

令和 4 年 6 月 1 日現在

機関番号：34315

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2021

課題番号：17K04081

研究課題名（和文）社会・環境情報の資本市場に対する影響

研究課題名（英文）Influence of Social and Environmental Disclosure on Capital Market

研究代表者

東 健太郎（Azuma, Kentaro）

立命館大学・経営学部・教授

研究者番号：20535843

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：ESG投資に社会的な関心が高まる中、本研究においては、具体的にどのような社会・環境情報が資本市場に影響を与えるのか、という問いを探求した。具体的な開示項目として、開示の日付を特定することが可能な企業の被災地支援に関するアナウンスメントを選択し、イベントスタディの手法を使用して資本市場への影響を分析した。全体として、企業の被災地支援アナウンスメントは、企業の株価に対してポジティブな影響を与えていた。日本の被災地支援アナウンスメントに関する状況を明らかにし、その資本市場へのポジティブな影響の実証的な証拠を提示したことが本研究の成果である。

研究成果の学術的意義や社会的意義

現在では、企業による社会や環境に対する貢献は、市場における高評価をもたらすことが一般的には前提とされている。しかし、これに関しての具体的な実証的証拠は、意外にも乏しい。その理由の1つは、社会や環境に関する情報による資本市場への影響を、その他の情報から区別して分析することが技術的に難しいことにある。そこで本研究では、情報のリリース日が特定できる、被災地への支援という企業の社会的な行動に関する開示を分析対象として、企業が社会に貢献することが、資本市場において高評価を得ることにつながるという実証的な証拠を示した。

研究成果の概要（英文）：In response to the growing social attention toward ESG investment, this study pursued the research question of whether and how corporate social and environmental information influences the capital market. Specifically, this study focused on corporate philanthropic disaster response announcements. Relying on dated press releases, an event study methodology was employed to capture stock market reactions to social and environmental information. Overall, this study illustrates the current situation of corporate philanthropic disaster response by Japanese firms and provides empirical evidence that the stock market reacts positively to corporate announcements on disaster relief. The results are consistent with many other previous studies conducted in non-Japanese countries. Under which circumstances such positive influence can be increased is a remaining research question to be explored.

研究分野：社会・環境会計論

キーワード：社会・環境会計 ESG 情報開示 イベントスタディ 被災地支援 コーポレート・フィランソロピー

様式 C-19、F-19-1、Z-19（共通）

## 1. 研究開始当初の背景

ESG 投資に関する社会的注目が高まっている。2015 年には、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が PRI（国連責任投資原則）に署名し、これにより、日本においても、ESG が資本市場におけるメインストリームの位置づけを得るまでに至った。ESG 投資家のプレゼンスは現在まで増大の一端をたどっている。

ESG 投資家は、従来の財務情報に加え、環境（E）、社会（S）ならびにガバナンス（G）を考慮した投資行動をとる。そのため、ESG 投資家が台頭すると、ESG に関する情報開示への需要が高まることになる。これを受け、ESG 投資家に向けた情報開示基準の策定が、さまざまな機関において検討されてきた。IIRC（国際統合報告評議会）、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）などがその代表格である。さまざまな基準が乱立する可能性を受け、2021 年 11 月 IFRS 財団評議員会は「国際サステナビリティ基準審議会」（ISSB）の設立を公表した。今後、資本市場における非財務情報の整備が進んでいくことが予想される。

## 2. 研究の目的

ESG 投資の台頭に伴う非財務情報の整備にあたり、どのような項目を情報開示の対象としていくのか、という問題がある。そもそも、社会と環境に関する情報開示は、資本市場外からの要請（社会的アカウンタビリティ、正統性など）から生じてきたものである。企業は、社会一般に対して開示することに意味があるとみなされる項目を開示し、その開示項目は当初より増大してきた。典型的には、マルチステイクホルダーアプローチに基づく GRI（Global Reporting Initiatives）では、数百を超える開示項目が定められるに至っている。

ESG 情報開示に関する議論は、資本市場とは別の論理で企業が自発的に開示してきた情報を、資本市場において役立てようとする試みでもある。そこで、企業が社会や環境に関連して開示している情報のうち、具体的にはどのような項目が資本市場において有用なのか、が問われることになる。ところが、この問題に関連して、限定的な実証結果しか知られていないのが現状である。そこで、本研究では、実際に企業の社会・環境情報が資本市場に対して影響を与えるのか、そして与えるとしたら、どのような情報がどのような影響を与えるのか、という問いの追求を目的とした。

## 3. 研究の方法

本研究では、企業の社会や環境にかかわる情報のうちでも、具体的には企業の災害支援に関わるアナウンスメントに注目した。気候変動問題をはじめ、将来的に自然災害が増えることが予想される中、災害時における企業の役割は、社会的に重要な問題である。そこで本研究においては、企業による災害支援（義援金など）のアナウンスメントが、当該企業の株価に対して与える影響を分析した。

災害支援に関わるアナウンスメントには、以下に述べる理由から、資本市場に与える影響を分析するにあたっての方法的な優位が存在する。まず、災害支援に関する情報について、日本企業はプレスリリースを公開するという実務的慣行が存在する。情報の開示方法として、有価証券報告書、サステナビリティ報告書、統合報告書など、多様なメディアが想定される中で、プレスリリースという統一的な方法で開示される実務が存在することは、分析を実施する上での優位性をもたらす。

プレスリリースには、通常、リリース日が記載される。これにより、短期的な株価の反応を測定するイベントスタディを実施することが可能になる。資本市場に影響を与える要因として、利益情報などの多様な情報が存在する中で、イベント日を特定し、分析対象のみの影響を抽出することができる方法上の利点は大きい。さらに、災害の発生日とアナウンスメントリリース日の差分をみることにより、アナウンスメントを公開するタイミングが資本市場に対してどのような影響を与えるかを分析することも可能になる。また、現金拠出に限れば、災害支援に対するコミットメントの大きさを「義援金」という形で定量的に測定することも可能である。さらに、国外では、このようなプレスリリースを発行する実務が一般的ではない国も存在するため、国際的な文脈での貢献可能性も存在する。以上の理由から、本研究においては、ESG 情報の 1 つの項目として、災害支援のアナウンスメントに関するイベントスタディを実施した。

災害支援のアナウンスメントは、以下のような手順で収集した。まず、eol データベースにおいて次の 3 通りのうちキーワードのうち、少なくとも 1 つが該当するプレスリリースを抽出した（「災害

AND 支援」、「義援金」および「被災 AND 支援」)。対象企業を東証一部上場企業に限定すると、8000 程度のアナウンスメントを抽出できた。そこから個別に EOL に示されたリンク、そのリンクが使用不可の場合には Google 検索を使用して、当該アナウンスメントを収集した。プレスリリースがリンク切れになっている場合にはインターネット・アーカイブ (<https://archive.org>) を使用した。支援対象の災害は、The International Disaster Database (<https://www.emdat.be>) と結合し、災害発生日等の情報を確定した。最後に、一定数以上の数を収集することができた 2009 年以降に限定し、災害支援に関する 2,039 のプレスリリースを収集した。

イベント・スタディには以下のような方法を用いている。イベント日 (Day0) にはプレスリリースの発行日を使用した。ただし、災害の発生日が祝祭日の場合には、翌営業日を Day0 に設定した。推定ウィンドウには、Day0 より前の 200 日を使用し、TOPIX を使用したマーケットモデルにより OLS により係数を推定し、CAR(Cumulative Abnormal Return) を算定した。

#### 4. 研究成果

表 1 には、収集したプレスリリースの経年で比較している。アナウンス数として、その年に公表されたアナウンスメント数の合計値が記載されている。そして、そのアナウンスメントに物品の拠出が含まれていた場合には物品にカウントし、現金の拠出が記載されていた場合には義援金にカウントしている。物品と義援金の両者を拠出するアナウンスメントも存在するため、両者の合計値はアナウンス数とは一致しない。義援金のアナウンスメント数は、物品のアナウンスメント数をコンスタントに上回っており、日本企業の災害

表 1 アナウンスメントの経年比較

year	アナウンス数	物品	義援金	平均 (百万円)
2009	45	5	42	4.12
2010	174	22	158	7.39
2011	866	242	721	54.24
2012	78	24	60	26.86
2013	134	36	109	9.11
2014	132	22	116	7.87
2015	93	20	78	3.84
2016	369	74	329	16.65
2017	130	36	97	5.46
2018	440	72	389	10.96
2019	197	37	166	6.46
2020	90	22	69	18.19

支援においては、義援金が中心的な役割を果たしていることがわかる。アナウンスメントには経年の継続的なトレンドが存在するわけではなく、年によって大小がある。もっとも多数のアナウンスメントが公表されたのは 2011 年でその年の義援金平均がもっとも高い。

表 2 には、災害支援アナウンスメントを災害別にまとめなおし、アナウンスメント数が大きいものから順に上から 10 位までをソートして掲載している。東北地方太平洋沖地震の支援に関するアナウンスメントが圧倒的に大きいこと

表 2 アナウンスメントの災害別比較

災害名	アナウンス数	現物	義援金	平均 (百万円)
東北地方太平洋沖地震	841	255	684	58.16
熊本地震 (2016 年)	340	65	308	17.00
平成 30 年 7 月豪雨	294	47	266	12.32
四川大地震	94	18	85	16.39
令和元年東日本台風	87	10	79	7.49
北海道胆振東部地震	85	10	77	9.70
平成 29 年 7 月九州北部豪雨	84	16	69	3.73
平成 26 年 8 月豪雨	79	9	72	6.65
新潟中越沖地震	77	22	67	9.55
令和 2 年 7 月豪雨	58	17	41	8.82

がわかる (表 1 の 2011 年の数が大きかった理由)。災害としては地震だけでなく、豪雨や台風災害への支援も存在する。また、国内の災害にかかわるものが多いが、中には四川大地震など国外の災害に対する支援も存在する。アナウンスメント数と義援金の平均額は相関する傾向にあり、大きな災害が起き

た時に、多くの企業が災害支援を公表し、義援金の金額も高くなる傾向がわかる。また、ここでも、義援金のアナウンスメントは、現物を継続的に上回る傾向が確認できる。

最後に表3には、上記のアナウンスメントのすべてを株価に結合させてイベントスタディを実施した結果を掲載している。全体的には、被災地支援のアナウンスメントは当該企業の株価に対してポジティブな影響を与えており、諸外国の先行研究と整合的な結果になっている。

災害ごとにみえていくと、ポジティブな影響が検出されるケースと検出されないケースがある。また、災害によっては、迅速にアナウンスメントを実施したほうが、ポジティブな影響がより大きくなる結果も検出された。

社会環境情報の開示が企業の株価に対して与える影響について、具体的な開示項目を特定した実証的証拠の提示が本研究の成果である。この影響に対して、どのような要因が、どのような影響を及ぼしているのかについては、研究成果として残されている。

表3 イベントスタディの結果

Day	ARs			CARs			Posi. ratio
	mean	<i>t</i>	<i>p</i>	mean	<i>t</i>	<i>p</i>	
-1	-0.01%	-0.11	0.91	-0.01%	-0.11	0.913	0.52
0	0.17%	3.06	< 0.01***	0.17%	2.12	0.034**	0.55
1	0.17%	3.41	< 0.01***	0.34%	3.53	< 0.01***	0.56
2	0.18%	4.01	< 0.01***	0.52%	5.20	< 0.01***	0.56
3	0.22%	5.14	< 0.01***	0.74%	7.07	< 0.01***	0.57

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 2件）

1. 著者名 東健太郎	4. 巻 5
2. 論文標題 社会環境会計論からみるサステナビリティの隆盛	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 118-119
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 東健太郎	4. 巻 6
2. 論文標題 企業による社会的危機への対応	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 120,121
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 東健太郎	4. 巻 56(1)
2. 論文標題 東芝不正会計に対する市場の反応：会計基準と監査法人の選択が東芝以外の株価に対して与えた影響	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 立命館経営学	6. 最初と最後の頁 55-68
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.34382/00001246	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 東健太郎, 楚雪, 東田明	4. 巻 60(3)
2. 論文標題 GHGディスクロージャーの決定要因：探索的研究	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 立命館経営学	6. 最初と最後の頁 39-60
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.34382/00015263	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計8件（うち招待講演 1件 / うち国際学会 3件）

1. 発表者名 Kentaro Azuma, Nicolas Dahan and Jonathan P Doh
2. 発表標題 Shareholder Reaction to Corporate Philanthropy: Beyond the 'Buying Goodwill' Explanation
3. 学会等名 Academy of Management Annual Meeting Proceedings (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 東健太郎
2. 発表標題 企業の被災地支援に対する株式市場の反応
3. 学会等名 日本社会関連会計学会全国大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Kentaro Azuma and Nicolas Dahan
2. 発表標題 Market Reaction to Corporate Philanthropic Disaster Response: The Case of Japan
3. 学会等名 International Business and Society Association (IABS) (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 東健太郎
2. 発表標題 Corporate Philanthropic Disaster Response in Japan
3. 学会等名 Japan Forum of Business and Society 7th Annual Conference (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 東健太郎
2. 発表標題 社会環境情報ディスクロージャーにおける災害
3. 学会等名 日本社会関連会計学会全国大会（招待講演）
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 東健太郎・東田明
2. 発表標題 GHG情報開示に対する 機関投資家の影響
3. 学会等名 日本社会関連会計学会 東日本部会・西日本部会共同部会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 東健太郎
2. 発表標題 企業の被災地支援に対する株式市場の反応 熊本地震後のデータを用いたイベント・スタディ （日本社会関連会計学会全国大会）
3. 学会等名 日本社会関連会計学会全国大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Kentaro Azuma, Dante Di Gregorio, Nicolas Dahan
2. 発表標題 Motivations for corporate philanthropic disaster response by Japanese firms
3. 学会等名 日本社会関連会計学会東日本部会
4. 発表年 2019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
--	---------------------------	-----------------------	----

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			
米国	California State University Monterey Bay			