

## ◆ 研究論文 ◆

# ESG 時代の企業努力と公益性の関係性

## —Public Value 理論に基づいて—

坂本 祐太（京都大学大学院 地球環境学舎 環境マネジメント専攻（卒業））

### 1. はじめに

持続可能な経営を追求するにあたって、いわゆる社会的な便益の創出を通じた事業体の公器としての役割を重視する傾向が強まっている。特に経営学の領域では、啓発されたステークホルダー主義への回帰、コーポレートガバナンス改革、インタンジブルズ経営などを筆頭に ESG の G の領域を中心とした発展に注力されてきている（伊藤ら, 2016; 梅田, 2018; 田村, 2018）。しかし、E と S の領域へと企業責務が拡張されていくことは、企業にとってのステークホルダー概念として、いわゆる株主・従業員・顧客といった事業体に対して物理的に近縁なステークホルダーではなく、社外や外部といった物理的に遠縁なステークホルダー（主に株を所有しない一般市民や地域社会が考えられる）までも認識することが重要となり〔内山, 2015〕、要は「広義のステークホルダー」へと概念が広範に拡張されていくことを意味する。この前提を踏まえると、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係の具体化、要は一般市民や地域社会と事業体の利害関係と相互影響関係を具体化することこそがコーポレートガバナンス改革の中核的議題となるべきところであるが、実際には、企業が企業にとっての重要なステークホルダーを特定している状況があり、従って「事業者目線で特定した、特定のステークホルダー」と経済主体のトレードオフ関係に焦点を当てたコーポレートガバナンスが実践されていることが問題であると考えられる〔エクレス クルス, 2015〕。このように、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係に対して明確な基準が存

在していない現状を踏まえると、社会的便益や公益性への貢献を強調する理念が先走るだけで具体的実現性は曖昧となり、結果的に企業価値向上戦略を毀損する可能性が危険視されている〔田村, 2020〕。この懸念についてはエクレスら（2015）も、「『私たちは全てのステークホルダーを大切にする』といった懐柔的でおざりな言葉によって、この対立を回避しようとする試みは、マテリアルな課題を決定する企業の能力に暗い影を落とすだけでなく、企業報告の変革の動きの便益を得る企業の力を阻害することにもなる」と述べている。従って、持続可能な経営の次なる発展には「広義のステークホルダー概念の具体化」がまず重要であると考えられる。

その為には、広義のステークホルダーに対する企業の社会的な貢献度、つまりは公益の創出を定量化し企業の公益性を評価できなければならない。広義のステークホルダーに対する企業の貢献をどの様に可視化し、評価・指標化することができるかが重要となる。この課題に対して、サステナビリティ・レポートや統合報告書などの既存アプローチを充足する形で、新たな視点から経済主体の公益性を評価できるアプローチを提唱する。このアプローチにより評価・具体化された企業の公益性に対して、ESG 時代の企業による様々な活動がどの様に関係しているのか、要は ESG 時代の企業努力によって公益性は向上・改善されるといえるのかどうか、との観点について示唆を与えるのが本稿の目的である。

本稿は下記のように構成し、論述を展開する。まず、【2 節】では、理念的には全てのステークホルダーの重視を掲げるが、実際には特定のステークホルダーに対象が偏ってしまっているコーポレートガバナンスの実態を

明らかにする。そして【3節】では、広義のステークホルダーへの価値創出を評価することに特化した手法としてアウトサイドインなアプローチとのアイデアを提示し、具体的な評価手法としてPublic Value理論に基づく公益評価手法を提唱する。また、実際に行った実証実験の概要についても説明する。【4節】では、実証データを元に、ESG時代の企業努力と公益性の関係性を明らかにし、考察を述べる。最後に、【5節】では結論をまとめ、また今後の研究課題を述べる。

## 2. 公益性を重視したガバナンスにおける課題の明確化

広義のステークホルダー概念を具体化するために、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係の明確化が重要な課題であると論じた。この課題はどちらかといえば概念的な課題であるから、本節ではこの課題についてより具体的に論じていきたい。サステナビリティ・レポートや統合報告書を事例に実態を踏まえた具体化な課題を明らかにし、また本稿が提唱する新たな概念であるアウトサイドインなアプローチの定義について述べていく。

統合報告が果たすべき役割については、「投資家との対話による長期的な企業価値の創造」と「価値創造に影響する多様なステークホルダーの認識(多元的な企業価値の追求)による長期的な企業価値の創造」の2つであると定義されている[内山, 2015]。また、内山(2015)は、多元的な企業価値を追求することは企業の財務的な企業価値(「経済価値」)だけでなく、非財務的な企業価値をも併せて考慮することが重要だと論じ、また、非財務的な企業価値とは、内部のステークホルダーを対象とする「組織価値」と外部のステークホルダーを対象とする「社会価値」の2つから構成されていると提唱した。ステークホルダーの内部と外部との区別に明確な基準はなく、しかし、要は「全てのステークホルダー」が本来意図すべきステークホルダー

には、経済主体に対して物理的に近縁か遠縁かの2種があり、要は内と外の両者を併せて認識することが重要であると論じている。そして、このステークホルダーの認識を通じ、ひいては「外部のガバナンス」の強化を有効的に機能させる一つの手段としての役割が統合報告書には見いだせると論じている。

従って、対話をする相手(広義のステークホルダー)を認識すること、そして対話を実現すること、の2つが統合報告書の主な目的であると考えられる。そして、「対話性の強化」を具体的に明記するならば、広義のステークホルダーを認識するために多元的な企業価値を財務情報並びに非財務情報にて具体化し、それらを結合させて実務上の戦略に反映することが重要となる。

統合報告書が本来の目的として定める「対話性の強化」について、実際には2つのアプローチが存在していると考えられる。本稿ではその2つを【図1】の様定義する。

「対話性の強化」を事業体目線で考える手法である「インサイドアウトなアプローチ」は、事業体自身(内部を意図したインサイド)が社会(外部を意図したアウト)に対する発信を通じたエンゲージメントに特化している。反対に、「対話性の強化」を広義のステークホルダー目線で考える手法である「アウトサイドインなアプローチ」は、社会もしくは広義のステークホルダー(アウトサイド)からの視点で事業体(イン)に対するエンゲージメントに特化している。

これまで説明してきたように、統合報告書

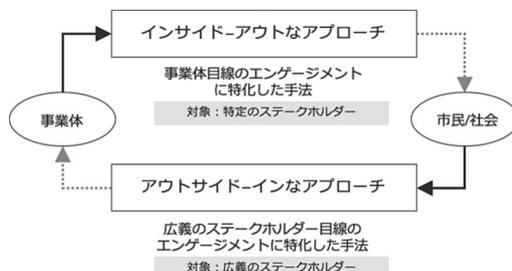


図1) インサイドアウトなアプローチとアウトサイドインなアプローチの定義

における「対話性の強化」は広義のステークホルダーを対象とすることを理念的に掲げている。しかし実態は、インサイダーアウトなアプローチによる特定のステークホルダーのみを対象とした価値創出に留まっている。この点について実例を参考としながら明らかにしていく。

現状の統合報告書はインサイダーアウトなアプローチを採用している場合が多い。例えば、エーザイは〔伊藤, 2019〕でも統合報告における価値創造と資本の結合性を重視している事例として登場するほどに統合報告書の役割を重視した先進的企業である。特に注目に値するのは、ステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係に対して実証研究を行い、具体的な指標（影響度合い）を示していることである。これはまさしく、財務情報（PBR）と非財務情報（人的資本・研究開発への投資や女性管理職比率・育児面での支援）を結合させた事例として特筆に値する〔エーザイ株式会社, 2020〕。しかし、内山（2015）の指摘に立ち返ると、多元的な企業価値を追求することは外部のステークホルダーを認識することであり、そこに社会価値は宿ると考えられる。一方で、エーザイが実証研究にて提示した非財務情報（人的資本・研究開発投資・女性管理職比率など）は全て社内での取り組みであり、要は企業との物理的な近縁にあるステークホルダーに限定された情報であると考えられ、従って社会価値ではなく組織価値に分類できる。エーザイがトレードオフ関係を具体化したのは組織価値に内包可能な狭義のステークホルダーに偏っていると指摘できる。つまり、企業が一部のステークホルダーを特定した上での戦略となっており、これは広義ではなく特定のステークホルダーを対象としていると表現することがふさわしい。

このような傾向はエーザイに限ったものではなく統合報告書全体の傾向であるといえる。GRIが発表したりサーチペーパー<sup>1)</sup>においても、「約半数の『“自称” 統合報告書』は、同一の表紙のもとで、2つの別個の刊行物、アニュアルレポートとサステナビリティ・レポートであり、最低限の『統合』がなされて

いるだけである<sup>2)</sup>」と示されており、やはり統合性は不十分であると認識できる。結果、統合報告書はインサイダーアウトな傾向が強く反映されている実態があり、特定のステークホルダーのみを対象とした、つまりは事業者目線への偏りが生じていることは明確である。

また、サステナビリティ・レポートにおいてもインサイダーアウトな傾向は問題視されている。サステナビリティ・レポートの水準を規定する国際機関であるGRIは「Materiality Matrix」（以下、MMと略称）とのフレームワークを提供しており、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を意識したフレームワークの活用を推奨し始めている〔GRI, 2016〕。MMは、Y軸に「ステークホルダー評価と意思決定への影響度」を据え、X軸に「経済、環境、社会への影響度の重要度」を据え、企業の様々な活動をプロットし、Y軸X軸ともに高い重要性を備える項目を企業にとってマテリアルな課題と定義する。このフレームワークを活用することで全てのステークホルダーとの対話性の中で企業の活動方針が決定されることを規定できる。しかし、GRIのMMは考案されて10年の経過の中で変化し、結果としてマテリアリティの定義が変わったという〔エクレスクルス, 2015〕。Y軸には「社会にとっての重要度」、X軸には「企業にとっての重要」と定義は変化した。当初の定義を簡略化しただけであれば問題はないものの、エクレスら（2015）は、企業にとって何がマテリアルかは企業ごとに異なるものであり、それは企業自身が判断し、取締役が承認すべきものとして、マテリアリティの権限と責任が社内にあることに起因し、「実のところ、Y軸を正確に表現するならば、『“社会”を表すものとして積算した特定ステークホルダーの利害の特筆性に関する企業の認識』である。・・・こうして認識される特筆性は、企業が社会における自分の役割をどう捉えているかに影響される。・・・従って、それが課題に対する社会の相対的な重要性の『客観的』もしくは『正確』な認識であることはありえず、またその

ように解釈されるべきでもない。・・・企業がその課題が社会にとってどれだけ重要と考えるかを企業の観点から表したものである。」と述べている。つまり、サステナビリティ・レポートが対象とするのは企業が企業の都合で特定した限られたステークホルダーである。

つまり、既存の公益評価手法の多くは企業にとっての公益性もしくは社会貢献とは何かを企業自身が定義し規定するアプローチであり、この手法の欠点は内々へと事業者目線が強まってしまい、企業が特定した限定的なステークホルダーを重視する方向に偏ってしまうことである。総じて、実態は特定のステークホルダーのみが価値創出の対象とされており、広義のステークホルダーを無視してしまっていることが明らかとなった。

### 3. Public Value 理論と実証実験の概要

このようなインサイド-アウトなアプローチの実態に対して、Bilolo (2018) は、「これらの機関<sup>3)</sup>のアプローチは、企業の社会的影響のより全体的な視点において根本的な貢献を実現しているが、1つの重要な欠点がある。それは、公益 (Public Value) を構成するものについて独自の仮定を規範的に指定することによって、世論を無視していることだ<sup>4)</sup>」と批判する。つまり、インサイド-アウトなアプローチは、その公益を享受する人間(社会を構成する個人)そのものを軽視していると指摘できる。

そこで、広義のステークホルダー、特に外部のステークホルダーを無視してしまっている実態をインサイド-アウトなアプローチの限界であると論じ、対して、公益性評価手法は公益性という価値創出の対象である広義のステークホルダー自身のニーズに応えるべきだと提唱するのが Public Value 理論である。

Public Value 理論とは行政学に背景を持ち、しかし、むしろマネジメントや経営の分野での活用が期待された学術テーマとして発展し [Bryson, Crosby, Bloomberg, 2015],

実証研究も実際の企業をフィールドにするなど非常に経営学に近い学術テーマである。Public Value 理論では、社会的便益という広範な概念に対する成果およびパフォーマンスを管理する評価手法ならびに評価指標を開発することを主眼としている。そして、Public Value 理論に基づき、Meynhardt が開発した PVA (Public Value Atlas) との公益評価指標が、広義のステークホルダーと経済主体のトレードオフ関係を具体化することに特化したアウトサイド-インな指標に該当する。

Meynhardt (2009/2014/2019) は、公益という広範な概念を具体化するために詳細な規定(定義やルール)を積み上げていくことが複雑性を生む元凶であり、むしろ、公益は社会の構成員である個人/市民がその価値を認知した瞬間に創造されていると定義すべきだと提唱する。つまり、個人の主観が「満たされていない」と回答した場合、その経済主体の広義のステークホルダーに対する公益の創出は不十分であり、一方で、「満たされている」と回答した場合、公益を創出できていると考えられるのだ。

Meynhardt が展開する評価手法、並びにそれを裏付ける論理性が強固であるといえるのは、それらが主観的な論理ではなく行動心理学に基づいた理論を基盤としていることにある。Meynhardt (2011) は、公益性という広範な概念に対して、個人が受益し経験する主観的な認識レベルと公益性との関係メカニズムを明らかにしている。結果、パブリックという概念が個人の主観レベルに組み込まれていることを行動心理学の観点から立証した。このことは、心理学の了見から鑑みれば、社会における公益性とは個人の主観的な認識レベルに立ち現れる肯定的な経験の集約に相当し、それを尋ねることで公益性を評価できることを支持する証拠となっている。加えて、尋ねるべき質問には、Epstein (1993; 2003) が開発した「Human Basic Needs<sup>5)</sup>」との理論を据えている点も論理の強固性として評価できる。これらの論理を背景に、Meynhardt (2011) は、Public Value (公益性) においてパブリックは受け身な主体というより、積

極的な Public Value の支持者および利害関係者であり、従って、現実社会での Public Value の評価（具体化・可視化）においては人々にとって重要な価値に焦点が当てられるべきだ、と述べている。

これより、Meynhardt の Public Value 理論に基づく公益評価指標である PVA の評価手法を説明する。PVA では、一般市民に対してアンケート調査を行い、一般市民の主観的評価を集合することでパブリック（社会）を仮想し、その評価点を「その事業体为实现した社会的な貢献に対する実績値（公益の総量）」であると定義する。調査では主に以下の4つの質問がされる。

- PV1. [その事業体] は、道徳的に問題がないと思う
- PV2. [その事業体] は、社会の連帯感に寄与できていると思う
- PV3. [その事業体] は、きちんといい仕事をしていると思う
- PV4. [その事業体] は、人々の個人的な欲求を満たしていると思う

それぞれの質問は Human Basic Needs に基づき、順に道徳性・倫理性、社会性・民主性、経済性・功利性、利便性・欲求満足度といった価値の属性が明らかとなるような質問文として設計されている<sup>8)</sup>。回答はリカート形式(1から6点)を採用し、「全くそう思わない:1点」から「そう思う:6点」で選択肢を用意する。回答者は、回答前に[その事業体]に相当する個別な事業体に対して回答することを指示された上で、これら4つの質問に対して評価点を回答する。PV1からPV4までのそれぞれの評価点の平均点を総合評価点とし、これが[その事業体]の公益に対する実績値であり、Public Value として具体化される。

これより、実際に行った実証実験の概要について述べる。日本で実施した PVA の実証実験を PVAJ (Public Value Atlas in Japan) と称し、また PVAJ により評価された総合評価点を PVAJ スコアと称する。

PVAJ では計 102 社（民間企業：86 社、公共セクター（非営利、行政組織、第三セクター

（一など）：16 社）を対象に、1 社あたり 500 のサンプルサイズを集計した。サーベイ調査会社を活用し、この調査は研究機関による中立的なものであり、またアンケートに登場する事業体らとは一切の関係を持たないことを明記するなど、第三者としての中立性に強く配慮した。計 8,500<sup>9)</sup> の回答者数のデータから構成されている。回答者あたりの回答にかかった時間は中央値で 5 分程度であった。基本的な属性データである性別、年齢、在住都道府県は我が国の人口に対する実績比を反映させた。

102 社の事業体の選出方法については、公共セクターは調査設計者の主観に基づき知名度が高いものを選出した。また、公共セクターの一部と、民間企業の 10 社程度はドイツでの PVA の実証実験との直接的な比較を行うために同じ事業体を選出している。残りの民間企業については、40 社は「JNN データバンク No.76 ライフスタイル・リサーチ・ファイル (2019 年 11 月調査)」より「好感を持っている企業」を参照し、好感度スコアが算出されている企業群から選出した<sup>8)</sup>。また、好感度スコアを有する 40 社に加えて 24 社、計 64 社の民間企業は、「東洋経済 CSR 調査 (2020 年版)<sup>9)</sup>」より「CSR 企業 ランキング データ」を参照して選出した。「CSR 企業 ランキング データ」では CSR との用語を採用しているが、記事として公開されている当該データについては「ESG に優れた企業 ランキング」として ESG との用語が採用されている [東洋経済オンライン, 2020]。当該データは、CSR ランキング データとは銘打つものの、中身としては「人材活用、環境、企業統治、社会性、財務パフォーマンス、規模」などの多岐にわたるスコアリングを総合して CSR スコアと称しており、これは実質的には [東洋経済オンライン, 2020] が示すように ESG スコアと同義であると考えられる。そこで、本稿では当該データを ESG スコアとして扱う。これら全 102 社を、回答者一人あたり 6 社（計 17 パターン）のみを回答できるようにサーベイを設計した。本稿の分析および考察に使用したデータは民間企業のみ

であり、公共セクターのデータは使っていない。

#### 4. ESG時代の企業努力と公益性の関係性

本節では、実証実験を行ったPVAJの結果を元に、ESG時代の企業努力と公益性との関係性を明らかとする。要は、現状の企業が取り組む様々な活動により公益性は向上されているといえるのか、との間に対する解を示したい。

はじめに、PVAJスコアが他の様々な変数に対してどのように相関しているかを検証する。【表1】では、PVAJスコアに対して、好感度スコア、ESGスコア、 $\beta$ 値、その他財務パフォーマンス指標らとの相関係数を提示している。結論、PVAJは好感度スコアとの相関性が強く、次いでESGスコアが弱く相関している。一方で、その他の変数らとの相関性は極めて弱いことが明らかとなった。この結果に基づき、PVAJと非財務情報との相関関係に対して、財務情報とは極めて弱い相関関係にある、との特徴が明らかとなった。

まず、PVAJと好感度スコアの相関性につ

いて論じる。好感度スコアは、一般市民に対して「[その事業体]について好感を持っていますか? <sup>10)</sup>」と尋ね、好感を持つ回答者数を基準に点数化された指標である。このように、一般市民に対して尋ねることで価値を表現する手法をとっているから、好感度スコアはPVAと同じくアウトサイド・インなアプローチであると考えられる。従って、評価アプローチが近似していることから、PVAJと好感度スコアは基本的には相関している可能性が高いと想定していた。結果は、相関係数が0.6954であり、仮説を支持する結果が得られた。同じく【表1】の下部にて好感度スコアと時価総額の相関係数(0.4548)を提示しているが、それよりも強い相関を示しているから、時価総額よりもPVAJとの強い相関関係にある傾向が確認できる。

次に、PVAJと財務情報らとの相関関係を分析する。Clarkら(2015)によると、優れたESG活動と相関関係にある要素として、資本コスト・将来の事業業績・株価水準が存在すると述べている<sup>11)</sup>。言い換えれば、ESG活動を積極的に行う企業と財務的情報に起因する経済的なパフォーマンスには有意な関係性が存在することが多く報告されている。と

表1) PVAJと非財務情報・財務情報との相関係数

〔出典〕表中に記載

	好感度スコア	ESGスコア	時価総額	従業員数	売上高	負債比率	売上高成長率	営業利益率	ROE*	補正 $\beta$ 値	
				(連結)	(2019年度)		(18~19年度)			(15~20年)	(18~20年)
<b>PVAJ</b>	0.6954	0.3552	0.1035	0.2504	0.2583	0.1640	0.0050	-0.1899	-0.0421	-0.1333	-0.1765
<b>PV1</b>	0.5344	0.2995	0.0661	0.1691	0.2093	0.0821	-0.0197	-0.1245	0.0194	-0.1057	-0.1318
<b>PV2</b>	0.7318	0.4025	0.1518	0.3301	0.3186	0.2463	-0.0123	-0.2294	-0.0672	-0.1244	-0.1802
<b>PV3</b>	0.6644	0.3611	0.1156	0.2755	0.2633	0.1597	0.0267	-0.1691	-0.0055	-0.0843	-0.1292
<b>PV4</b>	0.7776	0.3142	0.0698	0.1996	0.2120	0.1538	0.0241	-0.2170	-0.1156	-0.2044	-0.2459
変動係数**	0.7	0.3	1.9	1.7	1.9	0.4	2.8	1.4	0.9	0.2	0.2
サンプルサイズ***	40.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0

	時価総額	従業員数	売上高	負債比率	売上高成長率	営業利益率	ROE	補正 $\beta$ 値	ESGスコア	
	(2020年)		(2019年度)		(18~19年度)			(15~20年)	(18~20年)	
<b>好感度スコア</b>	0.4548	0.4600	0.4929	0.2540	0.1524	-0.1837	-0.0242	-0.1863	0.1673	0.4589
<b>ESGスコア</b>	0.2136	0.3797	0.3787	0.4260	0.0619	-0.0955	0.1440	0.0962	-0.0947	-
<b>ESG+財務</b>	0.3249	0.4366	0.4317	0.3924	0.0967	-0.0518	0.1974	0.1556	-0.0412	-

ROE\*: 当期純利益/純資産又は株主資本

変動係数\*\*: 各変数ごとの標準偏差を平均値で割った値。単位の異なるデータのばらつきを相対的に評価する。単位を持たない数値。

サンプルサイズ\*\*\*: 分析対象の事業体数を指す(サンプルは全て民間企業)

<データ参照先> 好感度スコア: JNNデータバンクNo.76「ライフスタイル・リサーチ・ファイル」(2019年11月実施)

ESGスコア、ESG+財務: 東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)

時価総額: Yahoo!ファイナンスより参照(参照日: 2020年12月11日)

売上高、負債比率、売上高成長率、営業利益率、ROE: 2018と2019年度のデータをEDINET APIより抽出・算出

補正 $\beta$ 値: Bloomberg terminalより抽出(データ参照期間: 2015/12/25-2020/12/24、2018/12/25-2020/12/24)

ところが、PVAJ は ESG スコア、時価総額、 $\beta$  値、その他財務パフォーマンス指標らと強くは相関していない。この点について【表 2】は、公益に対するパフォーマンスの成果が財務情報と非財務情報との間で相関係数に明確な違いが存在することを明らかにしている。表中の (1) ~ (4) は非財務情報であり、それらと PVAJ の相関係数はある程度に正な相関性があることを示している。一方で、表中の (5) 並びに (A) ~ (C) の財務情報に対する PVAJ の相関係数は極端に小さい。要は、PVAJ の特性として非財務的な企業価値（非財務資本を反映した企業価値）とはある程度に相関性が見られる一方で、財務的な企業価値とは乖離する結果を示している。この事実、時価総額と PVAJ が相関していないことも踏まえた上で、パブリックが公益性として重視する要素は、時価総額や財務パフォーマンスなどの財務情報らとの関係性が弱い可能性を示唆している。

この相関分析による結果は、企業の経済活動に対して広義のステークホルダーが考える公益性との価値基準の中に、株価や財務パフォーマンスといった経済的な成果指標は重要ではなく、経済性だけでは説明がつかない要

素が含まれていることを示唆している。言い換えれば、内部のステークホルダーが重視する価値と外部のステークホルダーが重視する価値とが共通していない事を支持する一つの証左となり得るだろう。従って、アウトサイドインな指標は、インサイドアウトな指標に基づく内部のステークホルダーの価値創造では充足できない側面を明らかとし、その具体化を通じた広義のステークホルダーへのアカウンタビリティを果たせる可能性がある。しかし、相関係数の結果が相対的に小さいというだけで、その程度を統計的に判断した考察ではない。従って、この考察には限界が伴い、詳細な関連性の分析は回帰分析にて行う。

続いて、重回帰分析を実施し、公益性と財務情報らとの関係性、公益性と ESG 時代の企業努力の関係性について検証する。【表 3】では、目的変数に PVAJ、説明変数に ESG スコア・売上高・負債比率・売上高成長率・営業利益率・ROE を据え、重回帰分析を実施し、結果を示している。また、【表 4】では、目的変数に時価総額や好感度スコアなどを据え、同様に重回帰分析を実施し、結果を示している。

表 2) PVAJ と ESG に関連する情報らとの相関係数

〔出典〕表中に記載

	ESGスコア	CSRスコア	ESG+財務
	(1)+(2)+(3)+(4)	(1)+(2)	(1)+(2)+(3)+(4)+(5)
PVAJ	0.3552	0.3440	0.2761
PV1	0.2995	0.2964	0.2106
PV2	0.4025	0.3964	0.3370
PV3	0.3611	0.3548	0.2947
PV4	0.3142	0.2859	0.2297
変動係数	0.3	0.3	0.2
サンプルサイズ	64.0	64.0	64.0

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (A)+(B)+(C)	(A)	(B)	(C)
	環境(100)	社会性(100)	人材活用(100)	企業統治(100)	財務合計(300)	収益性(100)	安全性(100)	規模(100)
PVAJ	0.3058	0.3701	0.3294	0.3248	0.0057	-0.0558	-0.0802	0.0701
PV1	0.2652	0.3168	0.2813	0.2515	-0.0706	-0.0632	-0.1343	-0.0074
PV2	0.3570	0.4207	0.3616	0.3621	0.0864	-0.0802	-0.0559	0.1790
PV3	0.3187	0.3777	0.3272	0.3241	0.0496	-0.0351	-0.0385	0.1053
PV4	0.2447	0.3197	0.3070	0.3229	-0.0382	-0.0387	-0.0791	0.0010
変動係数	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2

注1) データは、東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)を参照。

注2) 各データの分類・評価区分については、東洋経済 CSR企業ランキングデータ(2020年版)を参照。括弧内の数値は満点時のスコアを意味する。

表3) PVAJ と企業努力の重回帰分析の結果

回帰式						
目的変数 (Y=)	PVAJ					
説明変数 (X=)	ESGスコア, 売上高(2019), 負債比率, 売上高成長率(2019-2020), 営業利益率, ROE					
回帰分析結果						
修正決定係数 (Adj R2)	0.0877					
F検定 (p値)	0.0793					
サンプルサイズ (n)	64.0					
	偏回帰係数	標準誤差	t値	p値	判定	単相間
切片	3.911		0.143	27.396	0.000 ***	
ESGスコア	0.001		0.000	2.260	0.028 **	0.355
売上高 (2019年度)	0.000		0.000	1.169	0.247	0.258
負債比率	-0.088		0.191	-0.460	0.647	0.164
売上高成長率 (2019~2020年)	-0.117		0.476	-0.245	0.807	0.005
営業利益率	-0.281		0.243	-1.157	0.252	-0.190
ROE	-0.230		0.460	-0.499	0.620	-0.042

注: \*\*\*, \*\*, \*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注: 2019年度の財務データを参照。

表4) 財務情報や非財務情報に対する企業努力の関連性の比較

回帰分析結果の比較							
		目的変数 (A) PVAJ			目的変数 (B) 時価総額		
説明変数	切片	標準偏回帰係数	標準誤差	判定	標準偏回帰係数	標準誤差	判定
	切片	0.000	0.116		0.000	0.071	
(1)	ESGスコア	1.392	0.467	***	-0.896	0.288	***
(2)	ESG+財務	-1.149	0.479	**	0.917	0.296	***
(3)	売上高 (2019年度)	0.255	0.135	*	0.684	0.083	***
(4)	負債比率	-0.091	0.135		-0.051	0.084	
(5)	売上高成長率 (19~20年)	0.029	0.121		-0.163	0.075	**
(6)	営業利益率	-0.122	0.125		0.186	0.077	**
(7)	ROE	-0.003	0.127		0.111	0.079	
	修正決定係数 (Adj R2)	0.1579			0.6786		
	F検定 (p値)	0.0179		**	0.0000		***
	サンプルサイズ (n)	64.0			64.0		

注: \*\*\*, \*\*, \*印は1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

注: 表内の数値は標準化した係数を提示している。

まず、【表3】にて採用した説明変数らを選出した理由について述べる。本節の重回帰分析で明らかにしたい問いは「企業によるESG時代の企業努力はどのような企業価値を向上させるのか」である。このESG時代の企業努力とは財務的な企業価値と非財務的な

企業価値の両側面を併せて向上させる企業戦略を意図しており、要は市場だけでなく社会をも対象とした企業の総合的な経済活動を指している。先行研究の多くは、企業の財務的成果と非財務的成果の関連性に焦点を当てているが、それらを併せてESG時代の企業努

力とすることで、いわば企業のあらゆる活動を包括した上で、総合的にどの様な企業価値との関連性が強いのかを分析することを試みている。しかし、企業のあらゆる活動を包括したとしても、【2節】で論じたように、これら活動はインサイド→アウトなアプローチに基づくものであり、要は企業が特定するステークホルダーのみを対象としている実態がある。従って【表3】の分析は、インサイド→アウトなアプローチに基づくESG時代の企業努力とアウトサイド→インなアプローチにより評価された公益的な企業価値との関連性の有無を検証する回帰式であるといえる。

ESG時代の企業努力を構成する要素は大きく3つに分類した。まず、非財務的な企業努力の総合的指標として「ESGスコア」を据える。また、当データソースは企業の財務データも独自に評価しているから、それらをESGスコアに加えたものを「ESG+財務」として説明変数に加えている。つまり、ESG+財務は当データソースが独自に算出/評価した非財務情報と財務情報を併せた変数である。次に、財務的な企業努力として、企業規模と財務パフォーマンスの2つを据える。企業価値において企業規模は重要なファクターであると考えられるから、企業規模を意図する代替指標として売上高を説明変数として採用した。また財務パフォーマンスは、財務分析において安全性・成長性・収益性・生産性の4要素を元に分析されることが一般的であるから、それぞれを意図する代替指標として、負債比率・売上高成長率・営業利益率・ROEを説明変数として採用した。

これより、【表3】で示す重回帰分析の結果を考察する。この結果から得られた重回帰式は、以下の通りである。

$$y = 3.911 + 0.001x_1 + 0.000x_2 - 0.088x_3 - 0.117x_4 - 0.281x_5 - 0.230x_6$$

修正済決定係数は、0.0877となり、このモデルの説明力は非常に小さいとする結果が得られた<sup>12)</sup>。一方、F検定におけるp値は10%の有意水準で説明力のあるモデルであることを示している。各説明変数のp値は、唯一、ESGスコアのみ有意に説明力のある変数で

あることが証明できる。ESGスコアの偏重回帰係数は0.001であり、6点を満点とするPVAJに対して非常に小さな影響力であるといえる。総じて、この重回帰式はPVAJに対して説明力の弱いモデルであることが明らかとなり、従って、企業の非財務的かつ財務的な企業努力はPVAJに対して強い影響力を持たないことが明らかとなった。

そこで、【表3】で採用した説明変数らがどの様な企業価値との関連性が強いと考えられるかを検証するために、【表4】では目的変数を変化させている。そのために説明変数にはESG+財務を加え、各目的変数に対する非財務情報と財務情報の影響度合いを比較しやすいように設計した。【表4】の結果はいずれも標準化した値を示しており、従って、目的変数の単位が異なるものの相対的な影響力を横断的に比較できるように設計している。

結果を見ていく。重回帰分析(B)では、目的変数に時価総額を据えた。モデル(B)の修正済決定係数は0.6786であり、このモデルの説明力は高いとする結果が得られた。また、7つの説明変数の内5つが有意に関連している。この結果は、想定通り、企業のインサイド→アウトなアプローチに基づく企業努力は、財務的なパフォーマンスを通じて時価総額に影響を与えていることを証明している。従って、今回の重回帰分析にて据えた企業努力を意図する7つの説明変数らの組み合わせからなるモデルはPVAJではなく時価総額との関連性が強い。言い換えれば、モデル(A)と相対的に比較して、公益性との関連性が弱く影響力も小さいモデルであるといえる。

この結果より明らかとなった事実は以下のようにまとめられる。企業が現状取り組む財務的かつ非財務的な企業努力は、企業の財務的な企業価値(時価総額)との関連性が強く、一方で広義のステークホルダー目線の公益評価指標(PVAJ)とは関連しているものの影響力が弱い。つまり、企業がESG的な活動や財務パフォーマンスの改善にどれだけ取り組んだとしても、企業の公益的な企業価値へ

の影響は限定的である可能性が高い。PVAを構成する4つの要素はいずれも企業の社会的な貢献度を評価する際に重要な側面であることは疑いがなく、これら要素を無下にしたとしても財務的な企業価値が毀損されないとは考えにくい。しかし、企業の現状の取り組みでは企業の公益性を向上できず、従って広義のステークホルダーの期待に答えられていないのが実態であると論じることができる。

改めて【表4】の結果に立ち返る。もう一つの注目すべき事実は、モデル(B)の結果においてESGスコアの標準偏回帰係数が負の値を示すのに対し、ESG+財務の標準偏回帰係数が正の値を示していることだ。この2つの説明変数はモデル(B)の中で最も大きい影響度合いを示す変数であるが、ESGスコアに財務情報を加えるだけで効果が逆転する事を意味している。つまり、ESGスコアだけの強化は時価総額を減少させ、ESGに合わせて財務的な改善を実現しなければ時価総額は増加しないことが明らかとなった。この結果から考察できるのは、ESGの理論上では財務的な活動に加えて非財務的な活動に取り組むことが最終的には株主価値(時価総額)へと収斂することを謳っているが、その効用は本モデルでは確認できない。むしろ、効果は逆転している。また、この効果の逆転は、モデル(A)にて更に逆転しており、ESGスコアだけの強化は公益性を増加させ、ESGスコアに財務情報を加えると効果が逆転している。つまり、財務的な企業価値(時価総額)と非財務的な企業価値(公益性)において、財務情報(財務パフォーマンス)と非財務情報(ESGスコア)が与える影響の正負が逆転している状況を確認できた。この結果は先の相関分析からの示唆を支持しており、企業の経済活動に対して広義のステークホルダーが考える公益性との価値基準の中に、株価や財務パフォーマンスといった経済的な成果指標は枢要ではなく、経済性だけでは説明がつかない要素が含まれていることの可能性をより強く示唆している。

最後に以上の2つの分析結果に基づき、本節が提示した「ESG時代の企業努力は公益

性を向上できているのか」との問に対して回答を述べる。結果、ESG時代の企業努力は公益性ならびに公益的な企業価値との関連性が低く、また影響力も小さいことが明らかとなった。このことから考察するに、ESG時代の企業努力が公益性を向上できていない理由は、その企業努力がインサイドアウトなアプローチに則っているからであると考えられる。何故なら、PVAを構成する4つの要素はどれも企業とステークホルダーとの関係性の中で無視できない重要な要素であることは疑いがなく、つまり、公益評価の結果とESG時代の企業努力が関係していないという事実は、公益と経済主体のトレードオフ関係をESG時代の企業努力では説明ができない可能性を支持する証左となり得るからだ。

この可能性が支持できる場合、企業の公益的な企業価値を考慮するにあたっての出発点はアウトサイドインな指標でなければならないといえる。何故なら、公益性という非財務的な企業価値は、既存指標(財務パフォーマンスやESGスコア)ではなくアウトサイドインな指標と関連しているからだ。そこで、例えば経営者の責務に公益的な企業価値の向上を期待する株主は、その公益的な企業活動のパフォーマンスをモニタリングする有用な指標としてPVAを活用することを提案できる。

## 5. 結論

本稿が明らかとした2つの事実についてまとめたい。

1つ目の事実については、先行研究または実際のサステナビリティ・レポートや統合報告書をレビューすることで、現状の企業の社会的な活動は理想的には全てのステークホルダーへの価値創出を掲げている一方で、その実態は企業が自身の価値観に基づき判断した特定のステークホルダーのみを対象としており、広義のステークホルダーへの考慮が軽視されているとの事実は明確に存在する。言い換えれば、企業にとって物理的に近縁にある

ステークホルダーのみが考慮されている実態があり、理念的に掲げる全てのステークホルダーを価値創出の対象とするためには物理的に遠縁に位置する外部のステークホルダー（主に株を所有しない一般市民や地域社会）を認識し直すことが必要であると論じることができる。

そして、この事実に対して、Meynhardtが提唱するPublic Value理論は、公益と経済主体のトレードオフ関係を具体化するために、公益とは本質的に主観的なものであり常に広義のステークホルダーの認識に立ち返って評価すべきと定義する。要は、人間の本質的なニーズに対して公益的価値を提供できる経済主体であることを評価する手法がアウトサイドインな指標である。

そこで、2つ目の事実については、実際に日本でのPVAの実証実験を通じ、定量的にPVA（アウトサイドインな指標）による評価と企業価値の関係性を検証した。結果、ESG時代の企業努力（財務パフォーマンスとESGスコア）は公益的な企業価値との関連性が弱く、またPVAJは財務情報ではなく非財務情報との関連性が強いことがわかった。これは、株主至上主義（株主価値）からの脱却を志向する現在のESGを始めとするコーポレートガバナンス改革の潮流を支持する結果であった。しかし、現状の企業経営が利益相反の明確な財務情報（売上高や株価）を中核としている現状を踏まえると、この点は改善が必要であると提唱できる。

総じて本稿の分析に基づく示唆とは、企業の公益的な企業価値向上の為の戦略は、現状のインサイドアウトな傾向に偏ってしまっている不十分点を認め、アウトサイドインなアプローチに立ち返ることが重要である。要するに、一般市民の主観的評価に基づく公益評価からの示唆をコーポレートガバナンス改革に組み込むことは、全てのステークホルダーを対象とした価値創出の実現に対して有効的である可能性を示すことができたと言える。

財務情報との関連性が弱いアウトサイドインな指標（PVA）は、現状、企業の目には

取り扱いの難しい抽象的な指標として映ってしまう可能性がある。しかし、アウトサイドインな指標が評価するのは、企業が実現した社会的な貢献に対する実績値（公益の総量）であることを認識し、その結果を受け入れる姿勢を期待したい。PVAという非財務情報が経営において有用な情報であるかの検証は、管理会計領域のASOBAT基準などを参照し非財務情報の情報有用性を評価することが有効だと考えられる。

本稿の限界は、経営者がPVAをマネジメントで採用し活用していく実務的局面における具体的な議論が不足していることだ。非財務情報は、利益相反の明確な財務情報に対して経営者にとっての優先度は低い。この現実を認め、しかし、経営者の関心と疑問を明瞭とするためには、実務でのアウトサイドインな指標の活用と効用の検証が効果的であると提唱する。

## 注

- 1) 「統合報告書の最新動向と先駆的事例についてのリサーチペーパー（The Sustainability Content of Integrated Report —A Survey of Pioneers—）」（2014年1月）では、IIRCによる統合報告書に関する対話の意義を後押しする内容が記されている [エクレス クルス, 2015].
- 2) 「統合報告の実際 —未来を拓くコーポレートコミュニケーション—」 [エクレス クルス, 2015], P.80を参照.
- 3) 「これらの機関」には、GRI, IIRC, SASBが該当する [Meynhardt Bärö, 2019].
- 4) 原文: "Even though these institutions' approaches have fundamentally contributed to a more holistic perspective of corporations' social impact, they have one important deficit: by normatively specifying their own assumptions on what comprises public value, they neglect public opinion (Bilolo, 2018)."
- 5) 「Human Basic Needs」: 個人の欲求を満たす肯定的な経験が自己実現な域を超えて社会の中での特定の役割を期待されているという関

係性を重視した上で個人の価値観は構成されている、との行動心理学での概念をフレームワークとして具体化したもの(Meynhardt et al. 2011)。

- 6) Meynhardtが開発したPVAはドイツ語並びに英語での翻訳がされていた。そこで、Meynhardtの研究チームと共同し、プレテストなどを通じ、PVAの設計が意図した結果から日本語への翻訳作業を通じて結果が乖離していないことを確認した。(2020年10月28日に実施されたMeynhardtらとの意見交換にて)
- 7) 8,500の有効なデータを集計するために、実際には9,000を上回るデータを集計しランダムに抽出した。
- 8) 好感度ランキングについては、[最新版「好感度が高い企業」300社ランキング, 2020]を参照されたし。
- 9) 2020年4月より販売、財務データは2019年3月期までを参照。
- 10) 「JNN データバンク No.76 ライフスタイル・リサーチ・ファイル(2019年11月調査)」を参照。
- 11) (Clark, Feiner, & Viehs, 2015)は、ESGスコアをもとに定量分析を行っている200以上の論文をレビューし、以下の結論を提示している。優れたESG活動と資本コストは負の相関関係にある(ESGと資本コストに関する論文の90%の結論に共通した結果)。優れたESG活動と将来の事業業績は正の相関関係にある(ESGと将来の事業業績に関する論文の88%の結論に共通した結果)。優れたESGと株価水準は正の相関関係にある(ESGと株価水準に関する論文の89%の結論に共通した結果)。
- 12) 当該分析が算出した推計量が適切であることをガウスマルコフの定理に従い、最小二乗推定量がBLUEになるための誤差項の仮定を満たしているかを確認する。(1) 誤差間で相関がないことが確認でき( $r=0.029$ ) 共分散ゼロの仮定を満たす。(2) 誤差項と説明変数の間で相関がないことが確認でき( $r=0.000$ ) 説明変数と独立の仮定を満たす。(3) 残差プロットを作成し、誤差項の分散が均一であると見

られた為、均一分散の仮定を満たす。よって、BLUEが成立する。

## 参考文献

- Bryson M. John, Crosby C. Barbara, Bloomberg Laura. (2015). *Discerning and Assessing Public Value: Major issues and New Directions*. 著: Bryson M. John, Crosby C. Barbara, Bloomberg Laura, *Public Value and Public Administration*. Washington, DC: Georgetown University Press.
- C.Bilolo. (2018). *Legitimacy, public value, & capital allocation*. London: Routledge.
- Clark L. Gordon, Feiner Andreas, Viehs Michael. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Oxford University.
- GRI. (2016). *Materiality*. 参照日: 2020年12月, 参照先: Section 1: Reporting Principles: <https://www.globalreporting.org/media/55yhvety/gri-101-foundation-2016.pdf#page=%2010>
- Meynhardt Timo. (2009年2月). *Public Value inside: What is Public Value Creation?* *International Journal of Public Administration*, 32(3), 192-219.
- Meynhardt Timo, Bärö Anne. (2019). *Public value reporting: Adding value to (non-) financial reporting*. 著: Lindgreen Adam, Koenig-Lewis Nicole, Kitchener Martin, Brewer D. John, Moore H. Mark, Meynhardt Timo, *Public Value: Deepening, Enriching, and Broadening the Theory and Practice*. New York: Routledge.
- Meynhardt Timo, Bartholomes Steffen. (2011). (De) *Composing Public Value: In Search of Basic Dimensions and Common Ground*. *International Public Management Journal*, 14, 284-308.
- Meynhardt Timo, Jasinenko Anna. (2020). *Measuring pulic value: scale development and construct validation*. *International Public Management Journal*, 1-28.
- Meynhardt Timo, Gomez Peter, Schweizer T.

- Markus. (2014). The Public Value Scorecard: what makes an organization valuable to society?
- エーザイ株式会社. (2020). 統合報告書 2020. 参照日: 2020年12月, 参照先: IR 資料室: <https://www.eisai.co.jp/ir/library/annual/pdf/pdf2020ir.pdf>
- エクレス G ロバート, クルス P マイケル. (2015). 統合報告の実際 —未来を拓くコーポレートコミュニケーション—. (北川哲雄, KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ, 訳) 東京都: 日本経済新聞出版社.
- 伊藤和憲. (2019). 統合報告書における結合性の検討. 専修商学論集 (108), 1 - 14.
- 伊藤和憲, 関谷浩行. (2016). インタングリブルズと企業価値に関わる理論的モデルの構築. 会計学研究, 第 42 号, 1 - 32.
- 田村俊夫. (2018). エンゲージメント革命は何処へ向かうのか ~両コードの改訂と「対話ガイドライン」~. 一橋大学大学院, 経営管理研究科. 資本市場リサーチ (みずほ証券/日本投資環境研究所) 第 48 号.
- 田村俊夫. (2020). 株主主導の新ステークホルダー主義 ~ ESG・SDGs 時代のコーポレートガバナンス~. 一橋大学大学院, 経営管理研究科. 資本市場リサーチ (みずほ証券/日本投資環境研究所) 第 56 号.
- 東洋経済オンライン. (2020年10月21日). 最新版「ESG に優れた企業」ランキング上位 200 環境・社会・ガバナンスを重視する企業は? 参照日: 2020年12月, 参照先: 東洋経済オンライン: <https://toyokeizai.net/articles/-/381386>
- 東洋経済オンライン. (2020年4月11日). 最新版「好感度が高い企業」300 社ランキング. 参照日: 2020年12月, 参照先: 東洋経済オンライン: <https://toyokeizai.net/articles/-/343139>
- 内山哲彦. (2015). 企業の社会性・人間性と企業価値創造 —統合報告と管理会計の役割—. 日本管理会計学会誌, 第 23 卷 (第 2 号), 45 - 59.
- 梅田充. (2018). インタングリブルズ・マネジメントにおける測定の役割. 専修マネジメント・ジャーナル, Vol.8 (No.1), 55 - 66.