

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 8 月 26 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2014～2016

課題番号：26380481

研究課題名（和文）企業のCSR活動とリスク特性：ステークホルダ・マネジメントと金融パフォーマンス

研究課題名（英文）Corporate Social Responsibility and Risk-Stakeholder Management and Financial Performance

研究代表者

首藤 恵（Suto, Megumi）

早稲田大学・商学大学院（経営管理研究科）・教授

研究者番号：10206568

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、戦略的CSRアプローチの視点から、社会・環境・ガバナンスの面での企業環境が大きく変化する中で、日本企業の社会的責任（CSR）活動への取り組みが、資本コスト、金融リスク、財務制約などコーポレート・ファイナンスの複数の側面に与える影響を実証的に分析し、企業の社会的パフォーマンス（CSP）がリスク軽減や収益性向上など経済的パフォーマンス（CFP）と関連することを示唆する結果を得ている。この研究成果は、機関投資家が企業評価やエンゲージメントを通じてステewardシップ責任を果たすうえで、CSR意識やCSR戦略など、企業活動の非財務的側面が投資決定の重要な論点となることを示唆している。

研究成果の概要（英文）：This study empirically examines the links between corporate social performance (CSP) to various aspects of corporate financing variables including the cost of capital, financial risks and profitability, and financial constraints in the context of the Japanese firms for 2007 to 2013, explicitly controlling corporate attributes, the ownership structure and the bank dependency, and changes in corporate governance circumstances. The results suggest that CSR awareness and activities can influence on market perception of risk of the firm through mitigating information asymmetry and agency cost and have weak relation with enhancing profitability. These findings light on the points in engagement for institutional investors to discuss with corporate management so as to fulfill their stewardship responsibility.

研究分野：金融システム コーポレートガバナンス コーポレート・ファイナンス

キーワード：企業の社会的責任（CSR） 社会的パフォーマンス 資本コスト 戦略的CSR

1. 研究開始当初の背景

(1)我が国の産業界や金融関係者の間では、金融の本質的機能の観点に立った、企業の責任ある行動や責任ある投資についての理解が必ずしも十分ではない。企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility, CSR)とは、社会に良いことをすること、すなわちボランティアやフィランソロピーなど狭義の社会貢献とする見方が根強く、それが背後に存在する本質的な問題を見えにくくしている。本質的問題とは、激変する企業環境の中で企業行動を説明するには、競争市場の枠組みに社会の構造変化というダイナミックな視点を組み入れることが不可欠だということである。こうした見方はCSRのビジネス・ケースと呼ばれ、いわゆる社会貢献とは区別されている。

(2)日本では高い技術力と潜在的ビジネス・チャンスが多いのに、なぜ金融市場は停滞しているのか、企業や国民の環境問題への関心が高いのに、なぜCSRへの取り組みが偏っているように見えるのか、高齢化が進んでいるのになぜ長期投資として社会的責任投資(Socially Responsible Investment, SRI)が広がらないのか、これらは海外から見るとパズルである。不安定化する金融市場の中でわが国の証券投資は短期化の度合いを強める一方で、社会的責任投資については、相変わらず超過リターンを追求する手段として有用か、あるいはCSRは超過リターンの源泉かという議論に終始しているように見える。CSR、SRIの研究に関しても、グローバルな研究の方向と我が国の現状には、相当の乖離があるように見える。

2. 研究の目的

(1)ファイナンス理論の視点から、日本企業のCSRが資本コスト、財務リスク、財務制約といった企業特性の複数の側面に与える影響を実証的に分析し、その結果を踏まえ日本企業の持続的成長戦略と投資家の行動規範(日本型ステューワードシップ・コード)の向かうべき方向について議論すべき論点を明らかにすることである。

(2)深刻化する地球環境問題と経済活動のグローバル化は、「企業と社会」との関係をもますます複雑なものとし、環境や地域社会が直面する問題を無視した企業経営はもはや成立し得ない。この前提の下で企業に求められるは、変化する社会の要請にどの程度コミットメントするかではなく、企業として成長し存続するために経営にどう取り組むかである。しかしながら我が国においては、企業のCSR活動が持続性、成長性を含めた企業経営の実体に及ぼす長期的影響についての実証研究の蓄積がまったくと言って良いほどなされていない。

本研究は、わが国企業のCSRが企業パフォ

ーマンス(収益性とリスク)、コーポレート・ファイナンス、コーポレート・ガバナンスに及ぼす影響を実証的に明らかにすることによって、企業の長期的価値と持続的成長のための戦略的CSRの意義を検証する包括的な研究である。

3. 研究の方法

(1)CSPの測定方法の再検討とデータベースの拡張

研究代表者である首藤恵と研究分担者の竹原均は、ステークホルダー・アプローチに基づいて独自に開発したCSR評価指標データベース(雇用・社会貢献・安心安全・環境・ガバナンスの5つのCSP(Corporate Social Performance)指標と、統合CSP指標)を拡張して、企業の社会的パフォーマンスの代理変数として用いた。

(2)CSR活動とCSR活動のリンクの理論的整理
CSR活動が企業特性に影響を及ぼすチャンネル(あるいはメカニズム)を解明することの重要性を明確に意識し、その上で実証フレームワークを再構築することが必要であるとの考えから、ステークホルダー関係とリスク管理・無形資産への投資の2つの理論をベースに企業価値との関連を明確にした。

(3)具体的な実証分析の課題

本研究においては、CSR活動が企業戦略・ファイナンスに与える影響を、それが伝わっていくチャンネルを重視しながら、多面的に分析することを試みた。研究期間(平成26-28年度)での予定研究課題は以下の4点である。

- Corporate Social Performanceと株式資本コスト
- Corporate Social Performanceと負債コスト、期待債務不履行確率
- CSR活動と財務制約(Financial Constraints)
- 企業支配権とCorporate Social Performance

4. 研究成果

(1)主要な成果

CSRとリスクおよび企業パフォーマンスに関する発展論文(The Link Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japanese Firm) CSPはリスク指標について概ね負の関係が検出されたが、利潤性指標に関しては、一様な結果が得られなかった。これはOrlitzky et al. (2003)およびVan Beurden and Gossling, (2008)でサーベイされている海外先進国の実証結果と整合的である。

CSR awarenessと企業パフォーマンスとの関連に関する予備的研究として調査非回答企業のCSPの推計モデルの開発(Estimating

Hidden Corporate Social Performance of Japanese Firms) CSR 調査の非回答企業の CSR 意識は低く、非回答企業と回答企業の間に潜在的な CSR 認識ギャップがあることを検出。この研究は、回答企業の属性から非回答企業の CSP を推計し、日本企業全体の CSR への取り組み度を推計する本研究独自の試み。

企業支配権と CSP に関連し、CSR と所有構造に関する発展論文 (Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms?)。外国人所有比率の上昇が日本企業の CSR 意識の向上に貢献していること、国内投資家と海外投資家の影響が対照的であることを検出。ガバナンスに対する海外投資家の選好と影響に関する研究は多くあるが、CSR への取り組みと所有構造との関連を分析した初めての研究。

Corporate Social Performance と期待債務不履行確率および財務制約に関する研究 (Effects of Corporate Social Performance on Default Risk: Structural Model-Based Analysis)。Merton (1974) のリスク構造モデルを用いて CSP が企業の倒産確率と負の関係をもつことを検出。

CSP と資本コストの関連性の実証研究 (Suto and Takehara, Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms) 機関投資家所有および銀行依存度が CSP に及ぼす影響を通じて、資本コスト(株式資本コスト、負債コスト、WACC)にどのような影響を与えるかを分析し、CSP に与える影響を経て、株式資本コストの低下につながることを検出。これは米国企業についての El Ghoul et al. (2011) の結果と矛盾しない。負債コストに関しては逆に正の関係が検出され、Goss and Roberts (2009) と部分的に整合する結果。

CSP と株式資本コストの関連性に関する研究課題について、implied cost of capital への影響の視点から分析した研究 (Implied cost of capital Management Forecast Bias and Corporate Social Responsibility Awareness: Evidence from Japan) CSP が企業の内部資本コストに与える影響を、配当割引モデルを用いた implied cost の推計値と経営者予想を用いて分析する初めの研究。CSP が経営者予想の精度向上と楽観バイアスを正することを検出。経営者予想を上場会社に義務付けている日本の上場開示制度のもとで、経営者の保守的予想によるバイアスを示唆している。

金融機関の CSR と市場のリスク評価に与える影響に関する研究 (Corporate Social Performance and Market Liquidity Risk: The Case of the Japanese Banking Sector)。日本の銀行を対象に、市場流動性リスクを軽減する可能性を検出。今後の国際比較研究の布石となる。

(2)内外における位置づけとインパクト

(1)CSR と企業パフォーマンスやコーポレート・ファイナンスとの関連についての研究は、英米を中心に幅広い研究の蓄積があるが、わが国のファイナンス理論をベースにする CSR は、まことに手薄である。本研究は、わが国金融システムと企業システムの特徴を踏まえつつ、グローバルな CSR 研究の流れにそってわが国企業の CSR 意識と金融市場の CSP 評価の実態と企業パフォーマンスとの関連を分析する数少ない研究として位置づけられる。

(2)内外の学会や雑誌への投稿によって、海外研究者からも注目されるようになり、今後は、企業活動の非財務的側面が長期企業価値に及ぼす影響について、各国の制度的条件や企業の発展段階の違いを配慮した、国際比較研究への発展が期待される。

<引用文献>

El Ghoul, S. E., O. Guedhami, C. Y. Kwok, and D. R. Mishra (2011), "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35 No. 9, pp. 2388-2406.

Merton, R (1974), "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates," *Journal of Finance*, 29 (2), 449-470.

Goss, A. and G. S. Roberts (2011), "The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loan", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35 No. 7, pp. 1794-1810.

Orlitzky, M. F., L. Schmidt, and S. L. Rynes (2003). 'Corporate social and financial performance: A meta-analysis,' *Organization Studies*, 24(3), 403-411.

Van Beurden, P. and T. Gossling (2008), "The worth of values: A literature review on the relation between social and financial performance," *Journal of Business Ethics*, 82 (2), 407-424.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 3件)

(1)Megumi Suto And Hitoshi Takehara (2017) Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms, *Social Responsibility Journal* (forth coming) Emerald Group Publishing Limited

(2)Megumi Suto and Hitoshi Takehara(2016), Estimating the Hidden Corporate Social

Performance of Japanese Firms, *Social Responsibility Journal*, vol.12 No.2, pp.348-362, Emerald Group

(3)Megumi Suto And Hitoshi Takehara (2016)The Link Between Corporate Social Performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japanese Firm, *Int. J. Corporate Strategy and Social Responsibility, Vol. 1, No. 1, 2016*, pp.4-25.

〔Working Paper 等〕(計 2件)

(1)Megumi Suto and Siqiwen, Li(2016) Corporate Social Performance and Market Liquidity Risk: The Case of the Japanese Banking Sector, Waseda University, Institute of Finance, Working Paper Series, WIF-16-004 : Aug 2016.

(2)Megumi Suto And Hitoshi Takehara(2014) Corporate Social Performance and Foreign Ownership: Evidence from Japanese Firms Waseda University, Institute of Finance, Working Paper Series, WIF-14-003 : December

〔図書〕(計 1件)

(1) Megumi Suto And Hitoshi Takehara (2017) Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms?, eds. by Hualiang Lu, René Schmidpeter, Nicholas Capaldi, & Liangrong Zu, *CSR, Sustainability, Ethics & Governance*, Springer, Chapter 12 (刊行予定)

〔学会発表〕(計 14件)

(1)首藤報告(確定)
Management Forecast Bias and Corporate Social Responsibility Awareness: Evidence from Japan 2017 the 3rd annual ICGS conference, International Corporate Governance Society at LUISS University Rome 2017年9月2,3日 (accepted)
ローマ、イタリア

(2)首藤報告
Suto and Takehara, Management Forecast Bias and Corporate Social Responsibility Awareness: Evidence from Japan 2017 日本ファイナンス学会(千葉工業大学)2017年6月 日本

(3)首藤報告
Megumi Suto and Siqiwen Li, Corporate Social Performance and Market Liquidity Risk: The Case of the Japanese Banking

Sector The 29th Australasian Finance and Banking Conference(Shangri-La Hotel) 2016年12月14日シドニー、オーストラリア

(4)首藤報告
Suto and Takehara, Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firm, 3rd International Conference CSR, Sustainability, Ethics & Governance Sustainable Management as a New Business Paradigm 2016年6月8日 ケルン、ドイツ

(5)首藤報告
2016 Asian Finance Association Conference in Bangkok
Suto and Takehara, Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms 2016年6月28日 バンコク、タイ

(6)首藤報告
2016年日本ファイナンス学会
Suto and Takehara, Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms (横浜国立大学) 2016年5月22日 日本

(7)竹原報告
Effects of Corporate Social Performance on Default Risk: Structural Model-based Analysis 55th Annual Meeting of Southwestern Finance Association 2016年3月10日オクラホマシティー・アメリカ合衆国

(8)竹原報告
Suto and Takehara, Effects of Corporate Social Performance on Default Risk: Structural Model Based Analysis International Workshop on Long-term Growth of Firms and Corporate Governance, (Indira Gandhi Institute of Development Research (IGIDR)2015年9月2日 ムンバイ、インド

(9)首藤報告
Suto and Takehara, Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms? 2015 International Corporate Governance Society Conference (Inaugural ICGS Conference 'Restoring Trust in Business through Corporate Governance, Copenhagen Business School)、2015年9月18日 コペンハーゲン、デンマーク

(10)首藤報告
Suto and Takehara, Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance

of Japanese Firms? International KAKENHI Workshop on Long-term Growth of Firms and Corporate Governance (Indira Gandhi Institute of Development Research (IGIDR), 2015年9月3日 ムンバイ、インド

(11)首藤報告

Suto and Takehara, Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms? *the2nd International Conference on CSR, Sustainability, Ethics & Governance* 2015年7月29日(中国南京财经大学) 南京、中国

(12)首藤報告

Suto and Takehara, Estimating the Hidden Corporate Social Performance of Japanese Firms 2015 日本ファイナンス学会(東京大学) 2015年6月7日 日本

(13)首藤報告

Suto and Takehara, Estimating Hidden Corporate Social Performance of Japanese Firms, SIBR 2015 Kuala Lumpur Conference (The Federal Hotel Kuala Lumpur) Best Paper Award を受賞. 2015年2月16日、クアラルンプール、マレーシア

(14)首藤報告

Suto and Takehara, Estimating the Hidden Corporate Social Performance of Japanese Firms, Growth of Firms, Ownership, and Value: East meets West Chuo University Kaken Workshop in Collaboration with University of Hawaii, (Queen Kapiorani Hotel) 2014年9月10日、ホノルル、アメリカ合衆国

〔図書〕(計 1件)

Megumi Suto And Hitoshi Takehara Does Foreign Ownership Enhance the Corporate Social Performance of Japanese Firms? Eds. by Hualiang Lu, René Schmidpeter, Nicholas Capaldi, and Liangrong Zu, *CSR, Sustainability, Ethics & Governance*, Springer, Chapter 12 (2017年刊行予定).

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

首藤 恵 (Suto Megumi)

早稲田大学・商学大学院(経営管理研究科)・教授

研究者番号: 10206568

(2)研究分担者

竹原 均 (Takehara Hitoshi)

早稲田大学・商学大学院(経営管理研究科)・教授

研究者番号: 70261782

(3)連携研究者

()

研究者番号:

(4)研究協力者

()