

【研究ノート】

コーポレート・レピュテーションと財務業績に関する実証研究の変遷

The Review of Empirical Studies on the Relationship between
Corporate Reputation and Financial Performance

梅田 充

Shu Umeda

専修大学大学院商学研究科 博士後期課程

Graduate School of Business Administration, Doctorate Program, Senshu University

■キーワード

コーポレート・レピュテーション, 財務業績, 実証研究, インタンジブルズ,
文献レビュー

■要約

本稿の目的は、コーポレート・レピュテーションと財務業績に関する実証研究の課題を明らかにすることである。そのために文献レビューを行った結果、3つの発見事項があった。第1の発見事項は、ステークホルダー別のレピュテーション評価が行われていた点である。第2の発見事項は、内的要因がレピュテーションに影響を及ぼすという研究が行われていた点である。第3の発見事項は、外的要因がレピュテーションと財務業績の関係に影響を及ぼすという研究が行われていた点である。

■Key Words

corporate reputation, financial performance, empirical studies, intangibles,
literature review

■Abstract

The aim of this paper is to find some issues of empirical studies on the relationship between corporate reputation and financial performance. Then we study the literature review and describe three findings. First finding is that some researchers have been studying reputation evaluation by stakeholder. Second finding is that internal factors in an organization effect on reputation. Third finding is that external factors in an organization effect on the relationship between corporate reputation and financial performance.

受付日 2016年11月8日

受理日 2016年11月22日

Received 8 November 2016

Accepted 22 November 2016

1 | はじめに

近年、レピュテーションに対する社会的関心が高まっている。レピュテーションが高まれば、企業の財務業績が高まり、株価に影響を及ぼし、最終的には企業価値を創造する可能性がある。一方で、エンロン事件、雪印偽装事件や三菱自動車のリコール隠し事件といった企業の信頼を低下する事件は、レピュテーションを低下させ企業の業績に負の影響を及ぼす。Diermeier (2011, p.X) によれば、CEO が重要だと認識する経営課題の第2位としてレピュテーションが位置づけられている。しかし、関心は高いがレピュテーション・マネジメントをいかに機能させるべきかは大きな課題である (Diermeier, 2011, p.XI)。このため、レピュテーション・マネジメントを効果的に行うために、レピュテーションと財務業績の関係性を明らかにすることがその第一歩である。

レピュテーションと財務業績に関わる実証研究については、すでに Sabate and Puente (2003) がメタ分析によって文献研究を行っている。文献研究によって、理論的フレームワークが存在しないため、矛盾する実証研究の結果が存在することがわかった。この課題に対して、Roberts and Dowling (2002) は理論的フレームワークを構築して実証し解決を行った。その後、この研究領域ではいくつかの進展がある。

本稿の目的は、レピュテーションと財務業績に関わる実証研究の文献レビューを行い、これらを整理して、残された課題を見つけることである。上述の目的のために、まず、第2節において、レピュテーションと財務業績の関係性を議論する上での2つの見解を述べる。第3節は、レピュテーションと財務業績との関係性についてメタ分析を行った Sabate and Puente (2003) の研究を紹介する。彼らは結論として、理論モデルの欠如を問題視した。第4節は、理論モデルを明らかにした上で、レピュテーションと財務業績との関係に終

止符を打った Roberts and Dowling (2002) の研究を紹介する。第5節は、その後の発展について文献をレビューする。第6節で、インプリケーションを述べて、最後に、本研究の発見事項として残された課題をまとめる。

2 | コーポレート・レピュテーションの2つの見解

レピュテーション研究の第一人者である Fombrun (1996, p.72) は、レピュテーションを「重要な構成員の全てに対して、他の主要な競争相手との比較で企業の全般的な訴求を表す会社の過去の行為または将来の期待についての概念上の表象である」と定義した。ここでいう構成員とは、顧客、コミュニティ、投資家、従業員であり、構成員の知覚によってレピュテーションが認識される。さらに、Fombrun and van Riel (2004) では、構成員を拡張させ従業員、顧客、投資家、ジャーナリスト、ファイナンシャル・アナリストまで含めており、レピュテーションは、財務業績を向上させる資産であると述べている。

一方で、櫻井 (2005, p.1) は、レピュテーションを「経営者および従業員による過去の行為の結果、および現在と将来の予測情報をもとに、企業を取り巻くさまざまなステークホルダーから導かれる持続可能な (sustainable) 競争優位」と定義した。経営者や従業員といった企業内部者の行為の結果として競争優位であるレピュテーションが構築される。

Fombrun (1996), Fombrun and van Riel (2004) と櫻井 (2005, 2008) の見解から、レピュテーションと財務業績の関係について2つの因果関係を見出すことができる。Fombrun and van Riel (2004) は、レピュテーションが財務業績を向上させる資産であるとしていることから、レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすという因果関係が考えられる。これに対して、櫻井 (2005, 2008) は、経営者や従業員の行為の結果として財務業績がレピュテーションに影響を与え、それが

競争優位であるとしている。つまり、財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすという因果関係である¹⁾。そこで次節では、財務業績とレピュテーションの関係を実証した研究を検討する。

3 Sabate and Puente (2003) の研究

本節では、財務業績とレピュテーションの関係性についてメタ分析を行った Sabate and Puente (2003) を紹介する。財務業績とレピュテーションの相関関係の研究、財務業績とレピュテーションの因果関係を仮説検証した研究を紹介する。最後に Sabate and Puente (2003) の主張をまとめる。

3.1 相関関係の実証研究

財務業績とレピュテーションの相関関係を分析した研究としては、Preston and Sapienza (1990) と Schultz *et al.* (2000) がある (図表1 参照)。Preston and Sapienza (1990) は、レピュテーションの尺度としてフォーチュン誌の「最も称賛される企業」(World's Most Admired Companies; WMAC) の8つの評価項目²⁾ (以下、フォーチュン誌の8つの評価項目) から6つ取り出し、これらをまとめてレピュテーションのランキングを測定した。財務業績は、売上高規模、売上高成長率、10年間の利益率合計によって測定した。相関分析の結果、レピュテーションと全ての財務業

績は、正の関係があることが明らかにされた。

一方で、Schultz *et al.* (2000) は、デンマークでの財務業績とレピュテーションの関係性を検証した。彼らは、レピュテーションをブルセン・ニューヘスマガジン誌による9つの評価項目³⁾のランキングで測定し、財務業績はROAを用いて測定した。その結果、両者に相関関係はなかったが、知覚された財務業績とは正の関係性があることがわかった。Schultz *et al.* (2000) の結果は、Preston and Sapienza (1990) とは全く異なる分析結果となった。

3.2 因果関係の実証研究

財務業績とレピュテーションの関係については、両者の因果関係を検証する研究が行われた。財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすという仮説と、レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすという仮説との両仮説の検証を行う研究である。これらを順に検討する。

財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすというタイプの研究には、Sobol and Farrell (1988)、Fombrun and Shanley (1990)、Riahi-Belkaoui and Pavlik (1991)、Hammond and Slocum (1996) 等がある (図表2 参照)。これらの研究では、レピュテーションの測定にフォーチュン誌のランキングを使っているが、分析に用いた評価項目は異なっている。Sobol and Farrell (1988) は、1株当たり利益と株価収益率がフォーチュン誌の8つの評価項目のランキングで測定されたレピュテ

図表1 コーポレート・レピュテーションと財務業績の相関分析

| 著者 | レピュテーション尺度 | 方法論 | 産業 | 変数 | 関係性 |
|---|---|------------------|------|--|--------------------|
| Schultz, Mouritsen, Gabrielsen and Ramussen (2000) Sticky Reputation: Analysing A Ranking System | 14年間にわたり、ブルセン・ニューヘスマガジン誌発行のランキングに出たもの | 相関分析 回帰分析 | 複数産業 | ROA 年齢 規模 ランキング項目の1つ : 知覚された財務業績 | なし なし + + |
| Preston and Sapienza (1990) Stakeholder Management and Corporate Performance | フォーチュン誌発行の評価で把握されたステークホルダーごとの業績指標の5年平均値 | 相関分析 平均値の差の分析 | 複数産業 | 売上規模 5年間売上高成長率 10年間利益率合計 | + + + |

出典: Sabate and Puente (2003, p.163).

図表 2 財務業績がレピュテーションに及ぼす影響

| 著者 | レピュテーション尺度 | 財務業績尺度 | 方法論 | その他の独立財務変数 | 産業 | 遅れ | 結果 |
|--|--|--|---|---|--------------------|-----------------|---|
| Sobol and Farrelly (1998) Corporate Reputation: A Function of Relative size or Financial Performance | フォーチュン調査(1983)から個別に8属性 フォーチュン調査(1983)のすべての項目の平均得点 | EPS(1株当たり利益) PER(株価収益率) 平均利回り (=1株当たり配当/平均株価) | 多段階の重回帰分析 | 相対的規模(1981年利益で測定された) | 複数産業 各産業ごとの個別分析 | 10年: 1年から10年 | 調査属性に及ぼす3つの財務変数の多様な運行と目的適合のレベル 産業ごとの財務業績指標の目的適合性。大企業区分内のレピュテーションは、財務結果ではなく、産業に関わる企業の相対的規模によって影響される傾向がある。 |
| Fombrun and Shanley (1990) What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy | フォーチュン調査(1985)の8項目を単一指標にまとめるバリマックス因子分析 | 会計尺度: ROIC 市場尺度: ROIC トービンのQ: PBR | 3年間のクロス分析(1982, 1983, 1984) 記述分析 回帰分析 | リスク 広告規模 リスク 配当支払額 メディア普及率 慈善事業 規模 広告 資産構造 多角化 | 各区分の平均と分散に関する標準化 | 1年 1年 0 | + + + |
| Belkaoui and Pavlik (1991) Asset Management Performance and Reputation Building for Large US Firms | フォーチュン誌のグローバル得点 フォーチュン誌で評価された各属性の得点 | 会計尺度: 利益率と資産回転率 混合尺度: トービンのQ 会計尺度: 売上高利益率, 資産回転率, レバレッジ乗数, 配当留保率 | 回帰分析 | 規模 | 各産業平均による独立変数の調整 | 0 | + 属性と年度による各レベルの関係の存在と存在の欠如 +(売上高利益率) |
| Hammond and Slocum (1996) The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation | フォーチュン調査(1985)の4項目を単一指標にまとめるバリマックス因子分析 | リスクの市場尺度: 平均株価収益率の標準偏差, 株価収益率の標準偏差, 株価収益率と売上高利益率との相関係数と β | 相関分析 多段階回帰分析 | — | 複数指標 | 10年 5年 | — (企業の市場利益率の標準偏差) |

出典: Sabate and Puente (2003, pp.165-166).

ションに影響を及ぼすことを明らかにした。

Fombrun and Shanley (1990) は、レピュテーションをフォーチュン誌の8つの評価項目のランキングの合計で測定し、財務業績を ROIC (return on invested capital: 投下資本利益率), PBR (price book-value ratio: 株価純資産倍率) で測定した⁴⁾。分析の結果、財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすことが明らかになった。

Riahi-Belkaoui and Pavlik (1991) は、財務業績については ROA (return on assets: 資産利益率) を分解して売上高利益率と資産回転率で測定した。レピュテーションについてはフォーチュン誌の8つの評価項目ごとのランキングと総得点で測定した。分析の結果、コミュニティと環境への責任を除いた7つの評価項目と総得点が資産回転率に影響を及ぼし、資産の効率的な活用を除いた7

つの評価項目と総得点が売上高利益率に影響を及ぼすことが検証された。

Hammond and Slocum (1996) は、レピュテーションをフォーチュン誌の8つの評価項目のうち、経営者の資質、製品とサービスの品質、従業員を魅了・育成・維持する能力、コミュニティと環境への責任の4つの評価項目のランキングで測定した⁵⁾。レピュテーションに売上高利益率が正の影響を及ぼし、株価収益率の標準偏差で測定されたリスクが負の影響を与えることを明らかにした。以上のように、財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすことが検証された。

レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすタイプの研究には、Srivastava *et al.* (1997), Deephouse (1997), Roberts and Dowling (1997), Corderio and Sambharya (1997), Black *et al.* (2000), Jones *et al.* (2000) 等がある (図表3, 4参照)。

Deephouse (1997) は、レピュテーションを新聞の記事を得点化したメディアレピュテーションと、資本維持率と自己資本比率によって測定される財務レピュテーションに分解した。レピュテ

ーションを2つに分解したときでさえ、メディアレピュテーションと財務レピュテーションが財務業績として測定されたROAに影響を及ぼすことが明らかにされた。

Roberts and Dowling (1997) は、レピュテーションがROAで測定された財務業績を向上するという仮説を設定した。高業績が低業績になることをイベントとした「維持モデル」と低業績が高業績になることをイベントとした「達成モデル」を用いて、比例ハザード回帰分析を行った。この分析から、レピュテーションが良いことは、業績を維持させる効果と業績を回復させる先行指標としての効果があることが検証された。

他にも、Srivastava *et al.* (1997) は、フォーチュン誌の8つの評価項目の総得点で測定されたレピュテーションが株価に影響を及ぼすことを明らかにした。また、Corderio and Sambharya (1997) は、証券アナリストの業績予想にレピュテーションが影響を与えていることを明らかにした。Black *et al.* (2000) は、フォーチュン誌の8つの評価項目で測定されたレピュテーションがROA, PBR, 売上高, 売上高成長率に影響を及ぼすこと

図表3 レピュテーションが財務業績に及ぼす影響

| 著者 | レピュテーション尺度 | 財務業績尺度 | 方法論 | その他の独立財務変数 | 産業 | 遅れ | 結果 |
|---|--|--|---|-------------------------------------|-----------------------|----|----|
| Srivastava, McInish, Wood and Capararo (1997) The Value of Corporation : Evidence from Equity Markets | フォーチュン誌 | β : 1988-1990 における日次データの標準市場モデルと市場を示すS & P 500の指標に基づいて計算 | 回帰分析 $B_i = x_0 + x_1$ レピュテーション + e_i | | 複数産業 | 0 | + |
| Deephouse (1997) The effect of Financial and Media Reputation on Performance | メディアレピュテーション : ミネソタ・スター・トリビューンとセントポール・パイオニア出版 財務レピュテーション : 資本維持率 資産の質の比率 | 会計指標 : 全地域商業銀行の年間平均に対する資産利益率 (平均資産利益率) | 相関分析 回帰分析 | 市場株価 ROAの前年比 | アメリカのミネソタとセントポールの商業銀行 | 0 | + |
| Roberts and Dowling (1997) The Value of a Firm's Corporate Reputation : How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability | フォーチュン誌 | 会計尺度 | 比例ハザード回帰 | 企業の規模 市価対簿価 現状業績の 期間 日付 | 産業平均による従属変数の標準化 | 0 | + |

出典 : Sabate and Puente (2003, p.168).

のかという課題がなぜ生じたのかに対して Sabate and Puente (2003) は、いくつかの理由を明らかにしている。第1の原因として、研究者の用いたデータセットが異なっていることを取り上げた。第2の原因として、測定尺度の違いを取り上げた。第1と第2の原因は頑健性を担保するもので重要な課題ではない。第3の原因として、理論的フレームワークの欠如を取り上げた。理論的フレームワークの欠如⁶⁾が主要な原因であると述べているようにこの点は重要な課題である。そこで、次節では、理論的フレームワークの欠如という課題を解決した研究を明らかにする。

4 Roberts and Dowling (2002) による実証研究

理論的フレームワークの欠如という課題を解決するために、Roberts and Dowling (2002) は、まず理論的フレームワークを構築した。そのフレームワークに基づいてレピュテーションと財務業績の双方向の関係を検証した。

4.1 ダイナミック・モデルの提示

資源ベースアプローチ⁷⁾に立脚した Roberts and Dowling (2002) は、レピュテーションと財務業績の関係性に終止符を打った。Roberts and

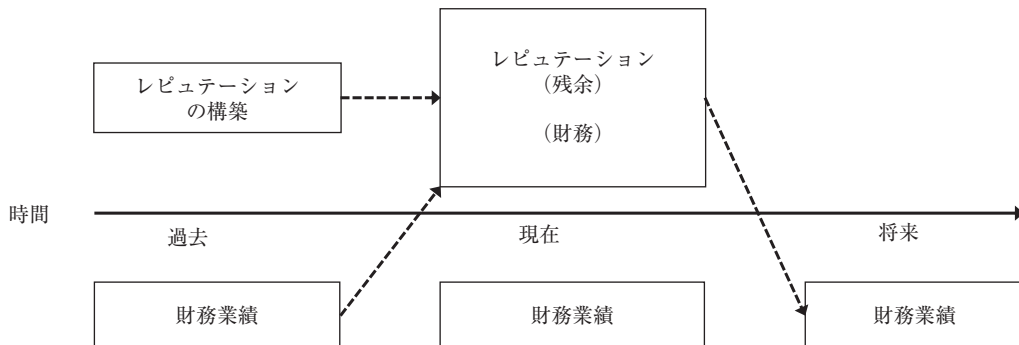
Dowling (2002) は、過去の財務業績が現在のレピュテーションに影響を及ぼし、そのレピュテーションが将来の財務業績に影響を及ぼすという図表5の「ダイナミック・モデル」を構築した。このモデルは、過去の優れた財務業績がレピュテーションを構築し、それが永続的な収益性をもたらすことを仮定したものとなっている。

分析に用いたサンプルは、1984年から1998年のフォーチュン誌の「最も称賛される企業」にランクインした企業である。レピュテーションの測定を過去の財務業績と連動する財務レピュテーションと、連動しない残余レピュテーションとに分解した。財務業績としてROAを選択し、また、コントロール変数として企業規模の尺度である売上高と無形資産の尺度であるPBRを設定した。

4.2 回帰分析

過去のレピュテーションと財務業績が現在の財務業績に与える影響を検証するために、Roberts and Dowling (2002) は、Mueller (1986) が示した式1のモデルを使って回帰分析を行った。彼らは、持続的な収益性の式1を式2に変換して分析を行った。式2は、過去のレピュテーション (Reputaiton), PBR (MTB), 売上高 (SIZE) によって現在のROAが既定されるモデルである。

図表5 レピュテーションと財務業績のダイナミック・モデル



出典：Roberts and Dowling (2002, p.1078).

$$roa_{it} = \alpha_0 + \beta_0 * roa_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (式 1)$$

$$\begin{aligned} roa_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Reputation_{it-1} + \alpha_2 * MTB_{it-1} \\ & + \alpha_3 * Size_{it-1} + \beta_0 * roa_{it-1} \\ & + \beta_1 * Reputation_{it-1} * roa_{it-1} \\ & + \beta_2 * MTB_{it-1} * roa_{it-1} \\ & + \beta_3 * Size_{it-1} * roa_{it-1} + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (式 2)$$

式2に基づいて、全てのサンプルを用いたモデルと財務レピュテーションと残余レピュテーションとに分けて分析したモデル、財務業績が平均値を上回る企業と下回る企業に分けたモデルによって検証が行われた。そして、過去のレピュテーションと財務業績が現在の財務業績に影響を及ぼすことが明らかになった。これは、全サンプルの場合だけでなく財務レピュテーションと残余レピュテーションに分割しても検証された。また、財務業績が平均値を上回る企業では、無形資産の規模を示すPBRも財務業績に影響を及ぼすことが明らかとなった。

4.3 比例ハザード回帰分析

回帰分析の結果をうけて、Roberts and Dowling (2002) は過去のレピュテーションによって構築された現在の財務業績の永続性を明らかにするために比例ハザード回帰分析⁸⁾を行った。分析を行うにあたって、彼らは、現在の財務業績が平均値を上回る企業と下回る企業に分けた2つのモデルを設定した。

財務業績が平均以上の企業を対象としたモデルで設定されたイベントは、現在の財務業績が悪化する時点である。イベントを財務業績が悪化する時点とすることで、独立変数の係数が高くなれば業績が悪化する確率が高くなるというモデルが構築された。分析の結果、レピュテーションの係数が負になったことから、レピュテーションが下がると財務業績が悪化する(イベント)確率が高まることが示された。逆に言えば、レピュテーションを高めることによってイベントの発生確率が下がることがわかる。さらに、レピュテーションの高い企業と低い企業を比較したところ、レピュ

テーションの低い企業の方が、財務業績を悪化させる確率が高くなった。従って、レピュテーションが高ければ、優れた財務業績を持続させることができるという仮説が検証された。

財務業績が平均以下の企業を対象としたモデルで設定したイベントは、現在の財務業績が好転する時点である。つまり、係数が高くなれば業績が好転する確率も高まる。分析の結果、レピュテーションの係数が正になったことから、レピュテーションが高くなると財務業績が好転する(イベント)確率が高くなることが明らかになった。また、レピュテーションの高い企業と低い企業を比較したところ、レピュテーションの高い企業の方が、財務業績を好転させる確率が高くなる。このことから、レピュテーションが高ければ、財務業績を好転させることができるという仮説が検証された。

回帰分析の結果から過去のレピュテーションと過去の財務業績が現在の財務業績に影響を及ぼすことが明らかになった。また、比例ハザード回帰分析の結果から、レピュテーションが高くなることによって財務業績が永続することが明らかになった。この2つの分析によって、レピュテーションと財務業績の因果関係が永続することが明らかになった。以上より、Sabate and Puente (2003) が提示した理論的フレームワークの欠如という課題は、Roberts and Dowling (2002) のダイナミック・モデルというフレームワークと実証研究によって解決された。

5 | その後の実証研究の変遷

レピュテーションと財務業績の関係についての研究は、理論的フレームワークが提示され実証されたことで1つの解決をみた。その後、レピュテーションと財務業績に関する実証研究は、ステークホルダーごとのレピュテーション評価の実証、内的要因とレピュテーションによる財務業績への影響、外的要因とレピュテーションによる財

務業績への影響といった研究に展開を見せている。これらを順に紹介する。

5.1 ステークホルダーごとのレピュテーション評価の実証

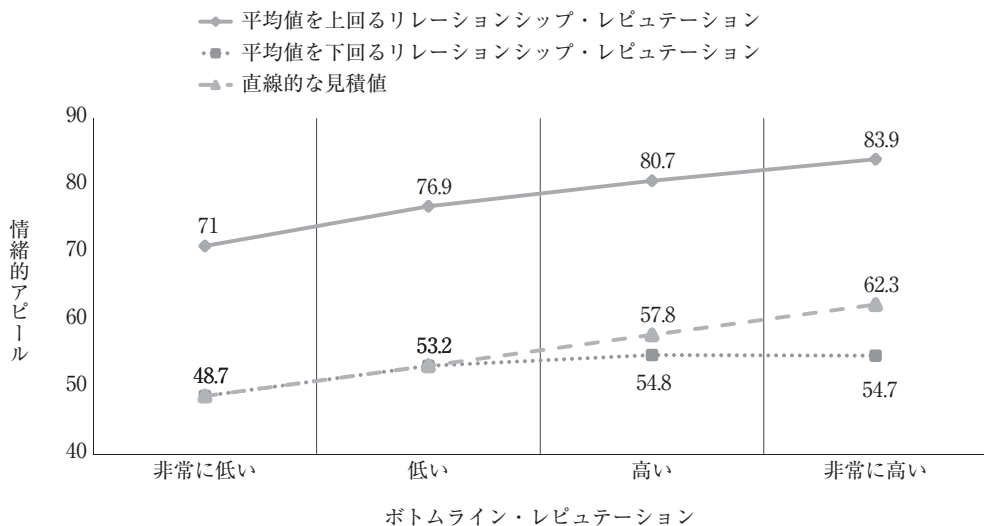
レピュテーションがステークホルダーからの評価であるとするならば、全てのステークホルダーをまとめてレピュテーションを評価すべきではない。また、ステークホルダー別にレピュテーションを評価しなければ、異なるニーズをもつステークホルダーごとに適切なマネジメントを行うことはできない。このように考えた Porritt (2005) は、ステークホルダー間のレピュテーション評価の違いに着目し実証研究を行った。彼は、企業が顧客の期待に応えられるかと、投資家と債権者の期待に応えられるかという両者のコンフリクトに注目した。このコンフリクトをボトムライン・バックラッシュ (bottom line backlash) と名付けた。投資家と債権者のレピュテーションをボトムライン・レピュテーション (bottom line reputation), 顧客やコミュニティのレピュテーションをリレーションシップ・レピュテーション (rela-

tionship reputation) と名付けた。

レピュテーションに情緒的アピール (emotional appeal) が強く影響を及ぼす (Fombrun and van Riel, 2004) ことから、情緒的アピール、ボトムライン・レピュテーション、リレーションシップ・レピュテーションの関係を明らかにした。情緒的アピール、ボトムライン・レピュテーション、リレーションシップ・レピュテーションの測定には RQ を用いた。情緒的アピールは、好感度、賛美と尊敬、信頼度で測定された。リレーションシップ・レピュテーションは、地域社会に対する責任、環境責任、社会貢献活動、製品・サービスに込められた理念、革新性、高品質、価格に見合う価値、従業員への公平な処遇、魅力的な職場、優秀な従業員で測定された。ボトムライン・レピュテーションは、市場の把握、将来性への明確なビジョン、収益性、将来性、競合他社より優れた業績、低い投資リスクで測定された。

リレーションシップ・レピュテーションが平均値を上回る企業 (図表6の実線) は、ボトムライン・レピュテーションが高まればほぼ直線的に情緒的アピールも高まる。このことから顧客の期待

図表6 ボトムライン・レピュテーションとリレーションシップ・レピュテーションと情緒的アピールの相互関係



出典: Porritt (2005, p.202).

に込んでいる企業は、投資家の期待にも込え、全体的なレピュテーションに影響を及ぼす情緒的アピールも比例して高まることになる。しかし、リレーションシップ・レピュテーションが平均値を下回る企業（図表6の点線）のボトムライン・レピュテーションと情緒的アピールは比例せず、ボトムライン・レピュテーションが高まると情緒的アピールは相対的に低下する。つまり、投資家の期待に込えているが顧客の期待に込えられていない企業は、レピュテーションに強く影響を及ぼす情緒的アピール（Fombrun and van Riel,2004）が低いため、レピュテーションが低くなると考えられる。

レピュテーションには、確かに投資家や債権者といった財務業績を重視するステークホルダーが重要である。ところが、投資家や債権者よりも顧客関係を良好に築けなければレピュテーションを構築することはできず、財務業績を向上することができない。財務業績が達成できなければボトムライン・レピュテーションも低くなり、その結果としてレピュテーションが悪化するという負のスパイラルに陥る可能性がある。この研究のようにステークホルダー別のレピュテーション評価をす

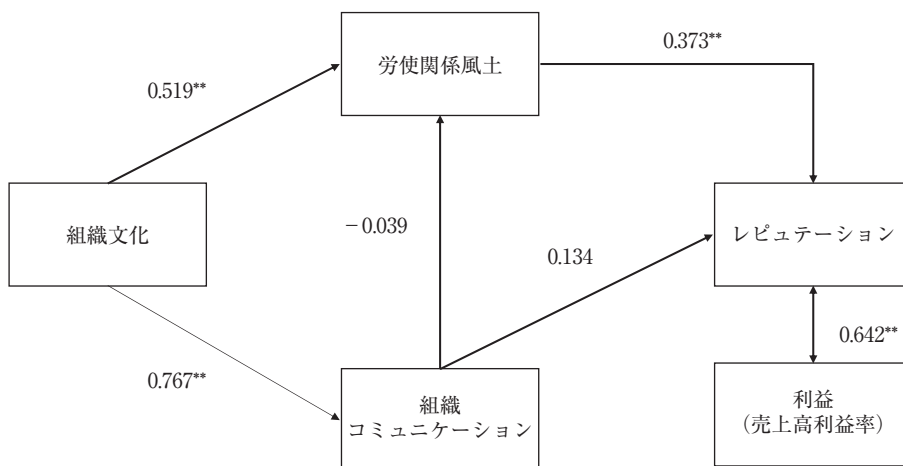
ることによって、どのステークホルダーを効果的にマネジメントすべきかが明らかとなる。

5.2 内的要因によるレピュテーションと財務業績の影響

レピュテーションと財務業績に関係して、企業の内的要因がレピュテーションに影響を及ぼすという研究には、Carmeli (2004) と伊藤ら (2014) がある。Carmeli (2004) の研究は、企業内部に着目して組織文化、労使関係風土、組織コミュニケーションがレピュテーションに影響を及ぼし、そのレピュテーションが財務業績に影響を及ぼすという仮説を明らかにした。

サンプルは、イスラエルの先進的な73社を対象とし、財務業績を売上高利益率で測定した。レピュテーションをフォーチュン誌の8つの評価項目の総得点で測定した。組織文化の質問項目は、「従業員が意思決定に参加している」、「従業員は共通で明確な目標を持っている」、「従業員に対して一般的に公正な労働条件を提示している」、労使関係風土の質問項目は、「経営者と従業員は共通の問題を解決のために誠実に努力する」、組織コミュニケーションの質問項目は、「従業員は、

図表7 内的要因とレピュテーションによる財務業績への影響



p<0.01,*p<0.001.

出典：Carmeli (2004, p.315).

公式的な伝達手段より前にメディアから情報を収集する」、「従業員は効果的な業務を実行するため関連する情報を十分に入手する」とした。これらの質問項目をそれぞれ5点リッカート法で測定した。

共分散構造分析の結果、図表7に示すように組織文化が労使関係風土と組織コミュニケーションを促進し、労使関係風土がレピュテーションに影響を及ぼし、最後にレピュテーションが、財務業績に影響を及ぼすことを検証した。この研究により、企業内部の組織文化がレピュテーションという企業外部の評価を形成することがわかった。レピュテーションに影響を及ぼす組織文化や労使関係風土といった従業員の行動に影響を及ぼす要因を管理することによってレピュテーションを構築し、財務業績に繋がる。レピュテーションは、経営者や従業員の行動の結果（櫻井，2008）であることから、レピュテーションを上げるためには従業員を方向づけ、適切な労使関係をいかに築けるかが重要になると考えられる。しかし、組織文化や労使関係を高めることによって、従業員の行動

にどのような影響を及ぼすのかについては、明らかにされていない。企業内部の組織文化によって従業員のとる行動が財務業績に及ぼす影響に関する研究が残されている。

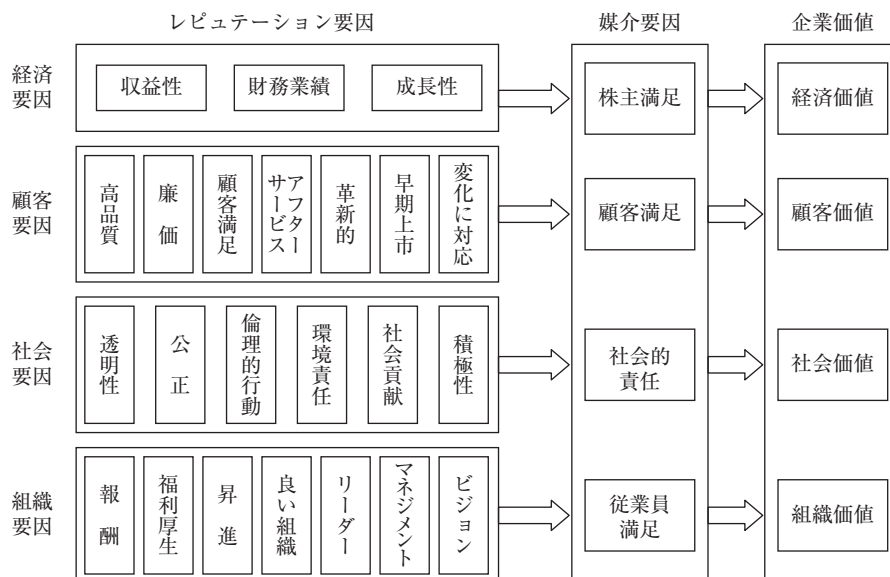
レピュテーションを内的要因別に分類し、これを財務業績との関係で明らかにした研究に伊藤ら（2014）がある。彼らは、RepTrak[®]の23の属性を、経済価値を高める経済要因、顧客価値を高める顧客要因、社会価値を高める社会要因、組織価値を高める組織要因の4つの要因に分類した。そして、バランス・スコアカードを応用した図表8のモデルを構築した。

レピュテーションは、RepTrak[®]の23の属性に3の属性（企業理念が浸透している、顧客からの信頼性が高い、消費者の高感度が高い）を加えた26の属性で測定された。財務業績は、ROAで測定され、以下の仮説が設定された。

仮説1：コーポレート・レピュテーションの構成要素は、組織価値、社会価値、顧客価値、経済価値からなる。

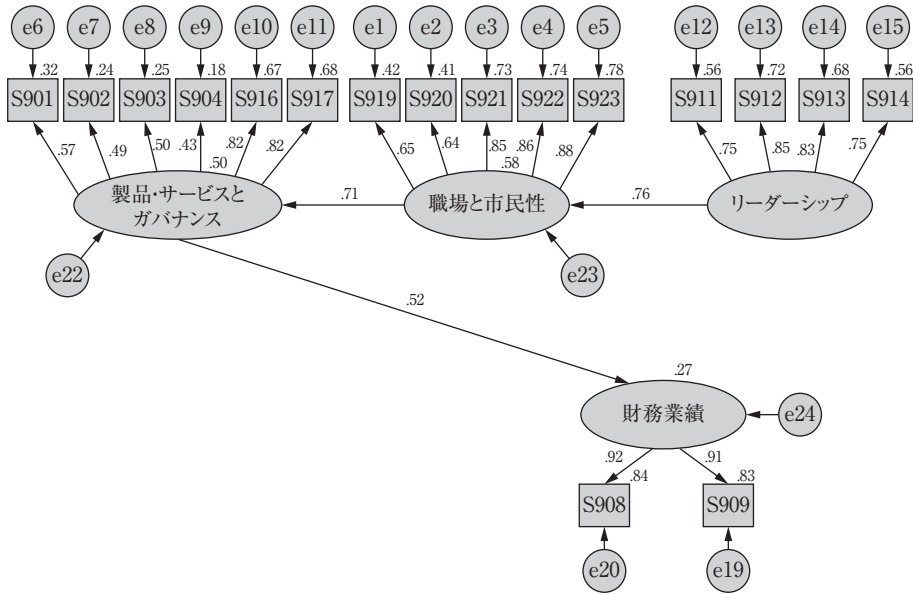
仮説2：組織価値は社会価値に影響を及ぼし、

図表8 コーポレート・レピュテーションの基本モデル



出典：伊藤ら（2014, p.11）。

図表9 4つの因子による因果モデル



出典：伊藤ら（2014, p.16）。

社会価値は顧客価値に影響を及ぼし、顧客価値は経済価値に影響を及ぼす。

仮説3：コーポレート・レピュテーションを高めることが財務業績の向上に有効である。

図表9は、共分散構造分析の結果である。仮説1は、RepTrak®の評価項目を次のように捉えて検証した。リーダーシップと職場を組織価値、市民性、ガバナンスを社会価値、製品/サービスを顧客価値、収益性、好業績、成長見込みを経済価値として捉えることによって、仮説1が検証された。このように評価項目を捉えることにより、共分散構造分析の結果から仮説2が検証された。仮説3を検証するために、レピュテーション指標の平均値上位10社と下位10社を取り出し、その企業と同業者の平均ROAの差を比較した。t検定の結果、仮説3は統計的な有意な差が見られなかった。しかし、仮説3が統計的に有意でない理由として次のことが考えられる。ROAは経済価値であることから全てのレピュテーションの評価項目が直接影響しているのではなく、仮説2で検

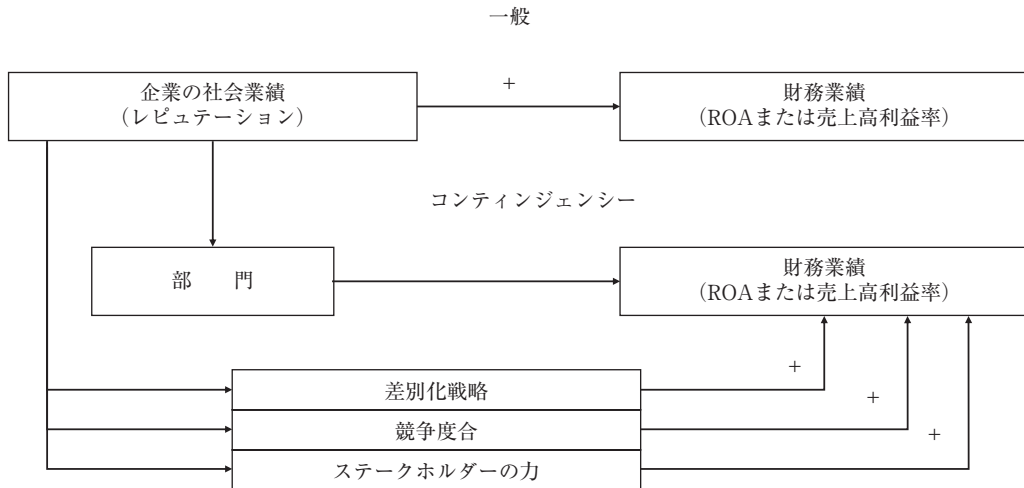
証された因果連鎖によって影響を及ぼしていたと考えられる。

この研究により、企業価値には因果連鎖が存在し、企業価値ごとに影響を及ぼすレピュテーションが異なることを明らかにした。このモデルは、バランスト・スコアカードを応用して作られているので、検証された因果連鎖をもとに各企業価値を高めるレピュテーションのバランスをとることによって効果的なマネジメントが可能になると考えられる。

5.3 外的要因によるコーポレート・レピュテーションと財務業績への影響

レピュテーションと財務業績の関係は、企業の外的要因によって影響を受けるとした研究に Sánchez and Sotorrió (2007) がある。彼らは、コンティンジェンシー理論を用いて、競争の度合や戦略の違いがレピュテーションと財務業績の関係性に影響を及ぼすことを明らかにした。レピュテーションが財務業績を向上させるドライバーと捉え、差別化戦略、競争度合、ステークホルダー

図表 10 CSP と FP の関係性モデル



出典：Sánchez and Sotorrio (2007, p.338).

の力を取り入れた図表 10 のモデルを構築した。レピュテーションについては、MERCO (The Monitor Empresarial de Reputación Corporativa) のランキング⁹⁾の評価項目である収益性、製品/サービスの品質、企業文化と労働環境、倫理的行動、社会的責任、規模、国際的な存在感、革新性で測定した。財務業績については、ROA、営業利益で測定した。差別化戦略を売上高に対する研究開発費で測定し、競争度合をスペイン銀行が公開している業種の競争度、ステークホルダーの力を 12 の尺度¹⁰⁾で測定した。分析に当たっては、以下の 4 つの仮説を検証した。

仮説 1：レピュテーションと財務業績は正の関係がある。

仮説 2：差別化戦略の度合が強まるとレピュテーションと財務業績の関係性も強まる。

仮説 3：競争度合が強まるとレピュテーションと財務業績の関係性も強まる。

仮説 4：ステークホルダーの力が強いとレピュテーションと財務業績の関係性も強まる。

分析の結果、仮説 1, 2, 3 は証明されたが、仮説 4 は棄却された。仮説 3 は競争度合が強まれ

ば、レピュテーションと財務業績の関係が強くなるというものである。激しい競争環境に置かれている企業は、良質の製品を安く作ることだけでは競争優位を確保できなくなる (櫻井 2008, p.17)。このことから、インタンジブルズとしてのレピュテーションがより重要になると考えられる。また、彼らは、戦略を差別化戦略に限定してしまっているため、その他の戦略について明らかにしていない。差別化戦略以外の戦略や戦略を実行する活動やコントロールするマネジメント・コントロール・システムを取り込んだ研究が残されている。

6 | インプリケーション

第 5 節で検討した研究から、財務業績とレピュテーションの関係に関わる実証研究は、3 つの方向で展開されてきたことが理解できる。すなわち、ステークホルダー別のレピュテーション評価、内的要因が及ぼすレピュテーションへの影響、外的要因が及ぼすレピュテーションと財務業績の関係性への影響である。

第 1 に、Porritt (2005) が検証したステークホ

ルダー別のレピュテーション評価という展開を考察する。レピュテーションは、ステークホルダーからの評価であり、ステークホルダー別にレピュテーションを評価し、財務業績との関係を明らかにすべきである。櫻井（2008）によれば、レピュテーションの評価者であるステークホルダーは、株主、銀行、取引先、顧客、証券アナリスト、地域住民、経営者、従業員であるという。このようなステークホルダー別にレピュテーションを測定すれば、ステークホルダー間の因果関係が明確になり、ステークホルダーのマネジメントに有効であると考えられる。

第2に、Carmeli（2004）と伊藤ら（2014）が検証した内的要因が及ぼすレピュテーションへの影響を考察する。Carmeli（2004）が、レピュテーションに影響を及ぼす要因として挙げた組織文化、労使関係風土、組織コミュニケーションは、インタンジブルズの1つである組織資本に分類することができる。具体的には、Kaplan and Norton（2004）の組織資本を構成する4つの要素のうち、組織文化とチームワークに分類される。また、伊藤ら（2014）は、レピュテーションを、経済要因、顧客要因、社会要因、組織要因の4つで捉えていた。顧客要因、社会要因、組織要因のそれぞれが顧客価値、社会価値、組織価値を創出する源泉であると考えれば、顧客要因、社会要因、組織要因からなるレピュテーションはインタンジブルズと考えることもできよう。両者の研究からレピュテーションと財務業績の関係とインタンジブルズをどのように取り扱うべきかという課題が浮かび上がってくる。

第3に、レピュテーションと財務業績の関係性に外的要因が影響を及ぼしているとする Sánchez and Sotorrió（2007）の研究を考察する。彼らは、レピュテーションをCSRと同義に捉えて分析を行っている。CSRとレピュテーションの異同を検討する必要がある。また、レピュテーションと内的要因であるその他のインタンジブルズ、それに外的要因を加えた分析が残された課題である。

7 | まとめ

本稿では、文献レビューを通じて、コーポレート・レピュテーションと財務業績に関わる実証研究の変遷を明らかにした。レピュテーションと財務業績に関わる実証研究は、理論的フレームワークが欠如したまま研究が行われていた（Sabate and Puente, 2003）。レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすタイプの研究と財務業績がレピュテーションに影響を及ぼすタイプの研究が存在していた。この問題を解決するためには、レピュテーションと財務業績が双方向に影響を及ぼすモデルと理論とが結合したフレームワークが必要であった。

この理論的フレームワークの欠如が Roberts and Dowling（2002）のダイナミック・モデルによって解決されていた。ダイナミック・モデルは、財務業績がレピュテーションに影響を及ぼし、そのレピュテーションが財務業績に影響を及ぼすという永続的な因果関係を示すモデルである。また、彼らは資源ベースアプローチに立脚し、レピュテーションを卓越した持続的な財務業績をもたらす模倣困難な資産として捉えた。従って、ダイナミック・モデルは、レピュテーションと財務業績の永続的な因果関係を示すモデルと理論の結合という理論的フレームワークの条件を満たしていた。

その後、レピュテーションと財務業績の関係性に関する研究は、進展を見せていた。この進展について3つの発見事項があった。第1の発見事項は、Porritt（2005）が検証したステークホルダー別のレピュテーション評価という研究が行われていたことである。ステークホルダー別のレピュテーション評価を行うことによって、効果的にレピュテーションをマネジメントできることを示唆した。

第2の発見事項は、Carmeli（2004）と伊藤ら（2014）が検証したように、内的要因によってレ

レピュテーションに影響を及ぼし、そのレピュテーションが財務業績に影響を及ぼすという関係性に着目した研究が行われていたことである。Carmeli (2004) は、インタンジブルズとして捉えることができる組織資産を取り入れていた。伊藤ら (2014) は、レピュテーションとして組織要因、社会要因、顧客要因を捉えていた。これらのレピュテーションは、将来の価値源泉としてのインタンジブルズとして捉えることができる。組織資産、社会資産、顧客資産は因果関係性にあり、最終的に、財務業績に影響を及ぼしていた。

第3の発見事項は、Sánchez and Sotorrió (2007) が検証したように、レピュテーションと財務業績の関係性に外的要因が影響を及ぼすという研究が行われていたことである。コンティンジェンシー理論を用いて、競争環境の競争度合と戦略がレピュテーションと財務業績に影響を及ぼしていた。一連の文献レビューから、レピュテーション評価をステークホルダー別に行い、内的要因としてのインタンジブルズと競争環境といった外的要因を取り込んだモデルを構築しなければならないといった課題が明らかとなった。

●謝辞

本研究を遂行するにあたり、専修大学の伊藤和憲先生および岩田弘尚先生には、多くのご指導を賜りました。心からお礼申し上げます。

●注

- 1) 櫻井 (2005, 2008) においてもレピュテーションの資産性は述べられており、レピュテーションが財務業績に影響を及ぼす因果関係も考えられる。しかし、本稿では、櫻井 (2005) の定義に着目して考察を行なった。
- 2) 長期的投資価値、財務的健全性、資産の効率的な活用、経営者の資質、製品とサービスの品質、革新性、卓越した従業員を魅了・育成・維持する能力、コミュニティと環境への責任の8項目である。
- 3) 製品品質、マネジメント、品質と価格のバランス、マーケティング、人的資源管理、財務の健全性、環境責任、製品開発、社会的重要性の9項目である。
- 4) Fombrun and Shanley (1990) は、レピュテーションの評価者は、市場シグナル、会計シグナル、制度シグナル、戦略シグナルの4つの情報シグナルを基にレピュテーションを評価するモデルを構築した。市場シグナルは市場業績と市場リスク・配当、会計シグナルは会計上の収益性とリスク、制度シグナルは機関投資家の株式保有・社会的責任・メディアへの露出・企業規模、戦略シグナルは差別化・多角化によって構成される。
- 5) フォーチュン誌の「世界で最も称賛される企業」の評価者は、経営者やアナリストといった専門家を対象としているため、財務的な評価項目に偏るといった財務的なハロー効果が存在する (Fryxell and Wang, 1994)。
- 6) 理論的フレームワークとは、理論と実証研究の結果が結びつき、レピュテーションと財務業績の双方向の関係性を示すフレームワークである。
- 7) Roberts and Dowling (2002) は、レピュテーションを模倣困難な希少で価値のある資産として捉えている。
- 8) 比例ハザード回帰分析とは、あるイベント (事象) が発生する確率を求める分析方法である。Roberts and

- Dowling (2002) は、財務業績が平均値以上の企業が、財務業績が悪化するというイベントと財務業績が平均値以下の企業が、財務業績が好転するイベントの発生確率を求めるために比例ハザード回帰分析を行った。
- 9) MERCOSUR ランキングとは、EAE ビジネススクールによるスペインの企業を対象としたレピュテーションのランキングである。
 - 10) 持続可能な開発に関する戦略の開示、社会的問題における特定のコミットメント、ISO 9000 の存在、ISO 14000 の存在、SA 8000 の存在、外部社会からの検証、CSR 担当者や部署の存在、ステークホルダーとのコミュニケーションのメカニズムの証拠、従業員の責任追及の促進、価値連鎖の責任感の促進、特定の CSR の記録である。

●参考文献

- Black, E., T. Carnes and V. Richardson (2000), "The Market Valuation of Corporate Reputation," *Corporate Reputation Review*, 3(1), pp.21-31.
- Brown, B. and S. Perry (1994), "Removing the Financial Performance Halo from Fortune's Most Admired Companies," *Academy of Management Journal*, 37, pp.1346-1359.
- Carmeli, A. (2004), "The Link Between Organizational Elements, Perceived External Prestige and Performance," *Corporate Reputation Review*, 6(4), pp.314-331.
- Cordeiro, J. J. and R. B. Sambharya (1997), "Do Corporate Reputations Influence Security Analyst Earnings Forecast? An Empirical Study," *Corporate Reputation Review*, 1(1,2), pp.94-97.
- Deephouse, D. L. (1997), "The Effect of Financial and Media Reputations on Performance," *Corporate Reputation Review*, 1(1,2), pp.68-71.
- Diermeier, D. (2011), *Reputation Rules: Strategies for Building Your Company's Most Valuable Asset*, McGraw-Hill. (斉藤祐一訳 (2011) 『「評判」はマネジメントせよ』 阪急コミュニケーションズ).
- Fombrun, C. J. and M. Shanley (1990), "What's in a Name?"

- Reputation Building and Corporate Strategy,” *Academy of Management Journal*, 33(1), pp.233-258.
- Fombrun, C. J. (1996), *Reputation ; Realizing Value From the Corporate Image*, Harvard Business School Press.
- Fombrun, C. J. and C. B. M. van Riel. (2004), *Fame & Fortune, How Successful Companies Build Winning Reputations*, Prentice Hall. (電通レピュテーション・プロジェクトチーム訳 (2005) 『コーポレート・レピュテーション』 東洋経済新報社).
- Fryxell, G. E. and J. Wang (1994), “The Fortune Corporate ‘Reputation’ Index: Reputation for What?,” *Journal of Management*, 20(1), pp.1-14.
- Hammond, S. A. and J. W. Slocum (1996), “The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation,” *Journal of Business Ethics*, 15, pp. 159-165.
- Jones, G., B. Jones and P. Little (2000), “Reputation as a Reservoir: Buffering Against Loss in Times of Economic Crisis,” *Corporate Reputation Review*, 3(1), pp. 21-29.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton (2004), *Strategy Maps : Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*, Harvard Business School Press (櫻井通春・伊藤和憲・長谷川恵一訳 (2014) 『戦略マップーバランスト・スコアカード』 東洋経済新報社).
- Mueller, DC. (1986), *Profits in the Long Run*, Cambridge University Press.
- Porritt, D. (2005), “The Reputational Failure of Financial Success: The ‘Bottom Line Backlash’ Effect,” *Corporate Reputation Review*, 8(3), pp.198-213.
- Preston, L. E. and H. Sapienza (1990), “Stakeholder Management and Corporate Performance,” *Journal of Behavioral Economics*, 19, pp.361-375.
- Riahi-Belkaoui, A. and E. Pavlik (1991), “Asset Management Performance and Reputation Building for Large US Firms,” *British Journal of Management*, 2, pp.231-238.
- Roberts, P. W. and G. R. Dowling (1997), “The Value of a Firm’s Corporate Reputation: How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability,” *Corporate Reputation Review*, 1(1,2), pp.72-75.
- Roberts, P. W. and G. R. Dowling (2002), “Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance,” *Strategic Management Journal*, 23, pp.1077-1093
- Sabate, J. M. F. and G. R. Puente (2003), “Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance,” *Strategic Management Journal*, 6(2), pp.161-177.
- Sánchez, J. and L. Sotorrio (2007), “The Creation of Value Through Corporate Reputation,” *Journal of Business Ethics*, 76(3), pp.335-346.
- Schultz, M., J. Mouritsen, G. Gabrielsen, and J. Rasmussen (2000), “Sticky Reputation : Analyzing a Ranking System,” *Corporate Reputation Review*, 4(1), pp.24-41.
- Sobol, M. G. and G. Farrell (1988), “Corporate Reputation: A Function of Relative Size or Financial Performance?,” *Review of Business and Economic Research*, 24, pp.45-59.
- Srivastava, R. K., T. H. McInish, R. A. Wood. and A. J. Capraro (1997), “The Value of Corporate Reputation : Evidence from Equity Markets,” *Corporate Reputation Review*, 1(1,2), pp.62-67.
- 伊藤和憲・関谷浩行・櫻井通晴 (2014) 「コーポレート・レピュテーションと企業価値・財務業績への影響」『会計学研究』第40号, pp.1-31。
- 櫻井通晴 (2005) 『コーポレート・レピュテーション—「会社の評判」をマネジメントする』中央経済社。
- 櫻井通晴 (2008) 『レピュテーション・マネジメント—内部統制・管理会計・監査による評判の管理—』中央経済社。