



FSA Institute

Discussion Paper Series

インパクト創出と企業価値向上は 両立するのか

—事例調査とパーパスの内容分析に
基づく実証分析の両面から—

林 寿和 松山 将之

DP 2023-3
2023 年8月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

インパクト創出と企業価値向上は両立するのか —事例調査とパーパスの内容分析に基づく実証分析の両面から—

林 寿和* 松山 将之**

概 要

本稿は、「企業によるインパクト創出と企業価値向上は両立するのか」「企業がインパクト創出を目指すことは、企業価値向上との間でトレードオフを引き起こすのではないか」といった疑問や感覚が、企業経営の現場や投資の実務家の間で少なからず存在することを念頭に置きつつ、インパクト創出と企業価値向上の関係についての究明を試みるものである。本稿では、企業によるインパクト創出の源泉として、「パイの拡大」と「パイの分配の見直し」を区別するという捉え方を引用する。これにより、環境問題や社会問題の解決に資する事業の規模拡大という「パイの拡大」を通じてインパクト創出を目指す場合、本質的にはそこにトレードオフは存在しないことが示唆される。他方、利益という企業の取り分を減らすかわりに、社会の構成員の取り分を増やすという「パイの分配の見直し」によってインパクト創出を目指す場合、そこには本質的にトレードオフが存在することが示唆されるわけであるが、実際の企業事例調査からは、そのトレードオフを乗り越えようとする企業努力や、トレードオフの解消に繋がる規制環境等の変化といった好機を捉えることで、最終的にはインパクト創出と企業価値向上を同時に実現している企業の存在が明らかとなった。さらに、日本企業のパーパスに着目した実証分析を通じて、インパクト志向の強い企業のほうが、財務パフォーマンスも上回る傾向にあることも明らかとなった。これらの分析・考察により、インパクト創出と企業価値向上の同時実現は、常に可能というわけではないものの、状況次第では十分に可能であることが示唆される。

キーワード：インパクト志向、企業のパーパス、インパクトと財務パフォーマンス

* Nippon Life Global Investors Europe Plc Head of ESG (金融庁金融研究センター特別研究員)

** 株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所 主任研究員 (金融庁金融研究センター特別研究員)

本稿の執筆に当たっては、ロンドン・ビジネス・スクール教授アレックス・エドマンズ氏に有益な御意見をいただいた。また、金融庁金融研究センター長吉野直行氏をはじめ、多くの同庁関係者に多大なる御支援をいただいた。この場を借りて感謝を申し上げる。なお、本稿は、筆者両名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センター、並びに所属組織の公式見解ではない。

1. はじめに

「企業によるインパクト創出と企業価値向上は両立するのか」「企業がインパクト創出を目指すことは、企業価値向上との間でトレードオフを引き起こすのではないか」——企業経営の現場や、企業に投資する投資家の間で「インパクト」と呼ばれる概念への注目が高まる一方で、特に企業経営や投資の実務を担っている人々の間で、こうした疑問や感覚は少なからず存在しているように思われる。その一方で、インパクトと企業価値の関係性の究明に向けた研究の蓄積は必ずしも進んでいるとは言えない状況にある。本稿は、企業によるインパクト創出と企業価値向上の関係について、事例調査と定量分析の両面から、深掘りすることを狙いとしたものである。

本稿の構成は次のとおりである。

まず初めに、インパクトと呼ばれる概念が必ずしも固まりきっていないことを踏まえ、その概念の整理を行っている（2. 1）。具体的には、企業活動に伴うインパクトを「企業活動に伴って生じる社会の構成員の効用の総和の変化」と整理したうえで、インパクト創出と企業価値向上は両立するか否か、という問いに対する考察を深めるため、企業によるインパクト創出の源泉として、「パイの拡大」と「パイの分配の見直し」を区別するという捉え方を導入する（2. 3）。この捉え方を導入することにより、環境問題や社会問題の解決に資する事業の規模拡大というパイの拡大を通じたインパクト創出は、本質的には企業価値向上との間にトレードオフが存在せず、両立し得ること、他方で、利益という企業の取り分を減らして、それを社会の構成員に振り向けるというパイの分配の見直しによるインパクト創出を目指す場合は、本質的にトレードオフが存在し得ることが示唆される。ただし、実際の企業事例調査によって、後者（パイの分配の見直しを通じたインパクト創出を目指す）の状況にあっても、トレードオフを乗り越えようとする企業努力や、トレードオフ解消に繋がる規制環境の変化等の好機を捉えることで、最終的にはインパクト創出と企業価値向上を両立させている企業の存在が明らかになる（2. 5）。

さらに、本稿では、インパクトと企業価値の関係性を定量的に検証する。具体的には日本企業のパーパスの内容に着目し、インパクト志向の強弱という観点から企業を分類したうえで、財務パフォーマンス指標との関係性について実証分析を行う（3 章及び 4 章）。その結果、インパクト志向が強い企業のほうが、財務パフォーマンスも上回る傾向にあることが明らかになる。

2. 企業活動に伴うインパクトの概念整理

2. 1 インパクトとは何か

まず、本稿で着目する企業活動に伴うインパクトの概念について整理を行う。

インパクトという概念に関して、必ずしも統一された定義は存在しないと考えられるが、インパクト投資にかかわる実務家の間でも最も参照されている定義の一つが、2016 年から 2021 年にかけて、インパクトの測定・管理・報告に関する世界的な合意形成に向けて活動したインパクト・マネジメント・プロジェクト（IMP）による定義である（表 1）。

表 1 IMP によるインパクトの定義

- ・ インパクトとは、組織によって引き起こされるアウトカムの変化のことである。
- ・ インパクトには、ポジティブなものとネガティブなもの、意図的なものと意図的でないものがある。
- ・ アウトカムとは、ある出来事や行動の結果として生じる、ある集団の人々のウェルビーイングの水準、または自然環境の状態のことである。

（注）筆者による仮訳

（出所）Impact Frontiers（n. d.）

この定義は二層構造になっており、初めにインパクトは、組織によって引き起こされるアウトカム¹⁾の変化と定義されている。ここでは、組織による介入効果、言い換えれば追加性（Additionality）が意識されている²⁾。その上で、アウトカムについては、「人々のウェルビーイング³⁾の水準」、または「自然環境の状態」と説明がなされている。ここでいう「人々」とは、組織の構成員（従業員など）だけでなく、例えば、製品やサービスの消費者、サプライチェーン上の関係者、地域コミュニティの人々など、組織が直接的あるいは間接的に関わっている人々を広く含む概念だと考えられる。

なお、「自然環境の状態」は、「人々のウェルビーイングの水準」と並列で書かれているが、例えば地球温暖化の進展によって、最終的には人々の生活や健康、財産などに様々な形で影響（多くの場合、悪影響）が及ぶと予想されているからこそ地球温暖化が問題視されているように、自然環境の改善や悪化は、人々のウェルビーイングと通常は切っても切り離せない。このように考えると、インパクトという概念は、究極的には、組織の介入によって生じる、（自然環境の状態の変化によって生じるものも含めた）様々な人々のウェルビーイングの変化に着目するものであると言える。したがって、「企業がインパクトを生み出す（創出する）」という言葉が意味するのは、様々な人々のウェルビーイングの総和の増加という変化が、企業の活動という介入の結果生じること、である。

さらに、この定義のもう一つの特徴は、「社会的効果（Social effect）」「社会的便益（Social benefit）」「社会的利益（Social return）」あるいは「社会的価値（Social value）」などの表現で用いられる「社会的」（Social または Societal）という言葉が一切用いられていない点であ

¹⁾ 一般に、「アウトカム」（Outcome）は、組織が生み出す直接的結果を指す「アウトプット」（Output）と区別される（Epstein and Yuthas, 2014）。例えば、製薬会社によるワクチンの供給がアウトプットであるのに対し、それによる感染症拡大の防止効果がアウトカムである。

²⁾ 関・塚本（2020）はインパクトという概念の捉え方は様々であるとしたうえで、介入効果（介入がなければ生じなかったアウトカム）に焦点を当てるアプローチと、長期的な効果・社会への広範な波及効果に焦点を当てるアプローチの大きく 2 通りがあると指摘している。この整理に基づけば、IMP による定義は介入効果に焦点を当てるアプローチといえる。

³⁾ 「ウェルビーイング」（Well-being）は、国連の持続可能な開発目標（SDGs）においても使用されるなど、近年、注目が高まっている用語・概念である。その訳語や定義については、様々なものが提案されているが、肉体的・精神的・社会的に良好な状態にあることを指す、という 1946 年の世界保健機関（WHO）憲章に由来する定義がよく知られている（ウェルビーイング学会, 2022）。

る。

様々な文献や資料において、インパクトという概念を定義ないし説明する際、「社会的」という言葉が使われることが少なくない⁴⁾。さらに、「社会的」という言葉が用いられる場合、それは企業活動によってもたらされる「財務的利益」と対比され、「企業が社会的価値を追求することは、財務的利益にかなうか否か」といった形で二元論的に扱われることも少なくない。

このような「財務的利益」と「社会的価値」の二元論的な扱いは、「ソーシャル・アントレプレナーシップ」(Social entrepreneurship) の定義や特徴に関する議論においてもしばしば登場するという(Santos, 2012)。ソーシャル・アントレプレナーシップを実証主義的(Positivism) な立場から論じた Santos (2012) は、こうした二元論的な捉え方は避けるべきだと主張している。その理由として挙げられているのが、企業が利益を生み出すことも、資源の最適配分を通じて社会的厚生(Social welfare) を高めるという意味において、本来的には「社会的なもの」であるという点である。さらに、どのような価値を社会的とみなすかは、もっぱら主観的な判断に基づくという点も理由として挙げられている。例えば、貧困層への支援事業は社会的価値を伴うと多くの人がみなす一方で、富裕層への支援事業にはそうした社会的価値を多くの人は見出さない。では「社会的であるか否か」を決める所得の境界線はいくらなのか——それはあくまで主観的な判断だというわけである。

こうした考察に基づき Santos (2012) は、「財務的利益」と「社会的価値」の二元論的な枠組みではなく、活動に使用される全てのリソースの機会費用を考慮した上で、社会の構成員の効用の総和が増加するか否か、という枠組みでソーシャル・アントレプレナーシップを捉えるべきだとし、そのほうが、社会的厚生(Social welfare) を個人の効用の集合体と捉える既存の経済学の枠組みとも整合的である、としている。

この考え方は、様々な人々のウェルビーイングの総和の変化に着目する、IMP によるインパクトの定義と本質的に同じと言える。本稿では、インパクトを、企業活動に伴って生じる社会の構成員の効用の総和の変化と捉えて、以下、議論を進める。

2. 2 インパクトは企業活動のどこから生まれるのか

企業活動に伴うインパクトは、バリューチェーン⁵⁾のあらゆる段階において生じうるものである。図 1 は、最終製品を製造し、それを消費者に提供する一般的な企業を想定したバリューチェーンを図示したものである。もちろん、企業の業容等に応じて、バリューチェーンは様々

⁴⁾ 例えば Epstein and Yuthas (2014, pp. 15) は、そもそも「インパクト」ではなく「社会的インパクト」という言葉を用いているが、その言葉の定義について「活動や投資によって生み出される社会的・環境の変化」としている。また、日本でも GSG 国内諮問委員会のインパクト企業の上場コンセプト検討グループは、「インパクト企業」という言葉の定義について「事業成長を伴いながら、ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトの創出を意図する企業」(GSG 国内諮問委員会, 2022, pp. 3) としている。

⁵⁾ 例えば環境省(2020, pp. 16) は、バリューチェーンを「企業の事業活動に関連する付加価値の創出から費消に至るすべての過程における一連の経済主体若しくは経済行動。原料採掘、調達、生産、販売、輸送、使用、廃棄等、事業活動に関する一連の行為と主体が含まれる」と定義している。

であるが、本節における議論の本質には大きな影響を及ぼさないと考えられることから、ここでは図 1 に基づいて、以下、議論を進める。



図 1 一般的なバリューチェーンとインパクト

この時、企業活動に伴うインパクトは、「製品・サービスの生産活動に由来するもの」と、「製品・サービスの消費に由来するもの」の大きく 2 つに区別することができる⁶⁾。

生産活動に由来するインパクトは、生産現場で労働者に支払われる賃金や原材料の調達によって生産者等に支払われる対価などによるもののほか、労働者の技能向上、工場の建設や稼働に伴う地域経済への波及効果や自然環境への影響、原材料生産者との取引を通じた生産者の家族やその地域社会への影響など、様々なものが含まれる。この中には、いわゆる「生産における外部性」(Externalities in production)⁷⁾と呼ばれるものが含まれる。

他方、消費に由来するインパクトは、製品・サービスの消費に伴って消費者が直接享受する便益に加えて、いわゆる「消費における外部性」(Externalities in consumption)⁸⁾と呼ばれる波及効果も含まれる。例えば、ワクチンという製品を考えたときに、それを接種（消費）した本人のみが感染症にかかりにくくなるという便益を享受するだけでなく、より多くの人がワクチンを接種することで、接種していない人も感染症にかかりにくくなるという波及効果があることが知られている（野口，2020）。さらに、製品が使用段階を終え、最終的に廃棄やリサイクルされる段階における自然環境への影響などもここに含まれる。

このように、企業活動に伴うインパクトは、消費者や労働者といった企業の直接的なステークホルダーの効用の変化だけに留まるものではなく、その関係者や地域社会の人々の効用の変化をも含む、非常に広がりをもった概念であることが分かる。

なお、何をもってインパクトがポジティブであるとするか、ネガティブであるとするかは、

⁶⁾ Epstein and Yuthas (2014)は組織がインパクトを生み出す経路として「製品・サービス」「オペレーション（操業）」「投資」の3つを挙げており、投資を除く2つは、本稿における「消費に由来するインパクト」と「生産活動に由来するインパクト」にそれぞれ対応している。なお、企業による、インパクトの創出を狙いとする投資（いわゆるインパクト投資）は、本稿の考察の対象としていないため割愛する。

⁷⁾ 例えば、Hubbard and O'Brien (2008)。

⁸⁾ 前掲

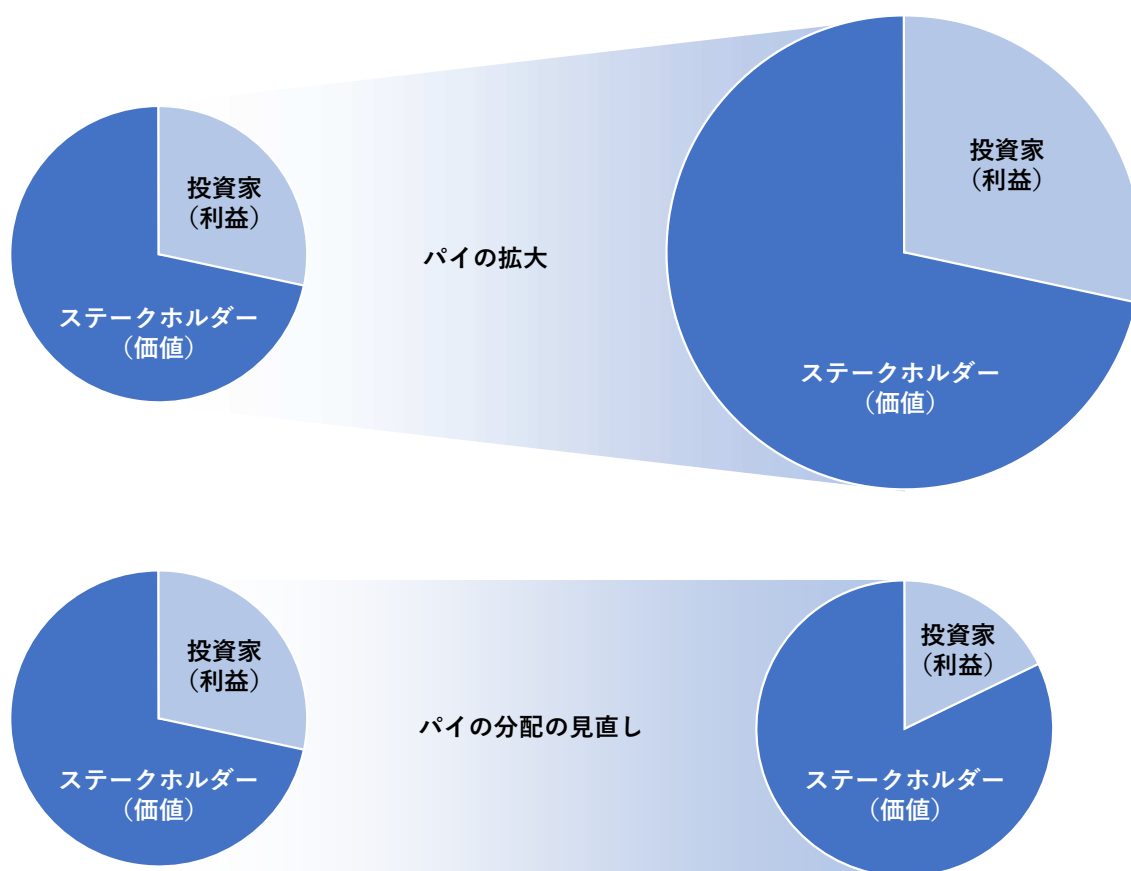
何を基準として判断するか次第である。例えば、一般には、工場の稼働に伴う環境汚染は負の外部性、ワクチンの普及に伴う感染症抑制効果は正の外部性と捉えられることが多いが、Sun and Daniels (2014)は、あくまで何を基準とするかによって、ポジティブにもネガティブにもなり得ることを指摘している。環境汚染についても、それが一切生じていない状態を基準にすれば、何らかの環境汚染が生じること自体がネガティブであるが、一定の環境汚染が生じている状態を基準にすれば、その水準と比べて環境汚染を抑制することができれば、それはポジティブと捉えることもできるからである。

2. 3 企業によるインパクト創出の類型化：パイの拡大とパイの分配

本章では、ここまでにおいて、企業がインパクトを創出するという言葉の意味が、企業活動に伴って影響を受ける人々の効用の総和が増加すること、であることを確認した。

では、企業はどのようにしてこれを実現することができるのか。企業がインパクトを創出するということは、その企業の利益とどのような関係にあるのか。両者はトレードオフの関係なのか、それとも両立し得るのか。この点を考察するにあたって、ロンドン・ビジネス・スクール教授のアレックス・エドマンズが、その書籍『Glow the PIE: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit』で提唱した、「パイの拡大」(Pie-growing)と「パイの分配」(Pie-splitting)の2つを区別する捉え方(図2)が、視覚的・直感的にわかりやすいと考えられる⁹⁾。

⁹⁾ パイの拡大とパイの分配と同様の捉え方は、Mansfield *et al.* (1977)などで見られる。同論文は、産業分野のイノベーションに伴う社会的便益は、イノベーションを創出した企業自身が専有する利益、消費者が享受する消費者剰余、その他の企業が享受する模倣や開発コストの低減から生じる利益の大きく3つに分けられるとする。



(資料) Edmans (2020, pp. 23, 30)をもとに筆者作成

図2 パイの拡大(上)とパイの分配の見直し(下)のイメージ図

ここでいう「パイ」とは、「企業が社会に対して生み出す価値」(Edmans, 2020, pp. 19)の総和のことであり、そのパイを、投資家とその他の幅広いステークホルダー(労働者・顧客・取引先・地球環境・政府・地域コミュニティなど)で、分けあっているという捉え方である。パイの大きさを固定した上で、その分配を見直し、例えば投資家の取り分を減らせば、その分だけ労働者や地球環境などに振り向けることができる。他方で、パイ自体を拡大させることができれば、分配率は固定したままで、すべての主体の取り分を増やすことができる。その上で、同書は、パイの分配の見直しではなく、パイの拡大を追求することで、利益を上げようとする経営姿勢こそが、ビジネスの力を通じた社会問題の解決にとっても重要であると指摘する。

エドマンズ教授によるパイの概念は、本稿の2. 1で整理したインパクトの概念と基本的に同じである。そして、インパクトの創出、すなわち人々の効用の総和をプラス方向に変化させる方法は、パイの拡大、もしくは企業の取り分を減らしてその他の関係者の取り分を減らすという意味でのパイの分配の見直しのいずれか、またはその組み合わせであること分かる。

この時、もっぱらパイの拡大によってインパクトを創出すれば、企業利益との間にトレードオフは存在せず、むしろ、利益の拡大とインパクトの創出が同時に生じ得ることを意味する。一方で、パイの分配を見直し、企業の取り分を減らすことでインパクトを創出すれば、企業に

としては利益が減少するという意味でトレードオフが伴うことになる。

見方を変えれば、企業によるインパクト創出と企業利益がトレードオフなのか、両立し得るのかは、パイの拡大によってインパクトを創出するのか、それともパイの分配によってインパクトを創出するのか次第であることが分かる。

2. 4 事業規模の拡大を通じたインパクト創出の典型例

どれだけ環境問題や社会問題の解決に資する製品・サービスを手掛ける企業であったとしても、当該製品・サービスが世の中に普及しないことには、通常、大きなインパクト創出は見込まれない。したがって、事業規模の拡大は、企業のインパクト創出にとって重要である場合が少なくない。特に、「インパクトスタートアップ」¹⁰⁾と呼ばれるような小規模の企業においては、言うまでもないことである。

もっとも、エドマンズは、あらゆる事業規模の拡大がパイの拡大を意味するわけではないと指摘しているが（Edmans, 2020, pp. 80）、それは、投じられるリソースの機会費用を上回る、社会への価値を生み出さない事業の存在を念頭に置いたものである。この指摘はもっともであるが、インパクトを創出する製品・サービスを念頭に置けば、その事業の規模拡大は、パイの拡大を意味すると捉えて差し支えないであろう。

以下、事業規模の拡大を通じたインパクト創出の典型例を 2 つ取り上げる。

事例 1：テスラ

インパクト創出において、事業規模拡大の重要性を物語る分かりやすい事例として挙げられるのが、2003 年に電気自動車（EV）専業メーカーとして米国で創業されたテスラ・モーターズ（現テスラ）である。同社はハイスペックな高級 EV スポーツカーから参入し、その売上資金を基にして、より安価な EV を順次開発して投入していくという戦略¹¹⁾が奏功し（森川, 2021, pp. 124-126）、事業規模を着実に成長させてきた（図 3）。EV の納車台数は 2012 年の時点では年間 3 千台に満たなかったのが、2022 年には年間 130 万台を突破している。米国で新規登録される EV 全体に占めるテスラのシェアは足元で低下傾向にあるものの、2 台に 1 台以上がテスラの状態が続いている（Libby, 2023）。企業規模を表す指標として売上高及び総資産に着目すると、2012 年から 2022 年にかけて、それぞれ 197 倍、152 倍と大きく拡大している。

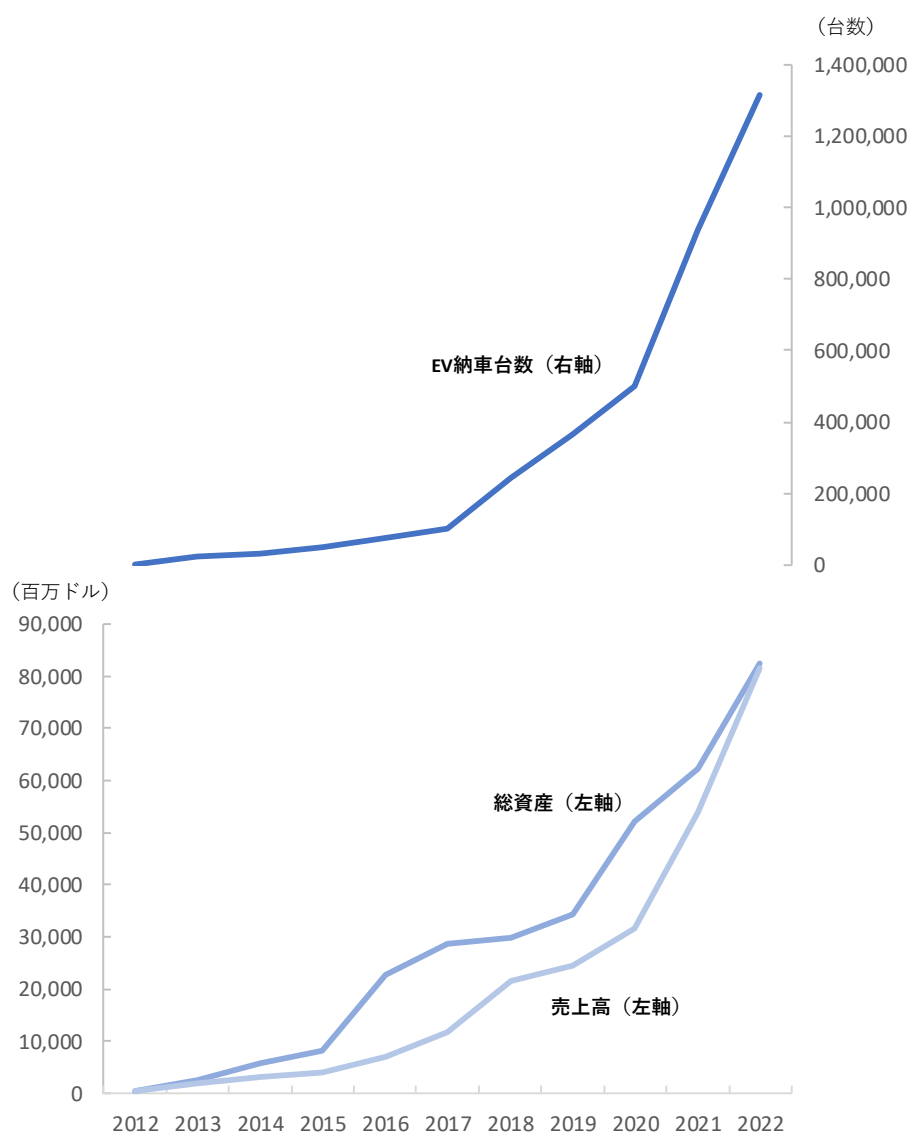
同社は 2019 年よりインパクトレポートを毎年開示しており、同社事業に伴う温室効果ガス排出の削減貢献量（Avoided emissions）などのインパクトを試算・報告している。同社 EV が

¹⁰⁾ 例えば、岸田政権の「新しい資本主義実現会議」が 2022 年 11 月に決定した「スタートアップ育成 5 か年計画」は、インパクトスタートアップという用語の定義自体は明記していないものの、その言葉を社会的起業家と同義で用い、若い世代を中心に、環境問題や子育て問題などの社会的課題の解決を目的にするスタートアップの創業が多いと指摘している。また、2022 年に発足したインパクトスタートアップ協会は、インパクトスタートアップを「社会課題の解決」と「持続可能な成長」の両立を目指す企業体」と定義している（インパクトスタートアップ協会, 2022）。

¹¹⁾ Musk (2006)

使用されることによる温室効果ガス排出の削減貢献量は、CO₂換算で 2020 年 350 万トン、2021 年 680 万トンだったと試算している (Tesla, 2021, pp. 5 ; 2022, pp. 3)。

このインパクトの評価値は、同社 EV の代わりに、平均的な ICE (内燃機関車) が仮に使用された場合との比較などに基づく推計値であるが、いずれにしても EV の納車台数に比例する部分が大きく、インパクトの拡大には、事業規模の拡大が必要不可欠であることが分かる。事実、環境へのインパクトに関して同社は、「スケールは必須です」「すべての自動車メーカーが年間数十万台の EV を生産し、業界全体がサステナブルな輸送手段へのシフトに参加することを望んでいます」と述べている (Tesla, n. d.)。



(資料) テスラの決算発表資料 (<https://ir.tesla.com/#quarterly-disclosure>) 等に基づいて筆者作成

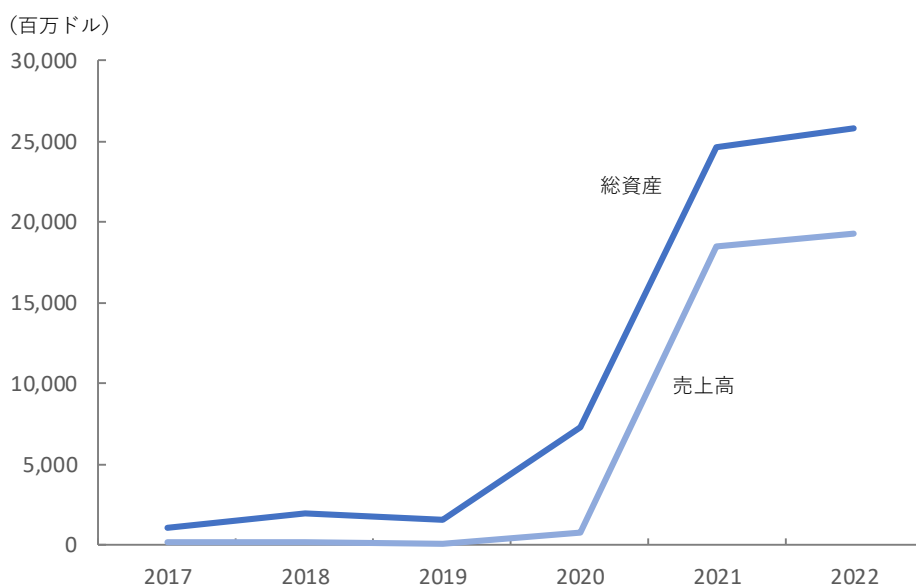
図3 テスラの EV 納車台数・売上高・総資産の推移 (2012 年～2022 年)

事例 2：モデルナ

新型コロナウイルスのワクチン製造で一躍世界的に有名な製薬会社となったモデルナも、インパクト創出と事業規模の関係を示す分かりやすい例の一つであろう。

中国湖北省武漢で、新型コロナウイルスの感染者が最初に発症したとされるのが 2019 年 12 月であるが (Allam, 2020)、2010 年に設立されたバイオベンチャーだったモデルナは、2019 年の時点では市販製品が一つもなく、製品販売からの売上高はゼロという状況であった¹²⁾ (田中, 2021, pp. 36)。

新型コロナウイルス感染症は、2020 年になると瞬く間に世界中に拡大し、2020 年 3 月には世界保健機関 (WHO) がパンデミックを宣言するに至った訳であるが、モデルナは、2020 年 1 月からわずか 9 カ月足らずという異例の早さで、新型コロナウイルスのワクチンの設計から臨床試験までを完了させたことで知られている (田中, 2021, pp. 14)。2021 年には年間で 8 億回分以上のワクチンを供給した (Moderna, 2022, pp. 2)。このワクチンの製品化の成功により売上高・総資産は 2021 年から急伸しており、2017 年と 2022 年を比較すると、売上高は 94 倍に、総資産は 24 倍に拡大している (図 4)。

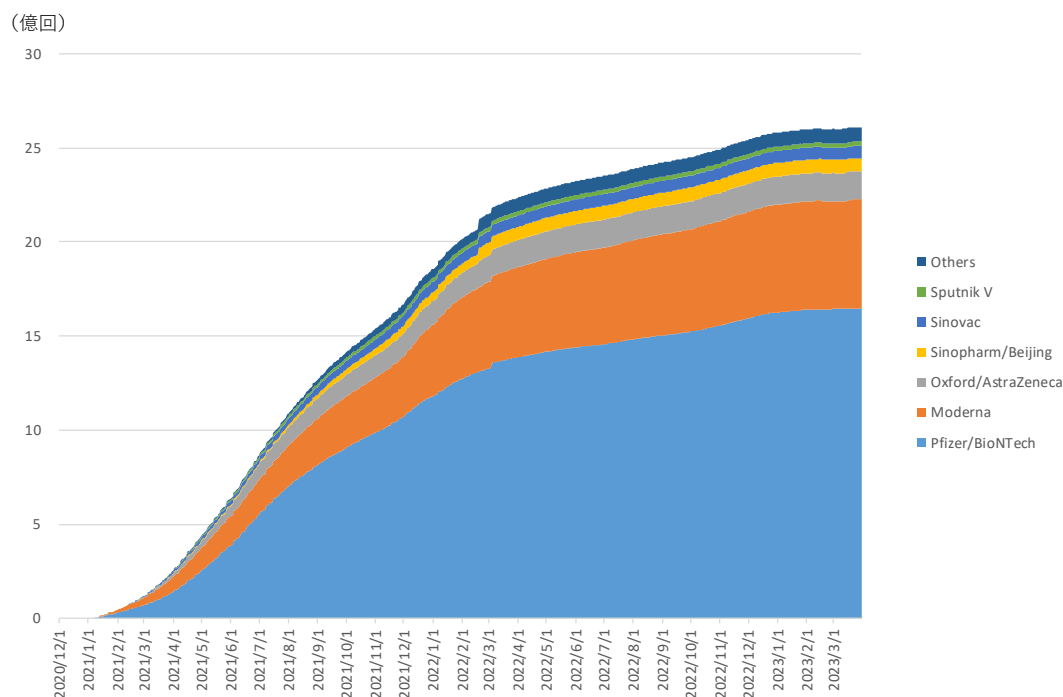


(資料) モデルナの決算発表資料 (<https://investors.modernatx.com/financials/annual-reports/default.aspx>) に基づいて筆者作成

図 4 モデルナの売上高・総資産の推移 (2017 年～2022 年)

¹²⁾ 2019 年までの売上高は、製品販売以外の助成金による収入と、ビッグファーマなどとの戦略提携から得られる収入のみであった。

もっとも、新型コロナウイルスのワクチンは、モデルナ製以外にも、例えばファイザー製やアストラゼネカ製など、様々な製薬会社が開発に成功し、ワクチンが広く供給された（図 5）。



（注）データが得られた 43 カ国の合計値。ブースター接種も個別にカウントされている。

（資料）One World in Data (<https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>) を基に筆者作成

図 5 メーカー別のワクチン接種回数（累積）の推移

こうしたワクチンの効果については、ワクチン接種が始まった 2020 年 12 月 8 日からの 1 年間に於いて、世界 185 カ国・地域で 1,440 万人の新型コロナウイルス感染症に伴う死亡が回避されたと試算されている (Watson *et al.*, 2022)。また、ワクチン接種に関する政策が、費用対効果の高いものであったことが多くの経済分析により指摘されており (Utami *et al.*, 2023)、パンデミック下においてワクチンという製品が供給されたことにより、大きなインパクトが創出されたことは間違いない。

とはいえ、ワクチンを供給したのはモデルナだけではないことから、創出されたインパクトの全てがモデルナ製ワクチンに帰属するわけではない。また、ワクチン接種回数のメーカー別シェアで単純に按分できるようなものでもない。なぜなら、仮にモデルナ製ワクチンが存在していなかったとしても、時間の経過とともに、他社製ワクチンによって代替されるといったことが生じたであろうからである。したがってモデルナ製ワクチンが存在していなかった場合と比べた真の「介入効果」を推計するのは必ずしも容易ではなく、かつ、それ自体は本稿の目的

ではないことからここではこれ以上踏み込まないが、とはいえ、異例の短期間でワクチン開発を成功させ、大規模な供給を行った同社が創出したインパクトは決して小さいものではないだろう。

こうした事例が示すとおり、EV やワクチンのような、地球環境や社会経済にとって重要な特性を持つ製品は、それが大規模に供給され、消費されることによって初めて大きなインパクト創出に繋がるわけである。したがって、企業が大きなインパクトを生み出すためには、多くの場合、事業規模の拡大が必要不可欠であることが窺える。

2. 5 ビジネスモデルの変革を通じたインパクト創出の典型例

2. 3 で述べたとおり、企業の取り分を減らして、労働者や地球環境などに振り向けるというパイの分配の見直しを通じたインパクト創出においては、インパクト創出と企業利益との間にトレードオフが本質的に生じ得ることになるが、例えば地球環境問題や労働搾取などの問題を引き起こしてしまっている状況にあっては、その是正を適切に図ることは当然に検討されるべきである。したがって、パイの分配の見直しも状況自体で重要であるといえる。

その際、企業利益との間のトレードオフを乗り越えようとする企業努力（革新的なビジネスモデルの変革など）や、トレードオフの解消に繋がるような企業を取り巻く規制環境等の変化によって、パイの分配の見直しを追求することが、最終的にはパイの拡大にも繋がる場合がある。

そうした企業の典型例として挙げられるのが、化石燃料による発電から再生可能エネルギーによる発電への転換を推進し、インパクト創出と企業価値向上を同時実現しているデンマークのオーステッドや、米国のネクステラ・エナジーである。

発電事業者にとっての生産物は電気である。同じ電力量を発電する際の温室効果ガス排出量は、発電方法によって様々である。ある一定の電力量を発電する際に、多量の温室効果ガスが排出される化石燃料による発電から、再生可能エネルギーによる発電へと転換することは、パイの分配を見直す行為と捉えることができる。具体的には、再生可能エネルギーによる発電の方が、地球環境への負荷が小さいという意味において、地球環境に対するパイの分配を大きくしていると捉えることができる。

事例 3：オーステッド

オーステッドは、今日、洋上風力発電における最大手企業として知られるが、かつてはデンマーク国内の二酸化炭素排出量の三分の 1 を占める、欧州で最も環境負荷の大きい企業の一つだった（Reguly, 2019）。同社は、もともと 1972 年に、中東の石油への依存度を下げるべく、北海における石油・ガス開発を目的として設立された国営企業 Dansk Naturgas に由来する（その後、デンマーク石油天然ガス公社（DONG）に改称された。）。

その後、欧州では 2000 年前後から電力・ガス市場の自由化が順次進められた。DONG は、競

争市場での生き残りをかけ、2006 年にはデンマークの他の電力会社と合併して DONG Energy となった (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3664)。当時の同社は、化石燃料の中でも特に環境負荷が大きい石炭火力発電の拡大を積極的に追求していた (Reguly, 2019)。

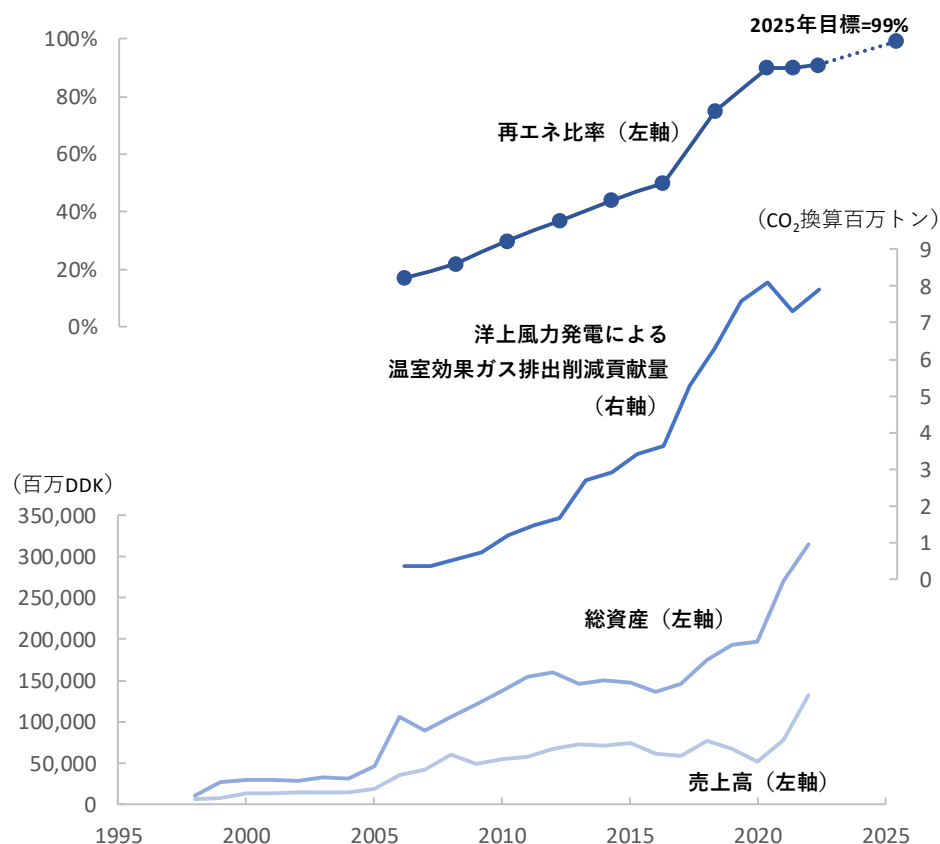
大きな転換点を迎えたのは 2008 年である。同社の経営陣は 2008 年初頭に今後の戦略について議論を行い、最終的に CEO(当時)の Anders Eldrup は、洋上風力を中心とする再生可能エネルギーへの移行という戦略を決断したのである (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3664)。当時の社内は、同社が 30 年かけて培ってきた化石燃料の強化こそが成長戦略だと考える従業員らによる懐疑論が蔓延していた (Reguly, 2019)。経営陣の中で Eldrup の考えを支持したのはわずか 1 名だったという (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3664)。

そして翌 2009 年には、2016 年時点で 15%だった再生可能エネルギー比率を、化石燃料比率 85%と逆転させ、2040 年までに再生可能エネルギーの比率を 85%にまで高める（すなわち、化石燃料比率を 15%まで引き下げる）ことを掲げる「85/15 ビジョン」が発表された (Reguly, 2019)。この当時において再生可能エネルギーに全力を傾けるという戦略は、一般的なエネルギー企業の考え方とは大きく異なるものであったが (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3669)、蓋を開けてみるとこの目標は、2040 年から大幅に前倒しで 2019 年末までに達成された (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3669)。

この成功要因については、先見性のある経営トップによる意思決定に加えて、自然エネルギー市場の拡大を促す規制環境の変化、強力なパートナー企業の獲得、資本コストを引き下げるための新たな財務モデルの創出が指摘されている (Voldsgaard and Rüdiger, 2022, pp. 3669-3670)。

DONG Energy は、2016 年に株式を公開し、2017 年には北海の石油・ガス事業の売却に伴って化石燃料から再生可能エネルギーへの転換がほぼ完了したことを受けて、社名もオーステッドに変更された (Reguly, 2019)。同社の再生可能エネルギー比率は、2022 年時点で 91%となっており、2025 年には 99%まで引き上げることが見込まれている (図 6)。

同社は洋上風力発電に伴うインパクトについて、化石燃料による発電からの代替により、2022 年には CO₂ 換算で 790 万トンの温室効果ガス削減効果があったと推計している (図 6)。また、企業規模を示す売上高や総資産も過去 25 年にわたって拡大傾向にあることが分かる (図 6)。



(資料) オーステッドの決算発表資料 (<https://orsted.com/en/investors/ir-material/financial-reports-and-presentations>) 等を基に筆者作成

図6 オーステッドの再生可能エネルギー比率・洋上風力発電による温室効果ガス排出削減貢献量・売上高・総資産の推移

事例4：ネクステラ・エナジー

同様に、米国のネクステラ・エナジーも、化石燃料による発電から、再生可能エネルギーによる発電を中心とする電力会社への転換を進めることにより、温室効果ガス排出削減というインパクトと、企業価値向上を同時実現した企業である。ネクステラ・エナジーは、前述のオーステッドと同様に、再生可能エネルギー専門の電力会社として誕生したわけではない。もともとは、1925年に米国フロリダで設立されたフロリダ・パワー&ライト (FPL) に由来する。

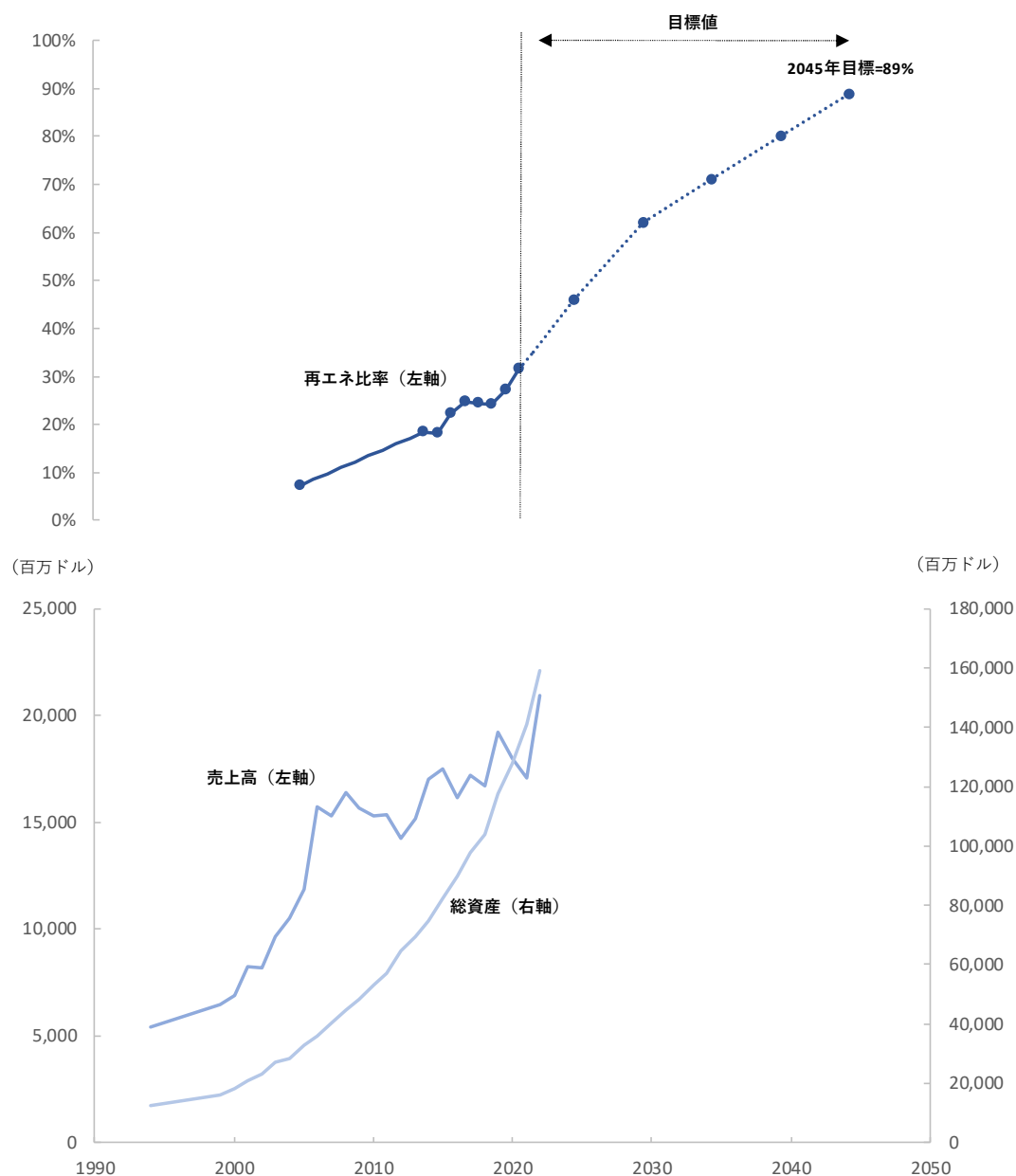
同社は設立以来、何十年にもわたって再生可能エネルギーとは縁のない電力会社であったが、1990年代以降の再生可能エネルギーの普及を促す米国内の規制変更や、助成金等の公的支援のタイミングを的確に捉えることに成功し、化石燃料による発電を中心とする伝統的な電力会社から徐々に転換を図ってきた (森川, 2020, pp. 54-55)。具体的には、1998年に風力発電に参入したのを皮切りに、再生可能エネルギーへの投資を進め、2009年には米国における風力と太陽光における最大の発電事業者となった (NextEra Energy, n.d.)。2010年には、米国フロリ

ダ以外でのビジネス拡大の実態と、環境へのコミットメントを反映する形で、社名をネクステラ・エナジーに変更し (NextEra Energy, n. d.)、今日では、風力と太陽光において世界最大級の発電容量を有するまでになっている。同社の発電容量全体に占める再生可能エネルギーの割合は増加傾向にあるが (図 7)、とはいえ、2021 年時点の発電容量に占める再生可能エネルギーの割合は 32%であり、残りの 68%は化石燃料または原子力に由来する (NextEra Energy, 2023, pp. 67)。

現在のネクステラ・エナジーは持株会社であり、中核となる子会社は創業時の FPL の流れを組む FPL (現在は子会社の一つとして存在) と、再生可能エネルギーを主に手掛けるネクステラ・エナジー・リソースである。FPL 単体でみると、2021 年の発電電力量の 67%が天然ガス、次いで原子力が 20%を占めており、再生可能エネルギーの導入は限定的である (NextEra Energy, 2023, pp. 20)。森川 (2021, pp. 56)によれば、子会社の FPL を通じて天然ガスや原子力発電で利益を上げ、それを原資にネクステラ・エナジー・リソースを通じて再生可能エネルギーに投資するという戦略が奏功してきたという。なお同社は、FPL についても化石燃料からの転換を進め、2045 年にはグループ全体として再生可能エネルギー比率を 89%¹³⁾まで高めるという目標を打ち出している (NextEra Energy, 2022, pp. 32)。

前述のオーステッドに比べると、グループ全体に占める再生可能エネルギー比率は相対的に低く、グループ全体としてはトランジションの途上にあると言えるが、直近にかけて、売上高、総資産も拡大基調が続いており (図 7)、企業価値向上と両立が実現していると言える。

¹³⁾ 残り 11%は原子力発電による目標となっている (NextEra Energy, 2022, pp. 32)。



(資料) ネクステラ・エナジーの決算発表資料 (<https://www.investor.nexteraenergy.com/reports-and-filings/annual-reports>) 等を基に筆者作成

図7 ネクステラ・エナジーの再生可能エネルギー比率・売上高・総資産の推移

2. 6 小括

本章ではインパクトの基本的な概念を確認したうえで、企業によるインパクト創出は、パイの拡大、もしくはパイの分配の見直し、あるいはその両方を通じて実現されることを、実際の企業事例とともに整理した (表2)。

パイの拡大は、多くの場合、環境問題や社会問題の解決に資する製品・サービスを供給する

事業の規模を拡大することによって実現され、インパクト創出と企業価値向上の間には本質的にはトレードオフが存在せず、両立が可能であることが示唆される。

一方、パイの分配の見直しには、多くの場合、ビジネスモデルの変革が必要である。パイの分配の見直しを通じたインパクト創出には、本質的には企業価値向上との間にトレードオフが存在しうるものの、実際の企業事例調査からは、トレードオフを乗り越えようとする企業努力や、トレードオフの解消に繋がる規制環境等の変化の好機を捉えることによって、最終的にはインパクト創出と企業価値向上の両立を実現している企業の存在が明らかとなった。

こうした考察から、企業によるインパクト創出と企業価値向上の同時実現は、常に可能というわけではないものの、状況次第では十分に可能であることが示唆される¹⁴⁾。

表2 インパクト創出の類型化と代表的方法・企業事例のまとめ

インパクト創出の類型化	代表的方法	企業事例
パイの拡大	事業規模の拡大	テスラ、モデルナ、等
パイの分配の見直し	ビジネスモデルの変革	オーステッド、ネクステラ・エナジー、等

3. インパクトの定量化と実証分析への活用の難しさ

本稿の目的は、企業によるインパクト創出と企業価値向上の関係について考察することである。前章で述べたように、テスラ、モデルナ、オーステッド、ネクステラ・エナジーといったインパクト創出と企業価値向上を同時実現した企業の実例を挙げることは可能であるが、好事例だけを取り上げて、それを一般化することは適切ではない。企業によるインパクト創出と企業価値向上の関係をより詳らかにするためには、一定のサンプル企業数を確保したうえで、インパクトを定量的に測定し、企業価値との関係性を統計的に分析するというアプローチが考えられるが、企業活動に伴うインパクトの定量化には、実証分析を難しくさせる特徴が備わっている。

本章ではまず、企業活動に伴うインパクトの定量化の特徴を以下述べる。

¹⁴⁾ なお、本稿の問いである「インパクト創出と企業価値拡大は両立するのか」に関して、経済学的見地からは、企業活動に伴うインパクトのうち、外部性と呼ばれるものを内部化する政策、例えば、負の外部性をもたらす炭素排出に対する適切な課税と正の外部性を生み出す太陽光発電等に対する適切な補助金交付が行われれば、企業活動に伴うインパクトは、すべて企業財務に反映されることになるため、完全競争の下では、企業による利潤追求と消費者による効用最大化の結果として、インパクト創出と企業価値向上の両立は実現することになると考えられる。このような理想的な状況の下では、パイの分配に関しても、インパクト創出と企業価値向上にとって最適な分配が実現することが予想される。インパクト創出と企業価値向上が両立する状況を作り出すという観点からは、インパクトの計測と、企業活動に伴う外部性に対する課税と補助金を組み合わせた政策の在り方についての経済学的見地からの検討も重要であろう。

3. 1 企業活動に伴うインパクトの定量化の特徴

① 企業毎の個別性が高く、測定指標も様々である

インパクトについて、2. 1 で述べたとおり、本稿では、企業活動に伴って生じる社会の構成員の効用の総和の変化と捉えているが、効用というのは主観的なものであり、それを直接測定することは容易ではない。一部の研究においては、企業の影響を受けうる人々に対して、主観的満足度をたずねるアンケート調査を実施することによって、インパクトを測定するアプローチが提案されているが（Kroeger and Weber, 2014 ; Rawhouser, Cummings and Newbert, 2019 など）、一定数の企業を対象に、その影響を受けうる人々を特定し、かつその人々に対してアンケート調査を実施することは実務的には容易ではない。より現実的なアプローチとして考えられるのは、人々の効用に連動すると考えられる何らかの代理指標を用いて、インパクトの測定を行うというものである。

インパクト投資を行う投資家を主な利用者と想定して、インパクトを測定するための代表的な指標のカタログとして提供されているのが、グローバルインパクト投資ネットワーク（Global Impact Investing Network : GIIN）が 2008 年より整備を進めている IRIS¹⁵⁾である。本稿執筆時点における IRIS の最新版（Version 5.3）には、農業、気候、教育、エネルギー、金融サービスなど 17 の領域について、計 736 の指標が掲載されている（なお、これらの指標の多くが定量的な測定指標であるが、一部、定性的なものも含まれている。）。

ある単一企業が、あらゆる領域におけるインパクトを網羅的に生み出すということは通常想定されず、むしろ、手掛けている製品・サービスやバリューチェーンに応じて、生み出されるインパクトは様々に異なると考えられる。例えば、2. 4 で事例として取り上げたテスラの EV が生み出すインパクト（ICE から EV への代替を通じた温室効果ガス排出削減貢献）と、モデルナのワクチンが生み出すインパクト（ワクチン供給を通じた感染の予防効果）は性質が異なることは明らかであろう。

このように、インパクトは企業による個別性が極めて高い。さらに言えば、EV がすでに普及している地域で EV をさらに販売するのと、ICE（内燃機関車）が一般的な地域で EV を販売して普及に繋げるのとでは、EV 販売によるインパクトが異なる可能性がある。新型コロナワクチンも同様だ。新型コロナワクチンが十分に供給されている地域と、不足している地域、あるいは、感染拡大が深刻な地域とそうでない地域とでは、同じ数量のワクチン供給であってもそのインパクトが異なる可能性がある。したがって、企業のビジネス内容だけでなく、活動する場所や時間（タイミング）によってもインパクトが様々に異なる可能性があるのである。

このように、インパクトは、企業の活動内容・時間・場所などによって異なる個別性の高いものである。そして、その個別性の高さゆえに、その測定指標も多岐にわたらざるを得ないのであるが実情といえる。

¹⁵⁾ IRIS Catalog of Metrics (<https://iris.thegiin.org/metrics/>)

② 異なる測定指標間での測定結果の比較が難しい

インパクトの定量的な測定に成功したとしても、異なる指標間でその数値を直接比較することは通常は困難である（例えば、Durand, Rodgers and Lee, 2019）。

例えば、テスラの EV による温室効果ガス排出削減貢献量と、2.5 で事例として取り上げたオーステッドの洋上風力発電による温室効果ガス排出削減貢献量は、計算の前提となる仮定の違いなどに留意する必要があるものの、単位は共通であり、その大小関係を直接比較することは可能である。しかし、温室効果ガス排出削減貢献量とモデルナの新型コロナワクチンによる感染予防効果は、まったく性質の異なるインパクトであり、定量的に測定することはできたとしても、その数値を直接比較することは難しい。どちらも地球環境や経済社会にとって重要なものであることは間違いないと考えられるが、どちらのインパクトの方が、より大きいかということについては一概には言えない。

したがって、たとえ個別性の高さに留意して、きめ細やかにインパクトを定量化したとしても、異なる測定指標間では、どちらの方が、インパクトがより大きいか／小さいかを直接比較することは多くの場合難しいのである¹⁶⁾。

③ そもそも定量的な測定が難しいインパクトも存在する

インパクトの定量化にあたってもう一つ忘れてはならない事実が、そもそも定量的な測定が難しいインパクトが存在するという点である。例えば、製品・サービスの消費に伴うインパクトを念頭に置くと、繰り返し事例として取り上げているテスラの EV や、モデルナの新型コロナワクチンは、インパクトとの因果関係が分かりやすく、相対的にはインパクトの定量的な測定が容易だといえる。

しかし、波及効果がより複雑で、すそ野が広い製品・サービスについては、インパクトの全体を定量的に捕捉することがより困難になると考えられる。例えば、マイクロソフトが生み出した基本ソフトウェア「Windows」や、グーグルが提供する検索エンジンなどのウェブサービスは、経済社会に大きな影響を与えたことは間違いないが、そのインパクトの全体を定量化することは必ずしも容易ではない。また、最終製品ではなく、部品や素材を提供するサプライチェーンの上流に位置する企業についても、その部品や素材が多種多様な最終製品に用いられている場合、そのインパクトの全体を定量化するのは多くの場合難しい。

しかも、波及効果がより複雑で、すそ野が広い製品・サービスのほうが、インパクトの総量が大きい場合も存在すると考えられる。インパクトの定量化を考える上では、そもそも定量的な測定が難しいインパクトが存在するという点にも十分な留意が必要である。

¹⁶⁾ 本文中で述べたとおり、Kroeger and Weber (2014)は、領域の異なるインパクトを比較可能にするために、人々の主観的満足度を直接測定するというアプローチを提唱している。また、インパクト加重会計と呼ばれるアプローチは、異なる測定指標で測定されたインパクトをすべて貨幣価値に統一的に換算することによって、直接比較を可能にすることを試みるものである。インパクト加重会計については、林・松山（2023）を参照。

3. 2 実証分析への活用の難しさと代替策

インパクトの定量化に関する 3 つの特徴を踏まえると、インパクトを定量化したうえで、財務指標等との関係性を実証的に分析することは難易度が高いように思われる。

先行研究はこうした課題にどう対処しているのだろうか。インパクト測定に関する先行研究の網羅的レビューを行った Rawhouser, Cummings and Newbert (2019)によれば、業種横断的に実証分析を行った先行研究の多くが、企業活動に伴うアウトカムを直接測定する代わりに、企業の活動内容（アクティビティ）に基づいて作成されている ESG 格付け等の二次データを用いていることを指摘している。こうした分析は、Rawhouser, Cummings and Newbert (2019, pp. 88) が指摘するように、ESG 格付けの基になるアクティビティがインパクト創出につながるという仮定に基づいているわけであるが、仮に ESG 格付けがインパクト創出の適切な代理指標になっていなければ、インパクトとの関係性を明らかにするという観点からは、分析自体があまり意味をなさないものになってしまう。実際、世界の代表的な ESG 格付けは、主に ESG リスクに対する企業対応を評価しようとするものであって、インパクトの測定を意図したものではないという指摘もある中で (Simpson, Rath and Kishan, 2021 ; 林, 2022)、インパクトと企業価値の関係性を明らかにすることを目的とする実証分析において、ESG 格付けをインパクトの代理指標として用いることには慎重になる必要があるだろう。

これとは別の現実的なアプローチとして考えられるのが、インパクトに関連する測定指標の中から、個別性が低く、業種横断的に適用することができる指標のみに着目して、実証分析を行うというものである。例えば、企業の温室効果ガス排出と財務パフォーマンスとの関係、あるいは、企業の女性管理職登用と財務パフォーマンスとの関係といった分析の切り口が考えられる。実際、Rawhouser, Cummings and Newbert (2019)によれば、有害化学物質の放出に関するデータベースを用いるなど、少数ではあるものの、こうしたアプローチを採用する先行研究の存在が報告されている。しかし、これでは個別の ESG 要素と企業価値の関係性に関する実証分析という色彩の強いものになってしまうため、その実証結果を、企業が生み出す多種多様なインパクト全般に一般化することはできない。

以上を踏まえると、本稿では、これまでの先行研究とは異なるアプローチを採用する必要があると考えられる。ただし、3. 1 で述べたとおり、企業活動に伴うインパクトを直接定量化して実証分析を行うことは実務的に難しいことから、多くの先行研究と同様に、インパクトの創出につながると考えられる企業のアクティビティに着目したうえで、企業価値との関係性について実証分析を行うこと自体は避けられないと考える。しかし、本稿では、Rawhouser, Cummings and Newbert (2019)によれば大半の先行研究が用いているという ESG 格付けなどの二次データを用いる代わりに、筆者自らによって企業の一次データを独自に収集したうえで、企業価値との関係性について実証分析を行う。その詳細は次章で述べる。

4. 日本企業のインパクト志向と企業価値に関する実証分析

4. 1 リサーチデザイン：企業のパーパスに着目して¹⁷⁾

本稿では、前章で述べたとおり、業種横断的に企業のインパクトを定量化した上で、企業価値との関係性について実証分析することは事実上難しいと考えられることから、次善の策として、企業のインパクト志向に着目した実証分析を行う。具体的に、企業のインパクト追求行動の出発点になると指摘（Edmans, 2020, pp. 265）されている「パーパス」（Purpose）に着目する。

パーパスについては、日本語では「存在意義」などの訳語が使われ、近年注目が高まっている概念である。少なくとも本稿執筆時点で統一された定義は確立していないと考えられるが、営利企業におけるパーパスの概念について網羅的な先行研究のレビューを行った George *et al.* (2021)は、次の定義を提案している。

「営利企業におけるパーパスは、組織がステークホルダーのために、どのような価値を創造しようとしているかを説明することによって、組織の存在の本質を捉えるものである。これにより、パーパスは、企業の意図を明確に定義し、ステークホルダーが企業のミッション・ビジョン・バリューに共感し、かつ触発されるように仕向け、企業の活動に対する実行可能な道筋と野心的な結果を確立する。」¹⁸⁾ (George *et al.*, 2021, pp. 7)

この定義を踏まえると、パーパスは「組織がステークホルダーのために、どのような価値を創造しようとしているかを説明する」ものであり、それはすなわち、組織がどのようなインパクトを創出しようとしているかを指し示すものと言える。

同時に、パーパスは、前述のとおり、企業によるインパクト創出の出発点となる重要なものと指摘されており（Edmans, 2020, pp. 265）、パーパスの存在が従業員によるサステナビリティ追求行動を促す（Bhattacharya, *et al.*, 2022）ことなどが指摘されている。Henderson and Serafeim (2020, pp. 179)も、気候変動問題の解決に向けては企業のパーパスが重要であり、パーパス・ドリブンな企業の方が、気候変動問題の解決に不可欠な革新的イノベーションを生み出す可能性が高く、かつ、気候変動問題の改善に不可欠な協力的な取組みを主導する立場に立つ可能性が高いという仮説を述べている。また、馬田（2021）は、スタートアップにおいて、実現を目指すインパクトを具体的に示すことで、理想と現実のギャップが明らかになり、デマンドが明確化され、短期的な損得勘定ではなく、長期的視点からの意思決定が可能となるという観点から、インパクトを起点にビジネスモデルや戦略を考えることの重要性を述べている。同氏自身はパーパスという言葉は直接用いているわけではないが、先ほど述べたパーパスの定義にある「組織がステークホルダーのために、どのような価値を創造しようとしているかを説明する」ことは、実現を目指すインパクトを具体的に示すことに他ならないであろう。

以上を踏まえ、本研究では、企業が創出するインパクトの多寡を定量的に測定することを目

¹⁷⁾ パーパスに着目した企業分析等に関してはモナシュ大学の佐々木恭子氏から有益な示唆をいただいた。この場を借りて感謝を申し上げる。

¹⁸⁾ 原文は英語であり、筆者による仮訳。

指す代わりに、パーパスの内容に着目して、企業のインパクト志向の強弱について分析を行い、企業価値との関係性について実証分析を行う。

4. 2 日本の上場企業のパーパスに関するテキスト収集

本稿では、日本の上場企業を対象に、パーパスに関する情報を企業のホームページから独自に収集し、分析することによってインパクト志向の強弱の観点から企業の分類を行う。

もっとも、パーパスについては、組織の構成員の間で共有される共通の信念であり、その本質は無形で、必ずしも成文化されたステートメントである必要はないとの指摘はあるが（例えば、Gartenberg, Prat and Serafeim, 2019, pp.2）、とはいえ本稿が分析対象とするような一定の企業規模を持つ上場会社においては、パーパスを「テキスト化」することの重要性は、規模が小さく、創業間もないスタートアップ等と比べると、相対的に大きいと考えられる。

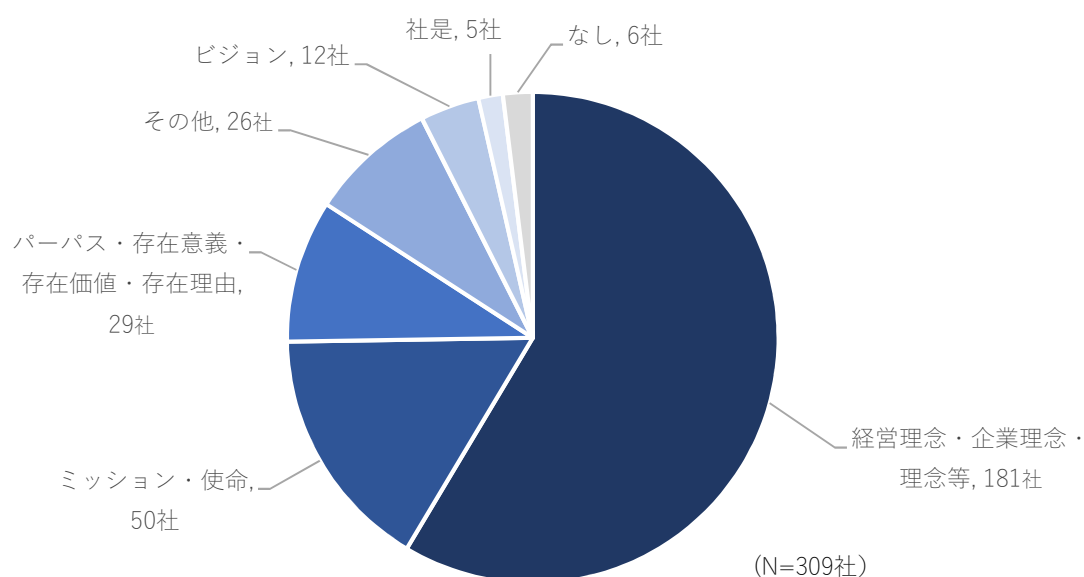
この点に関連して、日本企業の経営理念の歴史的変遷を研究した野林（2020）は、日本企業の間で 1950 年代以降、経営理念をテキスト化し、社内外に公表するという動きが広がってきたことを指摘している。企業が経営理念をテキスト化する理由として、組織規模が大きくなると、組織の構成員一人ひとりが経営者の言説や行動に直接触れることが難しくなるという点、ならびに、テキストの持つ永続性、すなわち、例えば創業者が引退しても、その創業の理念を永続的に組織構成員に伝える媒体として機能する点を挙げている。なお、野林（2020）はパーパスという概念に直接は触れていないが、本稿はパーパスを、伝統的な経営理念とは完全に独立した別のものと捉えるのではなく、野林（2020）が指摘しているように、日本企業における経営理念の内容や位置付けが過去から様々に変容ないし発展してきたことを踏まえ、日本企業における経営理念の変化の流れの延長線上において、昨今、パーパスを銘打って成文化したステートメントを持つ企業が増えてきているものと捉える。

以上を踏まえ、本稿では、上場会社においては、パーパスはテキスト化され公開されている、ただし、必ずしもパーパスという言葉を用いているとは限らず、経営理念など様々な名称の下で公開されている可能性がある、という仮定の下で情報収集を行った¹⁹⁾。その際、複数のステートメントから経営理念体系が構成されている企業の場合は、最上位に位置付けられていると判断されるステートメントのテキストを収集した。最上位に着目する理由は、前述のパーパスの定義において「組織の存在の本質を捉えるもの」という記述があるように、パーパスに相当するものは通常、最上位に位置付けられると考えられるからである。

本稿では、こうした方法により、2022 年 8 月末時点における TOPIX 構成企業のうち、33 業種分類において「食料品」または「サービス業」に分類される企業 309 社を対象に、2022 年 12 月に各社のホームページを一社一社閲覧し、パーパスに関するテキスト情報を手作業で収集した（この 2 つの業種に着目する理由は、次節参照）。その結果の概要は図 8 のとおりである。

¹⁹⁾ こうした仮定は先行研究においても採用されているものであり、例えば、Sasaki, Stubbs and Farrelly (2023) は世界の大企業を対象に、パーパスに関するテキストの収集を行い、分析を行っている。

具体的には、309 社のうち 6 社を除き、パーパスに関するステートメントのテキストを取得することができた。また、各ステートメントの表題に使われている言葉毎に集計すると、「経営理念」「企業理念」「理念」などの言葉が使われているものが最も多く 181 社、次いで、「ミッション」や「使命」といった言葉が使われているものが 50 社、「パーパス」や「存在意義」などの言葉が使われているものが 29 社であった。6 社については、成文化されたステートメントを企業のホームページにおいて確認することができなかった。



(資料) 各社ホームページの情報を基に筆者作成

図 8 パーパスに関するテキストの収集結果 (表題別の内訳)

なお、先ほど、複数のステートメントから経営理念体系が構成されている企業の場合は最上位のものを収集すると述べたが、その判断基準は、企業のホームページ上の掲載順序によることとした。ただし、13 社については例外的に、ホームページ上の掲載順序が最初ではないがパーパスを銘打ったステートメントが存在する、あるいは内容面から判断して掲載順序が最初でないステートメントのほうが明らかにパーパスを示していると考えられる、という理由から、掲載順序が 2 番目以降のものを取得した。

さらに、パーパスに関するテキストについて、その趣旨の解説など、補足説明が付記されている場合は、次節で述べる内容分析の際に加味するため、可能な限り補足説明も含めてテキストを取得した。これは、野林 (2020) が指摘するように、曖昧で多義性を有するテキストを含む経営理念は、組織の構成員による解釈を経ることになるため、パーパスの字面だけでなく、その解釈が重要な場合があると考えられるからである。

なお、企業の中には、パーパスに関するステートメントのデザインに工夫を凝らしたものが存在している。これは関心を惹いたり、内容の理解を促したりする効果を狙ったものと考えら

れるが、本稿ではパーパスのデザイン面は、分析において加味していない。

4. 3 インパクト志向の強弱の観点からのパーパスの内容分析

前節で取得したパーパスに関するテキストに対して、その内容分析を実施した。

本稿では、インパクトについて、前述のとおり、企業活動に伴って生じる社会の構成員の効用の総和の変化（2. 1）と捉えているわけであるが、企業経営において、企業が関係する社会の構成員の中でも、とりわけ顧客の利益・満足に気を配ることは珍しいことではないと考えられる。実際、日本企業 550 社の 2004 年時点の経営理念の内容分析を行った広田（2012, pp. 43）は、企業のステークホルダー（具体的には株主・従業員・顧客・取引先・地域）のうち、顧客の利益・満足に関する記述を含む経営理念を持つ企業の割合が最も高く、85.6%であったことを報告している。

本稿におけるインパクトの捉え方に照らすと、顧客の利益・満足を生み出そうとすることはインパクト志向の一形態であることは間違いないが、より大きなインパクト創出という観点からは、顧客の利益・満ちに留まらず、その波及効果をも志向することが重要と考えられる。そして、筆者の知る限りにおいて、製品・サービスの提供に伴う顧客の利益・満ちのみならず、その波及効果、すなわち消費における外部性への言及という観点から、パーパスの内容分析を実施した先行研究は存在していない。

かかる観点から、本稿では、製品・サービスを消費する顧客が直接享受する便益だけでなく、その波及効果、すなわち消費における外部性についての言及があるか否かにも着目し、具体的には表 3 に示す分類に従って、各社のパーパスを 4 通りに分類した。その分類結果も併せて表 3 に示している。

ここで、分類②に該当する企業、すなわち顧客の利益・満ちに関する記述があると判断されるパーパスを持つ企業の割合は全体の 85.8%となっており、前述した広田（2012, pp. 43）による分類結果（顧客の利益・満ちに関する記述を持つ経営理念を持つ日本企業は、全体の 85.6%だったという報告）にほぼ一致する結果を得た。

分類③が、顧客の利益・満ちのみならず、その波及効果や消費における外部性への言及を含むパーパスを持つ企業の分類であるが、その比率は大きく低下し 32.4%となっている。

さらに、その消費の外部性に関する記述内容が具体的であるか否かという観点から、分類④も設けた。分類④を設けた理由は、Edmans（2020）による指摘を踏まえたものである。同著は、パーパスは、総花的な内容ではなく、どのような社会課題の解決を図るのかを具体的に選択・特定する内容であることが重要であると指摘している。分類④に該当する企業は全体の 19.7%であった。

ここで分類①、②よりも分類③、④に該当する企業のほうが、顧客の利益・満ちのみならず、その波及効果や消費における外部性を意識しており、インパクト志向がより強い企業であると想定される。

表 3 パーパスの 4 分類と社数

パーパス分類		社数	比率
① 調査対象企業全体		309	－
②	上記のうち、製品・サービスの消費に由来するインパクト創出（顧客の利益・満足）に関する記述があるパーパスを持つ企業	265	85.8%
③	上記のうち、消費における外部性（顧客の利益・満足のみならず、その波及効果）に関する記述があるパーパスを持つ企業	100	32.4%
④	上記のうち、消費における外部性（顧客の利益・満足のみならず、その波及効果）に関する記述が具体的である企業	61	19.7%

なお、本稿では、分類にあたって、次の事項を考慮した。

第 1 に、企業が生み出すインパクトは、2. 2 で述べたとおり、製品・サービスの消費に由来するインパクトに加えて、製品・サービスの生産に由来するインパクトも存在するが、表 3 で述べたパーパスの分類は、あくまで前者のみに着目したものである。これは、企業のパーパスには、主力の製品・サービスに関連する記述が多く含まれる一方で、生産活動やサプライチェーンに関して、具体的な記述を持つ企業は稀であることを踏まえたものである。すなわち、製品・サービスの生産に由来するインパクトについての志向の強弱を、パーパスの内容から分析することは事実上困難と判断した。

第 2 に、パーパスの内容分析は、あくまで人（著者）の判断に基づいて行うこととし、特定の単語の出現頻度等に応じてパーパスを機械的に分類するといった、いわゆるテキスト・マイニング手法は使用していない。人の判断の方が適切と判断した主な理由は、パーパスの様式・文体・テキストの長さが企業によって異なり極めて多様であること、企業独自のこだわりが反映された造語や表現が様々に存在すること、パーパスの趣旨の解説などの補足説明が付記されている場合はその内容も加味するほうが適切であると判断したこと、の 3 点である。

なお、前節で、「食料品」または「サービス業」に分類される企業を調査対象に設定したことを述べたが、その理由は、非金融業種であること、業種内の企業数が相対的に多いこと、そして、BtoC 企業が多い業種と考えられることの 3 点である。BtoC 企業が多い業種に着目する理由は、前述の製品・サービスの消費に由来するインパクトに着目することを踏まえたものである。原材料や部品等を供給する BtoB 企業と比べて、消費者とより直接的に関わる BtoC 企業のほうが、自社の製品・サービスの消費に由来するインパクトを企業自身がより意識・把握しやすいと考えられる。

4. 4 先行研究レビューを踏まえた分析モデル及びデータ

企業のパーパスと財務パフォーマンスの関係性に関する定量的なエビデンスは限られている。

例えば、Sisodia, Sheth and Wolfe (2014)は、パーパスが明確であるなどの観点から企業を抽出し、その株価パフォーマンスを市場平均と比べたところ、長期にわたってアウトパフォームしていたことを報告している。HBR and EY (2015)は、ビジネス関係者に対するアンケート調査の結果、成文化されたパーパスを持つ企業のほうが過去 3 年間の売上高成長率が高かったことを報告している。また、Milano *et al.* (2020)は、消費者によるパーパスの認知度が高い企業群が、低い企業群と比べて、投下資本利益率、EV/EVITDA 倍率、株主総利回りのいずれの指標においても上回る傾向にあったことを報告している。ただし、これらの文献は、例えば業容の違いや企業規模の違いなど、企業の財務パフォーマンスに影響し得るその他の要因を適切に考慮したうえで、財務パフォーマンスについて統計的に優位な差異が認められるか否かまでは報告していない。

筆者の知る限りにおいて、パーパスと財務パフォーマンスの関係について、よりきめ細やかに計量経済学的手法を適用した分析を行い、その結果を報告している唯一の文献は Gartenberg, Prat and Serafeim (2019)である。同論文は、企業の従業員へのアンケート調査に基づいて、パーパスの組織の成員にとっての明確さ等を数値化し、ROA やトービンの Q との関係进行分析した結果、統計的に優位なプラスの関係が確認されたこと等を報告している。同論文は、本稿と異なり、企業各社のパーパスの内容自体を直接分析することは行っていないが、企業のパーパスが財務パフォーマンスに及ぼす影響を統計的に分析するという主目的は同じであることから、本研究の分析モデルは同論文に倣い、次式のとおりとする。

$$Performance_{it} = \alpha + \beta_1 Purpose_i + \beta_2 Controls_{it} + \beta_3 Year_t + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

ここで、 i は企業、 t は時間(年)、 $Performance_{it}$ は財務パフォーマンスに関する変数、 $Purpose_i$ は前掲のパーパス分類を表す変数、 $Controls_{it}$ はコントロール変数、 $Year_t$ は年度ダミー、 ε_{it} は誤差項をそれぞれ表す。

時系列データは最大で 2012 年から 2022 年までの 11 年分を用いる（ただし、データを取得した時点において 2022 年の財務データが得られた企業は一部に限られる。）²⁰⁾。

財務パフォーマンスに関する変数には、株主資本利益率 (ROE_{it})、総資産利益率 (ROA_{it})、トービンの Q ($Tobin's Q_{it}$)²¹⁾、株主総利回り (TSR_{it})²²⁾の 4 つを用いる。

パーパス分類を表す変数は、後述する理由により 2 種類用いる。具体的には、下表のとおり変数を作成した。いずれの変数も数値が大きい企業ほど、顧客の利益・満足を超えた波及効果や消費における外部性を意識していると考えられ、インパクト志向の強い企業と想定される。なお、パーパス分類は、本稿の手法では過去の時点に遡って分類することが事実上困難であり、2012 年から 2022 年までの期間を通じて不変であると仮定している。

²⁰⁾ 年の表記は、例えば、2021 年 4 月期から 2022 年 3 月期の企業の決算数値を 2021 年と表記している。

²¹⁾ 企業の再取得原価に対する時価総額の比率。

²²⁾ 企業の事業年度開始日から決算日までの 1 年間の配当込み株式リターン。単位は%。

表 4 パーパス分類を表す変数の設定

パーパス分類を表す変数	内容
<i>Purpose</i>	0、1、2 または 3 をとる変数 ・消費における外部性に関して具体的な記述があるパーパスを持つ企業（表 3 の分類④に該当する企業）＝3 ・消費における外部性に関する記述があるパーパスを持つが、その内容が具体的とはいえない企業（表 3 の分類③に該当し、分類④に該当しない企業）＝2 ・消費における外部性に関する記述はないが、顧客の利益・満足に関する記述があるパーパスを持つ企業（表 3 の分類②に該当し、分類③または④に該当しない企業）＝1 ・その他の企業＝0
<i>Purpose_simplified</i>	0 または 1 をとるダミー変数 ・消費における外部性に関する記述があるパーパスを持つ企業（表 3 の分類③または④に該当する企業）＝1 ・その他の企業＝0

コントロール変数には、総資産の自然対数 ($\ln Assets_{it}$)、企業の創業年数 ($FirmAge_i$) に加えて、Gartenberg, Prat and Serafeim (2019) に倣い、逆向きの因果を考慮する観点から、被説明変数の 1 期ラグ値を使用する。

なお、パーパスの内容という観点から分析を行った先行研究ではないが、経営理念の存在と財務パフォーマンスとの関係について分析を行った久保・広田・宮島 (2005) は、被説明変数に過去 15 年分の ROA の時系列データを、説明変数に経営理念の有無を示すダミー変数、コントロール変数に総資産の自然対数と企業の創業年数、及び年度ダミーを用いている。本稿の分析モデルと基本的な構造は共通しているといえる。

以上の被説明変数及び説明変数の記述統計量は表 5 のとおりである。

表 5 被説明変数・説明変数の基本統計量

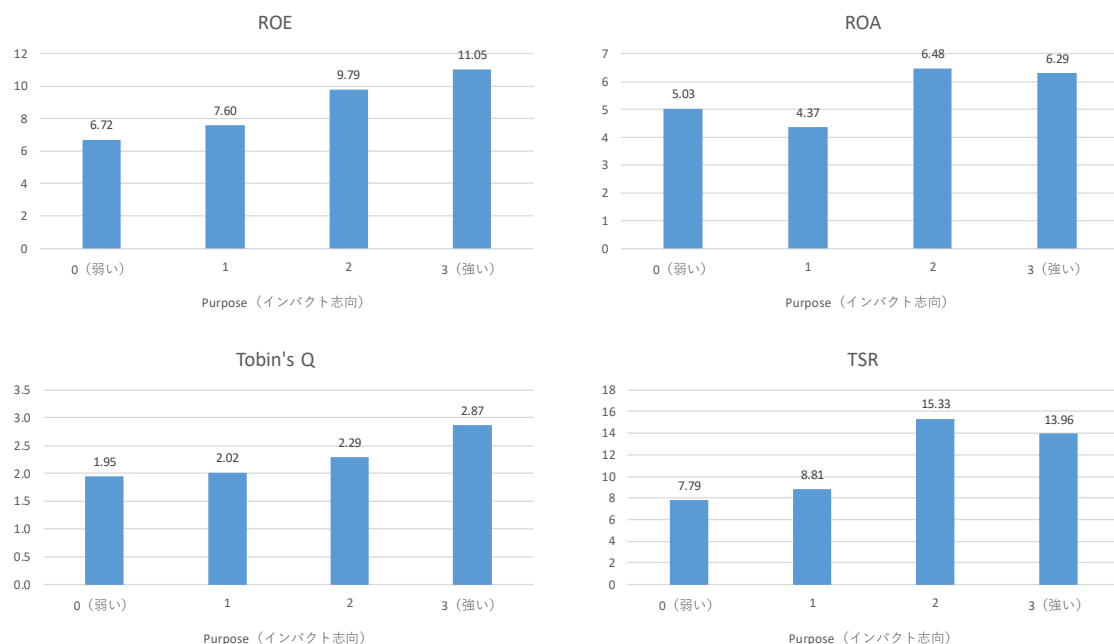
	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
財務パフォーマンス指標					
<i>ROE</i>	2,804	11.27	17.92	-428.46	168.73
<i>ROA</i>	2,819	6.17	10.35	-376.59	50.46
<i>Tobin's Q</i>	2,743	2.14	2.32	0.34	34.26
<i>TSR</i>	2,645	22.56	58.45	-72.75	643.58
インパクト志向					
<i>Purpose</i>	3,003	1.38	0.96	0	3
<i>Purpose_simplified</i>	3,003	0.32	0.47	0	1
コントロール変数					
<i>LnAssets</i>	2,890	10.42	1.75	3.92	19.53
<i>FirmAge</i>	3,003	45.35	26.52	2	127

(注) 各種データは企業のウェブサイト、EDINET、及び東京証券取引所等から取得。

4. 5 分析結果と考察

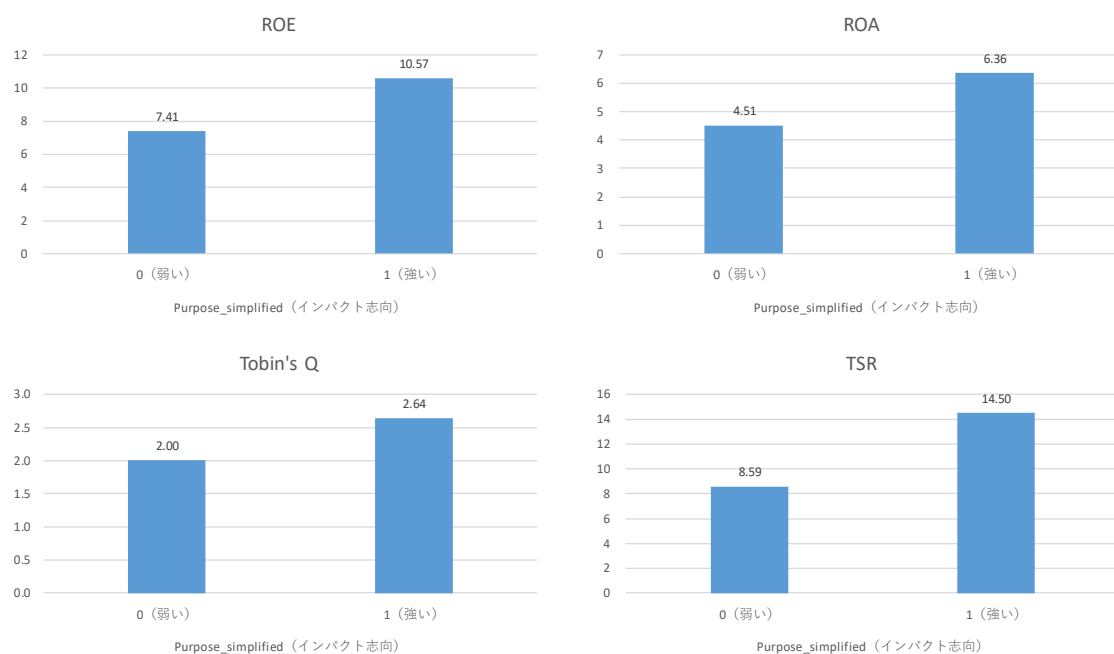
はじめに、初期的な分析として、パーパス分類毎の 2019 年から 2021 年の財務パフォーマンス指標の 3 年平均値を計算すると図 9 及び図 10 のようになる²³⁾。企業を 4 通りに分類する *Purpose* の値毎の平均値については、若干の例外はあるものの、全体的な傾向としてインパクト志向が強いと考えられる企業群の方が、財務パフォーマンス指標も上回る傾向にあることがわかる。さらに、消費の外部性という観点から企業を 2 通りに分類した場合では、全ての財務パフォーマンス指標において、インパクト志向が強い企業群のほうが、平均値が上回っている。

²³⁾ 前述のとおり、2022 年は、本稿のデータ取得時点においてデータ取得が可能な企業が一部に限られることから、サンプル数が充実している直近年が 2021 年である。なお、年の表記の意味については、脚注 19 参照。



(注) 各財務パフォーマンス指標は 2019 年から 2021 年の 3 か年平均。

図 9 インパクト志向の強弱と財務パフォーマンス (Purpose に基づいて企業を 4 通りに分類)



(注) 各財務パフォーマンス指標は 2019 年から 2021 年の 3 か年平均。

図 10 インパクト志向の強弱と財務パフォーマンス (Purpose_simplified に基づいて企業を 2 通りに分類)

ただし、上記の結果は分類毎に財務パフォーマンス指標の平均値を算出し、比較したものであり、企業規模の違いなど企業の財務パフォーマンスに影響しうるその他の要因は一切考慮されていない。

そこで、さらに、前述の数式(1)のとおり定式化したモデルを用いて、パネルデータ分析を行った。その結果をまとめたものが表 6 である。ここでは、被説明変数に財務パフォーマンスに関する 4 つの指標 (*ROE*、*ROA*、*Tobin's Q*、*TSR*) をそれぞれ用いている。説明変数には、インパクト志向の強弱を表すパーパス分類、各種コントロール変数、年度ダミーを用いている。なお、パーパス分類に関する変数は前述の *Purpose* 及び *Purpose_simplified* をそれぞれ用いるとともに、Gartenberg, Prat and Serafeim (2019)に倣い、逆向きの因果を考慮する観点から、各財務パフォーマンス指標の 1 期ラグ値を用いたモデルについても推計を行っている²⁴⁾。

表 6 のいずれのモデルにおいても、説明変数である *Purpose* 及び *Purpose_simplified* の係数の推計値は、1%ないし 5%水準で優位となっており、かつその符号がプラスであることから、顧客の利益・満足のみならず、その波及効果や消費における外部性に関する記述を持つ企業は、平均的に見て、財務パフォーマンスが上回る傾向にあることが示唆される。このことは、各財務パフォーマンス指標の 1 期ラグ値を説明変数に含めた各モデルにおいても同様である。

これらの分析結果から、インパクト志向が強い企業のほうが財務パフォーマンスに優れ、企業価値が高い傾向にあることが示唆される。

²⁴⁾ すべてのモデルについて、各説明変数の VIF (Variance Inflation Factor) 値を確認した結果、多重共線性の問題は深刻でないと解される。

表 6 企業のインパクト志向と財務パフォーマンスに関する分析結果

Dependent variables	ROE				ROA				Tobin's Q				TSR			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Purpose	0.895*** (2.852)	0.725** (2.297)			0.495*** (3.275)	0.519*** (3.172)			0.331*** (6.289)	0.252*** (4.877)			2.375** (2.255)	2.676** (2.553)		
Purpose_simplified			2.256*** (3.573)	1.934*** (2.947)			1.395*** (4.023)	1.489*** (3.753)			0.626*** (6.321)	0.508*** (5.101)			4.905** (2.123)	4.680** (1.981)
LnAssets	-0.994*** (-4.076)	-0.855*** (-3.385)	-1.006*** (-4.149)	-0.867*** (-3.461)	-0.629*** (-3.585)	-0.617*** (-3.361)	-0.637*** (-3.661)	-0.627*** (-3.454)	-0.223*** (-9.313)	-0.222*** (-8.953)	-0.226*** (-9.452)	-0.225*** (-9.171)	-2.971*** (-4.949)	-2.665*** (-4.279)	-2.996*** (-4.976)	-2.682*** (-4.296)
FirmAge	-0.106*** (-9.803)	-0.097*** (-9.055)	-0.104*** (-9.651)	-0.096*** (-8.932)	-0.049*** (-8.405)	-0.049*** (-9.659)	-0.048*** (-8.129)	-0.048*** (-9.415)	-0.023*** (-15.397)	-0.020*** (-12.708)	-0.022*** (-15.335)	-0.019*** (-12.724)	-0.245*** (-6.571)	-0.227*** (-5.953)	-0.242*** (-6.450)	-0.223*** (-5.844)
Lagged ROE		0.079 (1.588)		0.078 (1.562)												
Lagged ROA						0.010 (0.253)		0.008 (0.201)								
Lagged Tobin's Q										0.002*** (3.659)		0.002*** (3.744)				
Lagged TSR														0.123*** (2.852)		0.123*** (2.862)
Constant	26.263*** (8.665)	23.614*** (7.530)	26.786*** (8.989)	24.046*** (7.838)	14.192*** (6.489)	14.359*** (6.977)	14.441*** (6.643)	14.632*** (7.242)	4.560*** (15.977)	4.364*** (14.565)	4.817*** (16.953)	4.566*** (15.767)	88.116*** (9.820)	73.153*** (9.078)	89.901*** (10.117)	75.312*** (9.272)
Year_Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Mean VIF	2.12	2.47	2.12	2.47	2.11	2.44	2.11	2.44	2.11	2.61	2.11	2.61	2.15	2.48	2.15	2.48
Obs.	2,804	2,638	2,804	2,638	2,819	2,657	2,819	2,657	2,743	2,453	2,743	2,453	2,645	2,472	2,645	2,472
R-squared	0.075	0.080	0.076	0.081	0.054	0.053	0.056	0.055	0.154	0.162	0.151	0.161	0.146	0.157	0.146	0.157
Adj. R-squared	0.071	0.075	0.072	0.076	0.049	0.048	0.051	0.050	0.150	0.157	0.147	0.156	0.142	0.152	0.142	0.152
F-stat.	17.49	19.82	17.48	19.98	25.25	23.33	26.16	24.21	32.48	27.83	32.88	28.3	29.53	26.54	29.65	26.61

(注1) OLS 推定。括弧内はロバスト標準誤差による t 値

(注2) ***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意

4. 6 今後の課題

本稿の実証分析では、企業のパーパスの内容分析に基づいて、企業のインパクト志向の強弱を評価し、財務パフォーマンス指標との関係性について分析を行ったわけであるが、パーパスで謳われているインパクトの創出に向けた活動が実際に企業で行われているのか、さらには、当該インパクトが実際に発現しているのかについては、本研究では確認することができていない。これは、少なくとも現状において、公開情報のみに基づいて、企業の状況を第三者が把握することには限界があるためであるが、とはいえ、パーパスの内容が、如何に大きなインパクト創出を志向するものであったとしても、それが単なる「絵に描いた餅」になってしまっているのでは、インパクト創出と企業価値向上の両立とは言えない。したがって、パーパスの内容分析に加えて、その「実践状況」²⁵⁾やインパクト創出結果を考慮した上での、財務パフォーマンスとの関係性の検証は今後の課題である。

さらに、本稿では、主にデータの利用可能性の問題から、いくつかの分析上の限界ないし課題が残されている点も付記しておく必要がある。

具体的には、第一に、パーパスの内容分析の再現性についてである。前述のとおり、本稿では、テキスト・マイニング手法は使用せず、人（筆者）の判断によってパーパスの分類を実施した。これは、パーパスの様式・文体・テキストの長さが企業によって極めて多様であること、企業独自のこだわりが反映された造語や表現が様々に存在すること、パーパスの趣旨の解説などの補足説明が付記されている場合はその内容も加味するほうが適切であると判断したこと、の3点が理由であるが、パーパスの内容によっては、それをどう解釈し、どう分類するは、評価する人によって意見が異なる可能性も想定される。

第二に、企業各社のパーパス分類は、本稿の手法では過去の時点に遡って分類することが事実上困難であることから、財務パフォーマンス指標の時系列データの期間を通じて不変であると仮定した。しかし、企業のパーパスの内容は、時間とともに変容する可能性があるものであり、こうした変化の可能性を考慮することができていない点は、本稿の分析における限界の一つである。

これに関連して、本稿では、パーパスと財務パフォーマンスの関係について実証分析を行った Gartenberg, Prat and Serafeim (2019) に倣い、逆向きの因果を考慮する観点から、被説明変数となる財務パフォーマンス指標のラグ値を説明変数に加えてモデルの推計を行っているものの、パーパスが時間とともに変化した可能性を考慮できていない点は、差し引いて捉える必要がある。

第三に、サンプル企業数についてである。前述のとおり、本稿では、非金融業種であること、業種内の企業数が相対的に多いこと、そして、BtoC 企業が多い業種と考えられることの3点から、「食料品」または「サービス業」に分類される TOPIX 構成企業 309 社を分析対象とした。その結果、パーパスの内容分析に基づくインパクト志向の強弱と財務パフォーマンスの間にプラ

²⁵⁾ パーパスの実践について論じた文献の例として Lleo *et al.*, (2021) がある。

スの関係が示唆される結果を得たわけであるが、その他の上場企業、さらにはスタートアップ等を含む非上場企業においても、同様の関係性が存在するかについては、その分析の実施方法の検討も含めて、さらなる検討の余地があろう。

5. 全体のまとめ

冒頭に述べたとおり、本稿の狙いは、企業によるインパクト創出と企業価値の関係について、事例調査と定量分析の両面から、深掘りすることであった。

本稿の考察を通じて明らかになったことは、インパクト創出と企業価値向上の同時実現は、常に可能というわけではないものの、状況次第で十分に可能であるという点である。特に、環境問題や社会問題の解決に資する事業の規模拡大というパイの拡大を通じてインパクト創出を目指す場合、本質的にはそこにトレードオフが存在しないという点は、インパクトを志向する企業や、そこに注目して投資する投資家にとって重要なポイントであろう。同時に、実際の企業事例調査からは、パイの分配の見直しを通じてインパクト創出を目指すという、本質的にトレードオフが存在する状況にあっても、そのトレードオフを乗り越えようとする企業努力や、トレードオフの解消に繋がる規制環境等の変化といった好機を捉えることの重要性が示唆される。

さらに、実際の日本企業を対象とした実証分析を通じて、インパクト志向の強い企業のほうが、財務パフォーマンスにおいても上回る傾向にあることが明らかになったことは、前述した分析上の限界ないし課題が残されている点は差し引いて捉える必要があるものの、インパクトスタートアップと呼ばれる企業をはじめとする、インパクト創出を強く志向する企業や、そこに注目して投資する投資家を勇気づける結果であると言える。

本稿の内容が、インパクトと企業価値の関係性についての理解を深める一助となれば幸いである。

参考文献

- Allam, Z. (2020), *Surveying the Covid-19 pandemic and its implications: Urban health, data technology and political economy*, Elsevier
- Bhattacharya, C.B., Sen, S., Edinger-Schons, L.M. and Neureiter, M. (2022), “Corporate purpose and employee sustainability behaviors”, *Journal of Business Ethics*, Published online (<https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-022-05090-5>)
- Durand, R., Rodgers, Z. and Lee, S. (2019), “Social Impact Assessment Strategy Report”, Society & Organizations Center, HEC Paris

- https://www.hec.edu/sites/default/files/documents/S%260%20Social%20impact%20Assessment%20Strategy%20Report_%20page-page_web%20format_feb%202019_HEC%20Paris.pdf)
- Edmans, A. (2020), *Glow the PIE: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge University Press
- Epstein, M.J. and Yuthas, K. (2014), *Measuring and Improving Social Impacts: A Guide for Nonprofits, Companies, and Impact Investors*, Berrett-Koehler Publishers
- (邦訳、鶴尾雅隆・鴨崎貴泰[監訳]、松本裕[訳] (2015)『社会的インパクトとは何か：社会変革のための投資・評価・事業戦略ガイド』栄治出版)
- Gartenberg, C., Prat, A. and Serafeim, G. (2019), “Corporate purpose and financial performance”, *Organization Science*, Vol.30, No.1, pp.1-18
- George, G., Haas, M.R., McGahan, A.M., Schillebeeckx, S.J. and Tracey, P. (2021), “Purpose in the for-profit firm: A review and framework for management research”, *Journal of Management*, First published online April 15, 2021 (<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/01492063211006450>)
- Harvard Business Review (HBR) and EY (2015), “The Business Case for Purpose” (https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/digital/ey-the-business-case-for-purpose.pdf)
- Henderson, R. and Serafeim, G. (2020), “Tackling climate change requires organizational purpose”, *AEA Papers and Proceedings*, Vol.100, pp.177-180
- Hubbard, R. G. and O’Brien, A. P. (2008), *Microeconomic*, Pearson Education
- Impact Frontiers (n.d.), “Impact Management Norms: A shared logic for managing impacts on people and the planet” (<https://impactfrontiers.org/norms/>)
- Kroeger, A. and Weber, C. (2014), “Developing a conceptual framework for comparing social value creation”, *Academy of Management Review*, Vol.39, No.4, pp.513-540
- Lleo A, Bastons M, Rey C, and Ruiz-Perez F. (2021), “Purpose Implementation: Conceptualization and Measurement”, *Sustainability*. Vol.13, No.4, 1921
- Libby, T. (2023), “Tesla share of EV market declines; Domestic, Koreans and Europeans gain”, S&P Global Mobility, 26 January 2023 (<https://www.spglobal.com/mobility/en/research-analysis/tesla-share-of-ev-market-declines-domestics-koreans-and-europe.html>)
- Mansfield, E., Rapoport, J., Romeo, A., Wagner, S. and Beardsley, G. (1977), “Social and private rates of return from industrial innovations”, *The quarterly Journal of Economics*, Vol.91, No.2, pp.221-240
- Meita, U.A., Farida, R., Aulia, K.Q., Dita, N., Suwantika, A.A., Postma, M.J. and

- Neily, Z. (2023), “Economic evaluation of COVID-19 vaccination: A systematic review” , *Journal of Global Health*, Vol.13. 06001
- Milano, G., Tomlinson, B., Whately, R. and Yiğit, A. (2020), “The Return on Purpose: Before and during a Crisis”, CEO Investor Forum and Fortuna Advisors
(<https://fortuna-advisors.com/wp-content/uploads/2020/10/The-Return-on-Purpose-Before-and-During-a-Crisis.pdf>)
- Moderna (2022), “2021 Annual Report”
(https://s29.q4cdn.com/435878511/files/doc_financials/2021/ar/Moderna-2021-Annual-Report.pdf)
- Musk, E. (2006), “The Secret Tesla Motors Master Plan (just between you and me)”
(<https://www.tesla.com/blog/secret-tesla-motors-master-plan-just-between-you-and-me>)
- NextEra Energy (n.d.), “Our History” (<https://www.nexteraenergy.com/company/history-timeline.html>)
- (2022), “Zero Carbon Blueprint”
(<https://www.nexteraenergy.com/content/dam/nee/us/en/pdf/NextEraEnergyZeroCarbonBlueprint.pdf>)
- (2023), “2022 Environmental, Social and Governance Report”
(https://www.nexteraenergy.com/content/dam/nee/us/en/pdf/2022_NEE_ESG_Report_Final.pdf)
- Rawhouser, H., Cummings, M. and Newbert, S.L. (2019), “Social Impact Measurement: Current Approaches and Future Directions for Social Entrepreneurship Research”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.43, No.1, pp.82-115
- Reguly, E. (2019), “A tale of transformation: the Danish company that went from black to green energy” , Corporate Knight, April 16, 2019
(<https://www.corporateknight.com/clean-technology/black-green-energy/>)
- Santos, F.M. (2012), “A positive theory of social entrepreneurship” , *Journal of Business Ethics*, Vol.111, No.3, pp.335-351
- Sasaki, K., Stubbs, W. and Farrelly, M. (2023), “The relationship between corporate purpose and the sustainable development goals in large Japanese companies”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Version of Record online: 11 April 2023
(<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2498>)
- Simpson, C., Rathi, A. and Kishan, S. (2021), “The ESG Mirage”
(<https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-on-corporate-bottom-line/>)

- Sisodia, R., Sheth, J. and Wolfe D. (2014), *Firms of Endearment: How World-Class Companies Profit from Passion and Purpose: Second Edition*, Pearson Education
- Sun, L.G. and Daniels, B. (2014), “Mirrored Externalities”, *Notre Dame Law Review*, Vol. 90, No. 1, pp. 135-186
- Tesla (n.d.), 「環境」 (https://www.tesla.com/ja_jp/impact/environment)
- (2021), “Impact Report 2020” (https://www.tesla.com/ns_videos/2020-tesla-impact-report.pdf)
- (2022), “Impact Report 2021” (https://www.tesla.com/ns_videos/2021-tesla-impact-report.pdf)
- Utami, A.M., Rendrayani, F., Khoiry, Q.A., Noviyanti, D., Suwantika, A.A., Postma, M.J. and Zakiah, N. (2023), “Economic evaluation of COVID-19 vaccination: A systematic review”, *Journal of Global Health*, 13, 06001, Published online (<https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9838689/>)
- Voldsgaard, A. and Rüdiger, M. (2022), “Innovative Enterprise, Industrial Ecosystems, and Sustainable Transition: The Case of Transforming DONG Energy to Ørsted”, in Lackner, M., Sajjadi, B. and Chen, W. (ed.) *Handbook of Climate Change Mitigation and Adaptation: Third Edition*, Springer Nature Switzerland, pp. 3663-3684
- Watson, O.J., Barnsley, G., Toor, J., Hogan, A.B., Winskill, P. and Ghani, A.C. (2022), “Global impact of the first year of COVID-19 vaccination: a mathematical modelling study”, *The Lancet Infectious Diseases*, Vol. 22, No. 9, pp. 1293-1302
- インパクトスタートアップ協会 (2022) 「ユニファ、ライフイズテック、READYFOR、ヘラルボニー、五常など 23 社で「インパクトスタートアップ協会」を設立！」 (<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000001.000109519.html>)
- ウェルビーイング学会 (2022) 「ウェルビーイングレポート日本版 2022」 (https://society-of-wellbeing.jp/wp/wp-content/uploads/2022/09/Well-Being_report2022.pdf)
- 馬田隆明 (2021) 『未来を実装する：テクノロジーで社会を変革する 4 つの原則』 英治出版
- 小田恵美子・三橋平 (2010) 「経営理念と企業パフォーマンス：テキスト・マイニングを用いた実証研究」『経営哲学』, Vol. 7, No. 2, pp. 23-37
- 環境省 (2020) 「バリューチェーンにおける環境デュー・ディリジェンス入門～OECD ガイダンスを参考に～」 (<https://www.env.go.jp/press/files/jp/114470.pdf>)
- 久保克行・広田真一・宮島英昭 (2005) 「日本企業のコントロールメカニズム：経営理念の役割」『季刊 企業と法創造「特集・研究成果の中間報告」』, Vol. 4, pp. 113-124
- GSG 国内諮問委員会 (2022) 「インパクト企業の上場コンセプトペーパー」

(https://impactinvestment.jp/user/media/resources-pdf/concept-paper_final.pdf)

関正雄・塚本一郎 (2020) 『インパクト評価と社会イノベーション—SDGs 時代における社会的事業の成果をどう可視化するか』 第一法規

田中道昭 (2021) 『モデルナはなぜ 3 日でワクチンをつくれたのか』 集英社インターナショナル

野口晴子 (2020) 「経済学から考えるワクチン政策 (上) —正の外部性—」 『週刊社会保障』, No. 3064, pp. 34-35

野林晴彦 (2020) 「日本の経営理念の歴史的変遷：概念の誕生・変容と普及」 滋賀大学学位論文 (博士)

林寿和 (2022) 「第 5 章 ESG インテグレーションとは何か」 『ESG カオスを超えて—新たな資本市場構築への道標』 北川哲雄編著, 中央経済社, pp. 115-138

林寿和・松山将之 (2023) 「インパクト加重会計の現状と展望：半世紀にわたる外部性の貨幣価値換算の試行を踏まえた一考察」 金融庁金融研究センター ディスカッションペーパーDP2023-1 (<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2023/DP2023-1.pdf>)

広田真一 (2012) 『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』 東洋経済新報社

森川潤 (2021) 『グリーン・ジャイアント：脱炭素ビジネスが世界経済を動かす』 文藝春秋



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

TEL: 03-3506-6000 (内線 3552)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>