

PRESS RELEASE (2026/01/08)

## ESG の取り組みが企業の内在価値と市場効率性を向上させる効果を明らかに ～世界 31 カ国 2,636 社上場企業の国際比較研究～

### ポイント

- ① 環境、社会、ガバナンスに関する取り組み（以下、ESG）といった非財務情報の開示やパフォーマンスの水準が高い企業ほど内在価値が高い傾向にある
- ② ESG の取り組みが進むことで企業の内在価値と株式時価総額の乖離度合いが縮小する
- ③ これらの傾向は特に先進国で強く観察される一方で、途上国では限定的である

### 概要

2006 年に国連支援の下で責任投資原則（PRI）が創設されて以降、投資家や資産運用者は企業の ESG を投資判断に取り入れてきました。さらに、金融リスクの顕在化、COVID-19 の世界的流行、気候変動などを契機に、社会的サステナビリティへの関心が高まり、ESG 情報の透明性と比較可能性が強く求められています。一方、ESG と財務パフォーマンスの関係を扱う研究は多いものの、ESG が株式市場の価格形成の効率性に与える影響や、国際的な制度環境の違いを踏まえた検証は限定的です。

九州大学大学院経済学研究院の藤井秀道教授、大学院経済学府の王心雨氏、沈思語氏、九州大学都市研究センターの Jun Xie 助教、九州大学大学院工学研究院の Alexander Ryota Keeley 准教授、馬奈木俊介主幹教授は、2015 年から 2022 年にまでの世界 31 カ国における 2,636 社の企業データを用い、ESG の取り組みが企業の内在価値およびミスバリュエーション（企業の内在価値と株式時価総額の乖離）に与える影響を検証しました。内在価値とは、企業の資産、収益、配当などの基礎的な財務情報から経済理論に基づいて評価される企業価値です。

分析の結果、ESG は長期的に企業の内在価値を高めるとともに、ミスバリュエーションの縮小（市場効率性の向上）に寄与することが示されました。さらに、この効果は先進国でより有意に強いことが明らかとなりました。本研究の知見は、企業による持続可能な経営取り組みを後押しする政策立案に資する基礎情報として活用されることが期待されます。

本研究成果は環境経済・環境経営分野のトップジャーナルである「Business Strategy and the Environment」(2024 Impact Factor: 13.3)のオンライン速報版に、2026 年 1 月 8 日（木）午後 11 時（日本時間）に掲載されました。

## 【研究の背景と経緯】

2006年に国際連合の支援により責任投資原則(PRI)が創設されて以降、投資家および資産運用者は、企業の持続可能性に関するESGを投資判断プロセスに組み込み始めました。その後、金融リスクの顕在化、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の世界的流行、気候変動といった特別要因を契機として、社会的サステナビリティの重要性に対する国際的な認識は一段と高まり、ESG(環境・社会・ガバナンス)の透明性と比較可能性が市場から強く求められるようになりました。こうした流れの中で、EUでは2023年以降、企業サステナビリティ報告指令(Corporate Sustainability Reporting Directive: CSRD)により5万社超に対してESGデータの開示が求められ、企業価値評価の精度向上への期待が高まっています。また、PRIは2024年時点で5,000超の署名機関と運用資産残高128.4兆米ドル規模へと拡大し、ESGは投資プロセスにおける主流へと定着しつつあります。

これまでの先行研究によれば、ESG要素は追加的リターンの創出やリスク耐性の強化につながる可能性があり、投資家が資産ポートフォリオを構築する際にESG要素を考慮すべきであることが示唆されています。ESGと財務パフォーマンスの関連性については多くの研究が存在するものの、ESGが株式市場における価格形成の効率性や評価精度に及ぼす影響、ならびに国別の特徴の違いを明示的に考慮した形での研究は限定的です。こうした背景の下、本研究では企業のESGパフォーマンスおよびESG情報開示が内在価値と市場効率性に与える影響について、世界31カ国2,636社を対象としたデータ解析により明らかにしました。

## 【研究の内容と成果】

本研究は、2015～2022年における31カ国にわたる2,636社の企業データを用い、ESGの取り組みが企業の内在価値および市場効率性に与える影響を検証しました。研究フレームワークとして、残余利益モデル(Residual Income Model: RIM)に基づいて算出した内在価値(Intrinsic Value)ならびに内在価値と株式時価総額の乖離度(Misvaluation)を被説明変数として用います。説明変数には、企業のESG総合パフォーマンスおよびESG情報開示の水準を評価したスコアを採用します。さらに、総資産利益率(Return on Assets: ROA)、企業規模およびレバレッジ等のコントロール変数を導入し、分析結果の頑健性を高めました(図1)。

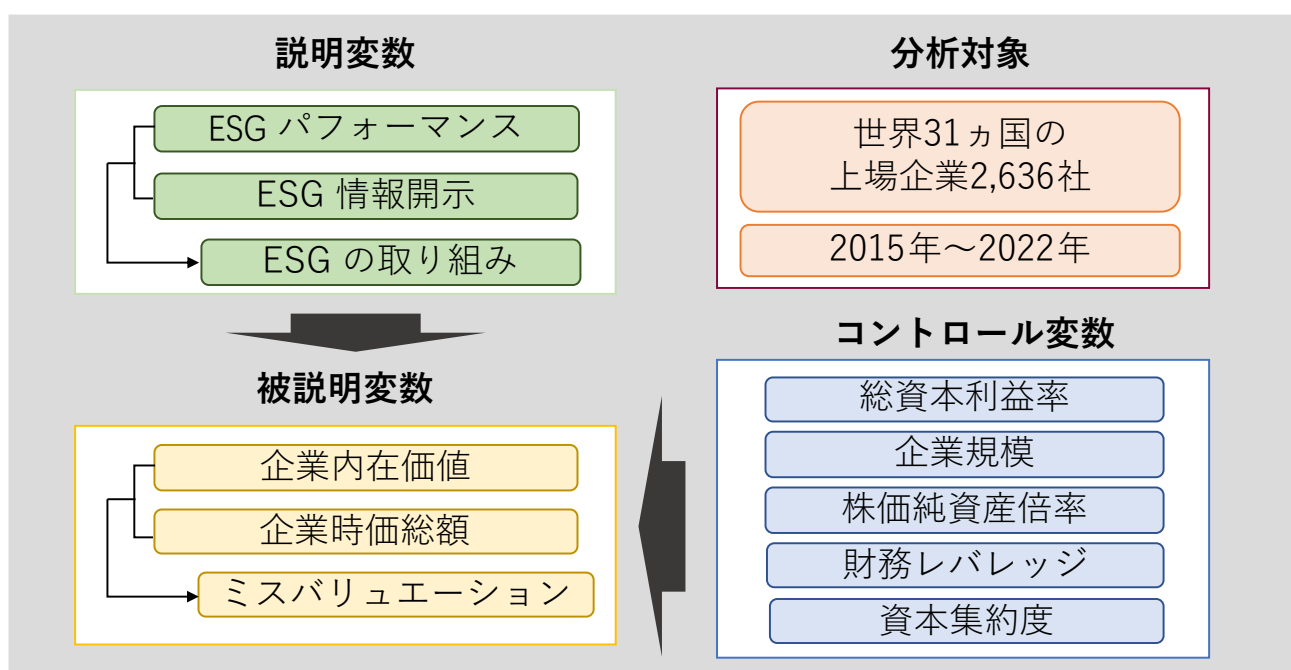


図1. 研究フレームワーク

理論的メカニズムについて（図2）、本研究は統合的戦略サステナビリティ理論（Integrated Strategic Sustainability Theory）を枠組みとして用います。資源ベース理論（Resource-based View: RBV）およびステークホルダー理論（Stakeholder Theory）に基づけば、優れた ESG パフォーマンスはステークホルダーとの信頼関係を構築し、業界内での競争優位を強化する効果が期待できます。加えて、高い ESG パフォーマンスは企業の内部ガバナンスの質の高さを示すものであり、市場や投資家に対して信頼できるシグナルとして機能します。さらにシグナリング理論（Signaling Theory）の観点からは、ESG 情報開示は市場に対して社会的責任の履行を伝えるとともに、投資家に対して将来の成長および発展に対する企業の能力を示す役割を果たします。また、制度理論（Institutional Theory）の観点から、企業が事業を展開する国および地域の制度環境の違いにより、ESG への取り組みやその効果は異なると考えられます。したがって、企業は各国の制度的要請や環境条件を踏まえ、現地環境に適応した ESG 戦略および対応策を採用する必要があります。

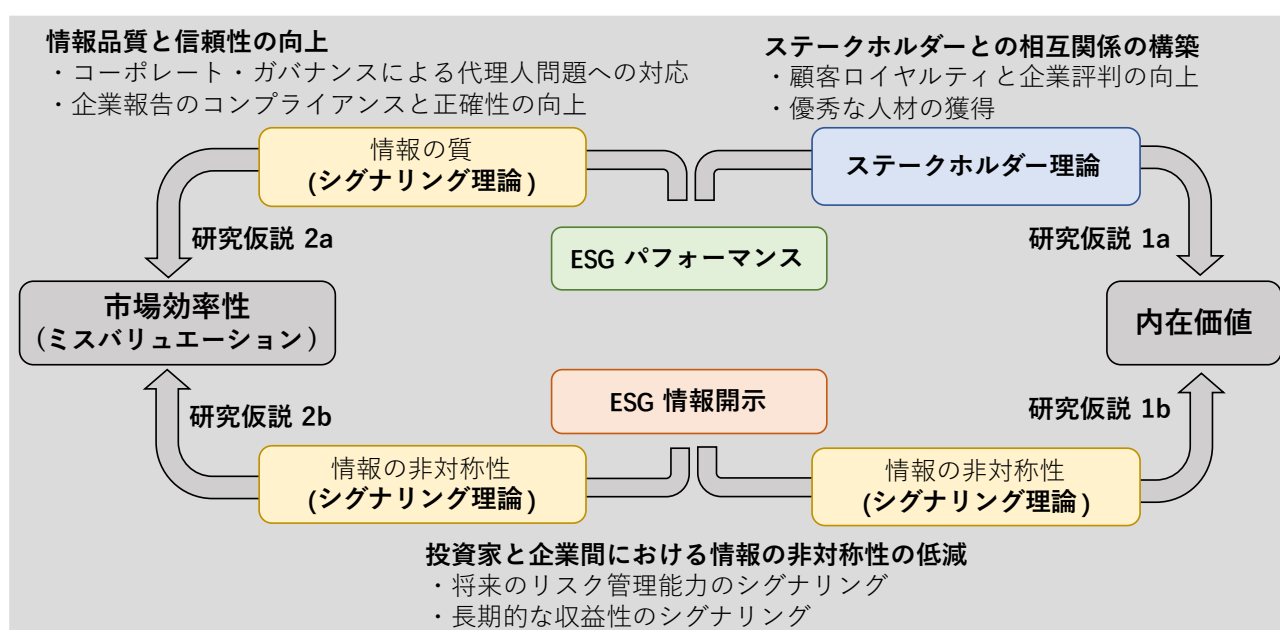


図2. 理論的メカニズム

研究フレームワークと理論的メカニズムに基づく実証分析の結果、ESG パフォーマンスと ESG 情報開示はいずれも内在価値を押し上げ、株式時価総額との乖離（ミスマッチ）を縮小することが示されました。さらに、企業の内在価値に対する影響は、情報開示よりも ESG パフォーマンスの方が高い結果となりました。加えて、ESG パフォーマンスおよび情報開示は、株価の過剰評価企業および過小評価企業のいずれにおいても市場効率性を高めることが確認されました。国別の追加分析では、これらの効果が特に先進国で有意に強いことが明らかとなりました。

#### 【結論と今後の展開】

本研究は、非財務要因が企業の長期的な発展および市場効率性において重要な役割を果たすことを、経済理論に基づく分析フレームワークから明らかにしました。加えて、企業は誇張的な開示に資源を投じるのではなく、実質的な ESG 活動の改善により多くの資源を配分すべきであることを示唆します。さらに、本研究は実務的含意として、企業が事業を展開する国および地域の制度環境や市場条件を踏まえ、戦略を調整・高度化していく必要性を提起します。

今後の研究では、国レベルまたは業界レベルの要因が、ESG の取り組みと企業の財務パフォーマンス

との関係をどのようなメカニズムで調整するのかを、より具体的に解明する必要があります。これにより、各国の制度設計や業界特性に即した、より実効性の高い政策提言を提示できる可能性が高まります。

#### 【謝辞】

本研究は、文部科学省科学研究費補助金基盤研究（B）（課題番号 25K03328）および（有）こども未来研究所より支援を受けて実施しました。

#### 【論文情報】

掲載誌：Business Strategy and the Environment

タイトル：Environmental, Social, and Governance Factors as Tools for Improving Market Efficiency: A Study on Equity Misvaluation.

著者名：Xinyu Wang, Siyu Shen, Jun Xie, Hidemichi Fujii, Alexander Ryota Keeley, Shunsuke Managi

DOI: 10.1002/bse.70486

#### 【お問合せ先】

<研究に関すること>

九州大学大学院経済学研究院 教授 藤井秀道（フジイヒデミチ）

TEL：092-802-5494 FAX：092-802-5494

Mail：hidemichifujii@econ.kyushu-u.ac.jp

<報道に関すること>

九州大学広報課

TEL：092-802-2130 FAX：092-802-2139

Mail：koho@jimu.kyushu-u.ac.jp