

2026年4月3日 全14頁

# 非財務情報は企業価値に寄与するか

## 非財務情報（人的資本・ガバナンス）を用いた 企業価値への影響に係る定量的検証

マネジメントコンサルティング部 主任コンサルタント 小林 一樹  
マネジメントコンサルティング部 主任コンサルタント 岩田 豊一郎  
マネジメントコンサルティング部 主任コンサルタント 神谷 孝  
データアナリティクス部 主任コンサルタント 内野 慈

### [要約]

- 投資家による要請の高まりを背景に、サステナビリティに関する開示基準の整備が進むなか、非財務情報は投資の意思決定に資するものとして重要性を増している。本レポートでは、企業が開示する非財務情報が企業価値にどの程度影響しているのか、非財務情報価値が何らか存在するという仮説のもと、定量的な検証を試みた。
- 企業価値は財務要因と財務以外の要因によって構成されると仮定する。まず財務要因による企業価値への影響モデルを構築し、当該モデルでは説明しきれない部分（残差）には、ESG（環境・社会・ガバナンス）やH（人的資本）等の非財務要因が反映されているものと整理した。そのうえで、財務要因の影響モデルに非財務要因の一部を加えたモデルを構築し、モデルの説明力がどの程度向上するのかを検証した。
- 検証の結果、財務要因による企業価値への影響モデルでは、企業価値の約7割が説明可能であることが確認された。また、開示された非財務情報の一部を加味するとモデル全体の説明力は向上した。もっとも、現段階の分析において、非財務要因によって追加的に説明される部分は、財務以外の要因の約1割にとどまっている。
- これらの結果から、財務指標の改善は企業価値の基礎を成す要素である一方で、非財務情報の開示・充実、それを補完する形で付加的な価値創造に寄与する可能性が示唆された。人的資本やガバナンスといった非財務情報の一部が、財務要因と比較すると限定的ではあるものの、企業価値と一定の関連性を有していることが確認された。
- 非財務情報を通じた企業価値向上には、非財務面での戦略が価値創造ストーリーを通じて経営戦略のなかに明確に位置付けられていることが前提となる。価値創造ストーリーを軸に、投資家との対話を通じて自社の強みや成長性を適切に伝え、理解を得ていくことが、持続的な企業価値向上に不可欠と言えよう。

## 1. 非財務情報が企業価値に及ぼす影響の検証

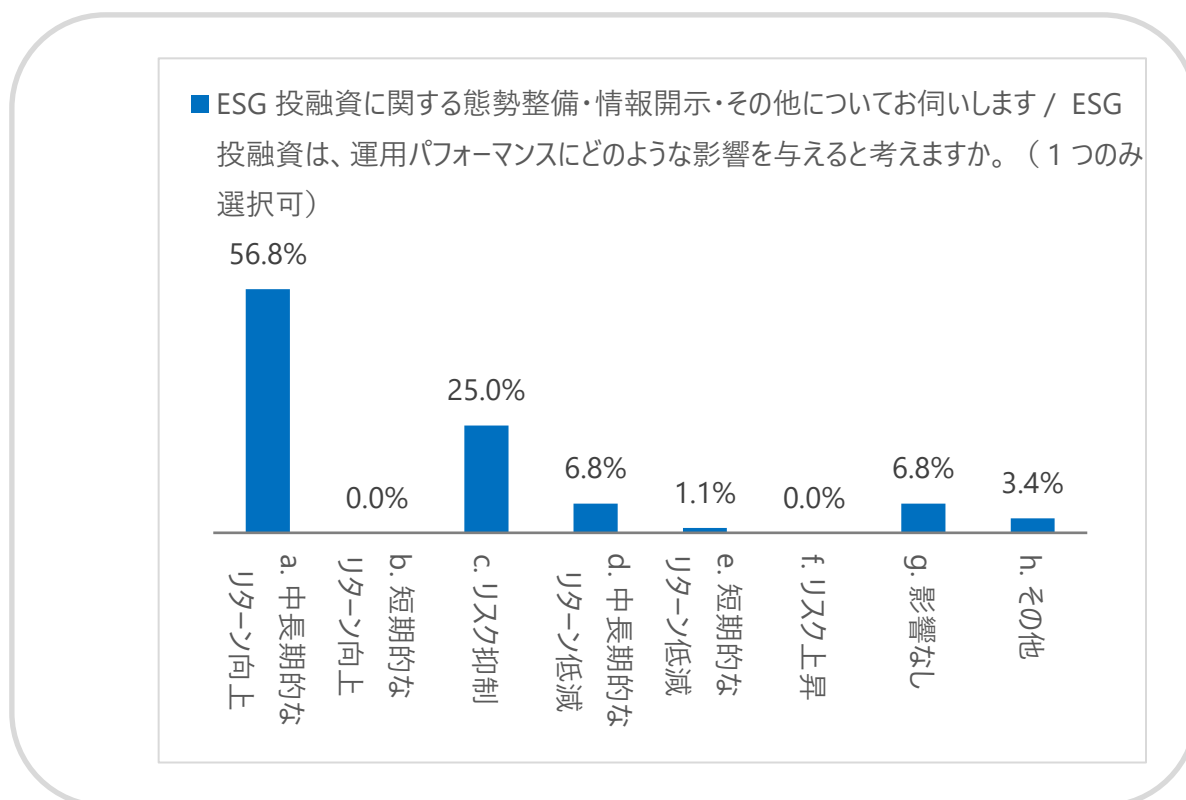
### (1) 非財務情報が注目される背景

近年、上場企業に対してサステナビリティに関する開示の拡充が求められている。2023年3月期の有価証券報告書から「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記述が義務付けられた。また、サステナビリティ基準委員会 (SSBJ) はサステナビリティ開示基準を策定し、2027年3月期以降、プライム市場に対して段階的に当該基準による開示の適用義務化が予定されている。これらの流れを受けて、上場企業は投資家の意思決定に資するサステナビリティ開示 (サステナビリティ関連のリスク及び機会) の必要性をより意識するようになってきている。

サステナビリティ開示基準の整備が進む背景のひとつに、投資家による要請の高まりが挙げられる (図表 1)。機関投資家は投資先企業を選定する際、投資方針に基づきスクリーニング (定量・定性) を行い、詳細分析やバリュエーションに進んでいくのが一般的である。定量スクリーニングでは、収益性、成長性、財務健全性等の分析を行い、定性スクリーニングでは、業界環境、ビジネスモデル、ガバナンス、ESG リスク等の調査・把握等を行う形となる。定量分析では、財務情報が中心となるが、持続的成長に対する実現可能性や内在リスクの把握においては、財務情報以外の定性情報による確認・評価を行う形となる。

非財務情報が将来の企業価値を支えることは一般的に理解されているものの、企業が開示する非財務情報が、企業価値にどのような影響を及ぼしているかは不明瞭である。企業の取組みとして、価値創造プロセス等に非財務情報を組み込んで発信し、積極的に投資家との対話を行う事例が見受けられる。一方で、非財務情報を法定開示として分離して扱う事例もある。本レポートでは、企業が開示する非財務情報が企業価値にどの程度影響しているのかについて、非財務情報価値が何らか存在するという仮説のもと、定量的な検証を試みた。

(図表 1) ESG 投融資に関する投資家の意識



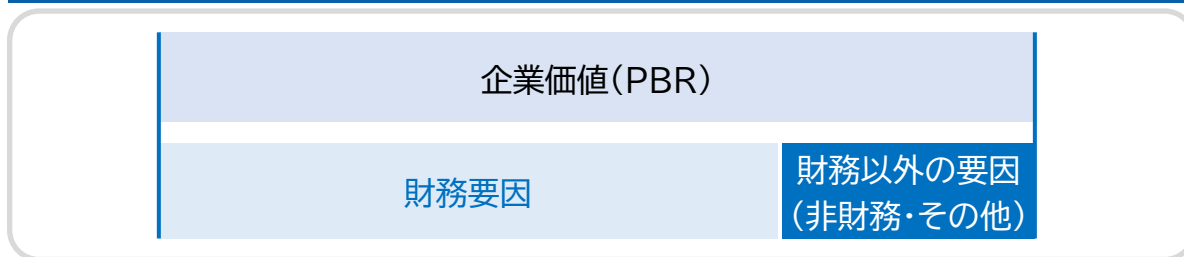
注：「その他」の回答例：a～c 全て、よくわからない

出所：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」（投資家様向け）（2024年度版）より大和総研作成

## (2) 分析の前提となる仮説

本レポートでは、企業価値は財務要因と財務以外の要因によって構成されると仮定する。このうち、財務以外の要因と企業価値との関連性を検証するため、まず財務要因による企業価値への影響モデルを構築する。当該モデルにより財務要因では説明しきれない部分（残差）には、ESG（環境・社会・ガバナンス）やH（人的資本）（以下、これらを総称して「HESG」とする）などの非財務要因が反映されているものと整理する。そのうえで、財務要因の影響モデルに、HESG など非財務要因の一部を加えたモデルを構築し、モデルの説明力がどの程度向上するのかを検証する（図表 2）。

(図表 2) 企業価値を構成する要因の仮説イメージ



出所：大和総研作成

### (3) 検証の全体像

本レポートでは、検証を以下の3つのステップに分けて実施した。

#### STEP1：財務要因による企業価値への影響モデルの構築

はじめに、財務要因のみでどの程度企業価値を説明できるかを検証するため、財務要因による企業価値への影響モデル（以下、「財務要因モデル」）を構築する。

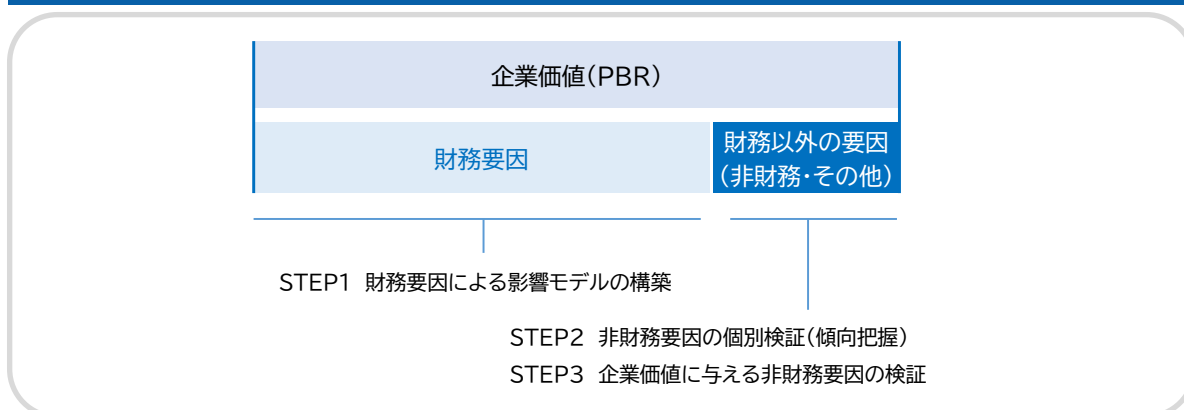
#### STEP2：非財務要因の個別検証（傾向把握）

上記の財務要因モデルにより説明しきれない要素のなかに、HESG 等の非財務要因が企業価値と関連している可能性があるかと仮定する。そこで、非財務要因の各要素を1要素ずつ個別に財務要因モデルに加え、企業価値との関連性を探索的に検証し、その傾向を整理する。

#### STEP3：企業価値に与える非財務要因の検証

実際の企業経営に近い状態を想定し、財務要因モデルに複数の非財務要因を同時に投入することで、企業価値に影響する主要な要因を検証する。

(図表 3) 検証の全体像



出所：大和総研作成

#### (4) 検証に用いる非財務情報

検証に用いる非財務情報は、一般的に投資家が企業のサステナビリティを検討する際に重視している ESG（環境・社会・ガバナンス）に、昨今その重要性が高まっている H（人的資本）を加え、HESG の観点を含む企業の開示情報と定義する。ESG は投資家が重視する項目として浸透しており、企業側でも ESG のカテゴリーを念頭に定量的に整理・開示されているため、検証データとして取得しやすい特徴がある。そのうち S（社会）については、人権や地域、社員、知的財産等、複数の要素を含んでおり、人的資本もここに含まれると解釈されている。一方で、昨今の人的資本経営への関心の高まりや開示ルールの整備を背景に、人的資本については独立した人事レポートを発信するケースも増加している。本レポートでは H（人的資本）をリスクの視点だけでなく、価値創造への影響度がより高い要素と仮定し、S と区別して検証を行う。

検証に用いる非財務情報は、企業が開示する有価証券報告書だけでなく、統合報告書、コーポレート・ガバナンスに関する報告書、各種決算説明資料等、複数の媒体を対象と考える。それぞれが複合的に企業価値に影響することも考えられるが、まずは初期的な検証を行うことを重視し、投資家が特に参照すると考えられ、かつ比較可能な形式で開示されている媒体として、有価証券報告書とコーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載情報を用いる<sup>1</sup>こととする。検証に際して、前述のとおり HESG の観点から非財務情報を抽出する。ただし、E（環境）に関する情報は、温室効果ガスの排出量等、企業規模や業界により開示された数値が大きく異なる点が課題となる。また、S（人的資本を除く社会）に関する情報は人権や知的財産等、定量的な開示情報が乏しいことから、現時点では比較検証が困難であり、今回は採用を見送った。この結果、本レポートでは図表 4 に示す H（人的資本）のうち有価証券報告書の記載情報と、G（ガバナンス）のうちコーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載情報を用いることとした。G については、報告書の記載情報のうち、市場において特に重視されていると判断した外形的数値（比率）、テーマおよび主要なコーポレート・ガバナンス・コード（遵守有無）に係る項目を選定した。

<sup>1</sup> 本検証では、有価証券報告書として 2024 年 1 月 1 日から同年 12 月 31 日までに開示されたものを対象とした。あわせて、コーポレート・ガバナンスに関する報告書は 2024 年 7 月に収集可能であった各社の最新の開示資料を使用している。

(図表 4) 検証に用いる非財務情報の一覧

| カテゴリー    | データ項目  |
|----------|--|
| 社会(人的資本) | 従業員数   |
| 社会(人的資本) | 平均臨時雇用人員   |
| 社会(人的資本) | 平均勤続年数(年)  |
| 社会(人的資本) | 平均年間給与   |
| 社会(人的資本) | 管理職に占める女性労働者の割合  |
| 社会(人的資本) | 男性労働者の育児休業取得率 福祉(全労働者)   |
| 社会(人的資本) | 男女の賃金の差異(全労働者)   |
| ガバナンス    | ストックオプション制度の有無   |
| ガバナンス    | 買収防衛策の有無   |
| ガバナンス    | 政策保有株式がある場合の縮減に関する方針・考え方の開示  |
| ガバナンス    | サステナビリティを巡る課題についてリスク減少・収益機会につながる重要な経営課題としての認識、積極的・能動的な対応の検討                    |
| ガバナンス    | 中核人材の登用等における多様性の確保に関する開示   |
| ガバナンス    | 自社のサステナビリティについての取組みに関する開示  |
| ガバナンス    | 最高経営責任者等の後継者計画の策定・運用への主体的な関与、後継者候補の計画的な育成のための適切な監督                             |
| ガバナンス    | 客観性・透明性ある手続による報酬制度の設計と具体的な報酬額の決定、中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定        |
| ガバナンス    | 取締役会による自社のサステナビリティを巡る取組みについての基本的な方針の策定、経営戦略の配分や事業ポートフォリオ戦略の実行の監督               |
| ガバナンス    | 客観性・適時性・透明性ある手続によるCEOの選任   |
| ガバナンス    | 取締役会にて必要なスキルの特定、取締役会全体の知識等のバランス、多様性、規模に関する考え方、取締役の有するスキル等の組み合わせ、選任に関する方針・手続の開示 |
| ガバナンス    | 取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示  |
| ガバナンス    | 取締役会の審議の活性化のための対応  |
| ガバナンス    | 取締役・監査役による役割・責務の理解と会社の事業等に必要な知識の取得、その継続的な更新の機会の獲得                              |
| ガバナンス    | 取締役・監査役に対するトレーニング方針の開示   |
| ガバナンス    | 事業ポートフォリオの基本方針や見直しの状況についての説明   |
| ガバナンス    | 取締役の人数   |
| ガバナンス    | 取締役に占める社外取締役の割合  |
| ガバナンス    | 社外取締役に占める独立役員との割合  |
| ガバナンス    | 取締役に占める独立役員との割合  |

出所：大和総研作成

## 2. STEP1 財務データによる企業価値への影響モデルの構築

### (1) 財務要因による影響モデル構築の方針

非財務要因が企業価値に与える影響を検証するためには、まず財務要因による影響を可能な限り切り分けることが不可欠である。本分析ではその第一段階として、説明力の高い財務要因のみに基づく企業価値モデルの構築を行う。企業価値を表す代表的な指標としては株価純資産倍率（PBR）を採用し、PBRを基軸とした分析フレームワークを設定する。

株価評価モデルとして広く知られる配当割引モデル(Dividend Discount Model)に基づく、PBRは次式で表される。この式は、①配当が一定の成長率で永続的に成長する（いわゆる Gordon 成長モデル）、②純資産の変動が純利益と配当のみで説明される（クリーンサープラス関係）という条件の下で導かれる。

$$PBR = \frac{ROE \times \text{配当性向}}{\text{割引率} - \text{成長率}}$$

もっとも実務上の観点からは、配当が永続的に一定の成長率で推移すると考えることは現実的ではない。また、有価証券の評価差額、為替変動、自社株買い等の影響から、クリーンサープラス関係が完全に成立する企業は極めて限定的である。

こうした制約を排除することで2段階配当割引モデルや、さらに複雑なモデル式も考えられる。しかし、いずれのモデルにおいても共通して示唆されるものは、PBRが投資収益性、成長性、資本コスト、株主還元という4つの要素によって成り立つという点にある。

すなわち、PBRは概念的に次の関係で整理できる。

$$PBR = f(\text{投資収益性}, \text{成長性}, \text{資本コスト}, \text{株主還元})$$

さらに、今回の検証で用いる回帰分析の条件を踏まえ、これら要素の近似的な関係を考慮し、上記の4要素は以下のようにそれぞれ積の関係にあると仮定した。

$$PBR = f(\text{投資収益性}) \times f(\text{成長性}, \text{資本コスト}) \times f(\text{株主還元})$$

この4つの要素のうち資本コストは企業価値評価において極めて重要である一方、①既存のデータベースでは精度の高い推計値を説明変数として一貫して利用することが難しいこと、②資本コストこそが非財務要因が影響を及ぼす主要な経路であると仮定することから、本分析における財務要因に基づくモデルの構築からは意図的に除外することにした。

以上を踏まえ、本ステップでは以下の近似式を用い、PBRを投資収益性、成長性、株主還元といった財務要因によって説明するモデルを構築する。

$$\ln(PBR) = a \times \ln(\text{投資収益性}) + b \times \ln(\text{成長性}) + c \times \ln(\text{株主還元}) + d$$

## (2) 各財務要素の指標選択

### A. 投資収益性指標

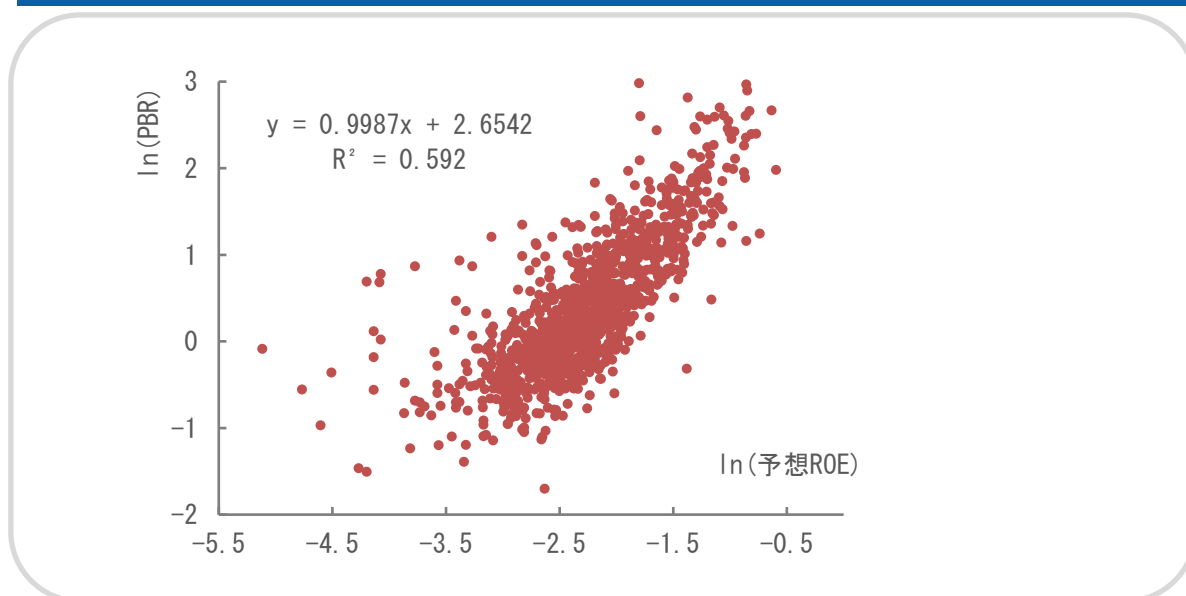
投資収益性については「予想 ROE」を採用した。その理由は次のとおりである。

- 株式市場は過去実績ではなく将来の収益力を評価するため、予想値を用いることが適切
- 実績 ROE は特別損益等の一時的要因による変動が大きく、継続的な収益力の指標としては不十分だが、予想値であればこうした一時的要因の影響を抑制できる

どの程度先の予想 ROE を対象とするかについては、複数の参照データセットを用いて回帰分析を行い、決定係数が最大となる期間を検証し、最も説明力の高い予想期間を採用した。なお、これは成長性指標、株主還元指標についても同様の分析を行っている。

実際に、2025 年 3 月末時点における予想 ROE と PBR の関係を確認すると、下図に示すとおり、両社の間には比較的高い相関関係が認められる。

(図表 5) 予想 ROE と PBR の関係 (2025/3 末)



出所：QUICK データを基に大和総研作成

### B. 成長性指標

成長性は、2 期間の営業利益の増減額を分子とし、投下資本を分母とした比率を採用した。本指標を用いる理由は以下のとおりである。

- 利益が 0 近傍の企業において、微増益が過大な成長率として算出されるといった統計的な歪みを軽減できる
- 企業規模を考慮した成長性の 0 ・ 比較が可能となる

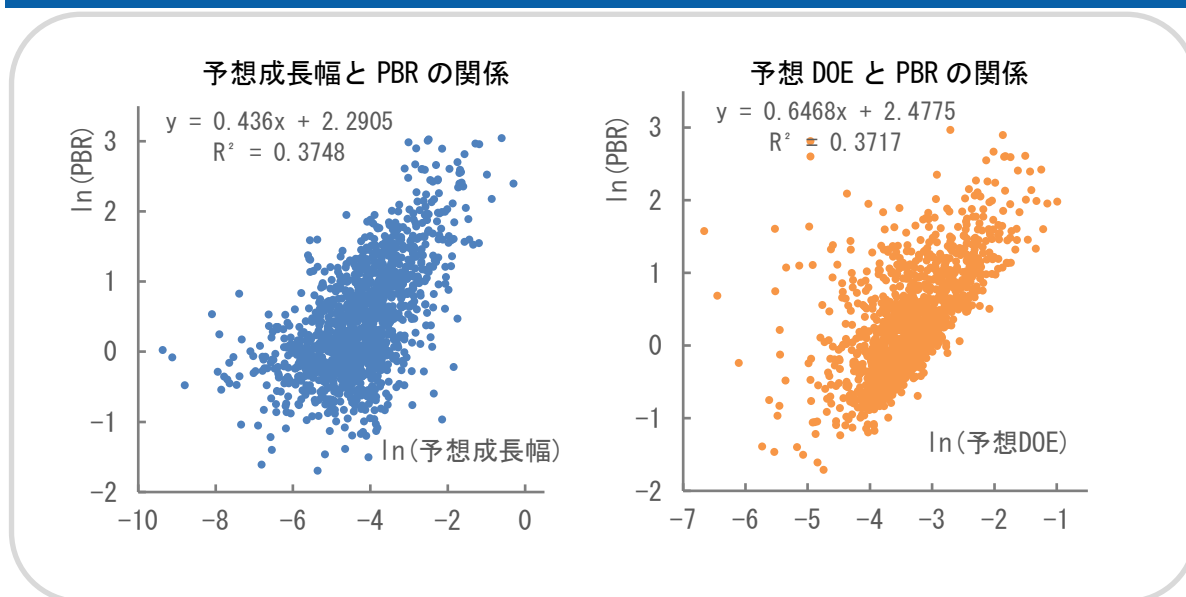
### C. 株主還元指標

株主還元については、「予想 DOE (純資産配当率)」を採用した。一般に株主還元の代表的な指

標は配当性向だが、DOE を採用した理由は以下のとおりである。

- 配当性向は、利益が一時的に減少した場合に大きく変動し、100%を超えることもあるなど、指標としての安定性に欠ける
- 当期純利益が負の場合には配当性向が定義不可能であり、データ利用が困難となる
- DOE は純資産を基準とするため、配当政策の持続性や安定性をより適切に評価可能である

(図表 6) 予想成長幅、予想 DOE と PBR の関係(2025/3 末)



出所：QUICK データを基に大和総研作成。「予想成長幅」の説明は文中に記載

図表 6 のとおり、予想成長幅、予想 DOE と PBR には、予想 ROE ほどではないものの、ゆるやかな相関が確認される。

### (3) 財務要因による分析結果

PBR と 3 つの財務要素の関係性を検証するため、以下の回帰モデルで推定を行った。

$$\ln(PBR) = a \times \ln(\text{予想ROE}) + b \times \ln(\text{予想成長幅}) + c \times \ln(DOE) + \text{業種ダミー} + d$$

PBR、投資収益性指標（予想 ROE）、成長性指標（予想成長幅）、株主還元指標（予想 DOE）は、いずれも QUICK の 2025 年 3 月末時点のデータを使用した。業種ダミーには、日本取引所グループの 17 業種区分を用いている。また PBR および 3 指標の全てのデータが揃う 1027 社を分析対象とした。図表 7 にモデルの結果を示す。

(図表 7) 財務要因モデルにおける各財務要素の影響

| 財務要素(説明変数)      | 回帰係数  | t 値    | 自由度調整済み<br>決定係数 | 企業数   |
|-----------------|-------|--------|-----------------|-------|
| 投資収益性指標(予想 ROE) | 0.472 | 26.323 | 0.698           | 1,027 |
| 成長性指標           | 0.142 | 9.402  |                 |       |
| 株主還元指標(予想 DOE)  | 0.032 | 1.963  |                 |       |

※1：財務要素（説明変数）については、スケールを揃えるため、対数変換後の値に対して標準化処理（変数を平均0・標準偏差1に変換）を施している。

出所：大和総研作成

推定結果から、PBR に最も強く影響しているのは投資収益性指標（予想 ROE）であることが確認された。予想 ROE の回帰係数は 0.472 と最も高く、t 値も 26.323 と極めて大きいことから、統計的に非常に強い正の関係が認められる。投資収益性が PBR を押し上げる主要因であることを示唆している。次に、成長性指標の回帰係数は 0.142、t 値 9.402 と有意に正であり、成長性の期待が PBR にプラスの影響を与えることが確認される。株主還元指標（予想 DOE）は回帰係数 0.032、t 値 1.963 と、5%水準での統計的な有意性はあるが、他の 2 つの指標と比べるとその値は大きくない。これは、株主還元が企業価値に寄与する効果は存在するものの、投資収益性や成長性と比べると影響度は相対的に小さいと考えられる。

モデル全体としてみても、自由度調整済み決定係数は 0.698 と高く、財務指標と業種ダミーにより企業価値の約 7 割を説明できている。これらの結果より、市場は特に「投資収益性」や「成長性」を重視して企業価値を評価していることが明らかになった。

### 3. STEP2 非財務要因の個別検証（傾向把握）

次に、非財務情報の各要素が企業価値に影響するか、傾向を把握するため初期的に関連性を検証した。具体的には財務要因モデルに対し、非財務情報の各要素をひとつずつ個別に投入した重回帰分析により、企業価値にどの程度影響するかを網羅的に検証した。非財務情報の各要素を個別に投入した場合、有価証券報告書に開示された人的資本に関する情報のうち、平均勤続年数や平均年間給与、管理職に占める女性労働者の割合において、モデル上 5%以上有意な結果が確認された。また、コーポレート・ガバナンス報告書に開示されたコーポレート・ガバナンスに関する情報においては、ストックオプション制度の有無等に 5%以上有意な傾向がみられた。ただし、プライム市場の企業にはコーポレート・ガバナンス・コードの全原則への対応が求められる一方で、グロース市場の企業には 5 つの基本原則のみが適用される等、企業の上場区分によってコーポレート・ガバナンス報告書での開示情報に差異が存在する。このため、一定の関連性があると推察されるものの、一概には関連性の有無を結論付けるに至らなかった。

この結果を踏まえ、STEP3 では非財務情報の各要素を同時に投入し重回帰分析を行うことでより詳細な検証を試みる。

#### 4. STEP3 企業価値に与える非財務要因の検証

図表 4 で示した人的資本やガバナンスに関する非財務情報全てを新たな説明変数として、STEP1 の財務要因モデルに同時に追加投入し、重回帰分析を再度実施した。

分析の結果、自由度調整済み決定係数が財務要因モデルの 0.698 に対して 0.723 となり約 0.025 ポイント上昇した。これは財務要因モデルの残差である 0.302 の約 8.3%に相当する。人的資本やガバナンス等の非財務情報が僅かであるが企業価値との関連性を検証するモデルの説明力向上に寄与しており、投資家がこうした情報も活用して企業を評価している可能性を示唆しているものと考えられる。ただし、非財務情報を加えても、自由度調整済み決定係数が 0.723 にとどまっており、未だ 3 割近くは説明できない残差が存在する。これは、説明変数以外の情報の評価や施策の効果出現までのタイムラグなど、様々な要因が考えられる。

この結果、財務要因、非財務要因を含めた本モデルの分析結果は、図表 8 のとおりとなった。

(図表 8) 非財務要因を同時投入し、5%以上有意となった情報の一覧

| 情報の種類 | 説明変数                        | 回帰係数  | t 値   | p 値  |
|-------|-----------------------------|-------|-------|------|
| 財務    | 予想 ROE                      | 0.43  | 23.37 | 0.00 |
| 財務    | 増益幅                         | 0.12  | 8.03  | 0.00 |
| 財務    | 予想 DOE                      | 0.06  | 3.57  | 0.00 |
| 人的資本  | 平均勤続年数                      | -0.08 | -4.47 | 0.00 |
| 人的資本  | 平均年間給与                      | 0.05  | 3.57  | 0.00 |
| ガバナンス | ストックオプション制度の有無              | 0.12  | 3.16  | 0.00 |
| ガバナンス | 客観性・適時性・透明性のある手続による CEO の選任 | 0.19  | 2.19  | 0.03 |
| ガバナンス | 取締役役に占める社外取締役の割合            | 0.04  | 2.79  | 0.01 |

出所：大和総研作成

5%以上有意となった情報のうち、非財務要因の項目は以下の 5 つであった。

- 人的資本
  - 平均勤続年数
  - 平均年間給与
- ガバナンス
  - スtockオプション制度の有無
  - CEO 専任の透明性（客観性・適時性・透明性ある手続による CEO の選任）
  - 取締役会の独立性（取締役役に占める社外取締役の割合）

このうち、平均勤続年数の係数が負であり、それ以外の係数は正の値となった。このことから、平均年間給与、取締役会の独立性、ストックオプション制度、および CEO 専任の透明性は、市場における企業価値に対して正の影響を与えている可能性が示唆される。一方で、平均勤続年数については、負の影響を及ぼしている可能性が示唆される。

人的資本の項目に着目すると、平均勤続年数の係数が負となっていることから、高齢化が進んでいる企業ほど、企業評価が下がる可能性があることを意味している。背景には従業員の新陳代謝が進んでいないことや、若手人材の採用や定着に苦しんでいるケース等が考えられる。逆に平均年間給与は、正の係数となっているが、これは人的資本への投資とも考えられ、報酬水準の高さが人材獲得面で有利になることを市場が評価している可能性が考えられる。

次にガバナンスの項目に着目すると、まずストックオプション制度の有無が正の係数となっている。これは、ストックオプション制度が経営陣・従業員に対する長期的なインセンティブ強化策として市場から期待されている可能性を示唆している。さらに、CEO 選任の透明性や取締役会の独立性の係数も正となっており、コーポレート・ガバナンスの軸とも言える透明性や公正性等が、市場における企業評価においても重視されていることが示唆される。

## 5. 検証のまとめと今後への示唆

検証の結果、次の知見が得られた。

### • 企業価値は財務要因で少なくとも 7 割が説明可能である

予想 ROE・利益成長幅・DOE の指標を用いたモデルで高い決定係数（約 7 割）が得られ、財務情報と企業価値には強い相関があると言える。残り約 3 割の説明しきれない部分（残差）が、未検討の財務要因、いわゆる人的資本やコーポレート・ガバナンス等の非財務要因、およびその他の要因に由来すると推定される。

### • 非財務情報を加味すると企業価値に対する説明力が高まる

有価証券報告書の人的資本情報をスコア化しモデルに組み入れたところ、自由度調整済み決定係数が約 0.025 ポイント上昇し、財務要因で説明しきれない部分（残差）の約 0.302 のうち約 8.3%（財務以外の要因の 1 割弱）を説明できた。しかし、依然として財務以外の要因と仮定した部分の約 9 割は説明できない残差が存在する。今回の分析は、非財務情報のうち人的資本やガバナンスに関する限られた要素のみを対象としており、E（環境）、S（社会）の要素や、そもそも定性的な要素は含まれていない。加えて、現行の開示では現れない要因の影響も大きいと考えられる。これは情報開示の限界とも言え、企業内部での実践や風土といった要素を如何に投資家に伝えるかという課題を示す。

- 非財務情報のなかでは、特に「平均勤続年数」「平均年間給与」「ストックオプション制度の有無」「CEO 選任の透明性」「取締役会の独立性」が企業価値に有意に影響する可能性がある

企業価値に有意に影響する 5 項目のうち「平均年間給与」「ストックオプション制度の有無」「CEO 選任の透明性」「取締役会の独立性」は統計的に有意な正の係数を示し、これらを充実させる企業ほど企業価値にポジティブな影響を与える可能性が示唆された。CEO 選任の透明性や取締役会の独立性はガバナンス強化を通じて市場評価を押し上げている可能性がある。また、高水準の給与は優秀な人材の確保・定着と高い労働意欲につながり、役員や従業員への適切なインセンティブ（ストックオプション付与）は役員や従業員の意欲と生産性を高めることを通じて、企業価値にポジティブに影響している可能性が示唆される。

本検証の結果から、財務指標の改善は企業価値の基礎を成す要素であり、そのうえで非財務情報の開示の充実が付加的な価値創造につながる可能性が示唆された。開示された非財務情報と企業価値との間に明確な因果関係を示すことまではできないものの、人的資本やガバナンスに関する開示が企業価値と正の関連性を持つことが確認できた点は重要である。

もっとも、本検証にはいくつかの制約が存在する。分析に用いたのは、有価証券報告書およびコーポレート・ガバナンスに関する報告書で開示されているデータの一部に限られており、各社の人的資本施策やガバナンス体制の実態を十分に反映できていない可能性が高い。開示されている非財務情報が限定的であっても、実際には高度な人事施策や有効なガバナンス体制を構築している企業も存在し得る一方、開示内容と実態との間に乖離があるケースも想定される。こうした乖離は、本モデルで説明できない残差に含まれている可能性がある。

それでもなお、人的資本やガバナンスといった非財務情報の一部が、財務要因と比較すると極めて弱いながらも、企業価値と相関関係を有していることが確認された点は重要である。この結果は、投資家が財務情報のみならず非財務情報にも着目して投資判断を行っている可能性を示唆している。この点は、単に非財務情報の重要性が低いことを意味するものではなく、非財務情報が企業価値として評価されるための条件が十分に満たされていない可能性を示していると解釈することもできる。すなわち、人的資本やガバナンスに関する取組みが、どのようなメカニズムを通じて企業価値の向上につながるのか、その関係性を投資家が必ずしも明確に把握できていない可能性がある。

この理由として、第一に、人的資本やガバナンス体制の強化がどのようなメカニズムを通じて企業価値の向上に結び付くのか、そのロジックが必ずしも明確に整理・共有されていない点が挙げられる。第二に、これらの非財務に関する施策の効果が企業価値として顕在化するまでにはタイムラグが存在し、仮に効果が生じたとしても、多くの場合は業績向上等の財務要因を介して間接的に反映される可能性が高い。例えば、人材育成を目的とした施策を実施し、数年後に人材の能力向上が確認されたとしても、それだけで直ちに企業価値向上や業績向上につながるとは限らない。育成された人材が十分に能力を発揮するためには、経営戦略と統合的な組織設計や人材マネジメント、さらには事業環境との適合といった複数の要因が重なり合う必要がある。

このように、人的資本やガバナンスといった非財務要因は、個別の施策や KPI として切り出して評価されるよりも、経営戦略のなかでどのような役割を果たすのかという文脈で理解されやすくなると考えられる。したがって、非財務情報は、各施策や KPI の集合としてではなく、経営戦略の一部として設計・実行されていることが重要であろう。

つまり、企業価値向上に向けて求められるのは、財務・非財務を横断した一貫性のある価値創造ストーリーであり、そのストーリーと結び付いた形で各分野の戦略、施策、KPI が位置付けられることである。非財務情報が企業価値と弱い相関にとどまっている背景には、こうしたストーリーが十分に構築・伝達されていない可能性があると考えられないだろうか。

さらに、この価値創造ストーリーは、IR の観点からも極めて重要である。近年、有価証券報告書に加え、統合報告書、ファクトブック、決算説明資料等、企業の開示資料は多様化・膨大化している。しかし、情報量が増加する一方で、投資家が全ての資料を精緻に読み込み、投資判断に反映できるとは限らない。経営戦略を起点とした明確な価値創造ストーリーが開示の中心に据えられていなければ、個別の施策や KPI が羅列されていても、投資判断に資する情報として十分に機能しない可能性が高い。

以上を踏まえると、非財務情報を通じた企業価値向上には、非財務面での戦略が価値創造ストーリーを通じて経営戦略のなかに明確に位置付けられていることが前提となる。そのうえで、各種施策や KPI のモニタリングが意味を持つ。開示においても、価値創造ストーリーを軸に、投資家との対話を通じて自社の強みや成長性を適切に伝え、理解を得ていくことが、持続的な企業価値向上に不可欠と言えよう。

—以上—