

課題名	RF-079 企業の環境対応の促進要因と効果に関する研究		
課題代表者名	記虎 優子（同志社女子大学現代社会学部社会システム学科専任講師）		
研究期間	平成19-20年度	合計予算額	4,393千円（うち20年度2,043千円） ※上記の予算額には、間接経費1,013千円を含む

## 研究体制

- (1) 企業の環境対応（環境ディスクロージャーおよび環境会計を含む）の促進要因と効果に関する研究—特に非財務的尺度に着目して—（同志社女子大学）
- (2) 企業の環境対応（環境ディスクロージャーおよび環境会計を含む）と証券市場の関係に関する研究（大阪学院大学）

## 研究概要

## 1. 序（研究背景等）

地球環境問題を含め、社会からの企業に対する要請が複雑化・多様化していく中で、企業が社会責任（CSR：Corporate Social Responsibility）に対する取組みの一環として地球環境問題に積極的に取り組んでいくべきことは、最近では国内外で広く認識されるようになってきている。こうしたCSRに対する関心の高まりとともに、各企業が環境対応を含むCSR対応に自発的に取り組む傾向がみられる。さらには、各企業が環境対応やCSR対応に自発的に取り組むか否かによって、投資家が投資行動を変化させるなどの傾向がみられる。つまり、企業のCSR対応が経済活動と相互作用を持ち、証券市場においても評価されるという状況が生まれつつある。

しかし、具体的なCSRの取組みは、企業によって異なり、多岐に渡っている。それだけに、企業がなぜCSR対応に自発的に取り組むのか、またそれによって企業が実際に何らかのメリットを享受できているのかについて十分に解明されていない状況にある。企業がCSR対応に自発的に取り組んだ結果、それがどれだけ経済活動に影響を与えているか、あるいは証券市場においてどのように評価されているのかについても十分に解明されていない状況にある。

## 2. 研究目的

本研究の目的は、現状において企業の環境対応やCSR対応を促進している要因は何か、そして企業が環境対応やCSR対応に取り組む結果として得ている効果は何かを、解明することである。

本研究は2つのサブテーマから構成されている。サブテーマ（1）の研究目的は、企業の情報開示を中心に、企業の環境対応を含むCSR対応の促進要因と効果を非財務的尺度に着目して解明することである。非財務的尺度としては、特に、CSRに対する基本方針についてのテキスト型データ（textual data）（以下、CSR基本方針と呼ぶ）、CSRに対する取組み度合いを示すCSR指標、およびコーポレート・レピュテーション（corporate reputation：企業の評判）に着目する。これらの非財務的尺度に着目する理由は、ステークホルダー・アプローチと整合的に、企業が情報開示に取り組む戦略的な動機とその効果を実証的に捉えるためである。

ステークホルダー・アプローチは、企業のステークホルダー対応を戦略的なマネジメントの観点から捉えようとするものである。ステークホルダー・アプローチによれば、企業がCSR活動に積極的に取り組む背景には、多様なステークホルダーと良好な信頼関係を戦略的に構築・維持しようとするところがあると説明される。企業の情報開示も、こうした戦略的なステークホルダー対応としてのCSRの取組みの一環として位置付けることができる。したがって、ステークホルダー・アプローチによれば、企業が情報開示に積極的に取り組む戦略的動機は、何も経済的なメリット

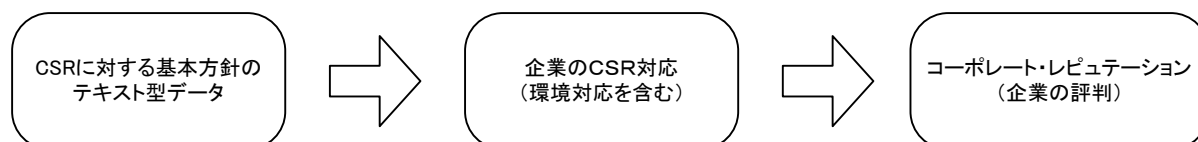
## 本研究の概念図



を得ることに限られないのではないか、と推測される。また、企業が情報開示に積極的に取り組むことによって得られる効果も、経済的なメリットに限定されないのではないか、と推測される。この結果、財務的尺度に着目して企業の情報開示の促進要因と効果を捉えようとするには、ステークホルダー・アプローチの観点からはおのずと限界がある。

サブテーマ（1）では、非財務的尺度に着目することにより、証券市場的観点に偏向することなく、企業が情報開示に取り組む戦略的な動機とその効果を捉えることが可能となると考えている。

### サブテーマ(1)の特徴



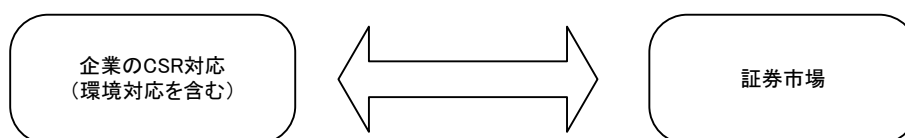
### 非財務的尺度に着目して、企業の環境対応やCSR対応の促進要因と効果を解明した。

サブテーマ（2）の目的は、CSR活動が証券市場においてどのように捉えられているか、そしてそれを前提として企業がどのように行動するかを解明することである。証券市場は企業の資金調達の間であり、企業が利潤獲得を目的とする以上、証券市場からの評価は企業の意思決定において重要な影響を与えることは容易に想像がつく。よって、証券市場の観点からCSR活動がどのように評価されているかを解明することは、極めて重要である。

このような観点から分析することは、ファイナンスという学問分野と地球環境政策、双方にとって意義がある。まず前者の学問的貢献であるが、ファイナンスは経済学を基礎とした学問分野であり、その中では個人は効用最大化する主体であり、企業は利潤最大化を行う主体であることが明確に仮定されている。そのため、利潤と直接的につながりにくいCSR活動に関する分析はあまりなされてこなかった。こうした中で、本研究において、CSR活動をファイナンスの観点から分析することで、今まであまり分析されていなかった課題に対しても経済学やファイナンスの視点からの分析が可能であることを示している。

地球環境政策に対しては、証券市場がCSR活動の阻害要因になっているか否かを解明し、また証券市場をCSR活動の促進要因とするためにはどうすべきかについて提言を行っている。証券市場における投資家行動が少なくともCSR活動の阻害要因になっていなければ、他の政策の効果がそがれる可能性は少ないと考えられる。あるいは証券市場にCSR活動の促進効果があるのであれば、他の政策の効果がより生かされると考えられる。よって、どの程度証券市場がCSR活動に対して好意的であるのかを分析することは、他の政策との関連で重要な課題である。

### サブテーマ(2)の特徴



### 企業の環境対応やCSR対応が証券市場においてどのように評価されているのかを解明した。

## 3. 研究の方法及び結果

（1）企業の環境対応（環境ディスクロージャーおよび環境会計を含む）の促進要因と効果に関する研究—特に非財務的尺度に着目して—

1) 企業の社会的責任(CSR)に対する基本方針による企業の類型化—テキストマイニングによるクラスター化の試み—

本研究では、CSR基本方針のテキスト型データに対してテキストマイニングを行い、CSR基本方針の内容を解明することにより、CSRに対する各企業の捉え方や考え方を追求し、CSR基本方針に基づいて企業をいくつかの企業群に類型化することを試みた。本研究は、特定の事柄に限定

せず、各企業がCSR全般についてどのように捉え、またどのように考えているのかを追究するだけでなく、CSRに対する捉え方や考え方の中でも特に、企業がCSRの一環として情報開示を志向しているかどうかを追究することにも関心がある。特定の事柄に限定せず、CSR全般に対する各企業の捉え方や考え方を追究するには、CSR基本方針におけるすべての言及に着目して、CSR基本方針の内容を解明すればよい。一方、企業の情報開示志向を追究するには、CSR基本方針における情報開示関連の言及にのみ着目して、CSR基本方針の内容を解明する必要がある。なぜなら、本研究では、CSR基本方針において情報開示に関連する言及をしている企業であれば、CSRの一環として情報開示を志向していると同定しているためである。そこで、本研究では、CSR基本方針に基づいて企業をいくつかの企業群に類型化するに当たって、CSR基本方針におけるすべての言及に着目する場合と、CSR基本方針における情報開示関連の言及にのみ着目する場合の2つの分析アプローチを採用した。

分析の結果、まず、CSR基本方針におけるすべての言及に着目した場合には、CSR基本方針に基づいて、まず、CSR基本方針のある企業と、CSR基本方針のない（つまり、テキストマイニングの解析対象外の）企業に二分した。そして、CSR基本方針のある企業については、さらに、総花型CSR企業群、ステークホルダー志向型企業群、社会発展・信頼維持志向型企業群の3つに企業を類型化した。この結果、CSRに対する各企業の捉え方や考え方は異なっており、少なくとも3つの企業群に類型化できることが分かった。

また、CSR基本方針における情報開示関連の言及にのみ着目した場合には、CSR基本方針に基づいて、まず、CSR基本方針のある企業と、CSR基本方針のない（つまり、テキストマイニングの解析対象外の）企業に二分した。そして、CSR基本方針のある企業については、情報開示関連（①コミュニケーションに関する言及、②情報開示に関する言及、③アカウンタビリティに関する言及のうちいずれかの区分）の言及のある企業と、情報開示関連の言及のない企業に二分した。CSR基本方針の中で情報開示関連の言及のある企業の中には、CSR基本方針の中で上述の3区分のうち複数の区分の言及を同時に含んでいる企業が存在したため、この3区分に従って企業を類型化する場合には、いずれかの区分に重複して類型化される企業が生じる。そこで、クラスター化により、重複することなく企業を類型化することとし、CSR基本方針の中で情報開示関連の言及のある企業については、さらにコミュニケーション志向型企業群、情報開示志向型企業群、アカウンタビリティ志向型企業群の3つに類型化した。

## 2) 企業の社会的責任（CSR）に対する基本方針とコーポレート・ガバナンスの関係

本研究では、上述のCSR基本方針のテキスト型データに対するテキストマイニングの結果を踏まえた上で、組織内部の機関設計、すなわち内部ガバナンスのあり方とCSR基本方針の関係を検証している。これにより、組織内部の機関設計、すなわち内部ガバナンスのあり方が、いかにCSR基本方針を規定しているのか、換言すれば、内部ガバナンスのあり方の違いにより、CSR基本方針のない（つまり、テキストマイニングの解析対象外の）企業、総花型CSR企業群、ステークホルダー志向型企業群、社会発展・信頼維持志向型企業群のうちどの企業（群）になりやすいのかを解明した。

その際、特にCSR担当部署やCSR担当役員の有無のほか、社外取締役の存在に着目した。なぜなら、上述のように、具体的なCSRの取組みが多様であることを踏まえれば、企業の組織内部におけるCSRの位置づけも、企業によって異なっており、CSR基本方針に影響を与えると期待されるからである。また、社外取締役は、株主をはじめとして外部からの視点を経営の意思決定に取り込むために一般に導入されると考えられるので、社外取締役の存在もCSR基本方針に影響を与えると推測されるからである。社外取締役については、銀行、支配会社、関係会社、その他の出身母体も考慮した。単に社外取締役の存在に着目するだけでなく、社外取締役の出身母体まで考慮する理由は、社外取締役がどのような外部視点を持つかにより、CSR基本方針に異なる影響を与える可能性があると考えたからである。

コーポレート・ガバナンスを幅広いステークホルダーの意向を経営に反映させる仕組みと捉え、CSRとコーポレート・ガバナンスを表裏一体としてみるならば、ステークホルダー志向型企業群が最も望ましいと言える。本研究で得られた検証結果は、CSR担当役員がいると、この観点から最も望ましいCSR企業群となる一方、反対にCSR担当役員がいないとCSR基本方針がないことを示した。この点で、CSR担当役員の存在が、CSR基本方針にポジティブに影響を与えている側面がある。しかし、検証結果は、CSR担当役員がいても、総花的にCSRを標榜するに過ぎない場合もあることを示した。つまり、CSR担当役員が存在することにより、必ずしも最も望ましいCSR企業群につながるわけではないのである。また、検証結果は、CSR担当部署があると、最も望ましい企業群であるところの、ステークホルダー志向型企業群とはならないことを示した。さらに、検証結果は、一般株主、支配会社ないし関係会社の視点を持つ社外取締役がいると、CSR基本方針にはネガティ

ブに影響を与える可能性があることを示した。

CSR担当役員や社外取締役が存在することや、CSR担当部署が設けられていることはいずれも、内部ガバナンスの整備の観点からは望ましいはずである。それにもかかわらず、以上の検証結果からは、むしろこうした内部ガバナンスが整備されている方が、CSR基本方針にはネガティブに影響を与え得ると言える。この背景には、CSR担当役員やCSR担当部署があくまで形式的に組織上導入されているに過ぎず、CSRに対して関心が向けられるほどには十分に機能していないことがあると解釈できる。また、企業と、一般株主、支配会社ないし関係会社といったステークホルダーとの利害関係は、株式を介した利害関係である。この点で、彼らとの利害関係は、企業にとって、他のステークホルダーとの利害関係よりも大きい。その上、CSRに関心を向けることは、彼らの利害と少なくとも短期的・直接的には合いない。こうしたことから、これらの特定のステークホルダーの視点を持つ社外取締役を導入しても、CSRへの関心を高めることにはならないと解釈できる。

### 3) 企業の社会的責任（CSR）活動と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係

本研究では、企業ウェブサイトにおける情報開示に影響を与え得る企業特性の1つとしてCSR活動に新たに着目して、CSRに対する企業の取り組み度合いを定量的に評価した上で、CSR活動と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係を検証した。これにより、特に企業ウェブサイトという特定の開示媒体における情報開示に焦点を当てて、CSR活動に積極的に取り組む企業ほど、情報開示にも積極的に取り組むのかどうかを解明した。

検証の結果、企業ウェブサイトにおける情報開示の充実は、CSRに対する企業の総合的な取り組み度合いと正に関連していることが分かった。さらに、①CSR基本対応、②雇用・人材活用、③消費者対応、④環境、⑤倫理・コンプライアンス、にかかわる個別のCSR活動に着目した場合に、企業ウェブサイトにおける情報開示の充実は、特に②雇用・人材活用や③消費者対応にかかわる各CSR活動と強く正に関連していると分かった。また、本研究で得られた証拠は幾分限定的であるものの、①CSR基本対応や④環境にかかわる各CSR活動に積極的な企業のウェブサイトにおける情報開示も、充実している傾向にあることが分かった。他方、⑤倫理・コンプライアンスにかかわるCSR活動と企業ウェブサイトにおける情報開示との間には関連があるとは言えないと分かった。

以上の検証結果からは、CSR活動に積極的な企業ほど、自社のウェブサイトにおける情報開示を充実させるが、特に従業員や消費者といったように、企業を取り巻くステークホルダーを明確に志向してCSR活動に取り組んでいることが、企業ウェブサイトにおける情報開示の充実と強く関連していると解釈できる。つまり、従業員や消費者といった企業を取り巻くステークホルダーを明確に志向してCSR活動に取り組んでいることが、企業ウェブサイトにおける情報開示に対する取り組みに正の影響を与えていると解釈できる。

### 4) 企業の社会的責任（CSR）に対する基本方針と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係

本研究では、上述のCSR基本方針のテキスト型データに対するテキストマイニングの結果を踏まえた上で、CSR基本方針の有無や類型化された各企業群と、企業ウェブサイトにおける情報開示の関係を検証した。これにより、CSRに対する捉え方や考え方の違いによって、企業ウェブサイトにおける情報開示に対する取り組み度合いが異なるのかどうかを解明した。具体的には、CSR基本方針のある企業は、CSR基本方針のない企業よりも、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むのかどうか、そして、ステークホルダー志向型企业群ならば、CSR基本方針のない企業のほか、総花型CSR企業群や社会発展・信頼維持志向型企业群よりも、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むのかどうかを解明した。

検証の結果、CSR基本方針の具体的な内容を問わず、単にCSR基本方針を有しているというだけでは、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むとは言えないと分かった。そして、CSR基本方針を有する企業群の中でも、ステークホルダー志向型企业群であれば、CSR基本方針のない企業のほか、総花型CSR企業群や社会発展・信頼維持志向型企业群よりも、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組む傾向にあると分かった。他方で、CSR基本方針はあっても、総花型CSR企業群や社会発展・信頼維持志向型企业群であれば、CSR基本方針のない企業よりも、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むとは言えないと分かった。さらに、総花型CSR企業群と社会発展・信頼維持志向型企业群の間でも、企業ウェブサイトにおける情報開示の取り組み度合いに有意な差があるとは言えないと分かった。

以上の検証結果を総合的に勘案すれば、CSR基本方針の有無ではなく、CSR基本方針として掲げられている具体的な内容こそが、企業ウェブサイトにおける情報開示に対する取り組み度合いを

規定していると解釈できる。つまり、CSR基本方針においてステークホルダー志向を表明している企業ならば、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組んでいると解釈できる。また、これらの検証結果からは、CSRに対する各企業の捉え方や考え方が異なる中で、企業ウェブサイトにおいて情報を積極的に開示するという、多様なステークホルダーとの良好な信頼関係の構築・維持を目的とする具体的なCSRの取組みが、ステークホルダー志向というCSRに対する各企業の捉え方や考え方と整合的に実践されていると解釈できる。

#### 5) 企業の社会的責任（CSR）の一環としての情報開示志向と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係

本研究では、上述のCSR基本方針のテキスト型データに対するテキストマイニングの結果を踏まえた上で、情報開示関連の言及の有無や類型化された各企業群と、企業ウェブサイトにおける情報開示の関係を検証した。これにより、CSRの一環としての情報開示志向という定性的な企業特性が、企業の情報開示に正の影響を与えるのかどうか、換言すれば、企業がCSRの一環として情報開示を志向していれば、実際にも情報開示に積極的に取り組んでいるのかどうかを解明した。具体的には、CSR基本方針の中で、情報開示関連言及のある企業は、CSR基本方針のない企業のほか、CSR基本方針は有しているもののその中で情報開示に関連する言及をしていない企業よりも、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組んでいるのかどうかを解明した。

検証の結果、企業がCSRの一環として情報開示を志向していれば、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むことに実際に結びついていると分かった。換言すれば、本研究の検証結果は、企業ウェブサイトにおいて情報開示に積極的に取り組むという具体的なCSRの取組みが、情報開示志向というCSRに対する企業の捉え方や考え方に基づいて行われていることを示している。このことから、CSRに対する捉え方や考え方が企業によって異なる中でも、具体的なCSRの取組みがCSRに対する各企業の捉え方や考え方と整合的に実践されていることが示唆される。

#### 6) 企業ウェブサイトにおける情報開示の効果

本研究では、企業ウェブサイトにおける情報開示と企業ウェブサイト閲覧によるコーポレート・レピュテーションの改善の度合いの関係を検証した。これにより、まず、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むことには、コーポレート・レピュテーションの改善という効果があるのかどうかを解明した。また、企業ウェブサイト閲覧前のコーポレート・レピュテーションが低い企業ほど、企業ウェブサイト閲覧によるコーポレート・レピュテーションの改善の度合いが大きいのかどうかを検証した。これにより、そもそもコーポレート・レピュテーションが低い企業ほど、情報開示に積極的に取り組むことによる効果が大きいのかどうかを解明した。さらに、企業ウェブサイトにおける情報開示が、企業ウェブサイト閲覧によるコーポレート・レピュテーションの改善の度合いに与える正の影響は、開示される具体的な情報の種類によって異なるのかどうかを検証した。これにより、企業ウェブサイトに含まれる具体的なコンテンツによって、開示の効果が異なるのかどうかも解明した。

検証の結果、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組めば、開示される具体的な情報の種類にかかわらず、他企業と比較した場合にコーポレート・レピュテーションを相対的に改善することができることが分かった。ただし、その効果は、開示される具体的な情報の種類によって異なる。すなわち、①会社案内、②ニュースリリース、③技術・品質・安全、④CSR・環境、⑤IR、⑥理念・ビジョンの6つのコンテンツの中でも、とりわけ①会社案内や⑥理念・ビジョンといったコンテンツを充実させることが、コーポレート・レピュテーションの相対的な改善につながるということが分かった。これら2つのコンテンツは、その他のコンテンツと比較すると、一般的で専門的でない情報内容を含んでいると想定される。したがって、コーポレート・レピュテーションの改善の観点からは、専門的な情報の開示を充実させるよりも、より一般的な情報の開示を充実させる方が、効果的であると解釈できる。また、企業ウェブサイト閲覧によるコーポレート・レピュテーションの相対的な改善の度合いは、そもそもコーポレート・レピュテーションが低い企業ほど大きいと分かった。したがって、コーポレート・レピュテーションが低い企業ほど、企業ウェブサイトを開覧者に閲覧してもらうことにメリットがあるので、企業ウェブサイトにおける情報開示に積極的に取り組むことの効果が大いであると解釈できる。

#### 7) 社会環境情報開示の戦略と効果

本研究では、CSRへの取組み度、社会・環境情報開示およびコーポレート・レピュテーションの3者の関係を同時に検証した。これにより、ステークホルダー・アプローチの観点から、企業が社会・環境情報開示に取り組む戦略的な動機とその効果を同時に解明した。具体的には、CSR

に対する取組みが優れている企業ほど、社会・環境情報開示も優れているのかどうか、そして、社会・環境情報開示が優れている企業ほど、コーポレート・レピュテーションが高いのかどうかを同時に解明した。

検証の結果、CSR活動に積極的な企業ほど、社会・環境情報開示にも積極的に取り組むこと、また社会・環境情報開示に積極的に取り組む企業ほど、総じて高いコーポレート・レピュテーションを得ていることが分かった。

これらの検証結果からは、企業が戦略的なステークホルダー対応としてのCSRの取組みの一環として社会・環境情報開示の充実に戦略的に取組み、またその結果としてもくろみどおりに多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持することができていると解釈できる。つまり、本研究では、ステークホルダー・アプローチと整合的に、企業が社会・環境情報開示の充実に取り組む戦略的な動機とその効果を実証的に明らかにすることができた。

## (2) 企業の環境対応（環境ディスクロージャーおよび環境会計を含む）と証券市場の関係に関する研究

### 1) CSR投資、啓発された投資家と財務ディスクロージャーの関係について

最近ではCSR活動と財務ディスクロージャーの程度に正の相関があるとの証拠が提示されている。本研究では、財務ディスクロージャーを企業の収益性に関して投資家に提供する活動のことであると定義する。そのため、財務ディスクロージャーに積極的であるとは、投資家への情報の精度をより詳細にする行動であると本研究では定義する。つまり、財務ディスクロージャー自体は確かに強制的に要求されるものであるが、その精度は企業がある程度戦略的にコントロールできると考えているのである。

ただし、企業の収益性に関する情報は、CSR活動に関心を持つ啓発された投資家であっても、投資の収益性にしか関心がない一般投資家であっても、同様に求められている情報であると考えられる。よって、双方の投資家が求めている情報の多様性は低いと考えられる。そのため、投資家とのコミュニケーションである財務ディスクロージャーに積極的である理由の説明を、ステークホルダー・アプローチに求めるのは困難であるように思われる。つまり、ステークホルダー・アプローチが主張するように、CSR活動に積極的な企業が財務ディスクロージャーに積極的であるとは、必ずしも言えないのではないかとの疑念が生ずる。

そこで本研究では、均衡理論を適用することで、CSR活動と財務ディスクロージャーとの間にはどのような関係があるのか分析的に解明した。具体的には、CSR活動に関心を持つ啓発された投資家と、CSR活動に関心のない一般投資家が、各々自己の投資収益を最大化するような市場において、企業がどのようなディスクロージャー活動を行おうとするかを分析的に検討した。

その結果、CSR投資を行わない企業の方がより積極的に財務ディスクロージャーを行おうとする結果が観察された。また、啓発された投資家の増加によって、CSR投資を行わない企業だけでなく、CSR投資を行う企業のディスクロージャー水準も増加させることが明らかになった。この結果からは、日本においては社会責任投資がまだ盛んではないという事実をもとにすると、啓発された投資家の育成が財務ディスクロージャーを活発化させるという可能性を導き出せる。

### 2) 企業の社会的責任(CSR)に対する証券市場の短期的反応について

本研究では、国際標準化機構（International Organization for Standardization）によって定められている規格のうち、環境マネジメントに関する規格であるISO14000及び品質マネジメントに関する規格であるISO9000の取得が証券市場においてどのように評価されているかについて検証した。環境マネジメントや品質マネジメントは企業のステークホルダーにとってはより効用を増す活動ではあるが、直接的に収益性を向上させる活動ではないと考えられる。そのため、本研究ではこれらの活動を、広い意味でのCSR活動にあたるかと考えている。そのように考えているので、CSR活動に対する社会的な関心が高まっている今、これらの活動がどのように証券市場に捉えられているかについて、検証する必要がある。

本研究の結論は次のようにまとめられる。環境投資は証券市場にとってどちらかといえば負の情報と捉えられている。品質投資は、平均的には正の情報として捉えられているが、その分散が非常に大きいため、方向性が必ずしも一定ではない。

このことをまとめれば、環境投資は未だ市場において意義が理解されていないということの意味しよう。その一方で、品質投資は意義が理解されている可能性があるものの、企業毎にぶれが大きいことを意味している。このことから、企業はこれらの投資を行う際には、より収益性を吟味するか、あるいはより綿密に市場に対して説明する必要があると考えられる。

### 3) SRIファンドの証券市場における評価

CSRへの関心の高まりと共に、社会責任投資(SRI)ファンドへの関心も高まりつつある。本研究では、より様々な指標を用いてリターンとリスクといった観点からSRIファンドの特性について実証的証拠を見いだすことを目的とする。

ファイナンスの観点から見て、SRIファンドは投資選択のスクリーニングとして、経済性というスクリーニングだけでなく、社会性というスクリーニングもかけていることが最大の特徴であり、問題点となる。これは、経済性以外のスクリーニングもかけていることから、証券市場の全ての株式を投資対象にすることが出来ないことを意味する。このため、十分な分散投資が出来ない可能性があり、このことによって、コストが発生するのではないかという懸念が一方である。

しかしながら、CSR活動は確かに短期的には企業にとってコストが発生する活動であるが、長期的な企業の発展にはCSRの観点が必要である、という考え方も当然あり得る。このような考え方が正しいならば、CSR活動を行っている企業は将来の収益獲得の機会が大きい可能性がある。そのため、CSR活動に積極的な企業の株式を集めたSRIファンドは市場をビート出来る可能性がある、という主張も一方であり得る。そこで、本研究では、どちらの主張がより妥当であるかを検証した。

その結果、SRIファンドについて、収益率は確かに証券市場全体から見て低いものの、システムティックリスクも低いという結果が導き出された。さらに、Jensenの $\alpha$ は0とほとんど異ならないことが分かった。このことから、SRIファンドは低リスクに見合った収益が獲得できているとみなすことが出来ることが分かった。また、株式投資信託全般と比較することで、この傾向はよりいっそう明らかとなった。またスクリーニングを行うことによって個別リスクが上昇する可能性があるが、その程度は非常に小さく、無視できる程度であることが示唆された。これらは日本のSRIファンドが証券市場に対して負けていないことを示唆するものである。

### 4) リスクとCSR活動の関係

最近、企業のCSR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活動を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、かつそれ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、自社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研究の目的である。

本研究では、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に多く観察された。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ものであるといえよう。

## 4. 考察

サブテーマ(1)においては、CSR指標やコーポレート・レピュテーションといった非財務的尺度に着目することで、企業が戦略的なステークホルダー対応としてのCSRの取組みの一環として情報開示に取組み、その結果としてもくろみどおりに多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持することができていることを実証的に示した。これは、ステークホルダー・アプローチを実証的に支持するものである。

サブテーマ(2)においては、CSR活動に対して、証券市場がどのように反応するか、さらにその結果、企業がどのような行動をとるかについて考察を行った。その結果、少なくとも長期的には、CSR活動が証券市場において否定的には捉えられていないこと、またCSR活動には少なくとも個別リスクを減らす可能性があることを実証的に示した。また、啓発された投資家を育成することが、CSR活動を活発にすることにつながることも示した。これらは、証券市場がCSR活動の阻害要因ではないことを示唆する。

## 5. 本研究により得られた成果

### (1) 科学的意義



サブテーマ（１）において、定性情報であるCSR基本方針のテキスト型データに対してテキストマイニングを行うことで、CSRに対する各企業の捉え方や考え方についての知見を得ることを試みたことは、研究アプローチとして非常に先駆的である。すなわち、本研究では、CSR関連研究において管見の限り初めてテキストマイニングの手法を利用することを試みた。テキストマイニングは、未だ発展途上の新しい手法であるが、学術研究、とりわけCSR関連研究においても十分に利用可能であり、テキストマイニングの手法を利用することで有益な知見を得ることができることを示したことに、本研究の科学的意義がある。

そして、サブテーマ（１）では、CSR基本方針のテキスト型データに対するテキストマイニングの結果を踏まえて、日本では実務界を中心に、CSRとコーポレート・ガバナンスを表裏一体とみる見解が広がりつつある中で、こうした見解とは相反する実証的証拠を提示した。また、先行研究においては、企業の情報開示の規定要因として、定量的な企業特性にのみ関心が向けられている中で、企業の情報開示の規定要因の1つに、CSRに対する捉え方や考え方という定性的な企業特性があることを示した。そして、企業の情報開示という具体的なCSRの取組みが、CSRに対する捉え方や考え方と整合的に実践されていることを実証的に明らかにした。

また、サブテーマ（１）では、CSR指標やコーポレート・レピュテーションといった非財務的尺度に着目することで、企業が戦略的なステークホルダー対応としてのCSRの取組みの一環として情報開示に取組み、その結果としてもくろみどおりに多様なステークホルダーと良好な信頼関係を構築・維持することができていることを実証的に示した。これは、ステークホルダー・アプローチを実証的に支持するものである。特に、本研究では、CSR活動に対する取組み度合いが企業ウェブサイトにおける情報開示に与える影響を検証しているが、これは、企業ウェブサイトという特定の開示媒体における情報開示とCSR活動の関係を検証している管見の限り最初の研究である。このほか、本研究では、企業ウェブサイトにおける情報開示がコーポレート・レピュテーションの改善に与える影響を検証しているが、これも、企業ウェブサイトという特定の開示媒体における情報開示とコーポレート・レピュテーションの関係を検証している管見の限り最初の研究である。企業ウェブサイトは、紙媒体を中心とする伝統的な開示媒体と比して大きく異なる特性を有している。とりわけ企業ウェブサイトを利用した情報開示は、企業外部の広範囲に渡る不特定多数の者に情報を適時に開示する上で有効な手段であり、利用者間の情報格差の是正に資することができる。企業がこうした特性を持つ新しい開示媒体である企業ウェブサイトを経営の観点から戦略的に利用しており、かつその結果としてコーポレート・レピュテーションの改善という形でメリットを得ていることを実証的に示したことは、CSR関連研究における新たな科学的知見である。

さらに、サブテーマ（１）において、企業の情報開示の効果測定指標としてコーポレート・レピュテーションに着目することの必要性和有効性を提示したことは、特に会計学研究において科学的意義がある。なぜなら、会計学研究においては、従来情報開示の効果測定指標としてはいわゆる資本コストに着目することが主流であったからである。しかし、企業を評価する主体は、何も証券市場参加者に限定されるわけではなく、資本コストに企業に対する評価が必ずしも適切に反映されているとは限らないのである。これに加えて、ステークホルダー・アプローチに立脚して、多様なステークホルダーとの良好な信頼関係を戦略的に構築・維持しようとして情報開示に取り組むという、企業が情報開示に取り組む動機と整合的に情報開示の効果を捉えるには、資本コストよりもむしろコーポレート・レピュテーションの方がより適切である。

サブテーマ（２）では、CSR活動を証券市場がいかに関心しているかについての理論的・実証的証拠を提示することが出来た。まずCSR活動と財務ディスクロージャーの関係について均衡理論の枠組みを用いて検討を行った結果、CSR投資を行わない企業の方がより積極的に財務ディスクロージャーを行おうとする結果が観察された。また、啓発された投資家の増加によって、CSR投資を行わない企業だけでなく、CSR投資を行った企業のディスクロージャー水準も増加させることが明らかになった。

次に、CSR活動に対する証券市場の短期的な評価として、環境投資については未だ市場においてその意義が理解されていないことを示した。その一方で、品質投資については市場においてその意義が理解されている可能性があるものの、企業毎にぶれが大きいことを示した。このことから、企業がこれらの投資を行う際には、より収益性を吟味するか、あるいはより綿密に市場に対して説明する必要があると考えられる。

長期的な観点からは、SRIファンドのリスク・リターン特性について、SRIファンドは、収益率は確かに証券市場全体から見て低いものの、システマティックリスクも低いという結果が導き出された。さらに、Jensenの $\alpha$ は0とほとんど異ならないことがわかった。このことから、SRIファンドは低リスクに見合った収益が獲得できているとみなすことが出来ることが分かった。また、株式投資信託全般と比較することで、この傾向はよりいっそう明らかとなった。またスクリーニングを行うことによって個別リスクが上昇する可能性があるが、その程度は非常に小さく、無視



できる程度であることが示唆された。これらは日本のSRIファンドが証券市場に対して負けていないことを示唆するものである。

最後に、CSR活動とリスクの関係に関して、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、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検証結果を提示した。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ものであるといえよう。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活動の限界も示唆される。

## (2) 地球環境政策への貢献

企業が環境対応やCSR対応に取り組むことには、少なくとも短期的にはコストを伴う。その上、企業が環境対応やCSR対応に取り組んでも、収益力向上といった財務的な成果に直結するわけではない。それゆえ、単なる損益計算だけで、環境対応やCSR対応に取り組むように企業に促すことは困難である。こうした中で、企業の環境対応やCSR対応は、現在のところは、法律等により強制されたものではなく、企業の自発的な取組みに依存している部分が多い。損益計算の観点からは決して合理的でないにもかかわらず、なぜ、環境対応やCSR対応に積極的に取り組む企業が存在するのであろうか。何のメリットもないのに、企業が環境対応やCSR対応に自発的に取り組むとは考えにくい。今後、企業の環境対応やCSR対応をさらに推し進めるにあたっては、企業がどのような意図を持って環境対応やCSR対応に取り組んでいるのか、ひいてはその結果としてどのようなメリットを享受しているのかについて、現状を的確に把握することが必要である。

サブテーマ(1)では、企業が、戦略的なステークホルダー対応の観点から環境対応やCSR対応に取り組んでおり、そのことがコーポレート・レピュテーションに反映される形で、社会的に評価されていることを実証的に示した。このことは、企業の環境対応やCSR対応と証券市場の関係に着目するだけでは十分に解明できなかったことである。企業が環境対応やCSR対応に取り組むことには、社会的な評価につながるというメリットがあることを示し、法規制によらずとも間接的に企業の環境対応やCSR対応を促進できる可能性を提示したことが、地球環境政策に対する本研究の貢献である。

サブテーマ(2)では、証券市場が企業のCSR活動の阻害要因とはなっていないことを示した。さらに、啓発された投資家を育成することで、企業がよりCSR活動に積極的に取り組むようになる可能性を示した。ともすると経済活動と企業の環境対応やCSR活動は排反な活動と捉えられがちであるが、それらが両立しうる可能性を示したことが本研究の貢献である。

## 6. 研究者略歴

課題代表者：記虎優子

1975年生まれ、関西学院大学大学院商学研究科博士課程後期課程修了、博士(商学)、現在、同志社女子大学現代社会学部社会システム学科専任講師

主要参画研究者

(1)：奥田真也

1973年生まれ、一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了、博士(商学)、現在、大阪学院大学流通科学部准教授

## 7. 成果発表状況(本研究課題に係る論文発表状況。)

(1)査読付き論文

- 1) 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』58: 27-42.
- 2) 記虎優子. 2008. 「日本企業の社会環境情報開示の戦略と効果—企業社会業績(CSP)とコーポレート・レピュテーションに着目して—」『同志社女子大学社会システム学会現代社会フォーラム』(4): 1-15.
- 3) 記虎優子. 2008. 「企業ウェブサイトにおける情報開示の効果—コーポレート・レピュテーションに着目して—」『同志社女子大学学術研究年報』59: 55-67.
- 4) 記虎優子. 2009. 「企業の社会的責任(CSR)に対する基本方針による企業の類型化—テキスト

トマイニングによるクラスター化の試みー」『社会情報学研究』13(1): 17-29.

- 5) 奥田真也. 2009. 「CSR投資、啓発された投資家と財務ディスクロージャーの関係について」『年報経営分析研究』25: 55-62.
  - 6) 記虎優子・奥田真也. 2009. 「企業の社会的責任（CSR）に対する基本方針とコーポレート・ガバナンスの関係ーテキストマイニングを利用してー」『一橋ビジネスレビュー』57(1): 152-163.
  - 7) 奥田真也. 2009. 「CSR活動がリスクに与える影響について」『証券経済研究』66(in press)
  - 8) 記虎優子. 2009. 「企業の社会的責任（CSR）の一環としての情報開示志向と企業ウェブサイトにおける情報開示の関係ーテキストマイニングを利用してー」『会計プロGRESS』(10) (in press)
- (2) 査読付論文に準ずる成果発表
- 1) 奥田真也. 2008. 「環境並びに品質投資の情報開示に対する証券市場における反応について」『大阪学院大学流通・経営科学論集』34(1): 4511-4522.
  - 2) 奥田真也. 2009. 「日本における社会責任投資ファンドの特性について」『大阪学院大学流通・経営科学論集』34(3): 4639-4656.
  - 3) 記虎優子. 2009. 「企業の社会的責任（CSR）に対する基本方針が企業ウェブサイトにおける情報開示に与える影響」『現代ディスクロージャー研究』(9): 77-83.