

ESGへの取り組みが 非上場企業の財務と持続可能性に与える影響¹ —COVID-19ショック下の財務パフォーマンス分析—



中 本 浩 喜
(商 工 中 金)
(産業戦略部オフィサー)



根 本 直 子
(早稲田大学大学院)
(経営管理研究科教授)

< 要 旨 >

本稿は、日本の非上場企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）活動が財務パフォーマンスに与える影響を実証的に分析するものである。この研究テーマは、大手企業と中小企業間のESGへの取り組みや認識の格差が背景となっている。近年、中小企業においても、取引先からの要請や企業ブランドの強化を目的としてESGを活用するケースが増加している。ただし、ESG活動が財務指標や企業業績に寄与するかについては懐疑的な見方もあり、実証的な検証が必要とされる。

本分析では、商工組合中央金庫が収集した非上場企業1,246社のESGスコアおよび財務データを活用した。これらが企業の財務パフォーマンス（総資産利益率（ROA）、付加価値率）と財務耐性（売上高維持ダミー、営業利益黒字ダミー）にどのように影響するかを評価することで、ESGへの取り組みが中小企業の経営に与える影響とその要因を明らかにした。既存研究の多くは、ESG活動が企業業績に対してポジティブな影響を与える結果を示しているが、それらは主に上場企業を対象としたものであり、非上場企業に関する知見は限定的である。本研究は、このギャップを埋めるものである。

¹ 本稿は、中本浩喜の早稲田大学大学院経営管理研究科修士学位申請論文を、中本、根本が討議のうえ再構成し、改稿したものである。

1. はじめに

- (1) 研究の動機
- (2) ESGの変遷と非上場企業における取り組みの重要性
- (3) 先行研究
- (4) 本研究の仮説

2. データと分析方法

- (1) 使用する ESG データ
- (2) 使用する企業財務データ
- (3) 変数の定義
- (4) サブグループ
- (5) 分析方法

3. 分析結果

- (1) ROA への影響
- (2) 付加価値率への影響
- (3) 売上高耐性への影響
- (4) 事業利益維持への影響
- (5) 分析結果のまとめ

4. おわりに

- (1) 本研究結果の示唆
- (2) ESG推進に向けた実務的インプリケーション
- (3) 分析の限界と今後の課題

1. はじめに

(1) 研究の動機

近年、環境・社会・ガバナンス（ESG）要因を組み込んだ経営は、企業にとって不可欠な戦略として認識されつつある。特に、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、企業に財務的圧力を与えると同時に、持続可能性への対応能力が競争優位性の重要な要素であることを浮き彫りにした。ESG活動は、短期的な財務目標の達成だけでなく、長期的な経済的安定性や社会的信頼を構築する手段として注目されている（Liu et al., 2023）。

これまでの研究では主に上場企業を対象に、ESG活動と企業財務パフォーマンスとの関連を調査してきた。その結果、多くの研究において、ESG活動が企業価値や財務パフォーマンスにプラスの影響をもたらす可能性が示唆されている（Friede et al., 2015）。しかし、上場企業と

非上場企業ではその規模、資源、外部からの圧力の性質が大きく異なるため、上場企業の知見を非上場企業にそのまま適用することは難しい。

日本では全企業数の99%以上を非上場企業が占め、雇用や地域経済において極めて重要な役割を担っている（中小企業庁, 2023）。しかし、これら企業のESG活動の実態やその効果に関する研究は依然として十分に蓄積されていない。特に中小企業はリソースやESGデータの不足から、持続可能性に向けた取り組みが進みにくいのが現状である。一方で、こうした企業がどのようにESG活動を実施し、それが財務パフォーマンスや事業継続性にどのように影響するのかを明らかにすることは、日本経済全体の持続可能性を高めるうえで不可欠である。

本研究は、日本の非上場企業、特に中小企業を対象に、ESG（環境・社会・ガバナンス）活動が財務的耐性に及ぼす影響を実証的に分

析することを目的とする。具体的には、COVID-19のような経済的ショック下において、ESG活動が中小企業の財務的安定性や競争力、さらには持続可能性にどのように寄与するのかを明らかにすることを目指すものである。

(2) ESGの変遷と非上場企業における取り組みの重要性

ESG（環境・社会・ガバナンス）の概念は、2004年に国連グローバル・コンパクトが発表したレポート「Who Cares Wins」で提唱された。このレポートは、投資意思決定に持続可能性を統合する重要性を示し、ESG三要素を企業評価に取り込む契機となった。さらに、2006年に設立された国連責任投資原則（PRI）が、ESGを投資基準に組み込む動きをグローバルに推進し、普及を加速させた。

ESGスコアは、企業の持続可能性を評価する指標として発展してきた。環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)の各側面における取り組みを総合的に測定し、たとえば温室効果ガス排出削減、労働環境整備、取締役会の独立性確保などが主な評価対象となる。これらは非財務情報や将来の財務情報を表す指標として、特に長期投資家に重視されてきた（辻本, 2019）。MSCIやSustainalyticsといった主要評価機関が提供するESGスコアは、企業のリスクと機会を評価する重要な基準として広く活用されている。

また、ESGスコアは国際的なサプライチェーンやグローバル取引においても重要な役割を果たし、企業が持続可能な経営を実現しているかを評価する指標として、投資家や取引先からの信頼性向上に寄与している（蔵元, 2022）。こ

のため、上場企業のみならず非上場企業にも、サプライチェーン全体でESG課題への取り組みを可視化する必要性が高まっている。

日本においては、近年、企業経営および投資の両面でESGスコアの活用が急速に進展している。2015年に策定された「コーポレートガバナンス・コード」や、2020年に改訂された「日本版スチュワードシップ・コード」は、企業に対するESG情報開示の促進を大きく後押しする契機となった。加えて、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2015年に責任投資原則（PRI）に署名し、ポートフォリオ運用にESG評価を本格的に導入したことも、国内企業のESG対応を加速させる重要な要因となっている。GPIFは、ESGを重視したインデックス投資を推進するとともに、企業に対して透明性向上およびESG取り組みの強化を求め、さらに運用会社に対してもESG分析力およびエンゲージメント能力の向上を要請している（GPIF, 2022）。

上場企業においては、MSCIやCDPといった国際的な評価基準に対応したESGスコアの活用が進展し、企業価値の向上および投資家からの信頼獲得に向けた取り組みが加速している（浅野, 2023）。また、ESGスコアを経営戦略に組み込む動きも広がっており、環境分野では温室効果ガス排出削減や再生可能エネルギーの導入、社会分野ではダイバーシティ推進や地域社会への貢献、さらにガバナンス分野では取締役会の独立性強化や情報開示の透明性向上といった具体的施策が積極的に進められている。

一方で、日本の非上場企業においては、依然としてESGへの取り組みが限定的であり、サ

プライチェーン全体での対応が求められるなか、その遅れは重要な課題となっている。その主要因として、外部からのガバナンス圧力が上場企業に比べて小さいことが挙げられる。すなわち、非上場企業は機関投資家などの外部株主を持たない場合が多く、ESG開示や対応を求められる機会が相対的に少ない。また、上場企業に適用されるようなESG情報開示に関する制度的枠組みや規制も存在しないため、自主的な取り組みに依存せざるを得ない状況にある。加えて、ESGに関する知識や人材などのリソースも不足していることが、実質的な取り組みのハードルを高くしている（中小企業庁、2021）。こうした状況を改善する方策として、近年、サステナブルファイナンスの役割に注目が集まっている。

具体的には、地方銀行や信用金庫が、取引先企業との対話（エンゲージメント）を深めながら、ESGに積極的に取り組む企業への資金支援を強化している。その手段として、「ポジティブ・インパクト・ファイナンス」や「グリーンローン」といった新しいタイプの融資が活用されている。ポジティブ・インパクト・ファイナンスとは、企業の事業活動が環境や地域社会に与える良い影響（ポジティブ・インパクト）を評価し、それを金融の支援対象とする仕組みである。一方、グリーンローンは、再生可能エネルギーの導入や省エネ設備の導入など、環境保全に直接貢献する取り組みに対して融資を行うものであり、持続可能な社会の実現を金融面から後押しする手段として注目されている。これらの取り組みは、地域経済の持続可能性を支えると同時に、企業に対して環境・社会・ガバ

ナンスへの対応を促進するインセンティブを提供する役割を担っている（環境省、2023）。さらに、地方自治体においてもESG債の発行や補助金制度を通じ、非上場企業がESG活動に取り組むための基盤整備が進められている。

非上場企業は、上場企業とは異なるガバナンス構造を有するため、ESG要素を活用したガバナンス改革が、経営の持続可能性を向上させる上で重要な意義を持つと考えられる（青木、2022）。特に、少子高齢化や労働力不足に直面する日本では、従業員の健康促進や働きがい向上を通じた生産性向上、ならびに優秀な人材確保が、中長期的な企業価値向上に不可欠と認識されている（浅野、2023）。したがって、非上場企業においても、単なる環境対策やガバナンス強化にとどまらず、人的資本投資を含む社会的要素への対応が、今後一層求められることは明らかである。

しかしながら、現場においては、ESG活動を「短期的な収益向上に資するか否か」という視点で捉える企業が少なからず存在し、金融機関や政策担当者との間で意識の乖離が依然として課題となっている（水口・高田、2023）。

このようなギャップを解消するために、本研究では非上場企業のESG評価が企業価値や財務パフォーマンスにプラスであることを定量的に分析した。

(3) 先行研究

ESGへの取り組みが企業価値や企業の財務パフォーマンス（CFP）に与える影響については、これまで多くの研究が行われてきた。Friedeら（2015）の分析によれば、ESGスコ

アと企業の財務パフォーマンス（Corporate Financial Performance: CFP）には90%以上の研究で非負の関連性が示され、多くの場合で正の影響が確認されている。特に、環境やガバナンスの要素で顕著な効果が見られる一方、地域的・文化的背景による影響も指摘されている。

これらの研究では、ESGがCFPに寄与するメカニズムとして、リスク削減、競争優位性の強化、効率性とイノベーションの向上、ステークホルダーエンゲージメントの向上、および持続可能な成長の促進の5つの観点が提唱されている。また、ESGの構成要素（環境、社会、ガバナンス）がそれぞれ異なる形でCFPに影響を与えることも明らかにされている。

1. ステークホルダーエンゲージメントの向上

ステークホルダー理論（Freeman, 1984）に基づき、ESG活動は主要な利害関係者（顧客、従業員、投資家、地域社会など）との信頼関係を構築し、企業価値を高める効果があると考えられている。Freeman（1984）によれば、ステークホルダーとの良好な関係は企業の長期的安定性と価値創造に寄与する。このような活動が売上増加や利益率向上に結びつくことは、Ruf et al.（2001）の研究によって確認されている。さらに、ステークホルダーからのプレッシャーにより、特に、社会要素（S）は、地域社会への貢献や多様性の推進を通じて従業員エンゲージメントや顧客満足度の向上に寄与する（Suto & Takehara, 2007）。

2. リスク軽減

ESG活動は、規制リスクや市場リスクを軽減

する効果を持つとされ、これはステークホルダー理論の枠組みで説明することができる。例えば、環境規制や労働基準に適切に対応することで、罰則や訴訟のリスクを回避できる可能性が指摘されている（Suto & Takehara, 2016）。さらに、高いESGスコアを持つ企業は、投資家や金融機関からの信頼を獲得し、それにより資本コストを低減しつつ、財務的な安定性を強化することが示されている（Ernst et al., 2024）。また、COVID-19パンデミック期における研究では、ESG活動が市場流動性の向上や株価の安定に寄与し、経済危機下でも企業のリスク管理能力を強化する役割を果たしたことが確認されている（Liu et al., 2023）。

3. 競争優位性の強化

ESG活動の競争優位性への貢献は、資源ベース理論（Resource-Based View, RBV）に基づいて説明される。この理論では、価値のある（Valuable）、希少な（Rare）、模倣困難な（Inimitable）、代替不可能な（Non-substitutable）資源が持続可能な競争優位性を生み出すとされる（Barney, 1991）。特に、環境要素（E）は、消費者からの支持や市場シェア拡大を通じてブランド価値を向上させる中心的な役割を果たし、持続可能な製品やプロセスが企業の差別化戦略を強化し、レピュテーションを高めることが示されている（Ni et al., 2024; Song, 2024）。社会要素（S）は、ステークホルダーとの連携を強化し、業務効率の向上や顧客ロイヤリティの向上に寄与する。また、ガバナンス要素（G）は、透明性の向上や取締役会の独立性を通じて財務パフォーマンスを改善し、投資家からの

信頼を高める要因となる (Saygili et al., 2021; Friede et al., 2015)。

4. 効率性とイノベーションの向上

ESG活動は、企業の効率性向上とイノベーション促進を通じて財務パフォーマンス (CFP) に寄与する重要な要素である。この関係は、ダイナミック・ケイパビリティ理論 (Teece et al., 1997) に基づき、企業が外部環境の変化に迅速に適応し、競争優位性を維持する能力によって説明される。

特に環境 (E) 要素への取り組みは、新技術の導入やプロセス改善を通じて企業の競争力を高めることが示されている (Broadstock et al., 2020)。具体的には、環境技術への投資が、新製品の開発や生産効率の向上を促し、結果として市場での差別化を可能にする。また、循環型経済 (サーキュラーエコノミー) への取り組みは、資源の効率的な利用や廃棄物削減を推進し、企業のコスト削減など経済的メリットの向上に貢献する (Magnano et al., 2024)。

5. 持続可能な成長の促進

持続可能な成長の促進において、ESG活動は、投資家からの信頼を獲得し、長期的な資本流入を促進する重要な役割を果たす。特に、ガバナンス要素 (G) は、外部環境の変化に柔軟に対応する経営体制を構築し、企業価値の向上に寄与することが示されている (Friede et al., 2015)。このプロセスは、シグナリング理論 (Spence, 1973) を通じて理解できる。

シグナリング理論の視点では、企業がESG活動を積極的に実施することは、外部のステーク

ホルダー、特に投資家や顧客に対して「持続可能性」や「信頼性」のシグナルを送る行為であるとされる (Fu et al., 2022)。幅広いステークホルダー管理を伴うESG活動は、企業が社会的責任を重視し、長期的な安定性と価値創造を追求していることを効果的に伝え、競争優位性の強化に寄与する。

6. 業種や地域特性による影響の違い

ESG活動の効果は、企業の業種や規模、そして地域特性によって大きく異なる。例えば、自動車産業のような環境負荷の大きい産業では、政府の規制が厳しく適用される傾向がある。そのため、環境 (E) 要素が特に重要であり、資源効率の向上や環境コストの削減を通じて財務パフォーマンス (CFP) に大きな影響を与えることが確認されている (Chen et al., 2023)。一方で、企業規模もESG活動の効果を左右する要因であり、大規模企業ほどESG活動とCFPの関連性が強く、小規模企業ではその関連性が限定的であることが示されている。

地域特性もまた、ESG活動の効果に重要な影響を及ぼす。新興国市場では、先進国市場に比べてESGとCFPの間に正の関係を示す研究結果の割合が高いとされる。これは、各国の法制度や政策の違い、環境および社会問題に対する意識の高さや成熟度が、ESG活動の影響を変化させる要因であることを示唆している (Friede et al., 2015)。このように、ESG活動の効果は、企業が置かれた外部環境や内部要因との相互作用によって多様に変化する。

(4) 本研究の仮説

ESG活動がCFPに与える影響は、複数の理論的背景を通じてこれまで説明されてきた。また、業種や地域特性、企業規模による違いも重要な要因であることが示されている。本研究では、これらの理論を基盤とし、日本の非上場企業におけるESG活動の実効性を検証するために以下の仮説を設定した。

H1：ESGへの取り組みはROA（収益性）へ正の影響を与える

ROAは企業の収益性を直接的に反映する指標であり、ESG活動はこの向上に寄与すると考えられる。特に、環境（E）要素によるコスト削減や規制リスクの軽減、社会（S）要素による従業員満足度向上、ガバナンス（G）要素による経営管理能力の向上がROAを改善する。

H2：ESGへの取り組みは付加価値率（VAR）へ正の影響を与える

付加価値率（Value Added Rate：VAR）は、企業が効率的に価値を創出しているかを示す指標であり、ESG活動が生産性や競争力を高めるかを評価する。特に、環境（E）の持続可能性への取り組みやガバナンス（G）の経営効率化がVARに寄与すると考えられる。

H3：ESGへの取り組みは売上高減少リスクの低減に正の影響を与える

売上高が成長する確率を予測することで、ESG活動が経済ショック下で売上の減少を抑える効果を持つか検証する。特に、環境（E）要素によるブランド価値向上や社会（S）要素に

よる顧客ロイヤリティの強化が、売上成長の確率に寄与すると考えられる。

H4：ESGへの取り組みは事業利益の維持に正の影響を与える

営業利益が黒字になる確率を予測することで、ESG活動が経済ショック下で事業利益を保つ力を持つか検証する。環境（E）要素によるコスト削減、社会（S）要素による従業員満足度向上、ガバナンス（G）要素による経営効率化とリスク削減が、営業利益の維持力に寄与すると考えられる。

2. データと分析方法

(1) 使用するESGデータ

本研究で使用するESGスコアは、商工組合中央金庫（以下、商工中金）と船井総合研究所が共同開発した「中小企業版・簡易ESG評価」に基づいている（商工中金，2021）。この評価基準は、株式会社日本取引所グループ（JPX）が発行した「ESG情報開示実践ハンドブック」を参考に設計された。同ハンドブックは、Sustainable Stock Exchanges（SSE）Initiativesが提唱する「Model Guidance for Companies on Reporting on ESG Information」に基づき、上場企業が実践可能な形で作成されたガイドラインである。ESG情報開示実践ハンドブックが提唱する指標群は、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の各要素を包括的に網羅し、特に国際的な枠組みに準拠した開示を行うことを目的としている。中小企業版の簡易評価は、こうした国際基準をベースとしつつ、設問数や表現などを中小企業の実態に合わせて簡素化し、

実務上の負担を軽減した形式となっている。

なお、現時点では、ESG全般にわたる体系的な評価スキームおよびデータベースが、非上場企業を対象として大規模に構築されている例は極めて限られている。多くのESG関連の枠組みや評価基準は上場企業を主な対象としており、非上場企業に対する実証的な研究やデータ整備は十分に進んでいないのが現状である。本研究で用いるESGスコアは、こうしたギャップを補完する取り組みとして位置づけられ、非上場企業を対象にESGと財務パフォーマンスの関係を定量的に分析する点において、先駆的かつ実務的意義の高い試みといえる。

中小企業版の簡易評価の特徴は以下の通りである。

1. 環境スコアにおける評価対象の絞り込み

ハンドブックが推奨するスコープ3（間接排出）までの詳細な温室効果ガス排出量の開示や、サプライチェーン全体の監査は対象外とし、エネルギー効率や廃棄物削減など、直接的で実行可能な項目に焦点を当てている。

2. 実行可能な指標の採用

取締役会の独立性やサステナビリティ関連の開示といった要素は除外し、労働環境への配慮や倫理・腐敗防止の取り組みなど、ハンドブックの指標の中から特に中小企業が取り組みやすい内容を選定している。

3. 簡素な評価形式

各カテゴリーに15項目ずつ設問を設定し、「○（1点）」「×（0点）」で回答するセルフチェック形式を採用。全45問・最大45点の評価形式に簡素化している。

ESGスコアデータは、商工中金が2021年8月から2024年5月に収集した情報を基にしている。この期間には新型コロナウイルス（COVID-19）の経済的ショックが含まれ、企業の財務的耐性とESG活動の関連を検証する上で適切な時期といえる。

調査は地域や業種を限定せず、全国の非上場企業1,593社からデータが収集された。回答は各企業1回のみで、その時点のESG活動状況を的確に反映したデータとなっている。

表1 「中小企業版・簡易ESG評価」の内容

環境 【E】	方針・訴求	企業の環境ポリシーを定めている（水資源保護・有害物質による汚染の予防・自然環境の保全等）	E1
		取引先への環境啓発活動を行っている	E2
		自社顧客・消費者への環境啓発活動を行い、自社の環境面における付加価値を訴求している	E3
	エネルギー対応	自社CO2排出量の測定し、現状を認知している	E4
		脱炭素（温室効果ガス削減）への取り組みを行っている 例）設備投資を実施する際にCO2排出やエネルギー効率等を配慮して投資判断を行っている。	E5
		再生可能エネルギー利用率向上への取り組みを行っている	E6
		自社エネルギー消費量削減への取り組みを行っている	E7
	廃棄物 リサイクル対応	自社の産業廃棄物量の測定を行い認識している	E8
		産業廃棄物削減への取り組みを行い、成果を上げている	E9
		自社廃棄物のリサイクル率の向上の為の取り組みを行っている（生産活動の改編を含めて）	E10
	緊急時対応	事業継続計画（BCP）を策定している	E11
		緊急時に計画通りに運用されている又は、計画通りに運用できる体制がある 例）防災訓練、緊急連絡網、規模縮小等の勤務体制 等	E12
		サプライチェーン対応（製造、仕入、物流、在庫など）のBCP対応を整備している	E13
		取引先の財務状況を把握し、自社事業活動の健全性を認識している	E14
		災害時におけるシステム/情報の保護・バックアップ策を策定している	E15
社会 【S】	社会・地域への対応	社会問題の解決を主たる目的とした、事業を行っている	S1
		本業の事業展開において、社会貢献・社会性の視点が考慮される仕組みがある	S2
		本業以外に、社会/地域貢献に寄与する活動を行っている	S3
		地域の発展に貢献するために、重要な役割を担っている	S4
	労務環境	従業員1人当たりの月平均的残業時間は、20時間以内である	S5
		年次有給休暇の取得は、50%以上である	S6
		労働基準監督署（過去5年間）よりの指摘がない	S7
		労災事故（過去5年間）について皆無である	S8
	組織環境	採用計画を立てて、毎年積極的に雇用している	S9
		一定の社員教育体制があり、基本業務が習得できる環境が整っている	S10
		従業員満足度調査を定期的に行い、組織状況をスコアリングしている	S11
		女性社員の活躍のための工夫や仕組みが充実している	S12
		65歳以上の高齢者の雇用（契約社員を含む）を10%以上行っている	S13
		高齢者やパート・アルバイト、外国人労働者等の給与・労働条件への配慮、働きやすい環境の整備などがされている	S14
		離職率が10%以下である（※年間退職者数は、定年退職含む）	S15
ガバナンス 【G】	コンプライアンス 体制	社内での通報制度が確立されている	G1
		反社チェックの体制が整っている(※)	G2
		コンプライアンスに関する教育体制が整っている(※)	G3
	経営管理体制	株券不発行会社となっており、株主名簿がある	G4
		経営計画を毎年策定している	G5
		例）重要事項は実質経営TOPの決定ではなく、取締役会で審議され、決まる	G6
		毎月予算実績管理を実施している	G7
		投資を行う際の社内のルールが定まっている	G8
		部門別PLや事業別PLを作成している	G9
		契約書などをチェックする体制が整っている(※)	G10
		稟議に関するルールが決まっている	G11
	財務・会計管理体制	月次決算は翌月中に固まっている	G12
		支払処理にあたって牽制が効く体制になっている	G13
	労務管理体制	重要な規程(就業規則、服務規程、賃金規程など）について整備されている(※)	G14
		労働時間や残業、深夜勤務、休日管理などの労働状況を把握している	G15
		ハラスメント（パワハラ、セクハラなど）に関する教育体制が整っている(※)	G15

(※) 1. 「整っている」「整備されている」という記載の定義は、「最新の法令に準拠し、適切に運用されている」こととする
2. 商工中金「ESG診断」より筆者作成

(2) 使用する企業財務データ

本研究で使用する財務データは、商工中金の取引先データを利用した非上場企業のパネル

データであり、対象期間は2021年度から2023年度の直近3期に限定されている。この期間設定は、分析対象となるESG診断が2021年8月

から2024年5月の間に実施されたことを踏まえ、診断データと財務データの整合性を確保するためである。データには、各社の決算時点における財務指標が含まれるほか、企業の設立年度や従業員数といった基礎情報も含まれている。また、企業の業種は10分類され、コード

化された形式で付与されている。分析にあたっては、ESGデータおよび財務データの双方が取得可能な企業を対象とし、外れ値を除くなどの処置を経て、最終的に1,246社・3,664件の有効データを用いた。

表2 サンプルの資本金・従業員数構成

資本金	サンプル数	割合	従業員数	サンプル数	割合
5000万円以下	2,628	71.7%	50人以下	1,576	43.0%
～1億円以下	864	23.6%	～100人以下	945	25.8%
～3億円以下	91	2.5%	～300人以下	811	22.1%
3億円超	81	2.2%	300人超	235	6.4%
			NA	97	2.6%

表3 対象企業の業種分布

業種コード	業種名	Obs.	構成比率
IND_1	農林水産業	14	0.38%
IND_2	鉱業	9	0.25%
IND_3	建設業	138	3.77%
IND_4	製造業	1,651	45.06%
IND_5	卸・小売業	1,054	28.77%
IND_6	金融・保険業	(除外)	(除外)
IND_7	不動産業	43	1.17%
IND_8	運輸・通信業	408	11.14%
IND_9	電気・ガス・水道業	9	0.25%
IND_10	サービス業	338	9.22%
	合計	3,664	

(3) 変数の定義

本研究における変数の定義については以下の通りである。

【従属変数（パフォーマンス指標）】

➤ ROA（総資産利益率）

定義：EBITDA（営業利益＋減価償却費）を総資産で割った値。

意義：ROA（総資産利益率）は、資産を効率的に運用して収益を生み出す能力を示す指標である。特に、非上場企業では監査法人による監査が行われていない場合が多く、利益項目の計上基準にばらつきが生じることがある。このため、本研究ではキャッシュフローの近似値としてEBITDAを基準としたROAを採用している。ROAは、企業全体の経営効率を測定する

ための代表的な指標であり、株主や投資家が財務パフォーマンスを評価する際に重要な役割を果たす (Orlitzky et al., 2003)。

➤ **VAR (付加価値率 : Value Added Rate)**

定義：付加価値額（加算法※）を売上高で割った値の自然対数。

意義：企業における付加価値とは、アウトプットとインプットの差分であり、事業活動を通じて生み出された価値の総額とされる（加藤, 2017）。付加価値率は、企業の付加価値創出能力を測定する指標であり、高い付加価値率は、企業内部で生み出される価値の大きさ、つまり外部購入費用に依存せず、独自の生産プロセスや製品・サービスから大きな価値を創出していることを反映する。

（※）計算式：経常利益＋支払利息割引料＋社債発行差金償却＋減価償却費＋人件費＋労務費＋賃借リース料＋租税公課

➤ **SGR_Dummy (売上高成長ダミー : Sales Growth Rate Dummy)**

定義：売上高 t を売上高 $t-1$ で割った値を SGR (Sales Growth Rate) とし、 $SGR > 0$ の場合は1、 $SGR \leq 0$ の場合は0とする変数。

意義：売上高の増減を直感的に評価し、経済的ショックに対する売上高の維持、あるいは回復力を分析するために用いられる。

➤ **OPM_Dummy (営業利益黒字ダミー : Operating Profit Margin Dummy)**

定義：営業利益率 (Operating Profit Margin, OPM) が0を超える場合に1、0以下の場合に0

を割り当てる変数。

意義：企業の事業利益が黒字であるか赤字であるかを直感的に示す指標であり、経済的ショックや外部環境の変化に対する企業の収益基盤の安定性を評価するために用いられる。

【コントロール変数】

➤ **Size (資産総額)**

定義：資産総額の自然対数。

意義：企業規模は、財務リスクや成長の可能性を分析する際の基礎的な指標であり、規模の経済の存在を示唆する。特に、大規模企業は市場での交渉力が強く、ESG パフォーマンスによる財務パフォーマンスの影響を受けやすい場合がある (Shawat et al., 2024)。

➤ **Age (業歴)**

定義：決算年度 (FY) から設立年を引いた値。

意義：企業の存続期間は、その安定性や市場での成熟度を測るための重要な要素である。成熟企業は成長機会が限定される一方、社会的評価に敏感でかつ活動のコストを負担する余裕がある (Suto & Takehara, 2007)。

➤ **Lev (レバレッジ)**

定義：負債総額を資産総額で割った値の自然対数。

意義：レバレッジは、企業が負債を活用して収益を最大化する財務戦略を評価する指標である。一方で、過剰な負債は財務の安定性を損ない、リスクを高める可能性がある。そのため、企業の非システムティックリスクを測定する代替変数として用いられる (Duque-Grisales &

Aguilera-Caracuel, 2021)。

➤ Liq (流動比率)

定義：流動資産を流動負債で割った値の自然対数。

意義：流動比率は短期的な支払能力を測定し、企業の流動性を評価する指標。流動比率が高い企業は、財務的余裕度が高いと考えられる (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021)。

➤ LP (労働生産性)

定義：付加価値額を従業員数で割った値の自

然対数。

意義：従業員一人当たりの生産能力を評価する指標であり、労働効率や技術導入の効果を示す。組織的要因の中で、人材管理は労働生産性を高めるとされる (Suto & Takehara, 2016)。

本研究では、すべての使用変数について外れ値や欠損値を含むデータクリーニングを徹底して行い、統計解析に適したデータセットを構築した。

表4 変数の記述統計量

変数	Mean	Median	SD	Max	Min
ROA (%)	4.44	4.24	5.73	25.01	-17.26
SGR (%)	4.83	3.50	18.63	99.28	-100.00
Size (ln:千円)	14.42	14.37	1.11	17.22	11.58
Age (年)	50.89	53.00	18.61	104.00	4.00
Lev (ln:%)	4.28	4.35	0.34	5.12	3.06
Liq (ln:%)	5.29	5.21	0.67	7.24	3.59
VAR (ln:%)	3.33	3.42	0.64	4.40	1.35
LP (ln:千円)	9.08	9.05	0.54	10.92	7.68
SGR_Dummy (%)	61.63%	-	-	-	-
OPM_Dummy (%)	72.81%	-	-	-	-
ESG合計スコア (点)	26.59	27	7.72	45	4
Eスコア (点)	7.19	7	3.82	15	0
Sスコア (点)	8.56	9	2.68	15	0
Gスコア (点)	10.84	11	3.00	15	2

(4) サブグループ

本研究では、企業規模がESGスコアと財務パフォーマンス (CFP) の関係に与える影響を

評価するため、観測データを資産規模および従業員規模に基づいて分類し、それぞれのグループごとに分析を行った。この手法は、企業規

模がESGとCFPの関係を調整する要因となることを示した先行研究（Shawat et al., 2024）を参考にしている。

資産規模については、変数Size（資産総額の自然対数）を用い、四分位範囲に基づいて上下25%をサブグループとして抽出した。資産規模の大きい企業については、設備投資や資本集約的な活動を中心とした「資本集約型モデル」である可能性が高いと推察される。一方、従業員規模については、各年度における従業員数を自然対数変換し、同様に上下25%をサブグル

ープとして分類した。従業員規模の大きな企業については、人材を主軸とする「労働集約型モデル」に依存していると考えられる。このアプローチにより、規模の違いによるESGスコアと財務パフォーマンスの関係を詳細に評価することが可能となった。

サブグループの記述統計量は表5に示している。また、グループ間の変数の違いを直感的に理解しやすくするため、一部の自然対数表記を実数で表記している。

表5 サブグループ別記述統計量

変数	グループ	全体	L-Asset	S-Asset	L-Emp	S-Emp
	Obs.	3,664	916	916	910	917
ROA (%)	mean	4.44	5.11	3.53	4.85	3.50
	sd	5.73	5.21	6.86	5.42	5.75
SGR (%)	mean	4.83	5.51	3.91	4.40	5.41
	sd	18.63	17.99	20.73	16.30	22.22
VAR (実数：%)	mean	33.45	30.21	36.89	37.17	27.76
	sd	18.30	18.22	19.98	17.92	19.17
SGR_Dummy	mean	61.6%	67.6%	55.8%	64.8%	58.5%
OPM_Dummy	mean	72.8%	80.1%	61.6%	75.7%	69.3%
Size (実数：百万円)	mean	3,775	10,757	512	8,826	1,252
	median	1,733	6,702	514	5,008	744
期末従業員数 (実数：人)	mean	106.04	243.26	30.90	288.10	17.11
	median	58	159	23	190	18
Age (年)	mean	50.89	56.48	45.76	55.28	45.68
	median	52	59	48	58	48
ESGスコア (点)	mean	26.59	29.20	24.91	29.18	24.94
Eスコア (点)	mean	7.19	8.08	6.42	8.22	6.39
Sスコア (点)	mean	8.56	9.00	8.53	8.75	8.67
Gスコア (点)	mean	10.84	12.13	9.96	12.22	9.87

表6 年度別主要変数サマリー

	変数	ROA		SGR		VAR		SGR_ Dummy	OPM_ Dummy
	FY	mean	sd	mean	sd	mean	sd	mean	mean
全体	2021	4.13	5.95	-1.88	19.36	3.36	0.63	43.2%	69.4%
	2022	4.52	5.94	9.75	18.03	3.33	0.64	73.5%	73.4%
	2023	4.65	5.28	6.56	16.43	3.30	0.66	68.1%	75.6%
L-Asset	2021	4.77	5.36	-1.29	18.52	3.22	0.69	48.5%	77.7%
	2022	5.23	5.41	9.83	17.46	3.20	0.70	77.3%	80.2%
	2023	5.31	4.87	7.56	16.16	3.18	0.71	76.0%	82.3%
S-Asset	2021	3.34	6.87	-1.85	21.65	3.42	0.66	40.3%	57.6%
	2022	3.51	7.22	9.15	20.55	3.43	0.64	68.3%	62.1%
	2023	3.74	6.47	4.62	18.29	3.43	0.64	59.7%	65.4%
L-Emp	2021	4.62	5.71	-1.91	17.30	3.50	0.55	44.6%	72.6%
	2022	4.85	5.52	8.19	15.83	3.48	0.57	73.5%	74.8%
	2023	5.08	5.02	6.70	13.88	3.46	0.58	75.6%	79.5%
S-Emp	2021	3.01	5.75	-1.33	22.14	3.11	0.71	42.5%	64.6%
	2022	3.40	5.85	10.51	21.87	3.07	0.73	70.2%	69.2%
	2023	4.11	5.61	7.40	20.95	3.06	0.75	63.7%	74.3%

(5) 分析方法

本研究では、ESGスコアが企業の財務パフォーマンスに与える影響を定量的に評価するため、目的変数の特性に応じて2つの異なるモデルを用いて分析を行った。

まず、連続変数であるROA（総資産利益率）およびVAR（付加価値率）を従属変数とする分析には、変量効果モデル（Random Effects Model）を適用した。このモデルを採用した主な理由は以下の2点である。第一に、説明変数として用いるESGスコアが時間不変の特性を

持っており、変量効果モデルが時間に依存しない企業間の差異を分析するのに適している点である。第二に、本研究の観測期間は3期と比較的短いため、固定効果モデルを用いると自由度が大幅に減少し、推定結果が不安定になる可能性がある。一方で、変量効果モデルを採用すれば、自由度の損失を回避しつつ、企業固有の未観測要因も考慮できるという利点がある。このアプローチにより、ESGスコアの影響を包括的かつ精緻に評価することが可能となる。

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 sdi + \gamma D_{industry} + \delta D_{year} + u_i + \epsilon_{it}$$

- Y_{it} : 従属変数（ROAまたはVAR）
- X_i : 説明変数（例：ESGスコアおよびその交互作用項）
- Z_{it} : コントロール変数（例：企業規模、負債比率、流動比率など）
- sdi : 企業固有のリスク調整変数（例：企業規模や財務変数の標準偏差）
- $D_{industry}$: 業種ダミー
- D_{year} : 年度ダミー
- u_i : ランダム効果（企業固有の未観測要因）
- ϵ_{it} : 誤差項

次に、二値変数であるSGR_Dummy（売上高成長ダミー）およびOPM_Dummy（営業利益黒字ダミー）を従属変数とする分析には、ロジスティック回帰分析を採用した。この手法により、売上高の成長や営業利益の黒字化といった特定の事象の発生確率を予測し、その確率にESGスコアがどのように寄与しているかを明らかにすることを目指している。さらに、本モデルでは、コントロール変数に加え、ESGスコ

アと労働生産性（LP）、およびESGスコアと付加価値率（VAR）の相互作用項を導入した。これにより、ESGスコアがそれぞれの経済的要素を通じてSGR_DummyおよびOPM_Dummyに与える影響を検証することが可能となる。特に、労働生産性や付加価値率が高い場合に、ESGスコアが成功確率に与える効果がどのように変化するかを評価することを意図している²。

$$\begin{aligned} \text{logit}(P(Y_{it} = 1)) \\ = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 (ESG_i \times LP_{it}) + \beta_3 (ESG_i \times VAR_{it}) + \beta_4 Z_{it} + \beta_5 sdi \\ + \gamma D_{industry} + \delta D_{year} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

- $P(Y_{it} = 1)$: 従属変数が1（成功）となる確率
- X_i : 説明変数（例：ESGスコアおよびその交互作用項）
- $ESG_i \times LP_{it}$: ESGスコアと労働生産性（LP）の相互作用項
- $ESG_i \times VAR_{it}$: ESGスコアと付加価値率（VAR）の相互作用項
- Z_{it} : コントロール変数（例：企業規模、負債比率、流動比率など）
- sdi : 企業固有のリスク調整変数（例：企業規模や財務変数の標準偏差）
- $D_{industry}$: 業種ダミー
- D_{year} : 年度ダミー
- ϵ_{it} : 誤差項

本分析モデルでは、企業固有のリスク要因を適切に制御するため、観測期間前5年間（FY2016～FY2020）の財務指標（Size、Lev、Liq）の標準偏差を変数として組み込んでいる。このアプローチにより、過去の財務リスクが分析結果に及ぼす影響を抑制するとともに、観測されないリスク要因によるバイアスを

最小限に留めることを目指している。

また、業種ダミー（Industry Dummy）および年度ダミー（Year Dummy）をモデルに導入することで、業種特有の固定要因や年度ごとの外生的影響をコントロールし、推定結果のバイアスを抑制した。これらの措置により、モデルの適合性と推定結果の頑健性を高めている³。

² 紙幅の都合により本稿では結果の詳細を省略している。

³ 本研究で用いたパネルデータは全体として均衡性を有するが、欠損値処理の影響により一部に不均衡データが含まれるため、推定にはクラスタ単位で標準誤差（HCl）を算出している。

表7 分析目的と使用する変数

項目		変数	内容	H1.収益性	H2.付加価値率	H3.売上耐性	H4.利益維持
従属変数	パフォーマンス	ROA	収益力指数	○			
		VAR	付加価値創出指数		○		
	財務耐性	SGR_Dummy	売上耐性指数			○	
		OPM_Dummy	利益耐性指数				○
説明変数	ESGスコア	合計スコア	ESG総合力	○	○	○	○
		Eスコア	環境要素	○	○	○	○
		Sスコア	社会要素	○		○	○
		Gスコア	ガバナンス要素	○	○		○
コントロール変数		SGR	売上高成長指数	○			
		LP	労働生産性指数			○	○
		VAR	付加価値創出指数			○	○
		Size	企業規模の代替指数	○	○	○	○
		Age	企業成熟度の代替指数	○	○	○	○
		Lev	財務安定性の代替指数	○	○	○	○
		Liq	支払能力の代替指数	○	○	○	○
		s_Size	企業規模の固有リスク	○	○	○	○
		s_Lev	財務安定性の固有リスク	○	○	○	○
		s_Liq	支払能力の固有リスク	○	○	○	○

3. 分析結果

(1) ROA への影響

ROAに対する分析結果から、以下のESGスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.047、5%有意）。【表8：a1】
- **Eスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.066、10%有意）。【表8：a2】
- **Sスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.101、5%有意）。【表8：a3】
- **Gスコア**：ROAに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.128、1%有意）。【表8：a4】

これらの結果は、ESGスコア全体および各スコア（Eスコア、Sスコア、Gスコア）がROAの向上に寄与していることを示唆している。中でもガバナンススコア（Gスコア）の影響が最も顕著であり、係数は0.128と算出された。これは、Gスコアが1ポイント上昇することで、

ROAが0.128%向上することを意味している。この結果は、適切なガバナンスが企業の意思決定プロセスやリスク管理を通じて収益性を高める中心的な要素である可能性を示唆しており、特に不確実な経済環境においてもその重要性が際立っている。

サブグループ分析では、大規模企業グループ（L-Asset）では以下のスコアが有意な影響を示した。

- **合計スコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.064、5%有意）。【表8：a5】
- **Sスコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.241、5%有意）。【表8：a7】
- **Gスコア**：ROAに対して有意な正の影響を示す（係数：0.159、10%有意）。【表8：a8】

一方で、概ね総資産が38億円以上の大規模企業において、環境スコア（Eスコア）は統計的に有意ではなく、ガバナンススコア（Gスコア）

は統計的な有意性を減少させた。これは、大規模企業が社会的な取り組み全般に注力しており、特にSスコアが収益性向上において中心的な役割を果たしている可能性を示唆している。

その他のグループでは、ESGスコア全体および各スコア（Eスコア、Sスコア、Gスコア）は統計的に有意な影響を示さなかった（なお、これらの結果は表から省略している）。規模の小さい企業は、資源投資が限定的であり、ESG活動が収益性向上に寄与するまでの効果が十分に顕在化していない可能性がある。特に資産規

模が小さいグループ（S-Asset）の企業では、ESG活動が競争優位性や収益向上に直接的な影響を与えるには一定の時間が必要であると考えられる。

従業員規模の大小で有意な影響を与えなかったことは、従業員数が多いことが必ずしもESG活動によるROAの向上効果を強めるものではないことを示している。例えば、従業員規模が大きい企業でも、自動化が進んでいる場合には人的資源の活用が収益性に与える影響が限定的になる可能性がある。

表8 ROAとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	
グループ	従属変数	説明変数		SGR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *SGR	Obs.	R ²	
1	全体	ROA	合計	0.047***	0.1***	0.169	-0.024***	-4.885***	-0.145	5.9***	-8.752**	-0.793	0	3,664	0.203
2			E	0.066*	0.085***	0.194	-0.024***	-4.88***	-0.14	5.929***	-8.779**	-0.825	0.001	3,664	0.202
3			S	0.101**	0.111***	0.219	-0.023***	-4.88***	-0.157	5.831***	-8.612**	-0.809	-0.003	3,664	0.203
4			G	0.128***	0.108***	0.143	-0.024***	-4.956***	-0.138	5.937***	-8.964***	-0.789	-0.002	3,664	0.203
5	L-Asset	ROA	合計	0.064**	0.076**	0.006	-0.022	-3.559***	0.649	8.078**	-16.285**	-1.489	0	916	0.206
6			E	0.036	0.07***	0.129	-0.021	-3.567***	0.678	8.242**	-15.575*	-1.523	0.001	916	0.204
7			S	0.241**	0.089***	0.01	-0.021	-3.499***	0.601	7.818**	-16.559**	-1.254	-0.001	916	0.209
8			G	0.159*	0.082***	0.003	-0.024	-3.591***	0.669	7.801**	-15.202*	-1.646	0	916	0.206

(注) 1. a～l列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(2) 付加価値率への影響

付加価値率（VAR）に対する分析の結果、以下のスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：VARに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.004、5%有意）。【表9：a1】
- **Eスコア**：VARに対して有意な正の影響を示す（係数：0.007、10%有意）。【表9：a2】
- **Gスコア**：VARに対して有意な正の影響を示す（係数：0.011、5%有意）。【表9：a4】

これらの結果は、ESG全体の取り組みが付加価値率（VAR）に対してプラスの影響を与える可能性を示唆しており、特にガバナンスコア（Gスコア）の重要性が強調されている。Gスコアの係数は0.011であり、VARが自然対数であることを考慮すると、Gスコアが1ポイント上昇することで付加価値率が約1.11%向上することを意味する。この結果は、ガバナンスを強化することで、企業のコスト配分の効率化や計画遂行能力が向上し、結果として企業が生み出す価値が増加することを示している。特に、適切な内部統制や透明性の向上を伴うガバ

ナンスの改善が、企業の生産性と競争力を直接的に高める要因となっていると考えられる。

一方で、社会スコア（Sスコア）は統計的に有意ではなく、付加価値率に対する直接的な寄与は確認されなかった。この結果は、社会的取り組みが付加価値率に影響を及ぼすまでには、より長期的な視点や間接的な要因が影響している可能性を示唆している。

規模別に分析を行った結果、以下の傾向が確認された。

- 大規模企業グループ（L-Asset）では、合計スコアおよびSスコアがVARに対して有意な正の影響を示した【表9：a5、a7】。ただし、

合計スコアがVARに影響をしていないという仮説は5%水準で棄却されるのに対して、Sスコアについては10%水準で棄却される結果となった。

- その他のサブグループでは、いずれのスコアもVARに対して統計的に有意な影響を示さなかった。

この結果は、資産規模が大きい企業（L-Asset）においてはSスコアの影響も重要であることを示している。一方、資産規模が小さい企業や従業員規模の大小による影響は確認されず、ESG活動の効果が規模に依存する可能性が示唆された。

表9 VARとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	
グループ	従属変数	説明変数	Lev	Size	mean_Age	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	Obs.	R ²		
1	全体	VAR	合計	0.004**	-0.058***	-0.001	-0.106**	0.044***	-0.366**	0.438	0.493***	3,664	0.232
2			E	0.007*	-0.057***	-0.001	-0.105**	0.044***	-0.365**	0.445	0.491***	3,664	0.231
3			S	0.004	-0.054***	-0.001	-0.107***	0.044***	-0.37**	0.444	0.489***	3,664	0.231
4			G	0.011**	-0.06***	-0.001	-0.109***	0.044***	-0.363**	0.425	0.496***	3,664	0.232
5	L-Asset	VAR	合計	0.009**	-0.024	-0.001	-0.122	0.073*	-0.378	0.589	0.949***	916	0.275
6			E	0.015	-0.014	-0.001	-0.125	0.074*	-0.326	0.578	0.946***	916	0.274
7			S	0.02*	-0.016	-0.001	-0.119	0.07	-0.396	0.639	0.967***	916	0.273
8			G	0.018	-0.02	-0.002	-0.126	0.075*	-0.408	0.754	0.932***	916	0.273

(注) 1. a～j列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(3) 売上高耐性への影響

売上成長ダミー（SGR_Dummy）に対する分析結果から、全体としてESGスコア（合計スコア、Eスコア、Sスコア、Gスコア）は統計的に有意な影響を示さなかった。一方で、大規模企業グループ（L-Asset）においてのみ、以下のスコアが有意な影響を示した。

- 合計スコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:0.548、1%有意）。

【表10：a5】

- Eスコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:1.029、1%有意）。

【表10：a6】

- Sスコア：売上減少リスクの抑制に対して有意な正の影響を持つ（係数:1.087、5%有意）。

【表10：a7】

大規模企業グループ（L-Asset）を対象とした分析では、環境スコア（Eスコア）および社会スコア（Sスコア）がほぼ同程度に売上減少リスクの低減に寄与していることが示された。具体的には、両スコアがそれぞれ1ポイント上昇することで売上高成長確率が約1%向上することを意味しており、ESG活動が経済ショック時において売上高の維持を支える役割を果たしている可能性がある。この結果は、ESGのイノベーション効果やステークホルダーマネジメントの向上が売上安定性に貢献していることを示唆するものの、非上場企業の中でも規模の大き

い企業に限定された現象であるため、慎重な解釈が必要とされる。

別の変数に着目すると、サンプル全体の分析ではSize（資産規模）が売上減少リスク（SGR_Dummy）に対して有意な影響を示しており、資産規模が小さい企業ほど経済ショック時の売上維持が困難であることが示唆された【表10：d1-4】。この結果は、大規模企業のESG活動が売上減少リスクを効果的に抑制する一方で、小規模企業におけるリスク増加を十分に相殺するには限界がある可能性を示している。

表10 SGR_DummyとESGスコアの分析結果

グループ	従属変数	a		b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	
		説明変数	LP	VAR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *LP	ESG *VAR	Obs.	擬似R ²		
1	全体	SGR Dummy	合計	0.091	0.789***	-0.327	0.106***	-0.001	0.24*	-0.045	1.32***	-0.067	0.11	-0.011	0.003	3,664	0.136
2			E	0.215	0.661***	-0.25*	0.105***	-0.001	0.24*	-0.045	1.303***	-0.058	0.1	-0.024	0.002	3,664	0.136
3			S	0.096	0.67***	-0.48**	0.106***	-0.001	0.24*	-0.045	1.332***	-0.052	0.117	-0.021	0.027	3,664	0.136
4			G	0.137	0.66**	-0.239	0.106***	-0.001	0.24*	-0.047	1.327***	-0.075	0.111	-0.015	0	3,664	0.136
5	L-Asset	SGR Dummy	合計	0.548***	2.247***	-0.153	-0.094	-0.002	0.515*	0.308**	1.16	-2.36	-0.375	-0.058***	-0.003	916	0.168
6			E	1.029***	1.411***	-0.217	-0.098	-0.002	0.476*	0.29*	1.145	-2.549	-0.436	-0.111***	-0.001	916	0.169
7			S	1.087**	1.705***	-0.569	-0.094	-0.002	0.531*	0.308**	1.143	-2.159	-0.354	-0.129**	0.031	916	0.166
8			G	0.452	1.059	-0.043	-0.104	-0.001	0.504*	0.289*	1.004	-2.07	-0.412	-0.043	-0.02	916	0.158

(注) 1. a～n列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

(4) 事業利益維持への影響

事業利益の維持（OPM_Dummy）に対する分析の結果、サンプル全体では以下のスコアが有意な影響を持つことが確認された。

- **合計スコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を持つ（係数：0.396、1%有意）。

【表11：a1】

- **Eスコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を示す（係数：0.537、5%有意）。

【表11：a2】

- **Gスコア**：OPM_Dummyに対して有意な正の影響を示す（係数：1.506、1%有意）。

【表11：a4】

本分析の結果、ESGスコア全体および環境スコア（Eスコア）、ガバナンススコア（Gスコア）が事業利益（OPM）の安定性に寄与していることが示唆された。特にGスコアは1ポイントの上昇で事業利益が黒字となる確率を約1.5%向上させる強い影響を持つことが確認され、適切なガバナンス体制が企業の利益安定性を支

える重要な要素であることが示された。また、Eスコアも利益安定性に一定の貢献を示しており、コスト効率化や環境対応型施策が企業の収益基盤を強化する可能性を示している。

規模別分析では、全てのサブグループでESGスコアとOPM_Dummyの間に有意な相関が見られた。特徴的な結果は以下の通りである。

- **L-Asset**：全グループの中で、Gスコアが最も強い正の影響を示した（係数：3.652、1%有意）【表11：a8】。この結果は、大規模企業が複雑な事業運営や多様な利害関係者を管理するためにガバナンスの強化が特に重要であることを示している。
- **S-Asset**：全グループの中で、Sスコアが最も強い正の影響を示した（係数：1.314、5%有意）【表11：a11】。小規模企業では、地域

社会や顧客との信頼関係構築が収益基盤の安定に重要な役割を果たしていると考えられる。

- **L-Emp**：Gスコアのみ正の影響を示した（係数：2.59、1%有意）【表11：a16】。従業員規模が大きい企業では内部統制や意思決定プロセスの適切性が利益維持に直結していることを示唆している。
- **S-Emp**：全グループの中で、Eスコアが最も強い正の影響を示した（係数：1.205、1%有意）【表11：a18】。従業員規模が小さい企業では、相対的に設備などの資産依存度が高いと考えられ、エネルギー効率化や廃棄物削減といった取り組みが、コスト削減を通じて利益率の安定化をもたらしている可能性が高いことを示唆している。

表11 OPM_DummyとESGスコアの分析結果

			a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	
	グループ	従属変数	説明変数	LP	VAR	Size	Age	Lev	Liq	sd_Size	sd_Lev	sd_Liq	ESG *LP	ESG *VAR	Obs.	擬似R ²	
1	全体	OPM Dummy	合計	0.396***	2.632***	0.585**	0.107**	-0.005**	-0.96***	-0.065	1.359**	-4.403***	-0.747***	-0.039***	-0.013	3,664	0.226
2			E	0.537**	1.967***	0.393***	0.117***	-0.005**	-0.974***	-0.068	1.312**	-4.302***	-0.754***	-0.052**	-0.022	3,664	0.224
3			S	0.161	1.649***	0.426*	0.114***	-0.005**	-0.955***	-0.069	1.303**	-4.31***	-0.753***	-0.007	-0.023	3,664	0.223
4			G	1.506***	3.339***	0.517**	0.086*	-0.005**	-0.982***	-0.065	1.412***	-4.606***	-0.693**	-0.155***	-0.025	3,664	0.232
5	L-Asset	OPM Dummy	合計	0.72***	3.538***	0.399	-0.164	-0.005	-0.906**	0.142	2.713**	-10.928***	-1.778**	-0.073**	-0.011	916	0.226
6			E	0.767	2.073***	0.022	-0.105	-0.005	-0.937***	0.116	2.63**	-10.394***	-1.804**	-0.086*	0.005	916	0.217
7			S	0.468	1.69**	0.065	-0.179	-0.006	-0.852**	0.108	2.36**	-10.562***	-1.631**	-0.038	-0.011	916	0.222
8			G	3.652***	5.9***	1.69**	-0.193	-0.006	-0.843**	0.191	2.599**	-10.512***	-1.956***	-0.35***	-0.126**	916	0.243
9	S-Asset	OPM Dummy	合計	0.594**	2.796***	0.995**	-0.076	0.005	-1.232***	-0.19*	1.83*	-2.822*	-1.306***	-0.053**	-0.033*	916	0.226
10			E	0.56	1.685***	0.618**	-0.066	0.004	-1.252***	-0.181	1.763	-2.576	-1.336***	-0.037	-0.07**	916	0.221
11			S	1.314**	2.473***	0.816*	-0.092	0.005	-1.23***	-0.174	1.87*	-2.832*	-1.363***	-0.117*	-0.075	916	0.223
12			G	1.567***	3.148***	0.347	-0.135	0.005	-1.263***	-0.2*	1.85	-3.04*	-1.082**	-0.163***	-0.021	916	0.231
13	L-Emp	OPM Dummy	合計	0.063	2.428***	-1.555**	-0.145	-0.008	-1.07***	0.126	0.23	-5.455***	-0.092	-0.026	0.046*	910	0.211
14			E	-0.34	1.656***	-0.756*	-0.158	-0.007	-1.063***	0.11	0.17	-5.442***	-0.095	0.008	0.075*	910	0.209
15			S	-0.813	1.177*	-0.905	-0.179	-0.008	-1.088***	0.103	0.118	-5.39***	-0.03	0.061	0.08	910	0.207
16			G	2.59***	5.951***	-1.57	-0.125	-0.008	-1.137***	0.121	0.24	-5.424***	-0.059	-0.342***	0.116	910	0.229
17	S-Emp	OPM Dummy	合計	0.744***	3.985***	1.223**	-0.372***	0.004	-0.481*	-0.183	1.189	-5.448***	-0.827	-0.064**	-0.053***	917	0.363
18			E	1.205***	3.069***	0.504*	-0.328**	0.003	-0.483*	-0.169	1.033	-4.943**	-0.85	-0.104**	-0.095***	917	0.362
19			S	0.691	2.584***	0.954**	-0.437***	0.004	-0.568**	-0.183	1.275	-5.321***	-0.849	-0.031	-0.134***	917	0.354
20			G	1.866***	4.131***	0.57	-0.455***	0.006	-0.527*	-0.201	1.212	-5.806***	-0.61	-0.177***	-0.077*	917	0.358

(注) 1. a～n列の値は係数、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%有意水準であることを示す。産業ダミーおよび年度ダミーは省略している。
2. ロバスト標準誤差はクラスター単位（企業ID）で推定（HC1）。係数はランダム効果モデルで推定。

分析の結果から、資産や従業員といった規模が大きくなるほどガバナンスの強化が企業の利益維持にはより重要となり、規模が小さいほど社会的な取り組みや環境配慮が利益維持に重要な役割を及ぼすことが示唆された。この結果は、企業規模や特徴に応じたESG活動の重点化が必要であることを示唆している。

(5) 分析結果まとめ

本分析結果は、ESGスコア全体が非上場企業の財務的耐性に正の影響を与えることを明確に示している。特に、経済的ショックが企業財務に与える影響を緩和する役割として、ESGスコアが重要な役割を果たしていることが確認された。

ガバナンススコア（Gスコア）は、収益性（ROA）や事業利益の維持（OPM_Dummy）において最も顕著な影響を示し、適切なガバナンス体制が財務パフォーマンスや経済的ショックに対する耐性を向上させることを示唆してい

る。具体的には、内部統制の強化やリスク管理体制の向上が、収益の安定性や事業継続性を支えていると考えられる。

環境スコア（Eスコア）は付加価値率（VAR）や事業利益の維持（OPM_Dummy）において有意な正の影響を示し、コスト効率化やエネルギー効率化が財務的耐性を高める要因として機能している。コロナ禍のような経済的ショックにおいては、環境対応が固定費の削減や資源の最適利用を可能にし、企業の安定性に寄与した可能性が高い。

一方、社会スコア（Sスコア）は、大規模企業では収益性（ROA）の向上に重要な役割を果たし、小規模企業では地域社会や顧客との関係性を通じて利益の安定性を支えている。特に、社会的取り組みが企業の信頼性や顧客ロイヤルティの向上に寄与し、経済的ショック下でも収益基盤を維持する力となっていると考えられる。

表12 分析結果サマリー

仮説		結果	最重要スコア(係数)		仮説対比
H1	ESGへの取り組みはROA（収益性）へ正の影響を与える	全てのESGスコアで正の影響がある。資産規模が大きくなると、Sスコアの影響が相対的に高まる。	G	0.128	○
H2	ESGへの取り組みは付加価値率（VAR）へ正の影響を与える	Sスコア以外で正の影響がある。資産規模が大きくなるとSスコアの影響が顕在化する。	G	0.011	○
H3	ESGへの取り組みは売上高減少リスクの低減に正の影響を与える	全体では有意な影響はないが、資産規模が大きい場合にのみ正の影響がある。 労働生産性との飽和効果がある。	E及びS	1.029 1.087	△
H4	ESGへの取り組みは事業利益の維持に正の影響を与える	Sスコア以外で正の影響がある。資産や従業員数の規模が大きくなるほどGスコアが重要となり、規模が小さくなるほどEスコアやSスコアの影響が顕在化または増加する。 労働生産性との飽和効果がある。	G	1.505	○

※○は概ね仮説通り、△は一部仮説通り、×は仮説と異なる結果となったことを意味する

さらに、労働生産性(LP)や付加価値率(VAR)との相互作用分析の結果、ESGスコアが一定の水準を超えると、その効果が頭打ちになる「飽和効果」が存在する可能性が示された。この現象は、ESGスコアの高い企業において、労働生産性や付加価値率の向上が財務的耐性に与える追加的な効果が低下することを意味している。この結果は、ESG活動が財務的な耐性を向上させる一方で、その効果が無制限ではなく、活動が一定の閾値を超えた段階で限界的な効果が減少することを示唆している。ESGへの取り組みは経済的ショックに対する企業の防御力を強化するものの、効果を最大化するためにはリソース配分や優先順位の戦略的な調整が求められる。

4. おわりに

(1) 本研究結果の示唆

本研究は、非上場企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）への取り組みが財務パフォーマンスに与える影響について実証的に分析を行った。その結果、ESGへの積極的な取り組みが、ROA（総資産利益率）および付加価値率（VAR）に対して有意に正の影響を及ぼしていることが確認された。また、ESGスコアは、事業利益がマイナスに転じる確率を有意に低下させ、売上高が減少する確率についても限定的ながら減少効果を示した。特に、事業利益の黒字維持を示す指標（OPM_Dummy）において、ESGの影響が最も顕著に現れており、ESGへの取り組みが経済ショック時における財務安定性の向上に寄与する可能性が示唆された。

また、企業規模が大きくなるに従い、Eスコ

アおよびSスコアが売上高に与える影響が顕在化するという結果は、中小企業が中堅企業や大企業へと成長していく過程において、環境問題や社会的責任への取り組みが、経営の安定性を高める上で一層重要な役割を果たすことを示唆している。

さらに、設問レベルにまでスコアを分解した分析では、特定の設問が財務パフォーマンスに対して特に強い影響を有することが明らかとなった。特に、SスコアおよびGスコアにおいて複数の設問がポジティブな影響を示していることが確認されている【表12】。

Sスコアに関しては、社会課題への対応や組織環境の改善に向けた取り組みが、ROAの向上に対して有効に機能していることが示された。この背景には、分析対象となった非上場企業の多くが地域に根ざしたローカル企業であるという特性が影響していると考えられる。これらの企業は、仕入れ先や販売先を同一地域内に持ち、従業員の多くを地元から採用するなど、地域社会と密接な関係を構築している場合が多い。

このような地域密着型の企業においては、社会課題への積極的な対応が地域内での企業の信用力やブランドイメージの向上に寄与するとともに、採用活動や人材育成においても優位性を発揮しやすい環境にあると推察される。結果として、優秀な人材の確保・定着や地域社会からの支持を通じて企業の事業基盤が強化され、それが財務パフォーマンス、特にROAの向上に対してプラスの効果をもたらしている可能性が示唆される。

なお、この結果は、企業が多様なステークホルダーとの良好な関係構築を通じて長期的な価値創造を図るべきであるとするステークホルダー理論とも整合的である。

Gスコアに関しては、計画的な経営戦略の策定や内部統制の強化が、財務パフォーマンスの向上に寄与することが示された。この背景には、分析対象となった非上場企業の大半がオーナー企業であり、上場企業に比べてガバナンス体制が構造的に脆弱であるという特性が影響して

いると考えられる。

このような環境下において、企業自らがガバナンスの向上に取り組むことにより、経営における意思決定や資源配分の最適化が進み、成長促進やリスク低減といった観点で財務的成果に結びついている可能性が示唆される。なお、この知見は、企業内部の資源を戦略的に活用・強化することの重要性を説く資源ベース理論（RBV）および、環境変化への適応能力を強調するダイナミック・ケイパビリティ理論とも整合的である。

表13 有効設問サマリー

カテゴリー	影響	設問内容	インプリケーション
E	負	自社CO2排出量の測定し、現状を認知している	積極的なエネルギー対応は短期コストの増加に繋がり、利益の維持（OPM_Dummy）に対して負の影響を与える
		再生可能エネルギー利用率向上への取り組みを行っている	
S	正	社会問題の解決を主たる目的とした、事業を行っている	ステークホルダーを重視する取り組みは、収益性（ROA）を高める
		採用計画を立てて、毎年積極的に雇用している	
		一定の社員教育体制があり、基本業務が習得できる環境が整っている	
	負	労災事故（過去5年間）について皆無である	安全管理措置は短期コストを増大させる。ただし経営上の必要コストと見做される
G	正	経営計画を毎年策定している	動的な戦略的意思決定は、収益性（ROA）、および付加価値率（VAR）を高め、利益の維持（OPM_Dummy）に貢献する
		労働時間や残業、深夜勤務、休日管理などの労働状況を把握している	
	負	社内での通報制度が確立されている	通報制度が与える影響は組織成熟度に左右される可能性がある

従来、上場企業を対象とした先行研究では、ESGへの取り組みが競争優位性の強化、リスク軽減、持続的成長の促進に寄与することが示されてきた。本研究はこれを非上場企業にも拡張し、非上場企業においても、ESG活動を通じた内部資源の高度化が持続的な競争優位性の構築に資する可能性があることを示唆している。

さらに、ESGが財務パフォーマンスに与えるメカニズムについても興味深い知見が得られた。上場企業の場合、ESGスコアや非財務情報の開示を通じて投資家やステークホルダーとのエンゲージメントが強化され、企業価値の向上、レピュテーションリスクの軽減、顧客ロイヤリティの向上といったシグナリング効果が期待される。一方、非上場企業では、第三者機関

によるESGスコアの算定や公表が行われなため、このようなシグナリング効果は限定的と考えられる。しかし、それにもかかわらず、ESGへの取り組みが財務パフォーマンスに有意にポジティブな影響を及ぼしたことは、ESGが単なる外部向けのシグナルではなく、企業経営そのものを質的に向上させる本質的な効果を有することを示唆している。

(2) ESG推進に向けた実務的インプリケーション

1. 経営者への示唆

本研究の結果は、ESGへの戦略的な取り組みが単なるコストではなく、特に不確実性が増す現代において、経済ショックへの耐性を高め、企業の財務パフォーマンスを安定化させる有効な経営手段であることを示唆している。ESG活動は、資源の効率的活用や従業員のエンゲージメント向上といった短期的成果にとどまらず、企業の体質そのものを強化し、外部環境の変化に柔軟に対応できる組織をつくる上で重要な基盤となる。

特に非上場企業では、ガバナンス体制が構造的に脆弱な場合も多いが、ESGへの取り組みを通じて、内部統制や情報開示の仕組みが整備され、意思決定の透明性・合理性が向上することによって、経営の質そのものが底上げされる可能性がある。

筆者の実務経験からも、優れた経営者ほど地域社会や多様なステークホルダーとの関係に配慮し、課題解決につながる事業投資や人材育成を積極的に行っている例が多く見受けられ

る。このような経営姿勢は、地域のリーダーとしての信頼を高め、行政や金融機関からの支援獲得にもつながる好循環を生み出している。

実際に、アルミダイキャストメーカーである株式会社プログレス（山梨県都留市）では、カーボンニュートラルという世界的潮流を自社にとっての重大な環境変化と捉え、経営者主導による事業改革に着手している。その過程で、経営戦略の明確化や社員の意識改革が進み、さらに業界団体や金融機関を巻き込んだ支援体制の構築にもつながっており、環境変化への対応力を高めるとともに、企業としての信頼性向上を実現している⁴。

また、急速な社会・経済の変動が常態化し、人口減少によって労働力確保が一層困難になる局面においては、経営者には環境変化に応じた事業モデルの再構築や、労働環境・生産性の抜本的な見直しが求められる。ESGの実践は、そうした変革の方向性を示す羅針盤となり、企業経営の中核的な機能強化に直結する。

ESGは単なる「社会的配慮」ではなく、環境変化に対応する企業の適応力そのものであり、経営基盤を構造的に改善するための戦略的な手段である。これを経営の中心に据えることは、企業の持続的成長と競争力強化に向けた重要な一歩となるだろう。

2. 国内金融機関への示唆

ESG診断を通じて非上場企業のリスクプロファイルを評価することは、金融機関にとって非財務的視点からの重要なリスク管理手法となり得る。本研究は、ESGスコアが高い企業ほど

4 株式会社プログレスの取り組みの詳細は、商工中金作成の紹介動画（<https://www.youtube.com/watch?v=u8IE5OUZWUE>）を参照。

経済ショック時にも安定した財務パフォーマンスを維持する可能性が高いことを示しており、非財務的指標の活用が金融機関に対して新たな評価の視座を提供することを明らかにしている。

特に、融資判断やリスク評価プロセスにおいてESGスコアを積極的に取り入れることは、信用リスクの低減のみならず、非上場企業の事業性評価の高度化にも資するものと考えられる。従来、非上場企業に対する評価は財務諸表に依存する傾向が強かったが、ESGの観点を組み込むことにより、企業の持続可能な成長力や経営基盤の質を多面的に捉えることが可能となり、中長期的な視点からの融資判断の精緻化が期待される。

さらに、ESGスコアを基準とした融資方針の策定や、ESG向上を支援する金融商品の開発（例：グリーンローン、サステナブルファイナンス）は、金融機関にとって競争優位を確立するうえで有効な差別化戦略となり得る。これにより、金融機関自身の持続可能性や社会的責任の履行にも資することが期待される。

(3) 分析の限界と今後の課題

本研究にはいくつかの制約が存在する。第一に、分析対象を商工中金の取引先企業かつESG診断を受けた企業に限定しており、一定の信用力や持続可能性への関心を有する企業にサンプルが偏っている可能性がある。このため、得られた結果を一般の非上場企業全体に適用

するには慎重な解釈が求められる。第二に、使用したデータが3期に限定されており、ESG取り組みの長期的影響を十分に検証するには期間が不十分である。このため、短期的影響と長期的影響を区別するには、今後さらなるデータ蓄積が不可欠である。

今後の研究においては、以下の方向性が重要となる。まず、長期的データを用いた分析により、ESGが財務パフォーマンスに与える影響の時間的推移を明確にすることが求められる。次に、ESGが企業の成長促進や競争力強化にどのように寄与するかについて、内部資源活用や外部環境適応の視点から質的・定量的に検討する必要がある。加えて、異なる産業・地域を対象とした比較分析により、産業特性や経済状況によるESG効果の違いを検証することも不可欠である。

さらに、統計分析の精度向上も課題であり、セレクションバイアス対策として傾向スコアマッチング（PSM）やヘックマン選択モデルの適用、因果推論強化のための自然実験や差分の差分法（DiD）の活用が有効である。また、GDP成長率や失業率、金利変動といったマクロ経済指標を組み込んだモデル設計により、外部環境の影響を統合的に把握することも重要となる。

これらの課題に取り組むことにより、ESGと財務パフォーマンスの関係に関する学術的理解が一層深化し、実務における意思決定にも資する実践的知見が得られることが期待される。

【参考文献】

- 青木剛. (2022). 『中小企業のためのサステナブルファイナンス』. 一般財団法人商工総合研究所・株式会社同友館.
- 浅野健一郎. (2023). 「サステナビリティ情報開示の拡充とESG評価の不一致」. 証券経済研究, 第122号, 63-81.
- Barney, J. (1991). 「Firm resources and sustained competitive advantage」. Journal of Management, 17 (1), 99-120.
- Broadstock, D. C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N. G. (2020). 「Does corporate social responsibility impact firms' innovation capacity? The indirect link between environmental and social governance implementation and innovation performance」. Journal of Business Research, 119, 99-110.
- Cavusgil, E., Seggie, S. E., & Talay, M. B. (2007). 「Dynamic capabilities view: Foundations and research agenda」. Journal of Marketing Theory and Practice, 15, 159-166.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). 「Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance」. Journal of Environmental Management, 345, 118829.
- 中小企業庁. (2021). 「中小企業白書 2021年版」.
- 中小企業庁. (2023). 「中小企業白書 2023年版」.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). 「Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack」. Journal of Business Ethics, 168, 315-334.
- Ernst, D., & Woithe, F. (2024). 「Impact of the environmental, social, and governance rating on the cost of capital: Evidence from the S&P 500」. Journal of Risk and Financial Management, 17 (3), 91.
- Freeman, R. E. (1984). 『Strategic Management: A Stakeholder Approach』. Pitman Publishing, Marshfield, MA.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). 「ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies」. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5 (4), 210-233.
- Fu, L., Boehe, D. M., & Orlitzky, M. O. (2022). 「Broad or narrow stakeholder management? A signaling theory perspective」. Business & Society, 61, 1838-1880.
- Hong, Y. (2024). 「Driving corporate value through ESG performance: Empirical evidence from listed companies」. Proceedings of the 2024 9th International Conference on Social Sciences and Economic Development (ICSSED 2024), Advances in Economics, Business and Management Research, 289, 567-578.
- 株式会社商工組合中央金庫. (2021). 「環境・社会・ガバナンスに配慮したESG経営の実現をサポートする『ESG診断』の取扱い開始について」. プレスリリース, 2021年12月9日. 取得元: https://www.shokochukin.co.jp/assets/pdf/nr_211209_02.pdf (アクセス日: 2025年1月2日).
- 加藤俊彦. (2017). 「日本企業における付加価値の創出」. 経営学論集, 第87集, 32-41.
- 環境省. (2023). 「ESG地域金融実践ガイド 2.2」.
- 蔵元左近. (2022). 「サプライチェーンにおける人権、環境などのESG課題への創造的対応」. 海外投融資, 2022年1月号, 36-38.
- Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). 「The effect of ESG performance on the stock market during the COVID-19 pandemic—Evidence from Japan」. Economic Analysis and Policy, 79, 702-712.
- Magnano, D. G., Grimstad, S. M. F., Glavee-Geo, R., & Anwar, F. (2024). 「Disentangling circular economy practices and firm's sustainability performance: A systematic literature review of past achievements and future promises」. Journal of Environmental Management, 353, 120138.
- Miroshnychenko, I., Barontini, R., & Testa, F. (2017). 「Green practices and financial performance: A global outlook」. Journal of Cleaner Production, 147, 340-351.
- 水口剛 & 高田英樹. (2023). 『サステナブルファイナンス最前線』. 一般社団法人金融財政事情研究会.
- 村上芽. (2023). 「ESG調査の変遷からサステナビリティ

- ティ実現に向けた企業評価のあり方を問う」．取得元: <https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=104663>（アクセス日: 2025年1月2日）．
- 根本忠宣. (2022) . 「COVID-19ショックに対する中小企業向け支援の国際比較」．日本政策金融公庫論集, 第54号, 51-85.
 - 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）. (2022) . 「2022年度 ESG 活動報告」．
 - Ni, K., Zhang, R., Tan, L., & Lai, X. (2024) . 「How ESG enhances corporate competitiveness: Mechanisms and evidence」．Finance Research Letters, 69, 106249.
 - Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003) . 「Corporate social and financial performance: A meta-analysis」．Organization Studies, 24, 403-441.
 - Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001) . 「An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective」．Journal of Business Ethics, 32, 143-156.
 - Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. (2021) . 「ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul」．Borsa Istanbul Review, 22 (3) , 525-533.
 - Shawat, R. S., Zamel, A., Otake, T., Sabry, S., & Badawy, H. (2024) . 「How firm size shapes the ESG and financial performance nexus: Insights from the MENA region」．Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice, 2024, 145355.
 - Song, J. (2024) . 「Corporate ESG performance and human capital investment efficiency」．Finance Research Letters, 62, 105239.
 - Spence, M. (1973) . 「Job market signaling」．The Quarterly Journal of Economics, 87 (3) , 355-374.
 - Suto, M., & Takehara, H. (2007) . 「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス—非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」．早稲田大学ファイナンス総合研究所.
 - Suto, M., & Takehara, H. (2016) . 「The link between corporate social performance and financial performance: Empirical evidence from Japanese firms」．International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility, 1 (1) , 4-25.
 - Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997) . 「Dynamic capabilities and strategic management」．Strategic Management Journal, 18 (7) , 509-533.
 - 富永健司. (2021) . 「投資家と指数によるESG評価の活用状況と論点整理」．野村サステナビリティクォーターリー, 2021年春号, 129-141.
 - 辻本臣哉. (2019) . 「日本におけるESG投資の現状と課題」．インベスター・リレーションズ, 2019年13巻1号, 32-40.
 - Wooldridge, J. M. (2019) . 「Correlated random effects models with unbalanced panels」．Journal of Econometrics, 211, 137-150.