

# 上場株投資を通じた インパクト投資に係るガイダンス

*Guidance for Pursuing Impact in Listed Equities*

GIIN's Listed Equities Working Group  
2023年3月

須藤奈応 抄訳

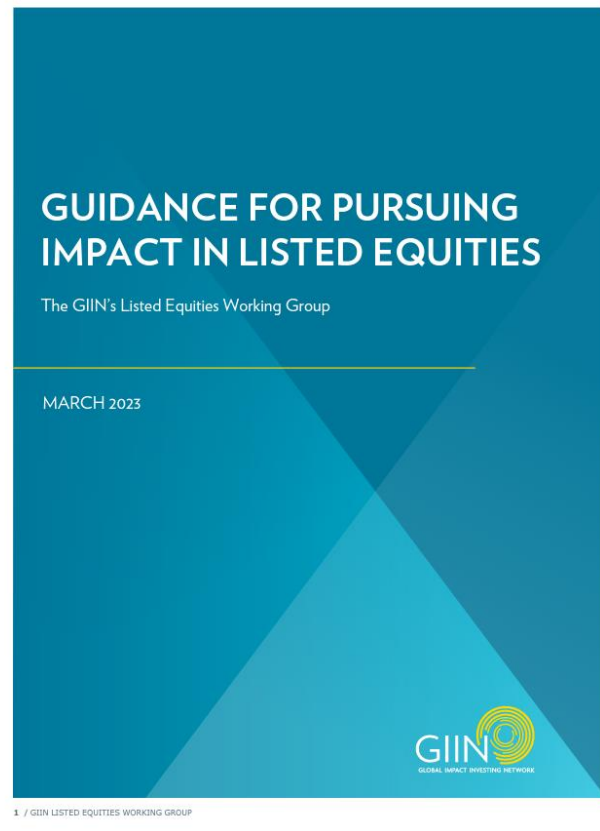
# ガイダンスの概要

## 背景

- 従前より、インパクト投資はプライベートアセットクラス（非公開）を通じた投資行動を中心に実行されてきており、その結果、インパクト投資の実践やその特徴が形作られてきた。
- しかし、プライベートアセットクラスだけで構成される市場は不完全である。一定程度スケールする会社のライフサイクルを支えるためには上場株投資が必要となる。

## GIIN Listed Equities Working Groupの組成

- 上場株投資を通じてどのようにインパクトを追求できるかを議論するためにGIINは2019年に本ワーキンググループを組成。
- 2020年は関連リサーチを行い、2021年は上場株に焦点をあてたインパクト投資のプラクティスをメンバーと共に作り上げ、当該ドラフトをパブリックコメントに付した。
- その結果を取りまとめたものが[本ガイダンス](#)である。



# インパクト投資における上場株式の特徴

- |   |               |   |
|---|---------------|---|
| 1 | 投資家と投資先との関係   | <ul style="list-style-type: none"><li>• 上場株式ファンドの株式保有は、非公開市場よりも分散している傾向があるため、投資先への影響力の行使が制限される可能性がある。</li><li>• 流通市場を通じて投下された投資家の資本は、投資先のバランスシートに直接的な影響がないため、投資家がアウトカムやインパクトにどの程度貢献しているか評価するには、投資家の投資プロセス等の有効性のエビデンスを精査する必要がある。</li></ul> |
| 2 | ポートフォリオ内の分散投資 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 上場株式ファンドはその投資機会の多さから、投資マンドートは他のアセットクラスよりも幅広くなり、特定の環境や社会的インパクトに貢献し、管理するのは複雑さが増すことになる。</li></ul>  |
| 3 | 市場の流動性        | <ul style="list-style-type: none"><li>• 上場株式ポートフォリオは、定期的なりバランスリング（相場の上下に伴って変化した投資配分の比率を修正していくこと）を通じて様々な目標配分との整合性を維持しようとするため、持続的なエンゲージメントや株価のサポートを通じてアウトカムに貢献しようとする投資家は、ポートフォリオ運用をインパクト目標と整合させるための方針を策定しなければならない。</li></ul>                |

# アセットクラスとしての上場株式の特徴

- |   |                |   |
|---|----------------|---|
| 4 | 投資先の複雑なビジネスモデル | <ul style="list-style-type: none"><li>• 同じ上場会社や同じ事業分野でも、ポジティブな影響とネガティブな影響の両方が存在する可能性があるため、会社のインパクトとファンドのインパクト戦略との関係について、明確な結論を出すことは難しい。</li></ul>   |
| 5 | データへのアクセス      | <ul style="list-style-type: none"><li>• 上場会社が多くの情報開示を行っているが、インパクトに関するアウトカム測定値が含まれない傾向があるため、多くの投資家はモデルや予測によってインパクトの測定に取り組んでいる。</li></ul>   |
| 6 | インデックスの役割      | <ul style="list-style-type: none"><li>• ファンド・マネジャーは一般的に、S&amp;P500に代表されるようなパッシブ・インデックスに対してパフォーマンスを一致させることが期待されている。標準的なインデックスでは、インデックス構成銘柄の選択もそれぞれのウェイト付けも、特定の企業のインパクト・プロフィールに基づくものではない。</li><li>• 上場株式ファンドのファンドマネジャーは、ポートフォリオを設計する際に、指定されたベンチマークの属性に一致させるという暗黙の大きな市場圧力に直面することが多い。</li></ul> |

# 重要なコンセプト

インパクト投資における2つの重要な考え方を上場株式に当てはめて考える

# 重要なコンセプト 1 セオリーオブチェンジ

セオリーオブチェンジとは、

- 社会的・環境的アウトカムに貢献すると投資家の考える、一連の原因と結果の行動を記述したもの。
- ファンドのインパクト目標と、投資先の選定及び運用が目標達成にどのように貢献するかを、明確に示す。
- どの企業が投資戦略に合致しているか、これらの企業とどのように関わりを持つことができるか、そして意図した変化が起きているかどうかを評価するために必要な指標は何かについて、投資家を導く助けとなる。



- 検討プロセス
  1. 取り上げる社会的・環境的問題を解決に至る一連の変化（受益者）を明確にする。
  2. 投資家が変化に貢献するための具体的な方法とステップを説明する。
- 一連の仮定を、可能な限りエビデンスに裏付けることが必要。

# 重要なコンセプト 1 セオリーオブチェンジ

- 上場株式におけるインパクト投資のユニークな特徴を考慮すると、最低限、以下の構成要素を特定する必要がある

構成要素	内容
A	<ul style="list-style-type: none"><li>投資家が創出または支援したいと考える変化を説明するために、投資戦略が対象とする課題（複数可）、（可能な限り）ターゲット、閾値（thresholds = 持続可能な状況を実現させるための最低ラインのこと）などを説明する。</li></ul>
B	<ul style="list-style-type: none"><li>受益者（コミュニティ、場所、グループなど）</li></ul>
C	<ul style="list-style-type: none"><li>投資先からもたらされる変化や貢献。特に、ファンドマネージャーが達成しようとしている変化や、投資先企業の製品やサービスの重要性を具体的に示す。</li></ul>
D	<ul style="list-style-type: none"><li>投資家がどのように貢献するか（エンゲージメント、保有期間の長期化など）、また意図する影響がポートフォリオの構築と運用にどのように影響するかを記載する。</li></ul>
E	<ul style="list-style-type: none"><li>非財務目標。株式の選択と継続的なパフォーマンス評価において重要。</li></ul>

※なお、具体的な事例が原文参考資料に掲載されているので、ご関心ある方はご確認ください。

## 重要なコンセプト2 投資家の貢献

- 流通市場は、発行市場で顕在化する投資家の貢献を直接的に再現することはできない。本ガイドの策定にあたり、GIINは、投資家による貢献の性質が異なることを認識しつつ、特定の資産クラスにおけるインパクトに関連するプロセスを上場株式に適用する方法を説明することを目指している。
- 上場株式においては、
  1. 最低限、上場株式の投資家は、セオリーオブチェンジと関連させ、事業戦略及び運営に影響を与えるために、エンゲージメントを通じて貢献することを追求すべき。上場株式投資家は、企業の戦略や資本配分のガバナンスや監督において意義ある役割を果たし得る。
  2. エンゲージメント以外にも、投資家が投資先を支援するためにIPOへの投資や新たな資本調達ラウンドへの参加もあるかもしれないし、投資家はIPOプロセスに関与したりすることで、企業の市場アクセスの強化を支援することができるかもしれない。また、流通市場への関与は、通常、会社に新たな資本を直接提供するものではないが、会社が他の財務戦略を実行する上で重要な株式価値に影響を与える可能性がある。状況によっては、投資家は株価の下支えに貢献する可能性がある。
- これらのアプローチにより、投資家としての貢献ができるかもしれないが、アセットオーナーやアロケータは、特定の戦略の行動が実行され、その主張する結果が信頼に足るものであるかどうかについて評価を行う必要がある。



# ガイダンス

インパクトを追求する上場株式ファンドへのススメ

# コンセプト 1 : ファンド組成やポートフォリオ戦略の設定

「インテンシオナリティ（意図性）」の考え方を上場株式ファンドに適用させると...

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

ファンドの目論見書（又はこれに類するもの）には、投資戦略が意図するインパクトが記載される。これは、ファンド又はポートフォリオが投資先企業の目標とするインパクトの創出にどのように貢献するかについての説明を含む、内部文書に明示された問題提起とセオリーオブチェンジによって裏付けられる。

- ・ 上場株の場合には、財務目標を達成できかつ広範なサステナビリティの分野を対象とすることが一般的。持続可能な事業慣行を実証し、かつ／または持続可能性の規範と原則に沿う。環境的、社会的リスク管理目標が含まれることもある。
- ・ インパクト戦略は特定の、ポジティブなインパクトの意図を明確にするもの。これには、ファンドが取り組む課題、関連するステークホルダー、ファンドが投資先のインパクト創出にどのように貢献するかを詳細に記述した、セオリーオブチェンジが含まれる。各国の規制状況によるが、ファンドの投資プロセスを管理する内部文書などに公式に記載のことや、インパクト報告書などにおいてもファンドの投資プロセスやパフォーマンスを説明する過程においてセオリーオブチェンジの重要な要素を含めることが期待される。

（次ページへ続く）

# コンセプト 1 : ファンド組成やポートフォリオ戦略の設定

(続き)

- 「投資家の貢献」の具体的な手段はファンドによって異なるが、投資先の株価の維持と投資先とのエンゲージメントを組み合わせたものになることが多い
  - 株価の維持という方策を取る場合には、ファンドが保有する投資先の規模、売買を行う市場環境、ファンドマネージャがどのように貢献するか、その結果として投資先がどのように利益を得るか、などの情報を提供する。
  - エンゲージメントを選択する場合には、マーケットへのシグナリングに加え、最低限、ファンドのインパクト目標やセオリーオブチェンジに沿った、議決権行使やその他のエンゲージメントを実行しなければならない。
- 事例として以下があげられる。
  1. 上場株式ファンドは、戦略の指針となるSDGsのテーマを特定し、投資の優先順位を定義するために、インパクト目標、各テーマのセオリーオブチェンジ、KPIを策定し、目論見書に記載する。エンゲージメント戦略がファンドのセオリーオブチェンジの推進にどう貢献するかも記載する。
  2. 上場株式ファンドは、SDGsのようなサステナビリティの課題群に対して、製品やサービスを通じて解決策を提供する企業に焦点を当てた戦略を構築する。ファンドマネジャーは、様々な企業のソリューションの相対的な重要性を評価し、投資プロセスの基礎としてセオリーオブチェンジを活用する。

# コンセプト 2 : ポートフォリオ設計及び投資先選定

インパクト投資の2つ目の特徴、「投資設計におけるエビデンスとインパクトデータの活用」を上場株式ファンドに適用させると...

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

1 ファンドまたはポートフォリオは、投資ユニバース、分散投資のアプローチ、および保有銘柄数をインパクト戦略で特定された具体的なインパクトと合致するように選定する。

- ファンドが意図するインパクトやその優先順位が記載されたインパクト戦略に基づき、どのセクターや会社がファンドやポートフォリオの目的に合致するかを特定。それらの会社群が投資ユニバースとして検討される。
- そのため、会社の展開するビジネスをESGの観点で広範囲に考慮するファンドや市場のすべてのセクターに分散投資をしたり、「ベスト・イン・プラクティス」へ投資する一般的なファンドと比較して、特定の市場セグメントやセクターをより重視することになる。
- エンゲージメント戦略を実行するファンドの場合にはその成功可能性も含めてポートフォリオ設計をするべき。

# コンセプト 2 : ポートフォリオ設計及び投資先選定

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

2

投資先のビジネスモデルと中核的な活動は、インパクト戦略に直接関連するものでなければならず、特に事業規模が大きい会社や事業範囲が多様な会社は、その会社の事業の重要な部分を占めるものでなければならない。加えて、ファンドマネージャーは、保有銘柄が意図するインパクトにどう貢献するのか明確にしなければならない。

- 上場会社は、プライベート・アセットクラスと比較して、地域、サプライ・チェーン、顧客、取引先、利害関係者、ビジネスポートフォリオが多様で広範。上場株式ファンドは、投資候補先がインパクト目標と十分に整合しているか否かを判断するために、どの投資候補先にも当てはめて検討することのできる、再現可能で一貫性があり、定量化可能なメソッドを検討すべきである。その手法の根拠をエンド投資家と共有し、説明する必要がある。
- 当該メソッドは、セオリーオブチェンジの内容に大きく影響を受けるものであるだろう。そして、当該メソッドは、会社の製品やサービスに注目して評価を行うものや事業運営に焦点を当てて評価を行うこともできるだろう。
- 投資候補先選定にあたってThresholds(閾値)を定義する必要があるが、それは例えば、会社のミッション、ビジョン、目的、インパクト関連の事業収益、会社の製品・サービスポートフォリオ、ファンドの掲げるインパクト目標への会社の貢献等を検討することで可能になる。

# コンセプト 2 : ポートフォリオ設計及び投資先選定

3

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

ファンドが掲げるインパクト目標の達成に資するよう、平均保有期間中、積極的に銘柄管理を行う。

- 上場株式ファンドは、エンゲージメントと株価の下支えを通じて、インパクトへの貢献を達成する。効果的に行うためには、インパクト目標の達成に必要な期間、株式を保有する必要がある。
- 例えば、エンゲージメント戦略を取る場合には、長期間保有する必要があるため、他のタイプの投資家よりもポートフォリオの回転率が低くなる可能性がある。ファンドマネジャーは、流動性を管理し、財務目標を実現し、他の財務的要因に対応するために、特定の時点で個々の保有銘柄を入れ替えを適切に決定する必要がある。しかし、ファンドの設定するインパクト目標及びセオリーオブチェンジを実現できる形で保有期間を管理することが外せないポイントとなる。
- 株価の安定や会社の成長をサポートに重点を置く投資家は、特に小型株や流動性の低い銘柄において、ファンドがポジションを終了する際に会社へ与える影響を十分に考慮する必要がある。

# コンセプト 3 : エンゲージメント

インパクト投資の3つ目の特徴、「インパクトパフォーマンスの管理」を上場株式ファンドに適用させると...

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

1 エンゲージメントの優先順位は、セオリーオブチェンジに基づいて策定され、ファンドのインパクト目標に対する会社の貢献を最大化させる行動に焦点を当てる。

- 多くのサステナブル投資ファンドのエンゲージメント戦略は、ESGに関連する非常に広範なトピックをカバーしており、トピックの選択は、リスク評価から国際的な規範や原則（普遍的な人権、国連グローバル・コンパクトなど）に至るまで、様々な取り組みから着想を得ていることが多い。
- 一方でインパクトファンドの場合には、トピックの選択や投資先への提案・要請の内容は、ファンドの掲げるインパクトの目的と直接的に関連している。補足的な活動として、ファンドマネジャーはファンド戦略で強調されているトピック以外のエンゲージメントを選択することもできるが、エンゲージメントを投資家への貢献の中心的手段としているインパクトファンドでは、インパクトの優先順位とエンゲージメント・プログラムの中核との間に明確な関連性があることを実証できなければならない。（続く）

# コンセプト 3 : エンゲージメント

(続き)

- 投資先のインパクト創出の最大化をエンゲージメントの中心に据え、リスクフレームワーク、情報開示の改善には重点を置かない場合には、以下の例がある。
  - インパクトのある製品やサービスの生産能力を増強し、製品に関連するネガティブなインパクトを低減させるために投資先と協働することにより、ポジティブなインパクトを拡大させる場合。
  - 食品会社に対し、消費者にとってより健康的な製品ラインを作るよう要請する場合（例：砂糖の含有量を減らす）。
  - 資本や研究開発資源をポジティブ・インパクトを創出するソリューションに振り向けるよう企業に促す場合（例：製品ポートフォリオの炭素原単位目標を定める）。
  - 特定の基準で賃金を支払うことを約束するよう企業に求める場合。



# コンセプト 3 : エンゲージメント

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

2 エンゲージメントの有効性は、ファンドの投資戦略が実現しようとするアウトカムに資する変化や改善にどの程度貢献しているのが測定される。

- 多くのサステナブル投資ファンドは、ファンドが投資先に対して行った提案を採用するようどの程度投資先を動機付けられたかの進捗度合いでエンゲージメント活動の効果測定を行っている。
- インパクト・ファンドは、このような指標と組み合わせて、インパクト目標への進捗状況のモニタリングも行う。エンゲージメントに先立ち、会社のベースラインが出発点となって、会社の目標設定、エンゲージメント戦略を決定し、アウトカム（例えば、救われた人命の数、削減されたCO2排出量、低所得者層の間で創出された富）に向けての進捗を測定する。インパクト・パフォーマンスを測定するために、インパクト目標に関連するKPIを選択し、管理することができ、エンゲージメント期間中は、投資先の経営陣と協働することもある。

# コンセプト 3 : エンゲージメント

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

**3** エンゲージメント活動の目標達成に向けた進捗状況は、エグジットのタイミングを判断する上で重要である。エスカレーションやエグジットに関する基準を定めた内部方針によって判断されるべきである。

- 多くのサステナブル投資ファンドにおいては、エンゲージメントは、投資先のリスク軽減と改善の両面で重要な役割を果たしている。
- インパクト・ファンドの場合には、エンゲージメント活動にはもう一つの目的がある。それは、ファンドが設定しているインパクト目標達成への貢献である。そのため、インパクトファンドのマネージャーは、セオリーオブチェンジに基づき、成果達成のためのタイムラインとマイルストーンを設定し、エンゲージメント活動に取り組むことになる。これらには、エスカレーションが必要となる状況やエンゲージメントが終了するタイミングに関する検討も含まれる。また、この検討過程は、財務分析等と併せることによって、ファンドの投資目的に合致する会社であるか継続的な評価をすることもできる。

# コンセプト 4 : パフォーマンスデータの活用

インパクト投資の2つ目及び3つ目の特徴、「インパクトパフォーマンスのデータ」を上場株式ファンドに適用させると...

## 【上場株式ファンドに期待される基本的な事項】

上場株式ファンドは、同業他社のパフォーマンスを相対的に評価することはもちろんのこと、それ以外の手法も組み合わせてインパクト・パフォーマンスを評価する。また、投資先の活動やアウトプットが、ファンドの目標やセオリーオブチェンジに貢献しているかどうかを検討する。

- インパクト・ファンドが特徴的なのは、同業他社との比較や標準化された基準でのパフォーマンスを評価するだけでなく、測定可能なポジティブなインパクトに焦点を当て、それを実証する点にある。それは、例えば、科学的根拠に基づく目標値（現在多くのネット・ゼロ戦略で適用されている）、場所に基づく基準値（例えば、特定の地理における絶対的ニース）、人口に基づく基準値（例えば、ある人口層のニース）などを使用する。。
- インパクト投資では、投資家は通常、投資先の報告書やエンゲージメント、第三者によるデータ、その他の公的情報源から得られるデータを用いて、投資先のインパクト・パフォーマンスを推計する。多くの場合、入手可能なデータは、ステークホルダーや環境に対する関連するアウトカムやインパクトを直接測定するのではなく、主に投資先のアウトプットについて記述したものである。（続く）

# コンセプト 4 : パフォーマンスデータの活用

(続き)

- 一部の上場会社の事業領域が、創業間もないスタートアップと比較すると広範かつ複雑であることを考慮すると、インパクトの測定データを入手することは、必ずしも容易ではない。
- 現在、上場会社が報告するデータの大半は、アウトプット（排出量、従業員の安全衛生、顧客サービスなど）に焦点を当てている。アウトプットデータからインパクトを推定するために使用される手法は、第一に、当該アウトプットと関連付けられる特定のアウトカムとの間の関連性を示す確立されたエビデンス・ベース（学術文献、実地調査など）に基づいていること、第二に、ファンドの戦略とセオリーオブチェンジに関連するインパクトを評価するために、複数の標準化されたデータポイント（単一のアウトプットの指標ではなく）を利用するモデルを適用することである。
- 例えば、開設された普通預金口座の数だけを見るのではなく、開設された普通預金口座が使われているかどうか、口座を開設した人々が以前は十分なサービスを受けていなかったかどうか、口座残高が時間の経過とともに増加しているかどうかなど、コンテキストを理解し、実際の効果を測定するのに役立つ他の重要なデータとそれらのデータを組み合わせるべきである。

## 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るる場合は、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。