

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*

首 藤 恵
増 子 信
若 園 智 明

要 旨

この論文の目的は、コーポレート・ガバナンスの観点に立って、企業の社会的責任（CSR）への取組みを地域社会・環境を含む多様なステークホルダー間の利益相反問題を円滑に解決する企業戦略と捉え、企業パフォーマンス（収益性とリスク）との関係を実証分析することにある。CSR への取組み姿勢が異なる企業間における、5年間の収益性とリスクの差を、次の2つの方法で検証した。

第1に、4つの代表的なSRIインデックスに含まれる日本企業を選んでインデックスごとのポートフォリオを作り、それらCSRポートフォリオ間のパフォーマンスの差の検定ならびに、比較可能な非CSRポートフォリオとの差の検定を行った。CSR方針が明確な企業の方がリスクは小さく、非CSR企業と比べてCSR企業のリスクはより小さいという事実が見出せた。第2に、東証上場企業を対象に4つのSRIインデックスのうち少なくとも2つ以上に含まれる企業をCSR企業として他の企業と区別し、PROBIT回帰モデルを用いてパフォーマンスの違いを分析した。推計結果によれば、CSR企業は低リスク・低収益の安定志向企業であり、市場で好意的に評価されているという推計結果が得られた。

すなわち、明確な方針をもったCSRへの取組みは、企業が直面するリスクの軽減に有効な戦略であること、CSRはリスク管理の面で企業ガバナンスの重要な要素であることが示唆される。他方で、CSR活動を通じたリスク軽減にはコストがかかり、収益性を圧迫している可能性も否定できない。

* 本論は、2005年5月日本ファイナンス学会報告「企業の社会的責任（CSR）戦略とパフォーマンス」をベースとした発展的研究である。データを再整理して検定結果を確認し、新たな方法で分析を行い、全面的に書き直した。2005年論文作成にあたって、データ整備を担当して下さった片山圭子氏に、この場を借りて謝意を表したい。

目次

- I. はじめに—分析の目的と視点
- II. CSR 戦略と企業パフォーマンス
 - 1. CSR とコーポレート・ガバナンス
 - 2. CSR と企業パフォーマンス—収益向上とリスク管理
- III. 日本企業に関する実証分析
 - 1. 検証仮説
- 2. 分析方法とデータ
- 3. 企業グループ間のパフォーマンスの差の検定—収益性とリスク
- 4. CSR 企業と非 CSR 企業に関する回帰分析—PROBIT モデル
- IV. 結果の解釈
- V. まとめと今後の課題

I. はじめに—分析の目的と視点

社会の持続可能性の観点から企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: CSR) が注目されているが、CSR をどのように捉えるかについて、必ずしも合意が得られていない。CSR を、一定の社会的価値基準に基づいて望ましい社会を実現するために企業活動に課された制約とみなす見方から、社会の多様な価値基準をどのように経営判断に取り込んでいくかが、利潤追求主体である企業が持続可能な経営を実現する上で解くべき戦略的課題とする見方まで、幅広い解釈がある。

後者の見方に立つならば、CSR は企業価値を増加させるために必要なリスク管理の問題であり、評判や信用の確立と維持に関わる広い意味でのコーポレート・ガバナンスの枠組みで捉えることができる。このアプローチは、CSR 問題を考える上で限定された視点に立つものだが、企業が社会の一員として生産活動をする上で配慮すべき課題を明確にする、実践的アプローチである。

この研究の目的は、コーポレート・ガバナンスの観点に立って、CSR への取組みを地域社会・環境を含む多様なステークホルダー間の利

害調整と付加価値配分問題を円滑に解決する企業戦略と捉え、企業パフォーマンス (収益性とリスク) との関係を実証分析することにある。これまでわが国企業について、企業価値の視点から CSR と企業戦略とを結びつけた分析は殆ど行われておらず、この研究は数少ない試みの一つである。

本論の構成は以下のとおりである。II 節では、CSR と企業パフォーマンスの関係に関する基本アプローチを明らかにし、実証分析に関する先行研究をサーベイする。III 節では、日本企業に関する実証分析を行う。IV 節では、実証結果とその解釈について述べる。最後に、V 節では、まとめと今後の課題について触れる。

II. CSR 戦略と企業パフォーマンス

1. CSR とコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスの目的は、長期的な企業価値最大化と生み出された付加価値の適正な配分である。企業活動には、直接参加する株主・債権者・従業員のみならず、意図せずして企業活動からの影響を被る地域社会や環境まで、幅広いステークホルダーが関係する。ステークホルダー間の顕在的・潜在的な利害対立は、

リスクあるいはコストとして企業価値に跳ね返ってくるから、多様なステークホルダー間の利害の調整は、規律付けと動機付けの両面から企業が取り組むべき戦略上の最重要課題である。

地域社会や環境および従業員などのステークホルダーに対する誤った対処は、株式市場における直接的な評価のみならず、製品の質の低下や社会における評判の低下を招き、製品市場における消費者の選択、労働市場における顕在的・潜在的従業員による企業の選別を通じて間接的に株価に反映され、長期的な企業価値の毀損やサドン・デスをもたらす可能性がある。つまり、企業活動の社会的影響は、さまざまな市場における企業評価に反映され、企業の存続や持続可能性につながると考えるべきである。実際、英国では、1990年代末から、CSR問題を企業の行動規範に組み入れてガバナンスの枠組みで捉える見方が明らかとなった¹⁾。

1999年9月に公表された上場会社の内部統制に関するTurnbull報告(ICAEW, 1999)は、企業の内部リスク管理に対する取締役の責任を明確にし、取締役が監視の責任を負うべき内部リスク管理の対象となるリスクには、企業の「社会的責任」に関連する評判リスクも含まれることを明記している。「社会・倫理・環境問題」への対処はリスク・マネジメント戦略の一環であり、まさにコーポレート・ガバナンスの核心的な問題として位置づけられた。経営者は、企業が直面する評判リスクを縮小するために、株主との定期的なコンタクトを通じて株主が認識するリスクを把握しなければならなくなっただけでなく、さまざまなステークホルダーを代表するNGO・NPOなどの非市場組織との間の双方向コミュニケーションを強め直面する社会的リスクを積極的に把握することが必要と

なった²⁾。

機関投資家の中で社会的責任投資(Socially Responsible Investment: SRI)が広がり始めた初期段階では、多くの投資家の関心はCSRと企業利潤との関係にあり、企業の社会的スクリーニングが生み出す期待リターンが大きさが問題とされた。だが、現在ではそれだけでなく社会・環境・倫理に関連するリスク、特に評判リスクを含む広義のリスク管理に注意が向けられるようになった。英国保険協会報告(Cowe [2004])によれば、当初、CSRは社会的批判にさらされた一部の企業グループの問題でありガバナンスの周辺問題とみなされていたが、現在ではガバナンスのコアと捉えられるようになり、企業にとってCSRとは、直面する固有のリスクを識別し、内部リスク管理の面から対応しなくてはならない問題と認識されるようになった。CSRのトレンドは、大きく変化しているのである。

翻ってわが国金融業界一般の関心は、最近においてもなお、CSRは企業利益の源泉となり得るのか、SRIファンドは通常のファンドより高い投資リターンを期待できるのか、にあるように見える。だが、CSRへの取組みとは、むしろ長期的な視点に立った企業リスクの軽減や、サドン・デスにつながる不連続な下方ショックを回避する手段であり、ダウンサイド・リスクの縮小にあると考えるべきである。従業員の意欲の低下や企業に対する評判リスクを含む社会・環境・倫理的問題のミスマネジメントは、企業リスクを引き上げ、長期割引率の上昇を通じて企業価値を引き下げる。企業のリスク管理は、企業価値の決定要因であり、CSRに関する認識と取組みの違いが、企業価値を左右すると考えるべきである。

企業価値との関連から CSR を考える場合には、コーポレート・ガバナンスの枠組みで捉えるリスク・アプローチが有用である。この論文では、この観点に立って CSR 戦略を、企業価値向上を目的とする「社会・倫理・環境問題」(Social, Ethical and Environmental : SEE) への取組み、と定義する。

2. CSR と企業パフォーマンス—収益向上とリスク管理

CSR と経済的パフォーマンスとの関係は、経営学の領域では企業の意思決定の重要なトピックであり、CSR 活動が企業にもたらすコスト・ベネフィットに関して、既に1970年代から米国を中心にかなりの研究の累積がある³⁾。だが、米国においても CSR の捉え方は多様であり、企業活動のコスト・ベネフィットに与える効果に対する見方もさまざまである。

McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] は、1970年代および1980年代の米国を中心とする研究をサーベイし、以下の3つのタイプに分類している。

第一は、CSR への対処は企業にコスト負担を強いるものであり、CSR への取組みと金融パフォーマンスとはトレード・オフ関係にあるとする見方である。

第二は、CSR への取組みが内部ステークホルダーのモチベーションに与える効果に注目し、利潤を引き上げる要因とみなす見方である。CSR 活動にはコストがかかるものの、従業員の意欲と生産性を高めるベネフィットはコストに比べてはるかに大きいと考える。

第三は、CSR 活動には新たなコストがかかるが、それはステークホルダーの利害対立をもたらすコストを節約することによって相殺され

るだけでなく、評判リスクを軽減するための投資と捉えることができるとする、より積極的な見方である。

第一の見方は、CSR を企業本来の経済的活動と関連しない社会的貢献とみなしているのに対して、第二の見方は、CSR を代表的ステークホルダーである従業員のインセンティブ問題に焦点を当てており、第三の見方は、社会や環境など多様なステークホルダーとの紛争や評判リスクを含めて、長期的視点に立ったリスク管理の問題として捉えている。第二、第三の見方はいずれも、CSR への取組みを、企業価値を追求する企業にとって重要な経営戦略として明確に位置づけており、ガバナンスの問題として捉えていると解釈できる。米国を中心とする先行研究の多くは、CSR への取組み状況を CSR 格付けや公開情報に基づいて評価し、企業パフォーマンスとの関係を実証分析している。企業パフォーマンスに関しては、会計利益 (ROA, ROE など) および株式投資収益などの収益指標と、会計上のリスクおよび投資リスクなどのリスク指標が多く用いられてきた。

McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] のサーベイによれば、CSR と会計利益との関係に関して、1970年代の研究は概ね正の関係が得られていたが、1980年代には懐疑的な研究もみられる。他方、株式市場評価に関しては、70年代、80年代を通じて否定的な結果が多い。

CSR と会計利益との関係について、Sturdivant and Ginter [1977], Cochran and Wood [1984], McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] は、CSR と会計利益との間に正の関係を検出している。一方、Ullman [1985], Aupperle, Carrol and Hatfield

[1985] は、そのような結果を得ておらず、実証結果はまちまちである。

CSR と株価関連指標との関係に関して、初期の代表的研究として知られる Moskowitz [1972] は、CSR 格付けで高いランキングを得た企業ほど株式投資リターンはより高いという結果を得たが、Vance [1972] はそれを追試し否定する結果を導いている。より最近の研究では、McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] は、株式投資パフォーマンスと CSR との間に有意な関係は見出せず、Waddock and Graves [1997], Johnson and Greening [1999] は否定的な結果であった。

株式市場における CSR の評価については、社会的責任投資のパフォーマンスに関する実証分析が、英米を中心に数多く行われている。実務家による分析では SRI の投資成果を評価する結果が多いものの、学術的研究では必ずしも明確な評価が得られていない。SRI ファンドが特に優良な投資パフォーマンスを実現しているとはいえ、非 SRI ファンドあるいは市場平均とたかだか同等の投資パフォーマンスをあげるにすぎないとする結果が多い⁴⁾。しかし、CSR 活動に一定のコストを払ってもなお投資パフォーマンスは通常の投資と遜色ないとする結果であれば、むしろポジティブな評価を下すべきであり、CSR のベネフィットを否定するものではないと解釈すべきであろう。

他方、CSR 活動と企業リスクとの関係については、それほど多くの研究がなされていない。初期の研究である Spicer [1978] は、公害と企業のトータル・リスクおよびシステミック・リスクとの関係を検証し、リスク削減効果を検出した。Aupperle, Carrol and Hatfield [1985] は、会計データで測ったリスク（基準

化した ROA リスク）に関しては負の効果を得たが、市場関連リスクに関しては有意な関係が得られなかった。McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] は、会計指標で測ったリスク（負債比率）とベータのいずれについてもリスク削減に有効とする結果であった。

このように、米国の先行研究を紐解くと、CSR と企業パフォーマンスに関して、会計利益指標に関しては正の関係を支持する結果が散見されるが、株式投資パフォーマンスに関しては否定的な分析が多く、リスクとの関連については必ずしも研究の積上げは十分ではない。CSR と企業パフォーマンスに関する米国の研究成果は、安定した関係を見出していないというべきであろう⁵⁾。2000年代に入ると、CSR 戦略に関する研究は企業パフォーマンスや投資リターンとの関連について直接分析を行うだけでなく、投資家に対する企業の CSR 情報発信活動の有用性や、株主構成と CSR 活動との関係など、多様な視点に立つ分析へと広がっている⁶⁾。CSR と企業パフォーマンスに関する研究は、いまだ発展途上にあるが、CSR への取組みが企業経営にとって無視し得ない要因であることについては、一般的な合意が得られている。

Ⅲ. 日本企業に関する実証分析

1. 検証仮説

前節では、企業活動の広域化と情報技術等の革新を背景として、企業活動の評価がさまざまな市場と社会を通じて企業経営に多大な影響を及ぼすようになり、企業パフォーマンスに無視できない影響を与えつつあることを述べた。また、そのような状況のもとで、CSR 活動のコ

ストとベネフィットをどのように理解し把握するかが、企業経営戦略の上で大きな課題となっていること、経済的要因のみならず社会・環境・倫理的要因に配慮した幅広いリスク管理の面から長期企業価値の向上に資する戦略的な取組みと位置付けるリスク・アプローチが注目されていることを指摘した。

CSRへの取組みは、実際に企業収益にどのような影響を与えているのだろうか。CSR活動は、企業利益の向上や社会的影響にかかわるリスク・ヘッジもしくはリスク軽減に関係しているのだろうか。どのようなCSR戦略が企業のパフォーマンスの向上に有効なのか。これらの点に関して、前節で触れたように米国を中心に既にかなりの実証分析の積上げがあるが、わが国企業に関する実証分析は殆どなされていない。以下では、わが国企業を対象に、CSRへの取組みと企業の長期的経済パフォーマンス(収益性とリスク)との関係を検証しよう。具体的には、以下の簡単な仮説を検証する。

仮説1: CSR活動に積極的な企業ほど、企業活動が生み出す平均的な収益は高い。

仮説2: CSR活動に積極的な企業ほど、企業活動が生み出す収益の変動性(リスク)は低い。

2. 分析方法とデータ

(1) サンプルとデータ

検証に当たって、最初に直面する問題はCSR活動の取組みに関する個別企業データの採取である。CSR活動といっても現実には多様であり、その評価基準もさまざまである。そのうえ、実際問題として、CSR活動に関する個別企業の情報の入手は難しい。そこで、この研究では、SRIインデックスに含まれている企

業を抽出し、含まれていない企業とのパフォーマンスの差を分析することにした。SRIインデックスに含まれる企業は、CSR活動について一定の評価が与えられているから、CSR活動に積極的な企業であり、SRIインデックスに含まれていない企業はCSR活動に消極的な企業と判断できる。

だが、CSR評価基準はインデックスによって異なるから、特定のインデックスを用いると評価に偏りが生じる可能性がある。あらかじめ特定の視点に立ったCSR企業のサンプリングの偏りを避けるために、代表的な4つのSRIインデックスを取り上げて、CSR活動に関するデータの採取を、以下の方法で実施した。

まず、個別企業名が公表されている4つのSRIインデックスに採用された日本企業を、CSRに積極的に取り組んでいる企業グループ(CSR企業)とみなすことにした。ただし、それぞれ独自の基準で組入れ企業を選択しているから、インデックス・グループによって、CSR戦略に差があると考えられる。選択されたSRIインデックスは、“Dow Jones Sustainability Group Index”(以下、DJSI)⁷⁾、“Ethibel Sustainability Index Global”(以下、ESI)⁸⁾、“FTSE 4 Good Index”(以下、FTSE)⁹⁾、“Morning Star Socially Responsible Investment”(以下、MS)¹⁰⁾の4つである。これらのインデックスはいずれも、企業活動の社会・環境・倫理的側面や社会的貢献を独自の評価基準を用いて評価し選別してポートフォリオを形成し、選定した個別企業名をすべて公表している。MSは日本企業を対象とするインデックスであるが、他の3つは国際的インデックスであり、含まれている日本企業を抽出して分析対象とした。

企業の長期パフォーマンスとCSRへの取組みの関係をみるために、2004年度に各インデックスに選別された日本企業のうち、過去5年間(1999年度～2003年度決算期)の企業データが完備している企業を抽出した。5年間データは、企業の長期パフォーマンスをみる上で必ずしも十分な長さとはいえないが、この研究ではサンプル企業数の確保を考慮すると利用可能な最長の期間である。企業データは、単独ベースの有価証券報告書および東京証券取引所統計から採取した。2004年度にこれら4つのSRIインデックスに含まれ、かつ、観察期間にデータを採取できるサンプル企業数は、DJSI 32社、FTSE 114社、ESI 28社、MS 140社である。各インデックスに含まれる日本企業総数は、35社、123社、32社、150社であり、サンプルは90%前後の対象企業をカバーしている。

企業パフォーマンス変数として、総資産利益率(ROA 1: 税引き前当期利益/期末資産総額, ROA 2: 税引き後当期利益/期末資産総額)と自己資本利益率(ROE 1: 税引き前当期利益/期末資産総額, ROE 2: 税引き後当期利益/期末資産総額)、トービンのq値¹⁾を選択した。ROA, ROEは会計利益、q値は株式市場評価を表す変数である。変数ごとに年次データを用いて各年の値を計算し、長期パフォーマンスを比較するために、各変数の5年間平均と標準偏差を求めて、収益性指標とリスク指標とした。

(2) サンプル・グループのCSR特性

ここで、採用した4インデックスの評価基準の特徴を簡単に説明しておこう。【付表1】から【付表4】は、それぞれのインデックスの選定基準を、各ホームページを参考に筆者がまと

めたものである。

ダウ・ジョーンズ社DJSIの評価基準の特徴は、ネガティブ・スクリーニングを行ったうえで、経済合理性、環境適合性、社会適合性のトリプル・ボトムをベースとして詳細な項目を定めて配点し、スコアリングする定量的分析にある。「アルコール、ギャンブル、タバコ、武器関連産業」を排除し、さらに産業別固有要素に比較的高い配点を与え、ついで企業ごとの詳細なチェックを行っている。多面的にCSR活動を捉えて細かく分類し、数量化して総合的に評価している。

FTSE社のFTSE 4 Goodの評価基準も、「タバコ・兵器・原子力関連(原子力発電・ウラン関連)」産業に関連する企業を排除要件としたネガティブ・スクリーニングを行っている。その上で、「環境保全」「社会とステークホルダーとの建設的關係」「人権擁護への取組み」の3項目の選定基準を用いて組入れ銘柄が選定される。それぞれの基準について、方針、管理、実行、情報開示の面から、環境へのインパクト、グローバル化の程度、問題ある国との関係など、評価項目をチェックする方法をとっている。

エティベル社ESIの評価基準は、コンプライアンスや健全なディスクロージャーは最低限の条件として、その上で企業の社会環境・倫理に関する基本方針に注目する。公開された各種レポートやインタビューに基づいて予備的分析を行った上で、企業の対内・対外社会的方針、環境対策、企業の経済活動の倫理的側面の4つの領域について評価して5段階の格付けを行った後、さらに検討を加えて銘柄を選定する。定性的な評価をベースとし、雇用、環境、事業活動の社会的影響など、CSR活動にかかわる企

業経営の基本的な方針を定性的に分析している。

モーニング・スター社 MS-SRI は、日本企業を対象として2003年に導入された比較的新しいインデックスである。評価の特徴は、上場会社に広くアンケート調査を実施してベンチマーク・インデックスとしての特徴をもつように定量スクリーニングをかけていることであり、「ガバナンス/アカウンタビリティ」「マーケット」「雇用」「社会貢献」「環境」の5項目を総合評価する。企業の経済的活力や市場での流動性など、経済的側面を重視しているのが特徴といえる。

企業の CSR 戦略との関連でみるならば、FTSE および MS には、多数の企業が選ばれていることから、一定のスクリーニング基準を満たした後の選択基準は比較的緩やかであると解釈できる。それに対して、DJSI と ESI に含まれる日本企業はいずれも30社強にとどまり、それぞれの基準で厳しい絞り込みがなされている。

DJSI は、産業ベースでネガティブ・スクリーニングをかけた上で、個別企業の多様な CSR 活動を定量化して一律に評価し総合得点によって選んでいる。それに対して、ESI は、企業の社会・環境・倫理方針に絞って投資対象を選別しており、選ばれた企業は実際の CSR に対する取組みのプロセスや方法について定性的に評価される。絞り込みをした2つのインデックスの評価方法は対称的であり、ESI の方が社会・環境・倫理の側面から徹底した評価を行っているところから、含まれる企業はとりわけ明確な方針をもって CSR に取り組んでいるとみてよい。

このように、インデックスごとに異なる評価

基準により選別された企業グループは、CSR 戦略について異なる特徴をもつと解釈できるが、異なるインデックスに重複して含まれている企業もある。異なるインデックスに同時に含まれる企業は、CSR に関して多面的な評価に耐え得る質の高い企業と判断できる。

3. 企業グループ間のパフォーマンスの差の検定—収益性とリスク

(1) インデックス・グループ間の差の検定

SRI インデックスは、それぞれ独自の基準で企業を選別しているから、選別基準の違いは CSR 戦略の違いを反映していると考えられる。そこで、CSR への取組みと企業パフォーマンスの差を検出するために、2段階の方法を用いた。第一段階は、インデックス間の評価基準の違いが CSR 戦略の違いに反映されると考えて、インデックス・グループ間のパフォーマンスの差の検定を行い、CSR 戦略とパフォーマンスの関係の析出を試みた。

4種類の会計利益とq値の5年間の平均と標準偏差を求め、個別企業の収益指標（収益性）とリスク指標（変動性）の代理変数とす

図表1 5年間の平均パフォーマンス
：インデックス・グループ

	DJSI	ESI	FTSE	MS
収益性				
ROA 1	0.0225	0.0374	0.0273	0.0286
ROA 2	0.0138	0.0223	0.0153	0.0159
ROE 1	0.0239	0.0572	0.0153	0.0374
ROE 2	0.0134	0.0338	0.0010	0.0189
q	1.2327	1.5542	1.2639	1.1368
変動性				
ROA 1	0.0325	0.0294	0.0314	0.0305
ROA 2	0.0195	0.0185	0.0214	0.0195
ROE 1	0.1107	0.0543	0.1257	0.1127
ROE 2	0.0662	0.0341	0.1020	0.0699
q	0.3310	0.4301	0.3563	0.3852
n	32	28	114	140

る。図表 1 は、収益指標とリスク指標のインデックス・グループ平均をまとめている。指標ごとに、最も収益性の高いグループと変動性の低いグループにはアミ掛けをしている。同表から、5つの収益性指標すべてに関して ESI が最も高く、q 値を除くすべてのリスク指標に関して ESI が最も低いという結果が得られた。これをそのまま解釈するならば、ESI に含まれる企業グループは、平均して最も収益性が高く、業績の変動は最も小さい安定した企業である。ただし、q 値の変動に関しては、DJSI の

平均値が最も低く、ESI が最も高い。観察期間において、DJSI 企業は市場で安定した評価が得られているが、ESI 企業の市場評価はあまり安定していない。

次に、これらの事実を確認するために、グループ間のパフォーマンスの差について統計的有意性の検定を行った。t 検定と Mann-Whitney の U 検定を実施した。t 検定は最もシンプルな検定方法であり検定力も高いが、母集団の正規分布の仮定が必要である。この仮定を避けるために、検定力は劣るがノンパラメト

図表 2 収益性の差の検定

	DJSI-FTSE			DJSI-MS			FTSE-MS		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	0.608	0.606	0.681	0.682	0.752	0.492	0.226	0.229	0.502
	0.544	0.547	0.496	0.495	0.455	0.623	0.822	0.819	0.615
ROA 2	0.304	0.306	0.464	0.398	0.426	0.181	0.179	0.181	0.647
	0.761	0.761	0.643	0.691	0.672	0.856	0.858	0.857	0.518
ROE 1	0.017	0.026	0.729	0.558	0.631	0.586	0.606	0.572	0.281
	0.986	0.979	0.466	0.578	0.531	0.557	0.545	0.568	0.779
ROE 2	0.284	0.482	0.497	0.372	0.403	0.268	0.818	0.752	0.451
	0.777	0.631	0.619	0.710	0.688	0.789	0.414	0.453	0.652
q	0.226	0.248	0.143	0.552	0.717	1.954	1.179	1.204	2.951
	0.822	0.805	0.886	0.582	0.476	0.051	0.239	0.230	0.003
	DJSI-ESI			FTSE-ESI			MS-ESI		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	1.527	1.541	1.578	1.231	1.328	1.438	0.953	1.178	1.824
	0.132	0.129	0.115	0.221	0.191	0.154	0.342	0.240	0.068
ROA 2	1.434	1.448	1.475	1.387	1.521	1.500	1.178	1.394	1.930
	0.157	0.153	0.140	0.168	0.135	0.134	0.240	0.170	0.054
ROE 1	1.538	1.604	1.074	0.746	1.397	0.582	0.811	1.381	0.964
	0.129	0.115	0.287	0.457	0.165	0.561	0.419	0.170	0.335
ROE 2	1.464	1.529	0.837	0.706	1.385	0.643	1.013	1.691	1.053
	0.149	0.133	0.402	0.481	0.168	0.520	0.313	0.094	0.292
q	1.739	1.703	1.964	1.867	1.708	2.225	2.184	2.369	3.783
	0.087	0.095	0.050	0.064	0.096	0.026	0.030	0.022	0.000

(注) 1) 上段は、t 値および Z 値 (Mann-Whitney U 検定)、下段は P 値。

2) t1 は、F 検定により等分散が仮定できる場合、t2 は等分散が仮定できない場合。t2 の計算は Welch の方法。

図表3 変動性の差の検定

	FTSE-MS			DJSI-FTSE			DJSI-MS		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	0.292	0.290	0.265	0.220	0.245	0.804	0.428	0.472	0.929
	0.771	0.772	0.791	0.826	0.807	0.421	0.669	0.639	0.353
ROA 2	0.786	0.770	0.399	0.478	0.636	0.530	0.007	0.009	0.736
	0.433	0.442	0.690	0.633	0.526	0.596	0.994	0.993	0.462
ROE 1	0.295	0.281	0.607	0.193	0.323	1.050	0.042	0.063	0.582
	0.769	0.779	0.544	0.847	0.747	0.294	0.967	0.950	0.560
ROE 2	0.746	0.686	0.487	0.420	0.765	0.866	0.131	0.198	0.571
	0.457	0.494	0.626	0.675	0.446	0.387	0.896	0.844	0.568
q	0.385	0.399	1.924	0.301	0.312	0.324	0.424	0.583	0.942
	0.700	0.690	0.054	0.764	0.757	0.746	0.672	0.561	0.346
	DJSI-ESI			FTSE-ESI			MS-ESI		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	0.578	0.580	0.511	0.383	0.444	0.264	0.217	0.248	0.334
	0.565	0.564	0.609	0.702	0.659	0.792	0.829	0.805	0.738
ROA 2	0.290	0.289	0.245	0.674	0.900	0.156	0.266	0.325	0.351
	0.773	0.774	0.807	0.502	0.371	0.876	0.790	0.747	0.725
ROE 1	2.221	2.348	1.904	0.867	1.726	1.305	1.165	2.475	1.777
	0.030	0.024	0.057	0.387	0.087	0.192	0.246	0.014	0.076
ROE 2	2.121	2.236	1.741	0.749	1.561	1.243	1.211	2.541	1.666
	0.038	0.031	0.081	0.455	0.135	0.214	0.228	0.012	0.096
q	0.776	0.757	0.615	0.761	0.630	0.380	0.319	0.357	1.556
	0.441	0.453	0.539	0.448	0.533	0.704	0.750	0.723	0.119

(注) 1) 上段は、t値およびZ値 (Mann-Whitney U検定)、下段はP値。

2) t1は、F検定により等分散が仮定できる場合、t2は等分散が仮定できない場合。
t2の計算はWelchの方法。

リック検定を併せて行った。検定の結果は、図表2と図表3にまとめられている。

収益性に関しては、図表2の下段で示されるように、ESIは総じて他のインデックスより高いといえそうである。MSに対して会計利益は有意に高い結果が得られているが、DJSIとFTSEに関して有意性は十分ではない。q値に関しては、ESIはいずれもグループと比較しても有意に高いという結果であり、CSRに対する方針が明確なESI企業に対する市場の評価は平均して高いといえよう。

リスク指標に関しては、図表3で示されるように、ESI企業の会計利益の変動は他のグループに対して有意に小さく、他の企業グループと比較して安定した経営が行われているといえる。また、q値の変動に関しては、MSとの差に関するU検定を除いて、ESIと他のグループとの差は統計的に有意でない。

要約すると、厳しいCSR基準を満たしたESI企業は、他の企業グループに比べて総じて高いパフォーマンスを実現しており、特にq値の平均で見た市場評価は高く、自己資本利益

率の変動で見たリスクは小さい。統計的有意性は必ずしも十分とはいえないが、ESI グループの良好なパフォーマンスは、総括的な CSR 活動よりも明確な方針をもった CSR 活動が、企業実績を安定化し市場評価を高める上で一定の貢献をしていることを示唆している。

(2) CSR 企業と非 CSR 企業間の差の検定

次に、これまでの分析結果から、最もパフォーマンスが良好であった ESI 企業ポートフォリオに注目し、このグループと比較可能な企業ポートフォリオを組成して、両ポートフォリオ間のパフォーマンスに有意な差があるかどうかを検証した。比較可能なポートフォリオとして、他の 3 つの SRI インデックスに採用されている企業も含んだ「非 ESI ポートフォリオ」と 4 つの SRI インデックスのいずれにも採用されていない完全な「非 CSR ポートフォリオ」の 2 つを作成した。前者は ESI の評価基準の独自性を確認するためであり、後者は

CSR と企業パフォーマンスとの関係をより明確に検定するためである。

非 ESI ポートフォリオは、ESI に含まれる企業と同産業・類似規模の 27 企業(付表 6)を選定した。「非 CSR ポートフォリオ」に際しては、それに加えて 4 つの SRI ファンドのいずれにも含まれない 28 企業(付表 6)を選定した¹²⁾。

ESI ポートフォリオと非 ESI ポートフォリオおよび非 CSR ポートフォリオのパフォーマ

図表 4 5 年間の平均パフォーマンス
：CSR 企業と非 CSR 企業

	ESI	非 ESI	非 CSR
収益性			
ROA 1	0.0374	0.0193	0.0321
ROA 2	0.0223	0.0155	0.0170
ROE 1	0.0572	0.0436	0.0496
ROE 2	0.0338	0.0224	0.0207
q	1.5542	1.3448	1.0658
変動性			
ROA 1	0.0294	0.0352	0.0328
ROA 2	0.0185	0.0223	0.0237
ROE 1	0.0543	0.0807	0.1126
ROE 2	0.0341	0.0551	0.0896
q	0.4301	0.4724	0.2504
n	28	27	28

図表 5 収益性の差の検定

	非 ESI-ESI			非 CSR-ESI		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	0.835	0.835	0.967	0.446	0.446	0.819
	0.408	0.408	0.336	0.658	0.658	0.413
ROA 2	0.985	0.985	1.000	0.748	0.748	0.901
	0.329	0.330	0.318	0.458	0.452	0.364
ROE 1	0.733	0.733	0.655	0.302	0.302	0.212
	0.467	0.467	0.512	0.764	0.765	0.831
ROE 2	0.946	0.946	0.688	0.727	0.727	0.344
	0.348	0.349	0.491	0.470	0.472	0.731
q	0.811	0.807	2.138	2.412	2.435	3.272
	0.421	0.423	0.033	0.019	0.018	0.001

(注) 1) 上段は、t 値および Z 値 (Mann-Whitney U 検定)、下段は P 値。

2) t1 は、F 検定により等分散が仮定できる場合、t2 は等分散が仮定できない場合。

t2 の計算は Welch の方法。

図表6 変動性の差の検定

	非 ESI-ESI			非 CSR-ESI		
	t1	t2	Z	t1	t2	Z
ROA 1	0.565	0.566	0.016	0.455	0.455	0.393
	0.574	0.575	0.987	0.651	0.652	0.694
ROA 2	0.762	0.762	0.033	0.865	0.865	0.361
	0.450	0.450	0.974	0.391	0.392	0.718
ROE 1	1.563	1.563	1.032	1.266	1.266	0.737
	0.124	0.126	0.302	0.211	0.216	0.461
ROE 2	1.678	1.678	0.901	1.303	1.303	0.721
	0.100	0.102	0.367	0.198	0.203	0.471
q	0.209	0.208	0.724	1.293	1.309	1.887
	0.835	0.836	0.469	0.202	0.197	0.059

(注) 1) 上段は、t 値および Z 値 (Mann-Whitney U 検定)、下段は P 値。

2) t1 は、F 検定により等分散が仮定できる場合、t2 は等分散が仮定できない場合。
t2 の計算は Welch の方法。

ンスの平均は、図表4にまとめられたとおりである。ESIは、収益性に関するすべての指標で非ESIと非CSRより高く、また、q値を除くすべてのリスク指標でESIは最も低い。つまり、ESI企業は非ESIおよび非CSR企業よりも、平均して収益性が高くリスクは小さい。平均パフォーマンスの差の検定結果は、図表5と図表6にまとめられている。

図表5で示されるように、ESIと非ESIおよび非CSRの間で平均パフォーマンスの差が検出されたのは、q値に関してのみであり、会計利益に関しては統計的な差はない。リスクに関しては、図表6で示されるように、ROEについてのみESIが非ESI企業より有意水準10%強で平均変動が小さいという結果である。このように、ESI企業グループとCSRに積極的ではない企業グループとのパフォーマンスの差は、期待されたほど明確ではなかった。

この理由の一つは、比較ポートフォリオの選別の仕方によると思われる。比較可能なポートフォリオを形成するには企業活動が類似のパラ

レルな企業を選ばなくてはならないが、すべての企業について同じ程度に適切な企業を選択するのは難しい。そこで、CSRへの取組みとパフォーマンスとの関係を、別の方法で分析することとした。

4. CSR企業と非CSR企業に関する回帰分析—PROBITモデル

CSRへの積極的な企業として4つのCSRインデックスのうち少なくとも2つに含まれる企業は、CSR活動にとりわけ積極的に取り組んでいるCSR企業とみなすことができるだろう。そこで、CSRへの取組み姿勢の違いが経営方針の違い(収益性重視あるいは安定性重視)によって説明できるかどうかを、回帰分析によって検証することとした。

1999-2003年の5年間データが完備する上場企業(東証1部・2部)を対象に、上の基準で選択されたCSR企業を1、その他企業を0とする変数を従属変数とし、5年間の企業パフォーマンス(平均収益性と平均リスク)を説

図表7 PROBIT 回帰分析の結果

Dependent variable: CSRI 2					
Independent variables	Estimate	Error	t-statistic	P-value	
AVROA 1	-4.56381	1.42847	-3.19489	[.001]	*** R-squared=.119061E-03
SDROA 1	-10.6802	2.32386	-4.59588	[.000]	*** Log likelihood=-320.613
LNTA03	-.048529	.012687	-3.82498	[.000]	***
LEV03	-.298657	.331208	-.901718	[.367]	
SALGR	-.101032	.054345	-1.85909	[.063]	* Number of observations=1763
TGAS03	-2.41971	.383055	-6.31688	[.000]	*** Number of positive obs.=70
AVROA 2	-6.23083	2.23012	-2.79394	[.005]	** R-squared=.875656E-04
SDROA 2	-14.8689	3.19620	-4.65204	[.000]	*** Log likelihood=-321.434
LNTA03	-.055577	.012284	-4.52430	[.000]	***
LEV03	-.129530	.326458	-.396773	[.692]	
SALGR	-.107133	.055430	-1.93275	[.053]	* Number of observations=1763
TGAS03	-2.41971	.383055	-6.31688	[.000]	*** Number of positive obs.=70
AVROE 1	-2.55256	.656575	-3.88768	[.000]	*** R-squared=.446237E-03
SDROE 1	-3.53397	.774634	-4.56212	[.000]	*** Log likelihood=-318.723
LNTA03	-.059133	.011755	-5.03051	[.000]	***
LEV03	.482439	.331897	1.45358	[.146]	
SALGR	-.084331	.051075	-1.65112	[.099]	* Number of observations=1763
TGAS03	-2.41971	.383055	-6.31688	[.000]	*** Number of positive obs.=70
AVROE 2	-3.52939	1.00406	-3.51513	[.000]	*** R-squared=.307765E-03
SDROE 2	-5.14681	1.15560	-4.45380	[.000]	*** Log likelihood=-319.613
LNTA03	-.064244	.011436	-5.61785	[.000]	***
LEV03	.568300	.328744	1.72870	[.084]	*
SALGR	-.090257	.052295	-1.72592	[.084]	* Number of observations=1763
TGAS03	-2.41971	.383055	-6.31688	[.000]	*** Number of positive obs.=70
AVQ	.270417	.113186	2.38913	[.017]	** R-squared=.112530E-02
SDQ	-.387062	.179251	-2.15934	[.031]	** Log likelihood=-332.438
LNTA03	-.103889	.011485	-9.04541	[.000]	***
LEV03	-.068791	.295384	-.232888	[.816]	
SALGR	-.100864	.055815	-1.80711	[.071]	* Number of observations=1763
TGAS03	-2.41971	.383055	-6.31688	[.000]	*** Number of positive obs.=70

CSRI 2 : CSR インデックスダミー (2つ以上の SRI index に含まれる企業 1, その他 0)

AVROA 1 : 税引き前総資産利益率 5 年間平均

SDROA 1 : 税引き前総資産利益率 5 年間標準偏差

AVROA 2 : 税引き後総資産利益率 5 年間平均

SDROA 2 : 税引き後総資産利益率 5 年間標準偏差

AVROE 1 : 税引き前自己資本利益率 5 年間平均

SDROE 1 : 税引き前自己資本利益率 5 年間標準偏差

AVROE 2 : 税引き後自己資本利益率 5 年間平均

SDROE 2 : 税引き後自己資本利益率 5 年間標準偏差

AVQ : Tobin q 5 年間平均

SDQ : Tobin q 5 年間標準偏差

LNTA03 : 2003 年末総資産規模 (自然対数)

LEV03 : 2003 年末負債比率 (負債総額 / 資産総額)

SALGR : 5 年間売上高成長率

TGAS03 : 2003 年末有形固定資産比率

* 有意水準 10%, ** 5%, *** 1%

明変数とする PROBIT 回帰モデルを推計する。推計された係数の符号条件から、経営方針の違いを読み取ることができる。コントロール変数として、規模 (2003年末総資産対数値)、レバレッジ (2003年末負債/総資産)、成長率 (2003年売上高対数値-1999年売上高対数値)、および、事業特性 (2003年末有形固定資産比率) を導入した。サンプルは、CSR 企業70社、その他上場企業1763社である。

推計結果の要約は図表7にまとめられたとおりである。q 値を除いて、収益性指標とリスク指標の係数は、すべて負で有意な推定値が得られており、CSR に積極的に取り組んでいる企業は、収益性は低いがリスクが小さい経営の安定した企業といえる。財務指標に関する PROBIT 回帰分析の結果は、収益性よりも安定志向の高い企業は CSR 戦略を重視していることを示唆しているだろう。つまり、CSR 活動は、利潤の源泉というよりもリスクを軽減し経営の持続可能性の向上に寄与するための手段とみなすことができる。ただし、収益性に関する負値の係数は、McGuire, Sundgren and Schneeweis [1988] の第三のタイプの CSR 戦略、すなわち、評判リスクを軽減するための投資であり、それが収益性を圧迫していることを意味しているのかもしれない。その場合は、リスク軽減と収益追求の間でトレード・オフが発生している可能性があるといえよう。

他方、q 値に関して、平均には有意な正の推計値が、変動に関しては有意に負の推計値が得られており、CSR に積極的な企業は市場で高く安定した評価が得られていることを示唆している。この推計結果は、CSR への取組みを重視している企業は、市場評価に対しても敏感であると読むことができるだろう。1999年から

2003年には IT バブルとその崩壊の時期(2000年7月)が含まれており、株価が不安定な時期である。その中で、CSR 企業が安定して高いパフォーマンスを示しているのは興味深い。ただし、どの SRI インデックスも CSR への取組みだけでなく市場評価にも配慮して組入れ企業を選択しており、それを反映しているとも考えられる。この点については、更なる分析が必要である。

IV. 結果の解釈

以上の結果から、次の事実が示唆された。第一に、CSR への取組みは企業のパフォーマンスに無視できない関係をもっており、CSR 方針が明確な企業は総花的な CSR 活動を志向する企業より総じて高いパフォーマンスをあげている。第二に、CSR への積極的取組みは、一般に利潤の源泉というよりはリスク軽減の面で企業経営に貢献している。第三に、q 値に関する推計結果から、CSR への取組みは株式市場でポジティブに評価されている。

CSR への取組みがリスク軽減や市場評価と関連をもっているとするファクト・ファインディングは、企業は CSR への取組みをコーポレート・ガバナンス特にリスク・マネージメントの一環として捉え、戦略的視点から社会・環境・倫理の方針を明確にして CSR 活動に取り組む必要を示唆している。反面、評判リスクの軽減を目的とする CSR 活動は、収益性を犠牲にしている可能性もあり、最適な CSR 活動の選択は、企業にとって重要な経営課題である。

V. まとめと今後の課題

本研究は、わが国企業の CSR 活動と企業パフォーマンスとの関係に関する実証分析の一つの試みである。検証結果は、CSR への戦略的取組みが企業価値と密接に結びついている可能性を示唆している。しかし、検証結果は必ずしも十分に頑健とはいえず、研究を発展させるうえで、今後、いくつかの課題を克服する必要がある。

第一に、企業パフォーマンス変数の選択である。広くより適切な収益性指標とリスク指標を工夫する必要がある。第二に、SRI インデックスから投資先企業の CSR 戦略の違いを読み取る間接的方法は、CSR 行動に関する個別データが利用可能でないために工夫された方法ではあるが、その制約は大きい。今後、企業の CSR 活動に関する複数のランキングやアンケート調査を利用するなど、個別データを用いたより直接的な方法を試みる必要がある。

注

- 1) Friedman and Miles [2001] 参照。
- 2) 首藤 [2003] 参照
- 3) 社会貢献を含む企業の社会的責任を求める新しい動きに対して、Friedman [1970] は理論経済学者の立場から異議を唱えたが、これを契機に CSR の経済的効果を検証する研究が経営学の分野で活発に行われるようになった。
- 4) たとえば、Hamilton, Jo, and Statman [1993], Mallin, Saadouni and Briston [1995], Reyes and Grieb [1998], Schroder [2003], Statman [2000] は、SRI ファンドは少なくとも通常のファンドより劣っていないとの結論を得ている。
- 5) Pave and Krauz [1996] は、1980年代までの先行研究を丁寧にサーベイし、1985-91年のデータを用いて、CSR と市場評価と会計変数の両方のパフォーマンスとの関係を検証したが、有意な関係を検出していない。McWilliams and Siegel [2000] は、これまでの実証研究のナイーブな方法に対して、疑問を投げかけている。
- 6) Hummels and Timmer [2004] は、海外で活動する欧米3企業のケース・スタディによって、企業の SEE

情報は投資家のニーズを満たしているかどうか疑問を提示している。Hockerts and Moir [2004] は、ヨーロッパ企業20社の IR 専門家へのインタビューにより、IR の機能は CSR 問題に関する単なる broadcasting から、相互のコミュニケーションをベースとする relationship management へ変わりつつあると指摘している。Cox, Brammer, and Millington [2004] は、異なるタイプ別機関投資家の株式所有比率と企業の CSR 行動との関係を分析している。

- 7) 1999年にスイスに拠点を置く独立系サスティナビリティ運用調査専門会社サム社と米国ダウ・ジョーンズ社が共同で開発。世界で初めてサスティナビリティ面から企業評価を実施し、産業毎にサスティナビリティ・パフォーマンスのよい企業を採用。
- 8) 2002年にベルギーの社会活動 NGO エティベル社がサスティナビリティ面において先端を行く企業の株価の総合的な動向を機関投資家やアセットマネジャー、銀行、その他の投資家に提供することを目的に開発した。独自の選択過程と査定基準を設けており、持続可能性を求めるリサーチにより銘柄構築を行っている。テクニカルサポートとして、Standard & Poor's と提携している。
- 9) 2001年に英国の金融新聞であるファイナンシャル・タイムズとロンドン証券取引所の合弁会社 FTSE インターナショナルが開発した。企業の環境対策のほか、雇用・労働問題や人権問題への対応を評価に組み入れている。
- 10) 2003年に米国モーニングスター社が、マルチステークホルダーの視点に立った幅広い社会性スクリーニングに基づき、構成銘柄150社を選定した中立的かつ総合的な国内初の SRI インデックスである。
- 11) トービンの q は、企業の市場価値を有形資産の取得価額で割ったものである。今回の分析においては、Perfect and Wiles [1994] が simple q と定義した次の値を使用する。(期末株価 + 期末長期負債簿価 + 期末短期負債簿価) / 期末資産総額簿価)
- 12) 選定基準は、①ESI ポートフォリオに含まれる企業と100番目の証券コードが同じ、②ESI ポートフォリオに含まれる企業と売上高、自己資本、従業員数が近似の企業。①で類似の企業がない場合、1000番目の証券コードが同じで、かつ、事業内容の重複が見受けられる企業を選定した。

参考文献

- 首藤 恵 [2003], 「機関投資家のコーポレートガバナンスと社会的責任投資」『経済学論纂』2003年3月, 第43巻第3・4合併号, 169-196頁, 中央大学。
- Aupperle, K.E., A.B.Carrol and J.D.Hatfield [1985], "An Empirical Examination of the

- Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability," *Academy of Management Journal*, 28, pp. 446-463.
- Cochran, P. and R. Wood [1984], "Corporate Social responsibility and Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 27, pp. 42-56.
- Cowe, R. [2004], "Risk Return and Responsibility," February 2004, Association of British Insurers.
- Cox, P., S. Brammer, and A. Millington [2004], "An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance," *Journal of Business Ethics*, 52, 1, pp. 27-43.
- Friedman, M. [1970], "The Social Responsibility of Business is to increase it profit," *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
- Friedman, A. L. and S.Miles [2001], "Socially Responsible Investment and Corporate Social and Environmental Reporting in the UK: An Exploratory Study," *British Accounting Review*, pp. 523-548.
- Hamilton, S., H. Jo and M. Statman, [1993], "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analyst Journal*, 49, 6 Nov/Dec 1993, pp. 62-66.
- Hockerts, K. and L. Moir [2004], "Communicating Corporate Social Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function," *Journal of Business Ethics*, 52, 1: 85-98.
- Hummels, H., and D. Timmer [2004], "Investors in Need of Social, Ethical, and Environmental Information," *Journal of Business Ethics*, 52, 1 pp. 73-84.
- ICAEW [1999], "Internal Control: Guideline for Directors on the Combined Codes", Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Johnson, R. A. and D. W. Greening [1999], "The Effect of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance," *Academy of Management Journal*, 42, 5, 564-576.
- Mallin, A.A., B. Saadouni and R.J. Briston [1995], "The Financial Performance of Ethical Investment Funds," *Journal of Business Finance and Accounting*, 483-496.
- McGuire, J.B., A. Sundgren and T. Schneeweis [1988], "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 31 (4), 854-872.
- McWilliams, A. and D. Siegel [2000], "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?," *Strategic Management Journal*, 21, 5, 603-609.
- Moskowitz, M. [1972], "Choosing Socially Responsible Stocks," *Business and Society*, 13, 29-42.
- Pava, M.L. and J.Krauz [1996], "The Association Between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost," *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.
- Perfect, S.B. and K.W.Wiles [1994], "Alternative Constructions of Tobin's q: an Empirical Comparison," *Journal of Empirical Finance*, 1, pp. 313-341.
- Reyes, M. G. and T. Grieb [1998], "The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds," *American Business Review*, 16, 1 (January 1998), pp.1-7.
- Schroder, M. [2003], "Socially Responsible Investments in Germany, Switzerland and the United States — An Analysis of Invest-

ment Funds and Indices," *Discussion paper*, No. 03-10, Centre for European Economic Research.

Spicer, B.H. [1978], "Investors, Corporate Social Performance, and Information Disclosure: An Empirical Study," *Accounting Review*, 53, pp. 94-111.

Statman, M. [2000], "Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analyst Journal*, 56, 3 May/June, pp. 30-78.

Sturdivant, F. D. and J.L. Ginter [1977], "Corporate Social Responsiveness," *California Management Review*, 19(3), pp.30-39.

Ullman, A. [1985], "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S.

Firms," *Academy of Management Review*, 10, pp. 540-577.

Vance, S. [1972], "Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks?," *Management Review*, 64, pp. 18-24.

Waddock, S. A. and S. B. Graves [1997], "The Corporate Social Performance — Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, vol.18, 4, 303-319.

<http://www.djsi.com>

<http://www.ftse4good.com>

<http://www.ethibel.com>

<http://www.morningstar.co.jp/SRI/about.htm>

< APPENDIX I (付表1～4) >

< APPENDIX II (付表5～6) >

< APPENDIX I >

【付表1】DJSIの評価項目

		機 会		リ ス ク	
			配分		配分
経済合理性	戦略面	・戦略立案 ・組織の発展	4.5% 2.3%	・コーポレートガバナンス	3.8%
	管理面	・知的資産マネジメント ・IT マネジメント・IT インテグレーション ・品質管理	2.0% 3.0% 2.0%	・リスクマネジメント・危機管理 ・企業行動規範	5.0% 1.0%
	産業別固有要素(例)	・研究開発支出	13.8%	・特定リスクに対するリスクマネジメント	9.8%
環境適合性	戦略面	・環境憲章	3.8%	・環境方針 ・環境対応に関する責任者	3.0% 2.6%
	管理面	・環境・健康・安全に関する報告 ・環境会計	3.0% 2.0%	・環境マネジメントシステム ・環境パフォーマンス	2.4% 4.0%
	産業別固有要素(例)	・エコ・デザイン ・エコ効果製品	8.8%	・危険物資 ・環境責任	12.0%
社会適合性	戦略面	・ステークホルダーの関与	4.5%	・社会適合方針 ・社会問題に関する責任者	3.0% 2.6%
	管理面	・社会適合に関する報告 ・従業員の利益 ・従業員満足度 ・報奨制度	2.5% 1.5% 1.0% 3.0%	・係争解決 ・人権・反差別 ・就業に関する健康・安全基準 ・レイオフ・連合の自由 ・供給者基準	1.0% 1.0% 1.6% 1.0% 3.0%
	産業別固有要素(例)	・地域活動	12.5%	・途上国での職業訓練	14.2%

【付表2】 ESI の評価項目

分野	具体的評価内容	配分
企業内の社会的方針	<ul style="list-style-type: none"> 労働条件や社会的貢献を徹底的に調査 仕事への満足度, 労働条件, 雇用と産業の関係状態を重視 	25%
環境対策	<ul style="list-style-type: none"> 環境政策, 環境マネジメント, 製造過程及び製品の環境パフォーマンスを調査 連鎖的なマネジメントと統合的な環境配慮を重要視 	25%
企業の対外社会方針	<ul style="list-style-type: none"> 社会に対しての責任の果たし方 人権や発展途上国との関係に関わる企業方針 	25%
企業倫理方針	<ul style="list-style-type: none"> 事業方針の倫理的な側面を重視 自己の経済成長の保証・強化する経営 法令・契約上の義務の遵守 顧客, サプライヤー, 株主, 政府当局との持続的及び建設的な関係保持のための努力 	25%

(注) ディスクロージャー, 透明性, 法令遵守は最低限の条件

【付表3】 FTSE の評価項目

	FTSE
スクリーニングの特長	<ul style="list-style-type: none"> タバコ, 武器製造 (特に, 核兵器関連), 原子力発電事業 (ウラン採掘・加工関連を含む) に関わる企業を排除するネガティブ・スクリーニング
評価項目	<ol style="list-style-type: none"> 環境活動: 環境の持続性に対する取り組み (環境マネジメントシステムの構築, 環境報告書の発刊) 社会性: 社会やステークホルダーとのよりよい関係を築くための活動 (機会均等制度の導入, 寄付等) 人権: 雇用・労働, 人権の普遍的なサポートの3項目において評価 (人権に関する方針, 国際労働基準への適合, 人権イニシアティブへの批准)

【付表4】 MS の評価項目

	MS-SRI
スクリーニングの特長	<ul style="list-style-type: none"> 企業の能動的な姿勢, 「創造」的な基準を重視 (既存 SRI の選定基準にある倫理や責任の面から策定された基準ではない) 上場公開企業約3,600社に対して評価項目に基づくアンケート調査を実施 (その後, ベンチマーク・インデックスとして活用可能な特性の維持を目的に定量スクリーニング)
評価項目	<p>以下の5項目を総合評価</p> <ol style="list-style-type: none"> ガバナンス/アカウントビリティ (経営理念・ガバナンス・企業倫理・情報開示) マーケット (消費/顧客対応・調達先対応) 雇用 (雇用責任・働きやすい職場・人材パフォーマンス・雇用/人材マネジメント) 社会貢献 (社会貢献活動・地域との共生) 環境 (環境マネジメント・コミュニケーション・環境パフォーマンス)

< APPENDIX II >

【付表 5】SRI インデックスから抽出したサンプル企業

DJSI	ESI	FTSE	MS
1 1801 大成建設	1 2002 日清製粉グループ本社	1 1801 大成建設	1 1801 大成建設
2 2502 アサヒビール	2 2502 アサヒビール	2 1812 鹿島建設	2 1820 西松建設
3 3401 帝人	3 2503 麒麟麦酒	3 1820 西松建設	3 1824 前田建設工業
4 4901 富士写真フィルム	4 3401 帝人	4 2002 日清製粉グループ本社	4 1925 大和ハウス工業
5 6301 小松製作所	5 3861 王子製紙	5 2206 江崎グリコ	5 2001 日本製粉
6 6326 クボタ	6 4503 山之内製菓	6 2261 明治乳業	6 2202 明治製菓
7 6361 荏原製作所	7 4523 エーザイ	7 2502 アサヒビール	7 2284 伊藤ハム
8 6367 ダイキン工業	8 4631 大日本インキ化学工業	8 2503 麒麟麦酒	8 2502 アサヒビール
9 6471 日本精工	9 4901 富士写真フィルム	9 2531 宝ホールディングス	9 2531 宝ホールディングス
10 6501 日立製作所	10 4902 コニカ	10 2651 ローソン	10 2533 合同酒精
11 6502 東芝	11 4911 資生堂	11 2801 キョコマン	11 2599 ジャパンフーズ
12 6701 日本電気	12 6370 栗田工業	12 2802 味の素	12 2607 不二製油
13 6702 富士通	13 6471 日本精工	13 2871 ニチレイ	13 2802 味の素
14 6758 ソニー	14 6645 オムロン	14 3002 グンゼ	14 2910 ロック・フィールド
15 6762 ティーディーケイ	15 6753 シャープ	15 3401 帝人	15 2914 日本たばこ産業
16 6902 デンソー	16 6770 アルプス電気	16 3405 クラレ	16 2922 なとり
17 6971 京セラ	17 6773 パイオニア	17 3407 旭化成	17 3009 川島織物
18 6991 松下電工	18 6963 ローム	18 3861 王子製紙	18 3401 帝人
19 7203 トヨタ自動車	19 6971 京セラ	19 4005 住友化学工業	19 3402 東レ
20 7751 キヤノン	20 7309 シマノ	20 4010 三菱化学	20 4010 三菱化学
21 7752 リコー	21 7751 キヤノン	21 4042 東ソー	21 4041 日本曹達
22 8001 伊藤忠商事	22 7752 リコー	22 4043 トクヤマ	22 4063 信越化学工業
23 8053 住友商事	23 7912 大日本印刷	23 4063 信越化学工業	23 4151 協和醗酵工業
24 8058 三菱商事	24 8264 イトーヨーカ堂	24 4091 日本酸素	24 4183 三井化学
25 8264 イトーヨーカ堂	25 9437 エヌ・ティ・ティ・ドコモ	25 4114 日本触媒	25 4204 積水化学工業
26 8359 八十二銀行	26 9531 東京瓦斯	26 4151 協和醗酵工業	26 4332 パナソニック
27 8802 三菱地所	27 9532 大阪瓦斯	27 4182 三菱瓦斯化学	27 4452 花王
28 9101 日本郵船	28 9613 エヌ・ティ・ティ・データ	28 4185 JSR	28 4502 武田薬品工業
29 9104 商船三井		29 4204 積水化学工業	29 4503 山之内製菓
30 9107 川崎汽船		30 4205 日本ゼオン	30 4508 田辺製菓
31 9404 日本テレビ放送網		31 4208 宇部興産	31 4519 中外製菓
32 9531 東京瓦斯		32 4217 日立化成工業	32 4535 大正製菓
		33 4471 三洋化成工業	33 4536 参天製菓
		34 4501 三共	34 4543 テルモ
		35 4503 山之内製菓	35 4631 大日本インキ化学工業
		36 4505 第一製菓	36 4661 オリエンタルランド
		37 4506 大日本製菓	37 4768 大塚商会
		38 4507 塩野義製菓	38 4774 エヌイーシーソフト
		39 4508 田辺製菓	39 4911 資生堂
		40 4509 三菱ウェルファーマ	40 4912 ライオン
		41 4511 藤沢薬品工業	41 4913 サンスター
		42 4519 中外製菓	42 4921 ファンケル
		43 4523 エーザイ	43 4922 コーセー
		44 4535 大正製菓	44 5001 新日本石油
		45 4901 富士写真フィルム	45 5007 コスモ石油
		46 4902 コニカ	46 5201 旭硝子
		47 5007 コスモ石油	47 5202 日本板硝子
		48 5201 旭硝子	48 5213 東芝セラミックス
		49 5333 日本碍子	49 5406 神戸製鋼所
		50 5405 住友金属工業	50 5486 日立金属
		51 5486 日立金属	51 5943 ノーリツ
		52 5801 古河電気工業	52 6143 ソディック
		53 5938 INAX トステム・ホールディング	53 6146 ディスコ
		54 6201 豊田自動織機	54 6201 豊田自動織機
		55 6326 クボタ	55 6305 日立建機
		56 6361 荏原製作所	56 6326 クボタ
		57 6370 栗田工業	57 6361 荏原製作所
		58 6471 日本精工	58 6444 サンデン
		59 6472 NTN	59 6448 ブラザー工業
		60 6506 安川電機	60 6471 日本精工
		61 6701 日本電気	61 6472 NTN
		62 6702 富士通	62 6502 東芝
		63 6703 沖電気工業	63 6592 マチモーター
		64 6724 セイコーエプソン	64 6645 オムロン
		65 6752 松下電器産業	65 6701 日本電気
		66 6753 シャープ	66 6703 沖電気工業
		67 6754 アンリツ	67 6705 エヌイーシーインフロンティア
		68 6758 ソニー	68 6752 松下電器産業
		69 6810 日立マクセル	69 6753 シャープ
		70 6857 アドバンテス	70 6756 日立国際電気

【付表5】SRI インデックスから抽出したサンプル企業 (つづき)

DJSI	ESI	FTSE	MS
		71 6954 ファナック	71 6758 ソニー
		72 6963 ローム	72 6762 ティーディーケイ
		73 7201 日産自動車	73 6773 パイオニア
		74 7203 トヨタ自動車	74 6810 日立マクセル
		75 7259 アイシン精機	75 6816 アルパイン
		76 7267 本田技研工業	76 6825 バトライト
		77 7731 ニコン	77 6902 デンソー
		78 7751 キヤノン	78 6905 コーセル
		79 7752 リコー	79 6971 京セラ
		80 7911 凸版印刷	80 6981 村田製作所
		81 7912 大日本印刷	81 6991 松下電工
		82 7951 ヤマハ	82 7003 三井造船
		83 7984 コクヨ	83 7011 三菱重工業
		84 8002 丸紅	84 7013 石川島播磨重工業
		85 8028 ファミリーマート	85 7201 日産自動車
		86 8036 日立ハイテクノロジーズ	86 7231 トビー工業
		87 8053 住友商事	87 7283 愛三工業
		88 8058 三菱商事	88 7437 シーアンドエス
		89 8060 キヤノン販売	89 7522 ワタミフードサービス
		90 8113 ユニ・チャーム	90 7630 壱番屋
		91 8264 イトーヨーカ堂	91 7731 ニコン
		92 8267 イオン	92 7751 キヤノン
		93 8268 西友	93 7752 リコー
		94 8359 八十二銀行	94 7864 フジシール
		95 8564 武富士	95 7911 凸版印刷
		96 8572 アコム	96 7951 ヤマハ
		97 8586 日立キャピタル	97 7984 コクヨ
		98 8802 三菱地所	98 8001 伊藤忠商事
		99 9005 東京急行電鉄	99 8002 丸紅
		100 9020 東日本旅客鉄道	100 8016 オンワード樫山
		101 9021 西日本旅客鉄道	101 8028 ファミリーマート
		102 9101 日本郵船	102 8053 住友商事
		103 9104 商船三井	103 8056 日本ユニシス
		104 9107 川崎汽船	104 8058 三菱商事
		105 9432 日本電信電話	105 8170 アデランス
		106 9433 KDDI	106 8182 いなげや
		107 9434 日本テレコムホールディング	107 8183 セブン・イレブン・ジャパン
		108 9437 エヌ・ティ・ティ・ドコモ	108 8234 大丸
		109 9501 東京電力	109 8235 松坂屋
		110 9531 東京瓦斯	110 8258 オーエムシーカード
		111 9532 大阪瓦斯	111 8264 イトーヨーカ堂
		112 9613 エヌ・ティ・ティ・データ	112 8267 イオン
		113 9735 セコム	113 8333 常陽銀行
		114 9783 ベネッセコーポレーション	114 8350 みちのく銀行
			115 8359 八十二銀行
			116 8361 大垣共立銀行
			117 8366 滋賀銀行
			118 8388 阿波銀行
			119 8397 沖縄銀行
			120 8403 住友信託
			121 8561 徳島銀行
			122 8586 日立キャピタル
			123 8592 住商リース
			124 8601 大和証券G本社
			125 8604 野村ホールディングス
			126 8802 三菱地所
			127 9005 東京急行電鉄
			128 9104 商船三井
			129 9107 川崎汽船
			130 9432 日本電信電話
			131 9502 中部電力
			132 9503 関西電力
			133 9507 四国電力
			134 9508 九州電力
			135 9531 東京瓦斯
			136 9532 大阪瓦斯
			137 9535 広島ガス
			138 9783 ベネッセコーポレーション
			139 9889 日本ビジネスコンピューター
			140 9912 タイワボウ情報システム

【付表6】非ESI・非CSRグループに含まれるサンプル企業

非ESI		非CSR	
1	2009 鳥越製粉	1	2009 鳥越製粉
2	2593 伊藤園	2	2579 コカ・コーラウエストジャパン
3	2579 コカ・コーラウエストジャパン	3	2593 伊藤園
4	3408 サカイオーベックス	4	3408 サカイオーベックス
5	3880 大王製紙	5	3880 大王製紙
6	4511 藤沢薬品工業	6	4061 電気化学工業
7	4505 第一製薬	7	4528 小野薬品工業
8	4634 東洋インキ製造	8	4540 ツムラ
9	4183 三井化学	9	4634 東洋インキ製造
10	4922 コーセー	10	4788 サイバー・コミュニケーションズ
11	4788 サイバー・コミュニケーションズ	11	4916 ノエビア
12	6368 オルガノ	12	6368 オルガノ
13	6473 光洋精工	13	6473 光洋精工
14	6981 村田製作所	14	6652 和泉電気
15	6764 三洋電機	15	6764 三洋電機
16	6792 日本ビクター	16	6767 ミツミ電機
17	6703 沖電気工業	17	6792 日本ビクター
18	6952 カシオ計算機	18	6952 カシオ計算機
19	6988 日東電工	19	6988 日東電工
20	7301 宮田工業	20	7301 宮田工業
21	7733 オリジナル	21	7733 オリジナル
22	7731 ニコン	22	7862 トッパン・フォームズ
23	7911 凸版印刷	23	7914 共同印刷
24	8267 イオン	24	8270 ユニー
25	9433 KDDI	25	9430 エヌイーシーモバイリング
26	9533 東邦瓦斯	26	9533 東邦瓦斯
27	9536 西部瓦斯	27	9536 西部瓦斯
		28	9737 シーエスケイ

(首藤 憲 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授・当研究所客員研究員)
 増子 信 明治安田生命保険相互会社
 若園智明 当研究所主任研究員)