

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

CSRに関する研究のサーベイ：
CSR基準の統一化・開示の義務化の観点から

おおしまゆうや なかくきまさゆき
大島祐也・中久木雅之

Discussion Paper No. 2021-J-9

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

CSRに関する研究のサーベイ： CSR基準の統一化・開示の義務化の観点から

おおしまゆうや なかくきまさゆき
大島祐也*・中久木雅之**

要 旨

本稿では、CSR基準の統一化、開示の義務化を問題意識として、自発的なCSR活動やCSR開示に関する研究およびCSR開示の義務化などの研究についてサーベイを行った。本稿における主な発見事項と含意は、次の通りである。1)様々な要因が自発的なCSR開示に関する意思決定に影響を与えるため、開示義務がない場合には、必ずしもすべての企業が投資家やステークホルダー全般にとって重要なCSR開示を行わない可能性があること、2)CSR開示は投資家に有用な情報を提供するとともに、情報の有用性は制度的要因等にも影響を受けると考えられること、3)CSR開示の義務化が企業の実体的なCSR活動を促進し企業の収益性が低下したとする研究が存在しており、(i)CSR活動の活発化を目的とする政策としてCSR開示を義務付ける方法は意味がある点、(ii)CSR開示を義務付けることにより収益性にマイナスの影響を与える可能性がある点が示唆されること、4)IFRSの強制適用に関する研究結果からは、強制や遵守の枠組みを併せて検討することが重要であるほか、すでに何らかの基準を能動的に適用し開示を行っている企業は質の高い開示を続ける一方で開示が強制された企業の開示の質は高くない可能性があること、5)第三者による保証には信頼性の向上が期待できる中で、企業の自発性だけに任せては、必ずしも必要な企業のすべてが保証を受けない可能性があること。

キーワード：ESG、CSR、基準の統一化、開示の義務化

JEL classification: M14、M41

* 日本銀行金融研究所企画役補佐（現 金融庁、E-mail: yuya.oshima@fsa.go.jp）

** 元日本銀行金融研究所企画役

本稿は2021年7月末時点の情報に基づいて作成した。本稿の作成に当たっては、大森明教授（横浜国立大学）、松山将之主任研究員（日本政策投資銀行）および日本銀行金融研究所スタッフから有益なコメントを得た。また、山崎みどり氏（日本銀行金融研究所）から文献整理や各国制度の調査など多大なサポートを得た。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

目次

1. はじめに	1
2. 背景情報の整理	5
(1) CSR に関する最近の動向	5
イ. CSR 報告書と CSR 基準	5
ロ. CSR 基準の統一の動き	8
ハ. CSR 開示義務化の動き	10
(2) CSR 研究の整理	13
イ. 財務報告と CSR 開示の相違点	13
ロ. CSR に関する理論	14
ハ. CSR 研究の整理	16
3. 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究	20
(1) 動機	20
イ. CSR 活動	20
ロ. CSR 開示	23
(2) 経済的帰結	26
イ. CSR 活動	26
ロ. CSR 開示	32
4. CSR 基準の統一化、開示の義務化に関連する研究	34
(1) CSR 開示の義務化	35
イ. 開示の義務化時の影響	35
ロ. 開示が義務付けられた環境に関する研究	37
(2) 基準の統一化：IFRS 強制適用時の経験	38
イ. 比較可能性	39
ロ. 任意適用と強制適用の比較	40
(3) 保証	41
イ. 保証の動機	41
ロ. 保証の経済的帰結	43
(4) 非財務情報の構成および位置	44
5. CSR 基準の統一化、開示の義務化への含意	44
(1) サーベイによる発見事項と含意	44
イ. 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究	44
ロ. CSR 基準の統一化、開示の義務化に関連する研究	46
(2) 本サーベイの限界と今後の研究に対する提言	48
イ. 本サーベイの限界	48

ロ. 今後の研究に対する提言.....	49
6. おわりに	50
参考文献	52

1. はじめに

CSR¹ (Corporate Social Responsibility) に関する開示への関心が高まる一方、具体的に開示すべき情報の内容が不明確との指摘も聞かれている。その背景の1つには、様々な団体が CSR 情報の開示に関するフレームワーク・基準（以下「CSR 基準²」という。）を公表しており、財務報告における国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）や米国会計基準に相当する統一された CSR 基準が存在しないことが考えられる。

こうした中、グローバルに統一された CSR 基準の設定に向けた議論が盛り上がってきている。国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）の運営母体である IFRS 財団の評議員会（IFRS Foundation Trustees）は、2020年9月30日に、統一された CSR 基準の設定に向け、「国際サステナビリティ基準審議会（International Sustainability Standards Board: ISSB）」の新設を提案する市中協議文書（IFRS Foundation Trustees [2020]）を公表した。その後、2021年3月8日に IFRS 財団評議員会は、市中協議の結果に基づいたプレスリリースを公表し、2021年11月の第26回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）までに ISSB に関する最終決定を行う予定であることなどを表明した³。また、CSR 基準を公表する主要な団体間で協調の動きがみられる。CSR 基準を公表する主要5団体が、2020年9月に包括的な企業報告のために協働していく旨を表明し、このうち2団体が2021年6月に統一組織を設立した（詳細は第2節（1）ロ．参照）。

また、様々な国・地域において気候変動情報を含む CSR 情報について開示を義務付ける動きが広まっている。例えば、南アフリカでは、ヨハネスブルグ証券取引所の上場要件により、2010年3月1日以降に開始する事業年度から財務情報と非財務情報を統合した統合報告書の開示が求められている。また、欧州連合（European Union: EU）でも、2017年に開始する会計年度以降、大規模企業に対して年次報告書において CSR 開示が義務付けられている。最近では、多くの国において TCFD 最終提言書（TCFD [2017]）に基づく気候変動情報の開示の義務

¹ 本研究の分野では、CSR に近い意味で ESG (Environmental, Social, and Governance) や持続可能性 (sustainability) といった用語が用いられることがある。これらの用語について、厳密には学術的な意味や目的は異なるものの、学術論文では CSR の用語が用いられることが一般的との指摘 (Christensen, Hail, and Leuz [2019]) を踏まえ、本稿においても CSR の用語を用いている。

² 主要な CSR 基準の設定主体が公表している CSR 基準だけを見ても、対象範囲、想定利用者、基準の粒度 (原則を示すフレームワークのみを公表しているか、細則まで定める基準を公表しているか) など相違点が多い (第2節 (1) イ．参照)。本稿では、こうした相違点があることを前提にしつつ、総称として CSR 基準という用語を用いている。

³ 本稿の作成後、2021年11月3日に、IFRS 財団によって ISSB が正式に設立された。

化が検討されている（詳細は第2節（1）ハ、参照）。

そこで、本稿では、2010年以降の会計学を中心とした学術雑誌に掲載されたCSRに関する実証研究を中心にサーベイし、CSR基準の統一化やCSR開示の義務付けに関連する含意を考察することを目的としている。CSRに関する定義はいくつか存在するが⁴、本稿では厳密にCSRを定義せず⁵、CSR、ESG、持続可能性などを問題意識としている学術論文をCSRに関する研究として扱っている⁶。具体的には、本稿は、サーベイの対象とする研究を、①自発的なCSR活動やCSR開示に関する研究（第3節）と、本稿の問題意識により関連する②CSR基準の統一化、開示の義務化に関連する研究（第4節）に分けて整理し、CSR開示を義務化すべきか、義務化はどのような影響をもたらすか、CSR基準を統一化する場合に起こり得ることは何か、統一化はCSR情報の比較可能性を向上させるかなどについて検討する⁷。

CSRに関する学術論文をサーベイした最近の研究としては、Christensen, Hail, and Leuz [2018, 2019]、Chung and Cho [2018]、Brooks and Oikonomou [2018]、Radhakrishnan, Tsang, and Liu [2018]、Ali, Frynas, and Mahmood [2017]が挙げられる⁸。Christensen, Hail, and Leuz [2019]は、仮に米国でCSR基準に基づいたCSR

⁴ 例えば、European Commission [2001]は、CSRを「企業が事業運営およびステークホルダーとの相互作用における社会的および環境的懸念を自主的に統合するという概念」と定義している。

⁵ CSRを規制や義務の対象外で自発的なものに限定するとの考え方もあるが（Kitzmueller and Shimshack [2012] p. 53）、本稿では何らかの規制や義務の下で行われる活動であってもCSR活動に該当し得ると考えている。

⁶ 本稿では、「CSR」、「Corporate Social Responsibility」、「ESG」、「sustainability」などの用語により会計学を中心とした学術雑誌から検索された論文のうち本稿の問題意識に関連する論文を主なサーベイの対象としており、これらの論文で引用されているなど重要と考えられる他の論文もサーベイの対象とした。また、2010年以降に公表された論文を主なサーベイの対象としている。上述の検索の対象とした学術ジャーナルは、Accounting Horizons、Accounting in Europe、Accounting Perspectives、Advances in Accounting、Auditing: A Journal of Practice & Theory、Contemporary Accounting Research、European Accounting Review、Financial Management、Journal of Accounting and Economics、Journal of Accounting and Public Policy、Journal of Accounting Research、Journal of Banking and Finance、Journal of Financial Economics、Journal of International Accounting, Auditing and Taxation、The Accounting Review、The Journal of Financeである。

⁷ また、本稿では、第3節を中心にCSRに関する実証研究を広く平易に説明していることから、CSRの実務に携わる方が学術的な知見について理解を深めるためのきっかけとなることも目的の1つである。

⁸ これらのほか、統合報告に関する学術論文に特化してサーベイした研究として、Dumay, Bernardi, Guthrie, and Demartini [2016]、Vitolla, Raimo and Rubino [2019]がある。Dumay, Bernardi, Guthrie, and Demartini [2016]は、研究の対象とする国や報告書の種類、研究手法などに基づき分類するとともに、研究の発展段階について整理している。Vitolla, Raimo and Rubino [2019]は、規範的および実証的な貢献について、統合報告を公表する動機および経済的帰結、統合報告に対する賛同および批判の4つの観点に分類して整理を行っており、本稿の自発的なCSR活動およびCSR開示に関する研究に関する整理（第2節（2）ハ、（イ）参照）と類似した整理となっている。

開示が義務付けられた場合について検討することを目的に、CSR 活動そのものではなく CSR 開示に焦点を絞り、会計学、経済学、ファイナンス、経営学の学術論文の広範なサーベイを行い、資本市場への影響のほか、企業による潜在的な反応や企業行動に与える実体的な効果を含め、CSR 開示の義務化に伴って起こり得る経済的帰結について論じている。Chung and Cho [2018]は、CSR 活動、CSR 開示、および企業の財務業績の関連性に焦点をあて、会計学のほか、経済学、ファイナンス、経営学関連の学術論文を中心にサーベイし、研究テーマ、理論的枠組み、計測方法などの観点から整理している。Brooks and Oikonomou [2018]は、CSR 活動や CSR 開示と企業の財務業績や株価の関連性に関する学術論文をサーベイし、多くの論点を提示している。Radhakrishnan, Tsang, and Liu [2018]は、会計学を中心とした学術論文をサーベイし、CSR 活動と企業の財務業績の関係、CSR 開示が投資家などのステークホルダーの意思決定へ与える影響、および自発的な CSR 開示の動機や経済的帰結を整理している。Ali, Frynas, and Mahmood [2017]は、CSR 開示の動機について、先進国と発展途上国の間で違いがみられることを明らかにしている。

これらの先行するサーベイ研究のうち、特に、Christensen, Hail, and Leuz [2019]は、仮に米国で CSR 基準に基づいた CSR 開示が義務付けられた場合について検討しているものであり、本稿の問題意識と近似している。本稿と Christensen, Hail, and Leuz [2019]の違いとして、本稿では、①CSR 関連の研究が多く掲載される欧州の学術雑誌（特に *European Accounting Review*）をサーベイの対象としていること、②学術雑誌に掲載されている評価の定まった研究を中心にサーベイしていること、③CSR 開示の義務化や基準の統一化（IFRS 強制適用の事例）に関する研究について纏めていることなどが挙げられる。

本稿のサーベイによる発見事項と CSR 基準の統一化、開示の義務化への含意を予め纏めると以下の通りである。

自発的な CSR 開示の動機に関しては、自社要因である規模、業種、コーポレート・ガバナンス、機密コスト⁹のほか、同業他社との関係、制度的要因（ステークホルダー指向・株主指向）が CSR 開示の意思決定に影響を与えていることが示されている。このように、様々な要因が CSR 開示の意思決定に影響を与えるため、強制的な開示義務がない場合には、必ずしもすべての企業が投資家やステークホルダー全般にとって重要な CSR 開示を行わない可能性があると考えられ、CSR 開示を義務付けることには一定の合理性がある可能性があると考えられた。

自発的な CSR 開示の経済的帰結に関しては、CSR 開示は、株価や企業価値（ト

⁹ 機密コスト（proprietary cost）とは、企業内部の機密情報（proprietary information）を外部に知られることにより、その企業が負担しなければならなくなるコストのことを意味する。

ービンの q) との間に正の関係があるとする研究が多いほか、その他の市場関連指標にも改善の効果があるとする研究がみられた。また、そうした影響は、制度的要因や第三者による保証などに影響を受けるとする研究もみられた。こうした結果は、CSR 開示情報が投資家によって利用されており有用な情報を提供しているとともに、情報の有用性は制度的な要因等にも影響を受けることを示していると考えられた。

また、具体的な CSR 開示の義務化の事例について義務化の前後を比較して分析した研究では、CSR 開示の義務化により、開示量の増加、開示の質の向上、企業価値の上昇、情報環境の改善、会計情報の価値関連性（株価や株式リターンに対する説明力）の改善がみられたとする研究があった一方で、CSR 開示の義務化が企業の実体的な CSR 活動を促進し、その結果、企業の収益性が低下したとする研究もみられた。特に後者の研究については、①CSR 活動の活発化を目的とする政策として CSR 開示を義務付ける方法は意味がある、②CSR 開示を義務付けることにより株価や収益性にマイナスの影響を与える可能性があるという意味で重要であると考えられた。

CSR 基準の統一化に関しては、現実には事例がないため、類似する事例として IFRS の強制適用に関する研究を取り上げた。その結果を CSR 基準に当て嵌めた場合、単純に CSR 基準を統一化するだけでは比較可能性が担保できるかどうかは必ずしも明確ではなく、強制や遵守の枠組みをどのように構築するかを併せて検討することが重要であると考えられた。また、CSR 基準の統一化があったとしても、すでに何らかの CSR 基準を能動的に適用し開示を行っている企業は、質の高い開示を続ける一方で、開示が強制された企業の開示の質は高くない可能性を示唆していると考えられた。

さらに、追加的な論点として、CSR 開示に対する保証に関する研究をサーベイした。その結果から、第三者による保証には信頼性の向上が期待できる中で、企業の自発性だけに任せては、必ずしも必要な企業のすべてが保証を受けない可能性があると考えられるため、CSR 開示に第三者の保証を義務付けることには一定の合理性がある可能性があると考えられた。

以下の本稿の構成は次の通りである。まず、第 2 節では、本稿の問題意識の背景にある CSR 基準の統一化、CSR 開示の義務化の動向について説明する。また、財務報告と CSR 開示の相違点、CSR に関する理論を紹介したのち、CSR に関する研究が、自発的な CSR 活動や CSR 開示に関する研究と、CSR 開示の義務化などの研究に整理できることを説明する。続く第 3 節および第 4 節では、第 2 節の整理に基づき、自発的な CSR 活動や CSR 開示に関する研究および CSR 開示の義務化などの研究についてそれぞれサーベイする。そのうえで、第 5 節では、第 3 節および第 4 節の発見事項を整理しつつ、本稿の問題意識である CSR 基準

の統一化、開示の義務化に対する含意を考察するほか、本稿の限界および今後の研究に対する提言について簡単に述べる。最後に、第 6 節で本稿を締めくくる。

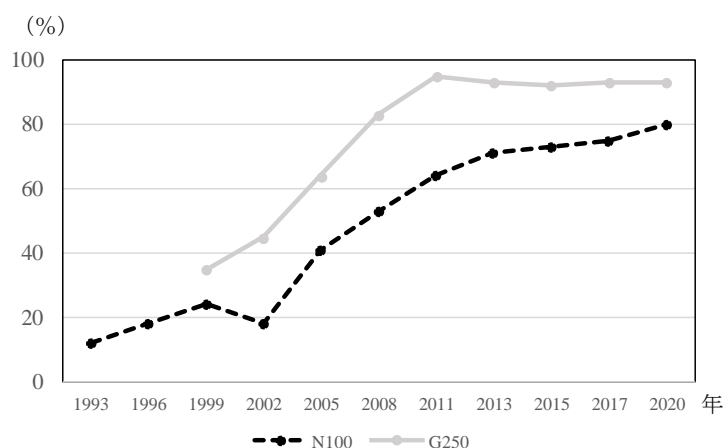
2. 背景情報の整理

(1) CSR に関する最近の動向

イ. CSR 報告書と CSR 基準

多くの国で法令により義務付けられていないにもかかわらず、企業が自らの CSR 情報を掲載した報告書¹⁰（以下「CSR 報告書」という。）の公表は増加傾向にある。CSR 報告書の公表割合は、特に大規模企業において上昇傾向にあり、世界の売上高上位 250 社および 52 개국・地域の売上高上位 100 社（計 5,200 社）でみると、それぞれ 1999 年の 35%、24%から 2020 年には 96%、80%にまで上昇している（図表 1 参照）。

図表 1：CSR 報告書の公表割合



(出所) KPMG [2020] p.10。

一方で、投資家からは CSR 情報を投資判断に活用することは困難であるとの声も聞かれており^{11, 12}、その背景の 1 つには、様々な団体が CSR 基準を公表し

¹⁰CSR 報告書には、ESG 報告書、サステナビリティ報告書、統合報告書など様々な実務的には名称や形態の報告書が含まれる。本稿では、特に区別が必要ない場合には、これらを総称して CSR 報告書と呼称している。

¹¹ Eccles and Mirtha [2017]によると、2016 年の 582 の機関投資家を対象とした調査では、CSR 情報に基づく投資を妨げている理由として、①CSR パフォーマンスを測定する基準がないこと（60%が回答）、②CSR パフォーマンスに関するデータが企業から提供されていないこと（53%が回答）が挙げられている。

¹² CFA Institute [2017]によると、2017 年の 1,588 人のポートフォリオ管理者およびアナリストに対する調査では、全体の 27%が投資決定にあたって開示されている CSR 情報を利用していなか

ており、財務報告における IFRS や米国会計基準に相当する統一された CSR 基準が存在しないことが考えられる。現時点において、主要な CSR 基準の設定主体には次の団体があるものの、それぞれが公表している CSR 基準には、対象範囲、想定利用者、基準の粒度など相違点が多い（図表 2 参照）。

- ① 気候変動開示基準委員会（Climate Disclosure Standards Board: CDSB）
- ② グローバル・レポーティング・イニシアティブ（Global Reporting Initiative: GRI）
- ③ 国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council: IIRC）
- ④ 持続可能性会計基準機構（Sustainability Accounting Standards Board: SASB）
- ⑤ 気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD）

図表 2：各団体および CSR 基準の特徴

	CDSB	GRI	IIRC	SASB	TCFD
設立年	2007	1997	2010	2011	2016
所在国	英国	オランダ	英国	米国	米国
対象範囲	気候変動	CSR 全般	財務・ CSR 全般	CSR 全般	気候変動
想定利用者	投資家	ステークホルダー	投資家	投資家	投資家
フレームワーク	○	○	○	○	○
細則を含む基準	—	○	—	○	—

（出所）Barker and Eccles [2018] Table 1 を参考に作成

まず、各団体が公表している CSR 基準の対象範囲が異なる。最も広いのは、統合報告書において財務および CSR 全般を対象範囲とする IIRC である。次に CSR 全般を対象とする GRI および SASB である。CDSB および TCFD の対象範囲は気候変動に限られている¹³。

また、各団体の CSR 基準が想定する利用者も異なる。GRI が投資家を含めたステークホルダー全般を利用者として想定しているのに対し、その他の団体は、投資家を主な利用者として想定している。

さらに、各団体が原則を示すフレームワークのみを公表しているか、細則まで定める基準を公表しているかの違いもある。各団体のうち、GRI および SASB の

った。CSR 情報を利用しない理由として、①CSR に関する適切な定量的な情報がないこと（非利用者の 55%が回答）、②企業間の比較可能性がないこと（同 50%）、③データの信頼性がない（監査されていない）こと（同 45%）が挙げられている。

¹³ TCFD 最終提言書（TCFD [2017]）p. 33 は、既存の CSR 基準（CDSB、GRI、IIRC、SASB の公表するものを含む）に基づき気候関連情報を開示しようとしている作成者が、TCFD 最終提言書に基づいて開示を行う際に、既存のプロセスと開示内容を利用できることを想定しているとしている。そのため、TCFD 最終提言書は、他の CSR 基準を代替することは意図しておらず、他の CSR 基準とは性格が異なるとの見方もある。しかしながら、本稿では、議論の単純化のために、それ以外の CSR 基準と区別せず TCFD 最終提言書を CSR 基準の 1 つとして扱っている。

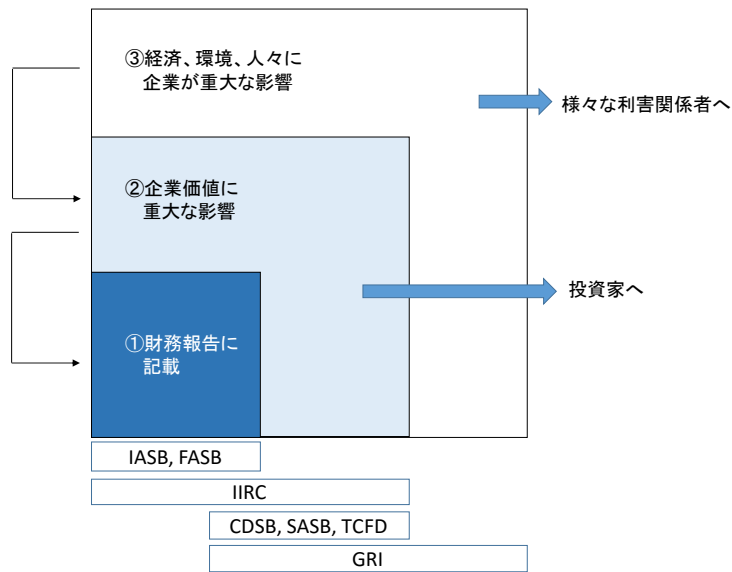
みが基準を公表している。

上述の点は、どのような利用者に対してどのような観点から情報の重要性を判断して開示する情報を決定するかというマテリアリティからも整理できる（図表 3 参照）。図表 3 の正方形のなかの濃いシャドー部分（図表 3 ①）は、財務報告に記載される情報である。財務報告に関する基準は、国際的には IASB および米国の財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）が開発している。そこでは、主に投資家が企業への資源提供に関する意思決定を行う際に有用な当該企業の財務情報を提供することを目的としており¹⁴、そうした観点から情報の重要性が判断される。逆に、正方形のなかの一番外側の白い部分（図表 3 ③）は、環境・経済・人々に対して企業が重大な影響を与え得るかどうかといった観点から重要な企業活動に関する情報である。こうした情報について投資家を含む様々なステークホルダーに提供することを目的の一部とするのが GRI である。正方形のなかの中間の薄いシャドー部分（図表 3 ②）は、財務報告には記載されないものの企業価値に重大な影響を与え得るかどうかといった観点から重要性のある情報である。これが主に投資家へ開示されることを目的とするのが、CDSB、SASB、TCFD である（ただし、CDSB および TCFD は対象とする情報を気候変動情報に限定している。また、これは GRI の目的の一部でもある）。IIRC はこうした情報（図表 3 ②）と財務報告に記載される情報（図表 3 ①）が、統合報告書のなかで有機的に統合して報告されることを目的としている。なお、非財務情報（図表 3 ②および③）について、GRI のように、企業が与え得る影響および企業価値への影響の双方の観点から重要性を判断することをダブル・マテリアリティ（double materiality）と呼び、他の団体のように企業価値への影響のみから重要性を判断することをシングル・マテリアリティ（single materiality）と呼ぶことがある¹⁵。また、正方形の左側の矢印は、同じ企業の活動に関する情報が、時間の経過とともに、異なる性質の情報に変化し得ることを意味しており、これをダイナミック・マテリアリティ（dynamic materiality）と呼ぶ。例えば、地球温暖化について関心が高まるにつれて炭素排出量は経済・環境・人々に重大な影響を与え得る企業活動（図表 3③）として捉えられ、投資家がカーボン・ニュートラルを企業価値評価の要因（図表 3 ②）として取り入れるようになれば炭素排出量は企業価値に影響し、排出量削減のために支出の増加があれば企業の財務（図表 3 ①）に影響を与えることとなる（CDP, CDSB, GRI, IIRC and SASB [2020b] p. 7）。

¹⁴ 例えば IFRS では、IFRS 概念フレームワーク 1.2 項、IAS 第 1 号「財務諸表の表示」第 7 項。

¹⁵ 例えば、IFRS Foundation Trustees [2020]。

図表 3：開示情報と利用者の関係



(出所) CDP, CDSB, GRI, IIRC and SASB [2020a] Figure 1 および Figure 2 を参考に作成

ロ. CSR 基準の統一の動き

Barker and Eccles [2018]は、CSR 基準が乱立する中で、会計基準設定主体 (IASB および FASB) が、CSR 基準に関する基準設定に責任を持つべきかどうかを検討した。Barker and Eccles [2018]は、CSR 基準の統一を実現するための方法として、①市場による解決 (market solution：市場の自由競争により CSR 基準が収斂される)、②規制による解決 (regulatory solution：規制当局 (特に会計基準設定主体) が CSR 基準の基準設定に責任を持つ) の2つの代替的なアプローチについて整理したものの、どちらが望ましいかについて最終的な解答はないとしている。現実においては、双方のアプローチによる CSR 基準の統一の動きが進行中である。

市場による解決に関する動きについては、CSR 基準を公表する団体間で協調の動きがみられる。2014年に、CDP¹⁶、CDSB、GRI、ISO (国際標準化機構)、IIRC、SASB、IASB、FASBの8団体 (事務局はIIRCが務め、FASBはオブザーバー) が参加して活動を開始した Corporate Reporting Dialogue (CRD) は、各団体の CSR 基準を整理・調整し、効率的に情報を開示することを目的に活動してきた。特に、2018年11月に開始した Better Alignment Project には、CDP、CDSB、GRI、IIRC、SASBの5団体が参加し、2019年9月にフレームワークだけでなく基準まで公表している CDP、GRI、SASB のいずれの CSR 基準も TCFD 最終提言書 (TCFD [2017]) と概ね整合していることを指摘する報告書 (CRD [2019]) を公表した。また、上述の5団体は、2020年9月に包括的な企業報告のために

¹⁶ CDP は、英国、ドイツ、米国に拠点を置く国際的な非営利団体であり、環境への影響の開示を支援している。旧名称は Carbon Disclosure Project。

協働していく旨を表明している (CDP, CDSB, GRI, IIRC, and SASB [2020a])。さらに、2020年11月には、IIRCとSASBの両団体は、組織統合を進め Value Reporting Foundation (VRF) という統一組織を設立する方針を表明し、2021年6月に統合を完了した¹⁷。

他方、規制による解決に関する動きについては、2020年9月30日にIFRS財団評議員会が市中協議文書 (IFRS Foundation Trustees [2020]) を公表し、単一のCSR報告に向けた国際協調に対する需要が高まる下で、地域の公表団体の協調だけではなく、国際的なイニシアティブが不可欠であるとしたうえで、グローバルに統一されたCSR基準を設定するISSBの新設を提案している¹⁸。また、同市中協議文書は、ISSBがCSR基準を公表している団体 (CDP, CDSB, GRI, SASB, TCFD) の知見に基づくことが重要であるとしたうえで、これら団体との具体的な協働関係は今後決定するとしている¹⁹。さらに、同市中協議文書は、気候変動情報についてCSR基準を設定することが喫緊の課題であるため、まずは気候変動情報に取り組み、その後必要に応じて範囲を拡大する「気候第一」アプローチ (‘climate-first’ approach) を提案している。このほか、同市中協議文書は、ISSBのマテリアリティに対する考え方について、まずはシングル・マテリアリティから始め徐々にダブル・マテリアリティに拡大していく段階的アプローチを提案している。2021年3月8日にIFRS財団評議員会は、市中協議の結果に基づいたプレスリリース²⁰を公表し、シングル・マテリアリティに焦点を絞ったうえで、TCFDやその他の団体のCSR基準を基に、まずは気候変動情報に注力し、2021年11月のCOP26までにISSBに関する最終決定を行う予定であることを表明した。さらに、IFRS財団評議員会は、2021年4月30日にISSBの設置および運営の可能性に対応するために、IFRS財団の「定款」を修正する公開草案 (IFRS Foundation Trustees [2021]) を公表している。

¹⁷ <https://www.valuereportingfoundation.org/news/iirc-and-sasb-form-the-value-reporting-foundation-providing-comprehensive-suite-of-tools-to-assess-manage-and-communicate-value/>

¹⁸ <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2021/september/advisory-council/ap3-update-on-proposed-changes-to-the-ifrs-foundation-constitution.pdf>

¹⁹ IFRS財団評議員会の市中協議文書に対し、CDP、CDSB、GRI、IIRC、SASBの5団体は2020年12月に、企業価値に重大な影響を与え得る情報 (図表3②) に関する基準設定はIFRS財団の現在の役割の延長上にあるとして、そうした基準設定への技術的インプットとして、各団体の公表するCSR基準およびTCFD最終提言書 (TCFD [2017]) に基づく気候変動情報に関するCSR基準のプロトタイプを公表した (CDP, CDSB, GRI, IIRC, and SASB [2020b])。

²⁰ <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/03/trustees-announce-strategic-direction-based-on-feedback-to-sustainability-reporting-consultation/>

ハ. CSR 開示義務化の動き

ここでは、各国における CSR 開示義務化の動きについて紹介する²¹。まず、本稿でサーベイした研究で取り上げられることが多い、南アフリカおよび EU の開示義務について紹介する。次に、今後、義務化の動きが広がるとみられる TCFD 最終提言書（TCFD [2017]）に基づく気候変動情報の開示について、各国の動向を紹介する。

（イ）南アフリカ

南アフリカでは、ヨハネスブルグ証券取引所の上場要件により、2010 年 3 月 1 日以降に開始する事業年度から King III（Institute of Directors in Southern Africa (IoDSA) [2009]）に基づく統合報告書の開示が求められている²²、²³。これは世界で初めて統合報告書の開示を義務付けた事例とされる。King III では、遵守方法として Apply or Explain（適用せよ、さもなければ説明せよ）アプローチが取られており、これを適用しない場合にはその理由等を説明することが求められる。また、南アフリカの統合報告委員会（IRC）は、2014 年 3 月に IIRC の国際統合報告フレームワーク（IIRC [2013]）を、同国における統合報告書の実務ガイダンスとして承認している²⁴、²⁵。

その後、2017 年 4 月 1 日以降に開始する事業年度から適用された King IV（IoDSA [2016]）では、統合的思考、統合報告、価値創造の重要性が強調され、国際統合報告フレームワークに含まれる定義が使用されるとともに、機関投資家に対する規定も加えられた。また、遵守方法についても、Apply and Explain（適用し、さらに説明せよ）アプローチに変更された。

（ロ）EU

EU では、EU 指令 2014/95/EU（EU [2014]、Non-Financial Reporting Directive: NFRD）により、2017 年に開始する会計年度以降、年間平均従業員数が 500 人以上の大規模企業に対して、環境・社会・雇用者に関する問題、人権の尊重、腐敗

²¹ Schneider, Michelin, and Paananen [2018]が指摘するように、様々な規制の下で CSR に関連する報告や開示が義務付けられている。ここでは、そうした義務について網羅的に紹介するわけではない。

²² これ以前にも、King I（IoDSA [1994]）、King II（IoDSA [2004]）による報告がヨハネスブルグ証券取引所の上場要件となっていたものの、企業に開示を義務付ける項目を特定していなかったとされている（Ioannou and Serafeim [2017]）。

²³ 一連の King 報告書は、IoDSA のキング委員会（King Committee）により作成されている。なお、キング委員会の委員長 Mervyn E. King 氏（元南アフリカ最高裁判所判事）は、IIRC の委員長および GRI の名誉会長を務めている。

²⁴ <https://integratedreportingsa.org/integrated-reporting/guidance/>

²⁵ ただし、IIRC の国際統合報告フレームワークはシングル・マテリアリティの考え方であるのに対し、King III はダブル・マテリアリティの考え方に基づいている。

防止、贈収賄に関する問題について、取組方針、取組方針を実施した結果と関連する主要なリスクに関する非財務情報の開示を義務付けている。これらの情報を開示しない場合はその理由を明確な根拠に基づいて説明を行う **Comply or Explain** (遵守せよ、さもなければ説明せよ) アプローチが採用されている。また、当該 EU 指令には、拘束力のないガイドライン²⁶ (European Commission [2017]) が公表されているほか、気候変動関連情報に特化した別冊 (European Commission [2019]) も公表されている。

さらに、2020年2月には、NFRDの改定について意見を募集する市中協議文書 (European Commission [2020]) が公表された²⁷。そこでは、①開示情報の質 (比較可能性、信頼性、関連性など) および範囲、②基準化、③マテリアリティの適用、④保証、⑤デジタル化、⑥非財務情報の構成および位置、⑦適用企業、⑧簡素化および作成負担軽減について質問項目が設けられている。この市中協議の結果などを受けて、2021年4月にNFRDの改定案 (European Commission [2021]、Corporate Sustainability Reporting Directive 案: CSRD 案) が公表され、適用企業をすべての大規模企業および上場企業に広げること、監査 (保証) を義務付けること、細則を定める EU 持続可能性報告基準²⁸ (EU sustainability reporting standards) を導入することなどが提案された。

このほか、金融機関に対してサステナビリティ関連の開示規制 (EU [2019]) が2021年3月10日から適用されたほか、大規模な銀行に対して健全性規制 (EU [2013]) の第3の柱の枠組みでCSRリスク関連の開示²⁹が課されることとなっている。

(ハ) TCFD 関連

各国・地域の政府等がTCFD最終提言書 (TCFD [2017]) に沿った気候変動情報の開示を推奨するまたは義務付ける動きがみられている。

²⁶ 当該ガイドラインの作成に当たっては、既存のCSR基準等を参考にしたとされており、中には、CDPのアンケートやCDSB、GRI、IIRC、SASBのCSR基準も含まれている。また、TCFD最終提言書 (TCFD [2017]) を可能な限り考慮したとされている。

²⁷ 同市中協議文書では、問題意識として2つの点が挙げられている。まず、利用者の立場から、非財務および持続可能性に関する問題の企業への影響や企業から社会や環境への影響に関する十分な情報が公表されていないことが挙げられている。特に、公表情報に十分な比較可能性や信頼性がないこと、必要な情報が必ずしも公表されておらず関連性のない情報が公表されていること、公表されていたとしても記載箇所を見つけるのが困難であることが指摘されている。また、作成者の立場から、非財務情報開示の作成に不要なコストが発生することが挙げられており、企業は非財務情報について、どのような情報を報告するか、どのようにどこで記載するかを決定する際に不確実性と複雑性に直面することが指摘されている。

²⁸ 欧州財務報告諮問グループ (European Financial Reporting Advisory Group: EFRAG) が草案を作成することが想定されている。

²⁹ 欧州銀行監督機構 (European Banking Authority: EBA) で詳細が検討されている (EBA [2020])。

(EU)

前述の非財務情報の開示を義務付ける EU 指令 2014/95/EU (EU [2014]) の拘束力のないガイドライン (European Commission [2017]) では、TCFD 最終提言書を可能な限り考慮したとされているほか、気候変動関連情報に特化した別冊 (European Commission [2019]) でも TCFD 最終提言書との対応関係が示されるなど、非財務情報の開示において TCFD 最終提言書が強く意識されている。

(英国)

英国では、大蔵省 (HM Treasury) が、政府・規制当局合同 TCFD タスクフォースで検討した、TCFD 最終提言書に沿った気候変動情報の開示義務化に関するロードマップおよび中間報告を公表した (HM Treasury [2020a, b])。ここでは、2025 年までに、TCFD 最終提言書に沿った気候変動情報の開示義務化を完了するロードマップが示されている (図表 4 参照)。

図表 4 : TCFD 最終提言書に沿った開示義務化に関するロードマップ

	2021 年	2022 年	2023 年	2024-25 年
職域年金制度	資産規模 50 億ポンド以上	資産規模 10 億ポンド以上		その他、見直しの可能性
銀行、住宅組合、保険会社	監督上の期待			今後のベスト・プラクティス等に基づき、カテゴリー横断的に見直しの可能性
ロンドン証券取引所上場企業	プレミアム区分	その他		
資産運用業者・生命保険会社・FCA の監督下にある年金提供者		大規模	その他	
その他企業			登記企業	

(出所) HM Treasury [2020b] Figure 1 を基に作成。

上述のロードマップに従い、金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority: FCA) は、2021 年 1 月 1 日以降に開始する会計年度から、ロンドン証券取引所にプレミアム区分で上場する企業を対象に、TCFD に準拠した開示を義務付けた (FCA [2020])。また、労働年金省 (Department for Work and Pensions: DWP) は、大規模な職域年金制度に TCFD 最終提言書に沿った開示を義務付けることを提案する市中協議文書 (DWP [2020]) を 2020 年 8 月に公表している。

(カナダ)

カナダ政府の Expert Panel on Sustainable Finance は、サステナブル・ファイナンスに関する 15 の推奨事項を 3 つの柱にまとめた最終報告書 (Government of Canada [2019]) を公表した。ここでは、推奨事項 5 において、TCFD 最終提言書

に沿った開示を義務付けるアプローチについて論じており、開示の義務付けを2段階で進め、企業の規模に応じて期限を分ける方法を提案している（第1段階 [大規模企業・金融機関：2022年末、その他企業・金融機関：2024年末]、第2段階 [大規模企業・金融機関：2024年末、その他企業・金融機関：2026年末]）。

（オーストラリア）

オーストラリアでは、証券投資委員会（Australian Securities and Investments Commission: ASIC）が公表する会社法のガイダンス（ASIC [2019a, b]）が2019年に改訂され、推奨する開示としてTCFD最終提言書に沿った情報開示が付け加えられた。また、オーストラリア証券取引所は、2019年に改訂したコーポレート・ガバナンスに関する原則と提言（ASX Corporate Governance Council [2019]）の中で、気候変動リスクの考慮とTCFD最終提言書に沿った気候変動リスクの開示を推奨している。

（ニュージーランド）

ニュージーランド政府（環境省）は、上場企業および大規模な保険会社・銀行・投資運用会社への気候関連開示の義務化を計画している。当該計画は閣議決定されており、議会で承認が得られれば、早ければ2023年から義務化される見通しである³⁰。開示においては、Comply or Explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）アプローチが想定されている。

（2）CSR研究の整理

イ. 財務報告とCSR開示の相違点

ここでは、財務報告とCSR開示を、①目的、②対象となる企業の活動、③報告・開示義務、および④報告・開示の対象となる情報の観点から比較する。

まず、目的に関して、例えば、IFRSの「財務報告に関する概念フレームワーク」1.2項では、「一般目的財務報告の目的は、現在の及び潜在的な投資家、融資者及び他の債権者が企業への資源の提供に関する意思決定を行う際に有用な、報告企業についての財務情報を提供することである。」とされているなど、財務報告の目的は、投資家等への意思決定に有用な財務情報を提供することである。一方で、CSR基準では、例えば、TCFD最終提言書（TCFD [2017]）では、「タスクフォースの活動の重要な目標は、気候関連のリスク及び機会が組織にもたらす財務的影響について、開示情報を向上させることである。十分な情報を踏まえて財務上の意思決定を行うためには、…」とされており、ここでの目的も、意思

³⁰ <https://www.mfe.govt.nz/climate-change/climate-change-and-government/mandatory-climate-related-financial-disclosures>

決定に有用な情報を提供することであるとされている³¹。もっとも、TCFD 最終提言書では、背景情報として、2015 年 12 月のパリ協定で、気温上昇を産業革命以前の水準から 1.5℃までに制限する努力によって、気候変動の脅威に対する世界的対応を強化することに 200 近くの国などが合意したことが説明されており、CSR 開示では、単に意思決定に有用な情報を提供するだけでなく、開示を通じて企業行動に影響を与えることが意識される場合があると考えられる³²。

対象となる企業の活動に関しては、財務報告では企業の活動すべてが対象となるものの、その中心は企業の利益獲得活動としてのビジネスであり、これは企業が存在する主目的であると考えられるため、企業が必ず行う活動である。一方で、CSR 活動は主に企業が自発的に行う活動である点が異なっており、また企業によって行う活動の種類も違ってくる³³。

財務報告は、各国で証券取引法（わが国では金融商品取引法）により義務付けられている行為である。一方で、CSR 開示は、法令や証券取引所の上場要件により義務付けられている場合もあるものの（(1)ハ. 参照）、主に企業が自発的に行う行為である点が異なる。また、この過程において、財務報告には財務諸表監査が求められるのに対し、CSR 開示にはそうした枠組みが必ずしもある訳ではないため、作成する開示情報の信頼性について第三者からの保証を自発的に受ける企業がある。

財務報告は、企業の財務について報告するものであり、業績指標としての利益など代表的な定量的指標が存在する。一方で、CSR 活動は多岐にわたるほか、定量化が困難な活動もあるため、代表的な定量的指標が存在しない場合が多い点が異なる。

ロ. CSR に関する理論

CSR に関する理論は、会計学というよりは経済学や経営学の分野で研究されてきた。本稿のサーベイは、そうした経済学や経営学の分野における理論と直接関連付けて整理している訳ではないが、CSR に関する会計学の文献を理解するにあたって、その背後にある理論を理解することは有益であると考えられる。そのため、ここでは、Chung and Cho [2018]、Fernando and Lawrence [2014]、Kitzmueller and Shimshack [2012]等の文献を参考に、本稿でサーベイした研究で論じられて

³¹ 何に関する情報か、誰にとって有用な情報かは、CSR 基準によって異なる（図表 2 参照）。

³² Leuz and Wysocki [2016] p. 527 は、製品品質、消費者保護、利益相反、環境政策、ヘルスケアを例に挙げ、こうした分野では、開示義務および透明性により、望ましい行為に誘因を与え、望ましくない行為をとどまらせるとの考え方のもとで、開示義務が、特定の行為を明示的に規定・禁止する規制の代わりに利用されることが増加していることを指摘している。

³³ 脚注 5 に記したように、本稿では何らかの規制や義務の下で行われる活動であっても CSR 活動に該当し得ると考えている。

いた CSR に関する理論を簡単に整理する。

(イ) 企業の責任と CSR

企業の責任を説明する考え方として、2つの異なる考え方があり、それぞれの考え方で企業の CSR 活動の意味も変わってくる。

企業の責任に関する 1 つの考え方は、企業の唯一の責任は株主利益の最大化であり、企業行動から生じる外部性を管理し公共財を提供するのは政府の役割とする *Shareholder theory* である (Friedman [1970])。この立場に立てば、株主に利益をもたらす場合にのみ CSR 活動が行われることになるため、実際に行われた CSR 活動は企業の利益獲得活動の一部となる。

企業の責任に関するもう 1 つの考え方は、企業は、株主だけではなく、従業員、取引先、政府、環境、社会など様々なステークホルダーに対しても責任を負うとの *Stakeholder theory* である (Freeman [1984])。この立場に立てば、企業は必ずしも直接的には株主利益につながらない CSR 活動を行う余地がある。

これらの 2 つの考え方のうち、*Stakeholder theory* の方が、特に最近の現実社会における動きを説明していると考えられる。例えば、米国の主要企業が加盟するロビー団体であるビジネス・ラウンドテーブルは、企業の目的を従来の株主価値の最大化からすべてのステークホルダーに価値を提供することに再定義しており (Business Roundtable [2019])、*Stakeholder theory* を支持するものとなっている。

(ロ) 財務業績や株価との関係

財務業績や株価と CSR の関係は、(イ) で紹介した株主利益と CSR の関係から説明することができ、*Shareholder theory* の立場に立てば CSR 活動により企業の財務業績や株価の改善が期待でき、*Stakeholder theory* の立場に立てば必ずしもそうはならないこととなる。ここでは、財務業績や株価と CSR の関係について、より踏み込んだ、*Poter's hypothesis* と *Resource based theory* について紹介する。

Poter's hypothesis とは、効率的なプロセス・生産性、コンプライアンス・コストの低下、新規市場獲得の機会を通じて、優れた CSR 活動は長期的な競争優位のための潜在的な資源となるという考え方である (Porter and van der Linde [1995])。例えば、環境問題対策を通じた技術革新により企業が資源の浪費を削減することができるのであれば、コンプライアンス・コストを相殺することができる。したがって、*Poter's hypothesis* では、CSR 活動は、長期的には財務業績や株価にプラスの影響を与えられている。

一方で、*Resource based theory* とは、すべての企業が平等に CSR 活動による便益を得られるのではなく、財務・経営資源が豊富な企業の方が、CSR 活動による便益も増加するという考え方である (Clarkson, Li, Richardson and Vasvari [2011])。すなわち、財務・経営資源の豊富な企業は、CSR 活動に対してよりの

確な投資を行う能力があり、その結果として CSR 活動からの便益も増加するとの考え方である。企業の CSR 活動と財務業績や株価に正の相関があるのであれば、結果的に財務・経営資源が豊富な企業の方が、CSR 活動を通じて、財務業績や株価にプラスの影響を受けることになる。

(ハ) CSR 開示の理論的根拠

ここでは、CSR 開示に理論的な根拠を提供する、Signaling theory、Legitimacy theory、Institutional theory について紹介する。

Signaling theory は、情報の非対称性がある場合に、私的情報を保有している側が、情報を持たない側に対し、シグナルとなる観測可能な情報を開示するという考え方である (Spence [1978])。CSR に関する文脈では、企業は将来の財務業績等が好調であるとの見通しを持っていることのシグナルとして、CSR 活動への支出とそれに関する情報開示を行うと考えられている (Lys, Naughton, and Wang [2015])。

Legitimacy theory とは、企業の行動は、規範、価値、道義、基準によって構成され、社会システムの中で、望ましいもの、適当、適切なものとなるとの考え方である (Suchman [1995])。企業と社会との間には社会契約が存在し、企業は、社会に受容されている一連の規範、価値、道義、基準に従って活動しなくてはならず、さもないと正当性を失い存続が危ぶまれる (Deegan [2006])。CSR に関する文脈では、企業は、自発的な開示を通じて、企業イメージを管理し、社会契約を果たそうとすると考えられている。

Institutional theory とは、組織の構造、規範、慣習および社会的関係は、広範な社会的、文化的環境と結びついているとの考え方である。CSR 開示に関連しては、広範囲のステークホルダーの関心に応えることへの社会的プレッシャーがあると同時に、自らの開示を正当化するため、モデルとなる他の組織の模倣が行われると考えられている (Cormier and Van Velthoven [2005])。

ハ. CSR 研究の整理

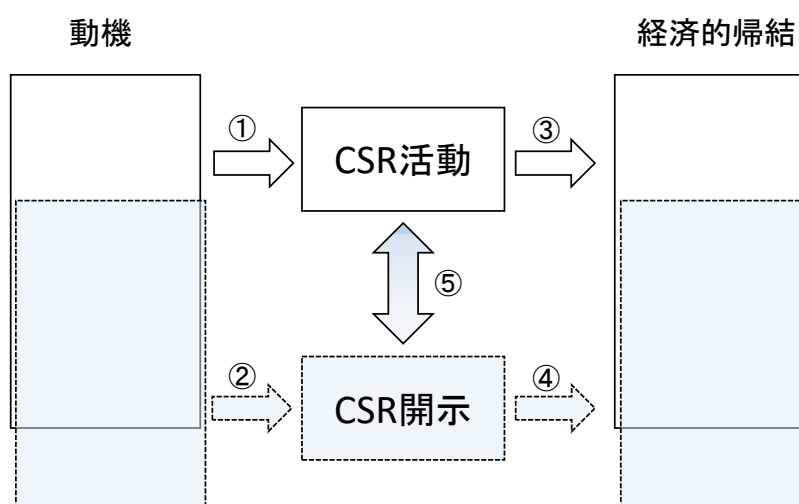
(イ) 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究

イ. で述べたように CSR 活動や CSR 開示は基本的には自発的に行われるものであるため、CSR に関する研究は、会計研究における自発的開示 (voluntary disclosure) に関する研究と類似している。これを踏まえ、本稿では、第3節において、規制などで義務付けられていない環境下で行われる自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究について、(1) 動機に関する研究 (図表 5 ①・②) と (2) 経済的帰結に関する研究 (図表 5 ③・④) に大別して整理する³⁴。また、

³⁴例えば、財務会計上の開示および自発的開示に関する研究をサーベイした Healy and Palepu

CSR 活動と CSR 開示の間には、(i) CSR 活動が CSR 開示を促進する、または(ii) CSR 活動の不足を過大な CSR 開示で補おうとするといった CSR 活動から CSR 開示への方向の影響のほか、CSR 開示のために CSR 活動を活発化させるといった CSR 開示から CSR 活動への方向の影響もあり得ることから、両者には双方向の影響があると考えられる (図表 5 ⑤)。CSR 活動と CSR 開示の双方向の影響に関する研究は、第 3 節だけではなく第 4 節でも紹介している。なお、図表 5 で示しているように、CSR 活動と CSR 開示の間で共通する動機や経済的帰結が存在すると考えられる。

図表 5 : 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究



分析手法の面では、CSR 活動の動機に関する研究では、CSR 活動を定量化するために CSR 活動のパフォーマンス (CSP) を表す CSP 指数を被説明変数に回帰分析を行う研究が一般的である。CSR 活動は多岐にわたるため、特定の分野の CSR 活動 (例えば、環境、社会など) を表す内訳の指数を用いることもある。同様に CSR 開示の動機に関する研究でも、CSR 開示を定量化するために CSR 開示のパフォーマンス (CSD) を表す CSD 指数を被説明変数に回帰分析を行う研究が一般的である。

他方、CSR 活動の経済的帰結に関する研究では、分析対象の経済的帰結を表す変数 (例えば、株価) を被説明変数に CSP 指数を含む説明変数で回帰分析を行う研究が一般的である。ここで、CSR 開示の経済的帰結に関する研究では、CSR 活動の経済的帰結に関する研究の CSP 指数を CSD 指数に置き換えた式だけでなく、CSR 報告書などで CSR 開示を行うかどうかを決定する式も用いて

[2001]は、自発的開示について、第 5 節では経営者が開示する際の意味決定要因について、第 6 節では開示の資本市場への帰結について纏めている。

Heckman correction (Heckman [1976, 1979]) で推定する研究が多い。これは、CSR 開示から好ましい経済的帰結を享受できる企業が CSR 開示を行う傾向が高いことが想定されるため、サンプル抽出における self-selection bias を回避するためである。

なお、本稿でサーベイした研究に用いられている CSP 指数としては、MSCI ESG Ratings (旧名称は KLG)、Thomson Reuters ESG Scores (旧名称は ASSET4) が多くみられた。また、CSP 指数ではなく、CSR 活動を基準に構成銘柄を選定する株式インデックス (例えば、Dow Jones Sustainability Index) に採用されていることをもって CSP が高いとする研究 (Christensen [2016]、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2014]、Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang [2012]) もみられた。なお、同一の企業に対する CSP 指数であっても異なるデータベースによる CSP 指数は、整合的でないと指摘もある (Christensen, Serafeim, and Sikochi [2021]、Halbritter and Dorfleitner [2015]、Semenova and Hassel [2015])。

また、本稿でサーベイした研究では、CSD 指数として Bloomberg ESG Disclosure Score を用いる研究が多くみられた。また、上述の Heckman correction による研究を中心に、CSR 報告書を公表しているかどうかを表すダミー変数を用いる研究も多くみられた。これらのほか、企業の年次報告書などに対する記述情報分析により独自の CSD 指数を作成している研究 (Cannon, Ling, Wang, and Watanabe [2020]、de Villiers and van Staden [2011]、Weerathunga, Xiaofang, Nurunnabi, Kulathunga, and Swarnapali [2020]、Khan, Bose, Mollik, and Harun [2020]) もみられた。

(ロ) CSR 基準の統一化、開示の義務化に関連する研究

第 4 節では、本稿の問題意識である CSR 基準の統一化、開示の義務化に関連する研究をサーベイする。

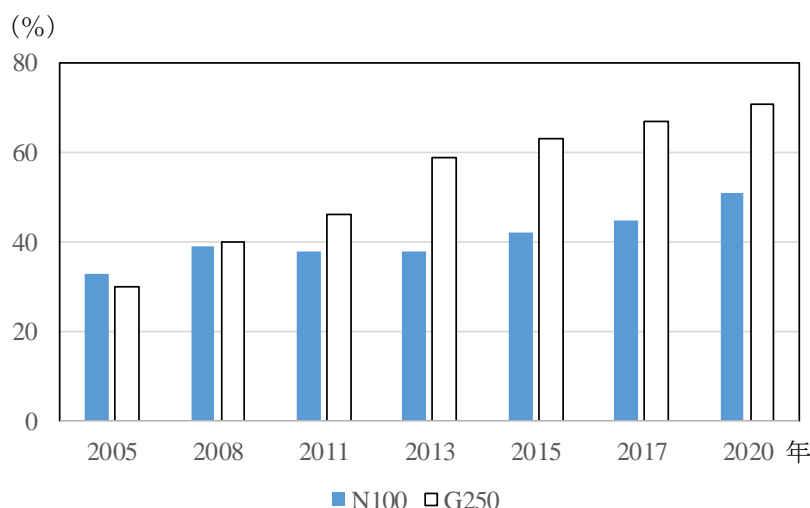
まず、第 4 節 (1) では、CSR 開示の義務化に関する研究をサーベイする。一部の国・地域では CSR に関する情報の開示が義務付けられている (第 2 節 (1) ハ、参照)。こうした開示義務の下にある企業を対象とした研究は、本稿の問題意識の 1 つである開示の義務化について直接的な示唆を与えると考えられる。特に、開示の義務化の前後について分析した研究では、義務化の前後で企業の開示内容や開示による影響だけではなく、企業行動自体にどのような変化があったかが分析されており、開示の義務化の影響が鮮明になると思われる。

次に、第 4 節 (2) では、本稿のもう 1 つの問題意識である CSR 基準の統一化に関連する研究をサーベイする。現実において CSR 基準の統一化は行われていないため、CSR 基準の統一化の影響を直接分析した研究は見つからなかった。この点、それまで各国独自の会計基準を適用していた中で IFRS が強制適用された事例は、CSR 基準の統一が実現する過程と類似しており、CSR 基準を統一し

た際に起こり得ることについて示唆を与えると考えられる。

さらに追加的な論点として³⁵、第4節(3)では、CSR開示に対する保証に関する研究をサーベイする。KPMG [2020]によれば、CSR報告書に対して保証を受ける企業の割合は上昇傾向にあり、世界の売上高上位250社のうちCSR報告書を公表している239社(G250)および52か国・地域の売上高上位100社(計5,200社)のうちCSR報告書を公表している3,983社(N100)でみると、それぞれ2020年には71%、51%にまで上昇しており(図表6参照)、大規模な企業ではCSR報告書に対して保証を受けることが標準的な実務となっているとされている。

図表6：保証を受ける企業の割合



(出所) KPMG [2020] p.23。

CSR開示に対する保証は、信頼性を担保する手段としてCSR基準設定や規制の策定でも重要な論点となっており、最近では、例えば、IFRS財団評議員会による市中協議文書(IFRS Foundation Trustees [2020])や非財務情報の開示に関するEU指令の改定に関する市中協議文書(European Commission [2020])でも取り上げられている。

第4節(4)では、CSR開示の構成や位置(財務情報と合わせて開示するか、別に開示するか)に関する研究を紹介する。この分野に関する研究は1つしか

³⁵ EU指令の改定について意見を募集する市中協議文書(European Commission [2020])では、①開示情報の質(比較可能性、信頼性、関連性など)および範囲、②基準化、③マテリアリティの適用、④保証、⑤デジタル化、⑥非財務情報の構成および位置、⑦適用企業、⑧簡素化および作成負担軽減について質問項目が設けられている(第2節(1)ハ。(ロ)参照)。本稿では、これらのうち、③~⑧を追加的な論点の候補として検討したが、直接的に関係する研究を見つけられなかったのは、④および⑥だけであったため、これらについて追加的な論点として検討する。

見つけられていないが、そこでは統合報告書のように財務情報と CSR 情報を同一の報告書で開示することと、財務報告とは別に独立した CSR 報告書を開示することが比較されている。

3. 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究

(1) 動機

本稿の問題意識である CSR 基準の統一化、開示の義務化の観点からは、特に CSR 開示の動機に関する研究は、CSR 開示を義務付けるべきかどうかに関連する。すなわち、CSR 開示が必要と考えられる企業が自発的に CSR 開示を行うのであれば、制度的に CSR 開示を義務付ける必要がないためである。また、CSR 開示を義務付ける最終的な目的が企業による CSR 活動の活発化であれば、CSR 活動がどのような動機に基づいて行われるかの研究も関係すると考えられる。

イ. CSR 活動

多くの研究において、規模が大きい企業ほど CSR 活動を行うことが示されている。この理由として、①大企業は、グローバルで活動し、アナリストやメディア報道の影響も受けやすいことなどから、CSR 活動へ誘因が高いこと (Ikram, Li, and Minor[2019])、②大企業では、大規模な業務に伴うネガティブな要素は多いものの、CSR 関連投資に充てられる経営資源が多いことから CSR のポジティブな要素がそれを打ち消すこと (Davidson, Dey, and Smith [2019]) などが挙げられている。多くの研究で、企業規模は推計上コントロール変数として用いられ、それ以外の諸要因について検証されている。

(イ) 財務業績

財務業績と CSP (CSR 活動のパフォーマンス) の関係について、Clarkson, Li, Richardson, and Vasvari [2011]は、米国の紙・パルプ、化学、石油・ガス、金属・鉱物産業を対象として、①財務業績が改善した翌年に CSP が改善 (有害物質排出が減少) すること、②CSP の改善した翌年に財務業績は改善することの双方向の関係を示した。また、Sun, Walkup, and Wu [2019]は、受注残が多い企業は、すでに最大限の生産能力で稼働しているため CSR 活動に振り向けられる経営資源が制限されることから CSP が低い一方、受注残が少ない企業は、より多くの経営資源を CSR 活動に振り向ける余地があることから CSP が高いことを指摘した。Cornett, Erhemjamts, and Tehranian [2016]は、米国の銀行業を対象として、財務業績が高まれば CSP も高まることを示した。

これらの結果は、財務・経営資源が豊富な企業の方が、CSR 活動による便益

を得られるという Resource based theory の考え方を支持するものであると考えられる。

(ロ) コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスと CSP の関係について、Ferrell, Liang, and Renneboog [2016]は、現金を手許に保有することに対する制約が厳しいまたは CEO の報酬が利益とリンクしている等の特徴からコーポレート・ガバナンスが機能していると考えられる企業では、CSP が高いことを示した。また、Ikram, Li, and Minor [2019]は、社外取締役の割合が高いことや取締役会の構成人員が多いことなど、コーポレート・ガバナンスが強固な企業は、CSR とリンクした役員報酬体系を導入する傾向が強く、それが CSP を高めていることを示した。さらに、El Ghoul, Guedhami, Wang, and Kwok [2016]は、東アジア 9 か国の公開企業を対象とする研究において、同族経営企業は、特に株主分散が小さいあるいは取締役会のメンバーが少ないなど、コーポレート・ガバナンスを弱める特徴がある場合、相対的に CSP が低いことを示した。これらの研究は、コーポレート・ガバナンスが機能するほど CSP は高くなることから、CSR 活動は、経営者が株主利益を損ねるエージェンシー問題を伴うものではないと指摘している。

また、Karim, Lee, and Suh [2018]は、CEO に対する現金報酬比率が高いほど CSP は低く、株式報酬比率が高いほど CSP は高いことを示した。そのうえで、この結果を、CEO は CSR 活動によって企業価値が高まるとともに、自らの株式報酬が増加すると考えていると解釈し、CSR 活動では CEO と株主の利害は一致するため、エージェンシー問題が緩和され株主利益が高められると指摘している。

(ハ) CEO・経営者の特性

CEO の特性と CSP の関係について、Davidson, Dey, and Smith [2019]は、CEO が、所有欲が強く実利的である場合、心理学的に社会や環境への配慮が相対的に低いことから、企業の CSP は低くなる傾向にあることを示した。また、McCarthy, Oliver, and Song [2017]は、CEO が自信家である場合には CSP (特に社会活動や労働力のダイバーシティ) が低い傾向にあることを示した。その背景には、自信家の CEO は企業のリスクを低く見積もる傾向にあり、リスク軽減効果を持つ CSR 活動を行わないためであるとしている。

Church, Jiang, Kuang, and Vitalis [2019]は、実験的な手法により、CSR 活動の意思決定を行う経営者が個人的に CSR 活動に積極的な場合には、CSR 活動を財務的に定量化する (例えば、投資金額) よりも非財務的に定量化する (例えば、植林の本数) 方が、CSR 関連投資は高くなることを示し、定量化の尺度が意思決定に影響することを示唆した。

(二) 機関投資家による株式保有

機関投資家による保有比率と CSP の関係について、Chen, Dong, and Lin [2020] は、機関投資家による保有比率が高まると、CSP が高まることを示した。また、機関投資家による保有比率が上昇すると、財務的に重要性の高い分野で CSR 活動が行われるとともに、訴訟や法令上の罰則につながる要素が減少することを示し、機関投資家による保有が現実社会でのインパクトを与えているとしている。同様に、Nguyen, Kecskés, and Mansi [2020] も、機関投資家による保有比率が高まると CSP は高まることを示した。Dyck, Lins, Roth, and Wagner [2019] は、41 か国を対象に、CO₂ 排出や再生可能エネルギー利用などに関するデータに基づき、環境・社会活動関連の CSP 指数を作成し、機関投資家による株式保有が増えると CSP が高まり、特に CSP が下位の企業の CSP の上昇幅が大きいことを示した。さらに、国連責任投資原則 (United Nations Principles for Responsible Investment) に署名し、CSR の重要性を強く意識する国の機関投資家は、企業の CSP を高める一方で、それ以外の機関投資家にはそうした傾向はないことを示した。Kim, Kim, Kim, and Park [2019] は、機関投資家をアクティブ投資またはパッシブ投資に区分したうえで、アクティブ投資を行う機関投資家のみが、特にコーポレート・ガバナンスが機能している企業の CSP を高めることを示した。Gloßner [2019] は、機関投資家の投資期間が長いと、株主提案を通じて CSP が高くなることを示した。ただし、他に長期の大口株主が存在する場合、CSR 活動によってネガティブな要素を削減しようとするものの、ポジティブな要素を増加させようとしないことから、CSP の上昇を抑えることを示した。

このように、機関投資家は、経済的利益および社会的貢献の両方の動機を持つことから、機関投資家による保有比率が高ければ CSP が高くなることが示されている。

(ホ) 企業年齢・企業立地

企業年齢と CSR 活動の関係について、Prakash, Ravi, and Zhao [2017] は、CSP 指数を主成分分析により Responsive CSR (RCSR、ネガティブ要素を打ち消すためのポジティブ要素) と Adaptive CSR (ACSR、ネガティブ要素が生じる以前のポジティブ要素) に分解したうえで、企業年齢が低い企業は、まだ社会に溶け込んでいないために ACSR が相対的に高い一方で、企業年齢が高い企業は RCSR が相対的に高いことを示した。また、企業規模が大きいほど、レバレッジ (総資産に対する負債の比率) が高いほど、多角化されているほど、ACSR は低いことを示した。この結果は、企業の実態により行う CSR 活動の種類が異なることを示唆している。

企業の立地と CSP の関係について、Shi, Sun, Zhang, and Jin [2017] は、米国企業をサンプルとして、本社が小さな郡に所在する企業は、地理的分散 (Form 10-

K で言及されている州数) が小さいほど CSP が高いことを示し、その理由としてステークホルダーとの関係が密であることを指摘した。また、Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert, and Chang [2014]は、企業の CSP は近隣企業の CSP と近似し、近隣企業の CSP が高まると自社の CSP も高まることを示した。この理由として、各地域において投資家を惹きつけるための競争が起こることや近隣企業との交流を通じて相互に影響を受けることを指摘し、Institutional theory を支持するものであるとしている。

(へ) 法起源

法起源と CSP の関係について、Liang and Renneboog [2017]は、大陸法 (civil law) の国の企業は、英米法 (common law) の国の企業と比較して CSP が高いことを示した。この背景として、大陸法の下では、ルールによって事前に企業行動を制限しており、それはステークホルダー指向をより強く表していることや、株主訴訟のリスクが比較的小さく、ステークホルダーの利益に関連する様々なルールが存在することなどを指摘した。また、英米法の国は伝統的に株主や市場を重んじているため、大陸法の国ほどにはステークホルダーを重視しないとする以前からの見方と整合的であるとした。

ロ. CSR 開示

CSR 活動に関する研究と同様に、CSR 開示に関する多くの研究においても、企業規模が大きいほど、振り向けられる経営資源が多いとともに社会的プレッシャーが大きいいため、CSR 開示が行われる傾向にあるとして、企業規模をコントロール変数とする研究が多い (これは、図表 1 とも整合的である)。また、環境への影響が大きい業種 (石油・ガス産業、化学産業など) では CSR 開示が活発な傾向が存在することから、ダミー変数を用いるなどして、業種をコントロール変数とする研究も多い。この点、1970 年代の CSR 開示に関する研究と最近の CSR 開示に関する研究を比較した Cho, Michelon, Patten, and Roberts [2015]は、最近の研究においても legitimacy 要素 (企業規模や環境への影響が大きい業種を指す) が CSR 開示と関係する結果となっており、この点は、1970 年代から変化がないとしている。これらの他、収益性、企業年齢、レバレッジをコントロール変数とする研究も多い (Rupley, Brown, and Marshall [2012]、Melloni, Caglio, and Perego [2017]、Adhikari, Emerson, Gouldman, and Tondkar [2015]など)。

以下では、上述のコントロール変数以外の CSR 開示の要因について分析した研究を紹介する。

(イ) CSR 活動

CSR 活動と CSR 開示との関係について、次の研究では CSP と CSD (CSR 開

示のパフォーマンス) の間に正の相関があるとしている。Hummel and Schlick [2016]、Gao, Dong, Ni, and Fu [2016]は、CSP が高い企業ほど CSD が高いことを示した。また、Melloni, Caglio, and Perego [2017]は、統合報告書の記述内容についてテキスト分析を行い、社会活動面の CSP が高いと、CSD が高いことを指摘した。さらに、Khan, Bose, Mollik, and Harun [2020]は、情報の目的適合性と信頼性の観点から CSD を指数化したうえで、CSP が高いほど CSD が高いことを示した。これらの結果は、CSP が高い企業ほど、積極的に開示を行うことにメリットがあるためであると考えられる。さらに、Rezaee and Tuo [2017]は、年次報告書におけるフォワードルッキングな CSD が高ければ翌年の CSP は高くなることを示し、経営者は将来の業務遂行やコーポレート・ガバナンスに影響を与える要因に関心を払っていることから、CSR 活動の効率性や有効性が高まると解釈した。加えて、CSP が高ければ当年度末の開示における CSD が高くなることを示し、CSD と CSP の間には双方向の関係があることを明らかにした。

一方で、CSP と CSD の間に負の相関があることを示す研究もある。Cho [2009]は、イベント・スタディに基づき、事故(石油タンカー沈没や化学プラント爆発)を起こした企業は、社会的・経済的圧力を緩和するため、外部とのコミュニケーション(年次報告書の環境関連開示の拡充など)を通じて自己を正当化しようとしていたことを示した。同様に、Rupley, Brown, and Marshall [2012]や Cormier and Magnan [2003]は、環境関連のネガティブなメディア報道がある場合、企業は自発的な開示を通じてイメージを変えようとすることから、そうした報道の件数と CSD とは正の関係があるとした。また、de Villiers and van Staden [2011]は、環境面で CSP が低い企業ほど年次報告書においてより多くの環境に関する情報を開示していること、化学物質の排出・移動情報がある企業ほど、政治的なコストを回避・削減するため、ウェブサイトでもより多くの環境に関する情報を開示していることを示した。同様に、Cho, Guidry, Hageman, and Patten [2012]は、環境に関する評判の悪い企業ほど、環境に関する CSD が高いことを示した。また、Patten [2002]は、CSP が低い企業ほど CSD が高いこと、環境への影響が大きい業種より小さい業種の方が、企業の CSD が有害物質の排出量に影響されることを示した。さらに、Cho and Patten [2007]は、環境への影響が大きい業種においては、CSP が低い企業ほど、記述的な CSD や金銭面に関する CSD が高いことなどを明らかにした。さらに、Cho, Freedman, and Patten [2012]は、環境向け資本的支出にかかる開示について、大部分の開示企業は、金額的な重要性に関する閾値を超えていなくても、自発的に開示しており、環境をより汚染している企業ほど、この傾向が高いことを示し、政治面や規制面での懸念に対応するための戦略的ツールとして開示が利用されていることを指摘した。Gómez-Carrasco, Guillamón-Saorín, and Osma [2020]は、twitter 上の CSR 関連情報の発信内容について分析し、

企業は自社に好ましい情報を比較的多く発信することを示した。また、イベント・スタディに基づき、自社の正当性への懸念が生じる事態において、直接的な懸念には応えず、それを補完するような情報を発信することにより対応していることを明らかにした。これらの研究は、企業は、自発的な開示を通じて、企業イメージを管理し、社会契約を果たそうとする *Legitimacy theory* と整合的であるとしている。

(ロ) 法起源

法起源と CSR 開示との関連について、Adhikari, Emerson, Gouldman, and Tondkar [2015]は、年次報告書等における CSR 開示の記述量をみると、ステークホルダー指向とされる大陸法の国の企業は、CSR 開示を積極的に行っていることを示した。また、van der Laan Smith, Gouldman, and Tondkar [2014]は、欧州・オーストラリアにおいて、年次報告書における CSR 開示の状況をみると、株主指向とされる英米法の国の企業は、IFRS 強制適用後に CSD が顕著に高まった一方で、ステークホルダー指向とされる大陸法の国の企業は、CSD に変化がみられなかったことを示した。この理由として、大陸法の国においては、株主以外のステークホルダーに対しても株主に対する責任と同等の責任を負っており、従来から英米法の国ほど財務情報の開示は求められていなかったため、IFRS 強制適用により開示の焦点が CSR 開示から財務情報の開示に移されたと指摘している。

(ハ) その他

株主資本コストと CSR 開示との関係について、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2011]は、株主資本コストが高かった企業は翌年に CSR 開示を促進し、それにより CSP が高まり、株主資本コストを低下させることを示している。

また、機密コスト³⁶と CSR 開示との関係について、Cormier and Magnan [2003]は、機密コスト（レバレッジを代理変数）が低いと、環境関連の CSD が高いことを指摘し、競争他社との競争が激しくない場合には、自社の情報開示が競争上不利に働き業績に悪影響を与えることがないことから CSR 開示が促進されると解釈している。同様に、Rezaee and Tuo [2017]は、機密コスト（有形固定資産規模で測定された産業レベルでの参入障壁、無形固定資産規模で測定された個社の競争力を代理変数）が低い企業は、CSD が高いことを示した。これらの研究は、機密コストの大きさが企業の開示戦略に影響を与えていることを指摘している。

コーポレート・ガバナンスに関して、Rupley, Brown, and Marshall [2012]は、社

³⁶ 機密コストは直接観測できないため、実証研究では、競争環境を示すレバレッジの大きさ、参入障壁を示す有形固定資産規模、個社の競争力を示す無形固定資産規模が代理変数として使用されている。

外取締役比率、女性取締役比率、複数の委員会に参加する取締役の比率が高く、CSR 関連委員会が設置されている企業においては、環境関連の CSD が高いことを示し、ガバナンス体制が強固で、幅広いネットワークを有している場合には、企業経営の透明性の向上が図られ、CSR 開示が促進されることを指摘している。

他社の CSR 開示を模倣する傾向について、Aerts, Cormier, and Magnan [2006] は、強い同調圧力のある業種に属する企業は CSR 開示において同業他社を模倣する傾向にあることや、そうした傾向は寡占度の高い業種において強まり、公共メディアへの露出が多い業種において弱まることを示し、このような模倣行動を *institutional theory* の観点から解釈している。

外部からの要求や圧力の影響について、Cho, Laine, Roberts, and Rodrigue [2015] は、石油メジャー2社の年次報告書や CSR 報告等について質的な分析を行い、これらの企業が、ステークホルダーや社会からの異なる要求や圧力に応えるため、「経済的成長の追求」と「環境・社会システムの保全」といった対立する方向の記述を行っており、そうした場合には記述と実際の行動との違いが顕著になることを示した。そのうえで、外部からの異なる要求や圧力は、企業に見せかけの開示を促し、CSR 報告等が実態を伴うものとなることの制約になることを指摘した。また、Liesen, Hoepner, Patten, and Figge [2015] は、CO₂ 排出に関する報告を行うかどうかについて、政府や NGO などによる圧力が少なくともある程度は影響しているものの、報告内容をみると殆どの企業が不十分な開示しか行っておらず、開示によって象徴的な正当化を行っているに過ぎないことを示した。そのうえで、開示情報によって意味のあるベンチマーキングや企業間の比較を可能とすることは見込まれないことを指摘した。

(2) 経済的帰結

ここでは、CSR 活動および CSR 開示の経済的帰結に関する研究をサーベイする。本稿の問題意識である CSR 開示の義務化、CSR 基準の統一化の観点からは、特に CSR 開示の経済的帰結に関する研究は、投資家およびその他のステークホルダーが CSR 開示情報を利用しているかどうかに関係するため、CSR 開示情報の有用性に関連する。

イ. CSR 活動

第2節(2)ロ. に示したように、CSR 活動を企業の責任から説明する考え方として、Shareholder theory および Stakeholder theory がある。株主利益を重視する Shareholder theory では、CSR 活動によって株価や財務業績にプラスの効果が期待される。一方で、株主のみならず他のステークホルダーも重視する Stakeholder theory では、必ずしも株価や財務業績にプラスの効果は期待されな

い。これまでの研究では、CSR 活動の株価や財務業績に対する経済的帰結に定まった見方はないことが指摘されており (Lu and Taylor [2016]、Chung and Cho [2018])、それ以外の要因を明らかにする研究が行われている。

(イ) 株価・企業価値

CSP と株価や財務指標との関係を、複数の研究の分析結果を用いて統計的分析 (meta analysis) を行った研究として、Lu and Taylor [2016]は、1972~2013 年に学術ジャーナルに掲載された 36 本の論文の分析結果を用い、CSP と株価や財務指標の間には正の相関があるとみられると結論付けている。同様に Margolis, Elfenbein, and Walsh [2007]は、1972~2007 年の 167 の研究の分析結果を用い、CSP と株価や財務指標の間には正の相関があるものの、その大きさは小さいとしている。

CSP と株価 (株式投資リターン) との間に正の相関があることを示した個別の実証研究には次のような研究がある。Davidson, Dey, and Smith [2019]は、CEO が実利的ではない企業で CSP と株価に正の相関があるとしている。Lins, Servaes, and Tamayo [2017]は、信頼性に関する危機 (2000 年代初頭のエンロン・ワールドコム危機) の際には CSP の高い企業は株式投資リターンが高かった一方で、信用供与に関する危機 (2007 年 7 月から 2008 年 7 月のリーマン・ショック前) の際にはそうした傾向がみられないことから、CSR 活動を行う企業は信頼性を獲得していると解釈している。また、Khan, Serafeim, and Yoon [2016]は、SASB の定める業種別の重要性のガイダンス (Materiality Map) に基づき CSR 活動を重要性の高いものとそれ以外のものに区分したうえで、重要性の高い CSR 活動で CSP と株式投資リターンが正の相関にあることから、投資家は CSR 活動の重要性に基づき判断していることを示した。Lys, Naughton, and Wang [2015]は、株価の上昇は CSR 関連支出のうち最適支出以外の部分と相関があることから、株価と CSR 活動の間にある正の相関は、CSR 活動を評価したものではなくシグナリング効果によるものであると解釈している。Naughton, Wang, and Yeung [2019]は、イベント・スタディにより、投資家の CSR に対するセンチメントが高まっている時期に超過リターンが大きいことを示した。Zolotoy, O'Sullivan, and Chen [2019]は、CSP と株価の間の正の関係は、信仰心の強い地域に本部を置く企業で、大きいことを示した。

また、CSP と企業価値 (トービンの q) との関係を実証的に分析した研究として、Byun and Oh [2018]は、企業がメディアでカバーされている場合、地元に影響のある CSR 活動 (コミュニティ、従業員に関する活動) を行っている場合に、CSP はトービンの q と正の相関があることを示した。同様に Cahan, Chen, Chen, and Nguyen [2015]は、CSR 活動を行っている企業はメディアで好意的に報道され、好意的な報道が企業価値を上昇させることを示した。Middleton [2015]は、ロ

シア企業を対象にロシア独自の環境指標と時価・簿価比率の間に正の相関にあることを示した。

一方で、CSP と株価との間に負の相関があることを示す研究もみられる。El Ghoul and Karoui [2017]は、ファンドに含まれる株式の企業の CSP 指数を加重平均することによりファンドの CSP 指数を作成したうえで、CSP の高いファンドは CSP の低いファンドに比べてパフォーマンスが低いことを示した。Krüger [2015]は、CSP 指数の増減により CSR イベントを positive・negative に分類したうえで、投資家は negative (positive) なイベントの場合には強く (弱く) マイナス方向に反応していることを示した。Di Giuli and Kostovetsky [2014]は、民主党寄りの企業は、共和党寄りの企業よりも CSR 活動への支出が多いにもかかわらず、CSP の増加は将来のマイナスの株式投資リターンや ROA の低下に関係していることを示し、CSR による支出増加分を売上によって回収できていないと指摘した。Brammer, Brooks, and Pavelin [2006]は、英国の企業を対象に、株式投資リターンと CSP には負の相関があり、それは環境に関する CSP に起因しているとした。こうした関係は、ステークホルダーへの便益は企業価値を犠牲にしていることを示唆するとしている。

(ロ) その他マーケット関連指標

CSP と信用リスク (信用スプレッド、信用格付、倒産) の間を実証的に分析した研究は、CSP による信用リスクの改善効果があるとしている (Cheung, Tan, and Wang [2020]、Goss and Roberts [2011] : 貸出スプレッド、Kim, Surroca, and Tribó [2014] : シンジケート・ローンのスプレッド、Eichholtz, Holtermans, Kok, and Yönder [2019] : REIT 発行債券のスプレッド、Ge and Liu [2015] : 新規発行債券のスプレッドおよび信用格付、Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert, and Chang [2014] : 信用格付、Kim, Li, and Li [2014] : 株価クラッシュ・リスク (株式投資リターンの分布の歪度として定義)、Stellner, Klein, and Zwergel [2015] : 債券の信用格付および z スプレッド、Lin, and Dong [2018] : 倒産)。これらの研究のうち、Cheung, Tan, and Wang [2020]は、CSP と信用リスクの関係の大きさには、平和主義や調和性、階層性や統御といった国の文化が影響していることを示した。また、Kim, Surroca, and Tribó [2014]は、借り手が倫理的である場合に信用スプレッドが小さいことを示し、相互の信頼関係が好ましい経済的帰結につながっているとしている。

また、CSP と市場リスクの関係について、Oikonomou, Brooks, and Pavelin [2012]は、CSP が高いとシステマティック・リスク (β) が低いことを示した。

CSP と資本コストの関係について、El Ghoul, Guedhami, Kwok, and Mishra [2011]は、CSP が高いほど資本コストが低く、CSR 活動のうち従業員との関係、環境政策、製品戦略が資本コストの低下に関係するとしている。同様に、Breuer, Müller, Rosenbach, and Salzmann [2018]は、39 か国の企業に関して分析し、投資家保護の

強い（弱い）国では、CSR 関連投資に応じて資本コストが低下（上昇）することを示した。

CSP と情報の非対称性（ビッド・アスク・スプレッド）の関係について、Cho, Lee, and Pfeiffer Jr. [2013]は、CSP は情報の非対称性を低減させるものの、一般的に情報優位にある機関投資家の保有比率が高い企業ではその効果が小さいことを示した。また、Schiemann and Sakhel [2019]は、CDP へ報告している企業を対象に分析した結果、物理的リスク（異常気象や地球温暖化など）について報告している企業ほど、情報の非対称性が小さいことを示した。Becchetti, Ciciretti, and Giovannelli [2013] は、CSP が高いことがアナリストの ESP 予想の予測誤差や標準偏差を改善する方向に影響していることを示した。

CSP と公募増資の関係について、Feng, Chen, and Tseng [2018]は、イベント・スタディの手法により、CSP の高い企業では、公募増資計画の公表に対する市場のネガティブな反応が小さいことを示した。これは、特にコミュニティ、環境、女性・マイノリティーの権利に関する CSR 活動を行っている場合に効果が大きいとしている。

（ハ）財務業績

CSP と株価との関係を実証的に分析した研究の一部は、同時に CSP と財務業績（ROA 等）との関係も分析しており、CSP と財務業績は正の相関があるとする研究（Davidson, Dey, and Smith [2019]、Lins, Servaes, and Tamayo [2017]、Lys, Naughton, and Wang [2015]）と、負の相関があるとする研究（Di Giuli and Kostovetsky [2014]）に分かれている。

CSP と財務業績との関係を中心に分析した研究の間でも、結果が分かれている。Wu and Shen [2013]は、22 か国の銀行を対象に分析し、CSP と財務業績との間に正の相関があることを示した。また、Clarkson, Li, Richardson, and Vasvari [2011]は、環境汚染への影響が深刻な業種（紙パルプ、化学、石油・ガス、鉱業）の企業を対象に、企業の環境面の CSR 活動が改善（悪化）すると、翌期以降の企業の財務資源が改善（悪化）することを示した。一方で、Mathuva and Kiweu [2016]は、ケニアの共同組織金融機関を対象に分析し、CSP と財務業績との間に負の相関があるとしている。

（二）その他のステークホルダーとの関係

Verwijmeren and Derwall [2010]は、雇用者関連の CSP の高い企業は、雇用者への悪影響が大きい倒産を回避するために、負債比率に注意を払い、資金調達が必要な場合でも負債ではなく株式で調達する傾向にあることを示した。また、Bae, El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Zheng [2019]は、企業のレバレッジが高いと顧客や競争相手の好ましくない行為により市場シェアを失う傾向にあるが、CSR は

この影響を軽減していることを示した。これらの研究は、Stakeholder theory と整合的であるとしている。

顧客企業と仕入元企業の関係について、Dai, Liang, and Ng [2020]は、50 か国の企業をサンプルに、顧客企業と仕入元企業の間関係を分析し、顧客企業は仕入元企業に顧客企業自身と同程度の CSP を求める一方で、逆の関係は存在しないことを示した。また、仕入元企業のカSPの上昇により顧客企業と仕入元企業の双方の業務効率や企業価値が改善するものの、売上高成長が高まるのは顧客企業のみであるとしている。また、Zhang, Lara, and Tribó [2020]は、仕入元企業は顧客企業のCSR活動を信頼性や返済能力に関するシグナルと受け取るため、CSPが高い顧客企業は仕入元企業からの企業間信用を獲得しやすい傾向にあることを示した。この効果は、顧客企業の財務的健全性が高い場合に著しいとしている。

これらのほか、Obeng, Ahmed and Cahan [2021]は、35 か国における統合報告を採用している企業を対象に、CSPの高い企業は、エージェンシー・コスト（フリー・キャッシュフロー、配当性向、経費率を代替変数とする）が低いことを示し、この関係はステークホルダー指向の大陸法の国で大きいとしている。また、Asante-Appiah [2020]は、CSRに関する評判の悪い企業に対しては、監査法人は財務諸表の監査により多くの日数をかけ、監査の質を上げていることを示した。

（ホ）間接的な関係

CSR活動を行う企業行動の特徴を分析する研究も行われている。そこでは、CSR活動と企業行動の特徴の間関係が分析されているものの、直接的な因果関係というよりは、背後に共通の要因がある間接的な関係を明らかにするものであると考えられる。

CSPと財務会計における保守主義との関係について、Guo, Huang and Zhang [2020]は、CSPと財務会計における保守主義の度合いが正の相関にあることを示し、CSR意識の高い企業ほど、ステークホルダーの利益のために行動していることをコミットするために会計上の保守主義を用いるとして Stakeholder theory と整合的であると解釈している。一方で、Burke, Chen, and Lobo [2020]は、CSPと条件付保守主義³⁷の間に負の相関があることを示し、この結果をCSR活動が活発な企業のステークホルダーは経営者の日和見主義や情報の非対称性について懸念せず、条件付保守主義に対するニーズがないためであると解釈している。また、Ma, Zhang, Gao, and Ye [2020]は、信仰心の強い地域に所在する企業ほど、会計上の保守主義を用いる傾向にあることを示し、その背景の1つにはステークホルダーの利益というCSRの考え方があるとしている。なお、Du, Xu, and Yu

³⁷ 会計方針の選択や傾向に、good news を収益として認識するためには、bad news を損失として認識するよりも、より入念な検証が必要であるとする考え方として定義される。

[2020]は、CSP の高い企業は大手の監査法人を選定する傾向にあることを示し、これを CSP の高い企業が質の高い監査を望んでいるためであると解釈している。

また、CSP と会計上の利益調整との関係について、Kim, Park, and Wier [2012]は、CSP の高い企業は、利益調整³⁸や実体的調整³⁹を行う傾向が低いことを示した。一方で、Bozzolan, Fabrizi, Mallin, and Michelon [2015]は、23 か国の企業を対象に、CSP の高い企業は、実体的調整を行う傾向は低いものの、利益調整を行う傾向が高いことを示し、ステークホルダーにとってコストのより低い手法を選択していると解釈している。

政府への納税も CSR 活動の一部であるとの考え方が一方で、納税によりイノベーション、雇用創出、経済成長が阻害され社会福祉にはつながらないためむしろ CSR に反するという考え方もある。Davis, Guenther, Krull, and Williams [2016]は、CSP の高い企業は納税額が低く租税関連のロビイングの回数が多いことを示し、CSP の高い企業の経営者や有力なステークホルダーは、納税を CSR 活動の一環とは考えていないと解釈している。これとは反対に、Zeng [2016]は、カナダ企業を対象に、CSP の高い企業は実効税率が高く租税回避を行っていない傾向にあることを示した。同様に、Hoi, Wu, and Zhang [2013]は、CSP が低い企業は租税回避を行っていることを示し、これを企業文化の表れと解釈している。

このほか、Gao, Lisic, and Zhang [2014]は、CSR 意識の高い企業の幹部はインサイダー取引を避ける傾向にあることを示した。

(へ) 実験的手法による研究

観測できるデータがないため実証研究には適していない細部に関する問題意識については、近年、実験的手法による研究が行われている。Elliott, Jackson, Peecher, and White [2014]は、CSP の内容を詳しく吟味していない投資家は企業価値評価において CSP をプラスに評価するものの、このプラスの評価は投資家が CSP の内容を詳しく吟味するとともに減衰することを示し、投資家の CSP に対する評価が条件付きであるとしている。さらに、Guiral, Moon, Tan, and Yu [2020]は、①CSR 活動が企業のコア・ビジネスに関連しているかどうか、②投資家が CSR 活動を吟味しているかどうか、③CSP が正か負か、を区別する実験的な手法により、CSR 活動が企業のコア・ビジネスに関連している場合、投資家は企業価値評価に CSR 活動を必ず加味する一方で、CSR 活動が企業のコア・ビジネスに関連していない場合には、投資家が吟味することによって、CSR 活動は企業価値評価に加味されないことが示された。

³⁸ 会計方針の変更など会計基準に沿った会計処理の変更により利益を調整すること。

³⁹ 特定の目標を達成するために通常実務とは異なる行為により利益を調整すること。

また、Johnson, Theis, Vitalis, and Young [2020]は、温室効果ガスの排出量の削減方法の違い（「企業による削減」または「オフセットの購入」）が企業価値評価に影響するかを検証した。ノンプロの投資家は、「企業による削減」をより評価した。ただし、この方法は、現時点で業界の平均よりも排出量を削減していない企業が主に採る戦略である事実を知った後は、「企業による削減」に対する評価は弱まったとしている。

ロ. CSR 開示

ここでは、株価・企業価値、市場関連指標への影響など CSR 開示の経済的帰結に関する研究について紹介する。多くの研究において、CSR 開示は、株価や企業価値との間に正の関係があるとされているほか、その他の市場関連指標にも改善の効果があるとする研究がみられた。

（イ）株価・企業価値

CSR 開示と株価の関係を分析した研究では、CSD は株価と正の相関にあるもしくは株価の下落を軽減する効果があるとする研究が多い。Griffin and Sun [2013]は、イベント・スタディにより、CSR 関連のニュースワイヤー（CSRwire）における温室効果ガスの排出量に関する自発的開示は、株価に正の影響があることを示した。Cai, Lee, Xu, and Zeng [2019]は、中国の外国人向け株式市場が国内向け株式市場に比べ減価されている点について、CSR 開示によって減価が軽減されることを示し、CSR 開示には外国人投資家の情報劣位を軽減させる効果があり、そうした効果は、アナリストやメディアでカバーされていない企業で大きいとしている。Christensen [2016]は、CSR 開示を行っている企業では、劣悪な違法行為（贈収賄など）が起こっても、株価への負の影響が軽減されることを示した。同様に、Matsumura, Prakash, and Vera-Muñoz [2014]は、温室効果ガスの排出は株価に負の影響があるものの、自発的開示により株価への負の影響が軽減されることを示した。一方で、Cho, Michelon, Patten, and Roberts [2015]は、株価と CSD の間には有意な関係はないとしている。また、Li, Luo, and Soderstrom [2017]は、中国で 2013 年 12 月 2 日に、大気汚染の状態が「非常に不健康（very unhealthy）」から「有害（hazardous）」に変更され、環境規制の導入によるコスト増が予想される状況をイベント・スタディにより分析し、CSR 報告書を開示している企業では、変更当初は株価へのネガティブな影響が軽減されていたものの、国民の怒りや政府の関心が高まるにつれ、そうした効果はなくなっていたことを示した。

CSR 開示と企業価値（トービンの q）の関係を分析した研究でも、両者の間には正の相関があるとする研究が多い（Li, Gong, Zhang, and Koh [2018]：CEO への権力が集中している企業ほど相関が大きい、Cahan, de Villiers, Jeter, Naiker and Van

Staden [2016] : 期待外の開示に情報価値がある、Plumlee, Brown, Hayes, and Marshall [2015] : 環境に関する開示の質が影響する)。

これらの他、Lu, Shailer and Yu [2017]は、現金の保有が投資家から割り引かれて評価されている点につき、CSR 報告書を公表することにより、現金の保有の評価を高められることを示した。こうした効果は、外部からモニターされておらず、情報の透明性の低い環境にある企業で大きいとしている。

(ロ) その他マーケット関連指標

CSR 開示とその他のマーケット関連指標の関係について分析した研究でも、CSR 開示に伴う指標の改善を示す研究が多い(Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2011]、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2014] : 資本コスト、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2011]、Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang [2012] : アナリストの予想誤差、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2011]、Bernardi and Stark [2018] : アナリストのフォロー、Gao, Dong, Ni and Fu [2016] : 機関投資家保有比率、株式の市場流動性、追加増資時の評価、Gao, Dong, Ni and Fu [2016]、Tan, Tsang, Wang, and Zhang [2020] : 債券発行時のスプレッド・満期、Tan, Tsang, Wang, and Zhang [2020] : 公募債券による資金調達)。

これらのうち、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2014]は、ステークホルダー指向である大陸法の国や財務情報の開示の曖昧さが高いときに効果が大きいことを示した。また、Tan, Tsang, Wang, and Zhang [2020]は、CSR 報告書に第三者からの保証を受けている企業で効果が大きいことを示した。

(ハ) 財務業績

CSR 開示と財務業績の関係について分析した研究でも、CSR 開示による指標の改善を示す研究が多い。Cannon, Ling, Wang, and Watanabe [2020]は、米国の Form 10-K を用いて分析し、CSR に関する開示が多いほど (CSR 関連の用語数が多いほど)、粗利益は低いものの売上総利益が高いことを示し、販売及び一般管理に関する資源をより効率的に利用しているとした。また、粗利益、営業利益が業種の中央値より上を維持していることを示した。これらにより、CSR に関する開示により競争上の優位を得ているとしている。また、Plumlee, Brown, Hayes, and Marshall [2015]は、環境に関する開示の質がキャッシュ・フローと正の相関にあることを示した。このほか、Li, Gong, Zhang, and Koh [2018]は、CSD が ROA と正の相関にあることを示している。

(二) 間接的な関係

CSR 活動に関する研究 (イ. (ホ) 参照) と同様に、CSR 開示を行う企業行動の特徴を分析する研究も行われている。そこでは、CSR 開示と企業行動の特徴の間の関係が分析されているものの、直接的な因果関係というよりは、背後に共

通の要因がある間接的な関係を明らかにするものであると考えられる。

Cho, Kang, Lee, and Park [2020]は、CSR 開示と財務会計の保守性の関係を分析し、会計上で保守的でない企業は、より CSR 開示を行う傾向にあることを示した。また、会計上で保守的でない企業の CSR 開示に対しては、市場の反応は大きくなることを示した。また、Rezaee and Tuo [2017]は、利益調整を行っておらず利益の質が高い企業はフォワードルッキングな情報に関する CSD が高いことを示した。

Abdelfattah and Aboud [2020]は、エジプト企業を対象に、企業の租税回避と CSD の間に正の相関にあることを示した。これを、租税回避を行う企業は、倫理的行動に関するポジティブな印象を構築し一般やメディアに対する評判を改善するために CSR 開示を増加させていると解釈している。同様に、Lanis and Richardson [2012]は、オーストラリア企業を対象に、CSD と実効税率の関係を分析し、正の関係にあることを示した。この結果を、CSR 意識の高い企業は、納税を CSR 活動の一環であると考えていると解釈している。

Christensen [2016]は、CSR 開示を行っている企業は、劣悪な違法行為（贈収賄など）を行う傾向が低いことを示した。

4. CSR 基準の統一化、開示の義務化に関連する研究

本節では、本稿の問題意識である CSR 基準の統一化、開示の義務化により直接的な含意を持つ研究についてサーベイする。

まず、(1) では、CSR 開示の義務化の具体的な事例について、①義務化の前後を比較して分析した研究、②義務が導入された後について分析した研究を紹介する。これらの研究は、CSR 開示の義務化時や義務化後の影響について直接的な示唆を与えてくれると考えられる。特に、開示の義務化の前後について分析した研究では、義務化の前後での開示の変化や開示による影響だけではなく、企業行動自体にどのような変化があったかが分析されており、開示の義務化の影響が鮮明になると思われる。

また、(2) では、本稿のもう 1 つの問題意識である基準の統一化に関連する研究を紹介する。現実において CSR 基準の統一化は行われていないため、CSR 基準の統一化の影響を直接分析した研究は見つからなかった。ここで、それまで各国独自の会計基準を適用していた中で IFRS が強制適用された事例は、CSR 基準の統一が実現する過程と類似しており、CSR 基準を統一した際に起こり得ることについて示唆を与えると考えられるため、IFRS の強制適用に関する研究を紹介する。

さらに、(3)、(4) では、追加的な論点として、保証に関する研究と非財務

情報の構成に関する研究をそれぞれ紹介する。これらは、CSR 開示の義務化を実際に行うにあたって、検討すべき論点であると考えられる。

(1) CSR 開示の義務化

イ. 開示の義務化時の影響

ここでは、CSR 開示の義務化の前後を比較して分析した研究を紹介する。CSR 開示の義務化によって開示量の増加や情報環境の改善など好影響があったとする研究がある一方で、CSR 開示の義務化が企業の実体的な CSR 行動に影響を与え、企業の収益性が低下したとする研究もある。

開示の義務化によって好影響があったとする研究として、Ioannou and Serafeim [2017]は、2011 年以前に CSR 開示が義務付けられていた、中国（上海証券取引所、深圳証券取引所）、デンマーク（有価証券報告書法）、マレーシア（ブルサ・マレーシア証券取引所）、南アフリカ（ヨハネスブルグ証券取引所）の企業を対象に分析し、CSR 開示の義務付けにより①開示量が増加したこと、②自発的に保証を受ける傾向・開示ガイドラインを適用する傾向が高まったこと、③企業価値（トービンの q ）が高まったことを示した。また、Hąbek and Wolniak [2016]は、EU6 各国（英、仏、デンマーク、スウェーデン、オランダ、ポーランド）の企業より 2012 年に公表された CSR 開示について、目的適合性および信頼性の観点から開示の質を定量化し、CSR 開示が義務付けられた企業は、義務付けられていない企業と比較して、関連性および信頼性双方の観点から開示の質が高いことを示した⁴⁰。Hummel and Rötzel [2019]は、英国において、2013 年より年次報告書で CSR 開示が義務付けられた影響について分析し、定量的情報および定性的情報の双方において開示が増加していることを示した。ただし、CSR 開示を行う誘因（フォローするアナリスト数、成長性、コーポレート・ガバナンス、義務化前の開示、メディアのカバーを代理変数）の高い企業では、義務化前にも自発的に CSR 開示を行っており、CSR 開示の義務化による影響は比較的小さいとし、規制が与える影響は企業の誘因に大きく依存することを強調している。中国企業を対象とした研究として、Yu and Zheng [2020]は、2008 年 12 月に中国の上海および深圳の証券取引所が、一部の企業に年次報告書に CSR 情報を付すことを義務付けた結果、適格外国機関投資家（QFII：国内投資家向けの市場での取引を許された外国機関投資家）の保有割合が増えたことを示し、CSR 開示の義務化は情報環境を改善したとしている。同様に、Hung, Shi, and Wang [2013]は、上述の中国の CSR 開示の義務化により CSR 開示が義務付けられた企業では、①高頻

⁴⁰ 一方で Lock and Seele [2016]は、2013 年前後の EU11 各国の企業を対象に、CSR 開示が義務付けられた企業は、義務付けられていない企業と比較して、信頼性が統計的に有意に高い訳ではないとしている。

度取引による指標、②建値による指標のいずれの指標に基づいても情報の非対称性が小さいことを示した。また、Wang, Cao, and Ye [2018]は、CSR 開示が義務付けられた企業は、義務付けられていない企業と比較して利益調整を行っていないことを示し、CSR 開示により投資家との情報の非対称性が縮小したため利益調整を行いにくくなったと解釈している。さらに、Baboukardos and Rimmel [2016]は、南アフリカの企業を対象に、King III による統合報告書の公表義務化（第2節（1）ハ.（イ）参照）の前後における会計情報の価値関連性の変化を分析し、特に CSP の高い企業で、義務化後に利益情報の価値関連性が向上した一方で、純資産の価値関連性が低下したことを示した。この結果を、非財務情報により未認識の負債が明確になったことと関係すると解釈している。

逆に、CSR 開示の義務化によって悪影響があったとする研究として、Grewal, Riedl, and Serafeim [2015]は、イベント・スタディにより、EU の CSR 開示の義務化（第2節（1）ハ.（ロ）参照）のアナウンスは株価を押し下げる影響があったことを示し、投資家が開示の義務化により企業にとってはコスト増になると考えたからであると解釈している。同様に、Mittelbach-Hörmanseder, Hummel, and Rammerstorfer [2020]は、CSR 開示の株価との関係は、2014 年の義務化のアナウンス前は正の相関もしくは無相関であったものの、アナウンス後には負の相関となったことを示した。また、CSR 開示の株価との関係は制度や環境により異なること、すなわち、CSR の認知度、雇用者保護は正のインパクト、開示の強制力の強さ、法環境の強さは負のインパクトがあることを示した。

また、米国の温室効果ガスの排出量に関する開示について、一連の研究により、CSR 開示の義務化によって株価が下落したとの分析結果も出ている。Cooper, Raman, and Yin [2018]は、2010 年に開始された米国の温室効果ガスの排出量に関する開示の義務化による株価への負の影響は、CSR 活動に対する評判（CSP で代替）によって軽減されるのではなく、むしろ増幅されることを示し、こうした結果は自発的開示を対象とする場合に問題となる self-selection の影響を受けていないことによるとしている。

さらに、CSR 開示の義務化が企業の実体的な CSR 行動に影響を与えたとする研究として、Boodoo [2016]は、インド企業を対象に、ボンベイ証券取引所が 2013 年より CSR 開示を義務付けたことにより、義務の対象となる企業の CSR 活動が活発化したことを示した。また、Chen, Hung, and Wang [2018]は、2008 年 12 月に中国の上海および深圳の証券取引所が、一部の企業に年次報告書に CSR 報告を付すことを義務付けた結果、対象企業の収益性（ROA、ROE）が低下したほか、最も影響のあった都市で汚水や SO₂（二酸化硫黄）の排出量が減少したことを示し、CSR 報告書の開示の義務化が、企業の行動も変更させ、株主の犠牲のもとに正の外部性が生じたとしている。同様に、Christensen, Floyd, Liu, and Maffett

[2017]は、米国の 2010 年ドッド・フランク法により、鉱山の安全性について財務報告書 (Form 10-K、Form 10-Q) での開示および適時開示 (Form 8-K) が義務付けられた影響について分析し、企業の違法行為の報告、負傷者、労働生産性が減少したことを示した。また、これまでの鉱山安全保健管理局ホームページのみで公表されていたときと比較して、投資家は適時開示に対して大きく反応することを示した。

このほか、Christensen, Serafeim, and Sikochi [2021]は、CSD が増加すると企業による CSP 指数のばらつきが大きくなることを示したうえで、CSR 開示が義務付けられた後に CSP 指数のばらつきが大きくなることを示した。

CSR 開示ではなく CSR 活動を義務付けた事例を分析した研究として、Manchiraju and Rajgopal [2017]は、インドの会社法改正により、2014 年度から一定の条件を満たす企業に過去 3 年間平均の利益の 2%を CSR 活動に支出することが義務付けられたことについて分析した。イベント・スタディによる分析の結果、CSR 活動への支出が義務付けられた企業の株価は他の企業の株価と比較して下落したことを示した。

ロ. 開示が義務付けられた環境に関する研究

CSR 開示が義務付けられた環境に関する研究は、主に King III (IoDSA[2009]) による CSR 開示義務化後の南アフリカ企業を対象に行われている。

有用性に関する研究として、Caglio, Melloni, and Perego [2020]は、南アフリカの企業を対象に、統合報告書の記述情報の特徴が情報の有用性に与える効果を分析し、高い可読性が高い市場評価に関連していること、簡潔さが高い市場流動性に関連していること、トーンの偏向性がアナリスト予想のばらつきに関連していることを示した。また、Barth, Cahan, Chen, and Venter [2017]は、統合報告書の目的には①外部への情報提供、②内部管理での利用の 2 つが定められていることに着目し、南アフリカの企業を対象に、統合報告書の質について分析し、統合報告書の質と市場流動性の間には正の相関があり、①の目的を果たしていることを示した。また、統合報告書の質と将来キャッシュ・フローには正の相関があり、これは営業キャッシュ・フローに関連していることから、②の目的も果たしていると結論付けている。さらに、Zhou, Simnett, and Green [2017]は、南アフリカを対象に、統合報告が①Apply or Explain (適用せよ、さもなければ説明せよ) アプローチが適用されていることからすべての項目が必ずしも開示されていないこと、②原則主義であるため記述内容にばらつきがあることに着目し、統合報告への整合度合いと情報の有用性について分析した。その結果、統合報告への整合度合いが高まるとアナリストの予想誤差やばらつきが小さくなることが示された。また、資本コストの低下も確認され、アナリストのフォローが少ない場合

により大きな効果があることが示された。

ガバナンスに着目した研究として、Wang, Zhou, and Wang [2020]は、King III (IoDSA[2009]) による CSR 開示義務化後 (2012-15 年) の南アフリカ企業を対象に、統合報告書の質および信頼性を高めるメカニズム (credibility-enhancing mechanisms: CEM) の質は向上する傾向にあり、統合報告書の質には取締役会が、CEM の程度および質には監査委員会が貢献していることを示した。さらに、新しいガバナンス体制であるサステナビリティ委員会の質および非財務指標に紐づく役員の報酬体系が、統合報告書の質ならびに CEM の程度および質の向上に貢献していることを示した。また、Zhou, Simnett, and Hoang [2019]は、南アフリカ企業を対象に、統合報告における Combined Assurance (CA) ⁴¹の有効性について分析した。分析からは、CA の利用が増加しており、CA の導入および CA の質はアナリスト予想の誤差、ばらつきを減らすことを示した。また、アナリストのフォローの少ない企業では特に、ビッド・アスク・スプレッドを縮小させることを示した。

また、南アフリカ以外の研究として、Schiemann and Sakhel [2019]は、CDP へ報告している企業を対象に分析した結果、EU 域内排出量取引制度 (EU ETS) の規制下にある企業は、物理的リスクにさらされていると報告している場合、情報の非対称性が小さいことを示した。

(2) 基準の統一化：IFRS 強制適用時の経験

IFRS を強制適用する法域が増加している⁴²。特に EU 諸国では、各国がそれぞれの会計基準を適用するなかで IFRS の任意適用も認めていたが、2005 年以降 IFRS が強制適用された。CSR 開示について、義務化と統一化が今後どのような関係性で進展するのか見通し難いが、例えば CSR 開示の義務化が先行し、その後に基準の統一化が図られることを想定すれば、IFRS 強制適用の過程は、CSR 基準の統一が実現する過程と類似する。このため、IFRS 強制適用時の経験は CSR 基準を統一した際に起こり得ることについて示唆を与えると考えられる。

特に、複数の CSR 基準が併存する中で、CSR 基準が統一されるのであれば、最も期待される効果は比較可能性の向上であると考えられる。そのため、ここでは、まず IFRS 強制適用に関する研究のうち比較可能性⁴³を論点とした研究を中

⁴¹ リスク・ガバナンスの監視・管理の効率性の最大化、およびすべての保証の最適化のため、企業のリスクアペタイトを考慮のうえ、企業内の保証プロセスの統合・整理を行うことであり、CEM の一形態。

⁴² 各法域における IFRS の適用状況については、IFRS 財団の次のウェブサイトを参照。

<https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>

⁴³ 本稿で紹介する研究では、主に次の 2 つの手法により比較可能性が定量化されている。

①利益情報等から予測される株価に基づく手法：会計情報の内容が類似しているのであれば、

心に紹介する⁴⁴。また、IFRS の強制適用前にも IFRS を任意適用していた企業は存在しており、これは CSR 基準を自発的に適用している企業が存在する現状と類似している。そこで、任意適用の場合と強制適用の場合において異なる結果が生じていることが明らかになっており、基準の強制化が与える影響について示唆を与えるため、そうした研究もあわせて紹介する。

イ. 比較可能性

IFRS 強制適用に伴う比較可能性を利益情報等から予測される株価に基づいて検証した研究として、Liao, Sellhorn, and Skaife [2012]は、ドイツとフランスにおける同業種の企業を比較して、IFRS 強制適用の翌年には比較可能性が高まるものの、その後、比較可能性は低下することを示した。この結果を、両国企業の間で、適用当初は IFRS が整合的に適用されていたものの、その後、制度的要因などにより整合性が弱まったためであると解釈している。また、Lang, Maffett, and Owens [2010]も、IFRS 強制適用国 26 か国の企業を対象に、IFRS 強制適用に伴い他国の同業種の企業との利益の共変動性は高まるものの、利益情報から予測される株価の比較可能性は向上しなかったことを示した。

一方、情報移転効果の観点から比較可能性を検証した研究として、Yip and Young [2012]は、EU 圏内の 17 か国の企業を対象に、IFRS 強制適用に伴う比較可能性の変化について、①利益情報等から予測される株価に基づき計測される比較可能性、②株価等から予測される利益情報に基づき計測される比較可能性、③情報移転効果の 3 つの尺度から検証し、IFRS 強制適用に伴い他国の同業種間での比較可能性が向上したことを示した。また、比較可能性の向上は、法起源（英米法・大陸法）が同じ国家間で大きいことを示した。同様に、Wang [2014]は、IFRS 強制適用により IFRS を初めて適用した企業と先行して任意適用していた企業の間で情報移転効果の観点からの比較可能性が IFRS 強制適用の後に高まったことを示した。Cascino and Gassen [2015]は、イタリアおよびドイツの企業を対象に、利益情報と株価の関係および情報移転効果により比較可能性について分析し、IFRS を厳格に遵守している企業の方が比較可能性は高まっているものの、

会計情報とそれを踏まえた経済的帰結の間には類似した関係があるとの考えのもと、利益情報と株価の関係に基づき比較可能性を定量化する手法

- ②情報移転効果に基づく手法：ある企業のアナウンスメントに含まれる新規情報に対して、比較可能性が高い会計基準を適用している企業のほうが投資家による株価調整が大きくなるとの考えのもと、他国の同業種の企業が公表した利益情報に関するアナウンスメントに対する他の企業の株価の反応の大きさにより比較可能性を定量化する手法

なお、比較可能性を定量化する手法に関する包括的な説明については、De George, Li, and Shivakumar [2016] pp. 19-22 を参照。

⁴⁴ IFRS 強制適用時の包括的なサーベイとしては、例えば、Brüggemann, Hitz, and Sellhorn [2013]、Leuz and Wysocki [2016]、De George, Li, and Shivakumar [2016]を参照。

全体としては IFRS 強制適用による比較可能性の向上は限定的であり、これは企業により IFRS に対する遵守状況が異なるためであるとしている。

このように、IFRS 強制適用に伴い比較可能性が向上したかどうかについて、分析手法の違いなどにより異なる結果が示されており、定まった見方はないようである。また、強制の枠組みや企業の IFRS の遵守状況が比較可能性に影響を与えるようである。

ロ. 任意適用と強制適用の比較

財務報告の質を分析した研究として、Barth, Landsman, and Lang [2008]は、IFRS を任意適用した企業（以下「任意適用企業」）を対象に、適用前に比べ適用後は、①利益調整（平準化、損失回避）の程度は小さいこと、②損失の適時認識の程度は大きいこと、③価値関連性は大きいことを示し、IFRS の任意適用により財務報告の質が向上していることを指摘した。一方で、Ahmed, Neel, and Wang [2013]は、強制適用によって IFRS の適用を開始した企業（以下「強制適用企業」。この研究では 1,631 社、20 か国）と適用しなかった企業（1,631 社、15 か国）を比較して、IFRS が厳格に適用された国の強制適用企業で適用後に財務報告の質（利益平準化、利益調整、損失の適時認識）が低下していることを示し、IFRS の適用により経営者の裁量の余地が拡大したことがその原因である可能性を指摘した。また、Atwood, Drake, Myers, and Myers [2011]は、強制適用企業では、利益の持続性や将来キャッシュ・フローの予測可能性が、変更前後で改善していないことを示した。さらに、Christensen, Lee, Walker, and Zeng [2015]は、ドイツ企業を対象に、任意適用企業（123 社）と強制適用企業（177 社）を比較し、任意適用企業では IFRS の適用により財務報告の質が向上したものの、強制適用企業では財務報告の質に変化がなかったことを示した。この結果について、任意適用企業は会計処理変更や国外での資本調達などを理由として IFRS 適用への誘因を有する企業である一方、強制適用企業は資金調達を銀行に依存する傾向にあり IFRS 適用や財務報告の質の向上への誘因を有しない企業であると整理のうえ、財務報告の質の向上には、会計基準自体よりも財務報告に関連する誘因が影響すると解釈した。

資本市場への影響に着目した研究として、Daske, Hail, Leuz and Verdi [2008]は、IFRS 強制適用の影響について、強制力が強く報告誘因が大きい制度環境の国において市場流動性や企業価値（トービンの q ）は上昇するとともに資本コストは低下し、こうした効果は任意適用企業において特に顕著であることを示した。また、任意適用企業では、IFRS を任意適用した時点および IFRS が強制適用された時点でこうした効果が観測されており、IFRS を任意適用した時点の効果は self-selection の可能性があるものの、IFRS が強制適用された時点の効果に self-

selection は含まれないとしている。Li [2010]は、任意適用企業と強制適用企業の資本コストを比較すると、強制適用開始以前には任意適用企業の方が資本コストは明らかに低いものの、強制適用開始後には強制適用企業の資本コストは低下し両者の差異は僅少となることを示した。Florou and Pope [2012]は、IFRS が強制適用された時点において、強制適用企業および任意適用企業のいずれにおいても機関投資家の株式所有比率が高まることを示したほか、任意適用企業については、強制適用の開始以前においては同比率が低くなっていたとし、強制適用に伴う比較可能性の向上の影響を指摘した。

このように、財務報告の質の観点から IFRS の任意適用と強制適用を比較すると、任意適用の場合には、財務報告の質の向上がみられる一方で、強制適用の場合には財務報告の質の向上はみられていないようである。

(3) 保証

イ. 保証の動機

(イ) 企業要因・業種要因

保証の動機に関する研究では、CSR 活動や CSR 開示の動機に関する研究と同様に、規模が大きい企業、環境に影響を与える業種の企業、CSR 活動や CSR 開示に取り組んでいる企業で、CSR 開示に関する保証を受ける傾向が高いとする研究が多い(例えば、Simnett, Vanstraelen, and Chua [2009], Gillet-Monjarret [2015])。

これら以外の要因を分析した研究として、CSR 開示への保証の動機をコーポレート・ガバナンスとの関係から分析した Peters and Romi [2015]は、CSO (Chief Sustainability Officer) を設置している企業ほど保証を受け、その傾向は CSO が CSR の専門家の場合に高いことを示し、CSO は greenwashing のためではなく信頼性を強化する存在であるとしていた。また、Zhou, Simnett, and Green [2016]は、温室効果ガスの排出量に関する開示は、①定量的な開示であること、②保証に関する基準⁴⁵があること、から財務情報の開示に類似していることを指摘したうえで、強固なコーポレート・ガバナンスを有する企業で CSR 開示に関する保証を受ける傾向にあることを示した。

CSR 開示への保証の動機に関して、Chen and Cheng [2020]は、台湾の同族経営の上場企業は CSR 開示に関する保証を受ける傾向が低いものの、同族経営者の影響力が小さい場合であって同業種の企業が保証を受けることに伴うプレッシャーがある場合には CSR 開示に関する保証を受ける傾向が高まることを示した。また、Gillet-Monjarret [2015]は、メディアからのプレッシャーが CSR 報告書の保証を受ける動機になっていることを示した。

⁴⁵ IASE 3410 (International Auditing and Assurance Standards Board [2012])。

また、上述の Peters and Romi [2015]は、米国の大企業は保証を受ける傾向が低いものの、その傾向は弱まっていることを示した。この点に関連して、Casey and Grenier [2015]は、米国では金融機関および公共関連企業が他国の同業種の企業と比較して CSR に関する保証を受けていない傾向が高いことにつき、同業種に対する強い規制が保証の役割を代替していると解釈している。また、レバレッジの高い企業も同様の傾向にあり、銀行からのモニタリングが代替しているとした。

(ロ) 制度的要因

Simnett, Vanstraelen, and Chua [2009]は、31 か国の企業を対象に、保証を受ける動機を企業・業種要因のほか、法令環境、法起源（英米法・大陸法）について分析し、法令環境の高い国、大陸法（ステークホルダー指向）の国で保証を受ける傾向が高いことを示した。同様に、上述の Zhou, Simnett, and Green [2016]は、強いコーポレート・ガバナンスを有する企業では、大陸法の国、法的強制力の弱い国で保証を受ける傾向が低いことを示した。また、Dalla Via and Perego [2020]は、上述の研究の中で、企業の CSR 活動を保護することを目的とした司法制度がある場合に保証の水準が向上することを示した。

(ハ) 保証の依頼先

保証の依頼先が監査法人かそれ以外かという観点から保証の依頼先の選択に関する研究も進められている。Simnett, Vanstraelen, and Chua [2009]は、大陸法（ステークホルダー指向）の国で保証の依頼先を監査法人とする傾向が高いことを示し、この結果をより高い信頼性に対するニーズがあるためであると解釈している。同様に、Zhou, Simnett, and Green [2016]は、強いコーポレート・ガバナンスを有する企業に限り、大陸法の国や法的強制力の弱い国で保証の依頼先として監査法人を選択する傾向にあることを示した。また、Peters and Romi [2015]は、環境委員会に属している取締役の中に CSR の専門家がいる場合に監査法人から保証を受ける傾向が高いことを示し、保証に関して高い品質を求めているためであるとしている。なお、Michelon, Patten, and Romi [2019]は、監査法人とコンサルタントを比較すると、コンサルタントは手法に関する指摘や定量的に重要でない指摘をずるとしている。

また、Dalla Via and Perego [2020]は、24 か国の企業を対象に、CSR 報告書上でステークホルダーへの取り組みについて説明している企業、役員報酬を CSR の目標と紐づけている企業は、CSR 報告書に付与する保証の水準（保証の報告書により判断）が高い傾向にあるとしている。

ロ. 保証の経済的帰結

CSR 開示の保証による直接的な効果を分析した研究として、Ballou, Chen, Grenier, and Heitger [2018]は、監査法人による保証は、監査法人以外の保証よりも、CSR 開示の不正確性の発見が早いほか、将来の不正確性を予防すること、CSR 開示において、比較可能性を担保するための定義、範囲、手法の向上に貢献することを示した。同様に Maroun [2019]は、第三者による保証の利用により、統合報告書の質 (EY ランキング) が向上することを示した。一方で、Michelon, Patten, and Romi [2019]は、財務諸表監査における監査により誤謬が事前に発見され公表後の修正が減少するという一般的な認識とは異なり、CSR 開示に関連する保証では、財務諸表監査と比較して、誤謬が事前に発見されることは少なく、公表後の修正が多いとしている。

第3節(2)ロ. で紹介した自発的 CSR 開示の経済的帰結に関する研究でも、それぞれの研究の対象となる経済的帰結を説明する要因の1つとして、開示に保証が付されているかどうかによる影響が分析されているものの、その結果は区々であった。Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2011]および Tan, Tsang, Wang, and Zhang [2020]は、それぞれ、第三者による保証によって資本コストの低下および公募債券による資金調達といった経済的帰結が助長されるとしている。一方で、Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang [2012]、Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang [2014]、Christensen [2016]では、第三者による保証と経済的帰結の間に有意な関係は示されなかった。また、(1)ロ. で紹介した、Caglio, Melloni, and Perego [2020]は、CSR 開示が義務付けられた南アフリカの企業を対象に分析し、統合報告書に第三者の保証を受けることにより、記述情報のトーンの偏向性といった好ましくない特徴による影響が軽減されるとしている。

保証と経済的帰結の間の関係を中心に分析した研究として、Du and Wu [2019]は、保証が付されていない限り CSR 報告書の公表が将来の CSR に関連する違法行為の減少には関連しないことを示し、第三者の保証により CSR 報告書の信頼性が増すとしている。また、実験的な手法により Brown-Liburd and Zamora [2015]は、経営者が CSR 活動を行う誘因を持っている場合 (経営者の報酬が CSR 関連投資に正の関係で紐づけられており、企業が高い水準の CSR 関連投資を行っている場合)、企業価値評価において投資家は CSR 開示に関する保証が付されている場合にのみ CSR 活動を評価することを示した。同様に、Cheng, Green, and Ko [2015]も、実験的な手法により、CSR 指標が企業の戦略 (持続性による差別化戦略と CSR に関係のないコスト主導による戦略) に合致している場合、保証を受けていると投資家は CSR 指標をより意思決定に使用することを示した。

CSR 開示への保証と財務諸表監査の関係について、Asante-Appiah [2020]は、CSR に関する評判の悪い企業に対しては、監査法人は財務諸表監査の質を上げ

ていることを示した。また、Maso, Lobo, Mazzi, and Paugam [2020]は、55 か国の企業について、CSR に関する保証と財務諸表監査を同じ監査法人が行う場合に、ゴーイング・コンサーン・リスクの監査へのスピルオーバー効果を検証し、①ゴーイング・コンサーン・オピニオン⁴⁶の頻度が高くなることのほか、第2種の過誤（対立仮説が正しい時に帰無仮説を棄却しない）が低くなること、②環境・訴訟関連の引当金を多く積む顧客が増えること、③利益に継続性があり価値関連性があるほか、利益を減少させる方向の修正が起こりにくくなること、④監査報酬、トータル報酬が低くなることなどを示した。

（4）非財務情報の構成および位置

Bucaro, Jackson, and Lill [2020]は、実験的な手法により、CSR 情報が財務情報と同一の報告書の中で開示される場合と別々の報告書で開示される場合の投資家の判断への影響を比較し、別々の報告書で開示される場合の方が、投資家の判断への影響が大きいことを示した。この背景として、統合報告は、財務情報が投資家の意思決定に十分な情報であると強調している一方で、CSR 報告書の場合には、CSR 情報と財務情報が意思決定に同様に有用であるという多次元の見方を促すことを指摘した。

5. CSR 基準の統一化、開示の義務化への含意

（1）サーベイによる発見事項と含意

イ. 自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究

（イ）動機に関する研究

第3節では、自発的な CSR 活動および CSR 開示に関する研究をサーベイした。その中でも、第3節（1）では、イ. CSR 活動、ロ. CSR 開示の動機に関する研究をサーベイした。本稿の問題意識である CSR 基準の統一化、開示の義務化の観点からは、特に CSR 開示の動機に関する研究は、CSR 開示を義務付けるべきかどうかに関連する。すなわち、CSR 開示が必要と考えられる企業が自発的に CSR 開示を行うのであれば、制度的に CSR 開示を義務付ける必要がないためである。また、CSR 開示を義務付ける最終的な目的が CSR 活動の活発化にあるのであれば、CSR 活動の動機に関する研究も CSR 開示を義務付けるかどうかに関係してくると考えられる。

⁴⁶ 将来の事業継続に関する監査人の意見表明であり、会計分野の実証研究においては監査の質を示す代理変数の一つとして用いられることがある。

第3節(1)ロ.のCSR開示の動機に関しては、規模が大きい企業や環境への影響が大きい業種でCSR開示を行う傾向があることが示された。こうした結果は、メディア報道等のプレッシャーを受けやすい企業が自らの正当性を示すために開示を行うという Legitimacy theory の考え方からも直感的であると思われる。また、CSR活動との関係では、CSR活動が活発な企業ほど情報の非対称性を解消するために積極的にCSR開示を行うとする研究と、イメージを改善するために活発でないCSR活動をCSR開示で補うとする研究の2つの結果が示されている。さらに、自社要因であるコーポレート・ガバナンス、機密コストのほか、同業他社との関係、制度的要因(ステークホルダー指向・株主指向)がCSR開示を行うかどうかの意思決定に影響を与えていることが示されている。このように、様々な要因がCSR開示の意思決定に影響を与えるため、強制的な開示義務がない場合には、必ずしもすべての企業が投資家やステークホルダー全般にとって重要なCSR開示を行わない可能性があるほか、CSR開示を行う場合であっても、開示の量や質にばらつきが生じ、比較可能性が担保されない可能性がある。CSR開示の義務化の観点からは、CSR開示を義務付けることには一定の合理性があると考えられ、その際、比較可能性を担保するようなCSR基準の適用について検討することも必要であると考えられる。ただし、ここでは、CSR開示に関する作成コストについては分析できていない点に留意する必要がある。

第3節(1)イ.のCSR活動の動機に関しても、規模が大きい企業や機関投資家による保有比率が高い企業ではCSR活動への動機が大きいほか、CSR活動は、コーポレート・ガバナンス、CEOの特性、企業年齢や企業立地、制度的要因(ステークホルダー指向・株主指向)といった幅広い要因に影響されることが示された。そのため、企業の自発的なCSR活動だけに任せては、CSR活動のパフォーマンスにばらつきが生じ、不十分なCSR活動しか行わない企業もあると考えられる。後述のロ.(イ)での、CSR開示の義務化が企業の実体的なCSR活動を促進するという研究結果を踏まえると、多くの企業によるCSR活動を促進するためにCSR開示を義務付けることを検討することには一定の合理性がある可能性がある。

(ロ) 経済的帰結に関する研究

第3節(2)では、イ. CSR活動、ロ. CSR開示の経済的帰結に関する研究をサーベイした。本稿の問題意識であるCSR基準の統一化、開示の義務化の観点からは、特にCSR開示の経済的帰結に関する研究は、投資家およびその他のステークホルダーがCSR開示情報を利用しているかどうかに関係するため、CSR開示情報の有用性に関連する。また、CSR活動またはCSR開示を行うことによって、企業にとって好ましい経済的帰結があるのであれば、それらを行う動機にも関係してくると考えられる。

第3節(2)ロ.のCSR開示の経済的帰結に関しては、CSR開示は、株価や企業価値(トービンのq)との間に正の関係があるとする研究が多いほか、資本コスト、株式の市場流動性、アナリストの予想誤差、アナリストのフォローなどの市場関連指標にも改善の効果があるとする研究がみられた。また、そうした影響は、制度的要因(ステークホルダー指向・株主指向)や第三者による保証などに影響を受けるとする研究もみられた。こうした結果は、CSR開示情報が投資家によって利用されており有用な情報を提供しているとともに、情報の有用性は制度的な要因等にも影響を受けることを示していると考えられる。さらに、CSR開示により財務指標等が改善することを示す研究もあった。これらの結果から、CSR開示により企業にとって好ましい経済的帰結が生じており、CSR開示の動機になり得ると考えられる。

第3節(2)イ.のCSR活動の経済的帰結に関しては、CSR活動と株価や企業価値(トービンのq)および財務指標の改善効果との間に正の相関があるとする研究と負の相関があるとする研究に分かれていた。一方で、各種スプレッド、信用格付などの信用リスク関連指標やシステムティック・リスクといった市場リスク関連指標、情報の非対称性などに、CSR活動により好ましい経済的帰結がもたらされるとする研究が多くCSR活動の動機になり得ると考えられる。

ロ. CSR基準の統一化、開示の義務化に関連する研究

(イ) CSR開示の義務化に関する研究

第4節では、CSR基準の統一化、開示の義務化に直接的に関連する研究をサーベイした。まず、第4節(1)では、CSR開示の義務化の具体的な事例について、①義務化の前後を比較して分析した開示の義務化時の影響に関する研究、②義務が導入された後について分析した研究をサーベイした。これらの研究は、CSR開示の義務化時や義務化後の影響について直接的な示唆を与えてくれると考えられる。

第4節(1)イ.の開示の義務化時の影響に関する研究では、その結果が分かっている。CSR開示の義務化により、開示量の増加、企業価値の上昇、情報環境の改善、会計情報の価値関連性の改善がみられたとする研究がある一方で、CSR開示の義務化により株価や収益性が低下したとする研究もある。特に後者の研究については、CSR開示の義務が企業の実体的なCSR活動を促進し、その結果企業の収益性が低下したとする研究がある。これは、2つの意味で重要であると考えられる。1つは、CSR活動の活発化を目的とする政策としてCSR開示を義務付ける方法は意味があるという点である。例えば、気候変動の問題に対処するために、気候変動リスクに関する開示を義務付けることは意味があると言える。もう1つは、第3節(2)ロ.の自発的開示のケースと比べて、株価や収益性に

マイナスの影響を与えるとする研究が多い点である。こうした違いに対し、自発的開示のケースでは、好ましい影響が期待される企業のみが自発的に CSR 開示を行うという *self selection bias* の問題に十分に対処できていないためであるとの指摘もある (Christensen, Hail, and Leuz [2019])。また、CSR 開示を行う動機の高い企業は、義務化以前にも自発的に CSR 開示を行っており、CSR 開示の義務化による影響は比較的小さいとの指摘もあった。この点は、(ロ)において、改めて論じたい。

また、第4節(1)ロ.の開示が義務付けられた環境に関する研究では、南アフリカに関する研究を中心に、CSR 開示における記述情報の性質と情報の有用性が関連していること、CSR 開示が外部への情報提供だけでなく内部管理でも利用されていること、CSR 基準への整合度合いが高まるにつれアナリストの予想誤差・ばらつきや資本コストが小さくなることなどが示されている。これらの分析結果は、上述の *self selection bias* の問題から逃れられているという意味で、CSR 開示の義務化による影響に関して示唆を与えてくれると考えられる。

(ロ) 基準の統一化：IFRS 強制適用時の経験

第4節(2)では、本稿のもう1つの問題意識である基準の統一化に関連する研究をサーベイした。現実において CSR 基準の統一化は行われていないため、類似する事例として IFRS の強制適用に関する研究を取り上げた。

第4節(2)イ.の比較可能性に関する研究では、IFRS 強制適用に伴い比較可能性が向上したかどうかについて、分析手法の違いにより異なる結果が出ており、定まった見方はないようであった。また、強制の枠組みや企業の IFRS の遵守状況が比較可能性に影響を与えているとする研究があった。これらの結果を CSR 基準に当て嵌めた場合、単純に CSR 基準を統一化するだけでは比較可能性が担保できるかどうかは必ずしも明確ではなく、強制や遵守の枠組みをどのように構築するかを併せて検討することが重要であると考えられる。

第4節(2)ロ.の任意適用と強制適用の比較に関する研究では、財務報告の質の観点から IFRS の任意適用と強制適用を比較すると、任意適用の場合には財務報告の質の向上がみられる一方で、強制適用の場合には財務報告の質の向上はみられていないようであった。こうした結果は、財務報告の質は、優れているとされる会計基準を企業が単に適用することだけではなく、会計基準の適用に対する誘因が高い企業は任意適用しているという意味で、会計基準の適用に対する誘因に大きく依存することを意味していると考えられる (Ball, Robin, and Wu [2003])。この結果を CSR 基準に当て嵌めた場合、CSR 基準の統一化があったとしても、すでに何らかの CSR 基準を能動的に適用し開示を行っている企業は質の高い開示を続ける一方で、開示が強制されたと感じる企業の開示の質は高くない可能性があると考えられる。

(ハ) 保証に関する研究

第4節(3)では、追加的な論点として、CSR開示に対する保証に関する研究をサーベイした。CSR開示に対する保証は、信頼性を担保する手段としてCSR基準設定や規制の策定でも重要な論点となっているものである。

第4節(3)イ.の保証の動機に関する研究では、規模が大きい企業、環境に影響を与える業種の企業、CSR活動やCSR開示に取り組んでいる企業で、保証を受ける傾向が高いとする研究が多かった。また、強固なコーポレート・ガバナンスを有する企業で保証を受ける傾向にあり、同業他社やメディアからのプレッシャーが保証を受ける動機となることを示す研究もあった。さらに保証の動機には法令環境や法起源といった制度的要因が影響を与えているとする研究もあった。また、第4節(3)ロ.の保証の経済的帰結に関する研究では、財務諸表監査における監査とは異なり、CSR開示に対する保証では、誤謬が事前に発見されることは少なく公表後の修正が多いとする研究もあったものの、多くの研究では第三者による保証により、CSR開示の信頼性が増すとされていた。

これらの結果から、第三者による保証には開示情報の信頼性の向上が期待できる中で、企業の自発性だけに任せては、企業毎に対応が異なり、必ずしも必要な企業のすべてが保証を受けない可能性があると考えられるため、CSR開示に第三者の保証を義務付けることには一定の合理性がある可能性がある。ただし、保証については、コスト面など情報開示とは異なる論点もあり、それらについては十分分析できていない点に留意する必要がある。

(二) 非財務情報の構成および位置

第4節(4)では、追加的な論点として、非財務情報の構成および位置に関する研究を紹介した。そこでは、実験的な手法により、CSR情報が財務情報と同一の報告書の中で開示される場合と別々の報告書で開示される場合の投資家の判断への影響を比較した研究を紹介したが、そうした研究は1つしか見つかっていないため、方向性のある議論は困難であると考えられる。

(2) 本サーベイの限界と今後の研究に対する提言

イ. 本サーベイの限界

本稿では、主にCSR活動およびCSR開示の動機および経済的帰結の観点からこれまでの研究をサーベイした。経済的帰結の観点からCSR開示情報が投資家やその他ステークホルダーに利用されており、CSR開示には一定の有用性があることが示された。ただし、会計基準や規制の導入の是非を検討するにあたっては、その便益とコストを比較して検討することが一般的であるものの、CSR開示の作成コストやCSR活動に関する包括的なコストについては十分に分析でき

ていない。また、規制の便益を測るうえでは、個々の経済主体への有用性だけでなく、情報のスピルオーバー効果、外部性、ネットワーク効果といった市場規模での規制の効果が重要であるとの指摘もあるものの（Leuz and Wysocki [2016] p. 529）、本稿ではこうした効果は分析できていない。

また、本稿では、個々の研究のリサーチ・デザインについて検証をせずに、個々の研究が主張する分析結果や解釈を紹介している。特に、第3節（2）ロ. の自発的な CSR 開示の経済的帰結に関する研究において、CSR 開示により株価や企業価値との間に正の関係があるとする研究が多いほか、その他の市場関連指標にも改善の効果があるとする研究がみられた一方で、第4節（1）の CSR 開示の義務化に関する研究では、株価や収益性にマイナスの影響を与えるとする研究が多かった。こうした分析結果の相違は、自発的な CSR 開示に関する研究のリサーチ・デザイン（self-selection bias の問題）に主に由来する可能性があり（Christensen, Hail, and Leuz [2019]）、自発的な CSR 開示に関する研究の分析結果は割り引いて考える必要がある可能性がある。

さらに、CSR 開示に関する研究の数は比較的少なく、特に CSR 開示の義務化に関する研究は限られるため、これらの研究の分析結果は幅をもって考える必要があると考えられる。

ロ. 今後の研究に対する提言

財務報告に関する研究では、代表的な定量的指標（例えば、利益や包括利益）があることから、いわゆる価値関連性の分野において、どのような個別の情報に有用性があるかを探る研究が進められてきている。一方で、CSR に関する実証研究では、CSR 活動や CSR 開示は多岐にわたり定量化が困難なものも含まれることもあって、多くの実証研究において CSP 指数や CSD 指数が用いられており（第2節（2）ハ.（イ）参照）、どのような情報が意思決定に影響したかを判別することが困難なケースが多い。どのレベルで CSR 基準の統一化や開示義務化をすべきか、具体的な CSR 基準に即して論じるには、個別の情報の有用性が論点の1つとなると考えられるため、個別の情報に焦点を当てた研究のさらなる拡大が望まれるほか、各国の開示制度や準拠する CSR 基準が与える影響についての研究も有益な示唆を与えるものと考えられる。

また、本稿では、追加的な論点を検討するにあたっては、EU 指令の改定について意見を募集する市中協議文書（European Commission [2020]）に挙げられていた論点を参考にした⁴⁷。同市中協議文書および IFRS 財団評議員会の市中協議文書（IFRS Foundation Trustees [2020]）で取り上げられているにもかかわらず、関

⁴⁷ 脚注 35 参照。

連する研究が見つけれなかった論点としてマテリアリティの論点（誰にとって重要性がある情報を開示するかという論点⁴⁸。図表3参照）がある。また、非財務情報の構成および位置（財務情報と合わせて開示するか、別開示するか）に関する研究は1つしか見つけれなかった（第4節（4）参照）。これらの論点は、CSR基準の設定や開示制度の設計において、非常に重要と考えられるため、今後の研究が望まれる。

6. おわりに

本稿では、CSR基準の統一化、開示の義務化を問題意識として、2010年以降のCSRに関する研究を中心にサーベイを行い、①自発的なCSR活動やCSR開示に関する研究と、②CSR開示の義務化などの研究に分けて整理した。本稿のサーベイによる発見事項とCSR基準の統一化、開示の義務化への含意、および留意点を纏めると以下の通りである。

自発的なCSR開示の動機に関しては、様々な要因が意思決定に影響を与えるため、開示義務がない場合には、必ずしもすべての企業が投資家やステークホルダー全般にとって重要なCSR開示を行わない可能性があるため、CSR開示の義務化には一定の合理性がある可能性がある。

自発的なCSR開示の経済的帰結に関しては、CSR開示は、株価や企業価値との間に正の関係があるとする研究が多いほか、制度的要因に影響を受けるとする研究もみられた。こうした結果は、CSR開示は投資家に有用な情報を提供するとともに、情報の有用性は制度的要因等にも影響を受けることを示していると考えられる。

また、具体的な事例についてCSR開示の義務化の前後を比較した研究では、CSR開示の義務化により、開示量の増加や企業価値の上昇などがみられる研究があった一方で、義務化が企業の実体的なCSR活動を促進し、その結果、企業の収益性が低下したとする研究もみられた。特に後者の研究は、①CSR活動の活発化を目的とする政策としてCSR開示を義務付ける方法は意味がある、②CSR開示を義務付けることにより収益性にマイナスの影響を与える可能性があるという意味で重要である。

さらに、IFRSの強制適用に関する研究結果をCSR基準の統一化の場合に当て嵌めると、①単純にCSR基準を統一化するだけでは比較可能性が担保できるかどうかは必ずしも明確ではなく、強制や遵守の枠組みを併せて検討することが

⁴⁸ 同じマテリアリティの論点でも、SASBの定める業種別の重要性の高い要素については、Khan, Serafeim, and Yoon [2016]が分析している（第3節（2）イ．（イ）参照）。

重要であること、②CSR 基準の統一化があったとしても、すでに何らかの CSR 基準を能動的に適用し開示を行っている企業は、質の高い開示を続ける一方で、開示が強制された企業の開示の質は高くない可能性があることを示唆している。

追加的な論点として、CSR 開示に対する保証に関する研究結果を CSR 開示の義務化の場合に当て嵌めると、第三者による保証には信頼性の向上が期待できる中で、企業の自発性だけに任せては、必ずしも必要な企業のすべてが保証を受けない可能性がある。このため、CSR 開示に第三者の保証を義務付けることには一定の合理性がある可能性がある。

ただし、会計基準や規制の導入の是非を検討するにあたっては、その便益とコストを比較して検討することが一般的であり、本稿では包括的な便益とコストの比較は行えていない点には留意が必要である。

また、足許、CSR 基準の統一化、開示の義務化の動きは大きく進展しており、グローバルに統一された CSR 基準の設定に関する議論が活発になされる中、一部の国や地域では先行して、法令等により開示の義務付けを進めている。こうした状況下、どのレベルで基準の統一化や開示の義務化を図るのか、グローバルでの議論や各国の対応をどのような順序で行っていくのか、といった課題がこれから注目されることが考えられる。今後、CSR 開示義務化の事例を対象とした研究、各国の開示制度や制約する CSR 基準による影響の違いなどに着目した研究などに進展が見られれば、こうした課題への対応に手掛かりを与えるものとなるだろう。

参考文献

- Abdelfattah, Tarek, and Ahmed Aboud, "Tax Avoidance, Corporate Governance, and Corporate Social Responsibility: The Case of the Egyptian Capital Market," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 38, 2020.
- Adhikari, Ajay, David Emerson, Andrea Gouldman, and Rasoul Tondkar, "An Examination of Corporate Social Disclosures of Multinational Corporations: A Cross-National Investigation," *Advances in accounting*, 31(1), 2015, pp. 100-106.
- Aerts, Walter, and Denis Cormier, "Media Legitimacy and Corporate Environmental Communication," *Accounting, Organizations and Society*, 34(1), 2009, pp. 1-27.
- , —————, and Michel Magnan, "Intra-Industry Imitation in Corporate Environmental Reporting: An International Perspective," *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(3), 2006, pp. 299-331.
- Ahmed, Anwer S., Michael Neel, and Dechun Wang, "Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence," *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 2013, pp. 1344-1372.
- Ali, Waris, Jędrzej George Frynas, and Zeeshan Mahmood, "Determinants of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure in Developed and Developing Countries: A Literature Review," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24, 2017, pp. 273-294.
- Asante-Appiah, Bright, "Does the Severity of a Client's Negative Environmental, Social and Governance Reputation Affect Audit Effort and Audit Quality?" *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 2020.
- Atwood, T. J., Michael S. Drake, James N. Myers and Linda A. Myers, "Do earnings reported under IFRS tell us more about future earnings and cash flows?" *J. Account. Public Policy*, 30(4), 2011, pp. 103-121.
- Australian Securities Exchange Corporate Governance Council, "Corporate Governance Principles and Recommendations 4th Edition," 2019 (available at <https://www2.asx.com.au/content/dam/asx/about/corporate-governance-council/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf>、2021年9月10日)。
- Aureli, Selena, Elisabetta Magnaghi, and Federica Salvatori, "The Role of Existing Regulation and Discretion in Harmonising Non-Financial Disclosure," *Accounting in Europe*, 16(3), 2019, pp. 290-312.
- Australian Securities and Investments Commission, "Regulatory Guide 228 Prospectuses: Effective Disclosure for Retail Investors," 2019a. (available at <https://download.asic.gov.au/media/5230057/rg228-published-12-august-2019.pdf>、2021年9月10日)。

- , “Regulatory Guide 247 Effective Disclosure in an Operating and Financial Review,” 2019b. (available at <https://download.asic.gov.au/media/5230063/rg247-published-12-august-2019.pdf>, 2021年9月10日).
- Baboukardos, Diogenis, and Gunnar Rimmel, “Value Relevance of Accounting Information Under an Integrated Reporting Approach: A Research Note,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 2016, pp. 437-452.
- Bae, Kee-Hong, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, and Ying Zheng, “Does Corporate Social Responsibility Reduce the Costs of High Leverage? Evidence from Capital Structure and Product Market Interactions,” *Journal of Banking & Finance*, 100, 2019, pp. 135-150.
- Ball, Ray, Ashok Robin, and Joanna Shuang Wu, “Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries,” *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 2003, pp. 235-270.
- Ballou, Brian, Po-Chang Chen, Jonathan H. Grenier, and Dan L. Heitger, “Corporate Social Responsibility Assurance and Reporting Quality: Evidence from Restatements,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(2), 2018, pp. 167-188.
- Barker, Richard and Robert G. Eccles, “Should FASB and IASB Be Responsible for Setting Standards for Nonfinancial Information?” Green Paper, University of Oxford Saïd Business School, October 2018.
- Barth, Mary E., Steven F. Cahan, Li Chen, and Elmar R. Venter, “The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects,” *Accounting Organizations and Society*, 62, 2017, pp. 43-64.
- , Wayne R. Landsman and Mark Lang “International Accounting Standards and Accounting Quality,” *Journal of Accounting Research*, 46(3), 2008, pp.467-498.
- Becchetti, Leonardo, Rocco Ciciretti, and Alessandro Giovannelli, “Corporate Social Responsibility and Earnings Forecasting Unbiasedness,” *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 2013, pp. 3654-3668.
- Bernardi, Cristiana, and Andrew Stark, “On the Value Relevance of Information on Environmental and Social Activities and Performance—Some Evidence from the UK Stock Market,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(4), 2018, pp. 282-299.
- Boodoo, Muhammad Umar, “Does Mandatory CSR Reporting Regulation Lead to Improved Corporate Social Performance? Evidence from India,” SSRN Working Paper, 2016. (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2823956>, 2021年9月10日)
- Bozzolan, Saverio, Michele Fabrizi, Christine A. Mallin, and Giovanna Michelon, “Corporate Social Responsibility and Earnings Quality: International Evidence,” *The International Journal of Accounting*, 50(4), 2015, pp. 361-396.

- Brammer, Stephen, Chris Brooks, and Stephen Pavelin, "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *Financial Management*, 35(3), 2006, pp. 97-116.
- Breuer, Wolfgang, Torbjörn Müller, David Rosenbach, and Astrid Salzmann, "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Cost of Equity: A Cross-Country Comparison," *Journal of Banking & Finance*, 96, 2018, pp. 34-55.
- Brooks, Chris and Ioannis Oikonomou, "The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value: A Review of the Literature in Accounting and Finance," *The British Accounting Review*, 50(1), 2018, pp. 1-15.
- Brown-Liburd, Helen, and Valentina L. Zamora, "The Role of Corporate Social Responsibility (CSR) Assurance in Investors' Judgments When Managerial Pay is Explicitly Tied to CSR Performance," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 2015, pp. 75-96.
- Brüggemann Ulf, Jörg-Markus Hitz, and Thorsten Sellhorn, "Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption," *European Accounting Review*, 22(1), 2013, pp. 1-37.
- Bucaro, Anthony C., Kevin E. Jackson, and Jeremy B. Lill, "The Influence of Corporate Social Responsibility Measures on Investors' Judgments When Integrated in a Financial Report Versus Presented in a Separate Report," *Contemporary Accounting Research*, 37(2), 2020, pp. 665-695.
- Burke, Qing L., Po-Chang Chen, and Gerald J. Lobo, "Is Corporate Social Responsibility Performance Related to Conditional Accounting Conservatism?" *Accounting Horizons*, 34(2), 2020, pp. 19-40.
- Business Roundtable, "Statement on the Purpose of a Corporation," 2019. (available at <https://s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationJuly2021.pdf>, 2021年9月10日)
- Byun, Seong K., and Jong-Min Oh, "Local Corporate Social Responsibility, Media Coverage, and Shareholder Value," *Journal of Banking & Finance*, 87, 2018, pp. 68-86.
- Caglio, Ariela, Gaia Melloni, and Paolo Perego, "Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting," *European Accounting Review*, 29(1), 2020, pp. 55-83.
- Cahan, Steven F., Chen Chen, Li Chen, and Nhut H. Nguyen, "Corporate Social Responsibility and Media Coverage," *Journal of Banking & Finance*, 59, 2015, pp. 409-422.
- , Charl de Villiers, Debra C. Jeter, Vic Naiker, and Chris J. Van Staden, "Are

- CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence,” *European Accounting Review*, 25(3), 2016, pp. 579-611.
- Cai, Weixing, Edward Lee, Alice Liang Xu, and Cheng (Colin) Zeng, “Does Corporate Social Responsibility Disclosure Reduce the Information Disadvantage of Foreign Investors?” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 34, 2019, pp. 12-29.
- Cannon, James N., Zhejia Ling, Qian Wang, and Olena V. Watanabe, “10-K Disclosure of Corporate Social Responsibility and Firms’ Competitive Advantages,” *European Accounting Review*, 29(1), 2020, pp. 85-113.
- Casey, Ryan J., and Jonathan H. Grenier, “Understanding and Contributing to the Enigma of Corporate Social Responsibility (CSR) Assurance in the United States,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 2015, pp. 97-130.
- Cascino, Stefano, and Joachim Gassen, “What Drives the Comparability Effect of Mandatory IFRS Adoption?” *Review of Accounting Studies*, 20(1), 2015, pp. 242-282.
- CDP, Climate Disclosure Standards Board, Global Reporting Initiative, International Integrated Reporting Council, and Sustainability Accounting Standards Board, “Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting,” 2020a.
- , —————, —————, —————, and —————, “Reporting on Enterprise Value: Illustrated with a Prototype Climate-Related Financial Disclosure Standard,” 2020b.
- CFA Institute, “Environmental, Social and Governance (ESG) Survey,” CFA Institute, 2017.
- Chen, Yu-Lin, and Hsin-Yao Cheng, “Public Family Businesses and Corporate Social Responsibility Assurance: The Role of Mimetic Pressures,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 2020.
- Chen, Tao, Hui Dong, and Chen Lin, “Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Financial Economics*, 135(2), 2020, pp. 483-504.
- Chen, Yi-Chun, Mingyi Hung, and Yongxiang Wang, “The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China,” *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 2018, pp. 169-190.
- Cheng, Mandy Man-sum, Wendy J. Green, and John Chi Wa Ko, “The Impact of Strategic Relevance and Assurance of Sustainability Indicators on Investors’ Decisions,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 2015, pp. 131-162.
- Cheung, Yan-Leung, Weiqiang Tan, and Wenming Wang, “Where Do Banks Value Corporate Social Responsibility More? Evidence on the Role of National Culture,”

- Journal of Banking & Finance*, 118, 2020.
- Cho, Charles, "Legitimation Strategies Used in Response to Environmental Disaster: A French Case Study of Total SA's Erika and AZF Incidents," *European Accounting Review*, 18(1), 2009, pp. 33-62.
- , and Dennis M. Patten, "The Role of Environmental Disclosures as Tools of Legitimacy: A Research Note," *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8), 2007, pp. 639-647.
- , Martin Freedman, and Dennis M. Patten, "Corporate Disclosure of Environmental Capital Expenditures: A Test of Alternative Theories," *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 25(3), 2012, pp. 486-507.
- , Ronald P. Guidry, Amy M. Hageman, and Dennis M. Patten, "Do Actions Speak Louder than Words? An Empirical Investigation of Corporate Environmental Reputation," *Accounting, Organizations and Society*, 37(1), 2012, pp. 14-25.
- , Matias Laine, Robin W. Roberts, and Michelle Rodrigue, "Organized Hypocrisy, Organizational Façades, and Sustainability Reporting," *Accounting, Organizations and Society*, 40, 2015, pp. 78-94.
- , Giovanna Michelon, Dennis M. Patten, and Robin W. Roberts, "CSR Disclosure: the More Things Change...?" *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(1), 2015, pp. 14-35.
- Cho, Seong-Yeon, Pyung Kyung Kang, Cheol Lee, and Cheong Kyu Park, "Financial Reporting Conservatism and Voluntary CSR Disclosure," *Accounting Horizons*, 34(2), 2020, pp. 63-82.
- , Cheol Lee, and Ray J. Pfeiffer Jr., "Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry," *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 2013, pp. 71-83.
- Christensen, Dane M., "Corporate Accountability Reporting and High-Profile Misconduct," *The Accounting Review*, 91(2), 2016, pp. 377-399.
- , George Serafeim, and Anywhere Sikochi, "Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings," *The Accounting Review*, 2021 (available at <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>, 2021年9月10日)
- Christensen, Hans Bonde, Eric Floyd, Lisa Yao Liu, and Mark Maffett, "The Real Effects of Mandated Information on Social Responsibility in Financial Reports: Evidence from Mine-Safety Records," *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 2017, pp. 284-304.
- , Luzi Hail, and Christian Leuz, "Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement," *Journal of Accounting Economics*, 56, 2013, pp. 147-177.

- , —————, and —————, “Economic Analysis of Widespread Adoption of CSR and Sustainability Reporting Standards: Structured Overview of CSR Literature,” 2018. (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3313793>、2021年9月10日)
- , —————, and —————, “Adoption of CSR and Sustainability Reporting Standards: Economic Analysis and Review,” NBER Working Paper 26169, National Bureau of Economic Research, 2019.
- , Edward Lee, Martin Walker, and Cheng Zeng, “Incentives or Standards: What Determines Accounting Quality Changes around IFRS Adoption?” *European Accounting Review*, 24(1), 2015, pp.31-61.
- Chung, Jieun, and Charles H. Cho, “Current Trends within Social and Environmental Accounting Research: A Literature Review,” *Accounting Perspectives*, 17(2), 2018, pp. 207-239.
- Church, Bryan K., Wei Jiang, Xi (Jason) Kuang, and Adam Vitalis, “A Dollar for a Tree or a Tree for a Dollar? The Behavioral Effects of Measurement Basis on Managers' CSR Investment Decision,” *The Accounting Review*, 94(5), 2019, pp. 117-137.
- Clarkson, Peter, Xiaohua Fang, Yue Li, and Gordon D. Richardson, “The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative?” *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 2013, pp. 410-431.
- , Yue Li, Gordon D. Richardson, and Florin P. Vasvari, “Does It Really Pay to Be Green? Determinants and Consequences of Proactive Environmental Strategies,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 2011, pp. 122-144.
- Cooper, Sue A., K. K. Raman, and Jennifer Yin, “Halo Effect or Fallen Angel Effect? Firm Value Consequences of Greenhouse Gas Emissions and Reputation for Corporate Social Responsibility,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(3), 2018, pp. 226-240.
- Cormier, Denis, Michel Magnan, and Barbara Van Velthoven, “Environmental Disclosure Quality in Large German Companies: Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions?” *European Accounting Review*, 14(1), 2005, pp. 3–39.
- Cormier, Denis, and Michel Magnan, “Environmental Reporting Management: a Continental European Perspective,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(1), 2003, pp. 43-62.
- Cornett, Marcia Millon, Otgontsetseg Erhemjamts, and Hassan Tehranian, “Greed or Good Deeds: An Examination of the Relation between Corporate Social Responsibility and the Financial Performance of U.S. Commercial Banks around the Financial Crisis,” *Journal of Banking & Finance*, 70, 2016, pp. 137-159.
- Corporate Reporting Dialogue, “Driving Alignment in Climate-related Reporting,”

2019. (available at https://corporatereportingdialogue.com/wp-content/uploads/2019/09/CRD_BAP_Report_2019.pdf、2021年9月10日)
- Dai, Rui, Hao Liang, and Lilian K. Ng, “Socially Responsible Corporate Customers,” *Journal of Financial Economics*, 2020 (available at <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.003>、2021年9月10日)
- Dalla Via, Nicola, and Paolo Perego, “The Relative Role of Firm Incentives, Auditor Specialization, and Country Factors as Antecedents of Non-financial Audit Quality,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 39(3), 2020, pp.75-104.
- Daske, Holger, Luzi Hail, Christian Leuz, and Rodrigo Verdi, “Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences,” *Journal of Accounting Research*, 46(5), 2008, pp. 1085-1142.
- Davidson, Robert H., Aiysha Dey, and Abbie Smith, “CEO Materialism and Corporate Social Responsibility,” *The Accounting Review*, 94(1), 2019, pp. 101-126.
- Davis, Angela K., David A. Guenther, Linda K. Krull, and Brian M. Williams, “Do Socially Responsible Firms Pay More Taxes?” *The Accounting Review*, 91(1), 2016, pp. 47-68.
- Deegan, Craig, “Legitimacy Theory,” in Zahirul. Hoque Ed. *Methodological issues in accounting research: Theories and methods*, London: Spiramus Press, 2006, pp. 161-182.
- De George, Emmanuel T., Xi Li, and Lakshmanan Shivakumar, “A Review of the IFRS Adoption Literature,” *Review of Accounting Studies*, 21(3), 2016, pp.898-1004.
- de Villiers, Charl, and Chris J Van Staden, “Where Firms Choose to Disclose Voluntary Environmental Information,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 2011, pp. 504-525.
- Department for Work and Pensions, “Taking Action on Climate Risk: Improving Governance and Reporting by Occupational Pension Schemes,” 2020.
- Dhaliwal, Dan S., Oliver Zhen Li, Albert Tsang, and Yong George Yang, “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting,” *The Accounting Review*, 86(1), 2011, pp. 59-100.
- , —————, —————, and —————, “Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Roles of Stakeholder Orientation and Financial Transparency,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 2014, pp. 328-355.
- , Suresh Radhakrishnan, —————, and —————, “Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure,” *The Accounting Review*, 87(3), 2012, pp. 723-759.

- Di Giuli, Alberta, and Leonard Kostovetsky, “Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Financial Economics*, 111(1), 2014, pp. 158-180.
- Du, Kai, and Shing Jen Wu, “Does External Assurance Enhance the Credibility of CSR Reports? Evidence from CSR-Related Misconduct Events in Taiwan,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 38(4), 2019, pp. 101-130.
- Du, Shuili, Xiaolu Xu, and Kun Yu, “Does Corporate Social Responsibility Affect Auditor-Client Contracting? Evidence from Auditor Selection and Audit Fees,” *Advances in accounting*, 51, 2020.
- Dumay, John, Cristianna Bernardi, James Guthriea, and Paola Demartini, “Integrated Reporting: A Structured Literature Review,” *Accounting Forum*, 40, 2016, pp. 166-185.
- Dyck, Alexander, Karl Lins, Lukas Roth, and Hannes Wagner, “Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 131(3), 2019, pp. 693-714.
- Eccles, Robert G. and Mirtha Kastrapeli, “The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value through ESG,” State Street, 2017.
- Eichholtz, Piet, Rogier Holtermans, Nils Kok, and Erkan Yönder, “Environmental Performance and the Cost of Debt: Evidence from Commercial Mortgages and REIT Bonds,” *Journal of Banking & Finance*, 102, 2019, pp. 19-32.
- El Ghoul, Sadok, and Aymen Karoui, “Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows?” *Journal of Banking & Finance*, 77, 2017, pp. 53-63.
- El Ghoul, Sadok, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, and Dev Mishra, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?” *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2011, pp. 2388-2406.
- , —————, He Wang, and Chuck C.Y. Kwok, “Family Control and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Banking & Finance*, 73, 2016, pp. 131-146.
- El Ghoul, Sadok, and Aymen Karoui, “Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows?” *Journal of Banking & Finance*, 77, 2017, pp. 53-63.
- Elliott, W. Brooke, Kevin E. Jackson, Mark E. Peecher, and Brian J. White, “The Unintended Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Investors' Estimates of Fundamental Value,” *The Accounting Review*, 89(1), 2014, pp. 275-302.
- European Banking Authority, “Survey: Pillar 3 Disclosures on ESG Risks under Article 449a CRR,” 2020.
- European Commission, “Communication from the Commission — Guidelines on Non-

- Financial Reporting (Methodology for Reporting Non-financial Information),” European Commission, 2017.
- , “Communication from the Commission — Guidelines on Non-financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-related Information,” European Commission, 2019.
- , “Consultation Document — Review of the Non-Financial Reporting Directive,” European Commission, 2020.
- , “Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility,” Green Paper, European Commission, 2001.
- European Union, “Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms and Amending Regulation (EU) No 648/2012,” European Union, 2013.
- , “Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 Amending Directive 2013/34/EU as Regards Disclosure of Non-financial and Diversity Information by Certain Large Undertakings and Groups, European Union, 2014.
- , “Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability-related Disclosures in the Financial Services Sector,” 2019.
- Feng, Zhi-Yuan, Carl R. Chen, and Yen-Jung Tseng, “Do Capital Markets Value Corporate Social Responsibility? Evidence from Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Banking & Finance*, 94, 2018, pp. 54-74.
- Fernando, Susith, and Stewart Lawrence, “A Theoretical Framework for CSR Practices: Integrating Legitimacy Theory, Stakeholder Theory and Institutional Theory,” *Journal of Theoretical Accounting Research*. 10(1), 2014, pp. 149-178.
- Ferrell, Allen, Hao Liang, and Luc Renneboog, “Socially Responsible Firms,” *Journal of Financial Economics*, 122(3), 2016, pp. 585-606.
- Financial Conduct Authority (FCA), “Proposals to Enhance Climate-related Disclosures by Listed Issuers and Clarification of Existing Disclosure Obligations,” Policy Statement PS20/17, 2020.
- Florou, Annita, and Peter F. Pope, “Mandatory IFRS Adoption and Institutional Investment Decisions,” *The Accounting Review*, 87(6), 2012, pp. 1993–2025.
- Freeman, R. Edward., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman, 1984.
- Friedman, Milton, “The social Responsibility of Business Is to Increase Profits,” *The New*

- York Times Magazine*, September 13, 1970, pp. 32–33.
- Gao, Fang, Yi Dong, Chenkai Ni, and Renhui Fu, “Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality,” *European Accounting Review*, 25(2), 2016, pp. 287-317.
- Gao, Feng, Ling Lei Lisic, and Ivy Xiyang Zhang, “Commitment to Social Good and Insider Trading,” *Journal of Accounting and Economics*, 57(2), 2014, pp. 149-175.
- Ge, Wenxia, and Mingzhi Liu, “Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(6), 2015, pp. 597-624.
- Gillet-Monjarret, Claire, “Assurance of Sustainability Information: A Study of Media Pressure,” *Accounting in Europe*, 12(1), 2015, pp. 87-105.
- Gloßner, Simon, “Investor Horizons, Long-Term Blockholders, and Corporate Social Responsibility,” *Journal of Banking & Finance*, 103, 2019, pp. 78-97.
- Gómez-Carrasco, Pablo, Encarna Guillamón-Saorín, and Beatriz García Osma “Stakeholders versus Firm Communication in Social Media: The Case of Twitter and Corporate Social Responsibility Information,” *European Accounting Review*, 2020 (available at <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1708428>, 2021 年 8 月 30 日).
- Goss, Allen, and Gordon S. Roberts, “The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans,” *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 2011, pp. 1794-1810.
- Government of Canada, “Final Report of the Expert Panel on Sustainable Finance - Mobilizing Finance for Sustainable Growth,” 2019.
- Grewal, Jody, Edward J. Riedl, and George Serafeim, “Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure,” Harvard Business School Working Paper, No. 16-025, 2015.
- Griffin, Paul A., and Estelle Sun, “Going Green: Market Reaction to CSR Newswire Releases,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(2), 2013, pp. 93-113.
- Guiral, Andres, Doocheol Moon, Hun, Tong Tan, and Yao Yu, “What Drives Investor Response to CSR Performance Reports?” *Contemporary Accounting Research*, 37(1), 2020, pp. 101-130.
- Guo, Jun, Pinghsun Huang, and Yan Zhang, “Accounting Conservatism and Corporate Social Responsibility,” *Advances in accounting*, 51, 2020.
- Hąbek, Patrycja and Radosław Wolniak, “Assessing the Quality of Corporate Social Responsibility Reports: the Case of Reporting Practices in Selected European Union Member States,” *Quality & Quantity International Journal of Methodology*, 50(1), 2016, pp. 399–420.
- Halbritter, Gerhard, and Gregor Dorfleitner, “The Wages of Social Responsibility — Where Are They? A Critical Review of ESG Investing,” *Review of Financial Economics*, 26, 2015, pp. 25-35.

- Harjoto, Maretno A., Indrarini Laksmana, and W. Eric Lee, "Female Leadership in Corporate Social Responsibility Reporting: Effects on Writing, Readability and Future Social Performance," *Advances in accounting*, 49, 2020.
- Healy, Paul M., and Palepu, Krishna G, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 2001, pp. 405-440.
- Heckman, James, "The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection and Limited Dependent Variables and a Simple Estimator for Such Models," *Annals of Economic and Social Measurement*, 5(4), 1976, pp.475-492.
- , "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, 47(1), 1979, pp. 153-162.
- Her Majesty's Treasury, "Interim Report of the UK's Joint Government-Regulator TCFD Taskforce," Her Majesty's Treasury 2020a.
- , "A Roadmap Towards Mandatory Climate Related-disclosures," Her Majesty's Treasury 2020b.
- Hoi, Chun-Keung, Qiang Wu, and Hao Zhang, "Is Corporate Social Responsibility (CSR) Associated with Tax Avoidance? Evidence from Irresponsible CSR Activities," *The Accounting Review*, 88(6), 2013, pp. 2025-2059.
- Hummel, Katrin, and Christian Schlick, "The Relationship between Sustainability Performance and Sustainability Disclosure – Reconciling Voluntary Disclosure Theory and Legitimacy Theory," *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 2016, pp.455-476.
- Hummel, Katrin, and Peter Rötzel, "Mandating the Disclosure of Sustainability Information in Annual Reports – Evidence from the United Kingdom," *Schmalenbach Business Review*, 71(2), 2019, pp.205-247.
- Hung, Mingyi and Jing Shi, and Yongxiang Wang, "The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Information Asymmetry: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China," Asian Finance Association (AsFA) 2013 Conference, 2013. (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2206877>, 2021年9月10日)
- IFRS Foundation Trustees, "Consultation Paper on Sustainability Reporting," IFRS Foundation Trustees, 2020.
- , "Exposure Draft: Proposed Targeted Amendments to the IFRS Foundation Constitution to Accommodate an International Sustainability Standards Board to Set IFRS Sustainability Standards," IFRS Foundation Trustees, 2021.
- International Auditing and Assurance Standards Board, "ISAE 3410: Assurance Engagements on Greenhouse Gas Statements," International Auditing and Assurance

- Standards Board, 2012.
- Ikram, Atif, Zhichuan Li, and Dylan Minor, “CSR-Contingent Executive Compensation Contracts,” *Journal of Banking & Finance*, 2019 (available at <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105655>, 2021年9月10日)
- Ilinitch, Anne Y., Naomi S. Soderstrom, and Tom E. Thomas, “Measuring Corporate Environmental Performance,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 17(4-5), 1998, pp. 383-408.
- Institute of Directors in Southern Africa, “King Report on Corporate Governance for South Africa,” Institute of Directors in Southern Africa, 1994.
- , “King II Report on Corporate Governance for South Africa,” Institute of Directors in Southern Africa, 2002.
- , “King III Report on Corporate Governance for South Africa,” Institute of Directors in Southern Africa, 2009.
- , “King IV Report on Corporate Governance for South Africa,” Institute of Directors in Southern Africa, 2016.
- International Integrated Reporting Council, “International <IR> Framework,” International Integrated Reporting Council, 2013.
- Ioannou, Ioannis, and George Serafeim, “The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting,” 2017 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1799589>).
- Jiraporn, Pornsit, Napatsorn Jiraporn, Adisak Boeprasert, and Kiyong Chang, “Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification,” *Financial Management*, 43(3), 2014, pp. 505-531.
- Johnson, Joseph A., Jochen Theis, Adam Vitalis, and Donald Young, “The Influence of Firms' Emissions Management Strategy Disclosures on Investors' Valuation Judgments,” *Contemporary Accounting Research*, 37(2), 2020, pp. 642-664.
- Karim, Khondkar, Eunju Lee, and Sanghyun Suh, “Corporate Social Responsibility and CEO Compensation Structure,” *Advances in accounting*, 40, 2018, pp. 27-41.
- Khan, Habib Z., Sudipta Bose, Abu T. Mollik, and Harun Harun, “Green Washing” or “Authentic Effort”? An Empirical Investigation of the Quality of Sustainability Reporting by Banks,” *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 34(2), 2020, pp. 338-369.
- Khan, Mozaffar, George Serafeim, and Aaron Yoon, “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality,” *The Accounting Review*, 91(6) 2016, pp. 1697-1724.
- Kim, Hyun-Dong, Taeyeon Kim, Yura Kim, and Kwangwoo Park “Do Long-term Institutional Investors Promote Corporate Social Responsibility Activities?” *Journal of*

- Banking & Finance*, 101, 2019, pp. 256-269.
- Kim, Yongtae, Haidan Li, and Siqi Li, “Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk,” *Journal of Banking & Finance*, 43, 2014, pp. 1-13.
- , Myung Seok Park, and Benson Wier, “Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?” *The Accounting Review*, 87(3), 2012, pp. 761-796.
- Kim, Moshe, Jordi Surroca, and Josep Tribó, “Impact of Ethical Behavior on Syndicated Loan Rates,” *Journal of Banking & Finance*, 38, 2014, pp. 122-144.
- Kitzmüller, Markus and Jay Shimshack, “Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility,” *Journal of Economic Literature*, 50(1), 2012, pp. 51-84.
- KPMG, “The time has come: The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020,” KPMG, 2020.
- Krüger, Philipp, “Corporate Goodness and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 115(2), 2015, pp. 304-329.
- Lang, Mark H. and Mark G. Maffett and Edward Owens, “Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption,” Simon School Working Paper No. FR 11-03, 2010 (available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676937>)
- Lanis, Roman, and Grant Richardson, “Corporate Social Responsibility and Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 2012, pp. 86-108.
- Leuz, Christian, and Peter D. Wysocki, “The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research,” *Journal of Accounting Research*, 54(2), 2016, pp. 525-622.
- Li, Chao Kevin, Jin-hui Luo, and Naomi Siegel Soderstrom, “Market Response to Expected Regulatory Costs Related to Haze,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 2017, pp.201-219.
- Li, Siqi, “Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?” *The Accounting Review* 85(2), 2010, pp. 607–636.
- Li, Yiwei, Mengfeng Gong, Xiu-Ye Zhang, and Lenny Koh, “The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power,” *The British Accounting Review*, 50(1), 2018, pp. 60-75.
- Liang, Hao, and Luc Renneboog, “On the Foundations of Corporate Social Responsibility,” *The Journal of Finance*, 72(2), 2017, pp.853-910.
- Liao, Qing, Thorsten Sellhorn, and Hollis A. Skaife, “The Cross-country Comparability of IFRS Earnings and Book Values: Evidence from France and Germany,” *Journal of*

- International Accounting Research*, 11(1), 2012, pp. 155–184.
- Liesen, Andrea, Andreas G Hoepner, Dennis M. Patten, and Frank Figge, “Does Stakeholder Pressure Influence Corporate GHG Emissions Reporting? Empirical Evidence from Europe,” *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 28(7), 2015, pp. 1047-1074.
- Lin, K.C., and Xiaobo Dong, “Corporate Social Responsibility Engagement of Financially Distressed Firms and Their Bankruptcy Likelihood,” *Advances in accounting*, 43, 2018, pp. 32-45.
- Lins, Karl, Henri Servaes, and Ane Tamayo, “Social Capital, Trust, and Firm Performance: the Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis,” *The Journal of Finance*, 72(4), 2017, pp. 1785-1824.
- Lock, Irina and Peter Seele, “The Credibility of CSR (corporate social responsibility) Reports in Europe. Evidence from a Quantitative Content Analysis in 11 Countries,” *Journal of Cleaner Production*, 122, 2016, pp. 186–200.
- Lu; Wenxiang (Lucy), and Martin E. Taylor, “Which Factors Moderate the Relationship between Sustainability Performance and Financial Performance? A Meta-Analysis Study,” *Journal of International Accounting Research*, 15(1), (2016), pp. 1-15.
- Lu, Louise Yi, Greg Shailer, and Yangxin Yu, “Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings,” *European Accounting Review*, 26(4), 2017, pp. 729-753.
- Lys, Thomas, James P. Naughton, and Clare Wang, “Signaling through Corporate Accountability Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 2015, pp. 56-72.
- Ma, Lijun, Min Zhang, Jingyu Gao, and Tingting Ye, “The Effect of Religion on Accounting Conservatism,” *European Accounting Review*, 29(2), 2020, pp. 383–407.
- Manchiraju, Hariom, and Shivaram Rajgopal, “Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013,” *Journal of Accounting Research*, 55(5), 2017, pp. 1257-1300.
- Margolis, Joshua D., Hillary Anger Elfenbein, and James P. Walsh, “Does It Pay to Be Good? A Meta-Analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance,” working paper, 2007.
- Maroun, Warren, “Does External Assurance Contribute to Higher Quality Integrated Reports?” *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(4), 2019 pp. 106670-106692.
- Maso, Lorenzo Dal, Gerald J. Lobo, Francesco Mazzi, and Luc Paugam, “Implications of the Joint Provision of CSR Assurance and Financial Audit for Auditors' Assessment of Going - Concern Risk,” *Contemporary Accounting Research*, 37(2), 2020, pp. 1248-

1289.

- Mathuva, David Mutua, and Josephat Mboya Kiweu, "Cooperative Social and Environmental Disclosure and Financial Performance of Savings and Credit Cooperatives in Kenya," *Advances in Accounting*, 35, 2016, pp. 197-206.
- Matsumura, Ella Mae, Rachna Prakash, and Sandra C. Vera-Muñoz, "Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures," *The Accounting Review*, 89(2), 2014 pp. 695-724.
- McCarthy, Scott, Barry Oliver, and Sizhe Song, "Corporate Social Responsibility and CEO Confidence," *Journal of Banking & Finance*, 75, 2017, pp. 280-291.
- Melloni, Gaia, Ariela Caglio, and Paolo Perego, "Saying More with Less? Disclosure Conciseness, Completeness and Balance in Integrated Reports," *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 2017, pp.220-238.
- Michelon, Giovanna, Dennis M. Patten, and Andrea M. Romi, "Creating Legitimacy for Sustainability Assurance Practices: Evidence from Sustainability Restatements," *European Accounting Review*, 28(2), 2019, pp. 395-422.
- Middleton, Alexandra, "Value Relevance of Firms' Integral Environmental Performance: Evidence from Russia," *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(2), 2015, pp. 204-211.
- Mittelbach-Hörmanseder, Stéphanie, Katrin Hummel, and Margarethe Rammerstorfer, "The Information Content of Corporate Social Responsibility Disclosure in Europe: An Institutional Perspective," *European Accounting Review*, 2020 (available at <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1763818>, 2021年8月30日).
- Naughton, James P., Clare Wang, and Ira Yeung, "Investor Sentiment for Corporate Social Performance," *The Accounting Review*, 94(4), 2019, pp. 401-420.
- Nguyen, Phuong-Anh, Ambrus Kecskés, and Sattar Mansi, "Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors," *Journal of Banking & Finance*, 112, 2020.
- Obeng, Victoria A., K. Ahmed, and Steven F. Cahan, "Integrated Reporting and Agency Costs: International Evidence from Voluntary Adopters," *European Accounting Review*, 30(4), 2021, pp. 645-674.
- Oikonomou, Ioannis, Chris Brooks, and Stephen Pavelin, "The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis," *Financial Management*, 41(2), 2012, pp. 483-515.
- Peters, Gary F., and Andrea Romi, "The Association between Sustainability Governance Characteristics and the Assurance of Corporate Sustainability Reports," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 2015, pp. 163-198.

- Plumlee, Marlene, Darrell Brown, Rachel M. Hayes, and R. Scott Marshall, "Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence," *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 2015, pp. 336-361.
- Porter, Michael E. and Claas van der Linde, "Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship," *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 1995, pp. 97-118.
- Prakash, Rajshree, Rahul Ravi, and Rubin Zhao, "The Anatomy of a Socially Responsible Corporation," *Financial Management*, 46(1), 2017, pp. 33-58.
- Radhakrishnan, Suresh, Albert Tsang, and Rubing Liu, "A Corporate Social Responsibility Framework for Accounting Research," *The International Journal of Accounting*, 53(4), 2018, pp. 274-294.
- Rezaee, Zabihollah, and Ling Tuo, "Voluntary Disclosure of Non-Financial Information and Its Association with Sustainability Performance," *Advances in accounting*, 39, 2017, pp. 47-59.
- Rupley, Kathleen Hertz, Darrell Brown, and R. Scott Marshall, "Governance, Media and the Quality of Environmental Disclosure," *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(6), 2012, pp. 610-640.
- Schiemann, Frank, and Alice Sakhel, "Carbon Disclosure, Contextual Factors, and Information Asymmetry: The Case of Physical Risk Reporting," *European Accounting Review*, 28(4), 2019, pp. 791-818.
- Schneider, Thomas, Giovanna Michelon, and Mari Paananen, "Environmental and Social Matters in Mandatory Corporate Reporting: An Academic Note," *Accounting Perspectives*, 17(2), 2018, pp. 275-305.
- Semenova, Natalia, and Lars Hassel, "On the Validity of Environmental Performance Metrics," *Journal of Business Ethics*, 132(2) 2015, pp. 249-258.
- Shi, Guifeng, Jianfei Sun, Li Zhang, and Yufang Jin, "Corporate Social Responsibility and Geographic Dispersion," *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(6), 2017, pp. 417-428.
- Simnett, Roger, Ann Vanstraelen, and Wai Fong Chua, "Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison," *The Accounting Review*, 84(3), 2009, pp. 937-967.
- Spence, Michael, "Job market signaling," in P. Diamond and M. Rothschild eds. *Uncertainty in Economics*, Cambridge, MA: Academic Press (Elsevier), 1978, pp. 283-306.
- Stellner, Christoph, Christian Klein, and Bernhard Zwergel, "Corporate Social Responsibility and Eurozone Corporate Bonds: The Moderating Role of Country

- Sustainability,” *Journal of Banking & Finance*, 59, 2015, pp. 538-549.
- Suchman, Marc C., “Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches,” *Academy of Management Review*, 20(3), 1995, pp. 571-610.
- Sun, Li, Brian Walkup, and Kean Wu, “Sales Order Backlog and Corporate Social Responsibility,” *Advances in accounting*, 47, 2019.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures, “Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures,” Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017.
- Tan, Weiqiang, Albert Tsang, Wenming Wang, and Wenlan Zhang, “Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure and the Choice between Bank Debt and Public Debt,” *Accounting Horizons*, 34(1), 2020, pp. 151-173.
- van der Laan Smith, Joyce, Andrea L. Gouldman, and Rasoul H. Tondkar, “Does the Adoption of IFRS Affect Corporate Social Disclosure in Annual Reports?,” *Advances in accounting*, 30(2), 2014, pp. 402-412.
- Verwijmeren, Patrick, and Jeroen Derwall, “Employee Well-Being, Firm Leverage, and Bankruptcy Risk,” *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 2010, pp. 956-964.
- Vitolla, Filippo, Nicola Raimo, and Michele Rubino, “Appreciations, Criticisms, Determinants, and Effects of Integrated Reporting: A Systematic Literature Review,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26, 2019, pp. 518-528.
- Wang, Clare, “Accounting Standards Harmonization and Financial Statement Comparability: Evidence from Transnational Information Transfer,” *Journal of Accounting Research*, 52(4), 2014, pp. 955–992.
- Wang, Ruizhe, Shan Zhou, and Timothy Wang, “Corporate Governance, Integrated Reporting and the Use of Credibility-enhancing Mechanisms on Integrated Reports,” *European Accounting Review*, 29(4), 2020, pp. 631-663.
- Wang, Xue, Feng Cao, and Kangtao Ye, “Mandatory Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting and Financial Reporting Quality: Evidence from a Quasi-Natural Experiment,” *Journal of Business Ethics*, 152, 2018, pp.253-274.
- Weerathunga, P.R., Chen Xiaofang, Mohammad Nurunnabi, K.M.M.C.B. Kulathunga, and R.M.N.C. Swarnapali, “Do the IFRS Promote Corporate Social Responsibility Reporting? Evidence from IFRS Convergence in India,” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40, 2020.
- Wu, Meng-Wen, and Chung-Hua Shen, “Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance,” *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 2013, pp. 3529-3547.

- Yip, Rita W. Y., and Danqing Young, “Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Comparability?” *The Accounting Review*, 87(5), 2012, pp. 1767-1789.
- Yu, Wei, and Ying Zheng, “Does CSR Reporting Matter to Foreign Institutional Investors in China?” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40, 2020.
- Zeng, Tao, “Corporate Social Responsibility, Tax Aggressiveness, and Firm Market Value,” *Accounting Perspectives*, 15(1), 2016, pp. 7-30.
- Zhang, Yanlei, Juan Manuel García Lara, and Josep A. Tribó, “Unpacking the black box of trade credit to socially responsible customers,” *Journal of Banking & Finance*, 119, 2020.
- Zhou, Shan, Roger Simnett, and Wendy J. Green, “Assuring a New Market: The Interplay between Country-Level and Company-Level Factors on the Demand for Greenhouse Gas (GHG) Information Assurance and the Choice of Assurance Provider,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 35(3), 2016, pp. 141-168.
- , —————, and —————, “Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?” *A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 53(1), 2017, pp. 94-132.
- , —————, and Hien Hoang, “Evaluating combined assurance as a new credibility enhancement technique,” *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 38(2), 2019, pp. 235-259.
- Zolotoy, Leon, Don O'Sullivan, and Yangyang Chen, “Local religious norms, corporate social responsibility, and firm value,” *Journal of Banking & Finance*, 100, 2019, pp. 218-233.