

ESG 投資と企業の非財務情報に関する研究の現状と課題

——文献レビューによる考察——

棚 橋 慶 太*

1. はじめに

企業の価値を評価する際に、財務諸表に基づく定量的な評価が伝統的な評価手法として用いられてきた。しかしながら近年、企業がどのように持続的な成長が見込まれるのか、またどのように今後新しい価値を創造し得るのか、という定性的な情報をもとに事業活動を評価することが重要視されるようになった。財務諸表は過去の実績であり、財務諸表から企業の持続的成長や新しい価値創造という要素を正しく評価することはできない。そこで、企業の潜在的な価値を測るものとして企業の定性的な情報、すなわち非財務情報を活用して企業価値を評価するようになった。本稿は、非財務情報の中でも、近年急速に拡大している ESG 投資を呼び込む、企業の非財務情報に着目した。

ESG は環境・社会・企業統治という3つの観点から企業の持続的成長を評価する基準として注目され、日本においても経済産業省や環境省、金融庁などが普及に向けた研究・議論を重ねている。ESG や SDGs がグローバルに提唱されている中、ESG に取り組んでいない企業は企業としてのブランディングだけでなく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た。さらに東証改革及びコーポレートガバナンス・コードの改定に伴い、より一層 ESG を考慮せずして日本の企業経営は成り立たなくなる

時代を迎えている。上場企業だけでなく、上場企業と取引している非上場企業も ESG を考慮した経営が求められる時代になったのである。ESG 投資家から選ばれる企業になるために、また取引先から選ばれる企業になるために必要な ESG に考慮した経営が求められている。

企業は ESG 経営に資する事業活動に関する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を求められる。企業の潜在的な価値を測る非財務情報は、ESG 投資に取り組む投資家との対話の手段であり、企業は継続的に確りと管理する必要がある。

本稿の構成は以下のとおりである。次節においてまず ESG 投資とは何か、またよく混同されがちな概念（CSR・SRI・SDGs・CSV・サステナビリティ）は何か、について確認・整理する。第3節では本稿における ESG 投資と企業の非財務情報に関する研究に関する文献レビューの方法について述べる。第4節で文献レビューに基づき ESG 投資と企業の非財務情報に関する研究の現状について分析し、最後に今後の研究課題について展望する。

2. ESG 投資と関連する概念

2.1 ESG 投資とは

まず ESG 投資及び ESG 投資に関連する概念について整理・確認する。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・企業統治に対する「企業の取り組み状況に基づいて投資対

* 広島経済大学経営学部経営学科教授

象を選別する投資」(加藤2018)のことである。投資に ESG の視点を組み入れたものである ESG 投資は、2006年4月に国連が責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)¹⁾ を公表したことを契機としてその投資額は加速し、ESG 投資を行うことと宣言し PRI に署名する企業や金融機関も相当に増えている。世界の ESG 投資残高を集計している GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) によると、2020年の世界の ESG 投資総額は全体で35兆3千億ドルに達し、2018年から2020年までの2年間で15%、2016年から2020年までの4年間で55%増加し、調査対象となった欧州、米国、カナダ、豪州、日本の5地域の機関投資家の全運用資産98兆4千億ドルの35.9%に達している (GSIA 2020, p. 9)。最近の脱炭素、人権配慮、取締役会や人材の多様性確保など ESG の多様な側面に多くの資金が投じられていることがわかる。

現在、ESG 投資は長期的に優れた資産運用におけるリターンを得られる投資手法として認知されつつある。加藤 (2018) によると、次のような企業社会を取り巻く社会的背景の変化がある。一つは「企業の外部性が高まってきている」ことである。企業と自然環境や社会との相互依存関係が高まり、それらが企業価値に影響を与えるようになってきているが、その相互依存関係を ESG 情報から知ることができる。もう一つは「企業のパフォーマンスにおいてガバナンスの影響が大きくなってきている」ことである。経済の変化の速度や不確実性が増している環境の下、企業の意味決定の質に大きな影響を与えるガバナンス構造は企業価値に影響を与える重大な要因であると、加藤 (2018) は指摘している。

日本では、2017年5月に改訂されたスチュワードシップ・コードにおいて機関投資家が ESG 要素を投資先企業の事業リスク・収益機会の構成要素として把握すべきことが明記 (原則3, 指針3-3) され、また2021年6月に再改訂 (当

初制定は2015年6月) されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、企業に ESG 課題に積極的かつ能動的に取り組むことが求められた (基本原則2, 原則2-3)。さらに運用資産額約140兆円という世界最大級の機関投資家である GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) が2015年9月に PRI に署名し、ESG 投資の推進を明確にしたことが日本における ESG 投資の加速要因としてあげられる。また海外で短期的なリターンの追求や過剰ともいえる株主還元策が目につくようになり、より長期的な投資家への還元、多様なステークホルダーに対する配慮が必要になってきたことも、日本企業が ESG 投資を意識するようになった理由といえよう。

ESG 投資より以前、その前身ともいえるものに社会的責任投資 (SRI: Social Responsibility Investment) が広く知られている。SRI は企業の社会的責任 (CSR: Corporate Social Responsibility) に重きを置いた投資であるのに対し、ESG 投資は企業収益力や財務健全性などファンダメンタル分析に、環境・社会・企業統治の要素を投資判断・分析に加えた投資である。かつての CSR は1950年代後半からの公害問題に端を発している (青木2020)。そして COP3 京都議定書締結を機に社会的に環境に対する関心が高まった1999年には日本発のエコファンドと言われている日興エコファンドが設定され、同ファンドは一時2,000億円を超える大型ファンドに成長した (河口2019)。その後、CSR 全般を評価した SRI ファンドを多くの運用会社が相次いで設定したものの、日本株式市場の低迷もあって2000年をピークに SRI ブームが収まった。SRI は企業の収益力や財務健全性などのファンダメンタル分析より CSR を重視した投資であったため、その結果、投資に対するリターンを軽視する形となり投資家の賛同が得られにくかったことがその理由として挙げられる。今日企業に求められているのは企業と

社会の持続可能な発展を前提とした経営であり、企業は地球環境破壊問題や経済のグローバル化に伴う貧富や地域の格差拡大、人権・労働者問題、企業不祥事への対応など、様々なステークホルダー（利害関係者）の要望や期待に応えなくてはならなくなった。これまでの CSR とは異なり、投資家との関係構築（IR: Investor Relationship）が企業にとって重要となってきたため、経営陣の関心が急速に高まると同時に、企業内では IR、広報、CSR、経営企画などの部署の連携強化による統合的な思考と対応が求められるのが実情である（笹谷2018）。一方、ESG 投資の主体となる投資家は、年金基金、生命保険会社などの機関投資家や投資信託などの資産運用会社であり、資金提供者に対する受託者責任を負いながら比較的長期間に及ぶ投資を行っている投資家が多い。こうした投資家は、投資先企業の中長期的な企業価値の向上を見極める際に、企業が営む事業が社会や環境に与える影響や、社会や環境の変化に伴い当該事業が影響を受ける可能性について考える必要が出てきたのである。SRI との違いは、投資家は最終的には企業が生み出す将来の利益やキャッシュフローが確り見込まれるという見極めができなければ、社会貢献だけの企業に投資するつもりはないということであり、受託者責任を全うしながらリターンを犠牲にすることはないという考え方に基づく投資が ESG 投資である。言い換えれば、ESG に積極的に取り組む企業は、長期にわたって利益やキャッシュフローを生み出し続ける可能性が高い企業であり、企業価値を向上させることができる企業であると考えられるため、投資に値すると投資家が考え、実行する投資が ESG 投資であるといえよう。

また、ESG 投資は、短期的な投資ではなく長期的な投資の手法である。企業の収益力や財務健全性などファンダメンタル分析を行う場合、通常は財務情報を参照する。ESG 投資は ESG

を考慮する投資であることから、財務情報だけでなく ESG という非財務情報も重要な役割を果たすことになる。企業と社会の持続可能な発展を前提とした経営を企業に促す ESG 投資は、長期にわたって将来の収益やキャッシュフローに影響を及ぼすことから、ESG 投資家が分析に利用する非財務情報は将来の財務情報でもあるといえる。コーポレートガバナンス・コード（基本原則3）では「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである」として、その考え方には「我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある」と指摘している。

このように、より一層 ESG を考慮せずして日本の企業経営は成り立たなくなる時代を迎えている。またコーポレートガバナンス・コードで求められた経営を実践する上場企業だけでなく、上場企業と取引している非上場企業も ESG を意識した経営が求められていくものと考えられ、大企業だけでなく中小企業にも無関係ではなくなってきた。かつて、グローバル企業であるナイキは下請け工場で児童労働が行われていたことが発覚して消費者から不買運動を起こされたが、直接児童労働を強要していたわけではないナイキが製品のサプライチェーン上の問題に対して責任を問われたのである。大企業がサプライチェーン上で起こるリスクを自社

の問題として捉えるようになれば、原材料や部品調達先や下請け会社に対しても ESG を考慮した対応を求めることになる。その要請に対応できない状態が続くようであれば、どんなに親密な取引先でも、対応できる取引先に変えられてしまうこともあり得る。今後こうした ESG を考慮した対応を求める動きが強まることはあっても弱まることはない。ESG に対する企業の取り組み状況に基づいて投資対象を選別する投資の動きは、上場企業・非上場企業を問わず、企業経営に大きな影響を及ぼすものと考えられる。

2.2 SDGs, CSV, サステナビリティ, インパクト投資

ESG 投資について理解を深めるためには、関連する用語・概念を確認しておかねばならない。CSR, SRI は前述のとおりである。ESG とともに最近頻繁に目にする SDGs (Sustainable Development Goals: 「持続可能な開発目標」の略語) は、2015年に国連で採択された、2030年までに持続可能な社会を実現するために達成を目指す全世界共通の17の目標である。環境・社会・企業統治という3つの非財務的な観点が求められる企業の長期的な行動実践において、将来的なリスクや機会を見出すためのヒントになるのが SDGs である。これが「SDGs は目標、ESG は目標実現のための手段」(小平2021)と言われる所以である。

CSV (Creating Shared Value: 「共有価値の創造」「共通価値の創造」の略語) は、企業がその事業を通じて社会課題や問題に取り組むことで「社会的価値」と「企業価値」を両立させることを目指すアプローチである。「共通価値」の概念について「企業の競争力を強化すると同時に、事業を営む地域社会や経済環境を向上させる方針とその実行」と定義している (Porter and Kramer 2011)。環境保護活動や途上国への支援活動に代表される CSR が「企業は、利益

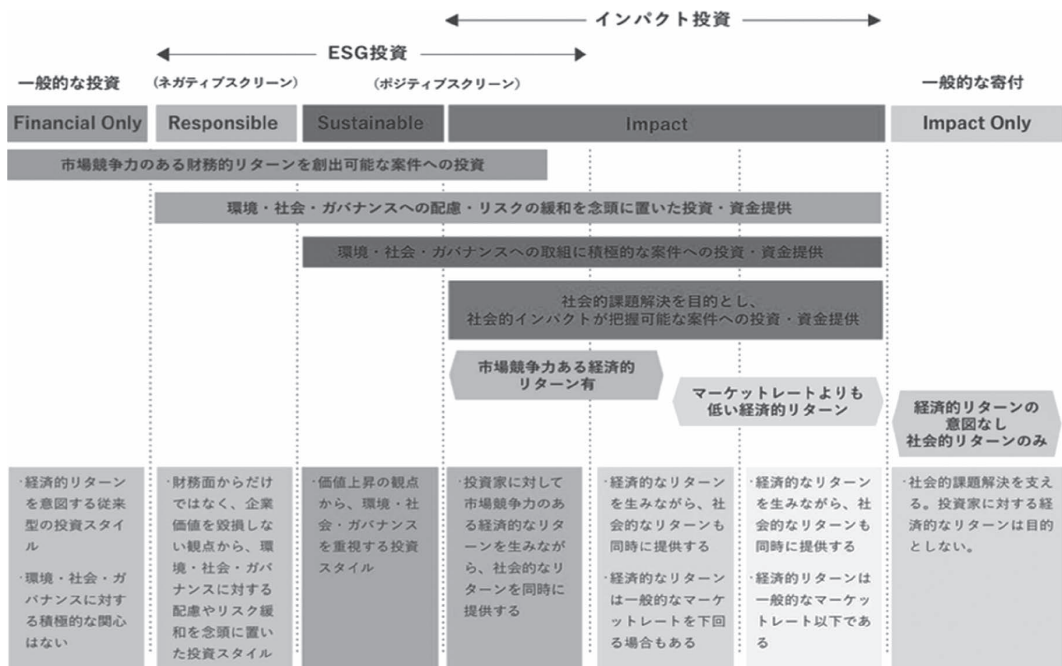
だけを優先するのではなく、幅広いステークホルダーを重視しながら社会に貢献する」ことを目指しているのに対し、CSV はコストを踏まえた上で社会の発展と経済発展の両方を実現しなければならないという前提の下、「社会のニーズや問題に取り組むことで社会的価値を創造し、その結果、経済的価値が創造されるべき」というアプローチであり、企業の成功と社会の進歩は、事業活動によって結びつくべきであるという考え方である。

サステナビリティ (Sustainability: 持続可能性) も、環境問題との関連において用いられる用語である。地球環境と人間社会が良好な関係を保ちながら共存し発展し続けていこうとする考え方である。「環境と開発に関する世界委員会 (World Commission on Environment and Development: WCED)」が1987年に公表した報告書「Our Common Future (われら共有の未来)」の中で取り上げられた概念が「持続可能な開発 (sustainable development)」であり、「将来の世代のニーズを満たしつつ、現在の世代のニーズも満足させるような開発」のことである (WCED 1987)。この概念は、環境と開発を互いに反するものではなく共存し得るものとして、環境保全を考慮した節度ある開発を重視するものである。そしてこの概念は国際的な共通理念として世界で広く普及されるようになり、現在のサステナビリティの考え方に結びついている。サステナビリティと CSR は「よりよい社会を目指す」という意味で方向性は同じである。しかしながら、サステナビリティは企業だけでなく国や個人など社会全体が対象となる一方、CSR は企業の事業活動に限られる。またサステナブル投資は、GSIA によると「ポートフォリオの選択やマネジメントにおいて、環境、社会、ガバナンスの要因 (ESG ファクター) を考慮した投資アプローチ」と定義されている (GSIA 2020, p. 7) おり、ESG 投資とほぼ同義

である。馬奈木 (2021) によれば、企業の社会的責任投資 (SRI) とサステナブル投資との関係は、CSR と ESG の関係に通ずると整理している。すなわち、CSR とは、「企業が顧客、株主、従業員、取引先、地域社会など、企業を取り巻くさまざまな利害関係者 (ステークホルダー) からの信頼を得るための活動」である一方、ESG は「サステナブル投資において投資判断材料となる企業の環境・社会・ガバナンスに関する活動や情報」を指す。CSR は企業側の視点で、ESG は投資側の視点で社会的責任を見ているのである。企業の SRI とサステナブル投資の関係も、企業は ESG に関する活動や情報を公開することによって投資家からの資金調達を可能にする一方、投資家は企業の ESG への取り組みを見て、その企業の価値向上とリスク低減という本来の投資判断を行うものとして捉えることができる。

最近注目を集めているインパクト投資は、こ

れまで推進されてきた ESG 投資をさらに発展させるものである。林 (2020) は「インパクト投資とは、経済的 (もしくは金銭的) リターンの獲得に加えて、環境面や社会面へのポジティブなインパクトを生み出すという「意図」 (intention) を持って行われる投資活動」と定義している。SRI や ESG 投資との違いは、環境面・社会面における貢献を意図しより強く意識する投資であるという点である。GSG 国内諮問委員会²⁾ がまとめた「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」は、従来「リスク」と「リターン」という2つの軸により価値判断がなされていた投資に対し、新たに「インパクト」という3つ目の軸を入れた投資、かつ、事業や活動の成果として生じる社会的・環境的な変化や効果を把握し、社会的リターンと財務的リターンの双方を両立させることを意図した投資を、インパクト投資と呼ぶ」と説明している。図1は一般的な投資と ESG 投資、インパクト



出所: 「インパクト投資拡大に向けた提言書2019」 P12図表12

図1 一般的な投資と ESG 投資、インパクト投資の特徴と位置づけ

投資の特徴と位置づけを表したものである。インパクト投資は、財務的リターンを目指すという意味で、一般的な寄付や補助金・助成とは一線を画し、また社会課題の解決に関心のない一般的な投資とも異なるが、ESG投資と同様、サステナビリティ（持続可能性）の実現とともに財務的リターンとの両立を目指すものである一方で、特定の企業や業種に対する投資をESGへの「配慮」や「リスクの緩和」の観点から除外する投資・資金提供のスタイルや、ESGに関連する取り組みに積極的な企業や業種に投資・資金提供するスタイルに比べて「投資がもたらす社会面・環境面での課題解決」をより強く意図している点がESG投資との違いである。

3. 研究方法（文献レビューの方法）

前節ではESG投資と関連する概念について整理してきた。本節では、本稿で行う文献レビューの方法について述べる。

生田・藤井（2020）によると、ESG関連論文で報告されている研究は、大きく分けて、ESG投資の運用パフォーマンスや株価に関する研究と、非財務情報開示及びESG経営が経済的パフォーマンスを高めるかについて分析を行った研究、の2つに分けられる。前者に関しては、すでに湯山（2019）や加藤（2018）などで論文サーベイが実施され既存研究の紹介がなされている。本稿は、後者の中でも非財務情報開示の度合いと財務パフォーマンスの関係性に絞った既存研究を紹介した生田・藤井（2020）を参考としつつ、最近の文献レビューを行い、ESG投資と企業の非財務情報に関する研究課題を探るものである。

本稿では、文献レビューの方法としてXiao and Watson（2019）を参考に、システマチック・レビューを実施する。まずESG投資と非財務情報を研究対象とした文献を収集するために、

2022年8月10日にELSEVIER（Science Direct）及びEBSCO（Business Source Premier）の2つのデータベースから、「ESG investment」「ESG investing」と「Non-financial information」「ESG Information」をテーマ（キーワード）とする論文（ELSEVIERはResearch articles, EBSCOは学術専門誌）のうち、2016年以降の出版物を検索した。2016年からの4年間でESG投資が55%増加したのも2015年9月に国連でSDGsが採択されたことが契機になったことから、2016年以降に出版されたものに絞り込んだ。キーワードの特質上、自然科学分野の文献を含むELSEVIER（Science Direct）ではヒット件数が膨大になるため、「Economics, Econometrics and Finance」「Business, Management and Accounting」の経済学・経営学分野の文献を条件として追加した。これらの検索条件でヒットした文献は238本（ELSEVIER 154, EBSCO84）であった。これに加えて、日本語で書かれた文献を検索するために、CiNiiにて「ESG投資」「非財務情報」をテーマとする論文のうち、2016年以降出版されたものを検索したところ、ヒットした文献は17本であった。検索された文献には本稿の研究対象と関係ない文献が多く含まれていたため、検索された各文献のTitle及びAbstractを検討した結果、最終的に得られた43本の英文文献と5本の和文文献の合計48本の論文を本稿のレビュー対象として選定した³⁾。以下、文献の分析を行う。

4. 分析結果

4.1 記述的分析

分析対象となった文献を分類すると以下のとおりである。研究方法別では、概念的定性研究（展望と論点、システマティックレビュー）は20本、概念的定量研究（内容分析・2次データ、パネルデータ）は18本、実証的定性研究（インタビュー、ケーススタディ）は3本、実証的定

量研究（実験、アンケート調査）は7本であった。発行ジャーナル別では表1のとおりである。

表1 発行ジャーナル一覧

学術ジャーナル	本数
Finance Research Letters	5
International Review of Financial Analysis	3
Corporate Social Responsibility & Environmental Management	3
Journal of Business Research	3
Business Strategy & the Environment (John Wiley & Sons, Inc)	2
Journal of Applied Accounting Research	2
Journal of Applied Corporate Finance	2
Research in International Business and Finance	2
The British Accounting Review	2
Accounting & Finance	1
Accounting Perspectives	1
Advances in Accounting	1
Australasian Accounting Business & Finance Journal	1
Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance	1
Critical Perspectives on Accounting	1
Emerging Markets Review	1
Financial Analysts Journal	1
Global Finance Journal	1
International Journal of Accounting & Information Management	1
International Journal of Financial Studies	1
Journal of Corporate Finance	1
Journal of Cleaner Production	1
Journal of Financial Economics	1
Journal of Multinational Financial Management	1
Journal of Securities Operations & Custody	1
Pacific-Basin Finance Journal	1
Review of Financial Economics	1
University of Pennsylvania Journal of International Law	1
會計	1
環境経済・政策研究	1
月刊資本市場	1
商学研究論集／明治大学大学院	1
拓殖大学経営経理研究	1

4.2 研究テーマ別の分析結果

研究テーマ別では、投資家における非財務情報の活用に関する文献は18本、企業における非財務情報の開示に関する文献は15本、非財務情報と企業経営に関する文献は9本、非財務情報と企業の負債調達コストに関する文献は3本であった。以下、研究テーマ別に学術論文を一部紹介する。

4.2.1 投資家における非財務情報の活用

投資家における非財務情報の活用に関する文献は、①なぜ活用するのか（規定要因）と、②どのような状況で活用しているのか（コンテキスト要因）に分類できる。

まず規定要因に関する研究では、機関投資家や個人投資家に対する調査をもとに、投資家はなぜ非財務情報を活用するのか、を明らかにしている。Amel-Zadeh and Serafeim (2018) は、世界の主要機関投資家652社から得られた質問調査データから、投資家が非財務情報を活用する理由と方法について実態を把握・分析している。投資決定において ESG 情報を活用する理由は、投資パフォーマンス、顧客のニーズの増大、投資商品戦略、倫理的配慮であった。また ESG 情報の活用に対する重大な障害は、企業間の比較可能性や報告基準の欠如、ESG 情報の収集・分析コストであった。調査結果を踏まえ、将来の ESG 投資はリターンへの影響と変化をもたらす効果が実行されるマテリアリティ（優先事項：当該企業が重要と考える ESG 対応や行動）によって左右される可能性が高いこと、またいかなる投資スタイルをとろうとも非財務情報への信頼性が重要であること、を投資家は考えていると指摘した。

Verheyden et al (2016) は、設定した Global All など6つの投資ポートフォリオにおける2010年～2015年のヒストリカルデータのパフォーマンスから、ESG データがあらゆる投資アプローチにどの程度付加価値を与えることができるか

を判断する調査を行い、ESG情報を組み込むことで様々な投資アプローチにおけるより良い意思決定に貢献したことを示している。Espahbodi et al (2019) は63人の個人投資家を対象とする実証実験において、非財務情報などESGのマテリアリティを戦略に統合しても、投資家の価格評価や投資配分に大きな影響を与えないことを実証した。

Khemir et al (2022) は、新興国における投資配分の決定において、ESG投資の非財務情報を含めるようになってきた実態について、チュニジアに上場する企業を対象としている投資家389人に対するフィールド調査を通じて明らかにしている。調査の結果、ESG情報が投資判断に大きな影響を与えること、特にS(社会)及びG(企業統治)に関する情報がE(環境)に関する情報よりも投資決定に影響を与えていることを指摘している。また政府系投資機関(SWF:ソブリンウェルスファンド)について研究したDai et al (2022) では、SWFの投資意思決定プロセスにおける決定要因の可能性を特定している。2003~2018年の米国上場企業に対するSWFの投資データに基づき分析し、CSRスコアをESG投資の非財務情報の尺度として活用すると、SWFはより高いCSRスコアを持つ企業に投資する可能性が高いという調査結果となったことを示した。

一方、コンテキスト要因、すなわちどのような状況でESG投資における非財務情報が活用されているのか、を分析した研究も数多く存在した。Chen and Yang (2020) は、台湾の上場企業に関する2010~2017年のデータに基づき、投資家はESGスコアが高い企業に関する良いニュースには楽観的な反応を示す一方、ESGスコアが低い企業に関する悪いニュースには悲観的な反応を示すなど、企業のESG情報を活用し金融市場にESGモメンタム効果をもたらしていることを明らかにしている。Sabbaghi

(2022) はMSCI社のESGデータを用いて、良いニュースと悪いニュースがESG企業のリスクにどのように影響するかを評価する経験的分析を行っている。その結果、ESG格付けが最も高い企業の株価変化リスクを調査し、ニュースがESG企業のボラティリティ(株価変化)に与える影響は良いニュースよりも悪いニュースの方が大きいこと、また悪いニュースに対応して小規模のESG企業で観察されたボラティリティの増加は大規模および中型のESG企業と比較して低いことを明らかにしている。

分析対象とする投資家も様々である。Chauhan and Kumar (2019) はインドの企業630社の2007~2016年におけるESG関連の情報開示に対する外国人投資家の状況について調査している。その結果、外国人投資家はESG関連の情報を開示する企業を好む傾向があること、情報に問題を抱えている企業にとってESG関連の情報開示は特に有用であることを示唆している一方、相対的に情報収集面で有利な国内投資家はESG関連の情報開示にあまり反応しないことを報告している。Chen et al (2020) は、企業のCSRに対する機関投資家が与える影響について調査し、株価指数(ラッセル指数)の再構成によって引き起こされた機関投資家の持ち株の外生的な増加がポートフォリオ企業のCSRパフォーマンスを改善すること、外因性ショックを投資家が受けた場合には企業のCSR評価は低くなることを明らかにしている。

Huang (2021) は、投資の意思決定におけるESG要因に対する株主の考えにギャップがある状況の下では、企業評価の観点からESG要因がどのように業績予測に組み込まれているかが明確ではないこと、エージェンシーとシグナリング理論を参照すればESGはエージェント(経営者)とプリンシパル(株主)の間の情報

の非対称性を軽減する可能性があることを指摘し、機関投資家の意思決定において ESG 要因を考慮するための理論的枠組みを評価・提示している。D'Hondt et al (2022) は、2005~2011年までの9,286人のフランス人個人投資家の取引データに基づき、個人の特性と実際の行動から ESG 要因を調査した結果、金融理解度とリスク許容度が ESG 要因に対する株式投資のエクスポージャーに影響を及ぼすこと、2008年の金融危機には個人投資家の ESG 選好が弱まったことからストレスの多い時期には非財務情報は活用できない可能性があることを示唆した。

日本では、加賀谷 (2017) が ESG 投資にあたり非財務情報が投資家に活用されている状況を整理した上で、ESG 投資評価について従来多かったネガティブ・スクリーニング⁴⁾ から ESG にかかわる取り組みに積極的な企業を抽出して投資するケース (いわゆるポジティブ・スクリーニング) が増大し ESG データなどデータベースの活用が増えていること、ESG 情報と企業価値評価の関係を示す研究や ESG を企業価値に結びつける経路や ESG 評価を進化させる要素を示す研究を紹介し、財務情報だけでなく非財務情報を含めて投資対象を分析し幅広く分散投資を図る手法 (いわゆる ESG インテグレーション) による戦略的投資が求められていることを指摘し、中長期的に各産業セクターや地域で直面する社会的課題についての認識の共有を各ステークホルダーで共有していくことが不可欠であると主張している。

4.2.2 企業における非財務情報の開示

企業における非財務情報の開示については、①どのような状況で開示するのか (コンテキスト要因) と、②どのように開示し、企業行動にどのような影響を与えているのか (影響要因) の2つに分類できる。

まずコンテキスト要因に関する研究では、企業はどのような状況で非財務情報を開示するのか

を明らかにしてきた。例えば、Cho et al (2019) は、カナダの大企業170社における ESG 開示の状況を説明している。グローバル・レポーティング・イニシアチブ (GRI) 基準と国連の持続可能な開発目標 (SDGs) の導入、および気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) 勧告を背景に、サステナビリティ報告が徐々に進化しているものの、報告数が増えても質が向上するとは限らず、課題が残っていると分析している。また第三者の ESG 情報提供者を通じて報告されたプロセスや進捗状況は投資家に十分届かないことが多く、企業は格付けや評価機関からの無数の情報要求に対応するよう圧力をかけられていると報告されている。Aluchna et al (2019) は Bloomberg 社と Capital IQ 社のデータベースから収集した2011~2014年のパネルデータを使い、取締役会の規模、取締役会の女性比率、CEO の二重性 (CEO と取締役会議長の兼務体制) 及び独立社外取締役が ESG 開示に与える影響に関する仮説を検証した結果、取締役会の規模と社外取締役は ESG 情報開示にプラスの影響を、取締役会の女性比率と CEO の二重性は ESG 情報開示にマイナスの影響を与えることを示し、取締役会の状況が ESG 情報開示に関係するという洞察を提供している。

He et al (2022) では中国 A 株式市場に上場する企業の2006~2019年のデータに基づき、企業の CSR レポートの開示について自発的に開示する企業と開示を強制される企業とを比べると後者のほうが株式価値評価における企業固有のリスク (イデオシンクラティック・リスク) が低いことを示しており、企業は CSR への取り組みから追加の非財務情報を提供することによって投資家の意見の相違を減らし企業固有のリスクを軽減できることを指摘した。Yu et al (2020) は企業のグリーンウォッシング行動について調査している。グリーンウォッシングとは、実際には環境 (グリーン) に配慮した製品や

サービスの提供や関連事業活動を行っていないにもかかわらず、実態よりも良く見せかけることを指す。本論文は、グリーンウォッシング行動が ESG 投資の障壁となる可能性がある旨を指摘し、ESG の側面における企業のグリーンウォッシング行動を軽減するメカニズムを総合的に研究した。47か国の大企業1,925社の2012～2016年のデータをスコア化し、対象企業がグリーンウォッシングに関与する程度を測定した結果、ESG の側面におけるグリーンウォッシング行動は、(a) 独立取締役の存在、(b) 機関投資家の存在、(c) 腐敗の少ない国の、影響力のある国民の関心、および (d) 上場先の多様化 (Cross-listing) によって抑止できることを見出した。企業のサステナビリティ報告で提供される ESG 情報は第三者による監査が行われないケースが多く情報の信頼性に乏しいことため、グリーンウォッシングを防ぐ状況を作り出すことが肝要と結論づけている。

Yu and Luu (2021) は49か国に本社を置く大企業1,963社の ESG 開示の量を調査している。その結果、企業の特徴が企業の ESG 開示の変動の大部分を説明している変数となっているのに対して汚職や政治的権利などの国独自の要因の変動はあまり説明していないこと、国内外に重複上場している企業のほうが自国市場のみに上場している企業よりも多くの ESG データを開示していること、外国人所有割合が増加しても ESG 開示が増加しないこと、また取締役会の規模が大きく、内部関係者の株式保有が少なく、独立した取締役と機関投資家の割合が高い企業ほど、より多くの ESG データを開示していることが明らかになった。ESG 開示量の変動に対する国の要因の重要性を低下させる可能性が高いことを示唆している。

一方、影響要因は、企業は ESG 情報をどのように開示し、それがどのような影響を企業行動に与えているかを示唆するものである。

Bernardi and Stark (2018) は、統合報告書の作成が義務づけられている南アフリカの企業において ESG 情報の開示と統合報告の有用性及びアナリスト予測精度の関係について報告している。ヨハネスブルグ証券取引所に上場している41社の2008～2012年のパネルデータを用いて分析した結果、ESG 情報開示レベルが高いほど、アナリストの1年先の収益予測の精度に対する統合報告義務化による影響は大きくなったことから、ESG 情報の開示レベルが統合報告の有用性を決定する要素であることを示した。ESG 情報、特に環境開示レベルと、統合報告義務化導入後のアナリストの予測精度との間に関係が示されており、ESG 情報を統合報告書に統合することが効果的であることを裏づけている。Hammami and Zadeh (2020) は、ESG 開示の透明性を決定する2つの要因である監査の質と公共メディアへの露出を紹介し、ESG 情報の透明性が企業の投資効率に与える影響を調査している。カナダの上場企業223社の2008～2017年のデータを用いて分析した結果、監査の質と公共メディアへの露出が ESG 情報の透明性の主な要因であることを示し、高品質の監査へのコミットメントすることと公共メディアの露出度を高めることにより企業はより広範で透明性の高い ESG 情報を開示するようになることを主張している。また、ESG 情報の透明性と企業レベルの投資の非効率性との間には負の関連性があることも判明した。ESG 情報の透明性は、企業と利害関係者の間の情報の非対称性を緩和するのに役立つ情報を提供し、投資効率を通じてより良い経営資源配分を促進し、設備投資の意思決定に大きな経済効果がある旨を指摘している。

Arvidsson and Dumay (2021) はスウェーデンの企業を対象として ESG 報告における量・質・および企業の ESG パフォーマンスを検証している。ESG 報告の質についてはスウェー

デンの多国籍企業27社の2018年度のサステナビリティ報告を ESG の観点から分析しその多様性が認められること、また量に関しては2008～2018年にかけて報告する社数、報告ページ数が増加したこと、そして ESG インデックスとサステナビリティパフォーマンスインデックスとの比較から ESG パフォーマンスの向上が認められたことを実証した。研究のインプリケーションとして、企業は、よりタイムリーで、関連性があり、信頼性が高く、比較可能であり、ESG パフォーマンスの改善を示すデータを提供するように求められなければならないと主張している。また Ellili (2022a) では、アラブ首長国連邦 (UAE) における2010～2019年の ESG レポートデータに基づき、ESG の開示と財務報告の品質が企業の投資行動に与える影響について実証研究を行った結果、ESG 開示、財務報告の品質及び投資効率の間に正の関係があることを示しており、ESG 開示が、透明性を改善して情報の非対称性を緩和し、企業の投資効率を高めることを示唆している。

4.2.3 非財務情報と企業経営

非財務情報と企業経営に関する研究は、影響要因として①非財務情報が経営戦略や方針、経営者の行動に与えた影響と、②非財務情報が企業のパフォーマンスに与えた影響、の2つに分類できる。まず、非財務情報が経営戦略や方針、経営者の行動に与えた影響に関する研究である。

De Silva Lokuwaduge et al (2022) は、ESG の開示に対する需要の高まりがサステナビリティ報告の新しい潮流を生み出している中で、ESG 実践のリスクと機会、様々なステークホルダーが与えるインパクトについて分析している。経営者は、ESG のリスクと機会に関する透明性のある情報を使用して、投資家やその他の利害関係者とのより効果的なエンゲージメントを促進する機会を持っていること、グローバル及び地域社会に持続可能な成果をもたらす法

的および倫理的責任を負っていることを明らかにした。Ellili (2022b) は ESG の開示と配当政策との関係を調査した。UAE の証券取引所に上場している企業30社に関する2010～2020年のデータを使用し、ESG と配当支払いの間に正の関係があること、さらに取締役会の独立性が ESG 開示と配当支払いの間の関係していること、機関投資家の株式所有と外国人の株式所有は ESG と配当支払いの間でそれぞれ負と正の調整役を果たしていることを明らかにしている。ESG 開示は企業が生成するキャッシュフローを期待するため信頼する情報源であると株主が見なしているため、企業の透明性を促進する。ESG 開示と配当支払いを調整する上で、こうしたコーポレート・ガバナンス・メカニズムが重要な役割を果たすことを示している。

非財務情報が企業のパフォーマンスに与えた影響に関する研究も多い。Li et al (2018) は、ロンドン証券取引所に上場する FTSE 種総合株価指数に組み入れられた企業367社の2004～2013年のデータを使用して、優れた ESG の開示が企業価値に影響を与えるかどうかを調査し、ESG 開示レベルと企業価値の間に正の関連性があること、透明性と説明責任の向上およびステークホルダーの信頼の強化が企業価値の向上に役割を果たすことを示唆した。さらに ESG 開示レベルと企業価値との関連性は CEO (最高経営責任者) の権限が大きいほど顕著であり、CEO の権限が高い企業における ESG 開示を ESG 実践へのより大きなコミットメントに関連していると、株主は見ていることを示した。Chen and Xie (2022) は、ESG 情報の開示が企業の財務パフォーマンスに与える影響について説明している。中国市場に上場している企業の2000～2020年までのデータを使用し調査した結果、ESG 開示が企業の財務パフォーマンスに好ましい影響を与えること、また ESG 開示の効果は ESG 投資家がいる企業や創業が長く

メディア注目度が高い企業ほど大きくなったこと、ESG 投資家による株式保有が多ければ多いほど ESG 開示が財務パフォーマンスに与える影響がより顕著になること、を明らかにした。

Lee et al (2022) は ESG 情報と企業のブランド評価の関係について調査している。グローバルに製造・販売を行う上場自動車メーカー16社を対象として質的比較分析手法を使って分析した結果、自動車メーカーは製品、人、および財務パフォーマンスに関する ESG 情報を示していること、広告費や研究開発費への投資、ソーシャルメディアへの参加を介してブランド評価のための ESG 情報を直接かつインタラクティブに消費者に伝えていること。こうした自動車ブランドのシグナリングにはブランド価値の共創の効果があることを見出している。

4.2.4 非財務情報と負債調達コスト

非財務情報が負債調達コストに与える影響について研究した研究もある。Hamrouni et al (2019) は企業の CSR 報告が負債レバレッジ比率にどのように影響するかを調べた。パリ証券取引所に上場し SBF120 指数に採用されたフランス企業の2010~2015年のパネルデータを使用し、Bloomberg 社の ESG 開示スコアデータベースから収集したデータに基づき、レバレッジ比率が CSR 開示スコアに正の相関があること、ESG 情報の開示に伴って長期および短期の負債のレベルが増加することを示しており、CSR 開示が情報の非対称性を低減し、企業の ESG 活動に関する透明性を向上させる上で重要な役割を果たしていることを示唆した。ESG 情報の高度な開示が資金の出し手の期待に応えることが判明し、負債による資金調達を考えている経営者には ESG 情報は有益であると指摘している。また Eliwa et al (2021) は、貸付機関が負債のコストを削減するという観点から、ESG パフォーマンスと開示が EU 加盟国の企業に有効かどうかを調査している。ESG パフォー

マンスとは ESG 戦略への効果的なコミットメントを示し、ステークホルダーの認識にプラスの影響を与えるように設計されたコミットメントのイメージを構築する努力を表す ESG 開示と区別している。EU15か国の非金融企業6,018社の2005~2016年のデータを用いて分析した結果、貸付機関は ESG のパフォーマンスと開示の両方を重視し、信用供与の決定に ESG 情報を統合していること、すなわち ESG のパフォーマンスが高い企業は負債コストが低く、ESG 開示は企業に同等の影響を与えることが判明した。貸付機関に代表される市場の力が ESG のパフォーマンスと開示の関連性と信頼性を向上させる、重要な役割を果たしていることを示唆している。

一方、Ramio et al (2021) は負債のコストに対する ESG 開示の影響を分析している。S&P1200グローバル指数の採用されている企業919社の2010~2019年の8,264件の観察データを用いた分析の結果、負債による資金調達のコストと ESG 開示の間に負の関係があることを示した。ESG 情報の普及においてより高いレベルの透明性を持つ企業がより良い条件で貸付機関と取引できている可能性を指摘している。

5. 今後の研究課題

本稿では、今後の研究課題を提示するために、最近の文献のレビューに基づき、ESG 投資と企業の非財務情報に関する研究の現状を分析した。研究テーマには、投資家における非財務情報の活用、企業における非財務情報の開示、非財務情報と企業経営の関係性、非財務情報と企業の負債調達コストといった4つに分類され、様々な研究が行われてきた。以下、今後の研究課題を提示する。

第一に、ESG 投資家が求める非財務情報と、企業が開示する非財務情報の間に生じている内容のずれもしくは情報ギャップとその要因を検

証することである。ESG 投資家が「企業価値向上」というときには「将来キャッシュフロー生成能力の向上」を意味する。先行き不透明な時代において、ESG 要素（環境・社会など）が将来キャッシュフロー生成能力にどれほど影響を及ぼすのかを見極めたい ESG 投資に対し、企業が発する CSR 活動に関する情報との間にギャップが生じていると考えられる。例えば「二酸化炭素の排出量を〇%削減しました」といった情報だけでは、ESG 投資家は将来のキャッシュフロー生成能力にどのように影響されるのかわからない。先行研究では、投資家における非財務情報の活用に関する文献から①なぜ活用するのか（規定要因）と、②どのような状況で活用しているのか（コンテキスト要因）が示されてきたが、こうしたギャップに関する実証研究とその要因の検証が必要である。

第二に、非財務情報を管理する経営管理（マネジメント・コントロール）の実態を解明することである。2021年のコーポレートガバナンス・コードには「我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。」と指摘されている。非財務情報が資本市場に与える影響が強くなった時代において、非財務情報を単に記述するだけでなく、どのように経営管理に組み込み、管理し、適切な方法で開示していくのか、大きな課題である。企業がどのような将来への道筋を立てて、そこにはどのような課題やリスクがあり、それをどのようにコントロールしようとしているのか、を示すことが求められている。先行研究では非財務情

報が経営戦略や方針、経営者の行動に影響を与えることが示されていたが、適切な経営戦略や方針を立案し経営計画等に落とし込み実行に移すこと、その進捗状況を的確に把握し管理した成果が非財務情報として適切に開示していくことから、企業は非財務情報を管理し適切な開示をしていく経営管理（マネジメント・コントロール）を行う必要がある、その実態を解明されているとは言い難い。

第三に、ESG 投資が企業の利益調整に与える影響を解明することである。CSR と ESG の違いは、ESG 投資家の存在によって企業は「環境や社会、ガバナンスに意を用いる企業は長期的に企業価値向上を実現できる」すなわち「ESG に積極的に取り組む企業であれば、長期にわたって安定的なキャッシュフローを生み出し続けることができる企業である」（松田2021）。先行研究では、非財務情報開示の度合いと財務パフォーマンスの関係性について、多くの研究が進められてきた（生田・藤井2020）。実体的利益調整（Real Earnings Management）を行うことで財務パフォーマンスを向上させている可能性など会計研究の余地はあると考えられる。

ESG 投資を機関投資家との対話や非財務情報の開示などを促すものとして捉え、企業はステークホルダーから求められる非財務情報の管理と開示を充実させていかななくてはならない。企業の戦略（中期的な計画を含む）、利益調整等の意思決定に影響を与えている ESG 投資と非財務情報に関し持続的かつ長期的に研究することは意義が大きいと考えられる。

注

- 1) PRI の 6 つの原則は、①投資分析と意思決定のプロセスに ESG の視点を組み入れる、②株式の所有方針と所有監修に ESG の視点を組み入れる、③投資対象に対し、ESG に関する情報開示を求める、④資産運用業界において本原則が広まるよう働きかけを行う、⑤本原則の実施効果を高めるために協働する、⑥本原則に関する活動状況や進捗状況

- を報告する、となっている。
- 2) GSG (Global Social Impact Investment Steering Group) は、2013年の先進国首脳会議 (サミット) において創設された「G8社会的インパクト投資タスクフォース」が2015年に名称変更された、インパクト投資をグローバルに推進することを目的に活動を行っているグループで、32の国と地域が加盟している。各国はそれぞれ国内で諮問委員会を組成することになっている。
- 3) 参考文献リストのうち、レビューの対象となる48本の文献には「※」を付している。
- 4) ESG投資評価においてGSIAで定義している7つの投資手法の一つ。ネガティブ・スクリーニングとは、武器やギャンブル、たばこ、化石燃料、原子力など地域社会や環境等にネガティブな影響を与える可能性がある事業を手掛ける企業を投資先から除外もしくは投資を控えるというアプローチである。

参 考 文 献

(※はレビュー対象となった文献48本)

- Aluchna, M., M. Roszkowska-Menkes, B. Kamiński and D. Bosek-Rak (2019): "Do Institutional Investors encourage Firm to Social Disclosure? The Stakeholder Salience Perspective", *Journal of Business Research*, Vol. 142, pp. 674–682. ※
- Amel-Zadeh, A. and Serafeim, G. (2018): "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey", *Financial Analysts Journal*, Vol. 74(3), pp. 87–103. ※
- Arvidsson, S. and Dumay, J. (2021): "Corporate ESG Reporting Quantity, Quality and Performance: Where to now for environmental Policy and Practice?", *Business Strategy & the Environment*, Vol. 31(3), pp. 1091–1110. ※
- Bernardi, C. and A. W. Stark (2018): "Environmental, Social and Governance Disclosure, integrated Reporting, and the Accuracy of Analyst Forecasts", *The British Accounting Review*, Vol. 50(1), pp. 16–31. ※
- Chauhan, Y. and S. B. Kumar (2018): "Do Investors value the Nonfinancial Disclosure in Emerging Markets?", *Emerging Markets Review*, Vol. 37, pp. 32–46. ※
- Chauhan, Y. and S. B. Kumar (2019): "The Value Relevance of Nonfinancial Disclosure: Evidence from foreign Equity Investment", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 52–53, 100595. ※
- Chen, H.-Y., S. S. Yang (2020): "Do Investors exaggerate Corporate ESG Information? Evidence of the ESG Momentum Effect in the Taiwanese Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 63, pp. 1–13. ※
- Chen, T., H. Dong and C. Lin (2020): "Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility", *Journal of Financial Economics*, Vol. 135(2), pp. 483–504. ※
- Chen, Z. and G. Xie (2022): "ESG Disclosure and Financial Performance: Moderating Role of ESG Investors", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83, 102291. ※
- Cho, C. H., K. Bohr, T. J. Choi, K. Partridge, J. M. Shah and A. Swierszcz (2019): "Advancing Sustainability Reporting in Canada: 2019 Report on Progress", *Accounting Perspectives*, Vol. 19(3), pp. 181–204. ※
- D'Hondt, C., M. Maxime and R. Tristan (2022): "What drives Retail Portfolio Exposure to ESG Factors?", *Finance Research Letters*, Vol. 46, 102470. ※
- Dai, L., C. Song, Y. You and W. Zhang (2022): "Do Sovereign Wealth Funds value ESG Engagement? Evidence from Target Firm's CSR Performance", *Finance Research Letters*, Vol. 50, 103226. ※
- De Silva Lokuwaduge, C. S., C. Smark and M. Mir (2022): "The Surge of Environmental Social and Governance Reporting and Sustainable Development Goals: Some Normative Thoughts", *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, Vol. 16(2), pp. 3–11. ※
- Dumrose, M., S. Rink and J. Eckert (2022): "Disaggregating Confusion? The EU Taxonomy and its Relation to ESG Rating", *Finance Research Letters*, Vol. 48, 102928. ※
- Eliwa, Y., A. Aboud and A. Saleh (2021): "ESG Practices and the Cost of Debt: Evidence from EU Countries", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 79, pp. 1–21. ※
- Ellili, N. O. D. (2022a): "Impact of ESG Disclosure and Financial Reporting Quality on Investment Efficiency", *Corporate Governance*, Vol. 22(5), pp. 1094–1111. ※
- Ellili, N. O. D. (2022b): "Impact of Environmental, Social and Governance Disclosure on Dividend Policy: What is the Role of Corporate Governance? Evidence from an Emerging Market", *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, pp. 1–18. ※
- Engle, R., M. Brogi, N. Cucari and V. Lagasio (2021): "Environmental, Social, Governance: Implications for Businesses and Effects for Stakeholders", *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, Vol. 28(5), pp. 1423–1425. ※
- Espahbodi, L., R. Espahbodi, N. Juma and A. Westbrook (2019): "Sustainability Priorities, Corporate Strategy, and Investor Behavior", *Review of Financial Economics*, Vol. 37(1), pp. 149–167. ※
- Global Sustainable Investment Alliance [GSIA] (2020): *Global Sustainable Investment Review*, GSIA
- GSG 国内諮問委員会 (2021) 「インパクト投資拡大に向けた提言書2019:フルレポート (修正版:

- 2021年2月発行)」GSG 国内諮問委員会 <https://impactinvestment.jp/impact-investing/about.html>
- Fan, J. H., A. Omura and E. Roca (2022): "An Industry-guided Review of Responsible Investing: Bridging the Divide between Academia and Industry", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 354, 131685. ※
- Hammami, A. and M. H. Zadeh (2020): "Audit Quality, Media Coverage, Environmental, Social, and Governance Disclosure and Firm Investment Efficiency: Evidence from Canada", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 28(1), pp. 45–72. ※
- Hamrouni, A., R. Boussaada, and N. B. F. Toumi (2019): "Corporate Social Responsibility Disclosure and Debt Financing", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 20(4), pp. 394–415. ※
- He, F., S. Qin, Y. Liu and J. Wu (2022): "CSR and Idiosyncratic Risk: Evidence from ESG Information Disclosure", *Finance Research Letters*, Vol. 49, 102936. ※
- He, F., H. Du and B. Yu (2022): "Corporate ESG Performance and Manager Misconduct: Evidence from China", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 82, 102201. ※
- Ho, V. and S. K. Park (2019): "ESG Disclosure in comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting", *University of Pennsylvania Journal of International Law*, Vol. 41(2), pp. 249–328. ※
- Huang, D. Z-X. (2021): "Environmental, Social and Governance Factors and Assessing Firm Value: Valuation, Signaling and Stakeholder Perspectives", *Accounting & Finance*, Vol. 62(2), pp. 1983–2010. ※
- Husted, B. H and J. M. d. Sousa-Filho (2019): "Board Structure and Environmental, Social, and Governance Disclosure in Latin America", *Journal of Business Research*, Vol. 102, pp. 220–227. ※
- Johnson, C. (2020): "The Measurement of Environmental, Social and Governance (ESG) and Sustainable Investment: Developing a Sustainable new World for Financial Services", *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 12(4), pp. 336–356. ※
- Khan, M. A. (2022): "ESG Disclosure and Firm Performance: A Bibliometric and Meta Analysis", *Research in International Business and Finance*, Vol. 61, 101668. ※
- Khemir, S., C. Baccouche and S. D. Ayadi (2022): "The Influence of ESG Information on Investment Allocation Decisions: An Experimental Study in an Emerging Country", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 20(4), pp. 458–480. ※
- Kotsantonis, S., C. Pinney and G. Serafeim (2016): "ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 28(2), pp. 10–16. ※
- Lee, M. T., R. L. Robyn and A. S. Krishen (2022): "Signaling green! Firm ESG Signals in an Interconnected Environment that promote Brand Valuation", *Journal of Business Research*, Vol. 138, pp. 1–11. ※
- Li, Y., M. Gong, X.-Y. Zhang and L. Koh (2018): "The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power", *The British Accounting Review*, Vol. 50(1), pp. 60–75. ※
- Nofsinger, J. R., J. Sulaeman and A. Varma (2019): "Institutional Investors and Corporate Social Responsibility", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, pp. 700–725. ※
- Park, S. R. and J. Y. Jang (2021): "The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria", *International Journal of Financial Studies*, Vol. 9(3), 48. ※
- Pathak, R. and R. D. Gupta (2022): "Environmental, Social and Governance Performance and Earnings Management – The Moderating Role of Law Code and Creditor's Rights", *Finance Research Letters*, Vol. 47, 102849. ※
- Porter, M. E. and M. Kramer (2011): "Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism - and the Unleash a Wave of Innovation and Growth", *Harvard Business Review*, Vol. 89(1-2), pp. 63–77. (編集部訳 (2011)「経済的価値と社会的価値を同時実現する共通価値の戦略」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』第36巻第6号, pp. 8–31.)
- Raimo, N., A. Caragnano, M. Zito, F. Vitolla and M. Mariani (2021): "Extending the Benefits of ESG Disclosure: The Effect on the Cost of Debt Financing", *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, Vol. 28(4), pp. 1412–1421. ※
- Rezaee, Z and L. Tuo (2017): "Voluntary Disclosure of Non-financial Information and its Association with Sustainability Performance", *Advances in Accounting*, Vol. 39, pp. 47–59. ※
- Sabbaghi, O. (2022): "The Impact of News on the Volatility of ESG Firms", *Global Finance Journal*, Vol. 51, 100570. ※
- United Nations [UN] (1992): Agenda 21, UN.
- Verheyden, T., R. G. Eccles and A. Feiner (2016): "ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 28(2), pp. 47–55. ※
- World Commission on Environment and Development [WCED] (1987): Our Common Future, Oxford University Press.
- Xie, J., W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii and S. Managi

- (2019): "Do Environmental, Social, and Governance Activities improve Corporate Financial Performance?", *Business Strategy & the Environment*, Vol. 28(2), pp. 286-300. ※
- Xiao, Y. and M. Watson (2019): "Guidance on Conducting a Systematic Literature Review", *Journal of Planning Education and Research*, Vol. 39(1), pp. 93-112.
- Yu, E. P-y. and B. V. Luu (2021): "International Variations in ESG Disclosure - Do Cross-listed Companies care more?", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 75, 101731. ※
- Yu, E. P-y., B. V. Luu and C. H. Chen (2020): "Greenwashing in Environmental, Social and Governance Disclosures", *Research in International Business and Finance*, Vol. 52, 101192. ※
- 青木 崇 (2020) 「企業価値創造を目指す日本企業のSDGs実践とダイバーシティ経営の課題」『日本経営倫理学会誌』第27号, pp. 307-320.
- 稲葉知恵子 (2022) 「CSR調達と中小企業の情報開示」拓殖大学経営管理研究, 第121号, pp. 1-15. ※
- 生田孝史, 藤井秀道 (2020) 「企業の非財務情報開示とESG経営に関する研究展望」環境経済・政策研究, Vol. 13(2), pp. 44-56. ※
- 加賀谷哲之 (2017) 「ESG投資評価のための非財務情報活用の課題と展望」『月刊資本市場』, 第384号, pp. 26-34. ※
- 加藤康之 (2018) 「ESG投資の研究 - 理論と実践の最前線」一灯舎.
- 河口真理子 (2019) 「SDGsが推進するESG投資2.0」『月刊資本市場』第409号, pp. 22-34.
- 熊沢 拓 (2021) 「インパクト加重会計イニシアティブの概要と展望—会計とインパクトが統合される未来のインパクト投資像—」『月刊資本市場』第428号, pp. 46-54.
- 小平龍四郎 (2021) 「ESGはわかり」日経BP.
- 笹谷秀光 (2018) 「ESG時代におけるSDGs活用の競争戦略」『月刊資本市場』第392号, pp. 4-14.
- 林 寿和 (2020) 「上場株式におけるインパクト投資の潮流と可能性」『月刊資本市場』第422号, pp. 28-36.
- 松田千恵子 (2021) 「サステナブル経営とコーポレートガバナンスの進化」日経BP.
- 馬奈木俊介 (2021) 「ESG経営の実践—新国富指標による非財務価値の評価」事業構想大学院大学出版部.
- 水口 剛 (2021) 「ESG投資の進化と統合報告」會計, Vol. 199(1), pp. 44-56. ※
- 村澤竜一 (2018) 「日本のコーポレートガバナンスと機関投資家：意識調査に基づくエンゲージメントの考察」商学研究論集/明治大学大学院, 第50巻, pp. 87-105. ※