

令和 5 年 6 月 22 日現在

機関番号：14201

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2022

課題番号：17K04050

研究課題名(和文) 社会的責任投資の形成メカニズムにおけるCSR会計情報の機能のモデル分析

研究課題名(英文) Analysis of the Impact of CSR Reporting on the Development of Socially Responsible Investment

研究代表者

野田 昭宏(Noda, Akihiro)

滋賀大学・経済学系・教授

研究者番号：40350235

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、環境、社会及び企業統治に関する会計情報の外部報告に焦点を当て、社会的責任投資が資本市場において形成される過程で、CSR会計がどのような役割を担うかを解明し、持続可能な社会的市場を形成するための制度設計の基盤となる研究を行う。第1に、企業の経済的業績と社会的責任に関心をもつ市場取引者と、一般投資者から構成される資本市場を仮定し、売買取引量、市場流動性、および、市場均衡価格がCSR会計情報からどのような影響を受けているかを分析した。第2に、社会責任投資の形成過程にCSR会計報告が及ぼす影響の解明をした。第3に、企業によるCSR会計報告マネジメントが市場に及ぼす影響を分析した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の特色及び意義の第1は、企業の社会的責任に関して異質な利得構造をもつ投資者をモデルに導入している点である。先行研究が、均質な投資者選好構造を仮定して、CSR会計報告の影響を調査してきたのに対し、本研究は、投資者のなかに、企業の社会的責任に関する成果に関心をもち、CSR業績に依存した利得構造をもつ市場参加者が含まれるという新しいモデルを提示している。第2に、CSR会計報告の影響を資本市場のマイクロストラクチャーの観点から分析する。さらに、CSR会計情報に対する投資者ニーズの発生プロセスを記述する理論を開発している。

研究成果の概要(英文)：This study analyzes the role of corporate socially responsible information in the process of development of socially responsible investment in the capital market and conducts research that will serve as a basis for designing institutions to form sustainable social markets, focusing on CSR reporting. First, assuming a capital market consisting of investors with heterogeneous preferences for CSR, this study analyzes how trading volume, market liquidity, and market equilibrium prices are affected by CSR accounting information. Second, it elucidates the influence of CSR accounting reports on the development of socially responsible investment. Third, this study analyzed the impact of firms' strategic reporting of CSR information on the market.

研究分野：会計学

キーワード：社会責任投資 会計報告 マーケット・マイクロストラクチャー 裁量的会計報告 CSR投資 ESG サステナビリティ報告

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

近年、企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility, CSR) の観点から投資活動を行う機関投資家や個人投資家が増加している。CSR 投資の拡大を背景に、社会的責任を考慮した投資決定に有用な情報に対するニーズが高まっており、CSR 会計報告のための制度設計が喫緊の課題となっている。経済のみならず環境と社会の観点から企業をモニターする社会的市場 (國部, 1998) を形成するには企業の CSR 情報を効果的に資本市場に移転させる条件を解明する必要がある。

申請者らはこれまで、環境や社会、企業統治に関心をもつ株主が、企業を社会的責任の観点からコントロールするにはどのように内部環境会計システムを設計すべきかという問題意識のもとついでモデル分析に取り組んできた。その成果として、(i) 環境汚染コストを負債として認識する会計報告が、環境被害コストに及ぼす影響 (野田, 2011a); (ii) 環境会計報告にもとづいたステイクホルダー間の環境コスト分担が、企業の環境被害を抑制する効果 (野田, 2011b); (iii) CSR 会計報告の操作が、経営者の環境抑制活動を促す効果 (野田, 2016) を解明した。これらの分析を CSR 会計情報の外部報告に拡張し、資本市場における CSR 会計情報の機能を解明して、社会的責任投資を促進するための基礎的知見を得ることが本研究の目的である。

CSR 会計情報が資本市場に及ぼす影響に関しては、CSR 会計情報の価値関連性に焦点を当てた実証研究 (例えば, Matsumura et al. 2014) と企業の自発的 CSR 情報開示政策を調査した実証研究 (例えば, Clarkson et al. 2008) が精力的に行われてきた。しかし、CSR 情報が株価形成に組み込まれるメカニズムや、CSR 会計情報を利用する投資者層の形成過程、CSR 会計報告における企業の裁量的行動については、十分に解明されていないのが現状である。これらの未解明点に対し、申請者らは、企業の CSR パフォーマンスに関心をもつ投資者が資本市場に存在することを前提として、(1) CSR 会計情報が資本市場における価格形成メカニズムにどのように関与しているか、(2) CSR 会計情報ニーズは、資本市場でどのように形成されるか、及び、(3) 企業の CSR 会計報告における裁量行動はどのような特徴をもつか、について分析的手法にもとづいて解明する。

2. 研究の目的

本研究は、環境、社会及び企業統治に関する会計情報の外部報告に焦点を当て、社会的責任投資が資本市場において形成されるプロセスで、CSR 会計がどのような役割を担っているかを明らかにし、持続可能な社会的市場を形成するための制度設計の基盤となる研究を行う。具体的には、以下の3つの研究課題にもとづいて研究を進めた。

- (1) CSR 会計情報が資本市場の価格決定メカニズムに及ぼす影響の解明
企業の経済的パフォーマンスと社会的責任に関心をもつ市場取引者 (CSR 投資者) と、一般投資者から構成される資本市場を仮定し、売買取引量、市場流動性、および、市場均衡価格が CSR 会計情報からどのような影響を受けているかを分析する。
- (2) 社会責任投資の形成過程に CSR 会計報告が及ぼす影響の解明
上記(1)のモデルを拡張し、経済的パフォーマンスにのみ関心をもつ一般投資者が、どのような条件下で、企業の本源的価値に関連しない CSR 情報を自発的に入手し、株式売買取引量を決定するかを明らかにする。一般投資者が、CSR 情報に依存した取引決定をする過程を明らかにすることにより、社会責任投資がどのような規模で形成されるかを導出するのが本段階のねらいである。
- (3) 企業による CSR 会計報告マネジメントが市場に及ぼす影響の特定
企業の CSR 会計報告政策を内生化し、上記(1)と(2)で明らかにした市場参加者の投資決定を所与として、企業の報告マネジメントがどのように決定されるか分析する。CSR 会計情報の測定・報告においては、企業による恣意性が介在する可能性が懸念される。CSR 会計報告マネジメントが、市場の価格形成メカニズムと流動性をどのように歪めるかを解明することが主眼である。報告政策の決定過程の解明から、企業の内部情報を効率的に市場へ移転させるためにどのような社会環境会計報告制度を設計すべきかについて知見を得ることが期待される。

当該分野における本研究の学術的な特色・独創的な点、及び予想される結果と意義は3点である。第1は、企業の社会的責任に関して異質な利得構造をもつ投資者をモデルに導入する点である。先行研究は、経済パフォーマンスにのみ関心をもつ均質な投資家を前提に、CSR 会計報告の影響を調査してきた。これに対し、本研究は、投資者のなかに、企業の社会的責任に関する成果に関心をもち、CSR パフォーマンスに依存した利得構造をもつ市場参加者が含まれるという新しいモデルを提示する。CSR に関して異質な利得関数をもつ投資者が、市場価格メカニ

ズムに及ぼす影響を明らかにする。

第2は、CSR会計報告の影響を資本市場のマイクロストラクチャーの観点から分析する点である。先行研究は、CSR会計情報の価値関連性に焦点を当てて調査しており、資本市場における売買取引量や流動性、価格形成に対して、CSR会計情報が及ぼす効果を明らかにしていない。本研究は、市場のマイクロストラクチャーに対する影響を理論的に解明し、実証的含意を導出する。

第3は、CSR会計情報に対する投資者ニーズの発生プロセスを記述する理論を開発する点である。本研究は、CSRパフォーマンスに依存した利得関数をもつ投資家の投資行動が、経済的パフォーマンスにのみ関心をもつ一般投資者の戦略的な行動を誘発し、後者が積極的にCSR会計情報を利用するようになる可能性に着眼している。CSR会計に対するニーズを内生化した分析を通じて、CSRに関心をもつ投資者行動が一般投資者に対して外部性をもち、資本市場全体のCSR会計情報ニーズの規模を決定しているという視点をフォーマルに説明しようと試みる本研究の着眼は、従来の研究にない特徴である。

3. 研究の方法

本研究は、企業の社会的責任に関心をもつ投資家が、CSR会計報告からどのような影響を受けて形成されるかを解明する。企業の社会的責任に関する業績について異なる利得構造をもつ投資者からなる資本市場モデルを提示し、3つの課題を分析する。

- (1) CSR会計報告は社会的責任投資の売買取引量と市場の流動性にどのような影響をもつか。
- (2) 一般投資者によるCSR会計情報の入手・利用を内生化したとき、CSR会計情報ニーズはどのような要因から決定されるか。
- (3) 企業によるCSR会計報告政策の決定を内生化したとき、CSR会計報告の裁量はどのような要因から決定され、その政策は資本市場の価格形成メカニズムにどのような影響を及ぼすか。

(1) CSR会計報告の社会的責任投資の売買取引量と市場流動性に及ぼす影響の解析

社会的責任投資を資本市場に導入した基本モデルの構築

予備的研究として、本研究計画全体を通じた分析の基本モデルを構築する。近年、CSR会計研究の分析的な研究の方向性として、企業の社会的責任に関心をもつ利害関係者を、一般的な経済主体とは異なる効用関数をもつ経済主体として分析することが提案されている(Hales et al. 2016)。申請者らはこの研究方向に沿って、資本市場がCSRに関して異質の利得関数をもつ投資者の層から構成されているという視点からモデル設定を試みる。経済的パフォーマンスと社会的責任に関心をもつ投資者(CSR投資者)と企業ファンダメンタルズにのみ関心をもつ投資者(一般投資者)、およびマーケット・メーカーから構成される資本市場を仮定したモデルを提示する。モデルは、資本市場におけるトレーダー間の相互依存的な意思決定から生じる株価形成メカニズムを導出したKyle(1985)に基づく。

基本モデルにおける資本市場の価格形成メカニズムの均衡分析

上記モデルにもとづいて、CSR会計情報が資本市場に報告されるとき、CSR投資者の売買取引量と、市場の流動性について、CSR投資者とマーケット・メーカーの決定関数の線形性を仮定した均衡を導出するとともに、CSR会計情報の特性がCSR投資者の売買取引量と市場流動性に及ぼす影響について比較静学の結果を導出する。

CSRに関する株価の情報効率性の比較静学

上記の成果を前提として、「CSRに関する株価の情報効率性」という概念を提示し、株価がCSRに関する情報を反映する水準を導出して、その比較静学分析を実施する。どのような属性をもつCSR会計報告が、株価に反映されたCSRに関する情報を大きくするかを明らかにするのが目的である。市場が、株価にもとづいて企業を社会的責任の視点からモニターする機能を示す指標として、この概念は、CSR会計研究において実証・理論双方に対して、有用な分析概念を示唆することが期待される。

先行研究との比較による本研究の分析モデルの特徴づけ

モデル分析と並行して、資本市場のマイクロストラクチャーに焦点を当てた分析的な研究と、CSR会計情報の有用性に関する実証研究の文献研究を行う。前者は、本研究から得られる分析が、企業ファンダメンタルズにのみ関心をもつ投資者を仮定した先行研究と比較して、どのような異なる市場現象を説明できるか知見を得ることを目的とする。後者は、本研究の分析モデルを、実証研究の成果と対応させて、その発見事項を、本研究の分析からどの程度理論的に説明できるかを検討することを目的としている。

(2) CSR会計報告を利用する社会的責任投資の形成プロセスの分析

CSR会計情報ニーズの決定要因の解明

初年度の分析モデルを拡張し、経済的パフォーマンスにのみ関心をもつ一般投資者が、CSR情報を入手して、売買取引量を決定するという意思決定を内生化してモデル分析をする。一般投資者のCSR会計情報に対するニーズの決定プロセスを導出し、CSR投資が資本市場において形成されるメカニズムを明らかにするのが目的である。申請者らは、企業の経済

的パフォーマンスと CSR パフォーマンスをとともに考慮する CSR 投資者の存在が、一般投資者の CSR 会計情報ニーズを発生させる外部性をもっているのではないかとこの点に着眼している。さらに、この CSR 投資の形成メカニズムに CSR 会計情報の特性がいかに影響を与えているかを分析する。

CSR 会計報告の制度的フレームワークに関する文献研究

上記の CSR 会計情報に対するニーズの分析結果が CSR 会計報告制度設計に対してもつ含意を得るために、CSR 報告のフレームワークに関する制度研究を行う。CSR に関する企業報告について、現在、各組織（Global Reporting Initiative, International Integrated Reporting Council, Sustainability Accounting Standards Board 等）が提言している CSR（統合）報告フレームワークの特徴を明らかにし、本研究の分析結果の視点から、資本市場の CSR 情報を利用した投資者層を拡大するためにどのような報告フレームワークが望ましいかを評価するのが目的である。

(3) 企業の CSR 会計報告操作とその株価形成メカニズムへの影響の分析

基本モデルを拡張し、企業が CSR 会計情報を操作して資本市場に報告する意思決定を内生化したモデル分析を実施する。企業内部者が、投資者の CSR 会計情報の利用を前提として、いかに CSR 会計報告にバイアスを付与して外部報告するかを明らかにするのが目的である。企業の CSR 会計報告の操作が、市場における投資者の売買取引高と流動性、及び、CSR に関する株価の情報効率性に及ぼす影響を特定し、株価が CSR に関して情報効率であるために、どのような報告制度を設計すべきか規範的な視点から含意を導く。

4. 研究成果

本研究の初年度は、3つの段階にわけて予備的研究を遂行した。第1に、次年度以降に予定している社会的責任投資の形成過程分析へ拡張することを企図し、資本市場における企業の CSR 会計報告の基礎モデルを提示し、資本市場におけるその影響を導出した。企業の経済業績と CSR 業績双方に関心をもつ市場取引者（CSR 投資者）と、経済業績にのみ関心をもつ一般的投資者から構成される資本市場をモデル化し、CSR 会計情報報告に対する、各市場取引者の注文量と市場均衡価格を導出し、CSR 会計情報が株価形成に及ぼす影響を明らかにした。第2に、上記のベンチマークモデルを拡張し、CSR 会計報告における経営者裁量を内生化した、経営者の CSR 会計報告に対するインセンティブがいかに CSR 会計報告政策を決定し、それが CSR 会計報告に対する株価反応にどのような影響をもたらすかを分析した。第3に、経営者による CSR 投資プロジェクト選択の意思決定過程を導入し、CSR 投資プロジェクトがどのような経営者の動機にもとづいて選択されているかを解明した。これは、CSR 投資プロジェクトから生じる CSR 業績と企業キャッシュフローの間の関連性について洞察を加えることを意図したものである。

第2年度は以下の2点の方向にもとづいて研究を実施した。第1に、初年度において提示した資本市場における社会責任投資情報のディスクロージャー・モデルを拡張し、企業の CSR 会計報告の裁量行動と所有構造を内生変数化したモデルを分析した。企業の経済業績と CSR 業績に依存した効用関数をもつ投資者と、経済業績にのみ依存した効用関数をもつ投資者から構成される資本市場に対する企業の裁量的報告行動の影響を明らかにした。さらに、報告マネジメントに対する市場反応を所与とした企業所有者による企業持分の売却に関する意思決定を分析し、CSR 会計情報のディスクロージャーが、企業所有の市場分布に及ぼす影響を分析した。

第2に、CSR 会計情報が特定の投資者層によって私的情報として利用される非競争的市場を仮定して、CSR 会計情報の情報構造が証券市場の価格形成に及ぼす影響と、情報トレーダーの CSR 会計情報入手に関する決定を分析した。分析では、CSR 報告書に関して証券市場のトレーダー間に情報処理能力に差異がある点に着眼し、情報トレーダー（社会的責任投資）によって私的情報として排他的に利用される場合を仮定して、CSR 会計情報に対する情報トレーダーの売買高反応と CSR 会計情報の公表前後における株価反応を導出するとともに、社会責任投資による CSR 会計情報入手決定を内生化した分析した。分析結果から、CSR 会計情報にふくまれる企業キャッシュフローに関連しない CSR 業績情報が、企業の企業キャッシュフロー情報を相殺し、情報トレーダーの売買高反応を弱める情報マスキング効果が存在するという結果が得られた。

第3年度以降は、次の2点に関して研究を進展させた。第1に、初年度および第2年度に提示した資本市場における社会責任情報のディスクロージャー・モデルを拡張し、企業の社会的責任政策を内生変数化したモデルを分析した。企業の CSR 業績に関して異質な効用関数をもつ投資者タイプから構成される資本市場において財務報告及び CSR 報告を行う企業の最適 CSR 投資決定を導出した。モデル分析から、CSR 業績情報が財務報告に比べて相対的に低品質である場合、CSR 活動投資が抑制されるという結果を得た。

第2に、CSR 業績を測定する情報システムの選択を内生変数とするモデルを解析し、企業による CSR 業績情報の質の決定要因を導出した。分析から、CSR 報告の質に対して当該企業の財務報告の質が負の影響を与えるという結果を得た。本結果は、資本市場における潜在的な情報利用者をスクリーニングする企業の戦略的な CSR 報告が、両者に間に代替的な関係をもたらすことを説明するものであった。

【文献】

- Clarkson, P. M., Y. Li, G. Richardson, and F. P. Vasvari. 2011. Does it pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies. *Journal of Accounting and Public Policy* 30: 122-144.
- Hales, J., E. M. Matsumura, and D. V. Moser. 2016. Becoming sustainable: a rational decision based on sound information and effective process? *Journal of Management Accounting Research* 28(2): 13-28.
- Kyle, A. S. 1985. Continuous auctions and insider trading." *Econometrica* 53 (6): 1315-1336.
- Matsumura, E., R. Prakash, and S. Vera-Munoz. 2014. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosure. *The Accounting Review* 89 (2): 695-724.
- Noda, A. 2016. The role of earnings management in agency contracts. Working Paper. Shiga University.
- 國部克彦. 1998. 『環境会計 改訂増補版』新世社。
- 野田昭宏. 2011a. 「資産除去債務会計の環境コストに及ぼす影響」『環境経済・政策研究』4 (2): 1-11.
- 野田昭宏. 2011b. 「環境会計情報の環境コスト分担に及ぼす効果」『社会関連会計研究』23: 51-69.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 NODA, Akihiro	4. 巻 308
2. 論文標題 Corporate social responsibility reporting system choice and disclosure management	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Shiga University, Working Paper Series	6. 最初と最後の頁 1-52
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 NODA, Akihiro	4. 巻 299
2. 論文標題 Influence of financial reporting on CSR reporting quality	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Shiga University, Working Paper Series	6. 最初と最後の頁 1-50
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 大西 靖	4. 巻 14
2. 論文標題 企業における持続可能な開発目標の管理	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 現代社会と会計	6. 最初と最後の頁 1-10
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 大西靖	4. 巻 13
2. 論文標題 統合報告における資本形態の転換	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 現代社会と会計	6. 最初と最後の頁 1-10
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Noda, Akihiro	4. 巻 283
2. 論文標題 Effect of corporate social responsibility disclosure on market liquidity	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Shiga University, Working Paper No. 283	6. 最初と最後の頁 1-47
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Noda, Akihiro	4. 巻 16
2. 論文標題 Auditor choice as a commitment device	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of Financial Reporting and Accounting	6. 最初と最後の頁 374-394
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1108/JFRA-05-2017-0036	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 大西靖	4. 巻 13
2. 論文標題 「統合報告における資本形態の転換」	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 『現代会計と社会』	6. 最初と最後の頁 近刊
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計5件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件)

1. 発表者名 Noda, Akihiro
2. 発表標題 Effect of corporate social responsibility disclosure on market liquidity: Informational masking effect of CSR information
3. 学会等名 European Accounting Association 42nd Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 野田昭宏
2. 発表標題 CSR情報開示の市場流動性への影響： CSRディスクロージャーの情報マスキング効果
3. 学会等名 日本会計研究学会第78回大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Noda, Akihiro
2. 発表標題 Effects of managerial CSR reporting discretion on market behavior
3. 学会等名 European Accounting Association 41st Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 野田昭宏
2. 発表標題 CSRディスクロージャーにおける裁量が投資者行動に及ぼす影響
3. 学会等名 日本会計研究学会第77回大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Noda, A.
2. 発表標題 Effects of managerial CSR reporting discretion on market behaviour
3. 学会等名 European Accounting Association 41st Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	大西 靖 (Ohnishi Yasushi) (80412120)	関西大学・会計研究科・教授 (34416)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------