Title	CSRと財務評価の関係性考察：企業統治の視点から
Sub Title	
Author	森山, 諒祐 大木, 雅斗 高吉, 沙也加
Publisher	慶應義塾大学商学会
Publication year	2023
Jtitle	三田商学研究学生論文集 No.2022 ,p.195- 212
JaLC DOI	
Abstract	「日本のCSR元年」が提唱されてから約20年が経過しようとしている。Corporate Social Responsibility (CSR) という概念は、20世紀後半における環境保護運動や企業不祥事増加の流れを受けた末に発展し、世界規模のあらゆる分野において無視することのできない要素になった。それはもちろん、企業経営においてもあてはまる。しかし一方で、CSR概念の急速な普及や市場・社会からの要請の増長に飲まれた国内企業のCSR経営は、明確な指針や戦略のないままに実施されているという視点も存在する。その中で、CSRへの取り組みが企業の財務状況に対して与える影響の如何がこれまで議論されてきた。この問の答えを明らかにするためには、学術的な側面から実務現場への提言を行うことが必要であると思われる。本研究の目的は、企業が経営戦略の一つとして実施するCSR経営における企業統治への取り組みが、その財務評価に与える正の影響を実証的に考察することである。具体的には、二次データを利用した重回帰分析を行い、企業統治における「CSR基本」「リスクマネジメント」「倫理・法令遵守」「内部統制」と各財務評価の間における相互関係を分析した。結果として、「内部統制」への取り組みは財務の「成長性」と「収益性」に、「リスクマネジメント」への取り組みは財務の「規模」に対して、それぞれ正の影響を与えることを発見した。
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00113718-00002022-0195

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

CSR と財務評価の関係性考察

——企業統治の視点から——

森 山 諒 祐
大 木 雅 斗
高 吉 沙也加

<要 約>

「日本の CSR 元年」が提唱されてから約 20 年が経過しようとしている。Corporate Social Responsibility (CSR) という概念は、20 世紀後半における環境保護運動や企業不祥事増加の流れを受けた末に発展し、世界規模のあらゆる分野において無視することのできない要素になった。それはもちろん、企業経営においてもあてはまる。しかし一方で、CSR 概念の急速な普及や市場・社会からの要請の増長に飲まれた国内企業の CSR 経営は、明確な指針や戦略のないままに実施されているという視点も存在する。その中で、CSR への取り組みが企業の財務状況に対して与える影響の如何がこれまで議論されてきた。この問の答えを明らかにするためには、学術的な側面から実務現場への提言を行うことが必要であると思われる。

本研究の目的は、企業が経営戦略の一つとして実施する CSR 経営における企業統治への取り組みが、その財務評価に与える正の影響を実証的に考察することである。具体的には、二次データを利用した重回帰分析を行い、企業統治における「CSR 基本」「リスクマネジメント」「倫理・法令遵守」「内部統制」と各財務評価の間における相互関係を分析した。結果として、「内部統制」への取り組みは財務の「成長性」と「収益性」に、「リスクマネジメント」への取り組みは財務の「規模」に対して、それぞれ正の影響を与えることを発見した。

<キーワード>

CSR (Corporate Social Responsibility), 企業統治 (コーポレート・ガバナンス), 内部統制, リスクマネジメント, 財務評価, 収益性, 成長性, 規模

1. はじめに

日本国内において「企業の社会的責任」、いわゆる CSR (Corporate Social Responsibility) と表現される概念に強く焦点が当てられるようになったのは、戦後最大級の好景気「いざなぎ景気」をもたらした

1960～70年代の高度成長期における公害問題が発端である(岡本, 2018)。その後, 1980年代後半以降のバブル期における企業へ社会貢献・文化支援を求める世論の強まりや, 経済同友会が2003年に公表した企業白書「市場の進化と社会的責任経営」においてCSRとコーポレート・ガバナンスに関する企業評価基準が示されたことを受け, 当該概念は日本社会において一般化された(同上)。これにより, 多くの日系大企業はCSR担当組織の設置や担当役員の任命に端を発す, 具体的なCSR経営に舵を切るようになったのだ(川村, 2003)。

そんな日本の「CSR経営元年」が言われるようになってから既に約20年が経過している。2010年には, 国際標準機構(ISO)によって「社会的責任の手引き(ガイダンス)」が発行され, 企業を含むあらゆる組織に向けて開発された, 社会的責任に関する国際的な初の統一基準が示された。その後2015年の国連総会ではSDGs(Sustainable Development Goals, 持続可能な開発目標)という持続可能でより良い世界を目指す17項目・169のターゲットから構成される国際目標が発表され, 国連加盟国にとって2030年までにおけるCSRの最新指標となっている。

そうしてCSRは, 国内外問わず, 企業そして社会全体にとって注目されるべき概念となった。この概念とその取り組みは, 企業の競争力の強化や成長基盤確立のために“貴重な機会”を与えてくれており, 企業経営者は早期にその機会に気づき, 社会に負の影響を及ぼさないための受動的なCSRではなく, それが自らの事業戦略に活かされるような戦略的なCSRに取り組むべきだと言われている(伊吹, 2003, 2005)。

しかし, 戦略的なCSRに取り組む各企業が抱く疑問の一つとして, その取り組みは財務に対して本当に正の影響を持っているのかということがある。実際に, 欧米を中心に, そういったCSRと財務の関係性を分析する研究は継続的に実施されており, 日本国内でもいくつかの研究が行われてきた。それらの結果によると, 企業のCSRに対する取り組みと財務の関係性は「関係がない」「プラスの関係にある」「マイナスの関係にある」という3つの側面で分けられているという(加賀田, 2008)。その後次第に, 国内研究はCSRへの取り組みのなかでもさらに具体的な個別の活動が企業財務に与える影響を考察していくという流れにシフトしてきた。

そして, CSRと共に企業経営において考慮しなければならない概念として企業統治(コーポレート・ガバナンス)がある。元来「経営者と株主の関係」であったコーポレート・ガバナンス論の対象領域は, 「会社はだれのものか」という株式会社の所有問題の展開に伴って, 全ての「ステイクホルダーとの関係」に変化していった。鈴木(2020)によれば, コーポレート・ガバナンスは「企業の社会における役割」という観点からその対象範囲を拡大し, 今やCSRという概念との統合が始まっているという。

本稿では, 企業統治がCSRにおける一構成要素であるという立場に立ち, 企業におけるCSRへの取り組み, とりわけその中でも企業統治への取り組みが財務評価に与える正の影響を実証分析する。これまで議論されてきたCSRと財務評価の関係性の一部分における, さらに詳細な考察の提供を目指したい。

2. 先行研究のレビュー

(1) CSR の定義

加賀田 (2006) によれば, Sheldon (1924) の著作において CSR に関する記述が見られており, 現代の CSR につながる議論の端緒は 1920 年代にさかのぼることができるという。そして, 1970 年代以降における環境保護運動の隆盛, 1980 年代における企業のビジネス倫理に関する不祥事の増加を受けた結果, 企業の CSR 活動は強まりを見せる。その流れを汲むように, CSR における理論研究は発展を遂げていく (松本, 2017)。

Carroll (1979) は, 企業が負うべき責任を「経済的」「法的」「倫理的」「慈善的」という 4 つの側面に分類し, その中でも経済的な責任が最も重要であると主張している¹⁾。本研究は, CSR 活動における企業統治への取り組みが企業の財務評価に与える正の影響を考察することを目的としているため, この主張に賛同し, CSR の定義を『企業が社会のあらゆるステイクホルダーに対して負うべき「経済的」「法的」「倫理的」「慈善的」な責任』と定義した上で分析を進める。

(2) 財務評価と CSR 実践

向山 (2017) によれば, CSR は基本的に企業の自発性に委ねられてはいるが, もはや経営者の自発性や裁量性のみでは説明できず, ステイクホルダーや市場の要請により, 企業の持続可能性・存続のためには避けられない要素になったという。

しかし, CSR の実施には短期的な視点では企業におけるコスト負担を増加させるという懸念があり, またそもそも財務評価の向上に直接的に貢献しないかもしれない可能性を示唆する研究者がいたことは事実だ (向山, 2017)。その代表的研究者がミルトン・フリードマン (Friedman, M) である。彼は, 新古典派経済学におけるいわゆる新自由主義を提唱し, 「帰結における自己の利益の最大化を図るよう行動する」ことを美德とする倫理的利己主義の立場を示していた (加賀田, 2006)。そして, この倫理的利己主義を企業の役割や CSR にまで適用させたのだった (梅津, 2002)。つまり, 自由主義体制下での社会における企業の唯一の責任は, その利益を増大させることであり, 自らの資源を活用し, 利潤の増大を目指すためだけの活動に没頭するべきであるという主張である²⁾。これは CSR という概念を明確に否定した理論となっている。なお加賀田 (2008) によると, 現代の日本の経営学者や経営者の多くは, このフリードマンの立場には立脚しないのが普通であるという。

フリードマンのこの理論と相対する考えを提唱したのがエドワード・フリーマン (Edward Freeman) である。彼の提唱したステイクホルダー理論は, 「企業は株主の要求だけを満たすのではなく, 潜在的

¹⁾ 訳出は大浦 (2017) を参考。

²⁾ 訳出は加賀田 (2006) を参考。

に企業業績に影響を与える他のステイクホルダーに配慮することで財務パフォーマンスを向上させることができる」という考え³⁾を主張している。株主や債権者、従業員、サプライヤーなどといった狭義でのステイクホルダーのみならず、地域社会や地球環境そのもの、政府機関、競合他社など、企業の目的を達成するために必要な影響を与える組織やグループもステイクホルダーとみなすことにより、企業と社会の関係をより鮮明に論じることができるようになる。つまり、CSR という概念が企業価値向上を達成するための戦略的な手段として論じられるようになっていったのだ(向山, 2017)。

本章冒頭で言及したように、CSR という概念は企業経営において無視することのできないものとなっており、その概念と企業の財務評価における関係性を論じない訳にはいかない状況となっているのだ。

(3) CSR 活動と財務評価に関する国内の先行研究

岡本(2014)によれば、企業が社会性を高め、社会貢献活動や CSR 活動を行うと、それが企業にとってどのような成果をもたらすのかという CSP-CFP 関係に対してはさまざまな研究があるものの、依然として明確な結論は得られていないのが現状であるという。また加賀田(2008)も、そういった CSR と企業財務の関係についての統計的手法を用いた実証的な分析は経営戦略の分野で実施されてきており、欧米では多数存在するものの、日本ではほとんど行われておらず、その理由は CSR に関連する企業データの公開が不十分であったことに起因するという。そして加賀田(2008)は、これまで行われてきた CSR と企業業績に関する実証研究を(i) CSR と企業業績は「関係が無い」、(ii) CSR と企業業績は「マイナスの関係」、(iii) CSR と企業業績は「プラスの関係」を持つという3分類に分けられることを示した。また同様に、大浦(2017)も CSR と財務パフォーマンスの関係性に関わる従来の実証研究は上記の3分類にソート可能であるとしている。

近年になって、このような CSR と企業業績・財務パフォーマンスの関係を分析するような研究における、加賀田(2008)が言及するような企業の CSR 関連データの不足は、2003年の『企業白書』の発表以来、つまり日本の CSR 元年以来より、新聞社や出版社等から CSR に関するデータを入手することが容易になったことにより解消されていった(松本, 2017)。これにより、国内においてもいくつかの実証研究が行われていくことになった。

まず加賀田(2008)は、企業の CSR への取り組みが企業業績(収益性)に与える短期的な影響を、東洋経済新報社『CSR 企業総覧 2006』(詳細は後章にて記述)に記載されている427社の企業データを用いて分析している。(なお、環境経営への取り組みに関しては、より詳細な『日経環境経営度調査報告書 2006』を利用。)従属変数、つまり企業業績を2006年度3月期末の収益性(売上高経常利益率)とし、それを0~5点に基準化したものにする。そして独立変数として、『CSR 企業総覧 2006』に記載された各 CSR 項目のデータをカテゴリーごとに1~2点もしくは1~4点の範囲で集計し、カテゴリーごとの収益性の平均値を計算した上で分散分析を行い、カテゴリー平均値の差の有意性を検定している。その上で

³⁾ 訳出は大浦(2017)を参考。

「CSR 担当部署・社会貢献・法令遵守担当部門・倫理規定・IR を設置している企業は、そうでない企業より収益性が高い」、「クレームデータベース・事故・欠陥開示方針等を実施している企業は、そうでない企業よりも収益性が高い」「環境対策に力を入れている企業は、そうでない企業よりも収益性が高い」「従業員待遇・女性従業員待遇に力を入れている企業は、そうでない企業よりも収益性が高い」という計 4 つの仮定を立てた。ところが、企業による CSR への取り組みが企業業績に直接的な影響を与えるという結果は得られていない。

次に山本 (2011) は、『東洋経済 CSR 企業ランキングデータ』という、2007 年から 2011 年までの 5 年間における各年 500 社 (計 2500 社) の CSR4 項目 (「雇用 (100 点)」「環境 (100 点)」「企業統治 (50 点)」「社会性 (50 点)」) と、財務評価における 3 つの指標 (「収益性 (100 点)」「安全性 (100 点)」「規模 (100 点)」) の得点データが収録された資料を用いて主成分分析を実施し、CSR への取り組みと財務評価の関係性を分析している。その結果、社会性の高い大規模企業は財務の収益性と安全性を少々犠牲にすることによって CSR 活動を実践していることを示した。そして、CSR 活動と収益性および安全性の間には負の関係があるということを示している。しかし、CSR 活動におけるどのような取り組みが財務の収益性および安全性に影響を与えているのかという詳細についての知見は得られなかった。

大浦 (2017) は、「CSR への取り組みと財務パフォーマンスには正の関係性がある」という仮説を検証するために、加賀田 (2008) や山本 (2011) と同様に『CSR 企業総覧』を使用し、2007 ~ 2010 年に記載されているデータを元に CSR への取り組みと財務パフォーマンスにおける関係性を実証分析している。この研究では、山本 (2011) とは異なり、説明変数である「雇用」に対する取り組みを「人材活用」に対する取り組みに置き換えている。また、被説明変数である財務パフォーマンスに対する指標に「総資産利益率 (ROA: 営業利益/期末資産総額)」と「自己資本利益率 (ROE: 当期利益/株主資本総額)」を用いている。そしてコントロール変数として、「リスク (有利子負債比率)」、「企業規模 (連結従業員数)」、「業種」、「年次」を設定。以上の変数を元に回帰分析を行った結果、「人材活用」への取り組みおよび、4 年間継続された「社会性」への取り組みは企業の財務パフォーマンスに対して正の関係性を持つが、「環境」および「企業統治」への取り組みと財務パフォーマンスの関係性に有意を持たないことを示した。

この結果に対して、松本 (2017) は当時の最新データである『CSR 企業総覧 2017』より、大浦 (2017) と同様の 4 つの説明変数 (「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」) を設定した上で、被説明変数として山本 (2011) と同様の 3 つの変数 (「収益性」「安全性」「規模」) にそれらの合計値である「財務全体」という変数を加えている。ランキング上位 300 社におけるデータを対象にした重回帰分析により各財務評価に対して CSR 活動が与える影響を考察している。結果として、「人材活用」への取り組みは財務の収益性に、そして「社会性」への取り組みは財務全体と安全性、規模に正の影響を与えることを示している。しかし反対に、「企業統治」に対する取り組みは財務全体と規模に負の影響を与えるという、大浦 (2017) の先行研究を補完するような結果も提示している。

(4) 企業統治（コーポレート・ガバナンス）と CSR の統合関係

大浦（2017）が言及するように、CSR 活動に企業統治を含むかどうかという点においては、先行研究においても議論が分かれている。

しかし CSR の普及は、企業全体の価値を財務的な側面だけでなく、非財務的な側面から評価することの重要性をもたらしたという（鈴木, 2020）。そして山田ら（2016）は、CSR は企業統治（コーポレート・ガバナンス）のあるべき方向性を与え、CSR を統合した企業統治による経営の意思決定が、あらゆる経営活動に CSR を適用させ、その実践を可能にすると主張している。また鈴木（2020）は、世界的に大規模な機関投資家である GPIF（Government Pension Investment Fund：年金積立金管理運用独立法人）が、いわゆる ESG（Environment, Society & Government）を重視し始めたことを契機に、2016 年が日本の「ESG 元年」と呼ばれるようになったことを提起。加えて、そういった ESG の広がりには株主の多様化をもたらし、社会的責任の履行を経営者に全面的に任せきるのではなく、取締役会が社会性の視点を持って経営者を監督・統制する必要があることをもたらしたという（鈴木, 2020）。

つまり、CSR という概念と企業統治というシステムは企業経営および企業の持続的な成長において、密接不可分な相互関係にある。本研究では、上記の理解をもとに、研究の意義・目的を考慮し、CSR 活動に企業統治は含まれるという立場を取った上で分析を進めていく。

3. CSR における企業統治への取り組みと財務評価に関する実証分析

(1) 先行研究の限界と研究の目的

前章における先行研究のレビューで示されたように、企業における CSR への取り組みと財務評価の関係性の考察は、海外の先行研究では数多く存在するものの、国内における先行研究は比較的少ない。そして、それらの先行研究では、CSR 活動と財務評価は「関係はない」「プラスの関係にある」「マイナスの関係にある」という 3 種類の結果に分類されている。

国内における当該研究は、独立変数を「CSR 活動」という包括的なものから、「人材活用」「企業統治」「社会性」「環境」などといったより具体的な取り組みに対する評価点に変更していくことによって進展を見てきた。しかし、松本（2017）が言及するように、それらの独立変数における評価点の測定は、数十項目におよぶさらに詳細で個別な取り組みの合算によって行われている。そのため、より詳細な関係性の分析や、具体的な実務上の示唆を検討するには各項目のさらなる分類を行う必要があり、当該先行研究における限界はこの点にあると思われる。

以上のことを踏まえ、本研究では大浦（2017）および松本（2017）において財務評価に対して影響を持たない、もしくは負の影響を持つと考察されていた「企業統治」への取り組みに焦点を当てる。その取り組みが財務評価に対して持つ正の影響を考察するための実証分析を、「企業統治」を構成する各要

素をさらにグルーピングした上で行うことが本研究の目的である。

(2) データ・分析対象

データソースは、加賀田（2008）、大浦（2017）、松本（2017）における先行研究で用いられていた東洋経済新報社『CSR 企業白書 2022』および『CSR 企業総覧 2022（ESG 編）』を使用する。『CSR 企業白書』は、東洋経済新報社が 2021 年 6～10 月にかけてアンケートを送付した日系 3856 社のうち、回答のあった日系上場企業 1568 社＋未上場企業 63 社の計 1631 社の CSR 活動におけるデータを収集したものであり、CSR 評価や財務評価などによる業種別・総合ランキングなどが掲載されている。『CSR 企業白書』において、CSR 評価は「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」の 4 指標に分かれており、今回着目する「企業統治」指標はさらに 41 個の個別項目により測定されている。また、財務評価は「成長性」「収益性」「安全性」「規模」の 4 指標に分かれており、上場企業であれば上場後直近 3 期平均の財務データをもとに、各指標が 5 つの項目に基づいて測定されている。また『CSR 企業総覧（ESG 編）』は、『CSR 企業白書』のランキングに掲載されている各企業の CSR 活動における個別情報が記録されているデータである。

本研究では『CSR 企業白書 2022』における「財務力ランキング業種別上位 20 社」より 18 業種中 8 業種に注目し、資料において CSR データが収集可能な 2022 年の国内上場企業計 119 社を対象とした。

(3) 企業統治の分類と仮説の提示

1) 企業統治のグルーピングによる分類

平田（2007）によると、近年の日本企業に共通して見られるコーポレート・ガバナンス（ここでは企業統治と同義）の考え方は、コンプライアンス体制およびリスクマネジメント体制を充実・強化し、経営における透明性を高めることによって、企業の持続可能な成長に必要な企業価値の向上を目指すことであるという。そして、そういった要素の充実・強化を適切に遂行するために必要なシステムのようなものが内部統制である。金融庁によれば、内部統制とは、「①業務の有効性および効率性、②財務報告の信頼性、③事業活動に関わる法令等の遵守、並びに④資産の保全などといった企業の目的が達成されているという合理的な保証を得るために、業務に組み込まれ、組織内の全ての者によって遂行されるプロセス」と定義されている⁴⁾。

以上の理解をもとに、CSR 活動における「企業統治」への取り組みが企業の財務評価へ与える正の影響をより詳細に考察するにあたって、本研究では『CSR 企業白書 2022』における企業統治の評価項目 41 個を「CSR 基本」、「内部統制」、「倫理・法令遵守」、「リスクマネジメント（RM）」という 4 つのグループに分類する。上記『CSR 企業白書 2022』の企業統治項目と、そのグルーピングを整理したものが表 1 である。

⁴⁾ 金融庁「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準」（2019）を参照。

2) 各分類グループの詳細（表1を参照）

CSR 基本

このグループは、『CSR 企業白書 2022』と同時参照した『CSR 企業総覧 2022 (ESG 編)』において、“CSRの基本的な取り組み”というカテゴリとして既に分類されていた項目を参考に抽出した⁵⁾。経営理念や目標・課題の適切な設定は、企業が適切かつ有効な CSR 活動を行うための中核要素であるほか、その活動を統括する部署や役員の存在は不可欠であると判断。これらを“CSR 活動における”企業統治においてファンダメンタルかつ、他の要素とは一線を画す上位に存在する要素であると認識した。

内部統制

本研究において内部統制は、先述したように、企業統治の考え方におけるコンプライアンス体制（倫理・法令遵守）とリスクマネジメント体制の充実・強化を統括するシステムのようなものであると認識する。内部・外部を問わない監査制度や内部告発・通報（者）を適切に管理・保護するためのシステム作り、そしてそれらに関連した開示等は上記の目的を遂行するために必要不可欠な要素であるはずだと判断し、当該項目を選定した。末武（2006）は、本質的な成長をもたらすビジネスモデルにおいても不祥事やアクシデントにより、成長がストップし、倒産に至る可能性はありと示唆し、そういった偶発的な事象やその影響を抑制する役割を内部統制が持つとしている。

倫理・法令遵守

このグループは、価格カルテルや贈賄、コンプライアンス問題などといった現代の企業に関わる重大な不祥事や、それによる営業停止などの履歴に関する項目を優先して選定した。小坂（2007）によれば、このような事態に対しては企業が自らの社員の倫理的行為を期待し、そのための体制を整備することが最も必要であるという。そのため、企業統治のための誠実な行動を促す企業独自の倫理方針や行動規定・規範・マニュアルなどに関連する項目も併せて採用した。

リスクマネジメント

このグループは、企業の存続および、そのための企業価値における安定性を担保するリスクマネジメントに関連する項目を選定した。上田（2006）によると、RMの目標は、企業リスクの最適化により、その目標達成を後援することであるという。企業価値の向上は目標達成に必要な要素の1つであり、これを整理し、財務評価との関係を考察することは有意義であると思われる。

⁵⁾ 特に項目「IR担当部署」「法令遵守関連部署」に関しては、内部統制/倫理・法令遵守を行う上で必要不可欠な要素である。そのため、一見各グループへの分類が適しているように感じるが、本研究において当該項目の存在は前提であり、他グループに分類するのは望ましくないと判断した。CSR基本は、企業統治を行う上で、より高次のグループとして扱われるべきである。

表 1 企業統治の個別項目と 4 分類

	項目数	個別項目
企業統治	41	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念、CSR 活動のマテリアリティ設定、ステークホルダー・エンゲージメント、活動報告の第三者の関与、英文での活動報告、CSR 担当部署の有無、CSR 担当役員の有無、同役員の担当職域、CSR 方針の文書化の有無、IR 担当部署、法令遵守関連部署、国内外の CSR 関連基準への参加等、内部監査部門の有無、内部通報・告発窓口設置、内部通報・告発者の権利保護に関する規定制定、内部通報・告発件数の開示、公正取引委員会など関係官庁からの排除勧告、不祥事などによる操業・営業停止、コンプライアンスに関わる事件・事故での刑事告発、海外での価格カルテルによる摘発、海外での贈賄による摘発、汚職・贈収賄防止の方針、政治献金などの開示、内部統制の評価、相談役・顧問制度の状況についての開示、社外取締役による経営者評価、任意を含む指名・報酬委員会等の設置、ESG 等関連指標の役員報酬への反映、情報システムに関するセキュリティポリシーの有無、情報システムのセキュリティに関する内部監査の状況、情報システムのセキュリティに関する外部監査の状況、プライバシー・ポリシーの有無、リスクマネジメント・クライシスマネジメントの体制、リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する基本方針、リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する対応マニュアルの有無、リスクマネジメント・クライシスマネジメント体制の責任者、BCM 構築、BCP 策定、リスクマネジメント・クライシスマネジメントの取り組み状況、企業倫理方針の文書化・公開、倫理行動規定・規範・マニュアルの有無
CSR 基本	12	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念、CSR 活動のマテリアリティ設定、ステークホルダー・エンゲージメント、活動報告の第三者の関与、英文での活動報告、CSR 担当部署の有無、CSR 担当役員の有無、同役員の担当職域、CSR 方針の文書化の有無、IR 担当部署、法令遵守関連部署、国内外の CSR 関連基準への参加等
内部統制	13	内部監査部門の有無、内部通報・告発窓口設置、内部通報・告発者の権利保護に関する規定制定、内部通報・告発件数の開示、内部統制の評価、相談役・顧問制度の状況についての開示、社外取締役による経営者評価、任意を含む指名・報酬委員会等の設置、ESG 等関連指標の役員報酬への反映、情報システムに関するセキュリティポリシーの有無、情報システムのセキュリティに関する内部監査の状況、情報システムのセキュリティに関する外部監査の状況、プライバシー・ポリシーの有無
倫理法令遵守	8	公正取引委員会など関係官庁からの排除勧告、不祥事などによる操業・営業停止、コンプライアンスに関わる事件・事故での刑事告発、海外での価格カルテルによる摘発、海外での贈賄による摘発、汚職・贈収賄防止の方針、企業倫理方針の文書化・公開、倫理行動規定・規範・マニュアルの有無
RM	6	リスクマネジメント・クライシスマネジメントの体制、リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する基本方針、リスクマネジメント・クライシスマネジメントに関する対応マニュアルの有無、BCM 構築、BCP 策定、リスクマネジメント・クライシスマネジメントの取り組み状況

出所：東洋経済新報社『CSR 企業白書 2022』より筆者作成^{6) 7)}

⁶⁾ 項目「政治献金等の開示」は、開示されている金額の数量的な多寡が企業ごとに様々であり、加点方式において数値化することが困難なため、分類に不適として本研究では除外した。

⁷⁾ 項目「リスクマネジメント・クライシスマネジメント体制の責任者」は、責任者が存在する場合に、その責任者の持つ役職が表記されている。それら役職という定性的要素を数値化することが困難なため、分類に不適として本研究では除外した。

3) 仮説の提示

本研究で検証していく仮説は、以下のように定める。

仮説 1 : CSR 活動における「内部統制」への取り組みは、財務の成長性を向上させる

仮説 2 : CSR 活動における「内部統制」への取り組みは、財務の収益性を向上させる

上述したように、企業統治、そしてその充実・強化のための内部統制の役割は、つまるところ企業における持続可能な成長を助長することであると思われる。業務の有効性・効率性、および資産の保全の達成を保証することを通して、営業キャッシュフローの改善による営業利益の増大や（総）資産の有効活用・増長が見込まれるはずだ。

仮説 3 : CSR 活動における「リスクマネジメント」への取り組みは、財務の規模を向上させる

企業経営における負債に関するリスクが非常に高まっているという現状を受け、リスクマネジメントの重要性は増している（田尾ら、2012）。田尾ら（2012）によると、世界経済の相互依存性と情報の伝達スピードが上昇する中で、負債比率の上昇に伴う倒産リスクが高まっており、負債リスクが上昇しているという。これは、安易に借入れができなくなっていることを示している。そこでリスクに強い財務体質作りが求められ、リスクマネジメントが重要視されるようになった。山崎（2014）は、リスクマネジメントはキャッシュフローの変動性を抑える効果があると述べており、それが安定的な資金調達につながり負債ファイナンス額を増加させるという。これらの理解を踏まえて、リスクマネジメントへの取り組みは負債リスクを低減させ、財務の規模を向上させると考えた。

(4) 測定尺度

1) 従属関数

本研究における従属変数は、企業に対する財務評価である。ここでは先行研究に倣い、『CSR 企業白書 2022』における財務評価のなかでも、前節にて提示した仮説に関係のある「成長性」「収益性」「規模」を用いる。

これらの評価は、2021年9月1日時点において上場している一般事業会社の上場後決済における直近3期の平均による財務データ・変数を集計し、多変量解析の主成分分析によって100点満点で評価したものである。そして各評価分野（従属変数）は、

成長性：

1. 売上高増減率
2. 営業利益増減率
3. 営業キャッシュフロー増減率
4. 総資産増減率
5. 利益剰余金増減率

収益性：

1. ROE (当期利益 / 自己資本)
2. ROA (営業利益 / 総資産)
3. 売上高営業利益率 (営業利益 / 売上高)
4. 売上高当期利益率 (当期利益 / 売上高)
5. 営業キャッシュフロー

規模：

1. 売上高
2. EBITDA
3. 当期利益
4. 総資産
5. 有利子負債

のそれぞれ5項目によって評価されている。

2) 独立変数

本研究は、CSR 活動における企業統治が企業の財務評価に与える影響の考察を目的としているため、「企業統治」という広い経営アクションをさらに細分化した項目を独立変数として扱う必要がある。そのためここでは、前節において提示した『CSR 企業白書 2022』における企業統治項目 41 個を 4 つのグループに分類した結果 (表 1) 得られた変数のなかで、仮説に関係のある「内部統制」および「リスクマネジメント」を独立変数とする。

それぞれの独立変数は、各分類グループに内包されている個別の取り組みを東洋経済新報社『CSR 企業総覧 2022』における記載を元にカウントし、加点方式で数値化^{8) 9)}した。

3) コントロール変数

本研究では、同様に『CSR 企業総覧』のデータをもとに CSR と財務パフォーマンスの関係について回帰分析を行なっている大浦 (2017) の先行研究を参考に、「企業規模」「年数」「業種」をコントロール変数として採用する。加えて、企業統治のグルーピング項目において仮説と関係性のない「CSR 基本」および「倫理・法令遵守」は同様にコントロール変数として扱うことにした。

企業規模

大浦 (2017) と同様に、「企業規模」の代理変数として、各企業の 2021 年度期末における連結従業員数を用いる¹⁰⁾。企業規模の拡大は、規模の経済を発生させ、原材料や労働力に必要なコストを減少させる効果が見込まれるため、収益率が向上されると考えられる (大浦, 2017)。つまり、企業の財務評価に対しては正の関係を持つと思われる。

年数

「年数」に関しては、各企業における創業からの年数を採用した。『CSR 企業総覧』より設立年を出し、2022 年から設立年を引いた数値を用いている。企業年数が長くなればなるほど業務・経営におけるノウハウや業界に対する知見が蓄積される可能性が考えられる。また大浦 (2017) が指摘するよう

⁸⁾ 「内部統制」の数値化については、13 ある個別の取り組み (表 1 参照) のうち、有 (有効、開示など) / 無 (無効、非開示など) の場合は、有とする方を加点とした。なお、項目「情報システムのセキュリティに関する内部監査の状況」および項目「(同左) 外部監査の状況」に関しては、“定期的”と記載される方を加点とした。

⁹⁾ 「リスクマネジメント」の数値化については、6 ある個別の取り組み (表 1 参照) のうち、有 / 無の場合は、有とする方を加点とした。なお、項目「リスクマネジメント・クライシスマネジメントの取り組み状況」に関しては状況の記載をもって加点とした。

¹⁰⁾ 各社の 2021 年度期末における有価証券報告書を参照。

に、年度によっては各社の財務評価に大きく影響するような事象や市場情勢の変化が存在することも考えられるため、そのようなショック効果を取り除く効果も重要であるはずだ。

業種

本研究では、分析対象として『CSR 企業白書 2022』における「財務力ランキング業種別上位 20 社」から抜き出した 8 つの業種を対象に、各業種に対するダミー変数を作成した。各社の収益構造は業種に大きく依存する可能性があり、業種のコントロールはやはり重要であると考えられる。

CSR 基本&倫理・法令遵守

前節において分類し、独立変数として採用した『CSR 企業白書 2022』における企業統治の各グループのうち、仮説に用いることのなかった変数はコントロール変数として扱う。これらの変数の数値化にあたっては、独立変数と同様に、各グループに内包されている個別の取り組みを『CSR 企業総覧 2022』における企業の個別データを元に加点方式でカウントした¹¹⁾ ¹²⁾。

(5) 記述統計量と相関係数

実証分析に用いる推計データの記述統計量に関しては、表 2 に表記した。また、相関係数に関しては、表 3 に表記した。まず、独立変数（「内部統制」「リスクマネジメント (RM)」）と従属変数（「成長性」「収益性」「規模」）に関しては「収益性」以外との関係性において有意な相関が見られ、その中でも「成長性」との関係性のみにおいて負の相関が示された（いずれも $p < .01$ ）。また、コントロール変数（「従業員数」「年数」「倫理・法令遵守」「CSR 基本」）と従属変数の関係性においては、「収益性」は全てのコントロール変数に対して有意な相関は見られず、「規模」に対しては「年数」以外との関係性において有意な正の相関が示された（いずれも $p < .01$ ）。かつ、「成長性」に対してはどのコントロール変数も有意な負の相関が示された（いずれも $p < .01$ ）。

一方で、独立変数および企業統治関連変数内における相関係数がかなり高く示されており、多重共線性の存在が疑われる。そのため後の重回帰分析においては、コントロール変数のみの分析モデルと、独立変数とコントロール変数を共に投入した分析モデルの 2 種類を設定し、分析を進める。

(6) 重回帰分析と結果

重回帰分析に際しては、先述したように、コントロール変数のみを投入したモデル 1・3・5 と、独立変数とコントロール変数を合わせて投入したモデル 2・4・6 の 2 パターンを用いた。また、モデル 1・2 の従属変数には財務の「成長性」を、モデル 3・4 の従属変数には財務の「収益性」を、モデル 5・6

¹¹⁾ 「CSR 基本」の数値化については、12 ある個別の取り組み（表 1 参照）のうち、有/無の場合は、有とする方を加点とした。なお、項目「同役員の担当領域」に関しては半分以上の記載を、項目「国内外の CSR 関連基準への参加等」に関しては基準の記載をもって加点とした。

¹²⁾ 「倫理・法令遵守」の数値化については、8 ある個別の取り組み（表 1 参照）のうち、下記の項目以外に関しては数値が 0 と記載されている場合に加点とした。規定や方針の設置・開示に関わる項目は、有とする方を加点とした。項目「倫理方針の文書化・公開」は文書化と公開が分かれており、それぞれに対して加点を行なった。

表 2 記述統計量

変数名	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
成長性	119	76.84	8.10	57.8	100
収益性	119	85.61	2.36	73.4	92.1
規模	119	83.47	16.83	53.2	100
内部統制	119	9.76	3.77	0	13
リスクマネジメント	119	4.73	2.19	0	6
CSR 基本	119	9.05	3.76	0	12
倫理・法令遵守	119	7.18	3.24	0	9
従業員数	119	26430.11	45822.14	102	372817
年数	119	74.73	32.86	7	141
業種ダミー					
輸送用機器ダミー	119	0.14	0.35	0	1
電気・ガス業ダミー	119	0.14	0.35	0	1
不動産業ダミー	119	0.10	0.30	0	1
石油/ゴム/ガラス・土石ダミー	119	0.10	0.30	0	1
食料品ダミー	119	0.13	0.34	0	1
鉄鋼/非鉄金属/金属製品ダミー	119	0.13	0.33	0	1
医薬品ダミー	119	0.13	0.34	0	1
その他製品ダミー	119	0.12	0.32	0	1

出所：東洋経済新報社『CSR 企業白書 2022』より筆者作成

表 3 各変数における相関係数

	内部統制	RM	成長性	収益性	規模	従業員数	年数	倫理・法令遵守	CSR 基本
内部統制	1.00								
RM	.89**	1.00							
成長性	-.26**	-.28**	1.00						
収益性	0.17	0.16	.40**	1.00					
規模	.66**	.69**	-.29**	0.06	1.00				
従業員数	.26**	.27**	-.26**	0.18	.42**	1.00			
年数	.23*	.24**	-.33**	-0.07	0.18	0.12	1.00		
倫理・法令遵守	.90**	.83**	-.36**	0.03	.60**	.21*	.28**	1.00	
CSR 基本	.93**	.93**	-.34**	0.17	.68**	.30**	.26**	.92**	1.00

出所：筆者作成

(** は 1%水準で有意, * は 5%水準で有意であることを示す。N=119。)

の従属変数には財務の「規模」をそれぞれ設定している。分析の結果は表4に示している。

まず、企業統治における「内部統制」への取り組みは財務の「成長性」「収益性」に対して正の影響を与えることが示された ($\beta = .48, p < .05$ および $\beta = .46, p < .10$)。一方で、財務の「規模」に対して有意な関係は見られなかった。

次に、企業統治における「リスクマネジメント」への取り組みは財務の「規模」に対して正の影響を与えることが示された ($\beta = .33, p < .10$)。一方で、財務の「成長性」と「収益性」に対して有意な関係は見られなかった。

表4 企業統治の分類項目と財務評価における重回帰分析の結果

	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6
従属変数	成長性	成長性	収益性	収益性	規模	規模
内部統制		0.48** (0.23)		0.46* (0.25)		0.11 (0.19)
リスクマネジメント		0.1 (0.21)		-0.16 (0.23)		0.33* (0.17)
連結従業員数	-0.03 (0.10)	-0.01 (0.09)	0.19* (0.10)	0.19* (0.10)	0.21*** (0.08)	0.22*** (0.08)
年数	-0.11 (0.09)	-0.1 (0.08)	-0.03 (0.09)	-0.02 (0.09)	0.03 (0.07)	0.02 (0.07)
CSR 基本	-0.14* (0.21)	-0.63* (0.33)	0.69*** (0.23)	0.53 (0.36)	0.62*** (0.17)	0.19 (0.27)
倫理・法令遵守	-0.18* (0.22)	-0.24 (0.21)	-0.61*** (0.22)	-0.75*** (0.23)	-0.05 (0.17)	-0.03 (0.17)
業種ダミー	有	有	有	有	有	有
決定係数	0.30	0.32	0.17	0.18	0.54	0.55

出所：筆者作成

(***は1%水準で有意, **は5%水準で有意, *は10%水準で有意であることを示す。N=119。)

注：上段の数値は標準化偏回帰係数 β ，括弧内の数値は標準誤差を表示。決定係数は自由度調整済み (R^2) を表示。

4. 結果の考察

本研究の目的は、CSRに対する企業の取り組みにおける「企業統治」が財務評価に与える正の影響を、「企業統治」の詳細な分類をもとに実証分析することであった。重回帰分析を行い、データの検証を行った結果、以下のような発見事項があった。

第一に、「内部統制」への注力は、財務の成長性と収益性に正の影響を与えていた（モデル2・モデル4）。

これにより、仮説1「CSR活動における内部統制への取り組みは財務の成長性を向上させる」および仮説2「CSR活動における内部統制への取り組みは財務の収益性を向上させる」は支持された。金融庁が定義するように、「内部統制」は業務の有効性および効率性をその目的の一つとしている。つまりこの結果により、「内部統制」における取り組みへの注力は売上高や当期利益、営業におけるキャッシュフローを間接的に向上させることを示唆することができる。そしてこの効果は、平田（2007）が言及するような企業の持続的な成長に必要な企業価値の向上を同時に達成させているのではないだろうか。鳥飼（2007）は、内部統制の最終的な目的を企業の恒久的成長とそのため経営の効率化だと唱える。それと同時に、内部統制を「統制」という「規律」や「制約」といったマイナスイメージの中に埋没させるのではなく、「効率性、企業価値向上」といったプラスイメージに当てはめて考えるべきであるという（同上）。つまり、経営における実務において、とくに多くのステイクホルダーを擁する大上場企業にとって、内部統制に対する忌避や受動的な取り組みは望ましくなく、むしろ財務パフォーマンスおよび企業の成長・存続のための理想的な手段として扱うことが有用であると考えられる。

第二に、「リスクマネジメント」への取り組みは、財務の規模に正の影響を与えていた（モデル6）。これにより、仮説3「CSR活動におけるリスクマネジメントへの取り組みは財務の規模を向上させる」は支持された。やはりリスクマネジメントへの取り組みは、企業財務、とりわけ長期的なファイナンスに重大な影響を及ぼす偶発事象や市場・産業構造の変動に対しての有効な対策となり得るのだろうか。川上（2013）によれば、上記のようなインシデント発生による企業への最大の損害は、資産の修復や再購入に対する一時的な財務損失ではなく、その復旧が長期化することによる顧客離れや競争力の低下、もしくは従業員の解雇やその社会的影響力であるという。そういった重大な損害を想定し、企業価値の欠損リスクを低減させる要素がリスクマネジメント、その中でもとりわけ事業継続計画（BCP: Business Continuity Plan）の策定と、それによる事業継続マネジメント（BCM: Business Continuity Management）の実施である（川上, 2013）。これらは事業中断の影響を最小限にとどめ、企業の競争力や信用を維持するとともに、重要な顧客や取引先、従業員といった多くのステイクホルダーの利益を守ることを目的としている（川上, 2011）。財務の規模に影響を与える要素は、純資産や有利子負債、EBITDAにおける（減価）償却費などといった中長期的な観察・管理を要するものが多い。BCPやBCMの想定・実施をはじめとした、経営に対する総合的なリスクマネジメントは、当該の財務規模要素の安定性を担保し、企業価値の維持を助長するのであろう。

先行研究において大浦（2017）と松本（2017）は、CSR活動における企業統治は財務に対して有意な影響を持たない、もしくは負の影響を与えることを示していた。しかし、本研究では企業統治の中でも「内部統制」および「リスクマネジメント」については、いくつかの財務指標に対して正の影響を持つことを新たに発見した。松本（2017）の考察では、日本企業におけるガバナンスの強化は企業の成長志向よりも、安全性を追求した管理型志向であると予測されていた。だが実際に企業統治を細分化し、個別に財務との関係性に着目すれば、企業の成長・存続に寄与するためのガバナンスが散見されることは

面白い。企業統治への積極的な取り組みこそが企業の将来にとっての光明になるはずだ。

5. 今後の課題

本研究の理論的貢献としては、企業における CSR 活動の構成要素である「企業統治」のさらなる細分化を行い、財務評価との関係性について詳細な知見を得たという点にある。従来の研究において財務全体に負の影響を与えるとされていた企業統治において、財務に対する正の影響を観察したことは、学術的にも実務的にも、企業統治のあり方を考えるための新たな視点を開拓したと言える。

一方で本研究は、企業の CSR 活動ないし企業統治と財務評価の関係性をさらに研究していくにあたっての課題も残している。

第一に、分析に用いた『CSR 企業総覧 2022/CSR 企業白書 2022』は CSR 活動と財務評価のデータを同時点でしか測定しておらず、それらの因果関係を完全に明らかにできなかった点だ。たとえば仮説において、財務の収益性が大きいからこそ十全な内部統制システムが構築されているというような、因果が逆である可能性を排除できていない。この課題を克服するには 2022 年のデータだけでなく過去のデータを遡り、パネルデータによる分析を行うことが必要である。

第二に、本研究における企業統治のグルーピングよりもさらに詳細な分類が可能である点だ。企業統治と財務評価における関係性の詳細な分析を目的にした本研究ではあるが、『CSR 企業白書 2022』における企業統治項目 41 個全てを個別に分析することは困難であった。さらなる改善点として二つの分析方法が挙げられる。一つは、独自の企業統治項目を創作し、アンケートなどを用いてさまざまな企業・業種における企業統治・財務評価関連のデータの集計を行うことにより、より詳細な分析を行うというものだ。『CSR 企業総覧』における個別企業情報は、東洋経済新報社によるアンケートへの回答をもとに作成されているため、二次的な公開データであるという側面からやはり逃れることはできない。二つめに、個別企業を対象とした事例研究も有効であると考えられる。本研究で得られた結果をもとに、個別企業の企業統治と財務評価に対する定性的な研究を行うことで、より実務性に富んだ具体的な知見が得られるだろう。

謝辞

最後に、本論文の執筆にあたり、日頃より丁寧なご指導をいただきました慶應義塾大学商学部小沢和彦准教授、ならびに貴重なご意見を頂戴した匿名審査員の方に心より御礼申し上げたい。また、小沢和彦研究会同期メンバーの皆様から多くの議論・ご意見をいただいたことにも感謝を申し上げたい。

参 考 文 献

<書籍>

- 伊吹英子 (2005) 『CSR 経営戦略：「社会的責任」で競争力を高める』. 東洋経済新報社.
梅津光弘 (2002) 『ビジネスの倫理学』. 丸善出版.
岡本大輔 (2018) 『社会的責任と CSR は違う!』. 千倉書房.
東洋経済新報社 (2022) 『CSR 企業総覧 2022 (ESG 編)』. 東洋経済新報社.
東洋経済新報社 (2022) 『CSR 企業白書 2022』. 東洋経済新報社.

<論文>

- 伊吹英子 (2003) 「経営戦略としての「企業の社会的責任」」『知的財産創造』, 9月号, pp.54-71.
上田和勇 (2006) 「CSR とリスクマネジメント—企業の持続可能性の視点から—」『危険と管理』, 第 37 号, pp.1-8.
大浦真衣 (2017) 「CSR への取り組みと財務パフォーマンスの関係性—上場企業のパネルデータを用いた実証分析—」『The Nonprofit Review』, 第 17 巻, 第 1 号, pp.49-62.
岡本大輔 (2014) 「CSP-CFP 関係再考: トップ・企業全体の CSR 取り組み状況」『三田商学研究』第 56 巻, 6 号, pp.65-79.
加賀田和弘 (2006) 「環境経営と企業財務業績に関する実証研究」『Journal of Policy Studies (関西学院大学紀要)』, 第 21 巻 (November), pp.121-142.
加賀田和弘 (2008) 「CSR と経営戦略—CSR と企業業績に関する実証分析から—」『同上』, 第 30 巻 (November), pp.37-57.
川上義明 (2011) 「日本の中小企業政策の過程 (II) —「失われた 20 年段階」における中小企業政策: 試論—」『福岡大学商学論叢』, 第 56 巻, 第 3 号, pp.221-263.
川上義明 (2013) 「事業継続計画 (BCP) に関する基礎的考察 (I): 中小企業の事業継続マネジメント (BCM) における位置付け, 意義, 役割」『福岡大学商学論叢』, 第 57 巻, 第 3-4 号, pp.183-206.
川村雅彦 (2003) 「2003 年は「日本の CSR 経営元年」—CSR (企業の社会的責任) は認識から実践へ—」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』, pp.1-8.
金融庁 (2019) 「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準」.
小坂勝昭 (2007) 「企業不祥事と「誠実な経営」 (Integrity Management) 論の台頭—日本的経営の持続可能性の模索—」『文教大学国際学部紀要』, 第 18 巻, 第 1 号, pp.119-130.
鈴木貴大 (2020) 「コーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任の統合可能性」『政経研究』, 第 56 巻, 第 4 号, pp.39-60.
末武透 (2006) 「ビジネス・プロセスにおける内部統制の重要性」『システムダイナミックス』, 第 5 巻, pp.1-10.
田尾啓一, 松村勝弘 (2012) 「リスク・マネジメントと企業財務—ブラック・スワンのインパクト—」『年報財務管理研究』, 第 23 巻, pp.1-17.
鳥飼重和 (2007) 「会社法の解説: 内部統制について (その 6)」『情報センサー』, 8月号, pp.18-21.
平田光弘 (2007) 「日本のコーポレートガバナンスを考える」『星城大学研究紀要』, 第 3 巻, pp.5-26.
松本龍二 (2017) 「CSR による企業価値の創造—活動の多様性と財務的価値に関する実証分析—」『Japan Marketing Academy Conference Proceedings』 vol.6, pp.185-194.
向山教夫 (2017) 「CSR 再考: CSR はカメレオン?」『国際学研究』, 第 6 巻, 第 2 号, pp.46-57.
山崎尚志 (2014) 「なぜ企業はリスクマネジメントを行うのか?: 理論研究と実証研究のサーベイ」『関西学院大学商学論究』, 第 61 巻, 第 4 号, pp.87-102.

- 山田雅徳, 平塚琢, 萩野博司, 古谷由紀子, 蟻生俊夫 (2016) 「CSR とコーポレート・ガバナンスの関連性の検証と今後の方向性—ISO26000 とコーポレートガバナンス・コードの比較から—」『日本経営倫理学会誌』, 第 23 号, pp.39-54.
- 山本昌弘 (2011) 「信頼される会社の研究—東洋経済 CSR ランキングデータによる実証分析—」『明大商學論叢』, 第 94 卷, 第 1 号, pp.19-32.
- Carroll, Archie B. (1979) “A three-dimensional conceptual model of corporate performance,” *Academy of Management Review*, vol.4. No.4, pp.497-505.
- Freeman, Edward R. (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Publishing.
- Friedman, M. (1970) “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profit,” *New York Times Magazine*, September 13.