

本資料は(一財)社会変革推進財団との業務委託契約に基づき、SIMIの責任において制作されました。原著の著作権は当該資料を作成した作者にあり、日本語化された資料の著作権は(一財)社会変革推進財団及び(一財)社会的インパクト・マネジメント・イニチアチブにあります。

<https://simi.or.jp/grc/the-investors-perspective/>

# 投資家の視点

## THE INVESTOR'S PERSPECTIVE

あるアセットマネジャーの人と地球に対する影響の  
ポートフォリオ分析からの学び

### Impact Management Project & PGGM

(PGGMはオランダで二番目に大きい年金基金であるPFZWを含む、  
総額2千2百億ユーロの資産を管理している投資機関)

2017年9月

渡辺啓子 抄訳・まとめ

# 「投資家の視点」について

さまざまな事業が人や地球に与える影響（インパクト）の測定とマネジメント（IMM）に関する基本的要素（ファンダメンタルズ）を合意・共有することができれば、投資家は、与えられたアセットクラスにおける投資対象の選定が容易になるはずである。それによって、財務目標の制約の中でインパクト目標達成を可能にする投資ポートフォリオを構築することができる。

以下は、この考え方に沿って、オランダ大手の投資機関であるPGGMが、人と地球への影響という視点から自社のポートフォリオをマッピングした結果をまとめた報告書である。

# 「インパクト」の基本的要素

- 金融投資の世界では、投資のリターンや流動性といった共通のファンダメンタルズが確立されており、それなしでは市場は発展してこなかった。
- 一方、すべてのビジネス、すなわちすべての投資は人と地球に何らかの影響(effect)を及ぼす。IMPはそれらの影響の集合が「インパクト」とであると位置づけている。
- インパクトを形成する影響は、以下の5つの「基本要素」から成る。
- これにもとづき、投資のパフォーマンスをこの5つの側面から捉え、その影響の重要度(マテリアリティ)を考える。



WHAT



HOW MUCH



WHO








CONTRIBUTION



RISK

# 「インパクト」の基本要素

事業によりもたらされる影響が重要（マテリアルなもの）であるのは、以下の場合である。

 WHAT	重要な正負のアウトカムに関連する場合 (WHAT)
 HOW MUCH	その影響の度合い、対象人口の規模、影響が持続する時間、影響が生まれるスピードが大きい場合 (HOW MUCH)
 WHO	影響の対象が見過ごされている人々の場合や地球全体の場合 (WHO)（「見過ごされている人々 (アンダーサーブド)」とは、「正」のアウトカムの場合はその恩恵を受けていない、「負」のアウトカムの場合はその犠牲となっているような人々）
 CONTRIBUTION	WHAT, HOW MUCH, WHOの要素のいずれかにおいて、当該の介入によって影響が（介入なしの場合に比べて）変化する場合 (CONTRIBUTION)
 RISK	影響が予測されたものでない確率が高い場合 (RISK)

# ビジネスの意図

一方、ビジネス・事業がどのように「負」のインパクトを回避し「正」のインパクトを増加する目標を設定するかは、そのビジネスの「意図 (intention)」による。この「意図」はおおむね以下の3つに分類される。

## Avoid Harm

責任ある行動をとるため、もしくはリスクを軽減するためにステークホルダーが被る「害」を避ける。

## Benefit Stakeholders

「正」のインパクトは長期的に良い業績を維持できると考える、もしくはビジネスは社会に貢献すべきと考えており、ステークホルダーへの「害」を回避するだけでなく、利益をもたらしたいと考える。

## Contribute to Solutions

「害」を回避し利益を生むだけでなく、特定のステークホルダーが抱える社会的または環境的な課題解決に貢献したいと考える。

# ビジネスの意図とインパクトの関係性

ビジネスの意図

5つの基本要素におけるビジネスのインパクト目標

	A 「害」を回避	B 人と地球への利益を 考慮	C 課題解決に貢献
WHAT	重要な「負」の アウトカム	重要な「正」の アウトカム	特定の重要な「正」のア ウトカム (かつ)
HOW MUCH	わずか・少数	多様	深く、多数に、長期に (かつ)
WHO	見過ごされている人々	多様	見過ごされている人々 (かつ)
CONTRIBUTION	変化なしが プラスの貢献	変化なしが プラスの貢献	プラスの貢献
RISK	多様	多様	多様

# ビジネスのインパクトを促す投資戦略

- 投資によって実現しうるインパクトは、どのようなインパクト目標を持つビジネスに投資するのかということと、それぞれのビジネスのインパクトを実現させる投資の貢献度合いによって決まる。
- 投資家が投資先のビジネスのインパクトを促すための戦略はいくつかあるが、どの戦略が主眼であるかを明確にしておくことが大事である。
- 考えられる戦略には以下の4つがある。

<p><b>+インパクトの重要性を発信 (Signal that Impact Matters):</b> 特定の投資先を選択するか選択しないかによって、もしすべての投資家はその選択をすれば社会的・環境的インパクトが資本市場の「価格」に反映されるようになる。「価値との整合(value alignment)」とも呼ばれる。</p>	<p><b>+新規もしくは供給不足の資本市場の育成(Grow New or Undersupplied Capital Market):</b> インパクトのみならず投資収益も期待できる新しい市場、もしくはこれまで見過ごされていた投資機会を作り出すか、参加する。</p>
<p><b>+積極的な関与 (Engage Actively):</b> ビジネスの環境的・社会的パフォーマンスを改善するために専門知識とネットワークを動員する。関与のレベルは様々だが、単なる対話以上に「積極的なエンゲージメント」という表現は、ビジネスが人や地球に与える影響を改善するために、一歩踏み込んだ取り組みの実践を指す。</p>	<p><b>+寛容で柔軟な資本の提供 (Provide Flexible Capital):</b> ビジネスが意図するインパクトを生み出すためには、一定の期間、リスクを加味した投資収益が低いもしくは生まれないということを受け入れ、寛容な資本を提供する。</p>

**Figure 3: The landscape of investment opportunities**

右の図は、インパクト目標に沿った投資戦略の機会をまとめたもの。

インパクト目標(縦の列)と投資戦略(横の列)が交差するところに、適した投資機会がある。

		IMPACT GOALS		
		Avoid harm	Benefit stakeholders	Contribute to solutions
<ul style="list-style-type: none"> <li>□ WHAT</li> <li>⋮ HOW MUCH</li> <li>○ WHO</li> <li>+ CONTRIBUTION</li> <li>△ RISK</li> </ul>		Important negative outcomes	Important positive outcomes	Specific important positive outcome(s) <i>AND</i>
		Marginal and for few	Various	Deep, and/or for many and/or long term <i>AND</i>
		Underserved	Various	Underserved
		Likely same or better	Likely same or better	Likely better
		Various	Various	Various
+ INVESTOR'S CONTRIBUTION	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital	E.g. Ethical bond fund	E.g. Positively-screened / best-in-class ESG fund	E.g. Sovereign-backed bonds (secondary market) funding vaccine delivery to underserved people or renewable energy projects
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital	E.g. Shareholder activist fund	E.g. Positively-screened / best-in-class ESG fund using deep shareholder engagement to improve performance	E.g. Public or private equity fund selecting and engaging with businesses that have a significant effect on education and health for underserved people
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital	E.g. Anchor investment in a negatively-screened real estate fund in a frontier market	E.g. Positively-screened infrastructure fund in a frontier market	E.g. Bond fund anchoring primary issuances by businesses that have a significant effect on environmental sustainability, access to clean water and sanitation
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital		E.g. Positively-screened private equity fund making anchor investments in frontier markets	E.g. Private equity fund making anchor investments in businesses that have a significant effect on income and employment for underserved people
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital			E.g. Below-market charity bonds, or an unsecured debt fund focused on businesses that have a significant effect on employment for underserved people;
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital			E.g. Patient VC fund providing anchor investment and active engagement to businesses that have a significant effect on energy access for underserved people

Competitive risk-adjusted financial returns

FINANCIAL GOALS



# PGGMのマッピング

PGGMは、「解決策への投資 Investments in Solution (オランダ語の略称はBiO)」と称する投資プログラムを実践。PGGMの主たる顧客のPFZW(保健セクターの年金基金)は200億ユーロを5つの持続可能な開発目標(SDGs)に対応する4つの分野—「気候変動、大気汚染」「食糧安全保障」「保健サービス」「水の確保」—に投資することを誓約している。

オランダやスウェーデンの他の年金基金と共同で、「持続可能な開発への投資(Sustainable Development Investment – SDI)の定義と分類法を確立し、それに合致する投資先(企業)を選定するプロセスと実際の投資先のリストも作成した。

PGGMSDIは、SDIの基準を「インパクトの基本要素」のうち4つの要素と照合させている。

インパクト要素	PGGMのSDI基準
WHAT	SDG 2, SDG 3, SDG 6, SDG 7, SDG 12 への「正」の貢献があるか？
HOW MUCH	企業にとって意図するインパクトが主たる事業であるか、もしくはその企業のマーケットシェアによって投資先を分類し、その貢献の度合いを測定する。
CONTRIBUTION	その企業の事業がない状態に比べて重要な違いがあるか？ それぞれの企業が独自に事業のインパクトを測定しているが、データが不足しているため、正確に貢献度を測定することには限界がある。
RISK	予期せぬ「負」のインパクトが発生するリスクを最小限にするための質的分析をファンドマネージャーが実施。
WHO	PGGMは事業の対象人口については特に定めていない。

**Figure 5: PGGM has carried out a mapping of its own portfolio to the matrix**

Note: the remaining 12.1% of PGGM's portfolio may be causing harm (see page 11).

		IMPACT GOALS								
		AVOID HARM		BENEFIT STAKEHOLDERS		CONTRIBUTE TO SOLUTIONS				
		Allocation in € bln.	Allocation in %	Allocation in € bln.	Allocation in %	Allocation in € bln.	Allocation in %	Allocation in € bln.	Allocation in %	
INVESTOR'S CONTRIBUTION	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	Listed Real Estate	12	5.6%	Mortgages*	1.7	0.8%	Private Real Estate - BiO Climate	0.3	0.1%
		Private Real Estate	12	5.8%	Private Real Estate - BiO	0.1	0.0%	Private Equity - BiO Climate	0.2	0.1%
		Private Equity	9.9	4.8%	Other Equities - BiO	0.5	0.2%	Other Equities - BiO Climate	0.3	0.1%
		Government Bonds	39	18.9%				Cash BiO**	0.1	0.0%
		Other Equities	4.2	2.0%						
		Alternative Equities Strategies	18	8.7%						
		High Yield Developed Markets	4.8	2.3%						
		Insurance Linked Investments	3.7	1.8%						
		<b>Total</b>	<b>103</b>	<b>50.0%</b>	<b>Total</b>	<b>2.3</b>	<b>1.1%</b>	<b>Total</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4%</b>
		Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	Developed Market Equities	25	12.0%	Investing in Solutions Equities - BiO	6.4	3.1%	Investing in Solutions Equities - BiO Climate	1.5
		Emerging Market Equities	8	3.9%						
		Developed Market Credits	6.7	3.2%						
		Emerging Market Credits	3.5	1.7%						
		Emerging Market Debt Local Currency	8.5	4.1%						
	<b>Total</b>	<b>51</b>	<b>24.9%</b>	<b>Total</b>	<b>6.4</b>	<b>3.1%</b>	<b>Total</b>	<b>1.5</b>	<b>0.7%</b>	
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	Structured Credit	5.4	2.6%	Developed Market Credits - BiO	0.4	0.2%	Developed Market Credits - BiO Climate	0.1	0.0%
					Emerging Market Credits - BiO	0.1	0.0%	Emerging Market Credits - BiO Climate	0.1	0.0%
							Government Bonds - BiO Climate	0.7	0.3%	
							Semi-sovereign, Sub-sovereign and Agency bonds - BiO Climate	0.1	0.0%	
	<b>Total</b>	<b>5.4</b>	<b>2.6%</b>	<b>Total</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2%</b>	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>0.5%</b>	
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	Infrastructure	6.5	3.2%	Infrastructure - BiO	0.1	0.0%	Infrastructure - BiO Climate	1.1	0.5%
					Private Real Estate - Healthcare Mandate - BiO	0.1	0.0%	Private Equity - Microfinance	0	0.0%
					Private Equity - Healthcare - BiO	1	0.5%			
	<b>Total</b>	<b>6.5</b>	<b>3.2%</b>	<b>Total</b>	<b>1.2</b>	<b>0.6%</b>	<b>Total</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5%</b>	
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>
	Signal that impact matters + Engage actively + Grow new or undersupplied capital markets + Provide flexible capital	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>

\* PGGM Mortgages portfolio qualifies as 'Benefit Stakeholders' because PGGM solely invests in specific mortgages aimed at providing healthcare workers with affordable housing

\*\* A part of PGGM's Cash portfolio is invested in climate solutions by the cash provider (Rabobank Duurzaam Deposito)

右の図は、PGGMが自社のポートフォリオをマッピングした結果をまとめたもの。

ポートフォリオの大半が「インパクトの重要性を発信」し(50%)、ビジネスがインパクトを測定することに「積極的なエンゲージメント」をしている(28%)。8%が「新規もしくは供給不足の資本市場の育成」につながっている。

# PGGMによるマッピングの結果

## ビジネスのインパクト目標について

- ポートフォリオの12%についてはそのアセットクラスの性質、もしくはデータが不足していることから、インパクトが測定不可能であった。(つまり、「負」のインパクトの可能性もある。)
- ポートフォリオのビジネスの大半は、最低限「害を回避」する選択をしている。
- ポートフォリオの4.5%がBiO投資として人と地球に有益な投資である。
- 同じくBiO投資(主に気候変動と大気汚染の分野)を通じて、ポートフォリオの2.5%が、「正」のインパクトに重要な貢献をしている。(この数字はもっと高いかもしれないが、WHOに関するデータに限界があるため、「有益な投資」に分類されている。)

# PGGMによるマッピングからの洞察

#1 データ不足のなかでのインパクト目標設定が現状。PGGMのような中間投資機関はビジネスから提供されるデータに依存するため、投資先を比較し、自身の「意図」を反映させるためには、それぞれのビジネスのインパクト目標に沿ったインパクトの5つの要素に関する統一したデータが不可欠である。

#2 ネガティブ・スクリーニング(排除される投資先)のビジネスがもたらすかもしれない「正」のインパクトは分からない。多くのビジネスは幅広い範囲のインパクトをもたらすことから、「正」のインパクトが漏れている可能性もある。

#3 「人と地球に有益である」ことも「解決に貢献」するビジネスも「正」のインパクトをもたらすことに変わりはないが、このふたつを差別化することは重要である。しかし、WHO(影響を受けている人)のデータがないことから、対象が地球である投資(気候変動と大気汚染)だけが「解決に貢献」していると分類される。

#4 「人と地球に有益である」か「解決に貢献」しているかの分類について、データが不足しているところはビジネスの「意図」の有無によって補われる。ビジネスの「意図」の明言とそのビジネスがインパクト測定を実践しているかは多くの場合対応している。

#5 「意図」の有無は、リスクの回避にもつながる。サプライチェーンの下流に位置し、商品の差別化が少ないビジネスにとっては、「意図」の明言が鍵となる。

## ご利用条件

本資料は一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ(Social Impact Management Initiative: SIMI) (以下「当法人」といいます)が運営するSIMIグローバルリソースセンター(以下「本ウェブサイト」といいます)に掲載されているものです。

本ウェブサイトを利用される前に以下の利用条件をお読みいただき、これらの条件にご同意された場合のみご利用ください。本ウェブサイトをご利用されることにより、以下の条件にご同意されたものとみなします。

なお、以下の条件は、予告なしに変更されることがあります。本条件が変更された場合、変更後の利用条件に従っていただきます。あらかじめご了承ください。

### 1. 著作権について

本ウェブサイト上のすべてのコンテンツに関する著作権は、特段の表示のない限り当法人および当該資料の原著の作者に帰属しております。そのすべてまたは一部を、法律にて定められる私的使用等の範囲を超えて、無断で複製、転用、改変、公衆送信、販売などの行為を行うことはできません。

### 2. 免責事項

本ウェブサイトは、社会的インパクト・マネジメントに関連する海外の文献や資料を、日本語に訳しまとめたものを、著者及び出版元の許可を得て掲載しています。本ウェブサイトに掲載されているコンテンツは、あくまでも便宜的なものとして利用し、適宜、英語の原文を参照していただくよう、お願いいたします。

誤りのないようあらゆる努力をしておりますが、誤訳、あるいは、掲載されている情報の使用に起因して生じる結果に対して、当法人関係者及び当ウェブサイトは、一切の責任を負わないものといたします。

当法人は、予告なしに、本ウェブサイトの運営を中断または中止、掲載内容を修正、変更、削除する場合がありますが、それらによって生じるいかなる損害についても一切責任を負いません。また本ウェブサイトのご利用によりご使用者様または第三者のハードウェアおよびソフトウェア上に生じた事故、データの毀損・滅失等の損害について一切責任を負いません。

### 3. リンクについて

営利、非営利、イントラネットを問わず、本ウェブサイトへのリンクは自由ですが、公序良俗に反するサイトなど、当社の信用、品位を損なうサイトからのリンクはお断りします。また事前事後にかかわらず、その他の理由によりリンクをお断りする場合があります。

### 4. 資料の引用について

本ウェブサイト上に掲載された日本語まとめ、抄訳及び翻訳資料を引用する際には、出典の著作者名として「一般財団法人社会的インパクト・マネジメント・イニシアチブ(SIMI)グローバルリソースセンター」及び当該資料の原著の著作者名を、併せて明記ください。なお、引用の範囲を超えられる場合は、当法人および当該資料の原著の著作権者に了解を得てください。