GSG IMPACT | JAPAN

2024年度 プレ・シグネチャープロジェクト

インパクトと企業価値の接続
勉強会で得られた示唆

調査チーム
2025年7月

1. 勉強会概要

勉強会概要

目的

- インパクト創出が企業の収益性の安定や企業価値の向上につながるという認識が投資家・企業の双方に共有されることの重要性が改めて指摘されている。
- **インパクトと企業価値をテーマとしたグローバルな実証研究を中心**に理解を深め、それらの学びを日本のコンテキストに照らして議論することが目的。
  ※合意形成ではない。

活動

- 4回の勉強会をオンライン開催（120分／回）。
- 勉強会の登録者は、金融機関中心に約50名。毎回30名程度が参加。
- 各回、前半は調査チームより先行研究のサマリーを紹介。後半では先行研究での学びを土台にディスカッション・ポイントに沿って議論を展開。

調査チーム

須藤奈応（Impact Frontiers）
機関投資家向けの研修開発や環境整備プロジェクトに従事。海外のインパクト投資動向を解説する一般社団法人ImpactShare代表理事。日経文庫「インパクト投資　入門」著者。慶應イノベーション・イニシアティブIMMアドバイザー。The Wharton School MBA。

今田克司（SIMI/代表理事）
米国（6年）、南アフリカ（5年半）含め、国内外で市民社会強化の分野でのNPOマネジメント歴25年。2013年帰国後、セクターを超えてインパクト・マネジメントの普及に力を入れている。
他にも、（株）ブルー・マーブル・ジャパン代表取締役、（一財）CSOネットワーク常務理事、インパクト・コンソーシアム データ指標分科会座長、などを多数兼任。

渡邉貴久（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業/弁護士）
M&A・コーポレート業務のほか、インパクト投資、B Corp認証を含むサステナビリティ分野も注力し執筆等も多数。国際的な弁護士団体であるGAILのアジア太平洋地域理事等を務めるほかイタリアのB Corp認証取得法律事務所にも滞在。UCバークレー・ロースクール(LL.M.)、Oxford大学サイードビジネススクール（MBA）

王寺沙織（みずほ証券、サステナビリティ推進部 ）
2015年から2023年まで英国の指数会社にて（ロンドン、パリ拠点）ESG指数、ESGスコアのメソドロジーに関して、グローバルの発行体とのエンゲージメントプログラムに従事。
King’s College London（環境政治学の修士号）

白石智哉（GSG委員、フロネシス・パートナーズ株式会社/代表取締役、一般社団法人ソーシャル・インベストメント・パートナーズ/アドバイザー）
1980年代から一貫してプライベート・エクイティ投資に従事。企業の潜在力を引き出し持続的な成長をはかる「成長型投資」を基本戦略として、日・米・アジアにおいて豊富な投資実績をもつ。1986年一橋大学法学部卒。
Global Steering Group for Impact Investment（GSG)国内諮問委員。セントケア・ホールディング株式会社　社外取締役。株式会社エンビプロ・ホールディングス　社外取締役。内閣府休眠預金等活用審議会専門委員

調査アプローチ

- 2024年8月に調査チームを発足
- 3週間近くかけてGoogle Scholar調査及び有識者からのアドバイスをいただき、合計50本近い文献をリスト化。
- 各文献のAbstractを全て読み、その中から本テーマに沿ったもの、被引用回数等を参考に特定。
- インパクトと企業価値がどのように関連するかについて、客観的なデータを分析した研究は海外でも多くはないことが判明。
- 一方で、ESG／サステナビリティを対象とした実証分析の中でも一部はインパクト投資の文脈においても役立つものと調査チームでは仮説を持ち、取り上げる論文に一部含めることにした。

資料リスト一覧（抜粋）

公表年	文献名	公表年	文献名
1998	THE CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE–FINANCIAL PERFORMANCE LIN	2022	Do high-ability managers choose ESG projects that create shareholder value? Evidence from employee opinions
2003	Creating sustaiable value	2022	The Essential Link Between ESG Targets &Financial Performance
2007	Why measuring and communicating social value can help social enterprise become more competitive	2022	Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research
2012	Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance	2022	Impact of ESG performance on firm value and profitability
2013	The Link between Firm Financial Performance and Investment in Sustainability Initiatives	2022	Growing for sustainability: Enablers for the growth of impact startups – A conceptual framework, taxonomy, and systematic literature review
2015	Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality	2022	Impact Underperformance - What it looks like, ad why it matters
2015	ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies	2023	Corporate Sustainability: A Model Uncertainty Analysis of Materiality
2016	Corporate Purpose and Financial Performance	2023	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―
2018	The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential	2023	"The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review," Corporate Social Responsibility and Environmental Management
2019	Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies	2023	Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions
2019	Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance	2023	Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry
2019	five ways that ESG creates value	2023	Alpha in Impact: Strengthening Outcomes Impact and Financial Value at Exit
2019	Responding to the greatest challenges? Value creation in ecological startup	2023	持続的成長性の可視化と株価に内包されたインパクトの定量化
2019	Corporate Purpose and Financial Performance	2023	Do Investors Care About Impact?
2019	Sustainable business model experimentation by understanding ecologies of business models	2023	Would Adopting the 'Yanagi Model' Be Japan's Path to Building an ESG Friendly Economy? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4407174&download=yes
2020	Impact: Reshaping capitalism to drive real change	2023	Non-Financial Capital Value Creation: Assessing Japan's Path to an ESG-Friendly Economy through the Yanagi Model
2020	Measuring the business value of corporate social impact: Beyond social value to enterprise performance	2024	Capitalism and Crises: How to Fix Them
2020	Justifying Social Impact as a Form of Impression Management: Legitimacy Judgements of Social Enterprises' Impact Accounts	2024	Mapping the Landscape of the Literature on Environmental, Social, Governance Disclosure and Firm Value: A Bibliometric Analysis and Systematic Review
2021	The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: Mapping, extent and determinants	2024	エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書 https://www.gpif.go.jp/esg-stw/20240521_engagement_report.pdf
2021	Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from U.S tech firms	2024	New Frontiers in Value Creation
2021	Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance	2024	The risk and return of impact investing funds
2021	ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020	2024	Sustainable Business Model Implementation in Polish Enterprises
2021	How to Support Start-Ups in Developing a Sustainable Business Model: The Case of an European Social Impact Accelerator	2024	インパクト測定の標準化と企業価値との関係性に関する定量分析
		2024	LONG-RUN RETURNS TO IMPACT INVESTING IN EMERGING MARKETS AND DEVELOPING ECONOMIES

論文概要

#	論文名	著者名	概要
1	ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies（Journal of Sustainable Finance and Investment、2015）	• Gunnar Friede：Deutsche Asset & Wealth Management Investment, Frankfurt am Main • Timo Busch,Alexander Bassen：School of Business, Economics and Social Science, University of Hamburg	ESGと企業の財務パフォーマンス（CFP）の関係に関する2200以上の実証研究をVote Count及び**メタ分析**。 • ポートフォリオレベルでの分析 vs 個別企業レベルでの分析 • ESG投資におけるリスク耐性やダウンサイドプロテクションとしての効果 • 地域やアセットクラス別のパフォーマンスの違い
2	Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions（Journal of Sustainable Finance and Investment、2023）	• Ulrich Atz：New York University（NYU） Center for Sustainable Business • Tracy Van Holt：Insight Network LLC • Zongyuan Zoe Liu：John Hopkins University, School of Advanced International Studies • Christopher Bruno：The Wharton School, Management Department	
3	Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance（MSCI, 2019）	• Guido Giese,Linda-Eling Lee,Dimitris Melas,Zoltán Nagy,Laura Nishikawa：MSCI	標準的な割引キャッシュフローモデル(Discount Cash Flow Model)を用い、ESG要因と、企業のバリュエーション（キャッシュフロー、リスク、資本コスト）への**伝達径路**を分析。 • 示唆深く、手法として汎用性が高そう（詳細後述）

取り上げた論文概要

#	論文名	著者名	概要
4	持続的成長性の可視化と株価に内包されたインパクトの定量化（野村證券　財界観測、2023）	• 太田 洋子,阿久澤 利直,倉持 純太：野村證券金融工学研究センター ｸｵﾝﾂ･ｿﾘｭｰｼｮﾝ･ﾘｻｰﾁ部 • 中野 友道：野村證券フロンティア・リサーチ部 • 林田 稔：野村證券 IB ビジネス開発部	• 時価総額のうち財務情報・マクロ要因で説明できない**企業固有の価値を「潜在価値」と定義** し企業の持続的成長性の源泉と捉える • 財務価値により顕在化された指標として、負債比率、DOE、短期成長率をとり、**上場企業のPBRのプレミアム・ディスカウントの説明要素** として潜在価値を分析
5	インパクト測定の標準化と企業価値との関係性に関する定量分析（月刊資本市場2024.1、2024）	• 太田 洋子：野村證券金融工学研究センター長 • 倉持 純太：野村證券金融工学研究センター ｸｵﾝﾂ･ｿﾘｭｰｼｮﾝ･ﾘｻｰﾁ部	• GICS産業グループ「資本財」に属する国内34社を対象に**どのようなアウトカムラベルで横比較するのが適切**か各企業の開示内容と生成AIを活用して標準化を試みる
6	インパクト測定の標準化と企業価値の関係性ーエンゲージメントに資するインパクトの定量化ー（野村サステナビリティクオータリー、2024）	• 倉持 純太：野村證券金融工学研究センター ｸｵﾝﾂ･ｿﾘｭｰｼｮﾝ･ﾘｻｰﾁ部 • 太田 洋子：野村證券金融工学研究センター長	• 生成AIを活用してインパクト測定ツールIRIS+のStrategic Goalを拡張・整理し、アウトカムラベルを再定義。再定義した183のアウトカムラベルに関する開示の有無を生成AIで各企業の有価証券報告書で判定することで**客観的な横比較** を行う
7	The risk and return of impact investing funds（Journal of Financial Economics, 2024）	• Jessica Jeffers：HEC Paris • Tianshu Lyu：Yale School of Management • Kelly Posenau：Cornell University Johnson Graduate School of Management	CAPMに基づき、インパクトファンドの β 値（PMEウェッジ）を推計、分析 • 他と比べるとインパクトファンドは**市場感応度が低い**との結果。 • **リスク調整後のリターン** を比較すると、劣後はしているが、**大差ない**

取り上げた論文概要

#	論文名	著者名	概要
8	インパクト創出と企業価値向上は両立するのか（金融庁金融研究センター, 2023年8月）	• 林 寿和：Nippon Life Global Investors Europe Plc Head of ESG • 松山 将之：株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所	企業のインパクト志向を「パーパス」の言明に着目し、財務パフォーマンスを実証分析 • 「パイの拡大」を目指すインパクト創出活動は、トレードオフは存在しないが「パイの分配の見直し」の場合はトレードオフが存在 • それを乗り越えようとする企業努力やチャンスを捉え、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あり。
9	2024 National Research on Italian Benefit Corporations	• Nativa Srl Società Benefit	イタリアのベネフィットコーポレーションが同規模の通常の企業と比較して収益及び収益性の実証分析 • 収益と収益性の高い成長 • 生産性の向上 • 従業員への価値分配
10	New Frontiers in Value Creation（Tideline and Impact Capital Managers, 2024） ※和訳あり、SIMI GRC参照	• Kaitlyn Fitzsimmons,Alok Patel,Joohee,Rand,AJ Sanchez,Ben Thornley：Tideline	インパクト価値を生み出すための活動と、その際に考慮すべき重要なポイントや実践的な手引き、具体的な手法やアクション、企業のケーススタディを掲載

２．得られた示唆

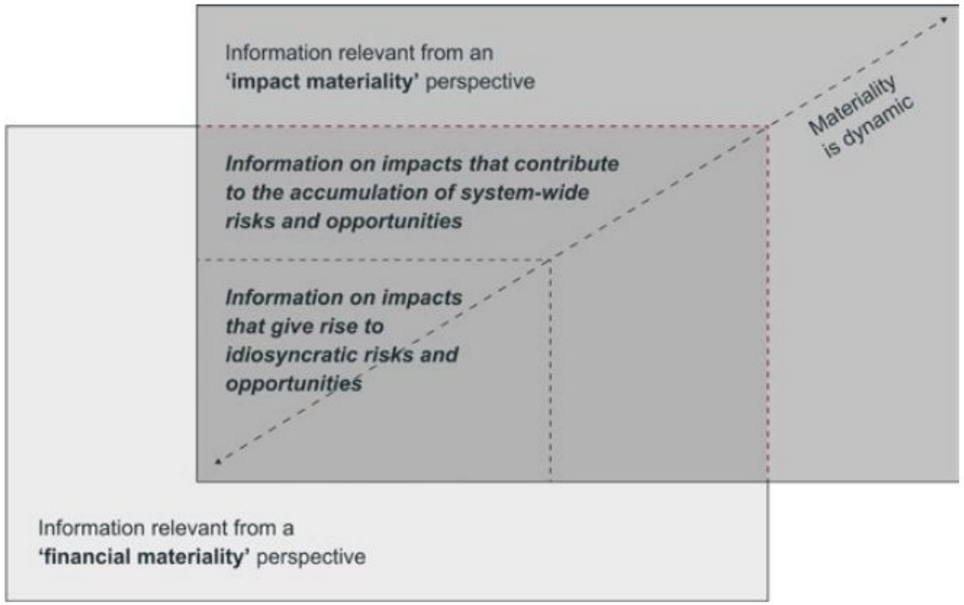
調査及び議論より得られた示唆

- 4回に亘って開催された勉強会では、毎回リサーチチームから論文の概要を参加者に対して紹介し、リサーチチームが提示したアジェンダに基づき、後半は参加者間同士で議論。
- その結果を全体で共有する形式を取った。
- 次ページより紹介する示唆は、参加者間の意見及び各論文を取りまとめたリサーチチームメンバーの視点で得られた示唆である。**参加者による合意事項ではない点に留意** していただきたい。

	日時	テーマ	取り上げたレポート・論文
第1回	2024年10月30日 11:00-13:00	ESGやサステナビリティを対象とした 実証分析とインパクトとの関連性	論文1、2、3
第2回	2024年12月11日 11:30-13:30		論文4，5，6，7
第3回	2025年2月21日 15:30-17:30	インパクト志向のパフォーマンスへの 影響／概念整理	論文8、9、10
第4回	2025年3月18日 10:00-12:00	第1回から第3回の議論をうけてまとめ	

1. インパクトと企業価値との接続に関する実証分析・研究は発展途上

- インパクト投資を想定したインパクトと企業価値の関係性を**直接分析の対象とする実証研究は限定的**
- 調査開始時、ロングリスト作成にあたって、「インパクト」、「サステナビリティ」、「ESG」と財務価値との関係性を検索したが、言葉の定義が様々。論文が執筆された時期や範囲、コンテキスト（思惑）から定義されているため。
  - 「ESG」：ESG要因を「リスク」に加え、「機会」として捉えるものもあり
  - 「インパクト」：企業のパーパスや財務価値やマクロ要因から説明できない企業の潜在的な価値と定義するものなど。
  - 財務価値は、投資家のリターンとして捉える株価や時価総額、コーポレートバリュエーションとしてのPERやPBRなど。



財務およびインパクトのマテリアリティの観点からの情報整理

＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- ESGをリスク及び機会として捉え、実証分析している論文は、**インパクトとの接続に有用** では、といった意見多数。
- 一方で、ESGとインパクトは（どちらかというと）**別物として考えるべき** という意見も。**インパクトは「意図とアウトカム」** を見るが、**ESGは「アウトプット」** までのため。
- 今回の勉強会ではあくまでも、財務価値の狭義の意味に限定して論文をピックアップしているが、そもそも純粋なキャピタリズムでやってきた歪みを是正することもインパクト投融資の目的とすると、**財務で表せない企業価値を洗い出すという発想も大事** なのではないか、といった意見あり。

2. 実証分析の意義と限界ー相関関係と因果関係

- インパクトと財務価値の関係性を実証分析している論文を中心にピックアップ。
    - 相関関係は明らかになるが、**因果関係は説明されない** 。因果関係へアプローチする意図を持ったものもあったが、統計的な分析までは至っていなかった。
- 因果関係に言及するためには、今後実践の積み上げ及びそれらを取り上げる研究が必要。

＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- 実証分析は、変数の関係性は可能であるが、**因果関係までは難しい**。ESGは、（一定程度標準化された）ESGスコアがあるが、インパクトにはないので、**変数設定が難しい** 。
- 実証分析のスコープは議論が必要。”相関は推察できるが、業績・財務等に影響を及ぼす時間軸が長く、実証分析が不可能なもの”と”相関があり実証分析も可能なもの”があるとすると、**実務者が最も議論の対象とすべきは後者で、説明力が高い要素を優先すべき** ではないか。
- インパクトと企業価値等との相関の観点では、社会課題の解決と事業成長が一致している企業を対象とするべき。

論文名	分析対象
1. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies	ESGと企業の財務パフォーマンス（CFP）のメタ分析、実証分性
2. Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions	
3. Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance	高いESG評価企業と企業のパフォーマンス（収益性、資本コスト等）の実証分析
4.持続的成長性の可視化と株価に内包されたインパクトの定量化	企業の潜在価値と財務フォーマンス（PBR等）の実証分析
5.インパクト測定の標準化と企業価値との関係性に関する定量分析	
6.インパクト測定の標準化と企業価値の関係性ーエンゲージメントに資するインパクトの定量化ー	
7. The risk and return of impact investing funds	インパクトファンドと類似ファンドのパフォーマンスの実証分析
8.インパクト創出と企業価値向上は両立するのか	インパクト志向企業（パーパス）と財務パフォーマンス（ROE等）の実証分析
9. 2024 National Research on Italian Benefit Corporations	ベネフィットコーポレーションと同規模企業の収益性の実証分析
10. New Frontiers in Value Creation	実証分析なし

3. 資本市場で一般的に使われるモデルを用いての分析は有用

- 取り上げた論文では、割引キャッシュフローモデル（DCF）やPBRなど、**資本市場一般で使われるバリュエーションモデルや理論を前提**　に分析。
- 例えば、
  - DCFに基づきESG要因が財務パフォーマンスへの伝達径路を実証分析した論文3。
  - 財務価値により顕在化された指標として、負債比率、DOE、短期成長率をとり、上場企業のPBRのプレミアム・ディスカウントの説明要素として企業の潜在価値を分析した論文4，5など。

参考：割引キャッシュフローモデル

投資年度	1年目	2年目	3年目
プロジェクトA	CF_1	CF_2	CF_3

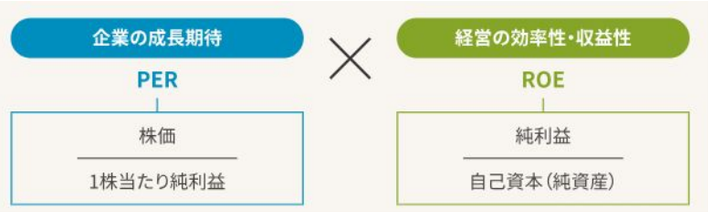
とすると、プロジェクトAの価値は

$$\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3}$$ で計算される

※r: 割引率

DCF法（グロービス経営大学院）

参考：PBR



PRBとは（大和アセットマネジメント）

＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- **資本市場一般で使われるモデルや理論を活用**　して、インパクト投資も議論するべきだという意見が大多数。
- 経済合理性を前提とするこれらのモデルと、**インパクトの多様性を両立させることに対する限界**　の指摘あり。
- DCFモデルで修正すべきは、**長期成長シナリオの部分**　で、**（一般的な投資案件よりも）期間を延ばして**　検討。サプライチェーンの強化、内部ステークホルダーとの関係強化を含む、**アウトカムの創出に時間を要する**　ため。
- PBRの相関調査は、肯定的に評価。一方、長期目線でいえば、**現状はプラスの相関がみられる**　が、長期的にみれば、**企業の対応が進むことでアノマリーが解消する**　と思われる。
- 上場企業等、コングロマリット企業に対するインパクト投資には**必須の前提**だ。

4. モデル分析のインプットしての変数の議論

- 論文4，5，6にて、インパクトの個社性の強さから、生成AIを活用して**アウトカム指標の標準化カタログ** を作成。標準化カタログから抽出したアウトカム・ラベルを説明変数に取り込んだ株価バリュエーションモデルを開発し、潜在価値を分解し、株価に内包されているインパクトの価値を推計。
- インパクトのインプットとしての変数をどう考えるべきか、議論があった。

（図表2）資本財企業の標準化されたアウトカム・ラベル一覧　より

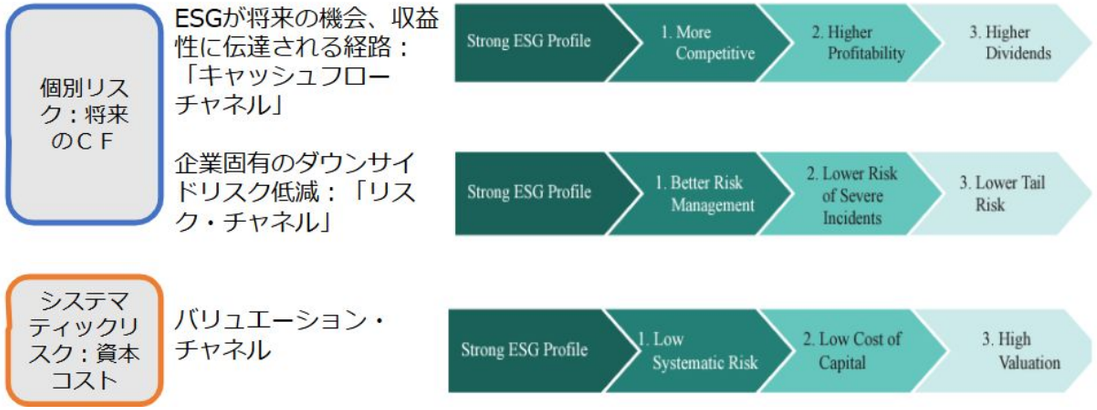
1	Reducing gender inequities in workplace conditions	13	Reducing harmful emissions from small-scale energy sources
2	Supporting decent jobs and fostering economic development	14	Mitigating carbon emissions from forestry and land use
3	Mitigating climate change through sustainable manufacturing	15	Increasing access to and use of quality agricultural inputs
4	Improving health and well-being across the workforce	16	Mitigating climate change through sustainable agriculture
5	Reducing gender inequities in governance, leadership, and ownership	17	Conserving river flows for nature and people
6	Improving rights, respect, and cooperation in the workplace	18	Improving biodiversity through terrestrial ecosystem protection and restoration
7	Mitigating climate change through clean electricity and heat production	19	Improving biodiversity through nature-based solutions and green infrastructure
8	Increasing clean energy generation through low- and zero-carbon alternatives	20	Improving lighting for business
9	Mitigating climate change through carbon capture and sequestration	21	Increasing clean energy storage capacity through improved batteries and other technology
10	Mitigation climate change through clean mobility	22	Increasing the sustainability of wood and wood-based products
11	Reducing gender inequities in pay	23	Increasing housing affordability
12	Improving housing quality	24	Reducing flood risk and stormwater impacts through green infrastructure

（注）取り組みを開示している企業が多い順に掲載
（出所）IRIS+ Thematic Taxonomy、各社有価証券報告書より野村證券作成

＜聞かれたコメント・フィードバック＞
- **定量化できるインパクト** の重要性についての指摘が多く聞かれた。
- 今後インパクト投資家などがこうした技術を積極的に活用することを踏まえると、どのようなインパクトを創出し、それをどのように**効果的に情報開示するか** が極めて重要であるとのコメントも聞かれた。
- **時間軸が長期的** で、将来創出される期待インパクトを取り扱うケースも多く、変数に加え、変数の取り扱う期間についての議論があった。
- **定性的情報（コンテキスト）が劣後してしまう** 点に対する懸念を指摘する声も多くあった。

5. インパクトの企業価値への伝達経路に関する議論

- ESG要因を財務価値への伝達経路を議論、分析する内容（論文4）や、ベネフィットコーポレーションを取り上げた実証分析（論文9）にて、インパクトの企業価値への伝統径路に関する意見が多数あった。



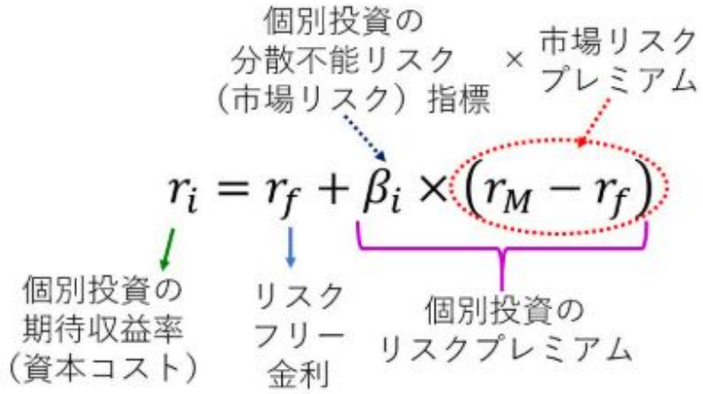
＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- 内容に触発され、**インパクトとの関係性にも応用でき、有用** との意見多数。
- 伝達経路を明らかにすることによって、**企業の競争優位性、エクイティ・ストーリーとインパクト・ストーリーを一致させるための材料となる可能性** を示唆。
- 伝統的な財務価値評価モデルを通じて数値化する前に必要な、重要な議論であるとの意見多数。
- 企業はインパクトと**業績（将来CF）の関係性を（無理やり）定量的に示すよりは、資本コストに対するインパクトの影響** を示す方がエンゲージメントでは意義があるとの意見あり。
- ベネフィットコーポレーションを取り上げた実証分析（論文9）に係る議論では、以前は体制構築にのみ重きを置いている印象があったが、**IMMの実践にまで範囲を広げている** ことで、何が伝達経路を通って企業価値に影響するのかを考えるのに役立つのではないかといった意見も聞かれた。

6. インパクトのαとβの議論

- CAPM（リターンの源泉は、α（市場平均の収益率を上回っている度合いを示す数値）とβ（個別証券の収益が証券市場全体の動きに対してどの程度敏感に反応して変動するかを表す数値））を前提においた、インパクトファンドのβ値を推計、分析した論文（論文7）を取り上げたところ、インパクトのαとβをどう考えるべきかについての議論が盛り上がった。

参考：資本資産価格モデル（CAPM）



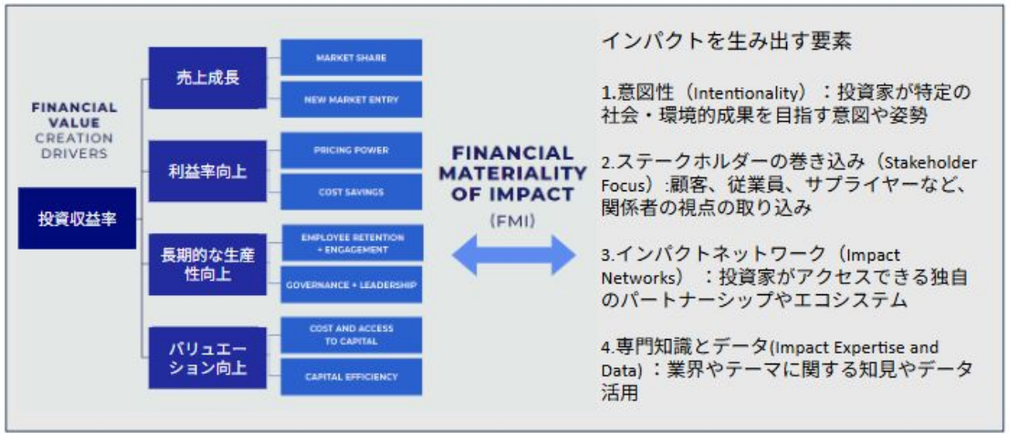
資本資産価格モデル（CAPM）（MARR ONLINE）

＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- **インパクトはαにもβにも含めることができる** 点が興味深いとの意見多数。
- インパクトをαで捉えがちなところ、未上場ファンドにおいてインパクトファンドのパフォーマンスは悪くないが、βが下がるという点は興味深い。
- インパクトがもたらす、**社会全体に対する影響** が、大規模なポートフォリオを運用するアセットオーナーがインパクト投資に取り組む動機になるのではとのコメントもあり。

7. 企業のパーパスと価値創造

- 論文8で行った**パーパスを焦点**にあてた企業事例調査により、インパクトと企業価値のトレードオフを乗り越えようとする企業努力や、そ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、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を明らかにした。
- 論文10では、**インパクト価値創造**には、インパクト価値創造を生み出す要素を理解したうえで、実行し、それがどのように財務的価値に結びつくかを分析する必要があると指摘した（右図）
- これらを踏まえ、実証分析の対象とすべきスコープや対象となる企業のインパクトビジネスの位置づけに議論が及んだ。



New Frontiers in Value Creation、第3回勉強会資料より

＜聞かれたコメント・フィードバック＞

- インパクト志向とパーパスの関係について、さらなる議論が必要。**インパクト志向（意図とIMM）とパーパスと財務パフォーマンスとの関係性**が知りたい。
- インパクトの価値創造は、時間軸の変数を追加することが必要。
- 財務価値に転換しやすいインパクトを優先し、結果としてインパクト・マテリアルな要素（インパクトの観点からもっとも力を入れるべきもの）に対する投資家・企業の優先順位が下がるリスクをどう低減させられるか。
- 一方で、多角化したビジネスを営む企業（上場企業等）や、最終受益者へ必ずしもリーチのできない**B to Bのビジネスを展開している企業は、価値創造プロセスが把握がしづらい**。特に、自然資本や人的資本への影響が広く、社会全体（システム全体）へもたらす影響にも注意が必要。

アンケート結果

- 勉強会に関するアンケートを実施したところ、関連論文を読む時間が普段は取れないので、勉強会の場を使ってきっちり読み込みたい、それらをもとに参加者間で議論したいとの意見多数。
- 実務から生み出されたナレッジをアカデミアと接続させ、更なる実践に活かすサイクルを創出することの重要性を示唆。

「大人のインパクトゼミ」へ

大人のインパクトゼミのお誘い

テーマ

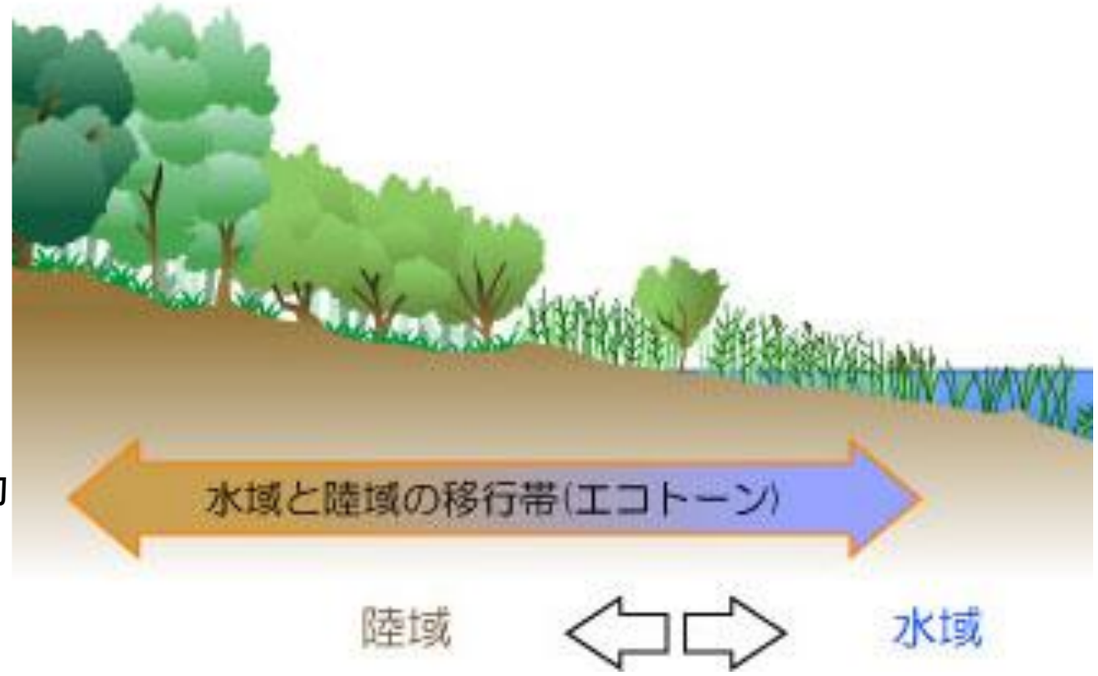
- インパクトと企業価値の接続

目的

- アカデミアの研究論文から得られるインサイトを、研究者の助言を受けながら実践者同士で探究する。この活動を通し、各方面における取組の間接的な後押しする。

今後の予定

- **勉強会**　：秋ごろから来年春に、数回にわたって開催予定。
- **参加者**　：本テーマについて深く議論できるメンバーを想定。
  ※調査チーム参加も募集中！
- **想定成果**：議論内容を報告書として簡単にまとめ、GSGより公表。インパクト志向金融宣言やインパクトコンソーシアム、GSG(本体)に対して積極的に共有。
- **展望**　：議論の内容に深みを持たせるために積極的にアカデミアとの連携をはかりたい。



お問合せは、asia_admin@impactfrontiers.orgまで

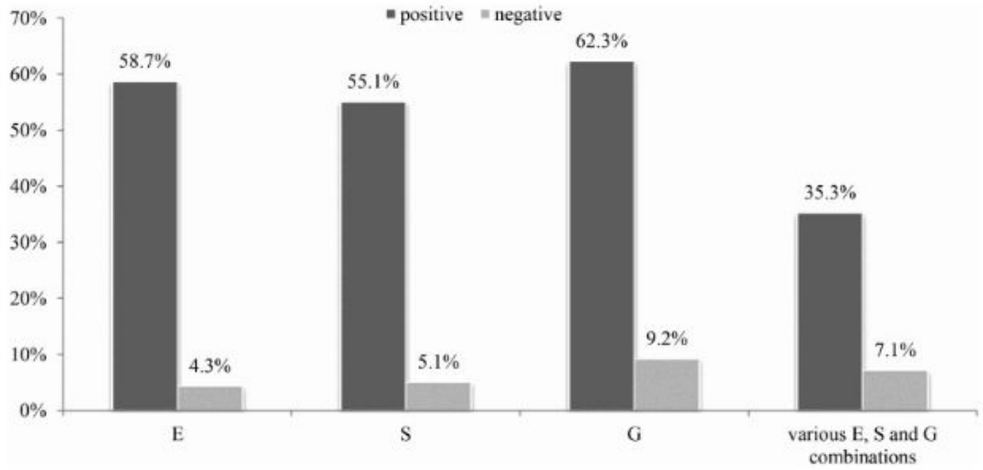
GSG IMPACT | JAPAN

ありがとうございました

参考:論文概要

論文の概要

- ESGと企業の財務パフォーマンス（CFP）の関係に関する2200以上の実証研究をVote Count及びメタ分析。**両方で正の相関** を示す
  - ポートフォリオ（ファンドのパフォーマンス等）vs ノンポートフォリオ（個別の企業のESGパフォーマンスとの関連性)を対象とした研究を比較するとノンポートフォリオを対象とした研究の方がESGとCFPの間により強い正の相関関係がみられる
  - 株式以外のアセットクラスや新興市場でも正の相関関係を確認
  - Eが最も強い正の関係を示し、Sが最も弱い関係を示すが、肯定的な結果と否定的な結果を合わせた場合にはその差は僅少であり、**ESG間にCFPとの間の有意な相関関係の違いを示す傾向は確認できていない**

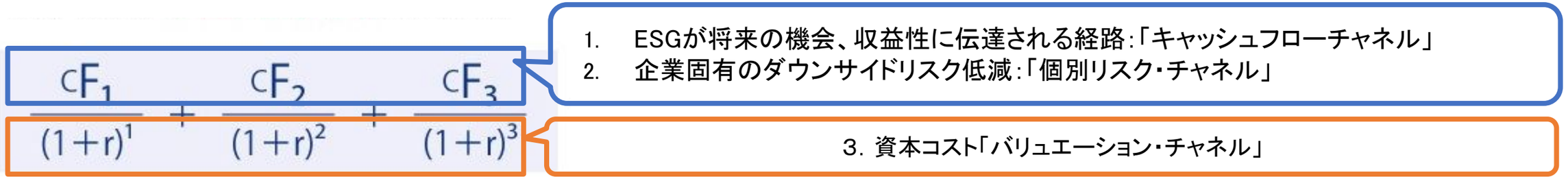


- 企業、投資家、特定のテーマ（脱炭素等）の別にESGとCFPの相関関係を確認したところ、**企業研究においてESG強固でポジティブな関係を確認する一方で、投資家研究においては、ESGとCFPの相関関係は限定的**
- 投資家研究ではリスクマネジメントを考慮している場合の方が肯定的な結果がでる傾向（ESGインテグレーション＞ネガティブスクリーニングとダイベストメント）
- ダインサイドプロテクションやセーフヘイブンとしてのESG投資という特徴を裏付ける指数が存在

- ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies（Journal of Sustainable Finance and Investment、2015）
- Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions (Journal of Sustainable Finance and Investment、2023)

論文の概要

- **標準的な割引キャッシュフローモデル**（Discount Cash Flow Model)を用い、ESG要因と、企業のバリュエーション（キャッシュフロー、リスク、資本コスト）への**伝達経路**を分析。



- 投資家は各社固有の個別リスクを分散化することができるので、システマティック・リスクと各社の個別リスクを分けて検討することの重要性を指摘。投資家がリスクにさらされる対価として要求される収益率を決定するのは専らシステマティック・リスク。

- 実証分析の結果は以下のとおり
  - 高ESG評価企業の方が
    - 高収益で高配当
    - 収益の変動が小さく、システマティック・ボラティリティも低い。
    - β 値が低く、CAPMの観点からは資本コストが低い
    - 株価純資産倍率と株価収益倍率の両面でバリュエーションが高い
  - 過去10年間で、高ESG評価企業は、固有リスクインシデントの発生頻度が低く、深刻なビジネスリスクの軽減に優れ、テールリスクも低い

Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance (MSCI, 2019)

- 時価総額のうち財務情報・マクロ要因で説明できない企業固有の価値を「潜在価値」と定義し企業の持続的成長性の源泉と捉える
- 財務価値により顕在化された指標として、負債比率、DOE、短期成長率をとり、上場企業のPBRのプレミアム・ディスカウントの説明要素として潜在価値を分析する
- PBR = ROE * PER として、PER:（株主資本コスト−期待成長率）の近似値という整理
- 欧米企業の株価から推計した潜在価値には中長期の期待成長率が織り込まれていたが、日本企業には確認できない
- 一方、日本においてもインパクトレポート掲載企業の潜在価値は概ねプラスであり、長期投資を基本とするインパクト投資家は潜在価値の中身を評価し持続的な成長を期待して投資していると考えられる
- 国際統合報告フレームワーク（6つの資本）、ロジックモデル等を言及しながらインパクトとの関連を概念整理し、有価証券報告書との接続を提案
- インパクトの個社性の強さから、生成AIを活用してアウトカム指標の標準化カタログを作成し、企業の開示情報のテキスト文を読ませた上でカタログから適切なアウトカム指標を抽出、潜在価値の中身を可視化
- 標準化カタログから抽出したアウトカム・ラベルを説明変数に取り込んだ株価バリュエーションモデルを開発し、潜在価値を分解し、株価に内包されているインパクトの価値を推計
- 今回のカタログ、アウトカムラベルははプロトタイプであるが、将来インパクト評価の有用なツールとなることを目指す

- 時価総額のうち財務情報・マクロ要因で説明できない企業固有の価値を「潜在価値」と定義し企業の持続的成長性の源泉と捉える
- 財務価値により顕在化された指標として、負債比率、DOE、短期成長率をとり、上場企業のPBRのプレミアム・ディスカウントの説明要素として潜在価値を分析する
- PBR = ROE * PER として、PER:（株主資本コスト−期待成長率）の近似値という整理
- PER向上策として、ESGリスク管理によって事業リスク（ネガティブインパクト）を抑えることで株主資本コストを下げる、同時にイノベーションによって環境・社会課題を解決するポジティブインパクトを創出するtことで持続的な成長を実現する、この両方に取り組むことが重要
- ネガティブインパクトの抑制について、ESG情報と株価の関係性を把握。400近いESG開示指標について単回帰分析を行った結果、23指標においてPBRとの統計的有意性が確認された。CO2排出量が多いビジネスからの収益割合、女性取締役比率が高い、等
- GICS産業グループ「資本財」に属する国内34社を対象にどのようなアウトカムラベルで横比較するのが適切か各企業の開示内容と生成AIを活用して標準化を試みる。最終的に少なくとも1企業以上が取り組みを開示している24のアウトカムラベルを抽出。
- 資本財に属する34社を対象にPBRを予想ROE、売上高成長率、負債比率の3ファクターで推計する定量モデル「PBR推計モデル」を構築。上記の24アウトカムラベルとの関係を分析。最もPBRプレミアムへの影響が大きいのはMitigation climate change through clean mobility. 他方Increasing clean energy generation through lo−carbon and zero−carbon alternativesはマイナスの寄与度。

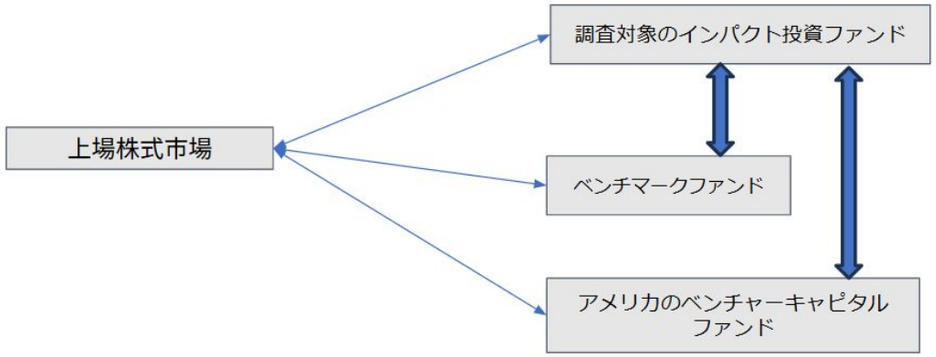
- PBR = ROE * PER として、PER:（株主資本コスト−期待成長率）の近似値という整理
- 近年ポジティブインパクトをアウトカム（施策の成果・効果）で説明する企業が増えているが、投資家からは個社性が強く、横比較が難しい点が指摘されている。また、インパクトを財務諸表に反映させるインパクト加重会計の導入を試みる日本企業も出てきているが、企業価値向上に結び付けたと示せる事例はまだない
- 生成AIを活用してインパクト測定ツールIRIS+のStrategic Goalを拡張・整理し、アウトカムラベルを再定義。再定義した183のアウトカムラベルに関する開示の有無を生成AIで各企業の有価証券報告書で判定することで客観的な横比較を行う
- PBRを推計する定量モデルとして予想ROE、予想DOE（自己資本配当率）、売上高成長率、財務レバレッジの4ファクターとGICSセクター、183のアウトカムラベルに関係する開示有無をファクターとして使用
- ソニーグループを例として、PBRを要素分解。リーダーシップ教育の推進など一部のアウトカムラベルがPBRにポジティブに寄与する可能性が示唆された
- 本アプローチは、プロンプトの改善や今後の生成AIの発展で精度が向上する可能性が高い

論文概要

CAPM（リターンの源泉は、α（市場平均の収益率を上回っている度合いを示す数値）とβ（個別証券の収益が証券市場全体の動きに対してどの程度敏感に反応して変動するかを表す数値））に基づき、インパクトファンドのβ値（PMEウェッジ）を推計、分析したもの。

実証分析の結果

- インパクトファンドは、上場株式市場の動向に対し、類似の条件を持つファンド（ベンチマークファンド）と比較して**市場リスクへの感応度が低い**。
- リスク調整後のリターンをインパクトファンドと類似条件を持つファンドと比較すると、**劣後はしているが、大差ない（悪くもない）**
- 既存のサステナビリティ／新興国　インデックスファンドに投資している特定の投資家にとって、リスクエクスポージャーを考慮した場合、特定の意図（嗜好）があれば、**インパクトファンドに投資することやポートフォリオの調整することは、不合理ではない**



Panel (a): Impact funds

	PME	GPME
Estimate	−0.206	−0.470
(sd)	(0.041)	(0.186)
[J-stat p-value]	[0.000]	[0.012]

Panel (b): Matched funds

	PME	GPME
Estimate	−0.013	−0.330
(sd)	(0.033)	(0.184)
[J-stat p-value]	[0.707]	[0.073]

Panel (c): VC funds

	PME	GPME
Estimate	−0.070	−0.433
(sd)	(0.088)	(0.120)
[J-stat p-value]	[0.424]	[0.000]

- The risk and return of impact investing funds (Journal of Financial Economics, 2024)

論文概要

企業がインパクト創出を目指すことと企業価値向上との関係は、トレードオフが存在しない場合（「パイの拡大」を通じてインパクト創出を目指す）とトレードオフが存在する 場合（「パイの分配の見直し」によって目指す）があるが、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といった好機を捉えることで、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。

本稿では企業のインパクト志向に着目した実証分析を行うために「**パーパス」の言明に着目** し、「食料品」または「サービス業」に分類される日本企業 309 社を対象に、パーパスに関するテキスト情報を4段階に分け、財務パフォーマンスをROE、ROA、Tobin’s Q、TSRの指標を活用して実証分析を行った。企業の「パーパス」は、「組織か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」ものと考えられ、企業のインパクト志向を推し量るものと言える。その結果、

- **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がある**ことが明らかとなった。
- 消費の外部性（顧客の利益・満足のみならず、その波及効果）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 。

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%

インパクト創出と企業価値向上は両立するのか（金融庁金融研究センター , 2023年8月）

論文概要

2019年から2022年までの間のイタリア企業のパフォーマンス比較の結果、**ベネフィットコーポレーションが同規模の通常の企業と比して収益及び収益性の両面で、パフォーマンスが劣後しているわけではない**　（Benefit Corpが利益を犠牲にして公益を追求しているという訳ではない）ことを報告

- その後の研究において、調査対象のベネフィットコーポレーションの目的をSASB+の基準を参考に調査
  - 情報が不十分又は社会的な目的の特定できなかった会社（422/3619社（11.7%））以外のすべての会社が社会的目的を1つ以上特定していた
  - 内訳：32.5%が 社会資本、24.4%がビジネスモデルとイノベーション、17.6%が人的資本、13.4% がリーダーシップとガバナンス 、12.2% が環境

特に、イノベーション（特許や商標の取得）、国際化（海外投資・海外進出）、持続可能性（環境認証の取得）といった戦略分野への投資により、ベネフィット・コーポレーションは高い生産性を示していることが示唆従業員の生産性の向上の兆候がみられる

- ベネフィット・コーポレーションはより高い人件費を支払っており、一人あたりの生産性も高い傾向
- Benefit Corporationは以前は体制構築にのみ重きを置いている印象があったが、IMMの実践にまで範囲を広げていることで、何が伝達経路を通って企業価値に影響するのかを考えるのに役立つのではないかとの示唆があった

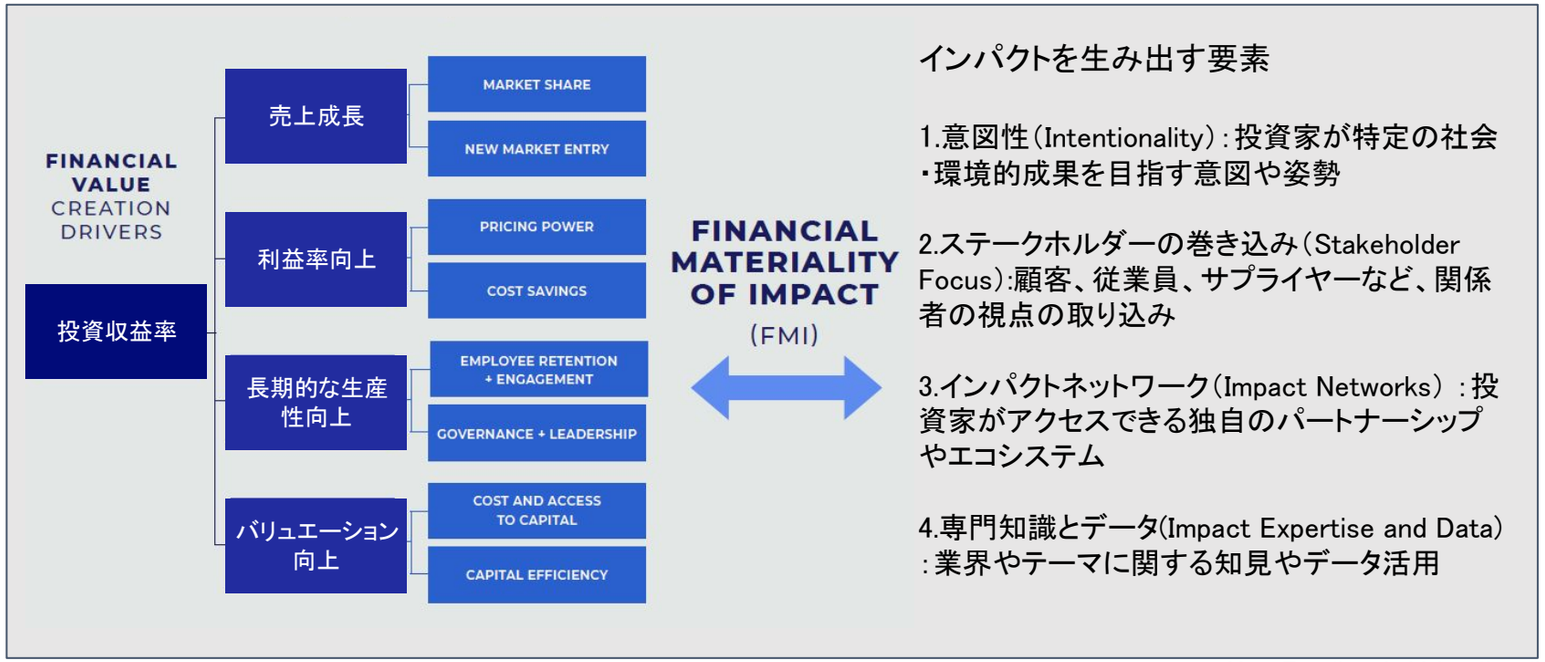
報告書概要

本報告書では、「インパクト価値創造（impact value creation）」、すなわち投資家が所有者、貸し手、または影響力を持つ立場として、投資先企業のインパクトの規模、深さ、持続期間を向上させる活動のあり方に焦点をあて、インパクト価値を生み出すための活動と、その際に考慮すべき重要なポイントや実践的な手引き、具体的な手法やアクション、企業のケーススタディを掲載している。

インパクト価値創造には、インパクト価値創造を生み出す要素（Sources of Impact Value Creation）を理解したうえで、実行し、それがどのように財務的価値に結びつくか（Financial Materiality of Impact）を分析する必要がある。

「インパクト価値創造」には3つのアプローチが考えられる。

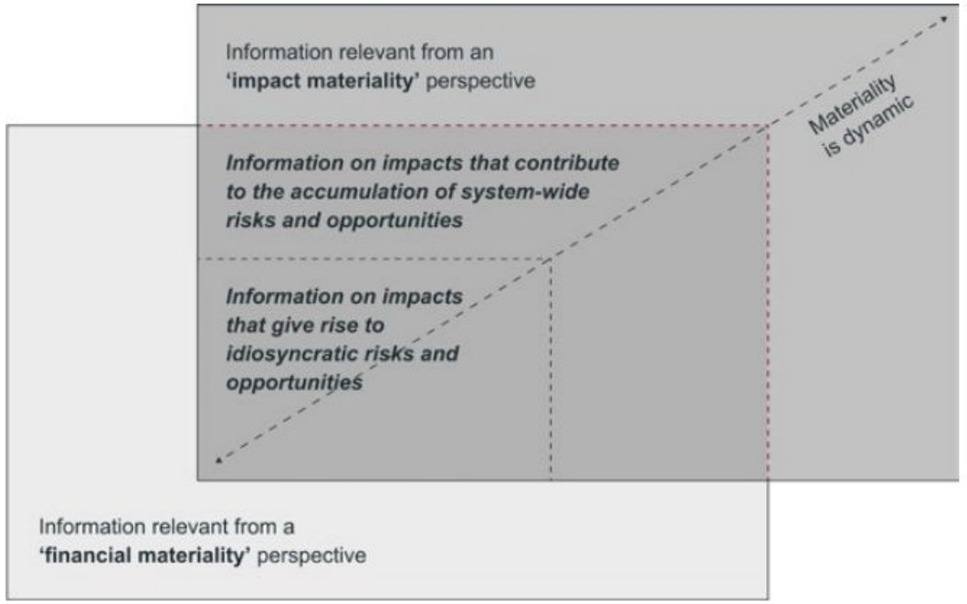
- Growthアプローチ（社会的・環境的インパクトを有する製品やサービスの拡大）
- Systemsアプローチ（企業の業務、労働力、バリューチェーンにおける改善を通じ、業界全体の規範を変革する）
- Transformationアプローチ（インパクトを意識していない製品やサービスを、インパクト志向のものに変える、不持続的なビジネスを持続可能なものに転換する）



New Frontiers in Value Creation

ESGとインパクトとの関連性

- 論拠となったのは、Impact Management Platformによる、「The Imperative for Impact Management」（2023年6月公表）
- 多くの企業や金融機関は、サステナビリティに関連する組織固有のリスク対応が目的となっており、環境及び社会全体のリスクと機会を十分に管理できていないことに警鐘を鳴らしたもの。
- 投資家や金融機関がインパクト・マネジメントを広く取り入れることが、人的・環境的な要請であるだけでなく、市場全体の持続的な経済・財務パフォーマンスにとっても重要であることを論じている。
- 右図のように、包括的かつ将来的な財務のマテリアリティの観点からの情報ニーズと、インパクトのマテリアリティの観点からの情報ニーズは、重複していると整理。



財務およびインパクトのマテリアリティの観点からの情報整理

取り上げる実証研究の中で、「重複部分」に焦点を当てたものであれば、ESGという名前で発表されている論文であっても、インパクトの文脈においても示唆が得られると考えた。

The Imperative for Impact Management Clarifying the relationship between impacts, system-wide risk and materiality (Impact Management Platform)