

【研究論文】非財務情報開示と企業価値

—文献レビューによる考察—

福田 徹

日本大学大学院総合社会情報研究科後期課程/(株)福田総合研究所

Non-financial information disclosure and corporate value

—A literature review—

FUKUDA Toru

Graduate Student at the Graduate School of Social and Cultural Studies, Nihon University
Fukuda Research Institute

This study explores the relationship between non-financial information disclosure and corporate value through an extensive literature review. As sustainability and environmental, social, and governance (ESG) considerations gain prominence, non-financial disclosures are increasingly recognized as key determinants of corporate value beyond traditional financial statements. This paper categorizes and analyzes previous empirical studies, focusing particularly on how specific elements of non-financial disclosure, such as corporate governance, environmental efforts, and social contributions, influence financial and market-based performance indicators, including ROE, ROA, Tobin's Q and stock returns. Findings from the review suggest that non-financial disclosures often have a positive impact on corporate value, but the mechanisms of such influence vary depending on disclosure type, firm characteristics, and institutional context. The paper concludes by identifying future research challenges, such as the need for unified disclosure standards in Japan, the evolving role of integrated reports, and the corporate value implications of emerging disclosure items like human rights and biodiversity. These insights contribute to bridging the gap between academic research and practical application in sustainable corporate management.

1. はじめに

近年、企業価値の決定要因として、非財務情報の開示の重要性が高くなっている。例えば、エーザイでは、ESGに関する非財務情報について企業価値への貢献を定量的に算出し¹、重要業績評価指標(KPI)として開示している。企業の価値を非財務情報の開示で評価する際、従来の財務諸表に基づく定量的な評価手法を用いて評価することができない。企業の評価は持続的な成長、すなわち、どのような価値を創造しうるのかという定性的な情報を基に企業を評価することが重要視されている。いわば財務諸表は過去の実績で、財務諸表からは企業の持続的な成長

や新しい価値創造を測ることはできない。したがって持続的な成長、価値創造を測るために非財務情報を活用して企業価値を評価することが必要になってきている。

非財務情報については、従来から ESG、つまり環境・社会・企業統治という3つの観点企業が持続的な成長を評価する基準となっていた。したがって、過去の研究でも、ESGの観点からの研究が多い。今や、ESGに取り組んでいない企業は非上場企業でもサプライチェーンから排除されるリスクや資本市場からの資金調達など懸念されるようになってきている。上場企業においては、コーポレートガバナンス・

コード改訂により、ESG を考慮しないと経営が成り立たなくなる時代ともいえる。さらに、上場企業は ESG に関する非財務情報を単に開示するだけでなく、効率的かつ適切な情報開示が求められ、非財務情報は ESG ファンドなどの機関投資家との対話の手段にもなっている。

コーポレートガバナンス・コードと ESG に関して、説明を加える。2021 年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードは、企業経営におけるサステナビリティへの対応を一層強く求める内容となっており、企業が ESG（環境・社会・ガバナンス）の観点を経営戦略に取り込む必要性が高まっている。とりわけ、原則 2-3 においては、気候変動をはじめとするサステナビリティを巡る課題が中長期的な企業価値に及ぼす影響を踏まえ、経営陣および取締役会がその対応方針を策定し、戦略的に取り組むことが求められている。機関投資家は持続可能性に配慮した経営の有無を、投資判断の重要な要素としている。したがって、企業が ESG 課題に対して十分な対応を行わない場合、株価の評価や資金調達能力の低下、あるいは投資対象からの除外といった市場からの不利益を被る可能性がある。また、取締役会の構成に関しても、多様性の確保やスキル・マトリックスの開示が求められ、その中でサステナビリティに対する知見や対応力を有する人材の参画が重要視されている。取締役会において ESG リスクを適切に監督・管理する体制が整備されていない企業は、ガバナンスの有効性に対する疑義を持たれ、株主や市場からの信任を失う可能性がある。ESG を考慮しない経営が市場やステークホルダーとの関係性において重大なリスクを内包することを示しており、ESG への対応は経営の持続可能性を左右する不可欠な要素となっている。

本稿では、非財務情報開示がどのように企業価値に影響を与えるかについて、既存研究を一つ一つ追うことで、非財務情報開示が企業の各業績指標に与える影響を理解していく。非財務情報開示が企業価値に影響を与えていることを研究した論文はあるが、最終的に企業価値へどのように貢献するかについて、そのメカニズムを俯瞰的に示した研究はない。そこで、本稿は既存の研究の知見を整理することで、今

後の企業価値への貢献へのメカニズムを含めた研究課題を探る。さらに、知見が実務で活用されるよう、今後の研究課題を提示する。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第 2 章において非財務情報とは何かについて確認・整理する。さらに、企業価値とは何かについて確認する。第 3 章では本稿における非財務情報と企業価値に関する研究の文献レビューの方法について述べる。第 4 章で、文献レビューに基づき、非財務情報と企業価値に関する研究の現状について分析し、第 5 章で今後の研究課題を示す。

2. 非財務情報や企業価値に関連する概念

2.1 非財務情報とは

まず、非財務情報に関連する概念について整理・確認する。非財務情報の要素は ESG 要素を用いて説明するとわかりやすい。ESG とは、環境(Environment)、社会(Social)、企業統治(Governance)の英語の頭文字をとった造語であり、ESG 投資とは、環境・社会・企業統治に対して、それらの企業の取組状況に基づいて投資対象を選別する投資である。ESG という言葉は、そもそも投資の分野で使われる用語である。ESG は、2006 年 4 月に国連が責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)² の中で初めて使われ、その後 ESG に関連する投資額が加速した。PRI は ESG 投資を推進するための国際的なフレームワークであり、これに署名した投資家は ESG 課題を投資分析と意思決定プロセスに統合することを約束する。また、従来の研究では非財務情報の内容はほぼ ESG の各項目となっている。

但し、本研究の文献にもある通り、非財務情報には、無形資産があり、ESG 情報をサステナビリティ情報としている場合もある。非財務情報は ESG の項目より幅広く、知的資産、企業文化、顧客満足、サプライチェーン情報も含む場合がある。有価証券報告書への記載が義務化されたサステナビリティ情報は、現在、人的資本に関するものが中心だが、今後、幅広い開示が求められると推測される。本研究では、非財務情報の多くは ESG のガバナンスに関するものが多かった。

2.2 企業価値とは

本稿は非財務情報と企業価値³の関係性について検証しているが、さらに実務での研究成果の活用を促進するためには研究知見を実務で応用可能なカタチへ変換する必要があるだろうと考える。従来の研究の企業価値の説明変数にはどのように用いられてきたかを探る。

非財務情報開示が企業価値に与える影響のメカニズムを考えるに、企業は企業価値の最大化に向けて、売上高、利益やキャッシュフローなどの指標の目標管理を実施する。投資家に説明するために包括的に理解できる形で開示する。ただ、非財務情報と企業業績の関係は一律ではなく、また、企業のサステナビリティ経営の推進には株主以外のステークホルダーも満足させる必要がある。ここに企業価値の判断材料の多様性が生まれてくる。別表では、文献レビューで取り上げられた論文に示された企業価値指標について表で示した。企業価値指標としては、トービンの q を指標としている文献が多数あった。

3. 非財務情報開示と企業価値に関する研究

3.1 ESG 研究の端緒

非財務情報開示の内容をESGの要素として考えるいわゆるESGに関する研究は、1970年代から始まってきている(Friede, 2015)。特に、ESGとCFP(Corporate Financial Performance)の関係について、同論文では2,000以上の実証研究、2200の個別研究をまとめており、90%がESG-CFPに否定的ではない結論を出している。過去の研究は多くが正の相関を支持している。今後の研究では、ESG基準の相互作用がCFPに与える影響をさらに検証することが重要だと考える。

3.2 対象研究の整理

本稿ではレビューの文献対象の抽出方法は、電子ジャーナル・データベースのGoogle Scholarを用いキーワード検索(2025年7月26日に検索)を行い、論文を収集した。邦文に関しては、「非財務情報開示」と「企業価値」をキーワードとし、英文に関しては、“non-financial information disclosure”と“corporate value”をキーワードとした。非財務情報に関しては、情報開示項目のカバレッジが規制や潮流で毎年のように更新されてきているので、比較的新しい文献をレビュー対象とした。全研究については、検証結果

などの概要を別表に記載した。研究は分析対象を特定企業や産業ごとのポートフォリオを構築したものなどがある。また、非財務情報開示については、ESG経営が経済的パフォーマンスを高めるかということ进行分析した研究と、非財務情報の開示内容と企業価値の関係についての分析の2種類があり、近年では、後者の論文の割合が増えている。本稿では、後者の中でも非財務情報開示の内容と財務パフォーマンス、マーケットパフォーマンスの関係性に絞った既存研究を中心に文献レビューを行い、非財務情報開示と企業価値に関する研究課題を探った。

4. 文献研究

非財務情報開示が企業価値指標に与える影響を検証した研究から、非財務情報開示は企業価値を高めることを確認できる。なお、ここで取り上げるすべての文献を、最後に別表で掲載した。そこには文献レビューの対象とした全研究の概要、つまり、著者名、主な非財務情報の分析対象、企業価値、検証結果を表に記載した。

レビュー対象の中で、Renders(2010)、西谷(2014)、下田(2022)他では、非財務情報開示はトービンの q を高めるとの研究があり、企業価値についてはトービンの q を用いる事例が多かった。これらは、企業価値を市場価値としてとらえている。

非財務情報では、コーポレートガバナンスを説明変数とする事例が多かった。乃村(2002)では、コーポレートガバナンスの中でも株主重視経営の実現を目指すことが重要だとし、その評価指標はEVAであるとした。「EVAは、先進的な日本企業において徐々に採用する社が増加し、普及をみている」とした。しかしながら、EVA経営は現状普及したとは言えず、株主重視経営ということでは、その指標としては、依然としてROEが重視されてきている。

コーポレートガバナンスとかかわる研究だが、青渕(2011)では、上場企業による不適切な会計処理の開示が株価に与える影響をイベントスタディ手法により実証的に分析している。2004年度以降に不適切な会計処理を開示した東証一部(当時)上場企業31社(32事例)を対象とし、開示日前後の株価の異常収益率を測定した。多くは不適切な会計処理や社員の

不正行為であった。実証分析では、開示日当日および前後の取引日（-1日から+1日）において統計的に有意な負の異常収益（平均超過損失）が観察され、情報開示が市場に即時的な影響を与えていることが示された。累積超過収益率（CAAR）は開示以降に急落し、その後は安定した推移を示している。投資家は不適切な会計処理という **Bad News** を迅速に織り込み、企業価値の再評価を行っていることが分かった。

宮本(2019)では、機関投資家による ESG 投資の拡大が日本企業の ESG 行動に与える影響を、同じくコーポレートガバナンスの観点から分析している。2006~2016 年の日本企業 1,544 社のデータを用い、ESG 行動の決定要因と企業業績への影響を検証した結果、内部昇進型の経営者が支配する伝統的なガバナンス体制では ESG 行動は促進されず、独立取締役の存在が ESG 行動を推進することが明らかにした。また、ESG 行動は ROA を向上させる効果があると示された。同研究においては、「日本における ESG 報告は依然として統一性に欠け、情報開示が限定的である」点も課題として指摘されている。

環境情報開示に焦点を当てたものでは、西谷(2014)があり、企業の環境への取り組みがトービンの q に与える影響を、環境情報開示の仲介効果に着目して分析した。当時東証・大証上場製造業 505 社（2008~2011 年）を対象に検証した。結果、環境に取り組む企業ほど環境情報開示が積極的であり、開示が進んでいる企業ほど株主価値が高いことが示された。一方、環境への取り組み自体は短期的には株主価値に負の影響を与えるが、影響は逓減し長期的には正となる。このことから、企業が株主価値を高めるには、環境に取り組むだけでなく、積極的に情報を開示することが重要であると示唆された。なお環境への取組の変数は、ISO14001 取得年数で、情報開示は Bloomberg ESG スコアを取っている。この研究では、環境に取り組むこと以上に情報開示の重要性が示唆されている。

近年発行企業が増えている統合レポート（統合報告書）と企業価値について研究したのが、山林(2016)で、上場企業の統合レポートの公表とコーポレートガバナンス要因が企業価値創造にどのような影響を及ぼ

すかを実証分析したものである。統合レポートを公表している日本の上場企業と非公表企業を比較し、コーポレートガバナンス要因（社外取締役の人数や役員報酬など）が企業価値に及ぼす影響を検証している。企業価値の指標としてトービンの q を用い、財務指標やガバナンス要因との相関を多変量解析で分析した。分析の結果、IR 公表企業は非公表企業と比べて大企業であり、財務体質や資本効率が異なり、企業価値は財務指標と有意な相関があった。公表企業においては社外取締役数や取締役報酬が企業価値と相関し、ガバナンス要因が企業価値に一定の影響を与えていることが示された。これにより、公表は企業統治の高度化と企業価値向上の双方に資する可能性があると結論づけている。

ESG の中の S の項目である働きやすさとパフォーマンスの研究で、山田他（2015）では、日本経済新聞社が公表する「働きやすい会社」ランキングを基に、企業の財務および株式パフォーマンスを検証した。分析の結果、ランキング上位企業は将来数年間にわたり収益性と株式リターンが高い傾向があることが明らかとなった。特に、Fama-French 5 ファクターモデルを用いたポートフォリオ分析では、働きやすい会社に投資することで統計的に有意な年率 2%程度の超過リターンが得られることが示された。また、同業他社と比較して粗利益率や ROE が高く、研究開発費・設備投資・年金積立率も優れていた。一方で、日本の企業では米国と異なり財務レバレッジが高い傾向にある点も特徴的である。働きやすい職場環境は従業員の生産性を高め、企業の無形資産価値を向上させる可能性がある。しかし、その価値は市場で十分に織り込まれておらず、株式の過小評価を招いている可能性がある。本研究では、従業員満足度の高い企業への投資が長期的に好パフォーマンスをもたらす可能性を示唆しており、企業経営や ESG 投資に対して重要な示唆を与える。

同じく ESG の S の項目の社会活動については、下田(2022)が、企業価値にどのような影響を与えるかを研究した。特に「社会貢献支出比率」「プロボノ支援」「BOP ビジネス」「東日本大震災復興支援」の 4 つを指標とした。上場企業（非金融業）のパネルデータ（2017~2019 年）を用い、トービンの q および PBR

を企業価値の代理変数とし、固定効果・ランダム効果モデルにより回帰分析をおこなった。結果として、社会貢献支出比率と震災復興支援は企業価値に正の影響がみられた。プロボノ支援やBOPビジネスの影響は統計的に有意でなかった。規模別分析では、小規模企業の効果が大きい、環境負荷が高い産業ほど、社会活動と企業価値の関連が強いことが分かった。情報発信が企業価値向上に不可欠であることが示唆される。

阿部(2022),(2023)では、3つのポイントから企業価値を関連付けた。一つ目は、監査等委員会設置会社に関連するもので、無形資産とPBR、ROEを分析した。分析対象は、TOPIX500のうち監査等委員会設置会社92社(金融除く)であり、移行前後3期を被説明変数ROEで分析した。主な説明変数は社外取締役比率であった。監査等委員会設置会社はモニタリングモデルとしての実効性を持ち、企業価値向上に寄与していると結論付けた。

二つ目の阿部(2022)の論点は、女性取締役、女性管理職比率に関連するものである。2023年3月期から、有価証券報告書において「女性管理職比率」の開示が義務化となり、女性活躍推進と企業価値向上の関係性に注目が集まった。機関設計ごとに、女性取締役・管理職比率と企業価値との関係を実証的に分析した。

女性管理職比率と企業業績には一貫した正の関係があるとは限らないが、特定条件下ではプラスの影響ありとした。女性取締役比率を被説明変数、ROA、トービンのq、外国人持株比率、女性管理職比率等を説明変数に設定し回帰分析を実施。モニタリングモデルを採用する監査等委員会設置会社において、女性取締役の比率が企業価値向上に貢献する可能性が示唆された。女性管理職比率との直接的な相関は限定的であった。

三つ目の阿部(2023)の視点は、コーポレートガバナンスである。結果として、監査等委員会設置会社において、独立社外取締役の増加率が翌期のトービンのqおよびROAと正の有意な関係を示した。指名委員会等設置会社および監査役会設置会社では、明確な有意性は一貫して確認されなかった。モニタリングモデルの実効性は、制度設計の違いにより異なる

影響を企業価値に与える可能性がある。

無形資産を研究したものとして、平山(2024)がある。同研究は、日本の主要な上場企業278社を対象に、コーポレートガバナンスと無形資産に関する情報開示およびROE、PBRに与える影響を、実証分析したものである。分析の結果、「財務パフォーマンスは主に企業の財務構造に依存しており、コーポレートガバナンスの影響は限定的であることが判明した」としている。また、「無形資産の情報開示はROEには弱いながらも正の影響を与えるが、PBRには有意な影響が見られなかった。ガバナンスはPBRにのみ正の影響がある一方、情報開示やROEへの影響は認められなかった」とし、無形資産が、企業価値創造に至っていない点にあると結論づけた。

経済産業省と東京証券取引所が中心に始めたDX銘柄の選定について、岩永(2025)が、DX銘柄に選定されることが企業価値に影響を与えるのか、DX推進というサステナブルな活動による企業価値への影響について研究がされた。DX銘柄に選定された銘柄は、過去のROEは同業他社を上回るが、将来にわたってその状況が維持されるわけではないことが分かった。また、DX銘柄は、営業利益率が一貫して低い。したがって、DX銘柄に特筆した競争優位性があることを確認できない。DX銘柄は、株式市場における市場評価もほとんどされておらず、同業他社と同程度の株価リターンであることが確認された。

福田(2025)では、株価上昇率は指名委員会等設置会社が高く、指名委員会等設置会社が最も企業価値を上げた。ROAの変化率では検証できず。ROEでは、指名委員会等設置会社の変化率が高いことがわかった。

LSEG(London Stock Exchange Group)の環境スコアの観点から分析したのが安井(2025)で、ESG経営が企業の株主資本コストに与える影響を、日本企業のパネルデータ(2014~2023年度)を用いて分析している。環境スコアと株主資本コストには統計的に有意な負の相関が確認された。すなわち、環境取組を強化した企業ほど資金調達コストが低下する傾向にある。他方、社会・ガバナンススコアについては有意な関係は見られなかった。米国での反ESGの動きは懸念されるものの、日本はESG経営の促進と制度

的支援を継続すべきであると提言している。

欧州各国の研究としては、de Jong(2003)では、ベルギー、オランダ、イギリスの上場企業 150 社（非金融）を対象に、コーポレートガバナンス制度の違いが企業業績に与える影響を、パネルデータを用いて実証分析したものである。これら 3 か国は異なるガバナンス制度（市場型・銀行型・混合型）を有し、所有構造や取締役会構成にも差異があり、分析の結果、共通のガバナンス変数（例えば取締役会の規模や外部取締役比率）と業績との関係は国ごとに異なること、また国固有の制度的要因が業績に大きな影響を及ぼすことが明らかになった。したがって、単一国の知見を他国に一般化するのは不適切であり、国別の制度的特徴を考慮した分析が必要であると結論づけている。翻って日本では、上場企業が 3 つの機関設計から選択できるようになっており、コーポレートガバナンスと企業価値の関係については日本固有の研究をしなければならない。

同じく欧州各国の分析をした Renders(2010)では、欧州 14 か国の上場企業（FTSEurofirst 300）を対象としたパネルデータ（1999～2003 年）を用い、3 段階推定モデルを採用した。コーポレートガバナンス指標を使用して、トービンの q 、ROA、ROE など 5 つの財務指標で業績を測定した。結果として、選択バイアスと内生性の両方を制御した場合のみ、企業統治評価とパフォーマンスに有意な正の関係が認められた。さらに、制度的環境が整っていない国ほど、企業統治の改善によるパフォーマンスへの影響が大きい。企業統治評価の改善による便益は逡減的（限界効果が低下）であることを解明した。政策立案者にとって、ソフトローの導入でも市場の力が企業統治を向上させ得るという根拠を提供した。

最近の EU の企業と非財務情報開示の動向としては、Mahmood(2025)が、EU 上場企業 11,003 社年分（2014～2024 年）のパネルデータを用い、ESG 情報開示が企業価値（トービンの q ）に与える影響を検証した。2022 年に施行された企業持続可能性報告指令（CSRD）⁴の導入前後で、情報開示や企業価値にどのような変化があったかを分析している。結果として、CSRD 導入期（2024 年）には ESG 開示スコアおよび企業価値が統計的に有意に低下していたが、回

帰分析では ESG 開示が企業価値に正の影響を持つことが示された。CSRD に伴う開示負担増加が短期的には情報量減少と株式価値低下につながる一方、長期的には透明性向上によって市場の信頼が高まり、企業価値が向上する可能性が示唆される。

また、定性的調査でも Love(2011)は、企業統治とパフォーマンス（企業価値、業績、株式リターンなど）との関係の評価するための膨大な文献調査で、企業統治とさまざまなパフォーマンス指標との間に正の相関があることを示唆している。しかし、この分野の研究は内生性の問題に悩まされており、それを解決するのは困難であるとしている。企業統治とパフォーマンスに関する研究における内生性の性質については、いまだに合意が得られていない。その内生性問題を解決するためのアプローチを提案しているが、結論としては、企業統治は内生的に発展する傾向があり、企業やその環境の特性に依存するということである。

5. 今後の研究課題

本稿は、企業価値算出の流れに沿って既存の研究知見を整理し、非財務情報開示が企業価値に影響を与えるメカニズムを示した。しかし既存研究は、各研究が従属変数に設定した指標への影響のみを検証しているため、それぞれの研究で分析対象や期間は異なり、また研究の蓄積数が少ない業績指標もある。したがって、分析対象や期間をそろえて一つの実証研究の中でメカニズムが検証されることが望ましい。今後の研究課題として下記のことが考えられる。

1. 個別の非財務情報開示が企業価値に影響を与えるメカニズム
2. 非財務情報開示と企業業績の関係性に影響を与える調整要因
3. 非財務情報開示を通して、企業業績に影響を与える企業の取組

さらに、宮本(2019)が指摘したように「日本における ESG 報告は依然として統一性に欠け、情報開示が限定的である点も課題」である。ただ、近年プライム市場上場企業を中心に統合報告書が発行されることが多くなった。それに伴い企業の情報開示内容も充実、情報開示項目も比較可能になってきている。

したがって、統合報告書を発行しているか否かで企業価値に影響を与えるのか、またその開示情報内容の差異が与える企業価値の分析も今後の課題とした。⁵

また近年、EU では、サプライチェーン全体における人権侵害やそのための人権デューデリジェンス、生物多様性、森林破壊防止規制など、それらに関して新しく登場している開示項目については従来の研究ではあまりされていないので、開示が追加されるということは企業価値に影響を与えると想定されるので、新しい情報開示項目についての研究も課題となる。さらに、気候変動対応に始まった日本の有価証券報告書における ESG 情報の開示だが、カーボンディスクロージャー、つまり二酸化炭素排出削減努力が、企業価値にどのように影響したかの研究もない。これら様々な非財務情報開示項目が個別に企業価値にどのように影響を与えるかも今後の研究課題である。

注

1.柳(2019,2021)には、検証モデルや検証の背景などが記載されている。このモデルを基にアビームコンサルティングや KDDI などが同様の取組を行っている。

2.PRI の責任投資 6 原則。①投資分析と意思決定プロセスに ESG の課題を組み込む。②活動的な所有者となり所有方針と所有習慣に ESG の課題を組み入れる。③投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求める。④資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行う。⑤本原則を実行する際の効果を高めるために、協働する。⑥本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。「責任投資の入門ガイド」

<https://www.unpri.org/download?ac=19077> (2025/07/20 閲覧)

3.本稿では、企業価値は、企業の会計上の業績と、株式市場のパフォーマンスを含む企業価値の両方を含む。

4.CSRD とは、EU が導入した指令で、Corporate Sustainability Reporting Directive の略。EU 域内の大企業や上場企業だけではなく、一定の条件を満たす EU 域外の企業、つまり日本企業も対象となる。日本企業も EU に進出している該当企業は、CSRD に従って非財務

情報を開示する義務が生じる。

5. 統合報告書とは、財務情報に加え、ESG などの非財務情報をまとめたもの。欧米を中心とした海外機関投資家が投資の際、企業の社会的責任を重要視し始めたことを契機に、海外の企業で財務情報と非財務情報をまとめて発行するようになった。日本でも金融庁と東証が策定したコーポレートガバナンス・コードにおいて、企業側に対し、非財務情報の開示を主体的に取り組むことを促しており、統合報告書を発行する企業が増加しており、1000 社以上が発行している。

引用文献

- 阿部 紳史(2022). 監査等委員会設置会社におけるモニタリング・モデルの実効性と企業価値向上, 立教ビジネスデザイン研究, 19
- 阿部 紳史(2022). 上場企業の機関設計における女性取締役比率および女性管理職比率と企業価値向上, 昭和女子大学現代ビジネス研究所紀要
- 阿部 紳史(2023). 上場企業の機関設計における独立社外取締役人数の変化率と企業価値向上との関係性, 立教 DBA ジャーナル, 14
- 青淵 正幸(2011). 不適切な会計処理の開示が株主価値に与える影響 立教ビジネスレビュー, 4, 24-32.
- de Jong, Abe et al. (2003). European Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Analysis, TILCE Discussion Paper, DP 2003-018
- Friede, Gunnar et al. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment 5(4), 210-233
- 福田 徹(2025). 機関設計が企業価値に与える影響—持続可能なガバナンスを追求する機関設計—商学研究, 18, 17-31.
- 平山 睦喜(2024). 企業の良いガバナンスはインテンジブルズの情報開示とパフォーマンスに影響を与えるか? 管理会計学, 32(1), 37-51
- 岩永 安浩(2025). DX 銘柄企業等と企業価値の関係性, 証券アナリストジャーナル, 2025(1), 52-61
- Love, Inessa (2011). Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and

- What We Don't, The World Bank Research Observer, 26(1), 42-70
- Mahmood, Asad et al.(2025). The effect of ESG disclosure on firm value in the European context, Management Decision, DOI 10.1108
- 宮本 光春・佐藤円裕(2019).日本企業の ESG 行動：コーポレートガバナンスの観点から Economic Bulletin of Senshu University, 53(3), 1-30.
- 西谷 公孝(2014) . 企業の環境への取り組みやその情報開示が株主価値 に与える影響 環境経済・政策研究, 7(1), 10-22.
- 乃村 晃(2002). 日本企業のコーポレート・ガバナンスと企業価値, 金沢星稜大学論集, 36(2), 125-136
- Renders, Annelies et al. (2010). Corporate - Governance Ratings and Company Performance: A Cross - European Study, An International Review, 2010, 18(2): 87-106
- 下田 卓治(2022). 社会活動が企業価値に与える影響の研究 インベスターリレーションズ, 15(1), 19-42
- 山田 徹・臼井 健人・後藤 晋吾 (2017) .働きやすい会社のパフォーマンス 日本証券アナリストジャーナル, 17(11), 75-86
- 山林 貴裕(2016). コーポレートガバナンス要因が企業価値創造に及ぼす影響 ―統合レポート公表企業の財務分析を通じて―, 中央大学大学院研究年報(戦略経営研究科篇), 4, 24-43
- 柳 良平(2019). CFO ポリシー 中央経済社
- 柳 良平(2020). エーザイで実証した評価モデルから導く ESG の「見えざる価値」を企業価値につなげる方法 DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー 2021 年 1 月号, 58-71
- 安井 洋輔(2025). わが国企業の ESG 経営と株主資本コスト, JRI レビュー, 7(125), 1-25

(Received:August 20, 2025)

(Issued in internet Edition:September 1, 2025)

別表 文献レビューの対象とした全研究の概要				
1. 定量的な研究の検証内容・結果				
	著者名	主な非財務情報の分析対象	企業価値指標	検証結果
	乃村 晃(2002)	・株主重視経営	・FCF	EVAは先進的な日本企業において採用する社が増加。EVAは、何をすべきかが明確で、株主に重心を置く経営を目指している。
			・EVA	EVAは、コーポレート・ガバナンスの原理にのっとり株主価値を高めていくのに有効なツール。
	de Jong, Abe et al. (2003)	・コーポレートガバナンス	・ROA	ベルギー、オランダ、イギリスの上場企業150社を対象に、コーポレート・ガバナンス制度の違いが企業業績に与える影響をパネルデータを用いて実証分析したものである。単一国の知見を他国に一般化するのは不適切であり、国別の制度的特徴を考慮した分析が必要であると結論づけている。
	Renders, Annelies et al. (2010)	・コーポレートガバナンスのレーティング	・トービンのq・ROA ・ROE	ガバナンス改善は企業価値を高めうることを明示し、市場主導型の「ソフトロー」によるガバナンス向上も有効であることを示唆。
	青淵 正幸(2011)	・不適切会計	・累積平均超過収益率	経済学的手法を丁寧に用いることで、ガバナンスと業績の関係を正確に把握できることを示した点で、先行研究との差別化を図っている。
	西谷 公孝(2014)	・環境情報開示	・トービンのq他	環境への取り組みが進んでいる企業ほど積極的に環境情報を開示している、積極的に環境情報を開示している企業ほど株主価値が高い。環境への取り組みが進んでいる企業ほど株主価値が高いという直接的な影響は観察されなかった。
	山林 貴裕(2016)	・統合レポート	・トービンのq	企業価値は財務指標と有意な相関があったが、統合レポートを公表するという積極的な開示姿勢は収益力には関連づけられていないのが現状である。
	山田 徹 et al.(2017)	・働きやすさ（日経のランキング）	・ポートフォリオの超過リターン	財務及び株式パフォーマンスは、働きやすい会社は翌年や翌年のみならず将来数年間にわたってパフォーマンスが高い。ポートフォリオバリューと収益性ファクターに統計的に有意な株式超過リターンが得られた。
	宮本 光晴 et al.(2019)	・コーポレートガバナンス	・ROA	ROA に関しては ESG 指標の効果が確認できる。ESG 指標が ROA を高めるように作用することは、企業業績を高めるための ESG という見解を支持することになる。これに対して PBR に関しては ESG 指標の効果が確認できない。
	下田 卓治(2022)	・社会貢献活動	・トービンのq	社会貢献支出比率および東日本震災復興支援が企業価値に影響を与えることが実証された。その一方で、プロボノ支援およびBOPビジネスへの取り組みは統計的に有意と認められなかった

阿部 紳史(2022)	・監査等委員会設置会社 (社外取締役比率)	・トービンのq	社外取締役比率 3 分の 1 以上の場合に企業価値の向上と正の有意な関係であるとの経験的証拠を得ることができた。
阿部 紳史(2022)	・女性取締役比率・女性管理職比率	・ROE ・トービンのq	女性取締役の割合はROA とトービンのQ を上昇させる。しかし、女性管理職比率との相関関係は確認できなかった。
阿部 紳史(2023)	・コーポレートガバナンス	・トービンのq	監査等委員会設置会社に移行した翌年度(t+ 1)において,Tobin's Q,ROA とともに正の有意な関係であるなどの経験的証拠を得ることができた。
平山(2024)	・無形資産	・PBR ・ROE	無形資産の情報開示はROEには弱いながらも正の影響を与えるが、PBRには有意な影響が見られなかった。ガバナンスはPBR にのみ正の影響がある一方、情報開示やROEへの影響は認められなかった。
岩永 安浩(2025)	・DX銘柄選定企業	・ポートフォリオのリターン	DX銘柄に選定された銘柄は、過去のROEは 同業他社を上回るが、維持されるわけではないことが分かった。DX銘柄は、営業利益率が一貫して低い。DX銘柄に特筆した競争優位性はない。同業他社と同程度の株価リターンであることが確認。た
福田 徹 (2025)	・コーポレートガバナンス	・株価上昇率	株価変化上昇率は指名委員会等設置会社、監査 等委員会設置会社、監査役会設置会社の順に高く、指名委員会等設置会社が最も企業価値を上げた。ROA の変化率では検証できず。ROE では、指名委員会等設置会社の変化率が高い。
安井 洋輔(2025)	・ESGスコア	・株主資本コスト	環境スコアを高めるような取組を積極化することで株主資本コストを引き下げられる可能性が高いことが分かった。
Mahmood (2025)	・ESG情報開示	・トービンのq	EU上場企業のESG情報開示が企業価値に与える影響を検証した。CSRD導入期（2024年）にはESG開示スコアおよび企業価値が統計的に有意に低下していたが、回帰分析ではESG開示が企業価値に正の影響を持つことが示された。
2. 定性的な研究の焦点と論旨			
	著者名	焦点	論旨
	Love, Iyessa (2011)	コーポレートガバナンスとパフォーマンス	コーポレート・ガバナンスとさまざまなパフォーマンス指標との間に正の関連があることを示唆している。しかし、この研究分野は、解決が困難な内生性の問題を抱えている。コーポレート・ガバナンスは内生的に発展し、企業やその置かれた環境の特性に依存する可能性が高い。
	Friede, Gunnar(2015)	過去の60本のレビュー論文を収集・統合し、メタ分析を実施	2200件以上の実証研究を体系的にレビュー・統合した、過去最大規模のメタ分析研究。ESGと財務パフォーマンスにはおおむね正の相関がある。約90%の研究が非負の関係（うち多数が正の関係）を報告。