

上場株のインパクト投資 ーインパクト追求の戦略ー

Impact Investing in Listed Equities Strategies for Pursuing Impact

Global Impact Investing Network (GIIN)

2021年6月

中村将人 抄訳・まとめ

序文

現在世界中で進行しているサステナブルファイナンスへのトランジションの流れの中、多くの上場株投資ファンドにおいて、ネガティブスクリーニングやESGスクリーニングといった投資先の事業が創出する負の外部性を評価し低減する取組が広がってきています。

その様な流れの中、更に一步踏み込んで、**投資先が生み出すポジティブな社会的インパクトを追求しようとするインパクト投資の手法が上場株投資において拡がり始めています。**

今回のGIINレポートでは、その様な上場株インパクト投資ファンドのあり方について検討するワーキンググループの議論にもとづき、**上場株インパクト投資において、どの様にインパクトテーマ設定、デューデリジェンス、ポートフォリオの構築、インパクト測定とレポートングを行っているか**につき、実際のファンドマネジャーに対して行った調査をまとめて公開しています。



エグゼクティブ・サマリー

GIINは、2019年に、上場株インパクト投資に関するワーキンググループを立ち上げました。主眼の一つは、上場株市場におけるサステナブルファイナンスの中でのインパクト投資の位置付けを確認することでした。その結果、次の4点が浮かび上がってきました。

1. 上場株インパクト投資において、多くがサステナブルファイナンスとは異なる**革新的取り組みを、インパクトテーマ策定、ポートフォリオ設定、パフォーマンス測定、エンゲージメントのいずれかで行っている**。同時に、この4側面すべてで革新を発揮しているものは見られなかった。
2. 上場株のサステナブルファイナンスにおいて、これがあれば「インパクト投資」と峻別できる決定的要素は存在しない。むしろ、**インパクト投資は、投資プロセス全体を包括的にインパクトを中核に置くことによって成り立つ**と考えられる。
3. インパクトを中核に置く出発点としては、**1)インパクト目標を投資戦略の中に位置付けること、2)投資プロセスの中にインパクトに関するKPI設定と管理やデータ収集を取り入れること**の2つが考えられる。
4. 投資家がポジティブな結果に貢献しようとする選択肢や手段は、上場株式と他のアセットクラスとでは大きく異なる。**上場株式では、投資家単体の影響力は限定的と理解したうえ、実体経済におけるインパクトを追求することは可能であり、体系的に、ターゲットを絞った方法、迅速に動いていくことでこれが可能になる。**

以下で、インパクト投資を特徴づける4つの面での主要な学びを解説します。

- (1) ファンドのインパクトテーマ設定
- (2) 投資先選考プロセス
- (3) 投資先との関わり(エンゲージメント手法)
- (4) インパクト測定・マネジメント(IMM)

(1) ファンドのインパクトテーマ設定

上場株インパクト投資を行うファンドによって、どの様なインパクトを達成したいかは異なります。ファンドごとに、そのファンドが投資活動を通じて達成したいインパクト・解決したい社会課題のテーマを設定します。インパクトテーマ設定の要素として以下の様なものが挙げられます。

- ・ ファンドへの資金提供者が解決しようとしている特定の問題(特にファンド資金提供者が特定の問題を解決する事を目的として設立された財団や企業であった場合など)。
- ・ グローバルに認識され設定されている特定の社会課題(SDGs, IRIS+のインパクトカテゴリーなど)。
- ・ ファンド運営者(GP)が投資戦略として設定する社会課題。

インパクトテーマを設定には、セオリーオブチェンジ(ToC)の構築が有用だということが認識されています。ToC構築の材料として、以下の糸口が考えられます。

- ① グローバルに認識されている課題解決のゴール(SDGsなど)を参照に課題テーマとゴールを設定する。
- ② エビデンスやデータを用いて対象とする社会課題の現在の状況を把握する。
- ③ 課題の大きさや場所を考慮する。
- ④ 対象とする社会課題のステークホルダーおよび受益者を設定し、ファンドの活動がそれらにどの様に貢献するかを文章化し、ロジックモデルを設定する。
- ⑤ ファンドが創出し得るインパクトの大きさを定量的もしくは定性的に予測する。

この中でも特に重要なものは、②データやリサーチを用いて、アドレスしようとしている社会課題を正しく認識し、④その上でそのファンドがその問題解決にどう役立つかを明記するという点です。これらの点をクリアにする事で、ファンドへの投資家、ファンド運営者、ファンドが投資する先の3社の合意形成と期待値設定を行うことができます。

(2) 投資先選考プロセス -1. 投資先群(ポートフォリオ)の構成-

投資先群(ポートフォリオ)構成の例

GIINの調査では、大きく分けて3つの構成例が確認された。

- ① 広いテーマに広く投資(例えば100銘柄以上をSDGsの全てのテーマに投資)
- ② 限られたテーマに広く投資(100銘柄以上を一つか幾つかのSDGsテーマに投資)
- ③ 限られたテーマと企業に投資(50銘柄以下)

投資先選定における上場株インパクト投資ならではの論点

・様々な事業を行っている大企業のインパクトをどう考えるか

上場株投資の対象となるような大企業は多岐にわたる事業を行っていることが多く、ファンドが対象とするインパクトを創出する事業を行っていないながら、関連のない事業を行っていたり、場合によっては同時にネガティブなインパクトを生み出す事業を行っている場合もある。その様な場合に、**企業全体でネットポジティブインパクトと考える投資を行うか、もしくは関連のある事業を行っている企業にのみを投資するか、そのファンドの考え方によってポートフォリオ構成に違いが現れる。**

・投資する企業のサイズをどう考えるか

大型株企業に投資する事により、その会社がより**規模の大きな事業を行うが故により大きなインパクトをデリバリーすると考え方**がある。一方で株主としての議決権行使の点で言えば、小型株企業の方が株主の要請にこたえるケースが多い事から、**小型株企業の株主として議決権行使やエンゲージメントを通じて改善しインパクトを創出していこうという考え方**も存在する。

(2) 投資先選考プロセス -2. 投資先の選定-

多くのインパクト上場株投資家は、下記のステップを経て投資先を選定しています。

- ① ESGスクリーニングによりネガティブなESGファクターを持つ企業を除外する。
- ② インパクトテーマ(多くの場合SDGsと関連している)とのアラインメントによって絞り込みを行う。
- ③ インパクト創出への貢献度を測る(例えば下記の手法を用いる)。
 - ・ 第三者データに基づいてその会社の事業による社会的インパクトを定量的に把握する。
 - ・ 投資先企業の提供価値が、世の中に存在する既存サービスに比べより良い代替選択肢であることの確認、もしくはその提供価値がないことで受益者に生じる不都合や不具合を確認する。
 - ・ 投資先企業のインパクト創出意図を確認する。特に、幅広い概念的なサステナビリティへの貢献ではなく、具体的に絞り込まれた特定の問題を解決しようとする意図を高く評価する。

また、インパクトへの意図を確認するために以下の様な点を参考にします。

- ・ その企業のミッションステートメント、ビジネスモデル、目標、カルチャー、IRなどの対外報道資料。
- ・ インパクトレポートのクオリティと開示レベル。
- ・ 過去のインパクト創出実績と期間。
- ・ 売上全体におけるインパクト創出事業の売上割合。
- ・ 長期的にインパクトを創出する組織の仕組み・体制。

(3) 投資先との関わり(エンゲージメント手法)

インパクト上場株投資家は、一般的な上場株投資家と同じく、株主投票や投資先とのディスカッション(エンゲージメントミーティング)を通じて投資先と関わっていきます。**インパクト投資家ならではのユニークな点が2点あります。**

- ① **インパクト上場株投資家は、**サステナブル投資家に比べ、**より特定された具体的なインパクトへのアプローチやセオリーオブチェンジについて、投資先とエンゲージする。**具体例でいえば
1) 投資先の商品やサービスを、低所得者層にも届けられるような設計とすることを提案する、
2) 投資先の食品製品をより健康的なものとする、3) 投資先によりインパクトフルな事業や製品のR&Dに資金を活用するように推奨する、などが挙げられる。これらに加え、投資先のインパクトデータや指標をレポートとして開示することを推奨し、そのサポートをする事もある。
- ② 投資先のインパクト創出の進捗や成否を把握するため、**インパクト関連のKPIを設定しその進捗をモニターする。**例えば投資した企業が創出するインパクトとその関連する売上の全社売上割合をモニターしたり、創出されたインパクトを定量化する事も行う(例えばポジティブなインパクトを与えた顧客数の数やCO2の削減量など)。

(3) 投資先との関わり(エンゲージメント手法)2

一般的な上場株投資ファンドは、投資先との関わりを、エンゲージメント専門のチームや第三者企業に委託する事が多くあります。しかし上場株インパクト投資家では、ポートフォリオ・マネジャーすなわち投資銘柄選定や判断を行う担当者がエンゲージメントを行う例が増えています。

エンゲージメントをより効果的に行う為に、下記の様な点が重要となる。

- ① 投資先に対し、より大きな株式シェアを保持して影響力を持つことにより、より効果的にエンゲージメントを行うことができる。
- ② 小さい規模の投資ファンドは投資サイズが小さくなるため、投資先に対して大きな株式シェアを保持する事が難しい傾向がある。その様な場合は、他株主やNGOと連携して株主提案を行うことで、投資先に効果的に働きかけることができる。
- ③ 投資先と定期的に直接面談を通じてエンゲージメントを行うことで、ファンドと企業の相互信頼を構築し、企業側の開示やコミュニケーションレベルを上げる。その為には、長期期間の株式保有を行うことも有効である。

(4) インパクト測定・マネジメント(IMM: Impact measurement and management)

多くの上場株インパクト投資家がIMP (Impact Management Project) のインパクトの5つの基本要素とIRIS+を参考にIMMを行っています。ファンドによってその取り組み方の違いがありますが、IMMを行うには、大きく分けて以下の4つのプロセスが含まれます。

①投資先が創出し得るインパクトと事業の関連や相関を理解したうえで、定期的にモニターすべきインパクトKPIを設定する

投資先事業に合わせて、**その企業が生み出す社会的インパクトのKPIや測定方法を調整し設定する**。例えばKPIの例として、トイレを販売する事業の場合、「地域の公衆衛生と利用者の健康状態の向上」を創出するインパクトと定めたとき、トイレが売れた数量と、その売れた数量の中で、そのトイレが無ければトイレへのアクセスが無かった受益者の数を把握し、それをKPIとして設定していくことなどがある。

②ベースラインと目標値(ターゲット)を設定する。

前述のインパクトKPIの将来予測を基に、**投資先が将来創出し得るインパクトの定量的な目標値をベースラインとの対比で設定する**。加えて、ファンドによっては投資先企業に関わらず、投資先各社に同じベースラインを設定することもある。例えば「サステナブルの水の提供」をインパクトテーマとして設定しているファンドの場合、「クリーンで飲料可能な水の提供した量」を投資先企業各社のKPIとし、インパクトベースラインに設定するなど。

(4) インパクト測定・マネジメント (IMM: Impact measurement and management)

③ 投資期間を通じて投資先のインパクトパフォーマンスをトラックする

年間もしくは四半期ごとに、投資先の社会的・環境的インパクトを計測する。時には学術データを用いて、インパクトKPIを測定する。第三者データ機関やESG格付機関 (SustainalyticsやMSCIなど) から得られる情報も活用する。特にこの部分では、**上場株インパクト投資の特徴として、インサイダー取引防止の観点から、第三者データ機関のデータを活用する事が多い。**

④ エンゲージメント戦略の検証

投資先のインパクト創出最大化を目指すファンドにとって、投資先との関わりとサポートが非常に重要になる事は前述の通りだが、その**エンゲージメントデルタ(エンゲージメントにより創出されたインパクト)がどの程度になるかを把握する事も重要**となる。エンゲージ前後のインパクトベースラインの変化によりこれを把握する。

上場株インパクト投資の今後の展開

これまでの点を総括すると、上場株インパクト投資が更に発展するためには、下記の様な点が重要になってくると考えられます。

①IMMのためのデータの充実とレポーティングの向上

インパクト測定のためのデータの充実とインパクトに関するデータの収集、ファンドポートフォリオ間での横比較、社会的インパクト部分の測定、統一されたインパクト測定基準の発展など。

②SDGsとのアラインメント

SDGsへの貢献をどの様に測定するか、その国の文脈にどの様に捉えなおすか。投資家によっては独自の手法を開発しているが、他投資家との協働が重要になる。企業単体レベルのアウトカムやパフォーマンスを、国レベルSDGsとどう紐づけるかといった点も課題。

③インパクトエンゲージメントの発展

インパクト投資家ならではのエンゲージメント手法の発展、エンゲージ測定手法の発展が望まれる。

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。ただし、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もあります。

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、引用の範囲を超えと思われる場合は、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。