



RIETI Discussion Paper Series 21-J-004

## 日本企業のESGに対する意識調査

佐々木 隆文  
中央大学

花枝 英樹  
一橋大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

## 日本企業の ESG に対する意識調査\*

佐々木隆文（中央大学） 花枝英樹（一橋大学名誉教授）

### 要 旨

本研究では日本企業を対象に ESG への取り組みから期待される効果などについて企業の意識・考え方を聞くサーベイ調査を行った。サーベイの結果、回答企業は環境、従業員、社会（従業員以外）、ガバナンスの4分野いずれについても積極的な取り組みが将来の利益水準の向上につながると考えていることが分かった。また、利益水準への影響以上に将来の利益の安定性を高めると考えていることが分かった。このような傾向はとりわけ大企業の中で明確に見られた。これらの結果は ESG への取り組みが株主の利益を犠牲にしたものではなく、将来の企業価値向上のために行われている可能性を示唆している。更に本サーベイ調査では ESG への取り組みが従業員、消費者、投資家といったステイクホルダー行動に良い影響を与えたとの期待が示され、ステイクホルダー行動の変化が ESG による企業パフォーマンス改善の経路となっている可能性が示唆された。

キーワード：ESG、企業の社会的責任、コーポレートガバナンス、企業価値

JEL classification: G30, M14

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

\*本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。本サーベイ調査の初期段階で芹田敏夫、胥鵬、鈴木健嗣、佐々木寿記の各氏から有益なコメントを得ている。また、蟻川靖浩氏、牛島辰男氏、久保克行氏、田中亘氏、日引聡氏、宮島英昭氏、森川正之氏、矢野誠氏、DP 検討会参加者から有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。本研究は日本学術振興会科学研究費補助金（研究課題番号 16H03659）による研究助成を受けている。

## 1 イントロダクション

ESG 投資の拡がりを背景に、企業の E(Environment; 環境)、S(Society; 社会)、G(Governance; コーポレート・ガバナンス)それぞれへの取り組みが注目を集めている。このような実務面での動きに呼応する形で環境、社会、ガバナンスへの取り組みが企業の財務パフォーマンス(CFP、株価などを含む)に及ぼす影響に関する学術的研究も盛んに行われてきたが、とりわけ環境と社会への取り組みについては企業の社会的責任(CSR)研究において様々な見解が見られる。過去の膨大な実証研究のサーベイによれば、企業の社会的パフォーマンス(CSP)とCFPとの間にプラスの関係を見いだしたものが多い(Busch and Friede, 2018)。しかし、両者の因果関係を特定することは容易ではない。CFP が優れている企業は資金に余裕があることから環境、社会問題に積極的に取り組む可能性がある(逆の因果関係)。また、長期的な経営を行っている企業ではステイクホルダーに配慮した経営を行うのみでなく、他の経営判断も優れており CFP が高まる可能性がある(欠落変数の影響)。最近の研究では外生的な変動に着目した natural experiment 系のアプローチ、回帰不連続デザインなどにより因果関係の問題に対処した研究も行われている(Albuquerque et al., 2020, Cao et al., 2019, Dai et al., 2020, Flammer, 2015, Lins et al., 2017 など)。また、CSR 研究の中では、CSR 格付けを代理変数に使った研究が多いが、企業価値への影響の大きさは項目によって異なると考えられる<sup>1</sup>。

本研究は企業へのサーベイ調査により、環境、社会、ガバナンスへの取り組みの効果に関する事前的な期待を直接尋ねる。このようなサーベイ調査では、セレクションバイアスの影響は残るが逆の因果関係の影響はある程度排除できると考えられる。また、環境、社会、ガバナンスを構成する項目について、客観的な比較が行えることもサーベイ調査のメリットである。ESG 評価に使われる項目は単位が様々であり、その効果を直接比較することは難しい。例えば、温室効果ガス排出量削減の効果と女性管理職比率向上の効果を実際のデータから直接比較するのは困難である。サーベイ調査ではこのような問題を回避した上で、複数の課題を解決することによる効果の比較が可能になる。

---

<sup>1</sup> 各分野における先行研究については 2 節で紹介する。

以上のような問題意識に立ち、我々は2019年夏に日本企業を対象とするサーベイ調査を行った。日本企業の温暖化対策の遅れやジェンダーギャップの大きさなどは国際的に厳しい批判に晒されており、ガバナンスの脆弱さとともにESGの改善余地は大きい。このため、日本企業を分析対象とすることにより、過小なESGへの取り組みを是正することによる効果を検証できよう。また、そのような知見は実務的にも重要なインプリケーションを持つと思われる。昨今の実証研究において、利益率等よりもリスク低減効果に関して一致した傾向が見られることを考慮し、ESGを構成する各項目が1) 将来の利益の水準に及ぼす影響、2) 将来の利益の安定性に及ぼす影響の双方について尋ねた。

サーベイ調査の結果、環境、社会、ガバナンス、いずれにおいてもESGへの取り組みが将来の利益水準を高めるとの期待があることが分かった。このことはESGへの取り組みが利益を犠牲にしたものではなく、少なくとも長期的には利益を高めるとの期待から行われていることを示唆している。カテゴリー別のスコアを見ると、従業員、ガバナンス、環境、社会の順となり、企業に人的資本を提供している従業員向けのCSRがとりわけ利益の向上につながる可能性が示唆された。

また、環境、社会、ガバナンス、いずれにおいても将来の利益水準よりも将来の利益の安定性に対する期待が大きいことが分かった。このうちガバナンスについては内部ガバナンスの改善が経営リスクを緩和することへの期待を表していよう。また、他の3つのカテゴリーに関してはCSRへの取り組みが社会関係資本の蓄積を通じInsurance効果をもたらすという仮説とも整合的であり、CSRへの取り組みが株式の資本コストを低下させたり不況抵抗力を強めたりするという先行研究の結果とも符合する(El Ghoul et al., 2011, Lins et al., 2017)。とりわけ企業規模が大きい企業では平均得点が高い傾向が見られた。大企業にはグローバルに活動している企業が多く、欧米で要求される社会的責任に対する意識が強くなると考えられる。

各カテゴリーを構成する項目について見ると、従業員向けCSRでは従業員の能力開発、安全な労働環境といった人的資源管理上当たり前のこととして行われてきたことに加え、フレキシブルな働き方、男女均等、ワークライフバランスといった最近のCSRで注目されている項目についても利益水準を高め、利益を安定させるとの回答が多かった。また、雇用の安定についても将来の利益への影響を肯定的に捉え

ている企業が多かった。環境については、原材料の節約、廃棄物削減など直接、コストの削減につながる項目のスコアが高かった。最も重要なテーマと思われる地球温暖化対策に関しては企業属性によって差があり、製造業や大企業では将来の利益の安定性に影響を及ぼすと考えている企業が多かった。社会に関しては消費者関連以外の項目はスコアが低めになったが、それでも全ての項目でニュートラルより肯定的な結果となった。人権の尊重、倫理的な調達に関しては将来の利益の安定性に影響を及ぼすと考えている企業が多く、サプライチェーンにおける格差問題への対処が経営リスクの低減につながることを示唆された。ガバナンスの各項目に関しては、機関投資家との対話、後継者育成計画に加え、取締役会の独立性、多様性が将来の利益水準、利益の安定性の向上に寄与すると考えている企業が多いことが分かった、その一方、任意のものを含む指名委員会、報酬委員会への期待はそれほど高くないことが分かった。

本サーベイでは ESG への取り組みがステイクホルダー行動に及ぼす影響についても質問を行ったが、環境、従業員、社会、ガバナンスの全てにおいて、消費者行動、従業員行動、投資家行動に良い影響を及ぼすと考えられていることが分かった。このことは先行研究が示唆するようにステイクホルダー行動の改善が ESG と企業パフォーマンスとを結ぶ重要な経路となっていることを示唆している。

最後に本サーベイでは外部からの ESG 評価に関する質問も行ったが、日本企業は国内機関投資家からの評価を最重要視して ESG に取り組んでいることが分かった。次いで従業員、取引先からの評価を気にしていることが分かった。また、ESG 格付けに関しては、記事になりやすい日系メディアからの評価が重視されていることが分かった。更に自由記述では評価機関による評価の不一致や評価プロセスの不透明性に対する不満も数多く見られた。

本研究の貢献は下記のようにまとめられる。第一に、サーベイ調査により ESG の効果に関する事前の期待を直接、企業に問うことにより ESG の効果を検証したことであり、とりわけ、規模が大きい企業において CSR への取り組みがリスクを低下させるという分析結果は先行研究での知見と符合する。我々が知る限り、同様の学術的研究

は行われておらず、ESG の効果に関する研究に一定の貢献があると考えられる<sup>2</sup>。第二に、ESG を構成する各項目が企業価値に及ぼす影響について比較を行ったことである。E、S、G の比較、及びそれぞれを構成する項目の比較は単位の違いから容易ではないが、我々はサーベイ調査を行うことでどの項目が企業価値に強い影響を及ぼしうるかを示した。

本稿は下記のように構成される。2 節では ESG の効果に関する先行研究のサーベイを行い、本研究の研究課題を提示する。3 節ではサーベイ調査の概要とサンプルの特徴について説明する。4 節から 6 節では分析結果を紹介し、7 節は本研究の結論と今後の研究課題について述べる。

## 2 先行研究と本稿の研究課題

### 2.1 CSR 全般と企業パフォーマンス

ESG は CSR(環境、社会)とコーポレート・ガバナンスがセットになった概念と捉えられるが、ここでは CSR の定義を確認すると共に、企業価値への影響を整理する。CSR は経済学的に言えば、外部効果の是正と不平等への対応ということになる。Benabou and Tirole(2010)では CSR を1) Win-win(Doing well by doing good)、2) ステイクホルダーから委託された社会貢献、3) 経営者主導の社会貢献の3つに分類している。このうち1)は短期的視野に立った経営から生じる問題を是正するものである。このような CSR は外部効果の是正が中心になろうし、長期的にはステイクホルダーとの関係を改善し、企業パフォーマンスにも良い影響を与えられられる。他方、2)は社会問題や環境問題に関心を持つステイクホルダーに代わって企業が社会問題や環境問題の解決に臨むというものである。このような CSR がある理由は企業には様々なリソースがあり、企業にしかできないことがたくさんあるからである。例えば、食品業界のサプライチェーンで生じている格差問題(途上国生産者の貧困)に関心を持つ消費者がいたとする。このような市場メカニズムで生じる格差は若い消費者を中心に関心を集めているが、個人で直接できる支援には限りがある。このよう

---

<sup>2</sup> ESG への関心が高い企業ほど回答する傾向があると考えられるため、欠落変数によるバイアスの可能性は排除できない。

な問題に対し、技術的なノウハウやグローバルなサプライチェーンを持つ企業であればより効率的な対応が可能になるだろう。また、環境にやさしい製品の開発やグリーンサプライチェーンの構築も企業でなければできない。重要なことはこのような役割は政府にとっても対応が困難であるということである。技術的に高度化、グローバル化する現代においては企業にしか解決できない問題も多い。記憶に新しいところでは2020年のコロナ危機に対する医療用物資の製造は企業にしかできない社会貢献といえるであろう。このようなステイクホルダーの期待を反映したCSRは外部効果のみでなく不平等の是正などの社会貢献にも踏み込んでいくことになる。このタイプのCSRは短期的な利益にはつながりにくい可能性はあるが、消費者の根強い支持や投資家層の広がりによりリスクの低下などのベネフィットにつながる可能性もある。次に、3)のタイプのCSRはステイクホルダーからの期待を反映せず、経営者の個人的な価値観、嗜好によるCSRである。このようなCSRはステイクホルダーとの関係改善といったCSRによるベネフィットを享受しにくく、企業パフォーマンスに及ぼす影響についても疑問符がつく。CSRへの評価では長期的視野に立った経営の一環か、ステイクホルダーからの期待を反映しているかという点が重要であろう。

仮に、CSRがWin-Winの観点から行われるとするならば、企業価値向上への経路には何があるだろうか。そのような経路の中で最も重要なものの一つがステイクホルダー行動への影響であろう。CSRへの取り組みは消費者、従業員といった中核的なステイクホルダーの行動に重要な影響を及ぼしうる。まず従業員行動への影響に関し、Glavas and Kelly (2014)は複数の企業の従業員に対する意識調査を行い、CSRへの取り組みが従業員に認知されると組織コミットメントを強めたり、従業員満足度を高めたりする効果が生じることを示している。ここで注目されるのは、従業員を直接対象としないCSRであっても従業員行動に良い影響を及ぼすことである。Wang et al. (2020)はCSRが従業員の心理面に及ぼす影響についてメタアナリシスを行い、CSRへの積極的な取り組みが組織コミットメント、組織アイデンティティ、組織への信頼、仕事満足度、創造性、組織市民行動を向上させることにより、従業員の行動に良い影響を与えることが論じられている<sup>3</sup>。このような従業員の意識の改善は企業パフォ

---

<sup>3</sup> 組織市民行動とは従業員が自らに課された役割のみでなく、組織のために他の仕事も行うことを指す。

パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすと考えられる。こうした議論に関連し、Edmans (2011)、Edmans et al. (2020)は従業員満足度が企業の財務パフォーマンスを向上させることを示している。また、Gong and Grundy (2019)はマッチングギフト制度は従業員の生産性を向上させることを示している。

消費者行動研究においては、心理的な要因が消費者の認識、実際の購買行動に及ぼす影響が分析されてきた。経済的な動機以外の動機のうち利他心 (Altruism) による消費は、社会的弱者や将来世代の効用を考慮した消費である。サプライチェーンの上流にある人権問題や児童労働に配慮したフェアトレード商品の購入はその一例であろう。他方、購買行動を通じたアイデンティティ形成も購買行動につながる可能性がある。消費者は倫理的な消費を行うことで自らのアイデンティティを明確化したり、自らのアイデンティティと整合性のある消費行動を好んだりする可能性がある。Sen and Bhattacharya (2001)は CSR がどのような場合に購買行動につながるかを分析し、CSR の内容、製品の品質といった企業側の要因に加え、消費者側の CSR に対する考え方も影響することを示した。他方、Deng and Xu (2017)は CSR が購買行動に及ぼす影響において、アイデンティフィケーションの影響も認められることを示している。Sen et al. (2016)は CSR と消費者行動に関する研究のサーベイを行い、感情的な動機やアイデンティフィケーションの形成が企業への認識や購買行動に影響を及ぼすと論じている。

但し、CSR が消費者の購買行動につながるためには CSR の内容が消費者に正しく認識される必要がある。実際、関連研究のサーベイを行った Fatma and Rahman (2015)では購買意欲を調べたアンケート調査で製品の評価や購買行動に及ぼす影響が認められる一方、実際の購買行動を調べた実験系のアプローチではそれほど明確な傾向が認められないと論じている。Janssen and Vanhamme (2015)はこのような消費者の認識と購買行動とのギャップについて心理学の観点から考察を行っている。また Lee and Shin (2010)は CSR の内容と購買意欲との関係を分析し、環境問題への対応よりも消費者にとって認知されやすい寄附活動の方が購買意欲につながりやすいことを示している。実際、Pomering and Dolnicar (2009)は消費者の CSR への認知は低く、マーケティング上の工夫が必要であると論じている。

上記のような議論に関連し、Servaes and Tamayo (2013)は、企業の CSR 活動に対

する消費者の認知度の高さが消費者の購買行動に影響を及ぼし、最終的に企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすことを明らかにしている。さらに、Albuquerque et al. (2019)は、製品差別化戦略の一環として CSR 活動を捉え、積極的な CSR への取り組みは消費者の製品ロイヤリティを高め、需要の価格弾力性を低下させ、株式の市場リスクを低下させることをモデル化し、これと一致する証拠を提示している。

ステイクホルダーの行動による影響に加え、最近の研究では CSR に積極的な企業では経営戦略の変化から高い利益をもたらすという議論もある。具体的には、企業のサステナビリティを重視する企業では生産量を抑え、高い価格を設定することにより、利潤を高めようとする可能性がある(Allen et al., 2015)。

以上のように、CSR は主に従業員行動、消費者行動を通じて企業価値を高める可能性があるが、これまでの先行研究ではこうした見方をサポートする実証結果も数多く存在する。企業の ESG 活動と企業パフォーマンスとの関係に関しては既に多くの実証分析が行われており、Busch and Friede (2018)は、メタアナリシスから企業の CSR 活動と企業パフォーマンスの間にプラスの関係があることを明らかにしている。しかし、企業の CSR 活動が企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすという因果関係を明らかにするには様々な困難が付きまとう。CSR 活動と企業パフォーマンスの両変数に影響を及ぼす欠落変数の存在による欠落変数バイアスの問題や、良い企業パフォーマンスだから CSR 活動に資金を使うことができるという、逆の因果関係による内生性バイアスの問題などがあるからである。以下では CSR 活動と企業パフォーマンスとの関係を内生性の問題などに対処した最近の実証分析を紹介する。

Dimson et al. (2015)は株式市場でのイベントスタディにより、ガバナンスを含む企業の ESG 活動に対する機関投資家によるエンゲージメントが成功した場合には、当該企業の株式が超過リターンを得ており、また、その後、会計上のパフォーマンスも改善されているとし、ESG 活動の増大が企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすことを明らかにしている。同じく、Deng et al. (2013)は CSR に積極的な企業の買収発表は株式リターンを高め、買収後の財務パフォーマンスを向上させ、株式リターンも高いことを報告している。また、Krueger (2015)は、CSR 活動にプラスのイベントが常に株式リターンを高めるわけでないが、CSR に積極的でなくステイクホルダーとの関係が良くなかった企業が、その改善に向けて行う CSR のイベントは株式リターンを

高めることを明らかにしている。Flammer (2015)は、回帰不連続デザイン(RDD)の手法を用いて、株主総会での CSR に関する株主提案の中で、きわどい票差で採択された提案と否決された提案を選び、きわどい票差で ES 提案が採択されたイベントの方では株式リターンは高くなり、その後の会計上のパフォーマンスも向上することを示している。同じ手法を用いて、Chen et al. (2020)は、機関投資家持ち株比率の上昇は、CSR 関連の株主提案の増加をもたらし、その結果、当該企業の CSR 格付けを向上させるとしている。

以上が、ES 活動が企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすことを示した実証分析であるが、逆に、少数ではあるがマイナスの影響を実証した研究もある。Cheng et al. (2020)は、ES 活動の格付スコアを用い、米国における 2003 年税制改革の影響で ES 活動の格付が低下し、そのような企業では株式リターンが高まったことを明らかにし、それは無駄な ES 活動が削減された結果だとし、CSR 活動の支出の一部は、経営者と株主の間のエージェンシー問題によるとしている。さらに、エージェンシー問題的な CSR は企業価値を低下させるとする Kruger (2015)や、ガバナンスが有効な企業ほど CSR に積極的で、CSR と企業価値の間にプラスの関係を見出した Ferrell et al. (2016)の実証結果等も踏まえると、エージェンシー問題の有無やガバナンスのあり方が ESG と企業パフォーマンスの関係に影響を及ぼしていると言える。

CSR が CFP に及ぼす影響のうち、近年の研究で一致した傾向が見られているのが CSR のリスク低減効果である。Godfrey et al. (2009)は、CSR に積極的な企業はステイクホルダーとの関係が改善し、企業にとってマイナスの出来事(ストライキ、ボイコット、リコール、環境スキャンダル、訴訟等)が生じたときに株価の低下が抑えられることを示し、CSR 活動の保険としての役割を強調している。Breuer et al. (2018)、Cao et al. (2015)、El Ghouli et al. (2011)は、CSR スコアの高い企業では株式資本コストが低下することを示し、企業価値の増大や企業リスクの低下に繋がることを示唆している。非社会規範的と言われるビジネスを行う企業(一般に Sin stock と呼ばれる)では、社会規範的な投資家(年金基金など)による株式保有比率が低くなり、これらの株式を保有している投資家のポートフォリオが歪むことになる。結果として、これらの投資家は Sin stock の Idiosyncratic Risk、つまり企業固有のリスクについてもリスクプレミアムを要求することになる(Hong and Kacperczyk, 2009)。

また、Lins et al.(2017)は別のアプローチにより CSR のリスク低減効果を検証している。具体的には、リーマンショック時の企業パフォーマンスに着目し、不況期など不確実性が高まる状況では信頼の価値がより重要になり、CSR に積極的な企業の収益が安定する可能性を論じている。同じく、Cornett et al.(2016)は、銀行業に絞った分析で、リーマンショック前と比べて後で CSR 活動の増大が見られ、CSR スコアが高い銀行ほど ROE や ROA でみた財務パフォーマンスが高まる結果を得ている。2020 年のコロナ禍で ESG 活動の価値が外生的に高まった時期の分析は、CSR が企業パフォーマンスに及ぼす影響に関する内生性の問題を回避することができる絶好の機会である。Albuquerque et al.(2020)は、米国 2、171 社の 2020 年 1 月から 3 月までの第一四半期のデータを用い、ES の格付けが高い企業ほど、同年第一四半期の累積超過株式投資収益率は高く、逆に、株式ボラティリティーは低く、売上高営業利益率は高いことを明らかにした。この結果は、Albuquerque et al. (2019)の消費者ロイヤリティ仮説(コロナ禍で消費者需要が低下したときでも、CSR 活動を行っている企業では需要の減少を防ぐことができ、利益の変動や株価の低下を抑えることができる)や、Heinkel et al.(2001)の投資家ロイヤリティ仮説(CSR を重視する投資家は、通常の投資家に比べてファンドパフォーマンスに敏感ではない。コロナ禍で通常の投資家と違い、CSR を重視する投資家は市場から逃げるのがなく、CSR 株は株価の下落を抑えられる)を支持するものであると主張している。

尚、上述の Insurance 効果に関する議論では Idiosyncratic risk の緩和が主に論じられてきたが、CSR は市場リスクにも影響する可能性がある。Albuquerque et al. (2019)は、CSR への取り組みは差別化を通じて市場リスクを低下させることをモデル化し、これと一致する証拠を提示している。こうした結果は先の Lins et al.(2017)の分析結果とも整合的である。

## 2.2 環境、従業員、社会それぞれへの対応と企業パフォーマンス

つぎに、近年研究成果が急増している、環境対応の CSR 活動に焦点を絞って先行研究を紹介する。まずメタアナリシスとして、Horváthová (2010)は、環境対応 CSR と企業パフォーマンスに関する37本の論文を統計的に分析し、環境対応活動と企業パフォーマンスとの間にプラスの関係を検出したものが多いが、マイナスの関係を

見いだしたものもあるとしている。ただし、相関分析などコントロール変数を考慮しない分析でマイナスの相関が見られている。近年の地球温暖化対策の関心の高まりに呼応するように、Review of Financial Studies の 2020 年 3 月号で Climate Finance という特集号が組まれている。同号の中で、Krueger et al. (2020)は、機関投資家は気候変動の移行リスクを考慮していると分析し、Choi et al. (2020)は、気温が異常に高かった時期における高 Carbon risk 企業の株式リターンは低いという分析結果を示している。また、Bolton and Kacperczyk (2020)も Carbon risk premium が存在することを指摘している。これらの実証結果は、環境リスクが株式のリスクプレミアムの大きな要因になっていることを示唆していると言えよう。

つぎに、S の中でも特に従業員に焦点を当て、働きやすさや従業員処遇と企業パフォーマンスとの関係を実証分析した先行研究を紹介する。様々な理由から、働きやすさや従業員処遇は企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼすと考えられる。近年では益々、優秀な人材の有無が企業価値向上の源泉と考えられるようになっており、働きやすさや従業員処遇に積極的な企業は、より優れた人材を獲得しやすく、優秀な人材が集まりやすいと考えられる。さらに、それら優秀な人材が外部に流出しないで、企業に留まる可能性が高まる。さらに、金銭的報酬による外発的動機づけ以外に、働きやすさや従業員処遇は内発的動機づけを高めるインセンティブ効果がある。

実際、Edmans (2011、2012)は、雑誌フォーチュン誌の「働きがいのある会社 100 社」に選ばれた企業が、それ以外の企業と比較して高い長期的株式リターンを上げていることを明らかにしている。Edmans et al.(2020)は、30 カ国に拡大した分析でも同様の結果を得ている。同様に、Faleye and Trahan (2011)も Edmans (2011、2012)と同じデータベースを用いて、従業員処遇に積極的な企業は、株式リターンだけでなく、生産性や会計上のパフォーマンスも高いことを報告している。日本のケースに関しては、山田他(2017)が、日本経済新聞社が公表する「働きやすい会社」及び「人を活かす会社」ランキングを用いて、ランキング上位にある企業は、将来数年間にわたって収益性と株式リターンが高い傾向にあることを明らかにしている。また、Green et al. (2019)は、米国の Glassdoor 社の会社口コミサイトの評価情報を用い、従業員満足度の尺度と考えられる、従業員の自社に対する評価が上昇した企業の

株式リターンは高いという実証結果を報告している。また、Chen et al.(2016)と Chen et al.(2016)は、従業員に優しい職場環境は従業員満足度とチームワークを促進し、結果的にイノベーションに繋がるという結果を得ている。さらに、従業員関連の中でも特に男女均等に関連して、女性役員の比率で見てジェンダーギャップが小さい企業は、#Me Too ムーブメントの中で株式リターンが相対的に高かったという実証結果もある(Lins et al., 2020)。

他方で、Cronqvist et al.(2009)のように、ガバナンスが脆弱な企業で過剰な従業員報酬が支払われているとし、経営者と従業員の馴れ合いで、株主の利益が毀損される可能性を示唆する実証分析もあるが、上述したように最近の多くの実証分析は、従業員向けの CSR についても企業パフォーマンスに対するプラスの効果を支持する研究が多いといえよう。

CSR のうち、社会面の活動と CFP との関係に関する先行研究は少ないが近年幾つかの実証研究が行われている。Masulis and Reza (2015)は企業の寄付活動に焦点を当て、寄付金支出が高まったような企業では、株式市場は当該企業の現金保有の価値を低く評価することや、CEO や外部取締役が関わる財団に寄付をする割合が高いことや、米国における 2003 年税制改革の影響で寄付行為が減り配当が増加した事実等から、経営者の個人的利益追求のために寄付が行われ、株主利益を毀損する、いわゆる、経営者と株主の間のエージェンシー問題を発生させていることを示唆した。一方で、Liang and Renneboog (2017)は、チャリティー目的の寄附は財務パフォーマンスを高めるが、政治献金は財務パフォーマンスを低下させるという結果を得ており、企業イメージを向上させる寄附は株主の利益にもなるという結果を得ている。

### 2.3 取締役構成と企業パフォーマンス

ESG の最後の項目であるガバナンスに関しては、それ自体で膨大な先行研究が存在するが、本稿では、取締役会関連の中でも特に、社外取締役、女性取締役と企業パフォーマンスの関係に焦点をあて先行研究を簡単に紹介する<sup>4</sup>。

---

<sup>4</sup> 後述するように、われわれのサーベイ調査結果では、ガバナンス関連の質問の中で取締役会の独立性と取締役会の多様性が、将来の利益水準や将来の利益の安定性

社外取締役は経営者のエージェンシー問題を解決するモニターとして期待されているが、社外取締役によるモニタリングが有効か否かは、社外取締役が企業内部の情報を得るためのコストによって変わってくる。Duchin et al. (2010)は、情報を得るためのコスト(情報コスト)と経営者の私的便益と企業価値との関係を定式化し、情報コストが低い場合は社外取締役中心の取締役会の方が企業価値を高める一方、情報コストが高い場合には内部取締役中心の取締役会の方が企業価値を高めることを論じた。彼らは米国企業を対象とした実証分析も行い、取締役会の独立性と企業価値との関係が情報の得やすさによって異なり、研究開発型の企業のように外部者が情報を得るのが困難な場合には、社外取締役の有効性が低下することを示した。同様の傾向は日本企業を対象とした内田(2012)、宮島・小川(2012)でも確認されている。

関連して、Guo and Masulis (2015)は、独立性が高い取締役会を持つ企業では、業績低迷時に経営者が交替するケースが多い。また、そのような傾向は指名委員会が独立している場合に強くなる結果を得ている。また、社外取締役とイノベーションとの関係を調べた Balsmeier et al. (2017)の研究では、社外取締役比率が高まると連続的なイノベーションは活発化する一方、革新的なイノベーションは消極化する可能性があることが示唆されている。彼らの分析結果は、社外取締役がリスク回避的な経営につながりやすいことを示唆している。社外取締役が急増している日本企業を対象にした Morikawa (2020)による最近の実証分析では、社外取締役増員の2年後までの効果に限定されるが、社外取締役の増員が積極的な投資やリスクテイキングを促す効果、利益率や生産性を高める効果はいずれも確認されていない。他方、社外取締役の増員がネガティブな影響を持ったという事実も観察されない。

日本における最近の取締役会の議論において関心を集めているのは、女性取締役の登用によるジェンダーダイバーシティを含めた多様性の確保である。Adams and Ferreira (2009)は、他のガバナンスの仕組みが脆弱な企業では、女性取締役の登用が企業価値を向上させる一方、既に有効なガバナンスを持つ企業では、女性取

---

に影響を及ぼすという回答が多く、企業の関心の高さを示している。また、日本における最近のガバナンス改革に関する議論では、社外取締役と女性取締役に関する議論が焦点になっている。これらの理由から本稿では紙幅の関係もあり、社外取締役、女性取締役に限定した。

締役の登用が企業価値を低下させるとし、女性取締役比率と企業価値との関係は他のガバナンスの有効性に依存する結果を得ている。一方、女性取締役比率が低い日本企業を対象とした実証分析で Tanaka (2019)は、女性取締役比率が高い企業の方が企業価値は上昇し、女性社外取締役選任の発表は株式リターンの上昇をもたらす市場で評価されている結果を報告している。

#### 2.4 サーベイ調査の先行研究と本稿の位置づけ

2 節の最後として、サーベイ調査の先行研究と本稿の位置づけを述べる。まず、機関投資家に対する最近のサーベイ調査には、Amel-Zadeh and Serafeim (2018) と Krueger et al. (2020)がある。Amel-Zadeh and Serafeim (2018)は、ESG 投資に特化していない主にヨーロッパ・米国の機関投資家を対象にしたサーベイ調査で、企業の ESG 情報は投資パフォーマンスに影響を及ぼすと 8 割以上が答えている。特に、回答者の 50%近くが、ESG 格付けが高まると株式のシステマティックリスクが小さくなり、ベータ値が低下する効果があると答えている。Krueger et al. (2020)は、439 社の回答結果から、機関投資家は、運用先企業が気候変動リスク、特に 関連する国際的な様々な規制リスクに晒されていると認識していると報告している。そして、気候変動リスクに対処するためには、環境リスクマネジメントとエンゲージメントが重要との認識を持っていることを明らかにしている。

一方、企業に対して行った ESG サーベイ調査に基づく論文は筆者らの知る限りなく、唯一、McKinsey & Company (2020)のレポートがあるのみである。同レポートは、2019 年 7 月にオンラインで行われた世界に跨がるサーベイ調査で、回答者のうち 439 人が会社役員、119 人が投資家サイドである。60%近くの回答者が ESG への取り組みが株主価値を高めると回答し、特に短期的価値より長期的価値を高めると答えている。また、2009 年時の調査と比べて S(社会)への取り組みが株主価値を高めると答えた割合が増加している。株主価値増加の要因としては、会社の評判やブランド価値の向上、優秀な従業員を引きつけ、会社に留める効果をあげる回答が多い。社会の期待に応えるや競争力の向上も、2009 年時より増加している。

ESG の中で特に、ガバナンスに特化した日本企業に対するサーベイ調査として宮島他(2013)がある。同調査は、企業の経営目的、株式持合い、敵対的買収、株主

代表訴訟、経営者の選任・報酬、取締役会構成、労使関係など、外部ガバナンスと内部ガバナンスの多岐に渡って企業の考え方・意識について、変わらないで継続している点と変化した点を明らかにしようとしている。

最後に、上述したサーベイ調査と比較した本稿のサーベイ調査の位置づけを述べることにはしたい。2.1 から 2.3 で紹介したように近年の研究からは ESG への積極的な取り組みが CFP を高めることが示唆されているが、相反するエビデンスもある。本研究ではサーベイ調査により ESG の効果に対する事前の期待を探ることにより、先行研究での傾向を確認する。また、環境、従業員、社会、ガバナンスそれぞれに関する研究ではカテゴリー毎に異なった傾向が見られるものの、各カテゴリーの影響を直接比較した研究は少ない<sup>5</sup>。本研究ではサーベイ調査により、各カテゴリーの構成項目に対する企業の期待について直接比較を行う。

### 3 調査方法とサンプル

#### 3.1 質問票のデザイン

サーベイ調査の質問は計 7 問の大問で構成されており、各大問に詳細な枝問が配置され、枝問の全合計が 98 問である。記述式の質問と複数回答可がそれぞれ一問あるが、それ以外はすべてマルチプル・チョイス方式となっている。質問は大きく 4 つのパートに分かれている。第 1 パート(問 1～問 3)は、外部からの ESG 評価に関する質問で、ESG の取り組みに際し、どのステイクホルダーからの評価を気にするか、また、重視している ESG 評価機関について問うものである。第 2 パート(問 4)はメインの設問で、各 ESG 項目が将来の利益水準及び利益の安定性にどのような影響を及ぼすかを問うものである。ESG 項目は、環境関連で 10 項目、従業員関連で 8 項目、従業員を除いた社会関連で 9 項目、ガバナンス関連で 9 項目である。項目は東洋経済新報社『CSR 企業総覧』で開示されている項目の中から選択した。第 3 パート(問 5)は、ESG への取り組みが消費者、従業員、投資家といったステイクホルダーの行動に及ぼす影響を問うものである。第 4 パート(問 6～問 7)は回答者の属性(所

---

<sup>5</sup> El Ghoul et al. (2011)などの研究では CSR レーティングのサブスコアを用いた分析も行われている。しかし、CSR スコアが評価会社によって大きく異なることが先行研究で示されており、このような分析結果も用いるスコアによって変わってくる可能性がある。

属部署、現在の職位)を尋ねる質問である。

回答内容と回答企業の属性との関係を分析するため、本サーベイ調査は、過去にわれわれが行ったサーベイ調査と同様に非匿名の調査とした。回答企業名が分かるため、回答企業の属性についての質問は特に行わなかった。

### 3.2 実施方法と回収結果

サーベイ調査の実施時期は 2019 年8月下旬で、質問票を一斉に郵送した。送付先企業は、全上場企業(金融・保険を除く)3,829社である。送付先を「CSR担当/IR担当部門 責任者」宛とした。質問票の回収は、ごく一部の遅れた企業を除き、回答期限の 2019 年9月末日までに完了した。回答企業は合計で 263 社、回答率は 6.9%である。ただし、以下の分析では投資法人を除く、253 社を対象とした結果を紹介する。

### 3.3 回答企業・回答者の基本特性

分析に先立ってまず、分析対象の回答企業(サンプル)が全上場企業(ユニバーズ)からの偏りのないサンプルかどうかをチェックする(表1参照)。まず上場区分についてみると、サンプル全体の 64%が東証 1 部でユニバーズとの比較でも若干高い。逆に、東証 2 部とジャスダックはユニバーズと比べて少なめになっている。業種分類でみると、サンプル全体の 34%が情報通信・サービスで、ユニバーズの 29%より比率が若干高い。同様に素材・化学のサンプルの比率がユニバーズに比べて若干高くなっている。しかし、それ以外の業種に関しては、サンプルとユニバーズで大きな違いはない。

従業員数でみた規模については、サンプルの従業員数が 1,000 人以上(10,000 人以上)の割合は 51.9%(18.0%)とユニバーズの 41.0%(8.2%)よりも高くなっており、規模が大きい企業の比率がやや高くなっている。このようなサーベイ調査では ESG への関心が強い企業ほど回答率が高くなると考えられるが、こうした傾向は ESG スコアが高い企業に大企業が多いという先行研究の発見(Drempetic et al., 2020)や、ESG 関連のインデックスに占める大企業の比率が高いことと整合的であるといえよう。回答企業の財務特性を見ると、売上高はユニバーズと比べて平均、メ

メディアンともにサンプル企業の方が大きく、従業員数と同じ傾向である。ROE、機関投資家所有比率もサンプル企業の平均、メディアンともに若干高くなっているが、PBR、社外取締役比率については大きな違いはない。

このように我々のサンプルは業種や財務面の特徴はユニバースとの違いが小さいが ESG への積極性に偏りが生じている可能性は残る。具体的には ESG に積極的に取り組んでいる企業ほど回答する割合が高くなると考えられる。そして ESG に積極的に取り組んでいる企業では ESG への取り組みの効果を高く評価している可能性があり、このことが回答内容にバイアスを生じさせる。

この問題を確認するために、我々は傾向スコアマッチングによる分析を行った。具体的には ESG への積極性を東洋経済新報社の CSR 企業総覧(2020年版)のレーティングから計測し(AAA=5、AA=4、A=3、B=2、C=1)、回答企業と比較対象企業との間で違いがあるかを確認した。比較対象企業の選定では企業規模(総資産の対数値)、収益性(ROEの3年平均)、社外取締役比率、産業ダミー(製造業か非製造業か)を用いた。企業規模が大きい企業や収益性が高い企業ではアンケートに回答する余裕がある企業が多いと考えられる。また、社外取締役比率が高い企業では ESG 情報のディスクロージャーに積極的になる可能性がある。

回答企業を比較対象企業と比較すると、回答企業は ESG レーティングが高くなっており、従業員以外については 5%水準で統計的に有意な差が認められた(環境、従業員、社会、ガバナンスの順にそれぞれ 0.23、0.15、0.25、0.25の差)。この結果は ESG に積極的な企業ほど回答率が高くなっている可能性を示唆している。他方、ESG の効果に関する回答(将来の利益水準への影響、将来の利益の安定性への影響)と ESG レーティングとの相関をカテゴリー毎に見ると 0.3~0.4 程度と有意ではあるがそれ程強い相関は見られなかった。以上のことからセレクションバイアスの影響は完全には払拭できないものの、分析結果に及ぼす影響はそれ程大きくないと考えられる。

最後に、回答者の属性について検討すると、所属部署は IR・広報が 33%、CSR 担当が 31%と両部門で 6 割を超えている。現在の職位は、部長・次長クラスを含めた中堅管理職以上の職位が 48%と約 5 割を占めている。以上のことから、本サーベイ調査の回答者は、全体的に見ると所属企業の ESG に対する考え方を尋ねるに当た

り、所属企業を十分に代表していると考えられる。

#### 4 ESG が将来の利益水準、利益の安定性に及ぼす影響

##### 4.1 ESG の比較

企業は ESG が将来の利益水準やリスクにどのような影響を与えていると考えているだろうか。表 2 は、環境、従業員、社会、ガバナンスそれぞれについて、将来の利益水準、将来の利益の安定性(リスク)に及ぼす影響をまとめたものである。具体的にはそれぞれに関連する設問に関する得点の平均値を E、S、G のカテゴリー毎に求めている。将来の利益水準については、0 減少させる、1 ある程度 減少させる、2 影響しない、3 ある程度 増加させる、4 増加させる、の 5 段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする、1 ある程度利益を不安定にする、2 影響しない、3 ある程度 利益を安定させる、4 利益を安定させる、の 5 段階である。S(社会)については、従業員関連のものとその他の項目に分けている。以下、断りがない限り、分析結果の紹介では後者を社会と表現する。

まずパネル A の将来の利益水準への影響を見ると、環境、従業員、社会、ガバナンス全てで平均値が 2 を超えており、ESG への取り組みが将来の利益にとってプラスであると考えていることを示している。それぞれの平均値は 2.55、2.79、2.48、2.65 となっており、カテゴリーによって若干の差はみられるものの、ESG への対応が社会的な要請といった消極的な動機ではなく、長期的な利益への期待から行われていることが示唆されよう。ESG の中でもガバナンスを除く部分については、CSR 研究の中でパフォーマンスへの影響が長年議論の的となってきたが、ここでの結果は CSR と企業パフォーマンスとの間に正の相関関係を見出した先行研究が多いと主張するサーベイ論文(Busch and Friede, 2018)と符合する。

とりわけ従業員に関する平均値が高くなっているが、対従業員の CSR が従業員のモチベーションの向上や優秀な人材の採用につながる可能性を考えると自然な結果であろう。次いでガバナンスの平均値が高くなっているが、このことは日本企業のガバナンスが最適化されておらず、ガバナンス改革を進めることが将来の利益につながると考えている企業が多いことを示唆していよう。また、コストがかかるというイメージ

も強い、環境、社会の平均値が2を大きく上回っていることも注目されよう。環境については、環境問題への取り組みがイノベーションや資源の有効活用から競争力を高めるという見方 (Porter and van der Linde、1995) と整合的であり、財務データなどを用いた実証研究とも符合する。社会貢献については、Friedman(1970)以降、株主利益の追求と矛盾するという批判が根強い社会貢献であるが、本アンケートの結果は社会貢献がブランドイメージの向上などを通じて利益につながりうることを示唆している可能性もある。実際、消費者向けのアンケート調査では、ミレニアル世代など若い世代で企業の社会貢献を考慮した消費が行われていることが示されている。

次にパネル B の将来の利益の安定性への影響を見てみよう。まず注目されるのは環境、従業員、社会、ガバナンスの全てにおいてパネル A よりも平均値が高くなっていることである。このことは 2 節の議論と符合しており、良いガバナンス、積極的な CSR が将来のリスクを低下させることを示唆している。まず、CSR については、環境で 0.04、従業員で 0.09、社会で 0.12、及びガバナンスで 0.14、それぞれ高くなっている。実際、近年の実証研究では CSR と利益率との関係に関し、(肯定的な見方が多いものの) 賛否両論がある一方、CSR が将来のリスクを低減させることは多くの実証研究で示されている。具体的には 2 節で論じたように不況抵抗力を強めたり、資本コストを低下させたりする効果が示されている。分野別の分析では環境問題への積極的な取り組みがリスクを低下させることを示すものが多いが、興味深いことに、ここでの結果はガバナンス、従業員の平均得点が環境を上回っており、社会についても環境と同程度である。従業員については平均得点が 2.88 と最も高くなっているが、国際的に見て大きく見劣りする男女均等の遅れや長時間労働によるワークライフバランスの阻害といった課題が経営上、大きなリスクとなりうることが認識されているようである。本格的な人口減少社会を迎える中、限りある人材を男女分け隔てなく活用できるか否かは大きな経営リスクとして認識されている可能性がある。他方、ガバナンスについては平均値が 2.79 とパネル A の値よりも 0.14 も大きくなっていることが注目される。独立性や多様性のある取締役会を中心としたガバナンス改革が経営リスクの低減に有効であると考えている企業が多そうである。この点については 4.5 節で詳述する。

尚、ESG 各カテゴリーの平均得点は企業規模や産業によって大きく異なっている。表 3 では規模や産業によって分けたサブサンプルの分析結果を紹介している。まず

規模別について見ると、環境、従業員、社会、ガバナンスそれぞれについて利益水準への影響は 0.30、0.28、0.15、0.29 の差がある。利益の安定性への影響では差が更に大きく、それぞれ 0.43、0.29、0.30、0.36 となっている。このような差が生じた理由としては、規模が大きい企業ほど高いレベルでの社会的責任が要求されることに加え、企業活動のグローバル化も影響していよう。大企業には海外ビジネスの割合が高い企業が多いと考えられるが、これらの企業では欧米市場などで要求される環境、社会面への責任を果たすことの重要性が認識されていると考えられる。また、規模が大きい企業は海外機関投資家のポートフォリオに組み入れられる機会も多く、ESG への取り組みの推進が安定した株式所有につながることも影響していよう。

他方、産業別に見ると、環境分野における製造業と非製造業の差が大きいことが注目される。具体的には利益水準への影響で 0.32、利益の安定性への影響で 0.45 ほど製造業のスコアが高くなっている。製造業では製造プロセスにおける環境負荷や製品が及ぼす環境インパクトが経営リスクや事業機会として認識されていると考えられる。

3 節で述べたように本サーベイはセレクションバイアスの影響をある程度受けると考えられるが、サブサンプル別の分析結果は少なくとも大企業や製造業においては ESG への取り組みが利益水準、利益の安定性双方を通じて企業価値の向上につながるとの期待があることを示している。

#### 4.2 各環境項目の重要性

表 4-1 は環境の各項目に関する分析結果をまとめたものである。まず将来の利益水準(パネル A)について見ると、企業にとって最も重要な課題の一つと思われる地球温暖化対策が将来の利益水準に及ぼす影響の平均得点は 2.55 と環境全体の平均と同水準となっている。その一方、温暖化対策が利益の安定性に及ぼす影響の平均得点は 2.64 と比較的高くなっており、温暖化対策が経営リスクに影響を及ぼしうることが示唆されている。ここで注目されるのは温暖化対策に関しては将来の利益水準、安定性ともに標準偏差が最も大きくなっていることである。実際、Appendix に載せたサブサンプル別の環境分野の集計結果(表 A1)によると、企業規模が大きい企業(総資産が中心値以上の企業)、製造業における温暖化の平均得点(利益

の安定性)はそれぞれ 2.91、2.92 と 3 に近い値となっており、企業規模や業態により温暖化問題の影響は大きく異なるようである。他方、環境分野では世界的に重要な課題の一つと位置づけられている水資源の節約についてはやや低めの平均得点となっており、水資源が豊富な我が国においては水問題への認識が相対的に低いようである。また海洋プラスチック問題とも関連が強い容器包装の削減についても同程度となっている。ただし、この項目は業態による差が大きく(表 A1)、製造業においては利益水準への影響が 2.81、利益の安定性への影響が 2.82 と高くなっている。土壌汚染、大気汚染の回避についても全体のスコアは低めとなっているが、高度成長期の四大公害病を経てこれらの問題への対応が進んだことが影響している可能性がある。ただし、これらの項目についても企業規模、産業により大きな差がある。その一方、原材料の削減、廃棄物削減といったコストに直結する項目では将来の利益水準のスコアが高く、コスト削減による利益増加への期待がうかがえる。また、これらの項目では将来の利益水準への影響と将来の利益の安定性への影響でスコアが殆ど変わらないことも特徴的である。リサイクルの推進に関してもこれら両項目と同様の傾向が見られる。また、収益に直結する環境問題解決型事業への取り組みについても将来の利益水準のスコアが高く、利益の安定性との差が小さくなっている。他方、世界経済フォーラムのグローバルリスク報告書においてはインパクトの大きさを気候変動に次ぐリスクとされている生物多様性への対応については利益水準、利益の安定性ともに最もスコアが低くなっている。しかし、サブサンプル別の集計結果(表 A1)を見ると、規模が大きい企業では利益の安定性に関するスコアが 2.5 を超えており、知名度が高い大企業ではこうした問題への無関心が重要なリスクとなりかねないとの認識がうかがえる。グリーン調達に関してはやや低めのスコアとなっているが、サブサンプル別の分析では企業規模が大きい企業、製造業では利益の安定性のスコアがそれぞれ 2.62、2.70 となっており、グローバルなサプライチェーンを持つ企業では重要なリスク要因と認識されていることが分かる。

#### 4.3 各従業員項目の重要性

従業員関連の各項目(表 4-2)では、平均得点が軒並み高くなっているが、とりわけ人的資源管理の中核である能力開発の平均得点は高く、従業員関連の平均値

を押し上げている。また同様に、従業員へのインセンティブ報酬のスコアも高い。これらの施策は ESG ブームの前から人的資源管理の一環として行われており、利益水準、利益の安定性双方に良い影響を及ぼすと考えられているようだ。実際、この2つの項目では利益水準のスコアと利益の安定性のスコアが同水準となっている。安全な労働環境に関しても同様の傾向が見て取れる。そうした中、雇用の安定の平均得点が2.87(利益水準)、2.98(利益の安定性)と高くなっていることは注目されよう。日本企業の収益力回復のために事業ポートフォリオ見直しの必要性が謳われる中、終身雇用の見直し、メンバーシップ型からジョブ型への移行など日本型雇用制度のあり方が議論されているが、雇用の安定が企業価値に良い影響を及ぼすと考えている企業は依然として多いようである。

次に日本企業の ESG において最も重要な問題の一つであるジェンダーギャップについて見ると、男女均等の推進(女性役員・管理職比率向上等)が利益水準に及ぼす影響の平均得点は 2.70 と従業員関連項目の平均より若干低くなっている。しかし、利益の安定性の平均得点は 2.81 となっており、ジェンダーギャップの放置がリスク要因となるとの認識がうかがえる。このような認識は社会から注目を浴びやすい大企業で強く、規模別の集計(表 A1)で企業規模が大きい企業のスコアは 3.07 となっている。男女均等とも関連が強いワークライフバランスの推進について見ると、平均得点はやや低くなっているが、利益の安定性への影響は重視する企業も多いようである(平均得点 2.78)。この項目についても、大企業のスコアは 3.00 と高い。フレキシブルな働き方の推進については男女均等と近いスコアとなっており、コロナ禍前の状況においても多様な働き方を肯定的に捉えている企業が多いようだ。他方、障害者雇用の推進については他の項目に比べ低めの平均得点となっているが、それでも 2 を上回っている。利益の安定性に関しては平均得点が 2.46 となっており、規模別に見ると大企業で得点が高い。

#### 4.4 各社会項目の重要性

社会(表 4-3)では安心、安全な製品、サービスの提供の平均得点が極めて高くなっている。利益水準のスコアは 3.27、利益の安定性のスコアは 3.30 となっている。他の項目は比較的 average 得点が低いものが多い。とりわけ、寄附活動(政治目的のも

のを除く)、従業員によるボランティアといった事業活動と関連が薄い項目の平均値はそれぞれ 2.11、2.25(将来の利益水準)、2.27、2.39(利益の安定性)となっている。しかしそれでも利益水準への影響、利益の安定性への影響ともに 2 を超えており、事業活動と関連性が薄い CSR でも企業価値にはどちらかと言うとプラスの影響を及ぼすと考えている企業が多いようだ。こうした傾向はチャリティー目的の寄附が財務パフォーマンスを高めるという Liang and Renneboog (2017)の実証結果やマッチングギフト制度が従業員の生産性を向上させるという Gong and Grundy (2019)の実証結果とも符合する。また、社会・地域への貢献活動は寄附活動よりもスコアが高く、社会全体の平均程度となっている。こうした活動によりコミュニティと良好な関係を築くことは将来の利益にプラスに作用すると考えられているようだ。

次にサプライチェーンに関連する項目について見てみよう。2013年の Bangladesh の縫製工場の崩落事故以降、様々な産業における途上国労働者の貧困、社会問題が関心を集めるようになり、2015年の G7 サミットでは「責任あるサプライチェーン」が提唱され、企業に人権に関するデューデリジェンスを履行することを求めている。人権の尊重、倫理的な調達の前記平均得点(将来の利益水準への影響)を見ると、それぞれ 2.58、2.55 と社会全体の平均よりも若干高くなっている。更に、この 2 つの項目は利益の安定性への影響の前記平均得点が相対的に高くなっており、双方ともに 2.74 となっている。サブサンプルでの結果を見ると(表 A1)、規模が大きい企業や製造業でこれらの前記平均得点は 3 前後となっており(利益の安定性)、グローバルに活動する企業の中ではサプライチェーンでの責任を果たすことがリスクの低下につながるとの認識がうかがえる。他方、過度な租税回避行動の自粛に関しては利益水準、利益の安定性ともに前記平均得点が低くなっており、標準偏差も小さい。日本では租税回避行動に積極的な企業が比較的少ないことが影響している可能性がある。

#### 4.5 各ガバナンス項目の重要性

次にガバナンスの各項目について見て行こう(表 4-4)。まずパネル A の将来の利益水準への影響を見ると、1)取締役会の独立性は平均 2.71、2)取締役会の多様性は平均が 2.80 となっており、ガバナンス全体の平均値(2.65)よりも高くなっている。日本企業のガバナンス改革の中心である取締役改革が将来の利益水準に良い影

響を与えていると考えている企業は多いようである。特に独立性よりも多様性の平均値が高く、他の全てのガバナンス項目よりも高くなっていることが注目されよう。欧州では 2004 年にノルウェーが先鞭をつけた取締役会のクォータ制を導入する企業が相次ぎ、女性取締役比率が 3 割を超える国が増えてきている。翻って我が国の状況を見ると、女性取締役はここ 2018 年頃から増加傾向にあるものの、女性取締役が 1 人もいない企業は珍しくない。このようなジェンダーギャップに対する外圧は強まっているが、ジェンダーギャップの解消が将来に良い影響を及ぼすと考えている企業は多いようだ。次に委員会(任意のものを含む)について見ると、3)指名委員会の平均値は 2.53、4)報酬委員会の平均が 2.58 となっており、指名委員会の得点が相対的に低くなっている。6)サクセッションプランの平均が 2.74 と高いことも踏まえると、日本企業の間では CEO の選定を委員会に委ねることを肯定的に捉えていない企業も少なくないようである。他方、5)機関投資家との積極的な対話は 2.76 と高くなっており、機関投資家からの提案の中に将来の利益に良い影響を及ぼすものがあると考えている企業は多いようだ。7)経営者へのインセンティブ報酬、8)内部統制はガバナンス全体の平均に近い値となっている。その一方、9)少数株主の保護の平均得点は 2.36 と際立って低く、将来の利益への影響という観点から少数株主の保護はそれほど重視されていないようである。

次にパネル B の将来の利益の安定性について見ると、全ての項目でパネル A よりも平均値が高くなっており、ガバナンスの充実が経営リスクの低減に極めて重要であるとの認識が窺える。取締役会に関する項目を見ると、1)取締役会の独立性は平均 2.87、2)取締役会の多様性は平均が 2.92 と全体の平均値である 2.79 よりも高くなっており、取締役会の独立生、多様性の確保が将来の経営を安定させるために必要と考えていることが窺える。2.3 節で論じたように、社外取締役のモニターとしての有効性は情報収集のコストなどの企業属性によって変わってくる可能性があるし、社外取締役の金銭的なインセンティブは弱い、平均的には社外取締役が経営リスクを低減するという効果を期待している企業は多いようである。社外取締役にとってレピュテーションが重要なインセンティブとなっている可能性を踏まえると、不祥事などを防ぐことへの期待には一定の合理性があろう。パネル B における社外取締役の平均値がパネル A よりも 0.16 高くなっていることは、社会的なステイタスや名声を気に

する社外取締役への期待を表す一方、社外取締役がコンサバティブな経営を促すという議論とも整合的である。また、差は縮まっているものの、取締役会の多様性はここでも取締役会の独立性を上回っている。前述のようなジェンダーギャップ解消がもたらす効果への期待は経営リスクへの影響という点でも重要視されている。他の項目について、パネル B と、パネル A とを比較すると、6)サクセッションプランが 0.21、8)内部統制が 0.33とパネル B での平均値が高くなっていることが注目されよう。後継者の育成や社内でのコンプライアンス強化は利益向上につながるとは考えられていないものの、経営リスクを低下させる効果は期待されている。他方、委員会については、3)指名委員会、4)報酬委員会ともにパネル A よりも高くなっているが、上記のような項目に比べ平均値は低くなっている。また、9)少数株主の保護の平均得点は 2.46 と、パネル B でも最も低くなっている。但し、それでも 2 を大きく上回っており、ガバナンス改革が経営リスク低減につながることへの期待は総じて大きいと言えよう。

#### 4.6 取締役会構造と ESG の重要性

以上で紹介した本節の分析結果は、ESG への取り組みが将来の企業価値向上への期待から行われていることを示唆している。とりわけ、CSR に関連する環境、従業員、社会への取り組みについても各項目の平均得点が 2 を大きく上回っていることはステイクホルダーを大切にした経営が長期的には株主の利益につながるの期待を示唆している。

ここではこのような解釈を別の角度から検証するために、実際の実績と ESG への期待との関係を見てみよう。社外取締役比率が高い企業で企業価値向上への関心が強まると仮定すれば、そのような企業では ESG への取り組みを含め、投資プロジェクトの採算性をより厳格に見積もると考えられる。表 3 はサンプルを社外取締役比率の高低により分けた分析結果も掲載している。ESG 各カテゴリーの平均値を見ると、いずれのカテゴリーにおいても社外取締役比率が高い企業で平均得点が高くなっている。そのような傾向は将来の利益水準への影響、将来の利益の安定性への影響、双方において見られるが、とりわけ後者において差が大きくなっている。このことは ESG への取り組みが主に割引率の低下を通じて企業価値の向上につながることを示唆している。この結果は CSR とインプライド資本コストとの関係を分析した

先行研究 (Breuer et al., 2018、 Cao et al., 2019、 El Ghouli et al., 2011) と符合する。

## 5 ESG とステイクホルダー行動

2 節で論じたように、CSR に関する議論では消費者、従業員、投資家などのステイクホルダーの行動が CSR と企業価値を結びつける経路となる。そこで表 5 は ESG への積極的な取り組みが各ステイクホルダーの行動にどのように影響するか 5 段階で質問したものである (0 悪い影響を与える、1 ある程度悪い影響を与える、2 影響しない、3 ある程度良い影響を与える、4 良い影響を与える)。

まず環境への対応について見ると、全ての平均得点が 3 を超えており、環境問題への積極的な取り組みがステイクホルダーの行動に好影響を及ぼすと考えている企業が多いことが分かる。とりわけ投資家行動への影響の平均得点が高くなっており、環境リスクの低減が投資家層の拡がりにつながると考えている企業が多いことが示唆される。こうした傾向は機関投資家が気候変動をリスクファクターと見なしていることを示す近年の研究と符合する (Bolton and Kacperczyk, 2020、 Krueger et al., 2020)。また、消費者行動や従業員行動にもプラスの影響を及ぼすと考えている企業が多いことは興味深い。

従業員、社会 (従業員以外) についても平均値は全て 3 を超えている。従業員への対応が従業員行動に良い影響を及ぼすとの回答は予想通りであるが、消費者行動、投資家行動にも比較的良い影響を及ぼすと考えている企業が多いことは注目されよう。特に、社会 (従業員以外) については消費者行動への影響が他の分野 (環境、従業員、ガバナンス) よりも高くなっている。前述のように社会 (従業員以外) については事業活動と関連性が薄い項目も多いが、そのような社会問題への積極的な取り組みが企業イメージの向上から消費者の支持につながるとの期待が垣間見える。2 節で議論したように、CSR への取り組みが消費者行動に良い影響を与えることを示している先行研究は数多いが、CSR が消費者行動に影響を及ぼすためには CSR への取り組みが消費者に認知される必要がある。CSR の取り組みの中でも社会に関連するものは消費者が認知しやすく、このことが高いスコアにつながっていると考えられる。

また、従業員行動に関し、先述した環境とともに社会のスコアが 3 を超えていることは、従業員が直接の対象ではない CSR でも従業員の行動を改善させることを示唆している。CSR が心理的なメカニズムを通じて従業員行動に良い影響を及ぼすことは多くの先行研究で示されている(Gravas and Kelly, 2014, Wang et al., 2020)。

他方、ガバナンスについては予想通り、投資家行動のスコアが 3.27 と高くなっており、ガバナンス改革が投資家との良好な関係につながるの期待がうかがえる。他方、消費者行動への影響は 2.96 とやや低くなっているが、消費者が CSR ほどガバナンスに関心を持たないと考えられることを踏まえると自然な結果であろう。興味深いのは従業員行動のスコアが 3.15 と高くなっていることである。株主重視のガバナンスは時として従業員を重視した経営と対立するものと捉えられることもあるが、この結果はガバナンス改革による経営への信頼が従業員行動の改善につながることを示唆されている。

## 6 ESG と外部からの評価

次に ESG への取り組みに際し、誰からの評価を気にしているかを 5 段階で質問した結果を調べてみよう(表 6)。これによれば、国内機関投資家のスコアが 2.92 と最も高くなっている。他方、海外の機関投資家のスコアは 2.54 と国内機関投資家よりも 0.4 ポイント近く低くなっており、個人投資家(2.63)よりも低くなっている。サステナビリティレポート等を日本語のみで発行している企業が多いこともあり、日本企業の ESG への取り組みでは国内の投資家からの評価を意識しているようだ。また、日本企業の ESG への取り組みでは、ジェンダーギャップの大きさや脱原発による火力発電への依存といった日本特有の事情があることも国内機関投資家と海外機関投資家との差につながっている可能性があるだろう。国内機関投資家の次に高くなっているのは従業員、取引先である(ともに 2.77)。従業員については、2 節で論じたような CSR が従業員行動に及ぼす影響や前述の表 5 の結果を踏まえると自然な傾向である。他方、近年はサプライチェーンにおける責任にも関心が強まっているが、ここでの結果は買い手企業の CSR への取り組みが売り手企業への CSR への取り組みに影響するという Dai et al. (2020)の結果とも整合的である。地域社会もこれらに次ぐスコア(2.73)となっており、重要なステイクホルダーと考えられているようだ。他方、ESG 評

価機関(2.51)、消費者(2.50)はやや低めとなっているが、それでも2を大きく上回っており、企業が幅広いステイクホルダーからの評価を気にしていることがうかがえる。

尚本サーベイ調査では、意識している ESG 評価機関についても複数回答で調査を行ったが(表 7)、日本経済新聞社 42.7%、東洋経済新報社 41.1%と日系 2 社からの評価を気にしている企業が 4 割を超えた。日本企業はメディアで取り上げられる機会が多いランキングが企業イメージに及ぼす影響を重視していると推察される。次いで、MSCI が 30.8%、FTSE が 28.5%、CDP が 20.6%、ダウジョーンズが 19.4%、サステナリティックスが 15.8%と海外勢 5 社のレーティングが 10%以上となった。また、どの評価機関の評価も気にしていないとの回答が 24.5%あった。また、表には載せていないが規模別に見ると、規模が大きいサブサンプルでは東洋経済新報社、日本経済新聞社に加え、MSCI、FTSE からの評価を気にしている企業の比率が 50%前後となった。更に大企業では CDP、ダウジョーンズからの評価を気にしている企業の比率も 4 割前後となった。他方、規模が小さいサブサンプルでは海外からの ESG 評価を気にしている企業の比率が軒並み一桁台と極めて低くなった。企業規模が小さい企業ではそもそも海外の評価機関の評価対象となるケースが少なく、このことが 4 節で述べたような企業規模別の傾向の違いにつながっている可能性がある。

最後に本調査では ESG 評価機関による ESG 評価について記述欄を設けたが、自由記述であるにもかかわらず回答企業の 4 割近い 98 社の書き込みがあった。とりわけ大企業による記述が多かった。その中では評価機関が乱立し評価機関により ESG 評価が異なることへの戸惑いや、アンケート回答への負担を問題視する回答が数多く見られた。また、ESG 評価プロセスの透明性向上や ESG 評価機関からのフィードバックを求める回答も少なくなかった。こうした傾向は ESG 評価の不一致を指摘する先行研究と符合する(Chatterji et al., 2016、Delmas and Blass, 2010、Drempetic et al., 2020)。どのような ESG への対応が評価を高めるのか、ある程度統一された基準が企業の ESG への取り組みを推進させるために必要と思われる。

## 7 おわりに

本稿では ESG への取り組みが企業価値に及ぼす影響を探るため、将来の利益水準への影響、将来の利益の安定性への影響、双方の観点から企業に対するサ

ーベイ調査を行った。ESGのうち、EとSに関する分析結果をまとめると、セレクションバイアスの影響は払拭できないものの、環境、従業員、社会（従業員除く）、全ての項目において、将来の利益水準への影響、利益の安定性への影響双方共に平均得点が2を大きく上回っていることは、日本企業のCSRへの取り組みが全体としてはDoing well by doing goodとして解釈できることを示唆していよう。とりわけ企業規模が大きい企業、製造業では平均得点が高くなっており、これらの企業においてはCSRへの取り組みが企業価値向上において重要であるとの認識がうかがえる。

各カテゴリーを構成する項目について見ると、従業員向けCSRでは従業員の能力開発、安全な労働環境など以前から重視されてきた項目のみならず、フレキシブルな働き方、男女均等、ワークライフバランスといった最近のCSRで注目されている項目についても利益水準を高め、利益を安定させるとの回答が多かったことが注目されよう。環境については、原材料の節約、廃棄物削減など直接、コストの削減につながる項目のスコアが高かったが、最も重要なテーマと思われる地球温暖化対策についても製造業や大企業では将来の利益の安定性に影響を及ぼすと考えている企業が多かった。社会に関しては、大企業の間で人権の尊重、倫理的な調達が将来の利益の安定性に影響を及ぼすと考えている企業が多かったことが注目されよう。

他方、ガバナンスについては項目による違いはあるが、ガバナンス改革が将来の利益に良い影響を及ぼすと期待が確認された。ガバナンス改革で重要な論点となっている取締役会の独立性、多様性についても、将来の利益水準、利益の安定性の向上に寄与すると考えている企業が多いことが分かった。

ESG投資に共通するゴールは、長期的な視野を持った経営を促すことにあると思われる。本稿で紹介したサーベイ調査で明らかになった、ESGへの取り組みが将来の経営リスクを低下させると考えていることは、近年における実証研究とも符合し、CSRへの取り組みが経営リスクの低下を通じて企業価値を高める可能性を示唆している。サンプルのバイアスの影響はあるが、実証研究では必ずしも統一した傾向が見られていない利益水準についても肯定的な見方が多かったことは注目されよう。

最後に今後の研究課題について述べる。本サーベイ調査により、日本企業の事前の期待としてESGへの取り組みが企業価値に良い影響を及ぼす可能性が示唆された。このことを別の観点から見ると、ESGへの取り組みが過少になっている可能性

を示唆している。このような事前の期待が実際に積極的な ESG への取り組みにつながっているのだろうか。また、仮につながっていないとすればそれを阻害する要因は何なのであるだろうか。これらの問題については今後の研究課題としたい。

## 参考文献

- 内田交謹、2012. 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』 50(5)、8-18.
- 山田徹、臼井健人、後藤晋吾、2017. 「働きやすい会社のパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』 55(11)、75-86.
- 宮島英昭、小川亮、2012. 「日本企業の取締役構成の変化をいかに理解するか：社外取締役の導入の決定要因」『旬刊商事法務』 1973、81-95.
- 宮島英昭、齋藤卓爾、胥鵬、田中亘、小川亮、2013. 「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向うのかー「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解くー」『旬刊商事法務』第 2008 号 4-14 頁、第 2009 号 12-21 頁.
- Adams, R. B., and Ferreira, D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94(2), 291-309.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., and Zhang, C., 2019. Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science* 65(10), 4451-4469.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C., 2020. Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *Review of Corporate Finance Studies* 9(3), 593-621.
- Allen, F., Carletti, E., and Marquez, R., 2015. Stakeholder governance, competition, and firm value. *Review of Finance* 19, 1315-1346.
- Amel-Zadeh, A, and Serafeim, G., 2018. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal* 74(3). 87-103.
- Balsmeier, B., Fleming, L., and Manso, G., 2017. Independent boards and innovation. *Journal of Financial Economics* 123(3), 536-557.
- Bénabou, R., and Tirole, J., 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77(305), 1-19.

- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., and Salzmänn, A., 2018. Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance* 96, 34-55.
- Bolton, P., and Kacperczyk, M., 2020. Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Busch, T., and Friede, G., 2018. The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 25(4), 583-608.
- Cao, J., Liang, H., and Zhan, X., 2019. Peer effects of corporate social responsibility. *Management Science* 65(12), 5487-5503.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., and Touboul, S., 2016. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal* 37(8), 1597-1614.
- Chen, C., Chen, Y., Hsu, P. H., and Podolski, E. J., 2016. Be nice to your innovators: Employee treatment and corporate innovation performance. *Journal of Corporate Finance* 39, 78-98.
- Chen, J., Leung, W. S., and Evans, K. P., 2016. Are employee-friendly workplaces conducive to innovation? *Journal of Corporate Finance* 40, 61-79.
- Chen, T., Dong, H., and Lin, C., 2020. Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics* 135(2), 483-504.
- Cheng, I. H., Hong, H., and Shue, K., 2020. Do managers do good with other people's money? National Bureau of Economic Research. (No. w19432)
- Choi, D., Gao, Z., and Jiang, W., 2020. Attention to global warming. *Review of Financial Studies* 33(3), 1112-1145.
- Cornett, M. M., Erhemjamts, O., and Tehranian, H., 2016. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of US commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking & Finance* 70, 137-159.

- Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., and Vlachos, J., 2009. Do entrenched managers pay their workers more? *Journal of Finance* 64(1), 309-339.
- Dai, R., Liang, H., and Ng, L., 2020. Socially responsible corporate customers. *Journal of Financial Economics*. forthcoming
- Delmas, M., and Blass, V. D., 2010. Measuring corporate environmental performance: The trade - offs of sustainability ratings. *Business Strategy and the Environment* 19(4), 245-260.
- Deng, X., Kang, J. K., and Low, B. S., 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics* 110(1), 87-109.
- Deng, X., and Xu, Y., 2017. Consumers' responses to corporate social responsibility initiatives: The mediating role of consumer-company identification. *Journal of Business Ethics* 142(3), 515-526.
- Dimson, E., Karakaş, O., and Li, X., 2015. Active ownership. *Review of Financial Studies* 28(12), 3225-3268.
- Drempetic, S., Klein, C., and Zwergel, B., 2020. The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics* 167, 333-360.
- Duchin, R., Matsusaka, J., and Ozbas, O., 2010. When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics* 96, 195-214.
- Edmans, A., 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics* 101(3), 621-640.
- Edmans, A., 2012. The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility. *Academy of Management Perspectives* 26(4). 1-19.
- Edmans, A., Li, L., and Zhang, C., 2020. Employee satisfaction, labor market flexibility, and stock returns around the World. Working Paper Available

at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=2461003>

- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., and Misra, D., 2011. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance* 35. 2388-2406.
- Faleye, O., and Trahan, E. A., 2011. Labor-friendly corporate practices: Is what is good for employees good for shareholders? *Journal of Business Ethics* 101(1), 1-27.
- Fatma, M., and Rahman, Z., 2015. Consumer perspective on CSR literature review and future research agenda. *Management Research Review* 38(2),195-216.
- Ferrell, A., Liang, H., and Renneboog, L., 2016. Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics* 122(3). 585-606.
- Flammer, C., 2015. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science* 61(11), 2549-2568.
- Friedman, M., 1970. The social responsibility of business is to increase profit. *New York Times Magazine* (September 13) .
- Glavas, A., and Kelley, K., 2014. The effects of perceived corporate social responsibility on employee attitudes. *Business Ethics Quarterly* 24(2), 165-202.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., and Hansen, J. M., 2009. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal* 30(4), 425-445.
- Gong, N., and Grundy, B., 2019. Can socially responsible firms survive competition? An analysis of corporate employee matching grant schemes. *Review of Finance* 23(1), 199-243.
- Green, T. C., Huang, R., Wen, Q., and Zhou, D., 2019. Crowdsourced employer reviews and stock returns. *Journal of Financial Economics* 134. 236-251.

- Guo, L., and Masulis, R. W., 2015. Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *Review of Financial Studies* 28(10), 2770-2811.
- Heinkel, R., Kraus, A., and Zechner, J., 2001. The effect of green investing on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36. 431-449.
- Hong, H., & Kacperczyk, M., 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics* 93(1), 15-36.
- Horváthová, E., 2010. Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics*, 70(1), 52-59.
- Janssen, C., and Vanhamme, J., 2015. Theoretical lenses for understanding the CSR-consumer paradox. *Journal of Business Ethics* 130(4), 775-787.
- Krueger, P., 2015. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 115(2), 304-329.
- Krueger, P., Sautner, Z., and Starks, L. T., 2020. The importance of climate risks for institutional investors. *Review of Financial Studies* 33(3), 1067-1111.
- Lee, K. H., and Shin, D., 2010. Consumers' responses to CSR activities: The linkage between increased awareness and purchase intention. *Public Relations Review* 36(2), 193-195.
- Liang, H., and Renneboog, L., 2017. Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy* 33(2).278-316.
- Lins, K. V., Roth, L., Servaes, H., and Tamayo, A., 2020. Gender, culture, and firm value: Evidence from the Harvey Weinstein Scandal and the# MeToo movement. University of Alberta School of Business Research Paper, (2019-509).
- Lins, K. V., Servaes, H., and Tamayo, A., 2017. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance* 72(4), 1785-1824.

- Masulis, R. W., and Reza, S. W., 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies* 28(2), 592-636.
- McKinsey & Company, 2020. The ESG premium: New perspectives on value and performance.  
<https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/ourinsights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>
- Morikawa, M., 2020. Effects of outside directors on firms' investments and performance: Evidence from a quasi-natural experiment in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 56.
- Pomering, A., and Dolnicar, S., 2009. Assessing the prerequisite of successful CSR implementation: are consumers aware of CSR initiatives? *Journal of Business Ethics* 85(2), 285-301.
- Porter, M., and Van der Linde, C., 1995. Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives* 9, 97-118.
- Sen, S., and Bhattacharya, C. B., 2001. Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of Marketing Research* 38(2), 225-243.
- Sen, S., Du, S., and Bhattacharya, C. B., 2016. Corporate social responsibility: A consumer psychology perspective. *Current Opinion in Psychology* 10, 70-75.
- Servaes, H., and Tamayo, A., 2013. The impact of corporate social responsibility on the value of the firm: The role of customer awareness. *Management Science* 59. 1045-1061
- Tanaka, T., 2019. Gender diversity on Japanese corporate boards. *Journal of the Japanese and International Economies* 51. 19-31.
- Wang, Y., Xu, S., and Wang, Y., 2020. The consequences of employees' perceived corporate social responsibility: A meta - analysis. *Business Ethics: A European Review* 29(3), 471-496.

表 1 サンプルの属性

東証上場区分			業種の分布（東証17業種分類）		
	ユニバース	サンプル		ユニバース	サンプル
東証一部	56.9%	64.4%	食品	3.7%	2.4%
東証二部	13.9%	8.4%	エネルギー資源	0.5%	0.0%
マザーズ	7.4%	10.5%	建設・資材	8.6%	9.0%
ジャスダック	19.2%	15.1%	素材・化学	7.9%	10.6%
その他	2.9%	2.9%	医薬品	1.8%	1.2%
			自動車・輸送機	3.0%	2.4%
			鉄鋼・非鉄	2.1%	2.4%
			機械	6.2%	4.9%
			電機・精密	8.1%	7.8%
			情報通信・サービスその他	27.2%	31.8%
			電気・ガス	0.6%	1.2%
			運輸・物流	3.3%	3.3%
			商社・卸売	8.9%	9.4%
			小売	9.6%	6.9%
			銀行	2.3%	2.0%
			金融（銀行除く）	2.4%	2.4%
			不動産	3.6%	2.0%

  

従業員数（連結）の分布		
	ユニバース	サンプル
500人未満	41.2%	34.3%
500～1000人	17.8%	13.8%
1000～5000人	26.6%	28.9%
5000人～10000人	6.2%	5.0%
10000人～30000人	5.1%	10.5%
30000人以上	3.0%	7.5%

（注）サンプルは回答企業253社、ユニバースは、2019年2月末時点で上場している企業3764社。日経NEEDS-Cgesより入手。

表 2 ESG 各カテゴリーの平均得点

<b>パネルA：将来の利益の水準</b>						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
環境	245	2.55	0.61	0.40	4.00	
従業員	249	2.79	0.63	1.25	4.00	
社会（従業員以外）	250	2.48	0.50	1.33	4.00	
ガバナンス	250	2.65	0.61	1.33	4.00	
<b>パネルB：将来の利益の安定性</b>						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
環境	247	2.59	0.64	0.40	4.00	
従業員	251	2.88	0.62	0.50	4.00	
社会（従業員以外）	252	2.60	0.51	1.00	4.00	
ガバナンス	252	2.79	0.61	1.11	4.00	

注) 環境 10 項目, 従業員 8 項目, 社会 (従業員以外) 9 項目、ガバナンス 9 項目について、それぞれ 0 から 4 までの該当する数字を選んでもらい、回答をカテゴリー毎に集計した。将来の利益水準については、0 減少させる, 1 ある程度減少させる, 2 影響しない, 3 ある程度増加させる, 4 増加させる, の 5 段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする, 1 ある程度利益を不安定にする, 2 影響しない, 3 ある程度利益を安定させる, 4 利益を安定させる, の 5 段階である。

表 3 サブサンプル別の平均得点

1)将来の利益水準への影響						
	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
環境	2.39	2.69***	2.42	2.74***	2.47	2.62*
従業員	2.66	2.94***	2.76	2.87	2.71	2.91**
社会	2.42	2.57**	2.46	2.54	2.43	2.55*
ガバナンス	2.51	2.81***	2.59	2.78**	2.58	2.76**
2)将来の利益の安定性への影響						
	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
環境	2.38	2.81***	2.42	2.87***	2.51	2.70**
従業員	2.74	3.04***	2.83	2.99*	2.76	3.03***
社会	2.46	2.75***	2.53	2.73***	2.50	2.72***
ガバナンス	2.63	2.99***	2.71	2.97***	2.67	2.96***

注) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ有意水準 1%、5%、10%で両グループ間に有意な差があることを意味する。

表 4 各細目の平均得点

(1) 環境

パネルA：将来の利益の水準						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1) 地球温暖化対策	238	2.55	0.95	0.00	4.00	
(2) 水資源の節約	238	2.47	0.78	0.00	4.00	
(3) 原材料の節約	238	2.80	0.86	0.00	4.00	
(4) 土壌汚染、大気汚染の回避	236	2.40	0.81	0.00	4.00	
(5) 廃棄物の削減	239	2.74	0.84	0.00	4.00	
(6) 容器包装の削減	234	2.53	0.81	0.00	4.00	
(7) リサイクルの推進	237	2.57	0.87	0.00	4.00	
(8) 生物多様性への配慮	232	2.25	0.67	1.00	4.00	
(9) グリーン調達の実進	237	2.34	0.84	1.00	4.00	
(10) 環境問題解決型事業への取り組み	237	2.72	0.89	0.00	4.00	
パネルB：将来の利益の安定性						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1) 地球温暖化対策	243	2.64	0.91	0.00	4.00	
(2) 水資源の節約	241	2.50	0.75	0.00	4.00	
(3) 原材料の節約	240	2.78	0.84	0.00	4.00	
(4) 土壌汚染、大気汚染の回避	241	2.49	0.83	0.00	4.00	
(5) 廃棄物の削減	242	2.74	0.84	0.00	4.00	
(6) 容器包装の削減	236	2.50	0.77	0.00	4.00	
(7) リサイクルの推進	240	2.60	0.80	0.00	4.00	
(8) 生物多様性への配慮	235	2.34	0.72	0.00	4.00	
(9) グリーン調達の推進	241	2.47	0.79	0.00	4.00	
(10) 環境問題解決型事業への取り組み	239	2.76	0.84	0.00	4.00	

注) 環境 10 項目について 0 から 4 までの該当する数字を選んでもらい、それぞれの回答を集計した。将来の利益水準については、0 減少させる、1 ある程度減少させる、2 影響しない、3 ある程度増加させる、4 増加させる、の 5 段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする、1 ある程度利益を不安定にする、2 影響しない、3 ある程度利益を安定させる、4 利益を安定させる、の 5 段階である。

## (2) 従業員

パネルA：将来の利益の水準					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
(1) 男女均等の推進（女性役員・管理職比率向上等）	249	2.70	0.81	1.00	4.00
(2) ワークライフバランスの推進	249	2.61	0.94	1.00	4.00
(3) 従業員の能力開発	249	3.29	0.72	1.00	4.00
(4) 従業員へのインセンティブ報酬	246	2.84	0.83	1.00	4.00
(5) 雇用の安定	249	2.87	0.86	0.00	4.00
(6) フレキシブルな働き方の推進	249	2.76	0.82	1.00	4.00
(7) 障害者雇用の推進	249	2.33	0.75	0.00	4.00
(8) 安全な労働環境	249	2.90	0.88	0.00	4.00
パネルB：将来の利益の安定性					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
(1) 男女均等の推進（女性役員・管理職比率向上等）	249	2.81	0.81	0.00	4.00
(2) ワークライフバランスの推進	251	2.78	0.86	0.00	4.00
(3) 従業員の能力開発	251	3.30	0.70	0.00	4.00
(4) 従業員へのインセンティブ報酬	248	2.81	0.84	0.00	4.00
(5) 雇用の安定	251	2.98	0.81	0.00	4.00
(6) フレキシブルな働き方の推進	251	2.82	0.80	0.00	4.00
(7) 障害者雇用の推進	251	2.46	0.71	1.00	4.00
(8) 安全な労働環境	251	3.03	0.84	0.00	4.00

注) 従業員 8 項目について 0 から 4 までの該当する数字を選んでもらい、それぞれの回答を集計した。将来の利益水準については、0 減少させる、1 ある程度減少させる、2 影響しない、3 ある程度増加させる、4 増加させる、の 5 段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする、1 ある程度利益を不安定にする、2 影響しない、3 ある程度利益を安定させる、4 利益を安定させる、の 5 段階である。

### (3) 社会

パネルA：将来の利益の水準						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1) 安心、安全な製品、サービスの提供	249	3.27	0.78	1.00	4.00	
(2) BOPビジネスの推進	234	2.50	0.69	0.00	4.00	
(3) 社会・地域への貢献活動	247	2.54	0.68	1.00	4.00	
(4) 寄附活動（政治目的のものを除く）	247	2.11	0.67	0.00	4.00	
(5) NPOやNGO等との協働	246	2.35	0.68	0.00	4.00	
(6) 人権の尊重	248	2.58	0.79	1.00	4.00	
(7) 倫理的な調達	243	2.55	0.82	1.00	4.00	
(8) 従業員によるボランティア活動の支援	248	2.25	0.62	1.00	4.00	
(9) 過度な租税回避行動の自粛	240	2.20	0.59	0.00	4.00	
パネルB：将来の利益の安定性						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1) 安心、安全な製品、サービスの提供	250	3.30	0.79	0.00	4.00	
(2) BOPビジネスの推進	236	2.56	0.71	0.00	4.00	
(3) 社会・地域への貢献活動	249	2.64	0.68	1.00	4.00	
(4) 寄附活動（政治目的のものを除く）	248	2.27	0.62	0.00	4.00	
(5) NPOやNGO等との協働	248	2.42	0.68	0.00	4.00	
(6) 人権の尊重	250	2.74	0.80	0.00	4.00	
(7) 倫理的な調達	246	2.74	0.80	1.00	4.00	
(8) 従業員によるボランティア活動の支援	250	2.39	0.61	1.00	4.00	
(9) 過度な租税回避行動の自粛	242	2.31	0.63	1.00	4.00	

注) 社会（従業員以外）9項目について0から4までの該当する数字を選んでもらい、それぞれの回答を集計した。将来の利益水準については、0 減少させる、1 ある程度減少させる、2 影響しない、3 ある程度増加させる、4 増加させる、の5段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする、1 ある程度利益を不安定にする、2 影響しない、3 ある程度利益を安定させる、4 利益を安定させる、の5段階である。

#### (4) ガバナンス

パネルA：将来の利益の水準						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1)取締役会の独立性	248	2.71	0.75	0.00	4.00	
(2)取締役会の多様性	248	2.80	0.75	1.00	4.00	
(3)指名委員会の設置（任意のものを含む）	242	2.53	0.74	0.00	4.00	
(4)報酬委員会の設置（任意のものを含む）	244	2.58	0.73	0.00	4.00	
(5)機関投資家との積極的な対話	249	2.76	0.82	1.00	4.00	
(6)サクセッションプラン（後継者育成計画）	247	2.74	0.76	1.00	4.00	
(7)経営者へのインセンティブ報酬	248	2.69	0.78	1.00	4.00	
(8)内部統制	250	2.66	0.85	0.00	4.00	
(9)少数株主の保護	248	2.36	0.65	1.00	4.00	
パネルB：将来の利益の安定性						
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	
(1)取締役会の独立性	250	2.87	0.79	0.00	4.00	
(2)取締役会の多様性	251	2.92	0.76	1.00	4.00	
(3)指名委員会の設置（任意のものを含む）	244	2.67	0.75	0.00	4.00	
(4)報酬委員会の設置（任意のものを含む）	246	2.69	0.76	1.00	4.00	
(5)機関投資家との積極的な対話	251	2.89	0.81	0.00	4.00	
(6)サクセッションプラン（後継者育成計画）	249	2.95	0.76	0.00	4.00	
(7)経営者へのインセンティブ報酬	250	2.70	0.81	0.00	4.00	
(8)内部統制	252	2.99	0.75	1.00	4.00	
(9)少数株主の保護	250	2.46	0.70	1.00	4.00	

注) ガバナンス 9 項目について 0 から 4 までの該当する数字を選んでもらい、それぞれの回答を集計した。将来の利益水準については、0 減少させる、1 ある程度減少させる、2 影響しない、3 ある程度増加させる、4 増加させる、の 5 段階である。また、将来の利益の安定性に関しては、0 利益を不安定にする、1 ある程度利益を不安定にする、2 影響しない、3 ある程度利益を安定させる、4 利益を安定させる、の 5 段階である。

表 5 ESG がステイクホルダー行動に及ぼす影響

<b>パネルA：環境</b>					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
消費者行動への影響	252	3.07	0.71	1	4
従業員行動への影響	253	3.11	0.69	1	4
投資家行動への影響	253	3.16	0.72	1	4
<b>パネルB：従業員</b>					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
消費者行動への影響	251	3.07	0.70	2	4
従業員行動への影響	253	3.37	0.67	1	4
投資家行動への影響	251	3.02	0.74	1	4
<b>パネルC：社会</b>					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
消費者行動への影響	252	3.14	0.68	1	4
従業員行動への影響	253	3.14	0.68	2	4
投資家行動への影響	252	3.15	0.67	2	4
<b>パネルD：ガバナンス</b>					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
消費者行動への影響	251	2.96	0.77	1	4
従業員行動への影響	253	3.15	0.71	1	4
投資家行動への影響	252	3.27	0.70	1	4

注) ESG の各カテゴリーへの取り組みが各ステイクホルダーの行動に及ぼす影響を 5 段階で質問し (0 悪い影響を与える、1 ある程度悪い影響を与える、2 影響しない、3 ある程度良い影響を与える、4 良い影響を与える)、それぞれの平均値等を求めた。

表 6 評価を重視するステイクホルダー

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
国内の機関投資家	253	2.92	1.05	0	4
従業員	252	2.77	1.03	0	4
取引先	253	2.77	1.10	0	4
地域社会	252	2.73	1.08	0	4
個人投資家	252	2.63	1.07	0	4
海外の機関投資家	252	2.54	1.24	0	4
ESG評価機関	252	2.51	1.26	0	4
消費者	250	2.50	1.14	0	4
政府	253	2.19	1.11	0	4
NPO、NGO	253	2.06	1.11	0	4

注) ESG への取り組みに際し、評価を気にするステイクホルダーを 5 段階で質問し (0 全く意識していない、1 あまり意識していない、2 どちらともいえない、3 ある程度意識している、4 ととても意識している)、それぞれの平均値等を求めた。

表 7 評価を気にしている ESG レーティング (10%以上のみ)

Variable	Obs	Mean
日本経済新聞社	253	42.7%
東洋経済新報社	253	41.1%
MSCI	253	30.8%
FTSE	253	28.5%
CDP	253	20.6%
ダウジョーンズ	253	19.4%
サステナリティクス	253	15.8%

## Appendix

表 A1 サブサンプル別 各カテゴリー細目

## パネルA 環境

1)将来の利益水準への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
(1) 地球温暖化対策	2.37	2.72***	2.48	2.66	2.45	2.65
(2) 水資源の節約	2.28	2.63***	2.31	2.70***	2.37	2.56*
(3) 原材料の節約	2.58	3.00***	2.57	3.13***	2.75	2.84
(4) 土壌汚染、大気汚染の回避	2.26	2.51**	2.33	2.47	2.30	2.47
(5) 廃棄物の削減	2.62	2.85**	2.56	3.01***	2.68	2.78
(6) 容器包装の削減	2.43	2.64**	2.36	2.81***	2.46	2.62
(7) リサイクルの推進	2.35	2.78***	2.43	2.81***	2.52	2.63
(8) 生物多様性への配慮	2.16	2.33**	2.25	2.25	2.20	2.29
(9) グリーン調達への推進	2.29	2.39	2.26	2.46*	2.32	2.36
(10) 環境問題解決型事業への取り組み	2.47	2.97***	2.51	3.06***	2.70	2.75
2)将来の利益の安定性への影響						
	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
(1) 地球温暖化対策	2.38	2.91***	2.48	2.92***	2.55	2.77*
(2) 水資源の節約	2.27	2.75***	2.32	2.82***	2.42	2.62*
(3) 原材料の節約	2.54	3.02***	2.53	3.16***	2.75	2.83
(4) 土壌汚染、大気汚染の回避	2.29	2.70***	2.33	2.76***	2.43	2.57
(5) 廃棄物の削減	2.57	2.93***	2.54	3.08***	2.70	2.81
(6) 容器包装の削減	2.38	2.65***	2.32	2.82***	2.46	2.59
(7) リサイクルの推進	2.33	2.89***	2.42	2.93***	2.54	2.71
(8) 生物多様性への配慮	2.14	2.52***	2.26	2.46**	2.22	2.45**
(9) グリーン調達への推進	2.31	2.63***	2.33	2.70***	2.37	2.58**
(10) 環境問題解決型事業への取り組み	2.50	3.04***	2.57	3.10***	2.71	2.85

注) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ有意水準 1%、5%、10%で両グループ間に有意な差があることを意味する。以下、パネル B～パネル D も同様。

パネルB 従業員

1)将来の利益水準への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
	(1) 男女均等の推進(女性役員・管理職比率向上等)	2.52	2.92***	2.68	2.79	2.64
(2) ワークライフバランスの推進	2.41	2.83***	2.58	2.70	2.51	2.75**
(3) 従業員の能力開発	3.21	3.42**	3.30	3.34	3.25	3.40
(4) 従業員へのインセンティブ報酬	2.73	2.97**	2.81	2.91	2.74	2.97**
(5) 雇用の安定	2.78	2.97*	2.89	2.86	2.80	2.97
(6) フレキシブルな働き方の推進	2.67	2.91**	2.74	2.86	2.65	2.93***
(7) 障害者雇用の推進	2.27	2.41	2.30	2.41	2.25	2.43*
(8) 安全な労働環境	2.72	3.09***	2.76	3.13***	2.82	3.00

  

2)将来の利益の安定性への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
	(1) 男女均等の推進(女性役員・管理職比率向上等)	2.59	3.07***	2.80	2.88	2.68
(2) ワークライフバランスの推進	2.63	2.97***	2.75	2.88	2.66	2.95
(3) 従業員の能力開発	3.18	3.44***	3.27	3.38	3.21	3.44***
(4) 従業員へのインセンティブ報酬	2.75	2.91	2.79	2.89	2.73	2.95**
(5) 雇用の安定	2.89	3.09**	2.97	3.02	2.86	3.13**
(6) フレキシブルな働き方の推進	2.71	2.98***	2.79	2.93	2.68	3.02***
(7) 障害者雇用の推進	2.35	2.61***	2.40	2.61**	2.36	2.59**
(8) 安全な労働環境	2.83	3.23***	2.87	3.30***	2.91	3.17**

パネルC 社会

1)将来の利益水準への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
	(1) 安心、安全な製品、サービスの提供	3.17	3.39**	3.18	3.44***	3.24
(2) BOPビジネスの推進	2.50	2.52	2.47	2.56	2.47	2.54
(3) 社会・地域への貢献活動	2.50	2.60	2.51	2.61	2.53	2.57
(4) 寄附活動(政治目的のものを除く)	2.05	2.18	2.11	2.13	2.04	2.19*
(5) NPOやNGO等との協働	2.27	2.45**	2.33	2.41	2.24	2.48***
(6) 人権の尊重	2.47	2.72**	2.58	2.62	2.53	2.66
(7) 倫理的な調達	2.48	2.65	2.51	2.66	2.49	2.64
(8) 従業員によるボランティア活動の支援	2.20	2.31	2.26	2.25	2.22	2.28
(9) 過度な租税回避行動の自粛	2.12	2.28**	2.20	2.21	2.16	2.25

  

2)将来の利益の安定性への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
	(1) 安心、安全な製品、サービスの提供	3.17	3.44***	3.14	3.58***	3.19
(2) BOPビジネスの推進	2.50	2.64	2.50	2.67*	2.47	2.66**
(3) 社会・地域への貢献活動	2.53	2.75**	2.58	2.74*	2.57	2.73*
(4) 寄附活動(政治目的のものを除く)	2.19	2.37**	2.27	2.30	2.18	2.38**
(5) NPOやNGO等との協働	2.31	2.55***	2.37	2.52	2.30	2.56***
(6) 人権の尊重	2.50	3.01***	2.62	2.97***	2.61	2.91***
(7) 倫理的な調達	2.51	3.00***	2.60	3.01***	2.63	2.90***
(8) 従業員によるボランティア活動の支援	2.28	2.51***	2.37	2.44	2.31	2.49**
(9) 過度な租税回避行動の自粛	2.19	2.46***	2.30	2.36	2.25	2.42**

パネルD ガバナンス

1)将来の利益水準への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
	(1)取締役会の独立性	2.61	2.85**	2.65	2.86**	2.68
(2)取締役会の多様性	2.67	2.98***	2.75	2.94*	2.74	2.91*
(3)指名委員会の設置(任意のものを含む)	2.37	2.71***	2.47	2.66*	2.44	2.67**
(4)報酬委員会の設置(任意のものを含む)	2.43	2.73***	2.49	2.73**	2.48	2.69**
(5)機関投資家との積極的な対話	2.62	2.96***	2.68	2.96***	2.67	2.91**
(6)サクセッションプラン(後継者育成計画)	2.59	2.90***	2.62	2.95***	2.71	2.80
(7)経営者へのインセンティブ報酬	2.54	2.83***	2.61	2.81*	2.58	2.81**
(8)内部統制	2.55	2.81**	2.61	2.79	2.64	2.74
(9)少数株主の保護	2.23	2.49***	2.35	2.39	2.31	2.42
2)将来の利益の安定性への影響	企業規模別		産業別		社外取締役比率別	
	Small	Large	非製造業	製造業	Low	High
(1)取締役会の独立性	2.74	3.03***	2.77	3.06***	2.74	3.03***
(2)取締役会の多様性	2.75	3.14***	2.89	3.04	2.75	3.15***
(3)指名委員会の設置(任意のものを含む)	2.48	2.88***	2.58	2.85***	2.52	2.86***
(4)報酬委員会の設置(任意のものを含む)	2.53	2.88***	2.60	2.89***	2.55	2.88***
(5)機関投資家との積極的な対話	2.70	3.11***	2.78	3.11***	2.68	3.14***
(6)サクセッションプラン(後継者育成計画)	2.76	3.14***	2.82	3.16***	2.88	3.05*
(7)経営者へのインセンティブ報酬	2.54	2.91***	2.62	2.89***	2.62	2.85**
(8)内部統制	2.85	3.16***	2.91	3.15**	2.93	3.08
(9)少数株主の保護	2.29	2.65***	2.42	2.55	2.40	2.55*