

CSR 活動がリスクに与える影響について

奥田 真也

要 旨

最近企業の社会責任(Corporate Social Responsibility: 以下 CSR と略す) 活動に注目が集まりつつあるが, そのような活動を行う根拠の一つとして, CSR 活動リスクマネジメント活動の一環として捉えようとする見解がある。もしこのような見解が正しく, かつその活動が有効であるならば, CSR 活動を積極的に行っている企業はその企業が直面しているリスクを減少できているはずである。このような現象が確認できるか否かについて検証することが本稿の目的である。本稿では, リスクを証券市場の観点から評価するために, 市場モデルを用いて, 企業の直面するリスクをシステムティックリスクと個別リスクの二種類のリスクに分解した。そして, 二種類のリスクと CSR 活動との関係を考察した。その結果, システムティックリスクは総合的な CSR 活動との相関関係がほとんど見られなかったものの, 個別リスクは CSR 活動と負の相関が見られた。この傾向は個別の CSR 活動とシステムティックリスクや個別リスクとの間においても同様な関係が多く観察された。これらの証拠は, 経済活動全般と相関する証券市場において価格付けされるようなリスクを減らすことに CSR 活動は役に立っていないかもしれないが, 個々の企業特有のリスクを軽減することに CSR 活動は役立つ可能性を示唆する結果であるといえよう。

目 次

- | | |
|--------------|-----------------|
| I. はじめに | 3. 推計モデル |
| II. リサーチデザイン | III. サンプルと基本統計量 |
| 1. リスク指標 | IV. 検証結果 |
| 2. CSR 指標 | V. おわりに |

I. はじめに

最近、企業の社会責任 (Corporate Social Responsibility: 以下 CSR と略す) 活動に対してますます注目が集まりつつある。この CSR 活動については様々な角度からなぜその活動が必要かについて分析や提言が集まりつつあるが、その中で CSR 活動の企業が取り組む一つ主要な理由として採りあげられるのが、リスクマネジメント活動の一環であると考えられる捉え方である¹⁾。実際に Web による企業の情報開示において、CSR 活動はリスクマネジメントの一環として採りあげられているケースが数多く見られる。もしこのような捉え方が正しく、かつその活動が有効であるならば、CSR 活動を積極的に行っている企業はその企業が直面しているリスクを減少できているはずである。このような現象が確認できるか否かについて検証することが本稿の目的である。

証券市場が CSR 活動をどのように評価しているか、という分析を行っているという点で本稿の問題意識と近い実証研究の先行研究としては、首藤・増子・若園 [2006] と首藤・竹原 [2008a] [2008b] とがある。まず首藤・増子・若園 [2006] では、SRI インデックス採用企業と被採用企業における収益性やリスクの差について分析を行っている。その結果、パフォーマンスに差はないもののインデックス採用企業のリスクが低いことを発見している。梶谷 [2007] では、PRISM やニューズウィーク日本版における CSR 評価を用いて、CSR 活動とパフォーマンスの関係性を分析し、その結果、CSR に積極的な企業はパフォーマンスが低い傾向にあることを示している。また首藤・竹原

[2008a] [2008b] ではサーベイ調査のデータを用いて CSR と企業のパフォーマンスの関係性の分析を行っている。しかしながら、その結果として CSR に取り組んでいる企業のパフォーマンスがよいかどうかについては一貫した検証結果を示すことが出来ていない。このように日本においては、証券市場におけるパフォーマンスと CSR の関係については必ずしも一貫した結果を導き出せていない²⁾。

これらの先行研究に対して、本研究の特徴の一つは CSR に積極的か否かを CSR 企業総覧のデータを用いて指標化していることになると考える。こうすることで、サンプル数がより大きく網羅的に検証できただけでなく、他の研究者に入手可能なサンプルにより検証を行うことが出来た。その結果として、より頑健な検証結果が示されていると考えている。また、CSR 企業総覧では、いくつかの観点からグルーピング化された CSR 活動が網羅的に掲載されているため、個々の CSR 活動について指標化を行うことが可能である。一般的に受け入れられている CSR 活動の定義がない現状を鑑みると、様々な観点から CSR 活動を評価・分析することが重要であると考えられる。よって、本稿では全般的な CSR 活動とリスクの関係のみにとどまらず、個別の CSR 活動とリスクとの関係も分析を行う。これにより、多様な CSR 活動とリスクとの関係をより明らかに出来ると考えている³⁾。

本稿ではリスクを、システムティックリスクと個別リスクの二種類に分割して検証を行った。その結果、個別リスクにのみ全般的な CSR 評価と負の相関があることを発見した。さらに、いくつかの個別の CSR 評価に関しても、システムティックリスクとの相関はあまり

見られないものの、個別リスクとは負に相関しているものが多いことが発見された。このことから、CSR 活動によって資本市場においてプライシングされるようなリスクを減らすことは難しいが、個別リスクを減少させることが出来るという可能性を示唆することが出来たと考えている。リスクマネジメントという観点から見た場合、証券市場にとってサブプライズが減っているという点からは、CSR 活動がリスクマネジメントとして一定の成果を収めていると評価できる証拠を本稿では提示できたと考えている。

論文の構成は次の通りである。まずⅡ.において本稿のリサーチデザインを述べる。つぎにⅢ.ではサンプルと基本統計量を述べる。Ⅳ.において分析結果を提示する。Ⅴ.では本稿の結論を述べる。

Ⅱ. リサーチデザイン

1. リスク指標

本稿ではリスク指標として、資本市場からみた指標を用いる。その中でも特に、システムティックリスクと個別リスクについて注目する。システムティックリスクは市場全体のポートフォリオと各企業の株式の収益率がどの程度関係があるのかをしめす指標であり、 β とも呼ばれている。また、CAPM によれば、システムティックリスクは株式収益率の特性を決定づけるという点で重要な役割を示している。Ashbaugh-Skaife et al. [2009] は広い意味でのリスクマネジメントといえる内部統制リスクとシステムティックリスクの関係を考察しているなど、リスクマネジメントを考察する上でシ

ステマティックリスクとの関係を考察する必要は高いと考えている。

これに対して、個別リスクはCAPMの観点から見れば価格形成に影響を与えない株式収益率の変動部分であり、これまであまり注目されてこなかった部分である。しかしながら、Ferreira and Laux [2007] など最近ファイナンスの分野でも注目を浴びつつある。さらに、Ashbaugh-Skaife et al. [2009] は内部統制リスクと個別リスクの関係も考察しており、広い意味でのリスクマネジメント活動と個別リスクとの関係は注目を浴びつつある。そのため、本稿では、個別リスクも検討すべき指標として考えている。

この双方のリスクを指標化するためにFerreira and Laux [2007] や Ashbaugh-Skaife et al. [2006] に従い、本稿では市場モデルを用いる。すなわち、まず各企業・年毎に以下のモデルを推計する。

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ここで R_{it} は各企業の日次収益率、 R_{mt} はTOPIXの日次収益率である。このモデルの回帰分析した結果、企業毎にこの式の回帰係数である β_i と、残差である $R_{it} - (a_i + \beta_i R_{mt})$ の標準偏差たる σ_i を得ることが出来る。本稿では、 β_i をシステムティックリスクを示すリスク指標として、 σ_i を個別リスクを示す指標として用いる。

2. CSR 指標

CSR に関する実証的研究では、CSR 活動に対する取り組み度合いを捉えるために、CSR 指標としてさまざまな方法により企業社会業績 (Corporate Social Performance: CSP) が作成されてきた。本稿では、東洋経済新報社の2006

年版 CSR 企業総覧を利用して、CSR 指標を作成する。

本稿では、できるだけ多くのサンプル数を確保するために、CSR 企業総覧に含まれているカテゴリカル・データ項目のうち、調査表調査票の回答のあったすべての企業が該当する58データ項目から CSR 指標を作成する⁴⁾。具体的には以下のようにデータを変換した。これら58データ項目の中には、「無回答」による欠損データが含まれていることはあっても、「非該当」による欠損データは一切含まれていない。そして、これらの58データ項目を1ないし0の値を取る2値データに変換した。その際1の値を取れば、CSR に対する取り組み度合いが優れていると解釈できるように変換している。その上で、各データ項目の性質に基づいて、① CSR 基本対応 (3データ項目)、② 雇用・人材活用 (35データ項目)、③ 消費者対応 (6データ項目)、④ 環境 (8データ項目)、⑤ 倫理・コンプライアンス (3データ項目)、⑥ その他 (3データ項目)、の6グループに大別した (図表2を参照)。そして、グループごとに、有効回答データ項目数に対して1の値を取るデータ項目数の割合をそれぞれ求めて、個別のCSR活動に対する取り組み度合いを示すCSR指標とすることとした。なお、個々の項目の概要とその変換方法については図表1に詳細を記述している。

次に、総合的な取り組みを示すための指標を作成する。これに対しては2つの指標を用いている。1つ目は、6つのグループごとに求めた各CSR指標の単純平均値をもって、CSR活動に対する総合的な取り組み度合いを示すCSR指標としたものである。一方で多様なCSR活動を単純に平均するだけでは、相反するCSR

活動があった場合に、数値として意味をなさない可能性が出てくる。そこで2つめの指標として、この6グループに対して主成分分析を実施し、その結果として作成された総合指標についても考察することも行う。

3. 推計モデル

本稿で検証すべき仮説は、CSR活動が企業のリスクを減少させることが出来るか否かである。そのため、各々のリスク指標を被説明変数に、先に定義したCSR評価を説明変数にした回帰を行う。しかしながら、企業のリスクはCSR活動の多寡によりのみ決まっているわけではなく、それ以外の変数も影響を及ぼしている可能性があると考えられる。そのため、それら一般的に企業のリスクに影響を及ぼしていると考えられる変数をコントロールした回帰を行う。本稿で推計する検証式は以下の(2)と(3)式である。

$$\beta_i = a_0 + a_1 \text{CSR 評価}_i + a_2 \text{流動性}_i + a_3 \text{レバレッジ}_i + a_4 \text{規模}_i + a_5 \text{ROA}_i + a_6 \text{PBR}_i + a_7 \text{各産業ダミー}_i + \varepsilon$$

$$\sigma_i = a_0 + a_1 \text{CSR 評価}_i + a_2 \text{流動性}_i + a_3 \text{レバレッジ}_i + a_4 \text{規模}_i + a_5 \text{ROA}_i + a_6 \text{PBR}_i + a_7 \text{各産業ダミー}_i + \varepsilon$$

まず被説明変数たるシステムティックリスク β_i と個別リスク σ_i はすでに II.1. で定義したとおりである。次に本稿でもっとも関心がある説明変数である CSR 評価はすでに II.2. で定義した変数である。ここでは各々の検証式について、総合指標と個別指標を説明変数とした回帰式を行う。すでに仮説で述べたとおり、これらの活動は企業のリスクを低下させるとの仮説を提示しているため、 a_1 の係数は負と期待される。

図表1 CSR 指標作成のために利用したデータ項目とその取扱い

データ項目	CSR データベースにおける取扱い	2値データに変換
CSR 基本対応		
CRS 専任部署の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
CRS 担当役員の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
CRS 方針の文章化の有無	1.ある、2.ない、3.作成予定。環境対策に特化した報告書は除く	1.ある、0.ない or 作成予定
雇用・人材活用		
高齢者雇用指針の有無	1.あり、2.なし。明文化された指針制定の有無。	1.あり、0.なし
高齢者雇用取組の有無	1.あり、2.なし。雇用の促進・確保への具体的な取組の有無。	1.あり、0.なし
再就職支援制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
障害者雇用指針の有無	1.あり、2.なし。明文化された指針制定の有無。	1.あり、0.なし
障害者雇用取組の有無	1.あり、2.なし。雇用の促進・確保への具体的な取組の有無。	1.あり、0.なし
外国人雇用指針の有無	1.あり、2.なし。明文化された指針制定の有無。	1.あり、0.なし
外国人雇用取組の有無	1.あり、2.なし。雇用の促進・確保への具体的な取組の有無。	1.あり、0.なし
退職金制度の有無	1.制度あり、2.制度なし	1.制度あり、0.制度なし
企業年金制度の有無	1.制度あり、2.制度なし	1.制度あり、0.制度なし
ボランティア休暇・休職制度の有無	1.ボランティア休暇あり、2.ボランティア休職あり、3.ボランティア休暇・休職いずれもあり、4.いずれもなし、5.その他	1.ボランティア休暇・休職のいずれかまたは両方あり、0.いずれもなし、5.その他は欠損として扱う
フレックスタイム制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
短時間勤務制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
半日単位の有給休暇制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
在宅勤務制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
サテライト・オフィスの有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
保育設備・手当の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
母親の有給育児制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
父親の有給育児制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
ワークシェアリングの有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
資格・認定制度の取得奨励制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
社内公募制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
FA 制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
企業内ベンチャー制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
国内留学制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
海外留学制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
特別な成果に対する奨励制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
キャリアアップ制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
ストックオプション制度の有無	1.あり、2.なし	1.あり、0.なし
セクシャル・ハラスメント対策	1~7の数値組み合わせ。1.特になし、2.ガイドラインを規定・公開、3.相談・苦情窓口の設置、4.啓発資料の作成・配布、5.実態把握調査を実施、6.研修を実施、7.その他	1.セクシャル・ハラスメント対策あり、0.なし
従業員に対する能力・業績評価基準の公開の有無	1.公開、2.非公開	1.公開、0.非公開
従業員に対する能力・業績評価内容の告知の有無	1.告知、2.告知しない	1.告知、0.告知しない
従業員に対する能力・業績評価の給与・処遇面での反映方法	1.特に制度はない、2.役職を考慮した評価額を導入、3.職種を考慮した評価額を導入、4.役職、職種両方を考慮した評価額を導入、5.その他	2~4を1、1を0、5.その他は欠損として扱う
従業員の安全・衛生・健康についてのガイドライン	1.ある、2.ない	1.ある、0.ない
病気による特別休暇制度の有無	1.ある、2.ない	1.ある、0.ない
特別休暇制度の有無	1.ある、2.ない	1.ある、0.ない
消費者対応		
消費者対応に特化した理念の有無	1.ある、2.ない、3.その他	1.ある、0.ない、3.その他は欠損として扱う
消費者対応のための専任部署の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
顧客満足（CS）方針の有無	1.ある（外部へ公表）、2.ある（外部へ非公表）、3.ない、4.その他	1.あり（公表 or 非公表）、0.ない、4.その他は欠損として扱う
消費者からのクレーム対応マニュアルの有無	1.ある、2.なし、3.その他	1.ある、0.ない、3.その他は欠損として扱う
消費者からのクレーム情報のデータベースの有無	1.ある、2.なし、3.その他	1.ある、0.ない、4.その他は欠損として扱う
事故・欠陥に関する情報開示の指針	1.文書化している、2.指針はあるが文書化はしていない、3.指針は特になし、4.その他	1.あり（文書化 or 非文書化）、0.指針なし、4.は欠損として扱う
環境		
環境対策担当部署設置の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
環境対策担当役員の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
環境方針の文章化の有無	1.ある、2.ない、3.作成予定	1.ある、0.ない or 作成予定
環境会計の作成の有無	1.ある、2.ない、3.予定あり	1.ある、0.ない or 予定あり
環境監査の実施状況	1.定期的実施、2.不定期実施、3.実施していない、4.その他	1~2を1、3を0、4.その他は欠損として取り扱う
環境マネジメントシステムの構築	1.ISO14001を認証取得、2.ISO14001を認証取得予定、3.自社独自のEMSを構築、4.EMSは構築していない、5.その他	1と3を1、4を0、2と3を欠損として扱う
環境ラベリングの取り組み	1~5の数値組み合わせ。1.エコマークなど第三者審査を受けた環境ラベルによって環境情報を開示、2.自社独自基準による環境ラベルで環境情報を開示、3.ISO14020でのタイプⅢ型環境ラベルで全工程における環境負荷を定量的に開示、4.特に取り組みは行っていない、5.その他	環境ラベリングの何らかの取り組みがあれば、1.なければ0として取り扱う
グリーン購入への取り組み	1.GPN（グリーン購入ネットワーク）ガイドラインに則り、グリーン購入を実施、2.自社独自指針に則り、グリーン購入を実施、3.グリーン購入は行っていない、4.その他	1と2を1、3を0、4は欠損として扱う
倫理・コンプライアンス		
企業倫理方針の文章化・公開状況	1.文書化・公開、2.文書化・非公開、3.方針はあるが文書化はしていない、4.方針は特になし、5.その他	1と2を1、3と4を0、5は欠損として扱う
倫理行動規定・規範・マニュアルの有無	1.ある、2.ない、3.その他	1.ある、0.ない、3.その他は欠損として扱う
法令順守に関する専門部署・体制の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
その他		
IR 専任部署の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定
調達先（仕入先）企業について、選定方針・基準の有無	1.ある・公開、2.ある・非公開、3.特になし、4.その他	1と2を1、3を0、4は欠損として扱う
社会貢献関連担当部署の有無	1.ある、2.ない、3.設置予定	1.ある、0.ない or 設置予定

次に企業の安全性をコントロールするための変数が流動性とレバレッジである。流動性は流動比率（流動資産／流動負債）を用いており、レバレッジは負債比率（負債／総資産）を用いている。前者は大きければ大きいほど、後者は小さければ小さいほど安全性が高いことを意味する指標であり、そのため企業が直面するリスクも小さいと考えられる。よって、 a_2 の期待符号は正、 a_3 の期待符号は負と考えられる。

企業の規模は総資産の自然対数値を利用してゐる。規模が大きければ大きいほど、様々なリスクマネジメントをする余地は大きくなるだろう。また、事業の多角化などによりリスクを分散することも可能になると思われる。このため、特に(3)式では a_4 の期待符号は負になると考えられる。

企業の収益性をコントロールするための変数がROA（営業利益／総資産）であり、企業の成長性をコントロールするためのPBR（株式時価総額／株主資本）である。これらの変数はどちらも大きければ大きいほど、収益性や成長性が高いと判断され、どちらも企業にとって望ましい性質を備えると考えられ、そのような場合は企業の直面するリスクは小さくなると考えられる。しかしながら、その一方で、特に成長性が高い企業は、成長が止まるというリスクも抱えていると考えられる。このため a_5 と a_6 はどちらも特に期待符号は設定しない。

最後に産業毎に直面するリスクは異なると考えられる。また、企業間のリスクの相関も同一産業内であれば高いと考えられる。このため、本稿では日経中分類において同一産業に属するか否かを判断し、同一分類に10社以上のサンプルがある場合に、産業ダミーを設定する。

Ⅲ. サンプルと基本統計量

サンプルとして、CSR データベースに含まれていてかつ財務指標ならびにリスク指標を作成できる企業、すなわち上場企業を選択する。なお、リスク指標作成は2005年の一年間の株式投資収益率並びに TOPIX のデータから作成している。このため、この一年間にわたり上場している企業のみサンプルとして選択している。また、財務情報については、この一年間に期末をむかえた決算期の財務指標を使用している。さらに、決算月数が12ヵ月に満たない企業、金融業に該当する企業をサンプルから除外している。

次に CSR 指標の作成に際して、個別の CSR 活動指標については、2つ以上欠損がある場合にはサンプルから除外している。ただし、雇用・人材活用については項目数が多いため、5つ以上欠損がある場合のみサンプルから除外している。全般指標を使用する際はこれら全ての指標が除外されていないもののみサンプルとして使用している。この結果、総合 CSR 指標を用いる場合の最終的なサンプル数は478社である⁵⁾。

まず総合 CSR 指標を作成する。クローンバックの a は0.822と個別 CSR 指標間に関係があるとみるに十分な値を示している。また、これらの変数に対して主成分分析を行った結果、第一主成分の固有値は3.35となり、この主成分が全体の指標を要約しているとみるに十分な値を示している。また、第二主成分は0.67であり、1を切っているだけでなく、第一主成分との差も大きい。よって、本稿では第一主成分だけ用いる。また、図表としては掲載していない

が、第一主成分に対応する固有ベクトルの成分は全て正である。よって、この固有ベクトルより作成される主成分得点は総合 CSR 指標と考えるに足る根拠を持つと考えられる。よって、次節では各 CSR 評価の平均値と主成分得点の2つを全般 CSR 評価指標として用いて、これからの分析を実施する。

本稿の基本統計量は図表2に、相関係数は図表3に示している。まず、被説明変数に関して

は、システムティックリスクが1.84と市場全体から見て、ややリスクの高い企業がサンプルとして選択されていることには注意が必要であろう。個別 CSR という観点からは、環境対応の点数が高く、環境への対応はかなり各企業とも積極的であると評価できる。

相関関係を分析すると、個別 CSR 指標間の相関関係はどれも0.4を超えており、基本的には CSR 活動は一つだけ突出して積極的という

図表2 基本統計量 (N=490)

変数名	平均	標準偏差	最小	最大
被説明変数 (リスク変数)				
システムティックリスク	0.56	0.27	-0.09	1.29
個別リスク	1.84	0.87	0.45	9.39
説明変数 (CSR 指標)				
総合 CSR 指標 (平均)	0.58	0.23	0.01	0.99
総合 CSR 指標 (主成分)	0.00	1.83	-4.71	3.46
CSR 基本対応	0.66	0.34	0.00	1.00
雇用・人材活用	0.47	0.17	0.03	0.91
消費者対応	0.29	0.36	0.00	1.00
環境	0.77	0.34	0.00	1.00
倫理・コンプライアンス	0.70	0.32	0.00	1.00
その他	0.62	0.32	0.00	1.00
説明変数 (コントロール変数)				
流動性 (%)	52.12	18.24	5.92	98.19
レバレッジ (%)	53.92	19.99	7.08	99.79
資産 (百万円)	515.823	1,218,988	669	9,601,671
ROA (%)	5.56	5.07	-25.61	46.21
PBR (%)	1.93	6.37	0.33	134.18

変数の定義

リスク変数：II.1.で定義されたシステムティックリスクと個別リスク

CSR 指標：II.2で定義された CSR 指標

流動性：流動資産÷流動負債(%)

レバレッジ：負債合計÷資産合計(%)

資産：資産合計(百万円)

PBR：株式時価総額÷資本の部合計

ROA：営業利益÷前期末資産合計(%)

図表3 各変数の相関関係 (N=478)

	システム ティック リスク	個別リスク	総合CSR 指標(平均)	総合CSR 指標(主成 分)	CSR基本 対応	雇用・人 材活用	消費者対 応	環境	倫理・コ ンプライ アンス	その他	流動性	レバレッ ジ	規模	ROA
個別リスク		0.30	1.00											
総合CSR指標(平均)	-0.46		-0.05											
総合CSR指標(主成分)	1.00	0.30	-0.47	1.00										
CSR基本対応	0.77	0.33	-0.41	0.77	1.00									
雇用・人材活用	0.74	0.30	-0.40	0.80	0.58	1.00								
消費者対応	0.71	0.20	-0.23	0.68	0.42	0.48	1.00							
環境	0.75	0.23	-0.37	0.74	0.49	0.53	0.39	1.00						
倫理・コンプライアンス	0.71	0.12	-0.36	0.70	0.45	0.43	0.34	0.45	1.00					
その他	0.78	0.17	-0.32	0.78	0.49	0.52	0.47	0.48	0.51	1.00				
流動性	-0.07	0.06	0.19	-0.08	-0.03	-0.10	-0.08	-0.02	-0.10	-0.01	1.00			
レバレッジ	0.02	0.29	0.16	0.02	0.01	0.04	0.02	0.03	0.02	-0.01	-0.11	1.00		
規模	0.73	0.44	-0.51	0.75	0.63	0.68	0.48	0.53	0.47	0.54	-0.18	0.22	1.00	
ROA	0.13	0.01	-0.30	0.13	0.03	0.09	0.09	0.11	0.12	0.15	0.07	-0.31	0.07	1.00
PBR	0.06	0.11	0.08	0.05	0.01	-0.02	0.09	0.04	0.05	0.07	-0.01	0.12	0.03	0.10

ことはなく、全体的に積極的となるか消極的となるかの傾向にあることがわかる。また、コントロール変数間の相関係数は最大でも絶対値で0.31であり、回帰分析において多重共線性を考慮に入れる必要はないといえよう。

IV. 検証結果

総合CSR指標を説明変数とした回帰式の検証結果が図表4に示されている。前二列が β を説明変数にしたモデルの結果であり、後ろ二列が個別リスクを説明変数にしたモデルの検証結果である。まず β を被説明変数としたモデルでは、説明変数に平均と主成分得点、どちらを使ったモデルにおいても係数は正であるが、統計的に有意な水準ではなかった。このことから、証券市場においてプライシングされるようなリスクにCSR活動は影響を与えていないといえよう。

これに対して、個別リスクを説明変数にしたモデルでは、平均と主成分得点のどちらを用いても、係数が負であり、統計的にも5%水準で有意であった。このことから、証券市場全体の

動きと相関がないリスクとCSR活動の間には負の相関があるといえる。これは、CSR活動によって、個々の企業が直面するリスクを減少できている可能性を示唆する結果である。CSR活動がリスクマネジメントの一環であるとするなら、その目論見が成功していることを示唆する結果であるといえよう。

コントロール変数についても確認しておく。まず、システムティックリスクとコントロール変数の関係について、流動性に関しては、係数が正で統計的にも5%水準で有意になっており、予測符号とは逆である。その一方でレバレッジに関しては、係数が正で統計的にも1%水準で有意であり、符号条件が予測通りである。よって、安全性と証券市場から見たリスクの関係について、特に流動性に関しては、又別の考察が必要であることを示唆するものである。規模に関しては、係数が正で統計的にも有意であり、規模が大きいほど、市場全体の動きと連動性の高い事業を行っている可能性が高いといえよう。収益性を示すROAは正であるものの統計的に有意でないが、成長性を示すPBRに関しては係数が正であり、統計的にも

図表 4 回帰分析の結果^a (N=490)

変数名	システムティックリスク			個別リスク		
	予測符号	加重平均	主成分得点	予測符号	加重平均	主成分得点
定数項	?	-0.419 (-4.00)***	-0.401 (-3.18)***	?	3.833 (9.81)***	3.544 (8.46)***
CSR 評価	-	0.010 (0.14)	0.002 (0.22)	-	-0.421 (-2.08)**	-0.057 (2.19)**
流動性	-	0.002 (2.23)**	0.002 (2.23)**	-	0.005 (2.03)**	0.005 (2.05)**
レバレッジ	+	0.003 (4.08)**	0.003 (4.09)**	+	0.080 (3.31)***	0.008 (3.32)***
規模	?	0.060 (6.69)***	0.060 (6.47)***	-	-0.200 (-7.48)***	-0.196 (-7.33)***
ROA	?	0.002 (0.92)	0.002 (0.91)	?	-0.036 (-2.14)**	-0.036 (-2.13)**
PBR	?	0.003 (5.82)***	0.003 (5.85)***	?	0.015 (2.15)**	0.014 (2.14)**
修正済み決定係数		0.28	0.28		0.40	0.40

^a 括弧内は White[1980]の t 値。なお、産業ダミーの結果は除外している。
 *** 有意水準 1%。
 ** 有意水準 5%。
 * 有意水準 10%。

有意である。このことは、成長性が高いと市場が見なしている企業について、市場はハイリスク・ハイリターン戦略を採用していると判断しており、その結果高い β 、ひいては資本コストを要求していることを示唆するものである。

まず、個別リスクとコントロール変数の関係について、流動性に関しては、係数が正で統計的にも 5%水準で有意になっており、予測符号とは逆である。その一方でレバレッジに関しては、係数が正で統計的にも 1%水準で有意であり、符号条件が予測通りである。よって、個別リスクに関しても安全性と証券市場から見たリスクの関係について、特に流動性に関しては、又別個の考察が必要であることを示唆するものである。規模に関しては、係数が負で統計的にも 1%水準で有意であり、規模が大きいほど、証券市場に様々なルートで情報が流布する結

果、個別リスクも小さくなっているものと考えられる。収益性を示す ROA は負であり統計的にも 5%水準で優位である。これに対して、PBR に関しては係数が正であり、統計的にも有意である。

これらの結果は SRI インデックス採用企業のリスクが低いと指摘した首藤・増子・若園 [2006] の結果と整合的である。また、首藤・竹原 [2008a] [2008b] でも CSR 活動に積極的な企業のリスクが少ないと証拠が提示されており、これらの結果とも整合的であると考えられる。すなわち、本稿においても CSR 活動に積極的な企業に関して、少なくとも個別リスクは低減できているという証拠を提示しているからである。一方、本稿ではシステムティックリスクに関しては相関がないという証拠を提示している。株式リスクがシステムティックリスクと

図表5 各々の観点のCSR評価を被説明変数とする場合の検証結果^a

PanelA: システムティック リスク	予測符号	CSR 基 本対応	雇用・人 材活用	消費者 対応	環境	倫理・コ ンプライ アンス
定数項	?	-0.365 (-3.88)***	-0.393 (-4.12)***	-0.395 (-4.19)***	-0.300 (-3.09)***	-0.342 (-3.72)***
CSR 評価	+	0.005 (0.18)	0.121 (1.39)	-0.051 (-1.34)	0.151 (3.69)***	0.020 (0.54)
流動性	-	0.001 (1.88)*	0.001 (1.49)	0.001 (1.33)	0.001 (1.52)	0.001 (1.38)
レバレッジ	+	0.002 (3.56)***	0.002 (4.07)***	0.002 (3.76)***	0.002 (4.09)***	0.002 (3.52)***
規模	?	0.061 (9.13)***	0.056 (6.95)***	0.064 (9.58)***	0.046 (6.36)***	0.058 (8.87)***
ROA	?	0.003 (1.38)	0.004 (1.70)*	0.003 (1.28)	0.002 (1.03)	0.003 (1.24)
PBR	?	0.004 (4.94)***	0.003 (5.08)***	0.004 (5.17)***	0.003 (4.26)***	0.004 (4.84)***
決定係数		0.29	0.29	0.27	0.31	0.28
PanelB: 個別リスク						
定数項	?	4.246 (11.39)***	4.114 (11.23)***	4.037 (11.50)***	3.906 (11.63)***	4.114 (11.53)***
CSR 評価	+	0.104 (1.38)	-0.265 (-1.08)	-0.247 (-2.05)**	-0.338 (-2.58)**	-0.194 (-1.67)*
流動性	-	0.006 (2.79)***	0.005 (2.51)**	0.005 (2.44)**	0.006 (2.80)***	0.005 (2.50)**
レバレッジ	+	0.009 (4.33)***	0.008 (4.11)***	0.009 (4.04)***	0.008 (3.93)***	0.008 (4.02)***
規模	+	-0.257 (-10.87)***	-0.229 (-9.63)***	-0.225 (-10.92)***	-0.208 (-8.96)***	-0.226 (-10.14)***
ROA	+	-0.035 (-2.59)**	-0.035 (-2.35)**	-0.033 (-2.31)**	-0.031 (-2.09)**	-0.032 (-2.29)**
PBR	-	0.014 (2.32)**	0.015 (1.99)**	0.014 (2.44)**	0.017 (2.34)**	0.015 (2.48)**
サンプル数		604	592	549	593	593
決定係数		0.41	0.40	0.42	0.40	0.41

^a 括弧内は White[1980]の t 値。なお、産業ダミーの結果は除外している。

*** 有意水準 1%。

** 有意水準 5%。

* 有意水準 10%。

個別リスクの和であることを考えると、先行研究で用いたリスク指標を分解することで、個別リスクのみが CSR 活動と負の相関があることを指摘したことが本稿の貢献となる。

個別の CSR 活動に関する指標を説明変数としたモデルの結果は図表 5 に示している。

Panel A ではシステムティックリスクに関する

検証結果が、Panel B では個別リスクに関する検証結果を示している。システムティックリスク、個別リスクどちらを説明変数とした場合でも、コントロール変数に関しては、どの個別 CSR 指標を用いた場合でも、図表 4 の結果と大きな相違はない。

さて、システムティックリスクを被説明変数

とした Panel A の結果では、環境活動を除いて、係数が統計的に有意な検証結果は得られていない。このことから、基本的には CSR 活動が証券市場全体の値動きと相関があるといえないことがわかる。このことは、全般的な CSR 活動の結果と首尾一貫している。ただし、環境活動だけは例外で、係数が正であり、5%水準で有意である。このような結果となった理由としては、環境活動は他の CSR に比べ特に注目を集めておりかつ歴史的にも古いこと、また実際に環境負荷の高い企業ほど環境活動に力を入れる可能性が高いことなどがこの要因として考えられる。

次に、個別リスクに関しては、消費者対応と環境、倫理コンプライアンスに関するリスク指標の三つに対する係数が、統計的に負に有意である。これに対して、CSR 基本対応と雇用・人材活用に関してはこれらに対応する係数は統計的に有意ではない。有意となっている前者三つは企業外部のステークホルダーに対する CSR 対応に関する指標であると判断できる。つまり、外部ステークホルダーに対する CSR は、企業外部に対するサプライズを減らすことが出来るので、証券市場からみてもリスクが小さくなる可能性があるのだろう。これに対して、企業内部に関する CSR は外部ステークホルダーである証券市場から見た場合にリスクを減らす効果がそれほど無いと考えることが出来る。

V. おわりに

本稿では、リスクを証券市場の観点から評価するために、市場モデルを用いて、企業の直面するリスクをシステムティックリスクと個別リ

スクの二種類のリスクに分解した。そして、二種類のリスクと CSR 活動との関係を考察した。その結果、システムティックリスクは総合的な CSR 活動との相関関係がほとんど見られなかったものの、個別リスクは CSR 活動と負の相関が見られた。この傾向は個別の CSR 活動とシステムティックリスクや個別リスクとの間にも同様な関係が多く観察された。

これらの証拠は、経済活動全般と関連する証券市場において価格付けされるようなリスクを減らすことに CSR 活動は役に立っていないかもしれないが、企業特有のリスクを軽減することに CSR 活動は役立つ可能性を示唆する結果であるといえよう。また、企業特有のリスクを軽減するのは主に企業内部のステークホルダーに関する CSR 活動であることも明らかになった。これらのことは、CSR 活動によって証券市場に与えるサプライズを軽減出来るという意味で、CSR 活動はリスクマネジメントとして有効である可能性を示唆する結果であるといえよう。これに対して、システムティックリスクは経済活動全般との関係を示すリスクであるので、CSR 活動はそれらのリスクまでは軽減できていないのであろう、と考えられる。つまり、全てのリスクに対して CSR 活動が有効なのではないという、リスクマネジメントとしての CSR 活動の限界も示唆している。

しかしこのことは一方でリスクマネジメントの必要性に対する疑念を払拭してはいない。その疑念とは、投資家の視点から見ると、分散投資により消去可能なリスクであり、企業価値にも影響を与えない個別リスクを企業がマネジメントする必要性は必ずしも無いのではないかという疑念である⁶⁾。特に、システムティックリスクを軽減できていない以上、投資家の観点か

らはCSR活動の正当化には留保が必要であろう。この点を解明するためには、CSRを行う動機や企業価値との関連を考察する必要があるが、CSRを行う動機について詳しく議論できず、また企業価値とCSRの関係について直接議論できたわけではない。この点については今後の研究課題としたい。

[謝辞]

本稿は平成19～20年度環境省地球環境研究総合推進費(RF-079)の援助を受けた研究成果の一部であり、当該研究のアドバイザーボードのメンバーである中村昌広氏(環境省地球環境研究総合推進費担当プログラムオフィサー(当時))、朴恩芝氏(香川大学)、椎葉淳氏(大阪大学)、中條良美氏(阪南大学)から有益な助言をいただいたことに感謝したい。また、草稿段階において柳瀬典由氏(東京経済大学)からも有益な助言をいただいたことに感謝申し上げます。

注

- 1) CSR活動をリスクマネジメントの一環として捉えているものとして、例えばHusted [2005] や今福 [2004] がある。
- 2) このほか企業の財務業績とCSR活動との相関関係を分析したものとしては、眞崎 [2006] や榎谷 [2007] がある。
- 3) 本稿と同様にCSR企業総覧のデータを用いてCSR活動を指標化し、分析したものとして、記虎 [2007] がある。
- 4) 以下の作成手順は記虎 [2007] におけるCSR活動の指標化を参考にした。
- 5) 個別CSR評価を用いた場合は、各々の欠損値が異なるため、サンプル数がこれとは異なっている。
- 6) このような疑念に関しては例えばNeil [2000] の7章において詳しく議論されている。

参 考 文 献

今福愛志 [2004] 「CSR会計のフレームワークの再構成—CSRリスクマネジメントと会計」『企業会計』第56号9巻: 1242-1249。

記虎優子 [2007] 「企業の社会的責任(CSR)活動とホームページにおける情報開示の関係」『同志社女子大学学術研究年報』第58号, 同志社女子大学学術研究推進センター, 27-42頁。

首藤恵・竹原均 [2008a] 「企業の社会的責任とコー

ポレート・ガバナンス(上)非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」『証券経済研究』第62号, 証券経済研究所, 6月, 27-46頁。

首藤恵・竹原均 [2008b] 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(下)非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」『証券経済研究』第63号, 証券経済研究所, 9月, 27-46頁。

首藤恵・増子信・若園智明 [2006] 「企業の社会的責任(CSR)への取組みとパフォーマンス: 企業収益とリスク」『証券経済研究』第56号, 証券経済研究所, 12月, 27-46頁。

眞崎昭彦 [2006] 「わが国におけるCSR(企業の社会的責任)の現状と課題—企業業績とCSRの関係を中心に—」『高崎経済大学論集』第48巻4号, 高崎経済大学経済学会, 3月, 157-170頁。

榎谷義雄 [2007] 「CSRと企業パフォーマンス」亀川雅人・高岡美佳編『CSRと企業経営』学文社, 39-57頁。

Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, W. R. Kinney, Jr., and R. LaFond. [2009] "The Effect of Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.47 Issue 1, pp. 1-43.

Ferreira, M. A. and P. A. LauBox. [2007] "Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow," *Journal of Finance*, Vol. 62. Issue 2, pp.951-989.

Husted, B. W. [2005] "Risk Management, Real Options, Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, Vol. 60. Issue 2, pp. 175-183.

Neil, A. D. [2000] *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Reducing Risk*, McGraw-Hill.

(大阪学院大学流通科学部准教授)