

社会的共通資本研究会要旨

日 時：2016年1月8日 10時～12時

講 師：中央大学経済学部 阿部正浩教授

一橋大学大学院経済学研究科 Jess Diamond 特任教員

演 題：CSR As Insurance: The Case of Japanese Automobile Manufacturers

CSR（企業の社会的責任）の具体的な内容は、国・文化・企業等によっても異なるが、経済産業省の定義によれば、企業の社会的責任とは、「企業が社会や環境と共存し、持続可能な成長を図るため、その活動の影響について責任をとる企業行動であり、企業を取り巻く様々なステークホルダーからの信頼を得るための企業のあり方」を指すとされている。CSRへの取り組みは、一見すると企業の利益と相反するように考えられるが、近年では、企業価値の増大にもつながると信じ、多くの企業がそれに取り組んでいる。

CSRの導入が企業価値の増大につながるメカニズムについては、大きくわけて2つの観点から説明されることが多い。一つは、従業員の士気を高めたり、非公開市場へのアクセスを可能にしたりすること等により利益を生むこと（Waddock and Graves (1997)等）、もしくは、資産の効率的運用によりコストの削減効果が生じる（Jones(1995)等）こと、もう一つは、CSR活動の社会貢献的側面を重視する顧客・従業員・投資家を引き寄せる効果が期待される（Fombrun and Shanley (1990)等）ことである。しかし、既存研究の多くでは、CSRと企業収益との間に有意な正の相関を見出せておらず、またその因果関係も明らかではなかった。そのため、CSRにより企業収益が増加するとの主張に疑問を投げかける意見も、少なからず存在している。

こうした中、企業がCSRに取り組む理由として、CSRの「保険機能」に着目する考え方がある（McGuire et al.(1988)等）。CSRの保険機能とは、企業がCSR投資を行って社会に貢献しているということを従前からアピールしていれば、当該企業が何らかの危機を迎えた際の影響が比較的緩やかなものになるのではないかというものである。例えば、製造業において製品リコールが生じた場合、CSR投資を行っている企業に対しては責任追及が穏やかになる一方、行っていない企業に対しての責任追及は厳しいかもしれず、その意味で、CSRはリスクの削減効果をもたらすといえる。

そこで本研究は、この保険機能に着目し、日本の自動車産業におけるCSRへの取り組み度合いが、リコール発生前後の株価推移にどのような影響があるかを分析することで、その保険機能の有無を検証することとした。

検証に使用したデータは、2008年から2014年にかけての最大7年間における日本の自動車メーカー9社のCSR関与度や財務状況、株価の状況、そして日経新聞記事から確認されたリコール件数である（データは、『東洋経済 CSR総覧』『日経NEEDS Financial QUEST』『日経テレコン』から抽出した）。具体的には、CSR関与度の代理変数として、CSR専任部署の有無、CSR担当役員の有無、担当役員の担当領域のうちCSR関連業務が占める割合を用いることとし、リコール件数については、計92件のリコール関連記事を確認・使用した。

検証方法としては、イベント・スタディー法を用いた。具体的には、CAPM（Capital Asset Pricing Model；資

本資産評価モデル)によりリコールのない時の株価の期待値を推定したうえで、実際のリコール時の株価との差を測定し、リコール前後3日間のCAR (Cumulative Abnormal Return ; 累積異常収益率)を計算した。そして、年ダミー、企業ダミーを推定式に入れ、営業利益率、企業総資産額もコントロールしたうえで、CSRによるCARへの影響を推定した。検証の結果、CSRへの取り組み度合いが高い企業においては、リコール発生時の株価変動に与える効果が少なく、4-9%ほどプラスのリターンを享受できることが確認された。

なお、分析により、CSRの専任部署を有している企業より、兼任部署を有する企業の方が、プラスの効果が大きいという結果を得た。この結果については、兼任部署の方が、専任部署よりも、より幅広い視点で「社会貢献」に関わっているイメージを強く発信できるためとも解釈できる可能性がある。

最後に、結果の頑健性 (Robustness) をチェックするため、CARの推定期間 (Event Window) を長くして再度検証を行った。その結果、CSR専任部署の有無によるCARへの影響は確認できなくなったが、残りの2つの代理変数の影響は、引き続き確認された。つまり、CSRの株価変動への効果は、頑健性を持つことが明らかとなった。また、CSRへの取り組みが、ほかの企業行動の代理変数になってしまう可能性を検討するため、CSR代理変数のかわりに、法務部門の有無と、社会貢献に関わる部門の有無、の2つについて、CARへの影響の推定も行ったところ、いずれも有意な結果は確認されなかった。つまり、CARへの影響は、CSR特有の効果として考えられる。

以上のように、CSRには保険機能があり、日本の自動車メーカーにおけるCSRへの取り組みは、リコールの危機に陥った時に、株価の下落を回避させる効果があるといえ、またその利益は、CSRに取り組むことで生じるコストよりも、はるかに高いものと期待される。今後は、自動車メーカーという産業上の特性等も踏まえながら、今回の分析の結果について更なる検討・考察を加えていきたい。

以上