

論文

CSV 経営と企業の収益力 (ROE) の関連性

：日本企業の実証分析

山 田 仁 志

概 要

本稿は、日本の主要上場非金融企業（日経 500, 3 月期, N=263）を対象に、東洋経済『CSR 企業総覧』4 分野平均を CSV 代理指標として、2023 年 CSV スコアが翌期（2024 年 3 月期）・翌々期（2025 年 3 月期）ROE に関連するかについて OLS+業種固定効果で検証した。さらに投資余力（現金保有比率）と資本市場規律（海外投資家比率）との交互作用で条件付き効果も検討している。その結果、本稿では以下のことを明らかにした。CSV と将来 ROE の平均的な正の関連、時間差仮説、交互作用はいずれも頑健に支持されず、効果量も小さい。ROE の水準には ROA・規模・負債比率・海外投資家比率などが有意に関連している。実証分析の結果を踏まえ、CSV 効果は測定（マテリアリティ）や時間軸、経路分解などが影響すると考えられ、今後の課題としてこれらの要素を踏まえた再検証を指摘している。

キーワード：CSV, ROE, 現金保有, 海外投資家比率, CSR 企業総覧

I. はじめに

近年、ESG (Environment, Social, Governance) や CSV (Creating Shared Value) に基づく経営は、企業の持続的成長戦略として注目を集めている。その一方で、資本市場における評価を見ると、CSV や ESG に関連する非財務情報が企業価値に直接反映されているとは必ずしも言えない。特に日本市場では、将来の収益性や財務指標が企業価値評価の中心であり、CSV の取り組み自体は限定的にしか評価されていないことが指摘されている。

既存研究では、「市場が非財務情報をどのように評価しているか」に焦点を当てた研究が多く、CSV が企業の実体的な業績、特に収益性にどのような影響を与えるのかについては、必ずしも十分に明らかにされていない（中尾 2021）。

CSR/CSV¹⁾ と財務業績の関係は双方向であり、業績が CSR/CSV 投資を促す可能性も指摘されてい

1) CSR (Corporate Social Responsibility) は、企業が利益追求のみならず、事業活動を通じて社会・環境に与える影響に責任を持ち、ステークホルダーからの信頼獲得を目指す継続的な取り組みを指す。一方、CSV は、社会課題の解決と経済的価値の同時創出を事業戦略として位置づける概念であり、概念上は CSR と区別される。しかし、本稿で用いる東洋経済 CSR 総覧のスコアは CSR に関する総合指標であり、CSV そのものを直接測定するものではない。そこで本稿では、CSR スコアを企業の社会的取り組みの基盤（および CSV の代理変数）として用い、実証上は CSR/CSV を明確に分離せずに分析する。

る。実際、日本企業を対象に企業業績がCSRの取り組みに与える影響を検証した大藪(2011)でも、売上高やROEがCSR全体の取り組みに有意な影響を与えない結果が報告されており、両者の関係は単純な正の相関としては観察されにくい可能性がある。このような状況を考えると、市場からの評価(PBR等の企業価値)だけでなく、会計上の収益性(ROE)との関係を精緻に分析する必要がある。

本稿と同様に日本主要企業におけるCSRと財務業績の関連について検討を行った蟻生(2015)では、企業規模が大きいくほどCSR体制・活動が充実し、組織統治の整備が人材活用・環境・社会性の充実に寄与すること、人材活用は収益性・成長性に正の影響を示す一方で、組織統治は収益性・安全性に負の影響を示している。これらは、CSR/CSVが財務指標へ与える関係が一様ではなく、規模やガバナンスを通じた経路も含めて解釈すべきことを示唆すると考えられる。また、日本企業を対象にCSRと業績の関連を検証した研究では、短期の収益性への効果は限定的で、指標次元により結果が分かれることが示されている(加賀田2008)。

これらの研究を踏まえると、CSVは社会課題への対応を通じて新たな価値創造を目指す戦略であるため、その効果は短期的に顕在化するとは限らず、企業の投資余力や経営資源の制約によって左右される可能性が高い。本稿では、CSVを社会課題への対応を通じて中長期的な価値創造を目指す経営戦略としてとらえる。

そこで本稿が取り上げる課題は、CSVスコア(2023年末時点)が、翌期(2024年3月期)および翌々期(2025年3月期)の会計収益性と関連するか、さらにその関連が投資余力(現金保有)および資本市場の規律(海外投資家比率)によって条件付けられるか、である。

この観点に立った本稿の貢献は二点ある。第一に、CSVと企業価値の関係を検証した先行研究とは異なり、CSVが企業の実体的な稼ぐ力ROE(Return on Equity:自己資本利益率)にどのように影響するかを直接的に分析する点にある。とりわけ日本市場では、ROEが企業評価および経営指標として重視されてきたことから、本稿では企業の実体的な稼ぐ力を測る指標として着目する。第二に、CSVの効果を一律にとらえるのではなく、企業の投資余力という条件付きの視点を導入することで、CSVが収益性に転化するメカニズムをより精緻にとらえる点にある。本稿は、CSVが企業の収益性に与える影響に着目し、その効果が企業の投資余力によって条件付けられる可能性を検証する。具体的には、CSVスコア²⁾と将来のROEとの関係を分析し、現金保有比率を企業の投資余力を表す指標として用いることで、CSVがどのような企業において収益性向上につながりやすいのかを明らかにする。さらに、その効果が企業特性によって条件付けられる可能性について、投資余力および資本市場からの規律に着目した追加分析を行う。なお本稿は観察データに基づく関連の検証であり、因果効果の同定を直接の目的とはしない。

本稿の分析結果を簡潔にまとめると、以下のとおりである。分析の結果、CSVスコアと将来ROEの平均的な正の関連は頑健には確認されず、CSV * Cash(およびCSV * Foreign)の交互作用も支持されない。一方で、企業の財務・市場環境に関する要因がROE水準と関連する点は示唆的であり、CSVの効果は時間軸や経路(利益率・資産回転・リスク等)を分解して検証する必要があることが明らかになった。

2) 本稿におけるCSVスコアは、東洋経済新報社『CSR総覧』を用いる。本総覧では、CSR要素として「人材活用」「環境」「企業統治」「社会性」の4項目(各100点満点)を掲載しており、本稿ではそれら項目の平均値をCSVスコアとして採用している。

本稿の構成は以下の通りである。II では、CSV と企業業績に関する先行研究を整理し、III で仮説を導出する。IV では、データと実証モデルおよび回帰分析の結果を説明する。V では実証結果の考察を行い、VI でまとめとして本稿の限界と今後の課題を述べる。

なお、本稿の「CSV スコア」は東洋経済 CSR 総覧の4分野スコア平均であり、CSV そのものの直接測定ではないが、企業の社会的取組みの総合指標として CSV の代理変数として用いる。

II. 先行研究の検討

1. 先行研究のレビュー

企業の社会的責任 (CSR) や ESG と企業パフォーマンスとの関係については、長年にわたり理論的・実証的な検討が行われてきた。メタ分析によれば、ESG と財務パフォーマンスの関係は概して正または中立であるとされるものの、その効果は一様ではなく、研究間で結果のばらつきが大きいことが指摘されている (例: Friede et al. 2015)。また、大浦 (2017) は、東洋経済『CSR 企業総覧』に基づく CSR 指標を用い、日本企業のパネルデータで CSR と財務パフォーマンス (ROA/ROE) の関係を検証している。この研究では、固定効果と年ダミーを考慮した推定の結果、CSR の効果は分野によって異なり、とくに人材活用 (および一部の社会性) で正の関連が示唆される一方、環境や企業統治では有意な関連が確認されにくいことを報告する。これらのことは、社会的要素を含む企業行動が収益性に影響を及ぼす可能性を示唆する一方で、その効果が平均的な分析では希薄化しうることを意味している。

こうした結果の不均一性を説明する重要な論点の一つが、測定の問題である。Khan et al. (2016) は、業種ごとに重要性 (materiality: マテリアリティ) の異なる ESG 課題を一括して集計することが、効果の検出を困難にしている点を指摘した。具体的には、重要なサステナビリティ課題に関する投資のみが将来の株式リターンや会計パフォーマンスを予測する一方、非重要課題に関する指標は予測力を持たないことを示している。この研究が提示していることは、総合スコアを用いた分析では、異質な取り組みが混在することで平均効果が弱まる可能性を示唆している。

同時に、CSV 概念そのものに対しても批判的検討が行われている。Crane et al. (2014) は、Porter and Kramer (2011) による CSV が、社会的価値と経済的価値の間に存在しうるトレードオフや負の外部性を過度に単純化している点を指摘した。また、Dembek et al. (2016) は、CSV が既存の CSR やサステナビリティ概念と重複しつつ、定義や測定が未確立であることを体系的に整理している。これらの批判は、CSV の効果が常に「Win-Win」として観測されるわけではなく、企業の置かれた状況や遂行能力に依存する可能性を示唆している。

関谷・伊藤 (2024) は、東洋経済『CSR 企業総覧』データを用いて CSR と財務業績の関係を検討し、CSR の効果がガバナンス→人材→社会・環境→財務という連鎖で表れうることを示す。これは、企業の社会的な取り組みが財務に与える影響が、直接効果よりも組織能力の蓄積や内部プロセスを介した効果として現れる可能性を意味する。また、指標によっては負の影響も確認され、短期の財務指標に対しては効果が限定的または不均一となりうることを示唆している。

では、社会的要素を含む企業行動が収益性に影響を及ぼすとすれば、そのメカニズムはどのように説明されるのか。この点については、組織プロセスや企業資源の観点からの研究が蓄積されている。Eccles et al. (2014) は、サステナビリティを戦略的に組み込む企業が、ガバナンス、報酬制度、ステークホルダーとの関係性、長期志向といった組織プロセスを通じて、長期的な会計および市場パフォーマンス

ンスで優位に立つことを示した。この結果は、社会的施策が単なる費用ではなく、組織能力の形成を通じて競争優位を形成し、収益性に波及しうることを示唆している。

このような組織能力の蓄積は、資源ベース理論 (RBV: Resource-Based View) の枠組みからも説明可能である。Barney (1991) によれば、価値があり模倣困難な資源は持続的競争優位をもたらす、結果として超過収益に結び付く。CSV に基づく取り組みは、ステークホルダーとの関係性、レピュテーション、組織的学習といった模倣困難な資源の形成を促しうるため、その効果は短期ではなく中長期の収益性として顕在化する可能性が高い。

さらに、CSR や CSV を社会関係資本 (social capital) としてとらえる研究も重要である。Lins et al. (2017) は、CSR の高い企業が危機局面において相対的に高い株価パフォーマンスを示すだけでなく、営業利益率や売上、生産性といった実体的指標でも優位に立つことを示した。この結果は、信頼の蓄積が取引費用の低下や関係性の安定化を通じて、企業の稼ぐ力に影響を及ぼす可能性を示唆している。

もっとも、これらの効果がすべての企業で同様に観測されるわけではない。社会的施策の遂行には資金と時間を要し、企業の投資余力が重要な条件となる。資金制約の観点からは、内部資金や現金保有が投資実行能力を左右することが知られており、CSR が資金調達制約を緩和する可能性も指摘されている (Cheng et al. 2014)。この研究が示したことは、CSV の効果が投資余力を有する企業でより強く発現する可能性を示唆する。

実証面では、因果関係に踏み込んだ研究も存在する。Flammer (2015) は、CSR 関連の株主提案の僅差可決を用いた回帰不連続デザインにより、CSR 採択が市場反応および会計パフォーマンスの改善につながることを示した。また、環境施策の内容によって価値効果が異なることを示す研究もあり、社会的施策の異質性が重要であることが確認されている。

日本企業を対象とした実証研究として、首藤他 (2006) は、SRI インデックス採用企業を CSR 企業と定義し、CSR と企業パフォーマンスの関係を検証している。同研究は、2004 年時点における複数の SRI インデックス採用の有無を用い、1999-2003 年の ROA・ROE および Tobin's q について、5 年平均と標準偏差から収益性とリスクを評価する。その結果、CSR 企業は会計ベースの収益性が一貫して高いとは限らない一方で、収益の変動性が相対的に小さく、市場評価 (Tobin's q) が高い傾向が示される。このことは、CSR/CSV の効果が利潤の直接増というよりも、評判リスクの低減や資本市場での評価経路を通じて表れうることを示唆しており、短期の ROE に効果が観測されない可能性を含意する。

以上の先行研究の成果を踏まえると、CSV の経済的成果を検証するには、市場評価に加えて、企業の実体的な稼ぐ力を示す会計指標にも着目する必要があると考えられる。とりわけ、実体的成果は短期的には観測されにくく、投資余力や遂行能力といった企業条件によって左右されながら、中長期的に顕在化する可能性が高い。

2. ROE を用いる理由

本稿が企業パフォーマンスの指標として ROE (自己資本利益率) を用いる理由は、先行研究で示されてきた CSR/CSV の効果の性質と整合的である点にある。以下では、先行研究レビューで整理した主要な論点と対応させながら、その妥当性を明示する。

第一に、CSV の効果は「市場評価」に加えて「実体的な稼ぐ力」に現れる可能性が高い点である。

ESG や CSR と企業価値との関係を検討した研究の多くは、市場価値や株式リターンを主要なアウトカムとしてきた。しかし、Khan et al. (2016) や Lins et al. (2017) が示すように、社会的施策の効果は、

投資家需要や危機局面といった市場環境に依存して観測される側面が強い。一方で、これらの研究は同時に、営業利益率や生産性といった会計指標にも影響が及びうることを報告している。ROE は、企業が自己資本を用いてどれだけ効率的に利益を創出しているかを示す指標であり、CSV が企業の実体的な収益創出能力に結び付くかを検証するうえで適している。

第二に、CSV の効果が「中長期で顕在化する」という先行研究の含意と整合的だという点である。

Eccles et al. (2014) や Barney (1991) に基づけば、サステナビリティや CSV に基づく取り組みは、組織プロセスや企業資源の形成を通じて競争優位をもたらすが、その成果は短期ではなく中長期に現れると考えられる。ROE は、単年度の市場反応ではなく、企業活動の成果が累積的に反映される指標であるため、CSV の中長期的効果をとらえるのに適している。本稿が 2023 年の CSV スコアと 2024 年 (翌期 = 短期)・2025 年 (翌々期 = 中期) の ROE との関係を検討する設計を採用するのは、この理論的含意に基づくものである。

第三に、CSV の効果が「条件付き」であることを検証するうえで ROE が有効という点である。

Crane et al. (2014) や Dembek et al. (2016) が指摘するように、CSV の効果は一様ではなく、企業の状況や遂行能力に依存する可能性が高い。とりわけ、CSV の実行には継続的な投資が必要であり、投資余力の有無が成果を左右する。Cheng et al. (2014) が示すように、CSR は資金制約を緩和しうが、その効果が収益性に波及するかどうかは、企業の内部資金状況に左右される。ROE は、自己資本を基盤とした投資の成果が最終的にどの程度利益として回収されたかを示す指標であり、現金保有比率などの投資余力と組み合わせて CSV の条件付き効果を検証するのに適している。

第四に、CSV を「経営者の裁量行動」と区別して評価できる点である。

Friedman (1970) 的な観点や Mackey et al. (2007) の理論モデルが示すように、CSR や CSV は経営者の私的動機や市場の嗜好によって実施される状況もある。この場合、株価や市場評価は変動しても、企業の実体的な収益性が改善しない可能性がある。ROE を用いることで、CSV が単なる評価やイメージの向上にとどまらず、株主資本 (自己資本) の効率的活用を通じて実質的な成果を伴っているかを検証することが可能となる。

これらの理由から、本稿は CSV の経済的成果を検討する指標として ROE を採用する。ROE は、先行研究が示唆する CSV の中長期的性、条件付き効果、そして実体的成果という特性と整合的であり、CSV が企業の「稼ぐ力」にどのように結び付くかを検証する上で、最も適切な指標であると考えられる。

以上の検討結果を総合すると、CSV や ESG は企業価値や業績に影響を与えうるものの、その効果は一様ではなく、将来の収益性や企業の投資余力と密接に関係していると考えられる。しかし、CSV と将来の収益性との関係を、現金保有という投資余力の視点から条件付きで検証した研究は依然として限定的である。

本稿は、CSV スコアと将来の ROE との関係に着目し、現金保有比率を用いてその効果がどのような企業において顕在化するのかを検証することで、CSV が企業の実体的な稼ぐ力に転化するメカニズムを明らかにする点に貢献する。次節では、こうした CSV の中長期的・条件付き効果を、組織能力の形成という観点から理論的に整理する。

3. 本稿における理論的背景

向山(2009)は、企業のCSRを前提に「社会性評価」を経営分析の枠組みにどう組み込むべきかを整理する。戦後日本型資本主義の企業観が、ROE重視の株主中心観へ揺り戻す一方で、企業存続には多様なステークホルダーとの関係構築が要件になりつつあると問題提起する。社会性を収益性・安全性と同列の評価軸として扱う立場(GRI:Global Reporting Initiativeのトリプル・ボトムラインに近い)と、社会性を最終的に収益性や企業価値へ還元して測る立場を区別し、CSRが「企業価値向上の手段」として語られがちな現状に注意を促す。CSR論の変遷として、Friedmanの株主利益最大化論と、Porter & Kramerの戦略的CSR(道徳的義務・持続可能性・事業継続の資格・評判等)を対比し、近年はSRIや格付け融資を通じて機関投資家・評価機関が企業選別を行う点を強調する。

CSVは、社会課題の解決をコストではなく事業機会として捉え、競争優位と経済的価値の同時創出を目指す概念である。CSVは、製品・市場の再定義やバリューチェーンの生産性向上、地域クラスターの強化を通じて、組織プロセスや関係性の質を高める点に特徴がある。この点は、企業の持続的競争優位を、模倣困難な資源や能力の蓄積に求める資源ベース理論と整合的である。すなわち、CSVは人的資本、組織能力、ステークホルダーとの関係性といった無形資産を形成し、それらが時間をかけて競争優位へと転化することで、中長期的な収益性の向上に寄与すると考えられる。

この収益性を測る指標として、本稿ではROEに着目する。ROEは株主資本を基準とした実体的な稼ぐ力を示す指標であり、企業の資本効率を直接的に反映する。さらに、Ohlson(1995)の残余利益モデルによれば、企業価値は将来の残余利益の現在価値に依存し、残余利益はROEと資本コストの差によって規定される。したがって、CSVが資源ベース理論的な競争優位を通じて将来のROEを高めるならば、それは企業価値創出とも理論的に結び付く。本稿は、この枠組みに基づき、CSVが将来のROEへ波及する可能性を実証的に検討する。

Ⅲ. 本稿における仮説の設定

前節において行った先行研究の検討を踏まえると、CSVやESGは企業価値や業績に影響を与えうるものの、その効果は一樣ではなく、組織能力の形成や投資余力といった条件を通じて将来的に顕在化すると考えられる。そこで本稿では、CSVスコアと将来の収益性(ROE)との関係に着目し、まずその平均的な関連を実証的に検証する。

1. CSVと将来の収益性(ROE)

CSVは、社会課題への対応を通じて新たな価値創造を図る経営戦略であり、製品・サービスの高度化や生産プロセスの改善、新市場の開拓などをともなう点に特徴がある。このような取り組みは、人的資本や組織能力、ステークホルダーとの関係性といった無形資産の形成を通じて競争優位に転化し、中長期的には収益性の向上に寄与する。この見方は、CSR/ESGを組織プロセスの改善や長期志向と結び付ける議論(例: Servaes & Tamayo 2013)とも整合的である。

一方で、CSVの遂行は短期的な費用増加や調整コストをともないうるうえ、社会的価値と経済的価値の間にトレードオフが存在しうることも指摘されている(Crane et al. 2014)。さらに、測定の問題(重要性の違い)や、活動が象徴的対応にとどまる可能性もあるため(Khan et al. 2016)、CSVが短期の会計収益性に一樣な正の関連を示すとは限らない。したがって、本稿ではCSVと将来ROEの関係につ

いて、方向の異なる競合仮説を設定し、実証的に検証する。

H1a : CSV スコアは、将来の ROE と正の関連を示す。

H1b : CSV スコアは、将来の ROE と有意な関連を示さない、または負の関連を示す。

2. CSV と中期の将来の収益性 (ROE)

CSV の効果が発現するタイミングは、組織能力の形成や関係性資産の蓄積の速度に依存する。関谷・伊藤 (2024) が示すように、社会的な取り組みの効果は、ガバナンス→人材→社会・環境→財務という連鎖として表れうるため、効果が観測されるとしても当期・翌期に直ちに現れるとは限らない。この含意に基づけば、CSV と ROE の関連は短期よりも一定期間を経た中期 (翌々期) で相対的に強くなる可能性がある。

他方で、1～2年の観測期間では効果が十分に顕在化しない可能性、あるいは費用先行の影響が残る可能性もある。また、CSV の効果がリスク低減や市場評価の経路に相対的に表れやすい場合 (首藤他 (2006)) には、会計収益性の時間差は必ずしも明確に観測されない可能性がある。そこで本稿では、2024年3月期 ROE (短期) と 2025年3月期 ROE (中期) を比較し、時間軸に関する競合仮説を検証する。

H2a : CSV スコアと ROE の正の関連は、短期 (2024年3月期) よりも中期 (2025年3月期) で強い。

H2b : CSV スコアと ROE の関連は、短期と中期で差がない (または中期でも強まらない)。

3. 拡張分析：投資余力による条件付き効果

本稿の中心的関心は、CSV スコアが将来の収益性 (ROE) とどのように関連するか、およびその関連がどの時間軸で顕在化するかにある (H1-H2)。これに加えて、CSV の効果が企業の遂行環境によって条件付けられる可能性を検討するため、投資余力に着目した拡張分析を行う。CSV は一般に、不確実性をともなう先行投資を要しながら、組織プロセスの改善や人的資本への投資、サプライチェーンや顧客との関係性強化などを通じて中長期的成果を志向する取り組みである。したがって、CSV を「実体的な収益性」に結び付けるには、施策の遂行と継続を支える資源が必要となる。

現金保有は、企業が外部資金調達に依存せずに投資を遂行できる能力、すなわち投資余力を表す重要な指標である。投資余力の大きい企業ほど、CSV に関する施策を継続的な投資として遂行しやすく、組織能力や関係性資産の蓄積を通じて将来の収益性に転換しやすいと考えられる (Cheng et al. (2014))。一方で、投資余力が大きい企業ほど、CSV が裁量的活動として拡大し、費用先行が強まる可能性や、資源配分の効率性が低下する可能性も否定できない。そこで本稿では、投資余力による条件付き効果について、以下の競合仮説を設定する。

H3a : 現金保有比率が高い企業ほど、CSV と将来 ROE の正の関連は強い (CSV * Cash の係数 > 0)。

H3b : 現金保有比率が高い企業ほど、CSV と将来 ROE の正の関連は弱い (CSV * Cash の係数 < 0)。

本仮説を検証するため、CSV スコアと現金保有比率の交互作用項 (CSV * Cash) を導入し、Cash による条件付き効果を検証する。

4. 拡張分析：資本市場の規律（海外投資家比率）による条件付き効果

次に、資本市場からの規律の強さが、CSV を収益性へ転換する過程に影響を与える可能性を検討する。CSV は社会的価値と経済的価値の同時創出を掲げるが、活動内容の違いが大きく、必ずしも常に収益性向上に結び付くとは限らない。したがって、CSV の取り組みが「裁量的な活動」や「象徴的対応」にとどまるのか、それとも投資効率や事業成果に接続した「稼ぐ CSV」として設計・運用されるのかは、企業を取り巻くガバナンス環境に依存しうる。

海外投資家は一般に、資本効率や情報開示に対する規律付けを強く働かせる主体として位置づけられてきた。この環境下では、CSV 施策についても、目標設定、KPI、投資規律、説明責任が相対的に強化され、収益性（ROE）に結び付く設計が促される可能性がある。一方で、海外投資家の関与は短期的成果への圧力として作用しうるため、長期的な能力形成を要する CSV 投資が抑制され、収益性への波及が弱まる可能性もある。そこで本稿では、資本市場の規律による条件付き効果について、以下の競合仮説を設定する。

H4a：海外投資家比率が高い企業ほど、CSV と将来 ROE の正の関連は強い
($CSV * Foreign$ の係数 > 0)。

H4b：海外投資家比率が高い企業ほど、CSV と将来 ROE の正の関連は弱い
($CSV * Foreign$ の係数 < 0)。

本仮説を検証するため、CSV スコアと海外投資家比率の交互作用項 ($CSV * Foreign$) を導入し、その係数の符号と統計的有意性を確認する。

IV. 研究方法と実証結果

CSV は社会課題への対応を成長機会に転換しうる経営戦略であるが、その実行には不確実性をともなう先行投資が不可欠であり、企業の投資余力が成果の顕在化を左右する可能性がある。したがって、投資余力（現金保有）は CSV が収益性へ転化する条件となりうる。

本稿は、CSV が将来の収益性（ROE）に与える影響を検証するにあたり、CSV 施策の実行・継続には不確実性をともなう先行投資が必要である点に着目し、企業の投資余力（現金保有）が CSV の効果を条件づける可能性について検討する。具体的には、CSV スコアと現金保有比率の交互作用項 ($CSV * Cash$) を導入し、現金保有が高い企業ほど CSV が将来 ROE に結びつきやすいかを確認する。

分析対象は、2023 年時点の（金融業を除く）主要上場企業³⁾であり、CSV スコア、ROE およびコントロール変数が利用可能な企業を最終サンプルとする。推定は OLS により行い、標準誤差はロバスト推定とし、TOPIX-17 業種固定効果を含める（係数は表から省略）。

交互作用の解釈を明確にするため、現金保有比率（cash）および海外投資家比率（foreign）は平均中心化した変数（cash_c_2023_w, foreign_c_w）を用い、交互作用項は“ $CSV2023_w * cash_c_2023_w$ ”および“ $CSV2023_w * foreign_c_w$ ”として構成した。

3) ここでは、日経 500 採用企業を対象とし、金融業（金融・保険・その他の金融業等）を除外している。また、比較の観点から 3 月決算の企業であること、対象期間に決算期の変更を行ってないことを条件としている。

表 1 記述統計

	N	Mean	SD	Min	P25	P50	P75	Max
ROE2023	263	0.095	0.106	-0.285	0.056	0.085	0.129	0.579
ROE2024	263	0.098	0.082	-0.292	0.063	0.093	0.132	0.365
ROE2025	263	0.101	0.069	-0.096	0.065	0.096	0.135	0.354
CSV2022	258	83.580	9.032	39.100	80.450	85.875	89.575	96.425
CSV2023	263	83.628	8.992	39.575	79.575	85.950	89.675	96.800
d_CSV	258	0.296	4.469	-16.975	-0.650	0.500	1.775	19.792
CSV_avg_22_23	258	83.753	8.219	52.362	80.225	85.731	89.338	96.375
ROA_ni_2023	263	0.050	0.052	-0.075	0.023	0.042	0.065	0.279
ln_assets_2023	263	14.053	1.253	11.309	13.129	13.867	14.852	17.598
debt_ratio_2023	263	0.490	0.177	0.117	0.349	0.497	0.626	0.887
cash_ratio_2023	263	0.144	0.098	0.015	0.067	0.121	0.198	0.464
cagr_sales_2018_2023	263	0.040	0.051	-0.074	0.010	0.035	0.065	0.220
foreign	263	27.375	10.909	0.000	20.100	26.300	34.900	57.400
ifrs_dummy	263	0.357	0.480	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

表 1 は、ウィンザー化された変数 (1%) を示している。表では接尾辞 _w を省略している。

1. 変数

本稿における変数は、表 1 のとおりである。表 1 は、非金融企業の欠損値処理後の完全サンプル⁴⁾ について、主要変数を上下 1% ウィンザー化した記述統計を示している。本稿では財務データとして、日経メディアマーケティング株式会社の NEEDS-Financial QUEST を使用した。なお、データの比較可能性を確保するため、決算期は 3 月期決算企業に限定し、分析期間中に決算期変更を行った企業は除外している。海外投資家比率については、東洋経済新報社『会社四季報 2023 年 3 集 (夏号)』より取得した。

被説明変数として翌期以降の ROE (2024 年 3 月期, 2025 年 3 月期) を採用し、説明変数が被説明変数に先行するよう時点を揃えることで、同時性・逆因果の懸念を低減している。

説明変数には、東洋経済の CSV スコア (2024 年版, 2023 年版) を用いる。2024 年版の同スコアは 2023 年半ば時点で情報 (アンケート調査) が集計され、2023 年末に公表される指標であるため、少なくとも 2024 年 3 月期の期末以前に観測可能⁵⁾ である。なお、CSV の差分 Δ CSV は ($=$ CSV2023 - CSV2022) を表している。

コントロール変数は、規模 (ln_assets_2023), 成長性 (cagr_sales_2018_2023), 基礎収益性 (ROA_ni_2023_w)⁶⁾, 海外投資家比率 (foreign), leverage (debt_ratio_2023)⁷⁾, IFRS ダミー等であり、基本的に FY2023/3 時点の値を用いる。

4) 主要変数については、基本仕様は N=263, CSV2022 等を使う分析では N=258 となる。

5) 例えば、2024 年版についていえば、2024 年版という名称ではあるが、2023 年中旬時点で集計された情報のため、実際には 2022 年半ばから 2023 年半ばの企業活動の状況を反映している情報であると考えられる。

6) ROA (Return On Assets: 総資産利益率) の分子には、当期純利益を利用している。ROE は ROA と資本構成の合成なので、ROA とレバレッジを統制した仕様は「保守的推定」である。

7) leverage は、負債合計 / 総資産として計算している。

CSV スコア (CSV2023_w) の平均は 83.628 (標準偏差: SD=8.992) である。ROE は平均で、2024 年が 0.098 (SD=0.082), 2025 年が 0.101 (SD=0.069) である。したがって、2024 年 ROE の点推定 -0.000616 は -0.55pp (1SD) 程度、信頼区間 (CI) でも -1.33pp~+0.22pp である。2025 年 ROE は、+0.10pp (1SD), CI は -0.56pp~+0.77pp となる。

コントロール変数として、ROA (ROA_ni_2023_w) は平均 0.050, 総資産対数 (ln_assets_2023_w) は平均 14.053, 負債比率 (debt_ratio_2023_w) は平均 0.490, 現金保有比率 (cash_ratio_2023_w) は平均 0.144, 売上年平均成長率 (CAGR) (cagr_sales_2018_2023_w) は平均 0.040, 海外投資家比率 (foreign_w) は平均 27.375 (%) である。なお、CSV2022 を用いる仕様ではサンプルが N=258 に縮小する。以上のことから、規模・資本構成・成長性・株主構成に一定の分散があることが確認できる。

2. 推定式

① 基本モデル (m1: ROE2024 / m2: ROE2025)

企業 i の将来 ROE (2024 年 3 月期, 2025 年 3 月期) を被説明変数とし、CSV (2023 年末時点で観測可能なスコア) と 2023 年 3 月期のコントロール変数⁸⁾ で説明する。

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta CSV_{i,2023} + \gamma' X_{i,2023} + \mu_{industry(i)} + \varepsilon_{i,t} (t \in \{2024, 2025\})$$

- ・推定: OLS
- ・標準誤差: ロバスト
- ・固定効果: TOPIX-17 業種固定効果 ($\mu_{industry}$)

(注) 上式の各変数は、表に合わせて 1% ウィンザー化後の変数 (_w) を用いる (ダミーは除く)。

② 交互作用モデル (現金保有 / 海外投資家比率: m3-m6)

投資余力と株主構成が CSV から ROE の転化を条件づけるかを、交互作用項で検証する。

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta CSV_{i,2023} + \theta M_{i,2023} + \delta (CSV_{i,2023} * M_{i,2023}) + \gamma' X_{i,2023} + \mu_{industry(i)} + \varepsilon_{i,t}$$

- ・ $M_{i,2023}$: (a) 現金保有比率 (Cash) または (b) 海外投資家比率 (Foreign)
- ・解釈を明確にするため、Cash/Foreign のみ平均中心化した変数 (c) を用い、交互作用項は $CSV_{i,2023} * M_{i,2023}$ として構成する

なお、CSV は中心化していないが、Cash/Foreign を中心化することで交互作用項との共線性を緩和している。

③ 代替 CSV (平均スコア) モデル (m7-m8)

短期ノイズをならす目的で、CSV を平均化した指標に差し替えている。

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta AvgCSV_{i,(2022,2023)} + \theta Cash_{i,2023} + \delta (AvgCSV_{i,(2022,2023)} * Cash_{i,2023}) + \gamma' X_{i,2023} + \mu_{industry(i)} + \varepsilon_{i,t}$$

8) ここで $X_{i,2023}$ には ROA_ni_2023_w, ln_assets_2023_w, cagr_sales_2018_2023_w, debt_ratio_2023_w, foreign_w, frs_dummy を含んでいる。

④ 頑健性 (R9 : no ROA)

ROA (基礎収益性) をコントロールに入れると、ROE の変動を先に説明しすぎて CSV の係数が「過剰に」小さくなる (過剰コントロール) 可能性がある。そこで、基本モデル (m2) から ROA (ROA_ni_2023_w) を除外⁹⁾ し、CSV 係数の頑健性を確認する。

$$ROE_{i,2025} = \alpha + \beta CSV_{i,2023} + \gamma' X_{i,2023}^{-ROA} + \mu_{industry(i)} + \varepsilon_{i,2025}$$

⑤ 頑健性 (R10 : 変化)

CSV スコアの水準ではなく「改善 (Δ CSV)」で効果を表す可能性を、変化量で検証する。

$$\Delta ROE_{i,2025} = \alpha + \beta \Delta CSV_i + \gamma' X_{i,2023} + \phi ROE_{i,2023} + \mu_{industry(i)} + \varepsilon_i$$

・ ROE の初期水準 (ROE2023) を入れて平均回帰を統制している

なお、本稿の推定仕様における統制変数の設定には、ROE の構造的性質に起因する「過剰コントロール」の懸念がある。ROE は、収益性 (ROA) と資本構成 (財務レバレッジ) の合成として機械的に決定される側面が強く、ROA および leverage を同時に統制する仕様では、CSV が収益性や効率性に影響する経路が ROA 側で吸収され、CSV 係数の推定値が小さくなる可能性がある。したがって、ROA を含む仕様は、CSV の直接的な増分効果を検出するうえで保守的 (下方バイアス) な推定となりうる点に留意する必要がある。この点を踏まえ、本稿では ROA を除いた仕様も併せて推定し、結論が統制変数の設定に依存しないかを確認する。

3. 回帰分析の結果

表 2 は、業種固定効果 (TOPIX-17) を入れ、ロバスト標準誤差で推定した回帰結果である。まず、ベース仕様 (表 2A 列 (1)-(2)) では、CSV2023 の係数は ROE2024 で -0.000616 (SE=0.000442, 95%CI (-0.001482, 0.000250)), ROE2025 で 0.000116 (SE=0.000375, 95%CI (-0.000619, 0.000851)) であり、いずれも統計的に有意ではない。

次に、現金保有比率による条件付き効果 (表 2A 列 (3)-(4)) について、交互作用項 “c.csv2023_w * c.cash_c_2023_w” の係数は ROE2024 で 0.004365 (SE=0.003878, 95%CI (-0.003236, 0.011966)), ROE2025 で 0.001948 (SE=0.003893, 95%CI (-0.005682, 0.009578)) であり、いずれも有意ではない。CSV2023 の係数自体も、列 (3) で -0.000504 (SE=0.000421, 95%CI (-0.001329, 0.000321)), 列 (4) で 0.000207 (SE=0.000384, 95%CI (-0.000546, 0.000960)) と有意ではない。

CSV2023 の係数も、列 (5) で -0.000682 (SE=0.000467, 95%CI (-0.001597, 0.000233)), 列 (6) で 0.000084 (SE=0.000386, 95%CI (-0.000673, 0.000841)) と有意ではない。

CSV の平均指標 (表 2B 列 (7)-(8)) では、“csv_avg_22_23_w” の係数は ROE2024 で -0.000617 (SE=0.000482, 95%CI (-0.001562, 0.000328)), ROE2025 で 0.000052 (SE=0.000479, 95%CI (-0.000887, 0.000991)) であり、いずれも有意ではない。

⁹⁾ ここで $X_{i,2023}^{-ROA}$ は $\ln_assets_2023_w$, $cagr_sales_2018_2023_w$, $debt_ratio_2023_w$, $foreign_w$, $ifrs_dummy$ を含む (ROA は含めない)。

交互作用項“c.csv_avg_22_23_w * c.cash_c_2023_w”の係数も、列(7)で0.003006 (SE=0.004065, 95%CI (-0.004961, 0.010973)), 列(8)で0.002566 (SE=0.004483, 95%CI (-0.006221, 0.011353))と有意ではない。

頑健性として、ROAを除外したR9(表2B列(9))では、“CSV2023の係数は0.000522 (SE=0.000428, 95%CI (-0.000317, 0.001361))であり、有意ではない。

さらに変化モデルR10(表2C列(10))では、“d_csv_w”の係数は0.001050 (SE=0.001149, 95%CI (-0.001202, 0.003302))で有意ではない一方、ROE2023は-0.687606 (SE=0.058124, 95%CI (-0.801529, -0.573683))と統計的に有意な負の係数を示した。

コントロール変数については、代表として列(2)を見ると、“roa_ni_2023_w”は0.873852 (SE=0.107221, 95%CI (0.663699, 1.084005)), “ln_assets_2023_w”は-0.015759 (SE=0.003416, 95%CI (-0.022454, -0.009064)), “debt_ratio_2023_w”は0.192754 (SE=0.030448, 95%CI (0.133076, 0.252432))であり、いずれも統計的に有意である。また“foreign_w”は0.001025 (SE=0.000474, 95%CI (0.000096, 0.001954))と有意な正の係数を示している。

表2A (m1~m4)

	(1) m1: ROE24	(2) m2: ROE25	(3) m3: CSV × cash	(4) m4: CSV × cash
CSV2023_w	-0.000616 (0.000442)	0.000116 (0.000375)	-0.000504 (0.000421)	0.000207 (0.000384)
ROA_ni_2023_w	0.970047*** (0.175779)	0.873852*** (0.107221)	0.940667*** (0.194107)	0.821353*** (0.112879)
ln_assets_2023_w	-0.011222** (0.004359)	-0.015759*** (0.003416)	-0.009766** (0.004243)	-0.013875*** (0.003538)
debt_ratio_2023_w	0.138662*** (0.043886)	0.192754*** (0.030448)	0.144716*** (0.046040)	0.203179*** (0.031144)
cagr_sales_2018_2023_w	-0.001143 (0.115121)	0.018229 (0.086439)	0.002864 (0.116695)	0.029919 (0.087430)
foreign_w	0.000426 (0.000644)	0.001025** (0.000474)	0.000439 (0.000651)	0.001035** (0.000456)
ifrs_dummy	0.007038 (0.010528)	0.014317 (0.008806)	0.006744 (0.010613)	0.014074 (0.008929)
cash_c_2023_w			-0.290880 (0.329678)	-0.061890 (0.331347)
c.CSV2023_w * c.cash_c_2023_w			0.004365 (0.003878)	0.001948 (0.003893)
_cons	0.196393*** (0.071120)	0.131513** (0.052225)	0.165322** (0.069197)	0.095175* (0.054615)
N	263	263	263	263
R-squared	0.389	0.455	0.394	0.465

Standard errors in parentheses, Robust SE., Industry FE included (i.topix17_n). Winsor: 1/99 tails (suffix _w).

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

表 2B (m5~m8, R9)

	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	m5: CSV × foreign	m6: CSV × foreign	m7: avgCSV × cash	m8: avgCSV × cash	R9: ROE25 noROA
CSV2023_w	-0.000682 (0.000467)	0.000084 (0.000386)			0.000522 (0.000428)
ROA_ni_2023_w	0.971441*** (0.175649)	0.874520*** (0.107027)	0.911288*** (0.196344)	0.802094*** (0.112672)	
ln_assets_2023_w	-0.010507** (0.004303)	-0.015417*** (0.003465)	-0.008654** (0.004335)	-0.012470*** (0.003735)	-0.020312*** (0.004857)
debt_ratio_2023_w	0.135395*** (0.044050)	0.191188*** (0.030803)	0.141619*** (0.046356)	0.199711*** (0.030762)	0.069359** (0.033703)
cagr_sales_2018_2023_w	0.001041 (0.115427)	0.019276 (0.086529)	0.017749 (0.119236)	0.046100 (0.090241)	0.311366*** (0.117705)
foreign_w			0.000405 (0.000656)	0.001009** (0.000455)	0.001540*** (0.000523)
ifrs_dummy	0.006563 (0.010578)	0.014089 (0.008824)	0.007001 (0.010874)	0.014510 (0.009064)	0.011557 (0.010830)
cash_c_2023_w			-0.176179 (0.343808)	-0.110345 (0.376914)	
foreign_c_w	-0.002375 (0.003227)	-0.000317 (0.002907)			
c.CSV2023_w * c.foreign_c_w	0.000034 (0.000042)	0.000016 (0.000035)			
CSV_avg_22_23_w			-0.000617 (0.000482)	0.000052 (0.000479)	
c.CSV_avg_22_23_w * c.cash_c_2023_w			0.003006 (0.004065)	0.002566 (0.004483)	
_cons	0.205062*** (0.071866)	0.158263*** (0.052817)	0.161604** (0.073320)	0.089922 (0.054803)	0.242798*** (0.066575)
N	263	263	258	258	263
R-squared	0.391	0.455	0.383	0.456	0.214

Standard errors in parentheses, Robust SE., Industry FE included (itopix17_n), Winsor: 1/99 tails (suffix _w).

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

以上より、本サンプルと観測期間において、CSV スコアが将来 ROE を押し上げる平均効果は統計的に有意ではなく、推定区間から見ても経済的に大きい効果は示唆されないことが確認された。これを踏まえ、本稿の推定結果 (表 2 の m1-m8, および追加検証の R9-R10) に基づき、仮説 H1~H4 を検討する。

第一に、CSV と将来 ROE の関係について、H1a (CSV スコアは将来 ROE と正の関連を示す) は支持されない。CSV の係数は、2024 年 3 月期 ROE (短期)・2025 年 3 月期 ROE (中期) のいずれにおいても統計的に有意ではなく、推定値はゼロ近傍で推移している。加えて、効果量の観点からも、CSV

表 2C (R-10)

	(10) R10: dROE25~dCSV
d_CSV_w	0.001050 (0.001149)
ROE2023_w	-0.687606*** (0.058124)
ln_assets_2023_w	-0.014558*** (0.003801)
debt_ratio_2023_w	0.109500*** (0.032902)
cagr_sales_2018_2023_w	0.105255 (0.095442)
foreign_w	0.001097** (0.000543)
ifrs_dummy	0.012092 (0.009110)
_cons	0.169918*** (0.056449)
N	258
R-squared	0.674

Standard errors in parentheses, Robust SE., Industry FE included (i.topix17_n), Winsor: 1/99 tails (suffix _w).

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

スコアが1標準偏差(約9点)変化した場合のROE変化は小さく、信頼区間もゼロをまたいでいる。したがって、本稿のデータと仕様の下では、CSVが将来ROEを一様に押し上げるという平均的な正の関連(H1a)を示す証拠は得られない。一方で、H1b(有意な関連を示さない、または負の関連を示す)については、少なくとも「有意な関連が観測されない」という意味で、本稿の結果はH1bと整合的である。ただし、推定は負の効果を経済的に支持するものではなく、効果の方向・大きさは不確実である点に留意が必要である。

第二に、時間軸に関するH2a(CSVとROEの正の関連は短期より中期で強い)も支持されない。2024年3月期と2025年3月期の推定結果を比較しても、CSV係数が中期で大きくなる傾向は確認されず、推定値の差が統計的に有意であることを示す根拠も得られない。したがって、本稿の観測期間(翌期・翌々期)においては、CSVの効果が時間の経過とともに強まるという見方(H2a)を支持できず、むしろ「短期と中期で差がない(または中期でも強まらない)」というH2bと整合的な結果である。

第三に、投資余力による条件付き効果に関するH3a(CSV * Cash > 0)およびH3b(CSV * Cash < 0)について、交互作用項(CSV * Cash)の係数はいずれも統計的に有意ではなく、符号についても一貫した傾向は確認されない。このため、現金保有比率の高低によってCSVと将来ROEの関連が強まる、あるいは弱まるという条件付き効果(H3a/H3b)を示す証拠は得られない。

第四に、資本市場の規律による条件付き効果に関するH4a(CSV * Foreign > 0)およびH4b(CSV * Foreign < 0)についても、同様に交互作用項(CSV * Foreign)の係数は統計的に有意ではなく、

海外投資家比率による条件付き効果は確認されない。したがって、海外投資家比率の高低が CSV を収益性へ転換する過程を強める、あるいは抑制するという見方 (H4a/H4b) を支持する証拠は得られない。

以上より、本稿の結果は、CSV が将来 ROE を一様に高めるという平均的な正の効果 (H1a) や、中期で効果が強まるという時間差仮説 (H2a)、ならびに投資余力・資本市場規律による条件付き効果 (H3/H4) を支持しない。むしろ、CSV と将来 ROE の関連は少なくとも本稿の観測期間と推定仕様の下では小さく、統計的にも明確に識別されないことが示唆される。

V. 考察

本稿の主要な含意は次の3点に整理できる。第一に、CSV スコアと将来 ROE の間に、統計的に頑健な正の関連は確認されない。しかも係数の規模自体が小さく、仮に効果が存在するとしても、少なくとも1~2年の時間軸で会計上の ROE に明確に反映されるタイプの効果ではない可能性が高い。CSV は、売上成長、ブランド、人的資本、リスク低減、事業ポートフォリオ変革など多様な経路を通じて価値に作用しうるため、短期や中期の ROE という単一指標に平均的效果が「薄まって」現れることは十分に起こりうると考えられる。今回、推定された信頼区間が示す範囲内では、CSV の短期的効果は経済的にも大きくない可能性が高い。

第二に、投資余力 (現金保有) そのものは、列により符号が一定しない。これは、現金保有が (i) 景気変動耐性、(ii) 投資機会への即応性、(iii) 資金調達制約の緩和、等を通じて収益性に寄与している可能性を示唆する。ただし、 ΔROE^{10} 仕様は ROE の変化に焦点を当てた補助分析であり、ROE の「水準」を説明する要因として働く一方、短期的な「改善 (変化)」を説明するとは限らない。

第三に、中心仮説である CSV * Cash の交互作用効果は、ROE 水準・ ΔROE の双方で支持されない。したがって、「現金保有が高いほど CSV が ROE に結びつく」という素朴な補完関係は、本サンプルでは確認できず、この範囲では支持されていない。この点について考えられる理由は少なくとも2つある。第一に、現金保有は投資余力であると同時に、成熟度・リスク回避・成長機会の乏しさ等の企業特性も含むため、CSV との補完関係が平均的には相殺されやすい。第二に、CSV の効果が出るなら、むしろ資源の量 (現金) よりも、資源配分の質 (投資規律、KPI 設計、事業のマテリアリティ適合、ガバナンス) が条件になる可能性がある。

以上より、本稿の実証結果は、CSV の短期的な会計収益性への直接効果および現金保有による増幅効果を強く支持するものではない。一方で、現金保有や海外投資家比率など、企業の財務・市場環境に関する要因が ROE 水準 (特に翌々期) と関連する点は示唆的であり、CSV の効果検証は、より長い時間軸、あるいは ROE 以外の経路 (利益率、資産回転、成長、リスク指標等) に展開する余地がある。

本稿の冒頭でも指摘したが、CSV の効果は時間軸や経路 (利益率・資産回転・リスク等) を分解して検証する必要がある。測定の仕方については、今回利用した CSV スコアのような総合スコアによる希薄化の問題やマテリアリティの問題がある。また、時間軸については、組織能力や投資回収までの期間を考慮すると、1~2年というスパンでは短すぎる可能性がある。さらには、CSV の異質性の側面もある。業種や戦略タイプ、ガバナンスの在り方によって、CSV がもたらす収益性への効果に違いが生じているとも考えられる。

¹⁰⁾ ΔROE は (= ROE₂₀₂₅ - ROE₂₀₂₃) として計算している。

VI. 研究の限界と今後の課題

本稿には、いくつかの限界と今後の課題が存在する。第一に、CSVの測定に関する限界である。本稿では、実務で広く利用されている東洋経済のCSVスコアを用いて分析を行ったが、先行研究が指摘するように、サステナビリティやCSVの効果は、業種ごとに重要性の異なる課題に依存する可能性が高い(Khan et al. (2016))。総合スコアは、多様な取り組みを包括的にとらえる利点を持つ一方で、当該企業や業種にとって必ずしも重要でない要素を含むことで、経済的成果との関係が希薄化する可能性を内包している。

この点は、日本市場においてとりわけ重要な論点である。日本企業は、環境対応、雇用の安定、取引先との長期関係、ガバナンス改革など、複数の社会的課題に同時に直面しており、その重要性は業種や企業特性によって大きく異なる。にもかかわらず、現時点では、日本市場において業種別のマテリアリティを明示的に反映したCSV指標は限定的であり、実証研究においても総合スコアに依拠せざるを得ないのが実情である。本稿の結果が平均的には限定的な効果として観測された可能性は、このような測定上の制約と無関係ではない。

第二に、本稿はCSVの効果を将来のROEという単一の収益性指標に着目して検証した点で限界を有する。ROEは、株主資本を基盤とした実体的な稼ぐ力をとらえる指標として有用である一方で、CSVの効果が表れる経路は、売上成長、生産性、費用構造、リスク低減など多岐にわたる可能性がある。とりわけ、日本企業においては、雇用慣行や取引関係の安定性を通じた長期的な価値創出が重要であり、これらの効果がROEに反映されるまでには時間を要する場合がある。したがって、今後の研究ではROAや利益率、生産性指標などを補完的に用いることで、CSVの効果がどの経路を通じて顕在化するのかをより詳細に検証する余地がある。

さらに、CSVスコアが観測可能な企業に分析対象が限定されるため、欠損の非ランダム性(選択バイアス)の可能性が残る。また、未観測の企業特性(経営品質等)による内生性を完全には排除できない。追加的には、欠損のパターン比較(観測可/不可の差の検定)や、傾向スコアによる重み付け等で頑健性を点検する余地がある。

第三に、本稿は日本企業を対象とした分析であり、その結果の一般化可能性には留意が必要である。Khan et al. (2016)が示すように、サステナビリティのマテリアリティは制度環境や資本市場の特性によっても左右される。日本市場では、長期志向の株主構成やメインバンク制の歴史、近年進展しているコーポレートガバナンス改革など、欧米市場とは異なる制度的背景が存在する。これらの要因が、CSVの重要性や収益性への影響の仕方を変化させている可能性は否定できない。今後は、国際比較分析を通じて、日本市場におけるCSVのマテリアリティの特徴を明らかにすることが求められる。また、複数年のパネル化や企業固定効果、制度変更を利用した準実験的アプローチ等により、識別を強化する余地がある。

最後に、今後の研究課題として、CSVの内容を業種別・テーマ別に分解した分析の必要性が挙げられる。Khan et al. (2016)の枠組みを日本市場に適用し、業種ごとに重要なCSV要素を特定したうえで、それらが将来の収益性に与える影響を検証することは、本稿を発展させる方向性である。これにより、CSVが「平均的には弱く見える」理由を解明するとともに、日本企業にとって真に価値創出につながる社会的取り組みを識別することが可能になると考えられる。

参考文献

- 蟻生俊夫 (2015) 「日本企業における CSR 体制・活動の財務業績への影響に関する実証分析」『日本経営倫理学会誌』第 22 号.
- 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 —」『ノンプロフィット・レビュー』17 巻 1 号.
- 大藪陽子 (2011) 「企業業績が CSR の取り組みに与える影響 — 日本企業の実証分析 —」『成蹊大学一般研究報告』第 45 巻 第 4 分冊.
- 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 —」『総合政策研究』No.30.
- 首藤恵, 増子信, 若園智明 (2006) 「企業の社会的責任 (CSR) 活動とパフォーマンス: 企業収益とリスク」早稲田大学ファイナンス総合研究所.
- 関谷浩行・伊藤和憲 (2024) 「財務業績に影響を与える CSR 指標に関する分析」『開発論集』第 113 号.
- 中尾明日香 (2021) 「CSR 活動と財務諸表の関連性に関する定量分析」『明治大学専門職大学院研究論集』No.11.
- 向山敦夫 (2009) 「企業の社会性評価と CSR」『経営分析研究』第 25 号.
- Barney, J. B. (1991) Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, No.1.
- Cheng, B., I Ioannou & G. Serafeim (2014) Corporate Social Responsibility and Access to Finance, *Strategic Management Journal*, Vol.35, No.1.
- Crane, A., G. Palazzo, L. J. Spence & D. Matten (2014) Contesting the Value of 'Creating Shared Value', *California Management Review*, Vol.56, No.2.
- Dembek, K., P. Singh, V. Bhakoo (2016) Literature Review of Shared Value: A Theoretical Concept or a Management Buzzword?, *Journal of Business Ethics*, Vol.137, No.2.
- Eccles, R. G., Ioannou, I. & G. Serafeim (2014) The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance, *Management Science*, Vol.60, No.11.
- Flammer, C. (2015) Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, *Management Science*, Vol.61, No.11.
- Friede, G., T. Busch & A. Bassen (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol.5, No.4.
- Friedman, M. (1970) The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
- Khan, M., G. Serafeim & A. Yoon (2016) Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality, *The Accounting Review*, Vol.91, No.6.
- Lins, K. V., H. Servaes & A. Tamayo (2017) Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis, *Journal of Finance*, Vol.72, Issue 4.
- Mackey, A., T. B. Mackey & J. B. Barney (2007) Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preference and Corporate Strategies, *Academy of Management Review*, Vol.32, No.3.
- Ohlson, J. A. (1995) Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2.
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2011) Creating Shared Value, *Harvard Business Review*, Jan.-Feb 2011.
- Servaes, H. & Tamayo, A. (2013) The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness, *Management Science*, Vol.59, No.5.