

Title	企業のCSR方針と財務評価の関係性考察： トップメッセージのテキストマイニングを通して
Sub Title	
Author	森山, 諒祐 中谷, 遼星 大倉, 諒馬
Publisher	慶應義塾大学商学会
Publication year	2024
Jtitle	三田商学研究学生論文集 No.2023 ,p.109- 129
JaLC DOI	
Abstract	CSR (Corporate Social Responsibility) 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 , 企業経営においてのみならず , 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。その一方で , 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 , 明確な方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。このような背景から , 企業の方針や経営戦略の責任者たる企業トップは , 企業戦略としてのCSR経営が近年存在感を増していることを認識し , CSRに対する意識を確実に変化させてきたと言えるだろう。しかしながら , CSRへの取り組み自体が企業の財務評価に対して与える影響の如何はこれまで議論されてきたものの , トップのCSRに対する意識が財務評価に与える影響に関しては , いまだに研究が進んでいないのが現状である。 以上を踏まえ , 本研究の目的は , トップメッセージによって規定されたCSR方針が , 財務評価に与える影響を実証的に考察することである。具体的には , サステナビリティレポートから収集したCSRに関するトップメッセージをテキストマイニングを用いて分析し , 各社トップが示すCSR方針を10のクラスタに分類した後 , 規定されたCSR方針が企業の財務評価に与える影響を重回帰分析によって明らかにした。その結果 , 企業トップが「ステイクホルダー外部」を重視しているCSR方針が財務の「成長性」と「収益性」に対して有意な負の影響を , 反対に「ステイクホルダー内部」を重視しているCSR方針は有意な正の影響を持つことがわかった。また「長期的志向」を重視しているCSR方針は財務の「安全性」に対して有意な正の影響を , 「環境貢献・ 貢献成長」「脱炭素」を重視しているCSR方針は有意な負の影響を持つことが判明した。
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00113718-00002023-0109

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.

企業の CSR 方針と財務評価の関係性考察

—— トップメッセージのテキストマイニングを通して ——

森 山 諒 祐
中 谷 遼 星
大 倉 諒 馬

<要 約>

CSR (Corporate Social Responsibility) 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、企業経営においてのみならず、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。その一方で、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、明確な方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。このような背景から、企業の方針や経営戦略の責任者たる企業トップは、企業戦略としての CSR 経営が近年存在感を増していることを認識し、CSR に対する意識を確実に変化させてきたと言えるだろう。しかしながら、CSR への取り組み自体が企業の財務評価に対して与える影響の如何はこれまで議論されてきたものの、トップの CSR に対する意識が財務評価に与える影響に関しては、いまだに研究が進んでいないのが現状である。

以上を踏まえ、本研究の目的は、トップメッセージによって規定された CSR 方針が、財務評価に与える影響を実証的に考察することである。具体的には、サステナビリティレポートから収集した CSR に関するトップメッセージをテキストマイニングを用いて分析し、各社トップが示す CSR 方針を 10 のクラスタに分類した後、規定された CSR 方針が企業の財務評価に与える影響を重回帰分析によって明らかにした。その結果、企業トップが「ステイクホルダー外部」を重視している CSR 方針が財務の「成長性」と「収益性」に対して有意な負の影響を、反対に「ステイクホルダー内部」を重視している CSR 方針は有意な正の影響を持つことがわかった。また「長期的志向」を重視している CSR 方針は財務の「安全性」に対して有意な正の影響を、「環境貢献・貢献成長」「脱炭素」を重視している CSR 方針は有意な負の影響を持つことが判明した。

<キーワード>

CSR (Corporate Social Responsibility), テキストマイニング, 財務評価, トップメッセージ, 定量的実証研究, CSP-CFP

1. はじめに

「企業の社会的責任」、いわゆる CSR (Corporate Social Responsibility) につながる議論の端緒は、米国近代企業の社会的影響力が増大した 1920 年代にさかのぼることができる (加賀田, 2006)。その後、1970 年代には、高度経済成長期における公害問題や企業の買い占め、売り惜しみなどの反倫理的行為が顕在化し、日本国内において CSR という概念に強く焦点が当てられるようになった (向山, 2017)。さらに、1980 年代以降のバブル期における空前の好景気は、儲けすぎと批判された企業に社会への「利益還元」を促し、学術や教育、地球環境保全、国際交流への支援活動など、具体的な社会貢献の実践へとつながった (加賀田, 2008)。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 経営に舵を切ることになったのだ (川村, 2003)。

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)。

このように、企業経営者が CSR に意識を向けるべきだとする研究が盛んに行われる中で、企業の方針や経営戦略の責任者たる企業トップは、企業戦略としての CSR が近年存在感を増していることを認識し、CSR に対する意識を確実に変化させてきたと言えるだろう。しかしながら、CSR の取り組み自体が企業の財務評価に与える影響に関してはこれまで議論されてきたものの、トップの CSR に対する意識が財務評価に与える影響に関しては、いまだに研究が進んでいないのが現状である。具体的には、企業トップが CSR 方針を規定することの戦略的重要性が高まっている中で、彼らによる CSR 方針の規定が財務評価に影響を与えるのか、あるいは、どのような CSR 方針を規定すれば財務評価に正の影響を与えられるのかについては、十分に議論されることがなかった。

CSR 活動に対する企業トップの意識が色濃く反映されている要素として、企業トップが発する「トップメッセージ」が挙げられる。サステナビリティに関するグローバルスタンダードである GRI (Global Reporting Initiative) が発行している GRI スタンダード 2021 によれば、組織の最高ガバナンス機関または最上位の上級経営幹部の声明には、組織がステイクホルダーに与えるインパクトをマネジメントするための短期、中・長期的なビジョンや戦略や、持続可能な発展に貢献するための短期および中期的な戦略的優先事項、組織の戦略に影響を及ぼす幅広い動向等を含まなければならないとしている。すなわち、サステナビリティレポートにおけるトップメッセージは企業のステイクホルダーに向けて短期、中・長期的なビジョンや戦略を表明するために重要な役割を果たしている。実際、宮崎 (2022) によれば、企業はサステナビリティに関する圧力を外的環境要因として受けており、それは企業の戦略的意思

決定に影響を及ぼしている。そこで企業はステイクホルダーからの支持を得て生存するために、自社のサステナビリティに関する情報を、トップメッセージを通じて発信していると述べている。

本研究では、企業が発行するサステナビリティレポートにおけるトップメッセージが、当該企業の CSR 活動の方向性を決定するという立場に立ち、テキストマイニングにおける階層的クラスター分析を用いて CSR 方針を分類した上で、企業トップの意志が反映された CSR 方針が財務評価へ与える影響を定量的実証分析により検証することを試みる。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) 企業経営における CSR の定義

本研究において、企業における CSR 方針が財務評価へ与える影響を観察するに当たっては、そもそも企業の社会的責任 (CSR) とは何なのかについての定義を設ける必要がある。しかし、崔 (2010) によれば、CSR の定義に対しての見解は経営学者や企業に属する人々の間でさまざまに分かれている上、各国の特性や時代状況によって変化を見せるものであるという。

大浦 (2017) によれば、企業の社会的責任が「経済的責任」「法的責任」「倫理的責任」「慈善的責任」の4つに区分でき、中でも「経済的責任」が最も重要であるという Carroll (1979) の主張は、多くの CSR 研究者の間で用いられているという。加えて崔 (2010) は、上記の定義より、企業が社会的価値を認定されるためには、道徳的にも法的にも正当な方法で創出された経済的利潤を掲げることが必要であると結論づけた。実際、「ビジネスの唯一の社会的責任は、その利益を増大させることである」という、倫理的利己主義の立場における Friedman (1970) の主張は、CSR という概念を否定したものとして多くの現代の国内経営学者からは支持されることのないものとなっている (加賀田, 2006)。

また伊吹 (2003) は、企業経営における CSR は、社会的要請や規格・ガイドライン化の動き、他社の動きなどを受けてから受動的に取り組むものでもなければ、社会的使命のみの理由で取り組むべきものでもないと主張する。つまり、企業 CSR の本来の目的は、競争優位の構築や成長基盤の確立、将来的な企業価値向上にあり、それらの達成のためにはビジョンや戦略といった経営的な意志をもって取り組むことが必要だということだ。向山 (2017) は、先見的な経営者たちは CSR を企業の持続可能性や長期的な存続のために不可欠な要素であると認識しはじめていているという事実を示している。

以上のことを考慮した上で、本研究では、崔 (2010) を参考に、CSR の定義を『企業それぞれが持つ経営理念や経営的ミッションのもとで、多様な企業活動を通じて社会や消費者のニーズに対応しつつ、利潤という経済的側面だけでなく、自分たちが属した社会や地域に肯定的な影響を与えようと努力すること』と定め、分析を進める。

(2) CSR と企業価値の関係性への注目

上述したように、CSR という概念は時代背景や社会の変遷とともに企業経営における中核的な要素として扱われるようになっていったことがわかる。そして、その過程に大きな貢献をもたらした理論研究の 1 つに、Freeman による「ステイクホルダー理論」および「ステイクホルダー・アプローチ」の提唱があげられる。Freeman (1984) は、「利害関係者」を「組織の使命・目標の達成に影響を及ぼすことができるか、もしくはそこから影響を受ける集団や個人」と定義しており、企業経営や戦略策定において企業と利害関係者が相互に影響し合う関係を双方向的に捉えている (加賀田, 2006)。向山 (2017) によれば、企業の持続可能性や長期的存続のためには、これら広義のステイクホルダーとの関係を戦略的に扱うことが前提となっているという。

(3) CSR と企業財務に関する国内の実証研究

このようにして CSR と企業価値の関係性が積極的に議論されるようになったことにより、当該活動が財務パフォーマンスや評価に与える影響を観察するための研究は世界的に増加していくことになる。しかし、企業がその社会性を高めながら実施する社会的活動や CSR 活動が、財務評価に対してもたらず成果を議論する、いわゆる CSP-CFP 関係 (岡本, 2014) においては、明確で一意な結論がいまだに確立されていない。加えて、日本国内における実証研究はあまり行われておらず、研究の蓄積がほとんどないという現状だ (加賀田, 2008)。その中で加賀田 (同左) は、これまでの国内研究の結果を、CSR と企業財務は「正の関係」「負の関係」「無関係」であるという 3 種類に分けられると整理している。

加賀田 (2008) によれば、上述した国内研究は、企業がステイクホルダーとの良好な関係性の構築を目指したことや、社会全体における CSR への意識変化に伴う、CSR 関連情報の開示や新聞・出版社による 2 次データの普及に起因して発展していったという。以下では、そのような広く公開されているデータを用いて、CSP-CFP 関係を実証的に考察した研究を追っていく。

加賀田 (2008) では、CSR への取り組みと企業業績の結び付きを検証するために、企業の収益性 (売上高経常利益率) を基準化した数値を従属変数、東洋経済新報社『CSR 企業総覧 2006』から取得した日系企業各社の CSR 項目に関する数値を独立変数として定量分析を行ったが、CSR への取り組みと業績の直接的な結び付きは得られていない。

また山本 (2011) は、因子分析を通して CSR にとって最も重要な要素を社会責任 (雇用 / 企業統治 / 社会性) と示した上で、その他の CSR 関連因子を含めた合計 5 つの標準化した独立変数を設定し、従属変数については『東洋経済 CSR 企業ランキングデータ』という『CSR 企業総覧』における格付けの根拠となったデータを多元的に得点化 (600 点満点) した数値を定め、重回帰分析を行った。その結果、CSR 活動と財務の収益性および安全性において負の関係性を示したが、どのような CSR 要素が当該の影響を与えているかという点に対しては言及されていない。

大浦 (2017) は、2007 ～ 2010 年における『CSR 企業総覧』の指標に倣い、CSR を「人材活用」「環

境」「企業統治」「社会性」に分類し、各企業に付けられた CSR 評価点（1～5 点）を独立変数に、各企業の ROA（総資産利益率）と ROE（自己資本利益率）を従属変数に設定し、「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のパネルデータを用いた重回帰分析を行った。その結果、CSR における「人材活用」および継続的な「社会性」への取り組みは、財務パフォーマンスに対して正の関係を持つ一方で、「環境」および「企業統治」への取り組みは有意な関係を持たないことを示した。

そして、松本（2017）はこれまでの研究を受け、独立変数を CSR 評価分野（「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」）、従属変数を財務評価分野（「財務」「収益性」「安全性」「規模」）と設定、どちらの変数も『CSR 企業総覧』から取得可能な数値を利用した上で重回帰分析を行った。その結果、「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、「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）の結果から財務的観点において一歩進んだ示唆を導いた。

（4）テキストマイニング

上記にまとめた CSR と財務評価に関する実証研究では、CSR 活動を具体的な取り組みや項目に分類した上で、それを独立変数として数値化し、因子分析や回帰分析を行うという分析形式をとっていることがわかる。本研究では、独立変数の分類や設定をする際に有効な方法の 1 つとして、2 次データの使用以外に、テキストマイニングがあげられると考えた。一般的にテキストマイニングは、定性的な特徴をもつ“テキスト”を、自然言語処理と統計解析 / データマイニングの技術を核として定量的に分析するための手法の総称である（小木，2015）。大量のテキストデータを一度に統一的に分析することで、多様な切り口から仮説を比較・検討することが可能となり、人文・社会科学における研究の質を飛躍的に向上させる可能性を秘めているという（松村・三浦，2009）。

実際の研究においては、テキストのデータソースや具体的な分析方法は論稿によってさまざまである。具体例として、当該テキストにおける単語の出現回数や頻出度を測定する方法や、文章内における単語同士の関連度合い（共起）を数値化・可視化した上でグルーピングする方法などがあり、これらの方法はすべて形態素分析を基礎としている。「形態素」とは、これ以上言葉を細かく分割すると意味を持たなくなる最小の言語単位のことを指し、テキスト内においてどの形態素が使用されているのかという情報に関する基礎統計量を得ることができる（小田・三橋，2010）。

（5）CSR とトップメッセージの文脈におけるテキストマイニングの実践

テキストマイニングを用いた分析手法は CSR 関連の文書および研究と相性がよく、国内においては定性的な論究が多くなされてきた。例えば、記虎ら（2009）は、東洋経済新報社のデータベースに含まれる「CSR 企業調査」内の調査項目の 1 つである「御社の CSR に対する基本方針を 150 字以内でこ

記入ください」という質問に対する上場企業 442 社分の記述回答をテキストマイニングし、企業を 4 種類（方針なし、総花型、ステイクホルダー志向型、社会発展・信頼維持思考型）に類型化した。その上で、企業の CSR 基本方針や具体的内容に関するダミー変数 / カテゴリー変数を説明変数と目的変数にそれぞれ設定し、内部ガバナンスの存在が当該の基本方針をいかに規定しているのかについて多変量解析を行った。その結果、CSR 担当役員がいる企業では、ステイクホルダー志向型の CSR を実施する傾向が強く、基本方針にポジティブな影響を与えることを示した。

上記研究の場合、分析対象となるテキストデータの出所は企業における CSR 関連部署の担当者や一社員らの記述だと考えられるが、CEO をはじめとした企業の代表者（トップ）が自社の外部向け資料に残したメッセージをマイニングする研究も存在する。北島ら（2019）は、計 62 社分の Web ページに掲載されているトップメッセージを、ニューラルネットワークを用いて解析し、特定の単語の使用傾向が収益性に与える影響を観測した。実際、北島ら（同上）は、さまざまな企業活動はトップメッセージに記載された内容・方針から大きく逸脱するとは考えられにくい上、当該メッセージは企業パフォーマンスに影響を与えるはずであると想定している。

これを CSR 研究の文脈に落とし込んでいる例として、田中（2014）があげられる。田中（同左）はインターネットからアクセス可能な上場企業 15 社の 2002 年および 2012 年の CSR 報告書（サステナビリティ報告書 / 環境報告書含む）におけるトップの声明を精読し、彼らが資料内で言及している CSR の特徴および日本企業における CSR の変遷を明らかにした。その結果、「グローバル」「雇用」「倫理と道徳的価値」「ステイクホルダー」という意味領域に分類されるキーワードの増加が顕著に見られ、その中でも特に「倫理と道徳的価値」に関しては具体的かつ積極的な記述が見られるようになったことが判明した。

その結果を受けて、倉持（2021）は、より広範な企業における活動成果と CSR の傾向の結びつきを明らかにするため、当時最新の「CSR 企業ランキング 総合ランキング（2022）」からランキング上位 100 社および日経 225 に属する 153 社（前 100 社と重複しない）におけるそれぞれのウェブサイトや CSR レポートからトップメッセージを収集し、テキストマイニングを行った。分析に際しては、テキストマイニングのためのソフトウェアである「KH Coder」（樋口，2014）を利用し、頻出語の持つ規則性やコロケーション分析、共起を観測したことにより、CSR ランキング上位企業のトップメッセージには「社会課題を本業を通して解決していく」という共通価値の創出が、日経 225 企業のトップメッセージには「グループ経営による事業展開と社会貢献」という考えがそれぞれ強調されていることを明らかにした。

（6）仮説の提示

以上で確認してきたように、CSR 活動と企業パフォーマンス / 財務評価における関係性の研究において、トップメッセージを分析対象にすることの妥当性やテキストマイニングの使用の有用性は一定の

実績によって担保されていると言える。そして、田中（2014）や倉持（2019）が示しているように、企業が発行する CSR 関連の報告書やレポートに掲載されているトップメッセージは、当該企業たちが行うそれぞれの CSR 活動の方向性や特徴を決定付ける性質を持っている。それと同時に、トップメッセージに規定された全社的な行動は、企業代表が社外向けに発信するメッセージの記載内容から大きく逸脱するとは考えにくく、企業パフォーマンスに影響を及ぼすという北島ら（2019）の主張も存在する。つまり、CSR 関連の報告書に記載されたトップメッセージは当該企業の CSR 方針を規定し、活動の成果として企業パフォーマンスに何らかの影響を与えることが想定され、以下の仮説が導かれる。

仮説 1：トップメッセージによって規定される企業の CSR 方針は、
企業の財務評価に影響を及ぼす。

図 1 トップメッセージと財務評価の関係性



出所：筆者作成

本研究における以降の仮説は、上記の仮説の成立をもとに展開していく。まず、田中（2014）は、2002 年および 2012 年における日系上場企業 15 社分の CSR 報告書の分析結果により、特定の意味領域の増加傾向のほかに、「貢献」「成長」といったキーワード単位における増加傾向の存在を明らかにした。加えて、倉持（2021）は特定の CSR ランキングの上位に位置する企業の CSR 報告書におけるトップメッセージの特徴として、新たな社会価値や共通価値（Corporate Social Value）の創出に主眼を置いていることを示した。すなわち、21 世紀に突入して以降、企業 CSR 活動への関心が高まる中で、企業とそのトップは、社会との結び付きにおけるさまざまな貢献や価値の創出を意識し続けてきていることがわかる。そしてそれは、当該意識の存在が結果的な企業価値の向上や将来的な企業存続、つまり経済的要素に直結しているためであると考えられ、以下の仮説が導かれる。

仮説 2-A：企業トップが事業を通じた社会貢献や成長、価値創造を重視している CSR 方針は、
財務評価に正の影響を与える。

また、CSR という概念を扱う本研究においては、CSR 方針におけるステイクホルダーと、トップメッセージにおけるその存在が企業財務に与える影響を無視する訳にはいかない。上述したように、本研究では、業績に潜在的な影響を与える株主以外のステイクホルダーを想定するというステイクホルダー理

論に立脚している。それと同時に、広範なステイクホルダーに配慮した CSR 活動は企業の社会的側面に関する正のレピュテーションを醸成しやすく、財務パフォーマンスに正の影響を与えるという大浦 (2017) の示唆を考慮する。つまり、企業トップがトップメッセージの中でステイクホルダーを強く意識している場合、当該の CSR 活動は結果的な企業価値の向上に結び付くと考えられ、以下の仮説を導く。

仮説 2-B : 企業トップがステイクホルダーを重視している CSR 方針は、
財務評価に正の影響を与える。

後述するが、本研究におけるテキストマイニングおよび実証分析では、先行研究にならない、用いるテキストデータを各企業のサステナビリティレポート内のトップメッセージとしている。トップメッセージを扱う上で無視できない要素として、経営理念があげられる。広田 (2012) は、経営理念は企業の使命・目的であるとともに、どのステイクホルダーにいかなる利益と満足を与えるかを明文化したものであると定め、理念を持つ企業は持たない企業に比べ、企業の存続をより重視した財務政策を取ると推察し、実際に利益率が有意に高いことを示した。加えて、北島ら (2019) は、広田 (同上) と同様な経営理念の認識に立った上で、トップメッセージには経営理念が含有されているという主張を行っている。企業トップは経営理念の代表的な体现者であるはずであり、CSR 活動におけるトップメッセージにその理念が反映されている場合、そのメッセージによって規定される CSR 活動は企業財務を好転させるような影響を与えると推察され、以下の仮説を導く。

仮説 2-C : 企業トップが経営理念や長期的計画を重視している CSR 方針は、
財務評価に正の影響を与える。

3. テキストマイニングを通した定量的実証分析

(1) 先行研究の限界と研究の目的

前章で確認した通り、CSR 活動に関わる企業トップメッセージを収集し、テキストマイニングを用いて分析した考察は一定量存在している。そして、企業 CSR に対する社会的な注目が高まる中で、トップの持つ CSR に対する意識は確実に変化してきたことが言える。しかし一方で、CSR への取り組みと財務評価の関係性に関する研究結果はいまだに一意に定まっていない上に、CSR 活動にかかわるトップメッセージのテキストマイニング研究は、当該のテキストデータから一定の傾向や特徴を見出すだけにとどまりがちであることは否めない。ここに研究の発展余地があると考ええる。

以上を踏まえ、本研究では、北島ら (2019) および田中 (2014)、倉持 (2021) らによって考察された、

「トップメッセージと財務評価の関係性」および「トップメッセージと企業の CSR 方針における関係性」の両面に着目したい。具体的には、CSR に関するトップメッセージをテキストマイニングで分析し、各社トップが示す CSR 方針を複数のクラスタに分類した後、当該メッセージによって規定される CSR 方針が企業の財務評価に与える影響を、重回帰分析を通して検証していくことを目標にする。

(2) 使用データと分析対象

本研究におけるテキストマイニングのためのテキストデータは、田中（2014）や北島ら（2019）、倉持（2021）の先行研究に基づき、各社ホームページ上で公開されている 2023 年度発行のサステナビリティレポート、もしくは HP に掲載されている CSR 活動に関連するトップメッセージを用いた。

従属変数のデータソースは、加賀田（2008）や大浦（2017）、松本（2017）において用いられた、東洋経済新報社『CSR 企業白書 2023』および『CSR 企業総覧 2023 (ESG 編)』を使用する。『CSR 企業白書』には、上場企業の財務状況を東洋経済新報社独自の手法により評価および得点（偏差値）化したものを整理した、財務力に関するランキングが掲載されている。『CSR 企業総覧 (ESG 編)』は、上述した『CSR 企業白書』のランキングに掲載されている各企業における具体的な財務評価点が記録されている資料である。

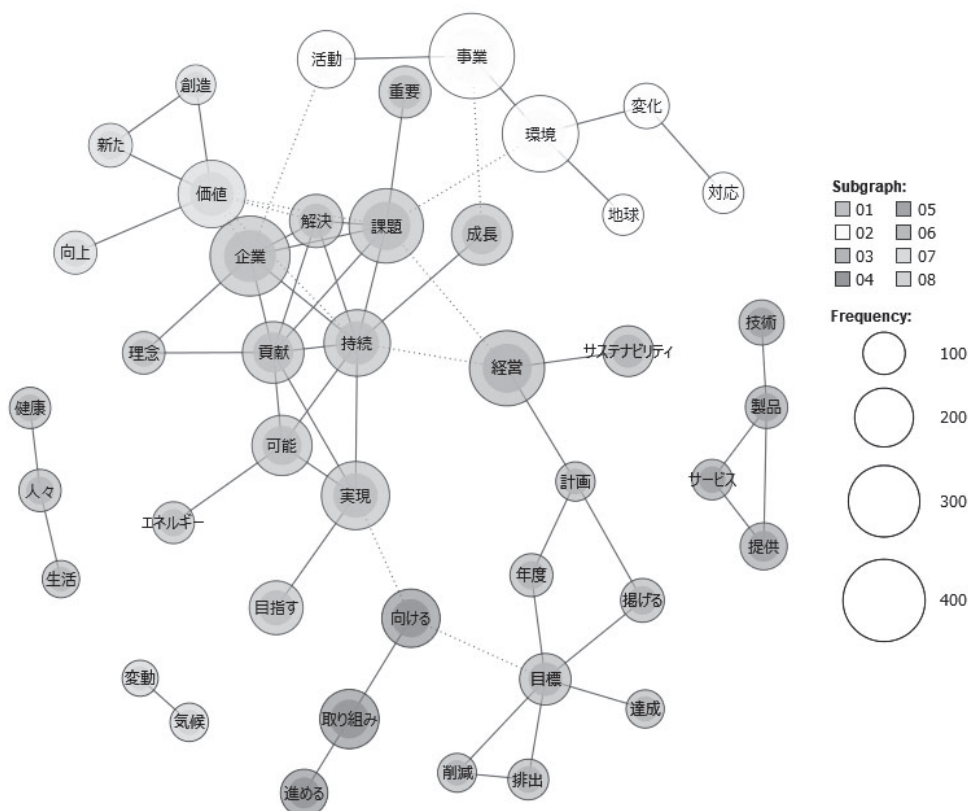
本研究における分析対象は、『CSR 企業白書 2023』における「財務力ランキング（業種別）」より金融業を除く全 18 業種¹⁾に注目し、各業界のランキング上位 10 社 / 合計 180 社の中で、上述のテキストデータおよび財務評価データが全て入手可能であった国内上場企業 124 社とした。

(3) テキストマイニングによる CSR 方針の分類

本研究では、倉持（2021）らと同様に、KH Coder（樋口，2014）と呼ばれるテキストマイニングのためのソフトウェアを用いて、先述の 124 社のトップメッセージに対するテキスト分析を行った。第 1 のステップとして、KH Coder に組み込まれている「茶筌」というソフトウェアを用いて形態素解析を行い、上記のテキストデータを全 77,336 の形態素に分解した。第 2 に、出現パターンの似通った語、すなわち「共起」の程度が強い語を線で結んだネットワーク図を作成するために、共起ネットワーク分析を行った（図 2）。この分析では、Jaccard 係数と呼ばれる、2 つの語が同じ文章中に同時に出現する割合を反映している定量的な指標（樋口，2014）を用いており、図 2 において線で結ばれている単語同士は、同じ文章内で共に用いられている割合が高いことを意味している。第 3 に、先述の共起ネットワークと同様に、出現パターンの似通った語の組み合わせを更に明らかにするため、階層的クラスタ分析を行い、図 3 のようなデンドログラム（樹状図）を生成した。階層的クラスタ分析とは、単語同

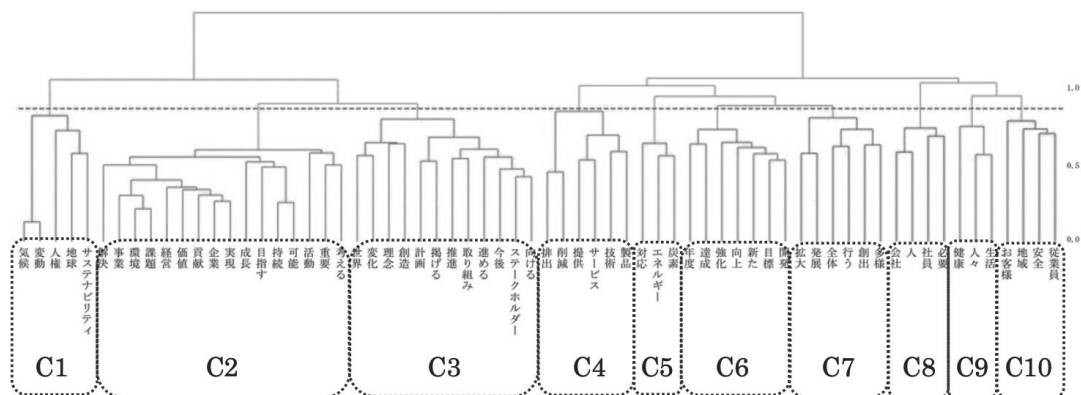
¹⁾ 事業会社と比較して財務諸表が特殊である金融業（銀行、証券・商品先物取引業、保険など）は、分析の対象外とした。損益計算書上の「営業利益」の不在や、貸借対照表上における「資産」項目の扱いの違いなどが特殊性に該当する（大浦，2017）。

図2 共起ネットワーク



出所：KH Coder をもとに筆者作成

図3 階層的クラスター



出所：KH Coder をもとに筆者作成

士の関連度を最大化した上で、関連する単語のまとまりである「クラスタ」を作成する分析手法である(上田, 2003)。

共起ネットワーク分析と階層的クラスター分析は、語と語の共起の程度を Jaccard 係数によって計測しているという点で共通しているが、その一方で、共起ネットワークの場合、共起関係の有無によって頻出語が出力結果から省略されてしまうことがある。本研究では後述のとおり、企業トップによる方針の重視度合いを、その単語の登場回数で評価しているため、頻出語が省略されることのない階層的クラスター分析を用いることが本研究の目的に沿っていると判断した。独自のクラスタを作成した前島ら(2017)や柴野(2020)らの先行研究で、階層的クラスター分析の結果が活用されていたことなどを踏まえ、図3の結果を用いてトップメッセージを類型化することとした。

(4) 測定尺度

1) 従属変数

本研究における従属変数は、2次データから収集した、企業に対する財務評価である。ここでは、先行研究を参考に、東洋経済新報社『CSR企業白書2023』における財務評価の分野として用いられている、財務の「成長性」「収益性」および「安全性」の3つを使用する。これらの財務評価は、2022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算における直近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を用いて100点満点で評価したものである。また、これらの評価分野は、後記の5項目(表1)によってそれぞれ評価が構成されている。

2) 独立変数

本研究は、トップメッセージによって規定された企業のCSR活動方針が財務評価に与える影響の考察を目的としているため、当該活動に関わるトップメッセージを類型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図3における、10個のCSR方針クラスタを独立変数として扱う。テキストマイニングによる階層的クラスター分析を用いた実証研究を行っている前島ら(2017)、柴野(2020)らを踏襲し、各クラスタに属する単語に基づいたクラスタ名を定義した上で、表1に示した。

それぞれの独立変数の数値化に当たっては、各企業のトップメッセージに各々の単語が登場する回数をカウントする加点方式²⁾を採用した。この手法は、田中(2014)および倉持(2021)などの先行研究で用いられており、例えば倉持(2021)は、CSR上位企業のトップメッセージの規則性を検証するために、対象テキストデータにおける頻出語をカウントし、コロケーション統計を用いた分析を行った。このように、トップメッセージの特徴を分析する上での加点方式の採用は、その有用性が先行研究に

²⁾ 具体例として、三井物産株式会社のサステナビリティレポートにおけるトップメッセージに、「気候」という単語が1回、「変動」が1回、「人権」が1回、そして「地球」が2回登場した。この場合、三井物産株式会社の「C1:サステナビリティクラスタ」における独立変数は「5」となる。

よってある程度示されている。一方で、加算方式を採用するにあたって考慮しなければならない要素の一つとして、各社におけるトップメッセージの文章量の違いが考えられるだろう。本研究では、当該メッセージの長さ自体にトップが自社の CSR 活動へ抱く意識や思いの強さが反映されていると判断した。分析に当たっては、テキストデータの収集元を特定の資料に統一することを条件に、カウントアップにより集計した絶対的な数値を独立変数として扱うこととした。

3) コントロール変数

本研究では、大浦（2017）を参考に、企業の財務パフォーマンスおよび評価に影響を及ぼす要因として、「連結従業員数」「年数」「業種」をコントロール変数とする。

「連結従業員数」に関しては、各企業における 2022 年度期末時点の数値³⁾を用いる。大浦（2017）によれば、従業員数の拡大は生産規模の拡大を意味し、各種コストの減少や効率的な生産が実現されることにより収益性が向上する可能性があるという。また「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』より各社の設立年を抽出し、2023 年から設立年を引いた数値を用いている。事業年度によって各社の過去の財務パフォーマンスに影響を与えていた事象や市場情勢の変化が見られる（大浦、同上）だけでなく、創業年数が長いほど業務・経営ノウハウや業界に対する知見が深まるため、財務パフォーマンスが向上する可能性が考えられるだろう。そして「業種」に関しては、『CSR 企業白書 2023』における非金融業 18 業種を対象に、ダミー変数を作成した。各業種の間には、商慣行や産業・収益構造における違いが見られる上に、会計的側面の特性が最終的な財務評価に与える影響も考えられるはずだ。

4. 分析結果と考察

(1) 記述統計量と相関係数

実証分析に用いた推計データの記述統計量に関しては表 2 に、相関係数に関しては表 3 に表記した。はじめに、従属変数（変数 1 ～ 3）と独立変数（変数 4 ～ 13）に関しては、「2：収益性」は「8：脱炭素クラスタ」「11：ステイクホルダー内部クラスタ」「13：ステイクホルダー外部クラスタ」と有意な相関関係を、「3：安全性」は「6：長期的志向クラスタ」「7：サービス・製品クラスタ」「8：脱炭素クラスタ」と有意な正の相関関係を持つことがわかり、「1：成長性」に関わる有意な相関は一切確認できなかった。

一方で、相関係数が 0.6 ～ 0.7 を超える有意な正の相関を持つ独立変数間の関係が散見されており、定量的分析における多重共線性の可能性が疑われる。その検証のため、後に詳述する重回帰分析において独立変数に関わる VIF (Variance Inflation Factor) 値を算出したところ、最大値は「環境課題・貢献

³⁾ 各社の 2022 年度決算時点における有価証券報告書を参照。

成長クラスタ」における 5.379 と算出され、いずれの独立変数においても一般的な多重共線性の懸念値である 10.0 を下回っていることから重大な多重共線性の存在は見られないと考えられる。

表 1 財務評価指標と CSR 方針クラスタ

変数	ID	名称	項目
従属変数		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
		安全性	1. 流動比率 (流動資産 ÷ 流動負債) 2. D/E レシオ (有利子負債 ÷ 自己資本) 3. 固定比率 (固定資産 ÷ 自己資本) 4. 総資産利益剰余金比率 (利益剰余金 ÷ 総資産) 5. 利益剰余金
独立変数	C1	サステナビリティクラスタ	気候, 変動, 人権, 地球, サステナビリティ
	C2	環境課題・貢献成長クラスタ	解決, 事業, 環境, 課題, 経営, 価値, 貢献, 企業, 実現, 成長, 目指す, 持続, 可能, 活動, 重要, 考える
	C3	長期的志向クラスタ	世界, 変化, 理念, 創造, 計画, 掲げる, 推進, 取り組み, 進める, 今後, ステークホルダー, 向ける
	C4	サービス・製品クラスタ	排出, 削減, 提供, サービス, 技術, 製品
	C5	脱炭素クラスタ	対応, エネルギー, 炭素
	C6	開発目標達成クラスタ	年度, 達成, 強化, 向上, 新た, 目標, 開発
	C7	拡大・発展クラスタ	拡大, 発展, 全体, 行う, 創出, 多様
	C8	ステイクホルダー内部クラスタ	会社, 人, 社員, 必要
	C9	健康生活クラスタ	健康, 人々, 生活
	C10	ステイクホルダー外部クラスタ	お客様, 地域, 安全, 従業員 ⁴⁾

出所：KH Coder および『CSR 企業白書 2023』をもとに筆者作成

⁴⁾ 「従業員」と「社員」の使い分けについて、学際分野において厳密な定義は一意には定まっていない。ただし、厚生労働省（2023）によると、「従業員」は「労働者（＝被雇用者）」の言い換え、「社員」は「正社員」や「契約社員」など雇用状態の詳細を区別する言葉として、それぞれ用いられており、前者の意味範囲は広い。実際のテキストデータの解析においても、「すべて」や「ダイバーシティ」などの言葉との Jaccard 係数は「従業員」のほうが高く、より包括的な文脈で使用されている単語だと解釈できる。これらの要因から、「社員」をステイクホルダー内部クラスタ、「従業員」をステイクホルダー外部クラスタに含めることに矛盾はないと判断した。

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	124	79.10	6.801	66.8	100
収益性	124	89.86	1.695	87.6	97.3
安全性	124	88.01	8.576	61.4	100
サステナビリティクラスタ	124	3.50	3.760	0	15
環境課題・貢献成長クラスタ	124	30.65	21.587	2	111
長期的志向クラスタ	124	12.04	9.449	0	42
サービス・製品クラスタ	124	4.69	6.570	0	32
脱炭素クラスタ	124	2.12	3.468	0	19
開発目標達成クラスタ	124	5.54	5.992	0	27
拡大・発展クラスタ	124	3.81	4.249	0	18
ステイクホルダー内部クラスタ	124	2.77	3.753	0	19
健康生活クラスタ	124	2.16	3.387	0	16
ステイクホルダー外部クラスタ	124	2.40	3.584	0	23
連結従業員数	124	40775.52	45539.988	263	289191
年数	124	73.47	32.229	8	142
業種ダミー					
卸売業ダミー	124	0.08	0.273	0	1
小売業ダミー	124	0.05	0.215	0	1
水産・農林業/鉱業/建設業ダミー	124	0.05	0.215	0	1
食料品ダミー	124	0.08	0.273	0	1
繊維製品ダミー	124	0.06	0.232	0	1
パルプ・紙/化学ダミー	124	0.06	0.232	0	1
医薬品ダミー	124	0.08	0.273	0	1
石油/ゴム/ガラス・土石ダミー	124	0.07	0.260	0	1
鉄鋼/非鉄金属/金属製品ダミー	124	0.06	0.247	0	1
機械ダミー	124	0.07	0.260	0	1
電気機器/精密機器ダミー	124	0.07	0.260	0	1
輸送用機器ダミー	124	0.06	0.247	0	1
その他製品ダミー	124	0.03	0.177	0	1
電気・ガス業ダミー	124	0.05	0.215	0	1
陸・海・空運/倉庫ダミー	124	0.02	0.126	0	1
情報・通信業ダミー	124	0.05	0.215	0	1
不動産業ダミー	124	0.02	0.154	0	1
サービス業ダミー	124	0.03	0.177	0	1

出所：筆者作成

表 3 各変数における相関係数

変数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 成長性	1.00														
2 収益性	0.55**	1.00													
3 安全性	0.10	0.22*	1.00												
4 サステナビリティ クラスタ	-0.11	-0.16	0.06	1.00											
5 環境課題・貢献成長 クラスタ	-0.06	-0.04	0.12	0.56**	1.00										
6 長期的志向クラスタ	-0.08	-0.06	0.18*	0.56**	0.78**	1.00									
7 サービス・製品 クラスタ	0.06	-0.01	0.20*	0.36**	0.59**	0.59**	1.00								
8 脱炭素クラスタ	-0.14	-0.19*	-0.33**	0.18*	0.29**	0.52**	0.32**	1.00							
9 開発目標達成クラスタ	-0.05	-0.07	0.17	0.44**	0.70**	0.63**	0.56**	0.31**	1.00						
10 拡大・発展クラスタ	0.04	0.06	0.13	0.35**	0.67**	0.70**	0.57**	0.43**	0.62**	1.00					
11 ステイクホルダー内部 クラスタ	0.07	0.19*	0.10	0.16	0.49**	0.42**	0.34**	0.14	0.42**	0.43**	1.00				
12 健康生活クラスタ	0.01	0.05	0.14	0.17	0.29**	0.23*	0.20*	-0.08	0.36**	0.22*	0.27**	1.00			
13 ステイクホルダー外部 クラスタ	-0.17	-0.18*	0.12	0.23*	0.40**	0.41**	0.39**	0.25**	0.44**	0.27**	0.43**	0.19*	1.00		
14 連結従業員数	-0.15	-0.14	0.33**	0.00	0.11	0.04	0.13	-0.08	0.04	0.01	0.06	0.09	0.15	1.00	
15 年数	-0.25**	-0.28**	0.06	-0.06	0.01	-0.06	0.03	-0.08	0.10	-0.12	-0.09	-0.10	0.04	0.09	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=124)

(2) 重回帰分析

重回帰分析に際しては、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 パターンを行った。また各モデルにおける従属変数は、モデル 1/2 には財務の「成長性」を、モデル 3/4 には財務の「収益性」を、モデル 5/6 には財務の「安全性」を、それぞれ設定している。分析の結果は表 4 に示した。

表 4 CSR 方針クラスタ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	安全性	安全性
サステナビリティ クラスタ		-0.018 (0.202)		-0.158 (0.048)		0.076 (0.213)
環境課題・貢献成長 クラスタ		-0.047 (0.058)		0.005 (0.140)		-0.314** (0.061)
長期的志向クラスタ		-0.010 (0.131)		0.034 (0.031)		0.479*** (0.138)
サービス・製品 クラスタ		0.195 (0.134)		0.086 (0.032)		0.079 (0.141)
脱炭素クラスタ		-0.126 (0.277)		-0.073 (0.065)		-0.492*** (0.292)
開発目標達成 クラスタ		0.044 (0.162)		-0.092 (0.038)		-0.061 (0.171)
拡大・発展クラスタ		-0.012 (0.228)		0.054 (0.054)		0.099 (0.240)
ステイクホルダー 内部クラスタ		0.041 (0.210)		0.189* (0.049)		-0.055 (0.221)
健康生活クラスタ		-0.036 (0.210)		-0.105 (0.049)		-0.071 (0.222)
ステイクホルダー 外部クラスタ		-0.237** (0.199)		-0.231** (0.047)		0.058 (0.210)
連結従業員数	-0.233** (0.000)	-0.221** (0.000)	-0.166* (0.000)	-0.142 (0.000)	0.232*** (0.000)	0.250*** (0.000)
年数	-0.108 (0.019)	-0.113 (0.020)	-0.151* (0.005)	-0.149 (0.005)	-0.039 (0.022)	-0.020 (0.021)
業種ダミー	有	有	有	有	有	有
決定係数	0.35	0.40	0.38	0.47	0.47	0.58

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=124)

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)。

まず、モデル 2 において、企業トップが「ステイクホルダー外部」を重視している CSR 方針が財務の「成長性」に対して有意な負の影響を持つことを示した ($\beta = -0.237, p < 0.05$)。モデル 4 では、企業トップが「ステイクホルダー外部」を重視している CSR 方針が財務の「収益性」に有意な負の影響を持つことが示された ($\beta = -0.231, p < 0.05$) が、反対に「ステイクホルダー内部」を重視している CSR 方針は有意な正の影響を持つことがわかった ($\beta = 0.189, p < 0.10$)。モデル 6 では、トップメッセージにおいて「長期的志向」を重視している CSR 方針は財務の「安全性」に対して有意な正 ($\beta = 0.479, p < 0.01$) の、「環境課題・貢献成長」「脱炭素」を重視している CSR 方針は有意な負の影響を持つ ($\beta = -0.314, p < 0.05$ および $\beta = -0.492, p < 0.01$) ことが判明した。

(3) 結果の考察

重回帰分析を行い、データおよび仮説の検証を行った結果、次のような発見事項があった。

第 1 に、重回帰分析の結果より、特定のクラスタではあるものの財務評価に対して有意な影響を持つということが示されたため、仮説 1 は支持された。トップメッセージが企業パフォーマンスに影響を与えるという北島ら (2019) の考察が示すように、やはりトップメッセージは企業活動の方針を規定しており、企業の従業員はその方針に従って日々の業務に取り組む。そしてそれは、サステナビリティレポート上のメッセージが各社 CSR 活動の方向性を決定するという田中 (2014) や倉持 (2021) の研究からわかるように、CSR の文脈においても同様であり、当該の活動もまた財務評価に影響を持つのだ。

第 2 に、CSR 方針における「環境課題・貢献成長」への重視は、財務の「安全性」に負の影響を与えることが示された (モデル 6)。これにより仮説 2-A は棄却されることとなる。企業が社会との結びつきの中で、事業を通じた社会貢献や自社成長を期待した際に、必要不可欠な要素の 1 つには人材や設備への先行投資があげられるであろう。財務的な観点から考えれば、これらの投資は利子付きの長期的な借入れにつながる上に、短期的に利益を上げることを困難にさせる側面もあるはずだ。つまり当年度における D/E レシオ (有利子負債÷自己資本) の増加や総資産利益剰余金比率の低下を招くことになり、財務の安全性を脅かす結果をもたらすのではないだろうか。

第 3 に、CSR 方針における「ステイクホルダー内部」への重視は、財務の「収益性」に正の影響を与えることが示された (モデル 4)。また、CSR 方針における「ステイクホルダー外部」への重視は、財務の「成長性」および「収益性」に負の影響を与えることが示された (モデル 2/4)。以上より、仮説 2-B の検証において一意の結果は見られず、トップメッセージが重視するステイクホルダーの特性に応じて正反対の有意関係があるとわかる。まず前者に関して、本研究ではトップメッセージのデータソースとして単年度のテキストデータを利用しているが、ある一時点の CSR 方針でステイクホルダーを重視する場合、顧客などの企業外部と比べ、社員などの企業内部のステイクホルダーを重視しているほうが、財務評価に直接的な正の影響を与えることが考えられる。トップが規定した方針に則って CSR 活動を遂行する第一人者は企業内部の人材であり、彼らを重視した方針を打ち出すことで、全社レベルで

の素早い戦略共有やモチベーションの向上が期待され、営業キャッシュフローや利益率の向上につながるのではないだろうか。

反対に、方針の伝播や浸透に時間を要すると考えられる外部のステイクホルダーを重視する場合、短期的な視点で考えれば、早急な経済的効果を期待することは難しいだろう。加えて、「ステイクホルダー外部」には「お客様」や「地域」、「安全」などが含まれており、それらを達成するためには、仮説 2-A の考察と同様に、自社の財務的な成長や収益を阻害するような一定規模の投資をする必要があるはずだ。向山（2017）によると、ステイクホルダーを重視した CSR の実施は企業にとって短期的にはコスト負担増となるため、企業利益との関係が問われることになるが、近年では、CSR と企業価値（とくに長期的利益）との関係は対立的ではなく、Win-Win の関係として捉えられる傾向にあるという。従って、このような投資は長期的な視点でみれば、将来の好ましいレピュテーションにつながり、企業価値の向上に結び付くと考えられる。実際、加賀田（2008）は、企業が受けるレピュテーションには、①事業活動（製品・サービスや顧客満足）に対するものと、②企業の社会的側面や活動に対するものに分類が可能であり、その両方を獲得することで、企業の競争優位が高まるとしている。上記のような投資を企業が厭わない根拠はここにあると考えられるだろう。以上より、今回の結果における一意性のなさは、単年度分析ならではの特徴とステイクホルダー特性の違いによってもたらされたと考察できる。

第四に、CSR 方針における「経営理念」や「長期的な計画」への重視は、財務の「安全性」に正の影響を与えることが示された（モデル 6）。これにより、仮説 2-C は支持されることとなる。そもそも経営理念は、企業の存在意義や目指すべき方向性を示すものであり、社員にとっては強力な行動指針の 1 つとなる。そして、企業の長期的計画はその経営理念を体現し、企業の目指すべき姿への道筋を示しているものであると考えられる。この知見は CSR の文脈においても重要な示唆を意味する。経営理念や、それを正確に反映させた長期的計画を重視することは自社の持続的な発展を目指す姿勢となり、社員同士の結束や投資家からの評価・信頼などの獲得につながるはずだ。その結果、利益や自己資本の増加および負債の健全な返済フローが作成され、財務の安全性が向上するのではないだろうか。実際広田（2012）は、企業の経営理念は、企業の使命・目的を明示するだけでなく、ステイクホルダーへの利益の提供を明文化したものであるとし、理念を持つ企業はより安全性を重視した財務政策を取ることで高い利益率を達成すると示している。

最後に、仮説とは別に、CSR 方針における「脱炭素」への重視が財務の「安全性」に負の影響を与えることが示されたことを考察したい。これは、企業が脱炭素に取り組む上でさまざまなコストやリスクを負う必要があるためであると考えられる。脱炭素の推進には、既存設備の更新や省エネ機器の導入などの初期投資が不可欠である上に、エネルギーコストの上昇や低炭素製品・サービスの提供に伴うコスト上昇は、企業の競争力低下につながる。また、CO₂ 排出削減のために事業活動が制限されることで、本来想定されるはずの事業機会の損失や市場環境の変化への対応遅れなど、脱炭素移行期に事業リスクが高まる可能性は高い。池原（2019）は、企業 CSR における環境対策は一般的に投資家からコストと

してみなされ、過剰な環境対策は投資家からの評価を下げてしまうリスクがあると述べている。しかし、その一方で池原（同上）は、世界では ESG 投資が拡大しており、環境対策を CSR や本業に適切な形で落とし込むことができる企業は、むしろ高評価を獲得できることも主張している。つまり、脱炭素への取り組みは一概な問題ではなく、その適切な推進は財務の将来的な安全性に寄与すると期待できる。

5. 結論と今後の課題

本研究の理論的貢献としては、サステナビリティレポートにおけるトップメッセージにテキストマイニング（階層的クラスター分析）を適用し、CSR 方針をグルーピングした上で財務評価との関係性を実証的に見出した点にある。これまでの CSP-CFP 関係における研究と同様に、影響のプラス/マイナスを一意に定めることはできなかったものの、当該領域におけるテキストマイニング手法の有用性や定量的分析への展開可能性を示しつつ、特定の CSR 方針が企業財務へ与える影響を観察したことは、学術的にも実務的にも、新たな視点を開拓したと言えるだろう。

一方で、本研究には企業の CSR 方針や CSR 活動と財務評価における関係性の研究をさらに深化させていくための課題も残している。

第 1 に、本研究における従属変数（財務評価変数）の測定に用いた『CSR 企業白書』および『CSR 企業総覧』が、一会計期間の財務情報を元にした評価にとどまっている点だ。企業財務は創業以来から続く会計年度の蓄積という見解もあるが、これでは、CSR 方針と財務評価の因果関係や内生性の詳細を明らかにすることができていない。また、分析に用いたトップメッセージは、2023 年度発行のレポートやウェブページ記載のものをデータとして用いたが、トップメッセージの内容や分量は、年度によって多少なりとも変化するものである。そのため、テキストマイニングおよびクラスタ分析の結果も年度によって異なるものになると考えられる。こういった時系列や長期間に渡る要素を分析に組み込む場合は、過去のデータを適切に収集し、パネルデータによる分析を行うことが求められるだろう。

第 2 に、テキストマイニングによる分析手法が一意に定まっていないという点である。テキストマイニングにも、共起ネットワーク分析やクラスター分析など複数の手法が存在しており、そのいずれを用いるかに応じて CSR 方針の分類が変化してしまう可能性がある。今後、CSR 方針の分類に関する研究が発展していく中で、結果の揺らぎを抑える最適な分析手法を確立する必要があるだろう。また、テキストマイニングによる分類後においても、変数の設定にあたって明確な基準が存在せず、研究によって算出方法が大きく異なっているという課題が挙げられる。例えば、本研究では重回帰分析における独立変数の数値化に当たって、各社トップメッセージの文章量に意味を見出したため、クラスタに含まれる単語ごとのカウントアップを採用した。しかし反対に、テキストの長さというデータのばらつきをコントロールするために、テキスト内において特定の単語の持つ相対的な使用頻度や出現率、重視度など

といった標準化された値を算出することも有用であると考えられる。収集するテキストデータ本来の特徴を把握した上で、独立変数の形式を自由に变化させられることがテキストマイニングを通じた定量的分析の利点であり、その理解と実践が当該の研究領域に新たな分析の枠組みや発展をもたらすはずだ。

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、小沢和彦研究会メンバーの皆様から多くの議論・ご意見をいただけたことにも感謝を示したい。

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
上田尚一（2003）『クラスター分析』（講座 情報をよむ統計学 7）。朝倉書店
樋口耕一（2014）『社会調査のための計量テキスト分析—内容分析の継承と発展を目指して—』ナカニシヤ出版
広田真一（2012）『株主主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証—』東洋経済新報社
松村真宏，三浦麻子（2009）『人文・社会化学のためのテキストマイニング』誠信書房

<論文>

- 池原庸介（2019）「脱炭素社会に向けた世界の動向と非国家アクターによるイニシアティブ」『環境管理』，Vol.55，7月号，pp.39-45.
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.
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.
小木しのぶ（2015）「テキストマイニングの技術と動向」『計算機統計学』，第28巻，第1号，pp.31-40.
小田恵美子，三橋平（2010）「経営理念と企業パフォーマンス：テキスト・マイニングを用いた実証研究」『経営学』，第7巻，第2号，pp.22-37.
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』，Vol.56，No.6，pp.65-79.
加賀田和弘（2006）「企業の社会的責任（CSR）—その歴史的展開と今日的課題—」『KGPS Review』，No.7，pp.43-65.
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.
記虎優子，奥田真也（2009）「企業の社会的責任（CSR）に対する基本方針とコーポレート・ガバナンスの関係」『一橋ビジネスレビュー／一橋イノベーション研究センター編』，第57号，pp.152-163.

- 北島良三, 酒井浩之, 上村龍太郎 (2019)「潜在学習による企業トップメッセージと収益性の関係解析」『知能と情報 (日本知能情報ファジィ学会誌)』, Vol.31, No.2, pp.636-644.
- 倉持一 (2021)「CSR ランキング上位企業の特徴に関する研究—トップメッセージのテキストマイニングを手がかりとして—」『社会デザイン学会』, Vol.13, pp.31-40.
- 崔勝溍 (2010)「企業の社会的責任 (CSR) 論の再検討」『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』, 第 10 号, pp.19-34.
- 柴野良美 (2020)「組織文化が企業不正に与える影響—企業理念のテキストマイニングを用いた定量的実証研究—」『日本経営学会誌』, 第 45 号, pp.81-94.
- 田中敬幸 (2014)「日本の CSR の特徴と変遷—CSR 報告書における企業トップの声明の分析—」『日本経営倫理学会誌』, 第 21 号, pp.103-115.
- 前島誉, 大江秋津, 柴直樹 (2017)「製造業における経営理念が早期離職に与える影響—テキストマイニングとパネル分析を用いた実証研究—」『経営情報学会 (2017 年秋季全国研究発表大会)』, pp.1-5.
- 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.
- 宮崎正也 (2022)「経営者メッセージに見る SDGs の戦略的とり入れ」『研究技術計画』, 37 巻, 4 号, pp.466-487.
- 向山敦夫 (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 巻, 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.
- <ウェブサイト>
- 厚生労働省 (2023)「令和 5 年 7 月版 モデル就業規則」. <https://www.mhlw.go.jp/content/001018385.pdf>
- GRI (2021)「GRI スタンダード, 一般開示事項 2021」, p.33. <https://globalreporting.org/pdf.ashx?id=16591>