

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>)

インパクトレンズによる ホリスティックなポートフォリオ構築

ー 変化する世界における機関投資家アセットオーナーのための重要なアプローチ ー

Holistic Portfolio Construction with an Impact Lens
A vital approach for institutional asset owners in a changing world

GIIN
2023年12月

有本 昌美 抄訳・まとめ

目次

1. 報告書の概要
2. ホリスティックなポートフォリオ構築
3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況
4. インパクトレンズの適用
5. インパクトレンズツールキット

HOLISTIC PORTFOLIO CONSTRUCTION WITH AN IMPACT LENS:

A VITAL APPROACH FOR INSTITUTIONAL ASSET
OWNERS IN A CHANGING WORLD

DECEMBER 2023



1. 報告書の概要

- 機関投資家アセットオーナーの中では、気候変動、および社会的不平等がもたらす結果を無視できないことを分かっており、前例のない地球規模の変化に対応するため、ポートフォリオ戦略を見直す動きが広まっている。
- 機関投資家アセットオーナーが変化に対応し、ビジネスモデルを改善するにあたり、インパクトレンズを用いたホリスティックなポートフォリオ構築は強力なソリューションである。

インパクトレンズ

機関投資家アセットオーナーが、財務的リターン、及びインパクトリターンの両方を追求し、利回りを最適化する機会を提供する。

ホリスティックなポートフォリオ構築

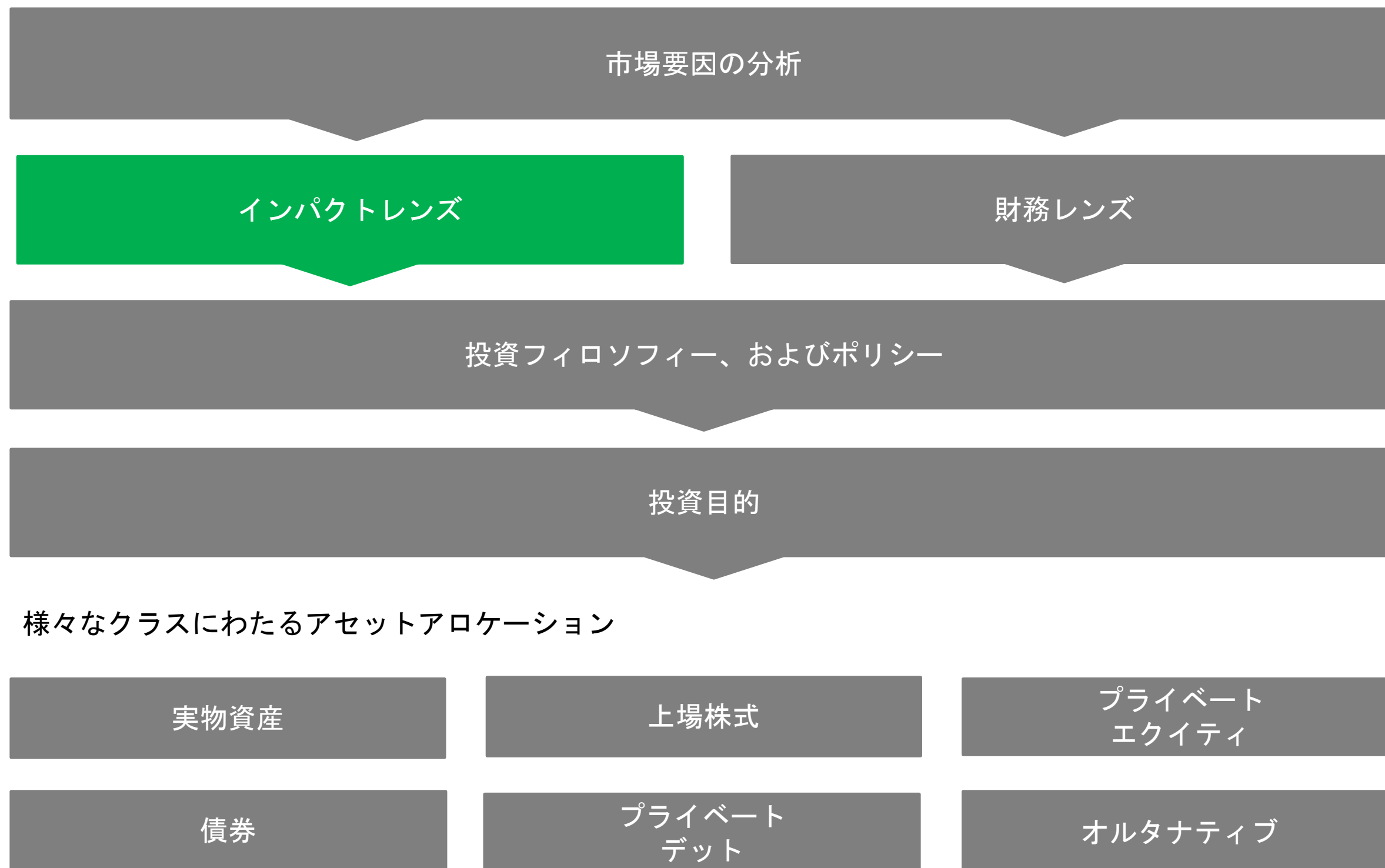
各アセットクラスが独立管理され全体連携がなされていないアロケーション方法ではなく、ポートフォリオ全体の投資仮説を立て、包括的にポートフォリオを構築することをいう。



- Global Impact Investing Network (GIIN) は、過去3年間にわたり、45の機関投資家アセットオーナーを対象に、ポートフォリオ全体にインパクトレンズを取り入れた投資を行うためのプロセスについて、24のラウンドテーブル・ディスカッションを実施した。
- 本稿では、これらから得られた知見、および新たな理論を統合し、機関投資家アセットオーナーの投資プロセスにインパクトレンズを組み込んだホリスティックなポートフォリオ構築のアプローチを適用するためのツールキットを紹介する。

2. ホリスティックなポートフォリオ構築 (1/3)

ポートフォリオ構築プロセスにおけるインパクトレンズモデル



2. ホリスティックなポートフォリオ構築 (2/3)

ホリスティックなポートフォリオ構築は、機関投資家アセットオーナー¹を含め、市場分析に財務、およびインパクトの両分野のレンズを組み合わせたいて考えているアセットオーナーにとって最適である

- このインパクトレンズを使いホリスティックなポートフォリオを構築することで、機関投資家アセットオーナーは市場の複雑さを理解し、そして将来を予測し、最終受益者のニーズに応えることができる。
- 機関投資家アセットオーナーの全体的な目標と、このアプローチを組み合わせることで、投資の基本理念を作ることができる。
- 投資テーマ、またはセオリー・オブ・チェンジは、ポートフォリオの長期的な責任と投資家の解決策への貢献を結びつけ、最終的に受益者のニーズに応える。
- ホリスティックなポートフォリオ構築とインパクトレンズのアプローチを用いることで、機関投資家アセットオーナーはインパクトと財務的リターンの両方を提供することを意図したポートフォリオを作成することができる。



この結果生まれるインパクトフィロソフィー、ポリシー、そしてマンドレートが、アセットマネージャーに指針を与え、機関投資家アセットオーナーの受益者の長期的な利益と合致する形でポートフォリオ運用を行うことができるようになる。

* 1 : 本稿では、「機関投資家アセットオーナー」とは、年金基金、保険・再保険会社、政府系ファンドなど、最も多額の長期退職貯蓄、保険ファンド、国有ファンドの保有者を指す。

2. ホリスティックなポートフォリオ構築 (3/3)

シナリオ例：教員年金基金

ある新興市場にある教員年金基金では、以下の投資を行なっている。

低価格住宅への投資

- 低価格住宅供給が不足しており、教員が購入可能な住宅が限られているという課題がある。
- 教員年金基金は、「退職者が住みやすい地域において、低価格の住宅の提供を拡大する」というセオリー・オブ・チェンジを掲げている。
- このセオリー・オブ・チェンジを彼らのマンドートとして掲げることで、低価格住宅ストックへの投資、手頃な価格の住宅を建設する建設会社への投資、そして銀行と協力し低価格の住宅ローンの提供などを行い、住宅需要に応え、教員の生活の質を向上させる。



セオリー・オブ・チェンジをマンドートに掲げることで、教員年金基金の受益者は、これらのインパクトレンズに基づいた投資、およびそのインパクトの測定、管理を通じ、インパクトの意図と財務的リターンを期待できる。

3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況 (1/5)

機関投資家アセットオーナーの存在

- 機関投資家アセットオーナーには、グローバルな年金基金、保険会社、政府系ファンドなどが含まれており、現在では世界経済における極めて重要な巨大プレイヤーとなっている。
- 近年、彼らの主要な受益者²は、機関投資家アセットオーナーに対し、財務的リターンと並行し、地球、及び社会を考慮し、財務リスクや機会という単一的なレンズから脱却するよう求めている。



- これに対し、機関投資家アセットオーナーは、全ての人々にとってより強靱で持続可能な世界を実現するためのシステミックな解決策に貢献する投資機会を検討し始めている。
- このようなシフトは、持続可能性報告基準や、長期的評価に影響を及ぼす可能性のある社会的・環境的要因の開示要件など、規制が強化される中で進展している。

* 2: これらの受益者には、年金や保険基金の受益者や顧客、政府のパートナー、納税する責任がある株主などが含まれている。

3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況 (2/5)

受益者に対する機関投資家アセットオーナーの義務についての再考

- 本来、機関投資家アセットオーナーは、資産を責任持って管理する義務があり、伝統的には、年金受給者や保険金受給者の経済的利益や予想される保険金請求など、長期的な財務負債を満たすことに一点集中で取り組んできた。
- しかしながら、その義務は、現在では長期的な負債を満たすこと、そして受益者の広範な利益に貢献することのバランスを取ることを通じて、受益者の将来の生活の質 (Quality of Life) を含む形で拡大しつつある。

事例

予防医療へのアクセスが悪化したことで、
加入者の健康状態が悪化した場合

- 年金基金の長期的な責任計画に影響を与える
- 年金受給者は、適切な健康診断が受けられないことを懸念するかもしれない

気象パターンの激変により、
前例のない人命の損失や財産の損害が発生した場合

- 保険基金の流動性条項に影響を及ぼす可能性がある
- 更に、顧客の居住地にも影響を与える

社会経済発展を根本から混乱させる
パンデミックが発生した場合

- ソブリンウェルスファンド、およびその受益者に直接的な影響を与える

3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況 (3/5)

- 近年、機関投資家アセットオーナーは、インパクト投資戦略に対して、より多くの資金が流れるようにしたいという意向を示している。
- インパクト投資の投資配分、活動、パフォーマンスに関する最近の調査によると、年金基金、および保険会社は、インパクト投資のリスク調整後市場利回りを求める資産運用会社にとって、最も急成長している資金源のひとつであることが示されている。

上記の様な意向の背景の例として、気候変動に対する懸念がある

- 気候変動に対する懸念は、機関投資家アセットオーナーの資産価値に対する存続的な脅威となっているため、彼らのアロケーション決定に影響を及ぼしている。
- 気候変動は、機関投資家アセットオーナーが彼らのポートフォリオに組み込んでいる原資産企業のコストに影響を与えている。そのため、機関投資家アセットオーナーは彼らのポートフォリオ評価において、このコストを考慮する必要がある。
- 機関投資家アセットオーナーは、社会的・環境的条件の改善に大きな関心を持っており、特に新興市場において最もその傾向が強い。そのため、新興市場の国内年金基金や政府系ファンドが、低価格住宅、交通インフラ、そしてクリーンで信頼性の高いエネルギーソリューションへの投資を通じて、地域の社会課題への対応に大きく貢献している。

しかし、同時に機関投資家アセットオーナーは制約も感じている。

➡ 気候変動や社会的解決策に投資する理論は理解しているものの、自分達が認識している受託者責任の理解と照らし合わせて、この理論をどの様に理解すれば良いかわからないという実態もある。

3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況 (4/5)

機関投資家アセットオーナーに対する規制

- 近年さらに複雑さを増しており、例えば欧州では、欧州グリーン・ディールやサステイナブル・ファイナンス開示規則 (SFDR) が、サステナブル商品を販売する際に、アセットオーナーや、そのマネージャーに対して一定の情報開示を義務付けている。
- SFDRの影響は、欧州のみならず他の地域にも影響を与えており、投資の透明性と社会・環境会計に向けた規制の流れは、欧州以外の地域においても広まる可能性が高い³。
- 一部の新興市場では、同様の規制が欧州の規制よりも先行しており、これは新興市場国内の年金基金や政府系ファンドが、経済向上のために、投入可能な多額の資産を保有しているためである⁴。

*3 : 国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) は、企業の持続可能性に関連するリスクと機会に関するサステナビリティ開示のグローバルベースラインとなる基準の開発を進めている。ISSB基準は、IFRS財団が主導するより広範な国際会計基準の一部となることを意図しており、ISSBの姉妹機関である国際会計基準審議会 (IASB) が発行する財務会計基準とは区別される。

*4 : 南アフリカやナミビアをはじめとする一部の新興市場国では、年金基金に対して、非上場のインフラや、国の社会経済開発アジェンダに沿った社会・環境志向の投資への資産配分の許容範囲を拡大する法律を導入している。

3. 機関投資家アセットオーナーを取り巻く状況 (5/5)

インパクト投資とは

- 「インパクト投資 (impact investing)」という言葉は、財務的リターンとともに、ポジティブなインパクトリターンを達成するための投資戦略を表す言葉として、2007年に作られた。
- GIINは、インパクト投資のエコシステムを正式に成長させ、投資家がインパクト投資の実践を深めるために必要なツールやインフラを構築するために2009年に設立された。
- インパクト投資戦略に割り当てられる資本は、継続的に増加しており、GIINは2022年の市場規模を1兆1,640億ドル^{*5}と推定している。
- インパクト資産運用額の年平均成長率は18%^{*6}で、インパクト資産を保有する組織の数も増加している。

*5 : Hand, D., Ringel, B., & Danel, A. (2022) Sizing the Impact Investing Market 2022. The GIIN, New York <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-market-size-2022/>

*6 : Hand, D., Sunderji, S., Pardo, N. (2023) 2023 GIINsight: Impact Investing Allocations, Activity & Performance. The Global Impact Investing Network (GIIN). New York. https://thegiin.org/assets/documents/pub/2023-GIINsight/2023%20GIINsight%20-%20Impact%20Investing%20Allocations,%20Activity%20&%20Performance_Final.pdf

4. インパクトレンズの適用 (1/2)

インパクトレンズモデルについて

- インパクトレンズモデルとは、投資ポートフォリオ全体にわたって一貫したインパクトリターンを追求するための手法であり、投入、成果、結果のロジックモデルを使用する。
- このモデルは、投資家が解決しようとする社会的または環境的な課題を定義する投資仮説やTheory of Changeを必要とし、各アセットクラスが特定の課題解決に貢献する機会を提供する。

インパクトレンズの利点

- インパクトレンズを用いることで、機関投資家アセットオーナーは投資戦略を進化させ、気候変動や社会的不公正によって価値が容易に損なわれる状況において、受益者の長期的な財務的利益を満たすだけでなく、豊かなコミュニティ、クリーンな空気、持続可能な環境、健康、教育などを含む意味ある環境の実現に焦点を当てることが可能となる。
- さらに、インパクトレンズの導入とホリスティックなポートフォリオ構築アプローチを段階的に採用することで、受益者に影響を与える可能性のある広範な社会的および環境的課題への対応と、退職貯蓄や保険請求のための価値の保存と増加の必要性を調和させることができる。

4. インパクトレンズの適用 (2/2)

以下は、インパクトレンズ、および財務レンズが、様々なアセットクラスのポートフォリオにおいて、インパクトの優先順位をどのように決定し、特定された変革領域に取り組むソリューションをどのように生み出すかを示している。



5. インパクトレンズツールキット (1/2)

Journey
意図的なポートフォリオの調整

ポートフォリオ構築を再構築し、
一連のフェーズにインパクトレンズを組み込む

Destination
インパクトレンズを投資テーマに埋め込む

前提ステップ

機関投資家アセットオーナーは、設計によってプラスの影響を及ぼしたい社会的、および/または環境的な優先事項を特定する

1

ポートフォリオを調べる

インパクトレンズオーバーレイを最も良くサポートするアセットを特定するにあたり役立つ重要な質問：

1. 機関投資家アセットオーナーが所有する資産は何か？
2. これらの資産は、財務、およびインパクトのレンズと一致しているか？

2

セオリー・オブ・チェンジを作る

市場分析の考察、およびインパクトレンズから得られるロジックモデルとは何か？

機関投資家アセットオーナーの貢献を理解する

機関投資家アセットオーナーの資本、エンゲージメント、条件はどのように追加され、パフォーマンスに影響をあたえる可能性があるか？

ポジションチェンジ、および方向転換

特定された優先事項に向けて、どのような投資を方向転換する必要があるか？これらの優先事項からどのような新たな機会が生まれるか？

3

テーマ別のインパクトカテゴリー

セオリー・オブ・チェンジを更にきめ細かく適用する推進力。

機関投資家アセットオーナーの社会的、および/または環境的優先事項に沿って、いくつかのインパクトテーマが特定される。

機関投資家アセットオーナーは、ポートフォリオ全体にインパクトレンズを組み込むためのステップとして、インパクトの「切り出し(カーブアウト)」を活用し試験実施する。

4

ポートフォリオ全体にインパクトレンズを適用する

インパクトは、機関投資家アセットオーナーのポートフォリオ構築の一部として日常的に組み込まれている。

この構築にはインパクトレンズの包括的な適用、およびパフォーマンス目標を達成するためのセオリー・オブ・チェンジの事前の明確化が含まれる。

5. インパクトレンズツールキット (2/2)

前提ステップ

ポートフォリオ構築にインパクトレンズを適用する前に、機関投資家アセットオーナーは、年金受給者、保険加入者、市民が生活する環境や将来の社会的・環境的条件を考慮し、デフォルトではなくデザインによって影響を与えたい社会的・環境的優先事項を特定する。

1 Phase 1

このフェーズでは、機関投資家アセットオーナーは「私たちは何を所有しているのか？」と問う。この質問は、社会的、および環境的条件の変化によって優先順位が変化する可能性があるとして理解した上で、最初に評価される。

そして、ポートフォリオに含まれる銘柄が、自らの環境・社会的優先事項に合致しているかどうかを再度確認し、必要に応じてより適した新しいファンドを探す。

2 Phase 2

このフェーズでは、機関投資家アセットオーナーは、1つ、または複数の戦略を用いてポートフォリオアプローチを反復的に進化させる。

インパクト、および財務レンズを統合したホリスティックアプローチに進化するには、自らの貢献がインパクトのパフォーマンスにどのように影響を与えるかを理解する必要がある。

3 Phase 3

このフェーズでは、機関投資家アセットオーナーは、セオリー・オブ・チェンジ、および投資フィロソフィーに合わせたインパクトテーマを選定し、初期段階で保守的なアプローチを採り、部分的にインパクト投資を導入すること

で、ポートフォリオをテストする。

このアプローチは、学んだ教訓を全ポートフォリオに適応し、未探索の社会的・環境的課題への投資機会を開拓する基盤となる。

4 Phase 4

最終段階であるこのフェーズでは、セオリー・オブ・チェンジが具体化し、ポートフォリオ全体にわたって意図的にインパクトが統合される。

機関投資家アセットオーナーは、財務パフォーマンスと同様に、インパクトの測定と目標に対するパフォーマンス管理を行う投資をマネージャーに要請する。

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。