

# CEO のナルシシズムと CSR

林之航

谷本ゼミ

## 概要書

本研究は、最高責任経営者（Chief Executive Officer、以下 CEO と略称する）のパーソナリティの一つであるナルシシズムが、日本企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility, CSR）にどのような影響を及ぼすのか、さらに、機関投資家が監視者として機能する場合に、CEO 裁量に基づく CSR の上積みがどの程度制約されるかという調整効果を明示することを目的として展開した。

2000 年代「CSR ブーム」以降、気候変動対応、人的資本、コンプライアンス、コーポレートガバナンスといった論点が高まり、CSR が徐々に社会からの注目が集まっている。日本企業においても統合報告書の普及や ESG 開示（Environment, Society and Governance）の高度化と共に、CSR は資本市場やステークホルダーに対する戦略的対応と位置付けられつつある。CSR 研究は、ステークホルダー圧力や制度圧力を中心とする外部要因の説明が厚い一方（David, Bloom, & Hillman, 2007; Wolf, 2014）、同じ環境下でも企業の CSR パフォーマンスが異なる点を十分に説明しきれない。そのため、外部からの要請だけで決まるのではなく、経営者の価値観・動機・パーソナリティといった個人差によっても左右される可能性は、実務的にも学術的にも重要になる。

トップの認知・価値観が戦略選択に反映されることが示され、CSR を含む非財務投資でも経営者要因の重要性も指摘された（Donald C. Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984）。ナルシシストの CEO が過度な自己確信とリスク選好に基づき、大胆な合併・買収（Mergers and Acquisitions, M&A）や研究開発（Research and Development, R&D）投資など、注目を集めやすい戦略を選択する傾向があることが示されてきた（Chatterjee & Hambrick, 2007）。一方で、Petrenko, Aime, Ridge, and Hill (2016) が、CSR が CEO のイメージ向上の手段として利用されうることを指摘

し、ナルシシズムと CSR 水準の間に正の関係を見出している。Gao, Gao, Long, and Wang (2023) は、中国のサンプルで CSR とナルシシズムの間の正の関係を検証し、ナルシシズムが外部志向の慈善寄付と内部志向の従業員の福祉厚生に異なる影響をもたらすことを明らかにしている。

しかし、これら先行研究の多くは欧米や中国といった制度環境の異なる市場を対象としており、謙虚・協調・社会規範を唱える社会環境及び長期的なステークホルダー重視の慣行を持つ日本企業において、ナルシシズムを有する CEO が CSR にどのように関与するのかについては、体系的な検証が十分ではない。また、CEO 個人がいかに企業の戦略選択やパフォーマンスに影響を及ぼすメカニズムの研究も限られている。

以上の二つの空白から、本研究の中心的問題提起は次に整理できる。すなわち、日本の CEO のナルシシズムは企業の CSR パフォーマンスにどのような影響を与えるのか、そしてその関係性の中にどのようなメカニズムが存在するかという二つである。

上層部理論は、トップマネジメントの価値観や認知が戦略選択を通じて組織行動や組織成果に投影されることが示している (Hambrick & Mason, 1984)。そのためナルシシストの CEO は注目を集めやすい戦略や象徴的行動を選好するという知見とも整合的である (Chatterjee & Hambrick, 2007)。企業のステークホルダーや社会の注目度を考慮すると、CSR は CEO の「ナルシシズム・サプリメント」として存在する。したがって、日本企業においても、ナルシシズムの高い CEO ほど、自己顕示的な動機から CSR 投資を拡大し、ESG 評価を高める可能性があるという仮説 (H1) が導かれる。エージェンシー理論は、代理人 CEO は自己便益の動機を持つ場合、有効的なモニタリングを行うことで代理のコストを削減できると主張する (Jensen & Meckling, 1976)。コーポレート・ガバナンスとは、代理人問題を防止するために、CEO、経営陣、主要株主を監督・監視する企業の主要な統制システムである。主要な内部・外部ガバナンス構造には、取締役会と機関投資家の持分比率が含まれる (Harjoto & Jo, 2011)。これらの視点から、外部ガバナンス・メカニズムとしての機関投資家が、CEO のナルシシズムが CSR に与える正の影響を抑制する可能性を検証する (H2)。

実証分析の対象は、2018～2022年度のNikkei 300採用企業のうち、統合報告書（または同等のAnnualレポート）を継続的に公表し、LSEG ESG 得点および機関投資家持株比率に関するデータが取得可能な258社であり、企業年次レベルのパネルデータを構築して企業固定効果・年次固定効果を考慮した回帰分析を行う。サンプル選定に際しては、金融機関などビジネスモデルの特殊性が大きい業種を適切に取り扱い、欠損値処理や外れ値のウィンズ化を通じて推計結果の安定性を確保する。

CEOのナルシズムは（Chatterjee & Hambrick, 2011）が開発した「目立たない方法」を参考に、統合報告書に掲載されたCEO写真の「ページ内面積比」から構築した連続変数として測定する。従属変数にはESG総合指標を用い、補足的に環境、社会、ガバナンス、およびCSR戦略統合性といった下位次元でも検証する。コントロール変数として、企業の一般属性、取締役会特性、CEO属性等を投入し、推定の頑健性を高めている。年ごとに変動し得るが、Chatterjee & Hambrick（2011）によって、ナルシズム自体は比較的安定した人格特性であるという前提から、推定は固定効果（FE）の代替方法と見られる一般化推定方程式（GEE）およびランダム効果（RE）モデルを中心に検証した。

実証結果として、REモデルとGEEモデルでナルシズムがCSRに与えるポジティブ的影響が強く有意になって、CEO間の特性差がCSR水準の差を説明する構図が明確になった。調整効果については、REモデルで機関投資家の持分の調整効果がマイナスに有意となり、機関投資家の持分が高いほどナルシズムに起因したCSRパフォーマンスの上積みが抑制される関係が示された。そして、頑健性分析で主要結論は概ね維持されている。

補充分析の結果では、ESG下位次元分析、機関投資家の異質分析とCEO任期の媒介効果を検証した。ESGを分解すると、ナルシズムの影響は環境では一貫して確認されない一方、社会は限定的で、ガバナンスおよびCSR戦略統合性で強く有意に現れた。この非対称性は、日本企業のCSRが、環境投資のような長期・資本集約的領域よりも、人的資本やガバナンス改革、統合報告を含む戦略統合といった短中期に可視化しやすい且つ企業の利益関係者との関連性が高い領域でCEOのナルシズム追求と結びつきやすい可能性が示唆される。機関投資家の異質分析では、日本

国内の機関投資家と海外機関投資家が明確な異質性が現れなかった。また媒介分析では、就任初期正当性・外部評価の獲得欲求という仮説前提に基づいて、CEO のナルシズムが CEO 任期を通じて ESG パフォーマンスに正の影響（負 × 負）を与えることを発見した。

総じて、本研究の貢献は以下の通りである。理論面において、まず本研究は CEO のナルシズムと CSR の関係を日本サンプルで体系的に検証し、既存研究の欧米・中国で蓄積された議論を制度・文化文脈の異なる市場に拡張した。次に、上層部理論とエージェンシー理論を接合し、CEO のナルシズムの影響メカニズムにおいて、ガバナンス・システムの調整効果を提示した。また、ESG の下位次元に踏み込み、ナルシシストの CEO は CSR からの異なる「ナルシズム・サプリメント」を示し、よりステークホルダーに評価されやすい領域を好むことを提示した。一方で、方法論における（Chatterjee & Hambrick, 2007）の CEO の写真面積採点の方法を参考にして、Python プログラミングを用いて統合報告書から CEO の写真を正確に抽出し、面積比率を計算し連続変数を作り、ナルシズムの代理変数として測定することで、測定の正確性やナルシズムの安定特性としての識別を強化した。最後に、実務的貢献として、統合報告・ESG 開示が高度化する局面で、経営者の特性に依存した CSR 投資の過度な振れを、機関投資家がどのように制約し、実質性へ接続できるかを示唆する。