and Lee, N. (2005) *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and your Cause*, Wiley, Hoboken.
- McWilliams, A. and Siegel, D. (2000) Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?, *Strategic Management Journal* 21, pp. 603-609.
- Muirhead, S.A. (1999) *Corporate Contributions: The view from 50 years*, New York: The Conference Board.
- Porter, M. E. and Kramer, M. R. (2002) The competitive advantage of corporate philanthropy, *Harvard Business Review*, 80, pp.5-6.
- Ullmann, A. A. (1985) Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U. S. Firms, *The Academy of Management Review* Vol. 10, No. 3 (Jul, 1985), pp. 540-557.
- Waddock, S. A. and Graves, S. B. (1997) The corporate social performance-financial performance link, *Strategic Management Journal*, vol. 18, no. 4, pp. 303-319.
- Walton, C. (1967) *Corporate Social Responsibilities*, Belmont, CA: Wadsworth.
- Weber, M. (2008) The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR, *European Management Journal*, no.26, pp.247-261.
- 東京商工会議所 (2021) 『中小企業のテレワーク実施状況に関する調査』東京商工会議所。
<https://www.tokyo-cci.or.jp/file.jsp?id=1025070> (2023年1月30日アクセス)