

上場資産投資における インパクトを推進

インパクト投資は、金融的なリターンを生み出す強力な方法として浮上しつつある一方で、世界最大の社会的及び環境的課題に取り組んでいます。

本書では、インパクト投資、当社のアプローチと5つの柱、及び、国連の持続的な開発目標に関して当社の実施方法を考察します。



高月 擁

ESG調査・エンゲージメント統括責任者

イアン・スミス

ファンド・マネージャー、フラムリントン株式

03

概要

04

インパクト投資: シンプルながら強力なアイデア

05

アクサ・インベストメント・マネージャーズのインパクト投資への
5つの柱

06

インパクト投資: 企業に対する当社の評価方法

08

インパクトと金融的リターンの関係

10

国連の持続可能な開発目標に関して当社が企業とかかわる
仕方

12

Q & A: 主な質問への回答

概要:

- インパクト投資は、金融的リターンを生み出す強力な方法として浮上しつつある一方で、世界最大の社会的及び環境的課題にも取り組んでいます。これは、2030年までに国連の持続可能な開発目標に対して緊急に達成する必要性をめぐって形作られています。
- しかし、上場資産を通じて実施される場合にどのようなインパクト投資が効果的であるかについては、激しい議論がなされています。主要業績指標を明確に定義ことが難しいことや上場資産に対して業界が合意したインパクト投資の基準がないことなど、課題が残されています。当社は、こうした困難にもかかわらず、全ての上場資産クラスでインパクト投資が確実に行うことができ、当社が業界共通の基準に影響を与えるリーダーシップ的な役割を果たすことができると考えています。
- 当資料では、上場資産へのインパクト投資についてアクサ・インベストメント・マネージャーズのアプローチを紹介し概説します。これは、フラムリントン株式、債券、マルチアセットで構成される当社のコア投資チームが採用しているアプローチです。
- 上場資産に投資することによるインパクトをけん引するという観点について2つの主要なアプローチを提案します。つまり、重点とする投資家エンゲージメントのプログラムを通じて、"インパクト・リーダー企業"へ資本を配分することと、"変わりつつある企業"の変化に影響を与えることです。

インパクト投資： シンプルながら強力な資産クラス

インパクト投資は、ウィン・ウィンのコンセプトであることを目指しています。投資家は、潜在的に魅力ある金融的リターン収益を享受する一方で、同時に、広範な社会や環境にとってプラスの結果をもたらすものです。

単純に言うと、これは、人々のための繁栄と地球のための繁栄に投資することです

アクサ・インベストメント・マネージャーズ (AXA IM) は1998年に初の社会的インパクト運用を開始し、フランスで持続可能な雇用を創出している中小の上場企業に投資して、失業に取り組みました。当社は現在、健康や気候変動、社会問題に関するソリューションを提供することを目的として、プライベート投資からグリーン・ボンドや上場株式にわたるインパクト・ファンドを運用しています。

インパクト投資を通じて、AXA IMは長期的なリターンを高めたいと考え

ており、これは、取り組み可能な大きな市場の中で、まだ対処されていない持続可能性に関連する機会を可能にする為に、資本の配分を通じて達成されます。

インパクト投資とは、近年急速に成長してきた考え方です。貧困、不平等、気候変動や健康問題を含む世界的な主要課題に取り組む為に2015年に創設された国連の持続可能な開発目標 (SDGs) は、インパクト課題の推進において重要な役割を果たしています。SDGsはまだ対処されていない社会的ニーズを評価するための枠組みとして、政府や一般企業、金融機関、非営利団体など、幅広い関係者によって広範に採用が進んでいます。

目標が明確に定められている17の SDGs と、2030年までに達成されるべき169の基礎的な目標があります。

国連の持続可能な開発目標



例示のみを目的としております。

インパクト投資のルーツはベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティにあります。しかし近年この概念は、急速に成長するグリーン・ボンド市場を含むように進化してきました。この投資手法がさらに主流となっていく中で、資産運用業界においては、上場されている株式や社債への投資によってインパクトがどのように真に達成できるかということについて、大きな議論がなされています。基本的な考え方は簡単に把握できるかもしれませんが、堅牢で思慮深い方法で行うことは困難です。

AXA IMの インパクト投資への5本の柱

上場資産へのインパクト投資の当社アプローチは、5つの柱からなっています。これらの柱は、インパクト投資を特徴づけ、責任投資への他のアプローチとの差別化を図るものです。当社の重要検討分野は以下のとおりです。

1. 志向性: これはインパクト投資を定義するものの重要な要素であり、責任投資への他のアプローチと差別化する重要な点であると考えています。これは、特定の前向きな社会的または環境的成果を得ることを当初目的として投資を行うべきであるという考え方です。

投資運用者は、事業活動を通じて、積極的な持続可能性のある成果を生み出している、または生み出す余地のある企業への資本配分を通じて、影響を生み出す意思を有していなければなりません。

したがって、ポートフォリオはファンド・マネージャーの標的となる社会的目標を示す明確なアイデンティティを有すべきです。

投資運用者は、投資家としての影響力の活用、企業への働きかけ、変化による影響の発生を目指すこともできます。

2. 重大性: 多くの企業が、社会や環境に対して何らかの前向きな成果を生み出しています。ただし、インパクトがすべて等しいものではありません。当社の立ち位置として、プラスの成果が受益者、企業、またはその双方にとってかなり明確なものである企業に投資します。理想的には、企業の取り組みが戦略的な重要性を持ち、企業の全般的な商業活動（"純粋なプレイ"¹）と見なされるもの）の大半を構成すべきです。

しかし、企業がソリューションの重要部分に当たり、従って、企業全般の事業からすれば比較的小さな部分を通じて著しい影響を及

ぼす可能性（"決定的なプレイ"とみなされるもの¹）がある、そうした企業に対しても余地があります。

当社は、企業の売上のどの程度がSDGsに向いて寄与しているかに注意を払います。重要なことですが、対処すべき問題の深刻さ、受益者数（特に現在十分なサービスを受けられない人）、同業他社と比較してどの程度有力なソリューション・プロバイダーかなど、その他の様々な要因についても検討します。企業間での重大性の比較するために、行われる投資の規模に対して生じるインパクトの水準、市場時価総額や企業売上などに対する事業の規模を検討します。

3. 付加性: これは慈善の非営利部門に由来する考え方であり、寄付の配分の決定は、まだ満たされていない環境的または社会的ニーズを解決する可能性の高さに基づいて判断されます。付加性 - 特に上場資産というものに対して可能かどうか - について議論が集中しています。

当社は、流通市場での上場資産の買い付け過程において、付加性を主張することは難しいだろうと考えています。この理由は、新しい資本が事業に投入されていないためであります。

AXA IMにおいて、上場資産という文脈で付加性を異なる立場から考えています。当社は、原則として、企業が必要とされる製品やサービスを、例えばイノベーションや新技術、低価格、より良い流通などを通じて、どの程度手に入りやすく、または商業的に可

能にしているかに注目しています。潜在的に巨大な対処可能な市場全体にわたって満たされていないニーズを満たす機会を最大限に活用することができる企業にとっては、こうした商業戦略は、収益性があれば、長期的な競争優位性を生み出す可能性があります。重要なことですが、当社は、企業の慣行や行動、業務が、他企業のアプローチを指導し、影響を与え、形作るということに関して、不足をどの程度満たしているかについても評価しています。

4. 否定的外部性: 企業の企業慣行、または製品やサービスは、他の場所では生み出している好影響を大きく損なうことがあります。例えば、ESG関連の諸問題への関与やビジネス活動における石炭の広範な利用などが、これに含まれる可能性があります。否定的外部性や、それらに取り組むという企業のコミットメントは、肯定的な成果とともに十分に考察されることが重要です。

5. 測定可能性: 投資の社会的・環境的パフォーマンスを測定し報告するための明確な方法論とコミットメントが必要です。これらは継続的にモニタリングする必要があります。インパクトは、使用可能なデータが少なく標準化が進んでいない為に、環境、社会、ガバナンス（ESG）の要因よりも測定が難しいものです。このために、公に入手できるデータの整合性や第三者による調査を照合し確認することも行っています

¹ "純粋なプレイ" と "決定的なプレイ" は、オランダの投資コミュニティから借りてきた用語

インパクト投資： 企業に対する当社の評価方法

当社の調査プロセスは強固な根幹を持ち、精査に耐え得るものであると判断しております。当社は、持続的で深い分析や勤勉に代わるものはないと根本的に考えております。第三者の調査方法論やスコアにのみ頼るのではなく、データ分析や情報の最前線に立っていきたいと考えています。

当社の手法は、インパクト投資を行う際に、責任投資において当社が行う他のアプローチとは一線を画していると信じています。とはいえ、従来から続く広範なアプローチを利用して、ESG要因を当社のインパクト投資のプロセスに統合しています²。これらには、重要なESG関連リスクと機会の評価を投資分析に体系的に組み込むことが含まれます。

また、AXA IMのESG標準ポリシー³にも準拠しています。これには、ESG上問題となる兵器の生産など特定の産業活動に関わる企業や、国際的な規範に対する重大な訴訟や侵害の対象となる企業への投資を除外することを含んでいます。

当社は、下記の表に示されたテーマを通じて、インパクト投資に取り組めます。このテーマは、主な世界的課題や重要な課題ソリューションとしてみなされるものを網羅しています。これらの投資テーマを通じて取り組んでいると考えられるSDGsの個々の重なりを特定しています。当然、このテーマ的枠組みは、より広範な満たされていない社会的・環境的ニーズの変化を反映するよう、時と共に進化していくでしょう。

当社のインパクト投資テーマと SDGs⁴との関連



出所：AXA インベストメント・マネージャーズ。例示のみを目的としております。

AXA IM のインパクト投資に対する取り組みは、魅力ある金融リターンを提供することと同時に、主要な世界的課題を巡るプラスの変化を促進することも目的として確立されたものです。当社のインパクト調査の枠組みは、これらの目標を達成できる企業を特定し、そうした企業の事業の持続可能性に関連するインパクトを監視するように構築されています。

² 2018年12月31日現在、アクサ・インベストメント・マネージャーズのESGに統合される運用資産残高は4580億ユーロです。

³ アクサ・インベストメント・マネージャーズのセクター投資ガイドラインとESG標準ポリシーについては、以下のサイトをご参照ください。<https://www.axa-im.com/sector-investment-guidelines>

⁴ アクサ・インベストメント・マネージャーズ

当社の方法論において、当社は企業関連のインパクト指標または主要業績指標 (KPI) を、以下の5つのカテゴリーにわたって特定し、追跡することを目指しております。

1. 製品とサービス
2. 調査と開発
3. 運営
4. 企業の社会的責任 (CSR) への取り組み
5. 否定的外部性

以下、これらの KPI についていくつか概説します。可能な場合には、各々は企業目標に照らしながら追跡され、またグローバル・インパクト投資ネットワークの IRIS 指標カタログなど、業界で認められたカタログに連動しています。

SDGs へのインパクト投資テーマとリンク

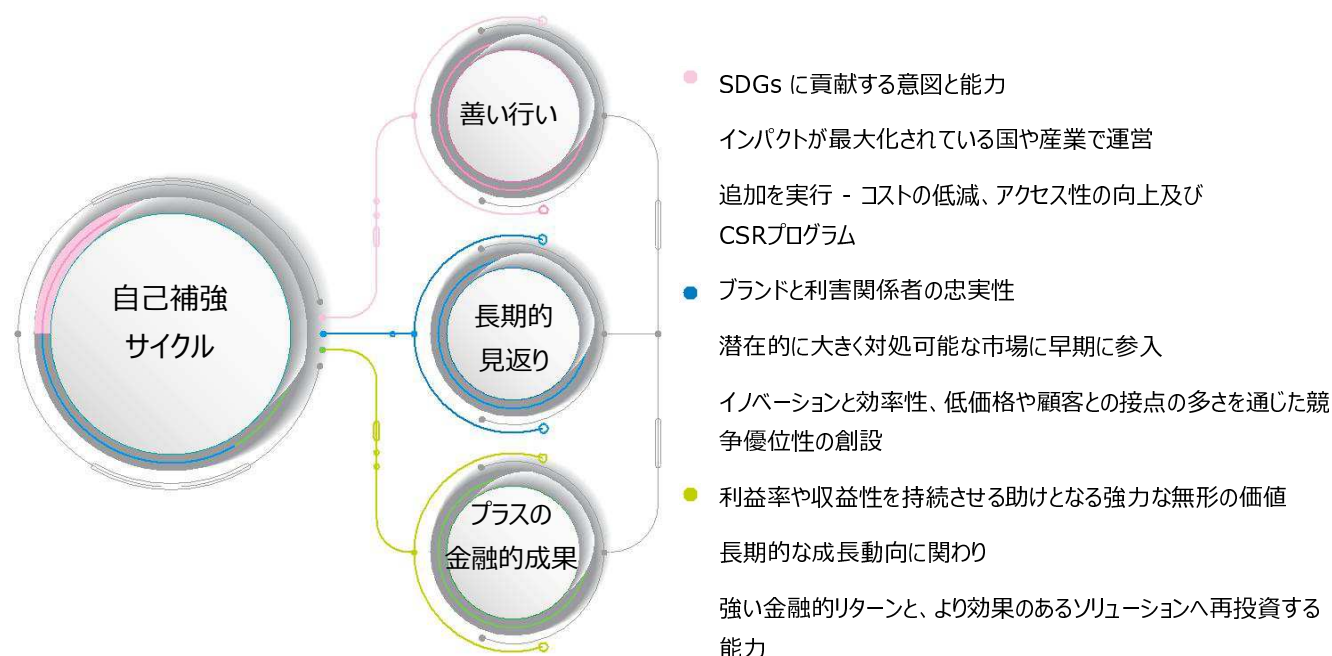
テーマ	主要 SDG	代表的な KPI	ソース
低炭素への移行		再生可能エネルギーの生成	IRIS: OI 2496
エネルギー効率		温室効果ガス排出の回避	IRIS: PI 5376
浄水と下水処理		貯水量	IRIS: PD 5786/PI 2884
浄水と下水処理		浄水と下水処理への新しいアクセスとともにある人々	IRIS: PI 2822
公衆衛生		公平な価格設定の下での製品や重点国	医薬品指数へのアクセス
女性の活用		経営陣及び取締役会の女性	IRIS: OI 571/OI 8118
人的資本と生計		職業訓練を受ける若者	IRIS: PI 8836
金融・技術の包摂		責任をもって支出されるマイクロファイナンス貸付	IRIS: PI 8381/FP 9954/PI 4733

出所: アクサ・インベストメント・マネージャーズ。例示のみを目的としております。

これらの KPI を追跡することにより、当社は企業の社会的貢献度やその貢献度の進展を継続的に判断することができます。その結果、当社は、どの事業がどのSDGsの達成にどの程度貢献しているかを判断することがよりよくできるようになりました。KPIモニタリングは、企業の明らかなディスクロージャ格差を強調するのにも役立っています。この追跡がセクターまたはインパクト・テーマ内の企業にわたって広く行われる場合には、比較を行い、明確な改善点を見極めるのにも役立ちます。従って、当社は、これらのディスクロージャ・ギャップを中心とした企業と慎重に取り組み、改善点を強調していくことができます。

当社は、徹底したインパクト分析は、従来の企業及び財務分析に統合する場合、潜在的な長期的勝者を特定する助家になる強力なツールであると考えております。こうした企業は、卓越した社会的成果と金融的成果を生み出すことの間にある自己補強関係を享受できる企業です。すべての企業がこれを達成できるとは限らず、当社はそれができる企業に投資したいと考えています。

インパクトと金融的リターンの関係



インパクト企業をどのように特定するか

当社の調査を通じて、当社が特定しようとする企業には大きく2つのカテゴリがあります：

1. インパクト・リーダー

このカテゴリに属する企業は、企業が生まれ出し、将来にも継続して生み出すことができる、差し引きでプラスの社会的インパクトの度合いに関して最も高い評価を受けています。インパクト投資家は従来、製品やサービスの提供を通じてプラスの成果を生み出す企業（商品とサービスのインパクト・リーダー）に注力してきました。これは当社が調査の中心にしているところでもあります。しかし、当社は、インパクトを見渡すと例外的な企業でも企業の慣行や行動、運営（業務上のインパクト・リーダー）を通じてプラスの変化をもたらす、重要な場所があると確信しています。

製品やサービスのインパクト・リーダーとは、重大な重要性や注目すべき価値のあるモノやサービスを販売する企業のことです。しかし、これはその出発点に過ぎません。このカテゴリにある事業は、その製品およびサービスを利用可能にし、潜在的にはまだ十分に普及していない市場にむけて商業的に成長できるようにする為に、技術や規模、イノベーションおよび/または公共セクターの支援を活用することにより、重大な "付加性" を生み出すと思われます。こうした企業は、新たな成長市場におけ

る先導的なポジションを確立することにより、競争優位性、つまり保護的な"堀"-を作り上げます。

当社の予想では、業務上のインパクト・リーダーは単に良い企業市民であるだけでなく、企業行動や慣行を通じてより広い変化を促すことを目指さなければなりません。これには、世界的にクラス最高のアプローチを行っている企業が含まれますが、また、企業慣行が国やセクターを先導し形作っていく企業も含まれると思われます。対処する課題は、例えばサプライチェーン管理や職場での女性活用に関連している場合があります。当社は、企業がクラス最高であるか、真に野心的な業務上の目標を設定しているか、声をあげて課題を強調しているか、リーダーシップを通じたり、競合他社との連携を通じて解決策を開拓しているか、または、多くの受益者の生活に影響を与えているか等、明確な証拠が必要だと考えています。このようにして、当社は付加性テストに取り組んでいます。

インパクト・リーダーは、取締役会や経営陣が明確に示すように、社会や環境に貢献するとともに、健全な金融的リターンを生み出すことを目指す



明確な戦略的意思を持っていると思われます。彼らは、自分の社会貢献がどのように事業や投資家にも利益をもたらしているかを明確に示すことができるはずで、これは、ブランドが強くなり、主要な利害関係者から忠実性が増し、または(潜在的に高価な)資源に制約のある将来への備えを強化することによって可能となります。

インパクト・リーダーは当社の重大性テストを満たすことができるはずで、彼らは事業活動の大部分(いわば純粋な行為)を通じて大きなプラスのインパクトを生み出し、または、注目すべき受益者グループにとっての重要な課題に対して、あまり多くの事業部分を使わない(いわば決定的な行為)で取り組む必要があります。こうした企業は、サプライチェーン内に組み込まれ、重要なサービスやテクノロジー(半導体など)を提供する活動を可能にしながら、より先端の活動(再生可能エネルギー発電など)の間で様々です。インパクト・リーダーは、1つのSDGまたは複数のSDGに取り組むことができます。

インパクト・リーダーの地位は、有力企業に限って慎重に付与されることになっていますが、そのような企業が完璧であり、失敗しないということの意味するものではありません。そうした企業が継続的にこの格付を保つことができる保証はありません。当社は、リーダーとしての地位を確保していくべくそうした企業の進捗状況をモニタリングします。標準が相対的な立場から模範とならなくなったと当社が考える場合には、当社が重要な課題について企業に関与(エンゲージ)する可能性があります。当社の責任投資調査委員会は、アナリストによってインパクト・リーダーであると評価された企業を見直すことによって、監督をしていきます。

2. 移行企業

移行企業とは、今日の事業の現実の範囲内で事業を展開しているが、大きな変革への野心を示している企業のことです。これに関して当社は、その変化を引き起こすための意志や、当社のエンゲージメント活動が企業戦略により良い影響を与えうる可能性について明確な印があるよう求めています。将来の変化が本質的に持続的なものであり、企業の長期的な金融的リターンを拡大することが非常に重要です。

このような移行変化は、通常、次の3つの方法のいずれかで起こります：

1. 企業の製品構成の劇的な変化(例えば、石炭発電を再生可能エネルギー発電へ)についての計画、これは実現までに時間がかかる

可能性がある

2. 否定的な外部性を生み出す機能性製品を提供し続けながら、それらの否定的な外部性(例えば、高加糖または高脂肪の食品や飲料など)を大幅に低減する計画を立てる
3. 会社の業務から環境・社会的成果を飛躍的に向上させる計画を立て、積極的な目標を設定する

移行企業へ資本を配分する際には、投資家のエンゲージメントの取り組みに関して成功を保証するものではないことを受け入れることが重要です。従って、候補企業を特定する際には選別的であることが重要です。どの企業が大きな変化に対する意欲を既に示しているか、またはエンゲージメントにオープンな態度であるかなど、多くの検討が必要です。このような評価は、既に会社との関係が確立されている場合や、関係する資産運用者が実績のある十分なリソースを持つエンゲージメント・プロセスを有している場合には、非常に容易に行うことができます。このように、有意義な肯定的変化が現実的な目標である企業に対して、投資や努力を行うことができます。

上場資産への投資による潜在的なインパクトを最大化するために必要な正確な戦略については、投資業界において相当の議論がなされています。もっともふさわしい既にインパクト・リーダーである企業への投資を検討している投資家があります。また、移行企業に対する投資家のエンゲージメントを活用して有意義な長期的な変化をもたらすことが最適なアプローチであると考えられる投資家もいます。

AXA IMの立場は、両方のタイプに投資する知的な論拠があるということです。更に、当社は、それぞれから潜在的に魅力的な株主リターンの機会を見えています。当社は、成長市場にうまく位置づけられており、すでにインパクトとリターンの良好な関係を構築しているインパクト・リーダーの複合的なリターンを享受することを目指すことができます。同様に、移行企業で見通しの改善が見られ、関連する価値の再評価を経験している企業に対して長期的に投資することによって、金融的にも利益を得ることを目指すことができます。

当社にとって重要なことは、投資先企業がどのような種類に該当するかについて明示的かつ透明性があり、また、なぜインパクト投資ポートフォリオに属するのかという理由を明確に説明できることです。従って、当社の評価の枠組みは、上場資産における様々なインパクト投資戦略の機会を見極めることができるよう、企業を分析することを目的としています。

国連の持続可能な開発目標に関して当社が企業とのかかわる仕方





エンゲージメントは、企業の慣行を変え、意思決定に影響を与える強力な手段です。投資家の権利と責任の積極的かつ効果的な利用は、SDGsの範囲にあって特に関連しています。2030年までにSDGsを達成することについて国際連合が発表した最新の報告⁵では、“2030年までにアジェンダの目的と目標を達成するには進展が不十分”としています。従って、SDGsを実現する現実的な機会に立つためには、大幅かつ迅速な変化が必要です。政府や国際機関だけでは、負担を軽減し、取り組みを効果的に調整することは期待できません。上場企業のユニバースは、明らかに変化の要となるものです。当社試算では、上場株式は世界的には時価総額が約80兆米ドルに達します⁶。当社はエンゲージメントをこの広大な経済基盤を通じて変化をもたらすための主なツールとして考えています。

2019年から、AXA IMはSDGsの問題について投資先企業との具体的なエンゲージメントのプログラムを展開しています。エンゲージメントの重点分野としては、以下の点が挙げられます。

- 理事会と経営陣の説明責任：**SDGsに関連する商業的機会から評価し利益を得る能力について、取締役会や上級幹部の明確な期待を確立します。これには、取締役会の適切な専門知識や、持続可能性に関する新たな商業的機会を特定できるようにするための取締役レベルの適切なプロセスや構成を確保することなどが含まれます。
- 透明性：**戦略的な意思決定プロセスやSDGsに関連する商業活動への資本配分について、企業から透明性を求めています。また、当社は、この情報については、報告書又は口頭において公に開示するように求めています。また当社は、企業のSDGへの貢献はどの程度本物であり、より広い企業戦略に沿ったものであるか疑問を呈します。
- 測定：**企業が持続可能性関連の機会に資本を配分することから得る潜在的なインパクトと付加性を事前に評価するために用いる内部の方法論の詳細を求めています。これは、企業が事後に主要業績指標を測定するために導入できる枠組みにつながるべきものです。
- 報告：**インパクトやSDG関連指標に関する定期的な報告の実施を求めています。

当社は、これらの目標は十分に野心的であると考え、長期的なエンゲージメントの目的と考えております。現在、世界中でこれらの契約関連のすべての目標を近く達成できる企業は（もしあれば）ごくわずかです。当社は、達成に向けて、短期的なエンゲージメントの道しるべを設定しながら、企業がより野心的な長期目標を達成することに向けて、どのように進んでいるかを理解することができるようにしています。

この取り組みにより、当社がSDGsを巡る企業間での主導的な慣行を特定することが継続的にできるようになります。これにより、今後のエンゲージメントを知るとともに、真にプラスのインパクトをもたらすことができる企業に投資する当社の能力に磨きをかけていくでしょう。別に、協働

的なエンゲージメントや公共政策に関連する対話のための適切な業界の発議にも当社は関与を継続していきます。例えば、AXA IMは、医療指標へのアクセスの専門家検討委員会⁷において代表となる唯一の機関投資家です。これは、学術機関や非利益団体、政府機関、業界団体で構成される世界保健に関する先導的な専門家による組織です。その役割は、製薬企業が評価され、グループの指標にランク付けされるための評価の枠組みを開発し改良する手助けをすることです。この取り組みは、SDG 3 - すべての人に健康と福祉を - に貢献するための重要な要素であると考えております。具体的には、目標3.4を達成することを目指します。つまり、非感染性疾患による若年死亡率を減少させることや、3.8 - ユニバーサル・ヘルスケア・カバレッジを実現することを目指します。

当社はまた、上場資産へのインパクト投資に関する広範な課題を克服していくために、他のグローバル金融機関とも連携しています。こうした障害の一つには、業界で合意されたインパクト投資基準や枠組みがないことが挙げられます。AXA IMは国連の環境プログラム金融イニシアティブ(UNEPFI)のワーキンググループの一員であり、これは企業投資のインパクト分析に対する共通の基準を開発してストを行うことを目指しているを行います。これはまた、当社がインパクト投資業界の今後の方向性をリードし、形成し、影響を与えるためのプラットフォームです。その他、当社が役割を担うインパクト投資活動としては、インパクト・マネジメント・プロジェクト、責任投資原則⁸、グローバル・インパクト投資ネットワークなどがあります。当社は後者に関する投資家会議に席を持っています。

また、インパクト投資業界の将来の軌道を形作る幅広い様々なワーキンググループや公共政策協議にも長らく参加しています。例えば、気候関連金融デスクロージャに関するタスクフォース⁹を支援し、環境的に持続可能な経済活動のための欧州委員会の分類基準にフィードバックすることなどが挙げられます。

⁵ 持続可能な開発目標報告書2018

⁶ 出典: Factset、AXA インベストメント・マネージャーズ

⁷ 高月擁 医学専門家検討委員会のメンバー <https://accesstomedicinefoundation.org/our-team/yo-takatsuki>

⁸ Principles for Responsible Investing – Impact Investing Market Map

⁹ Taskforce for Climate Related Financial Disclosures Supporters: <https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/>

主な質問への回答

インパクトと金融的リターンとのトレードオフはありますか。

金融的リターンの一時的な上昇や社会的なインパクトを採ることにより、企業が短期的な心構えで戦略を導入する場合には、トレードオフが生じる可能性があると考えています。例えば、企業が当年度に1株あたりの収益を数セント絞り出そうとする場合に顧客、仕入先、またはその他の関係者が苦しみかねず、また、一回限りの/特別の製品を提供しようとする場合に、利益率が悪化する可能性があります。

プラスのインパクトを生み出す意図が本物であり、企業の提供や実践に組み込まれている場合には、これは企業の健全性の改善を推進すると考えています。また、これは、投資家の長期的なリターンの向上につながる可能性もあります。

SDGsに対して利益をあげながら貢献できる企業は、社会や環境を助けるだけでなく、以下のポイントを通じて、長期的な勝ち組企業の中でもより良い機会を自らにもたすことができると考えています。

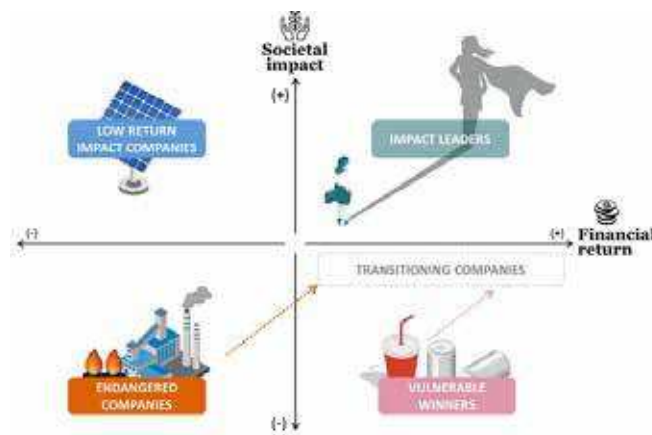
- SDGsを重視し、社会の満たされていないニーズに対処しています - こうした企業は潜在的に大きな対処可能な市場への最初の参入者となる可能性が高いと思われる
- 製品やサービスへのアクセス可能性を開拓します - 企業は事業によって顕著な優位性を確立できる
- ソリューションを推進し、責任を持って行動します - 企業は、主要な関係者の間で重要な忠実性を生み出し、将来に制約を受ける可能性がある資源に対して事業をより適切に準備する



もちろん、多くの企業はこの自己補強インパクトとリターンのサイクルをなかなか達成できないでいます。この原因は経営の質、取締役会の劣悪な監督機能、またはその内部で運営されている業界によるものである可能性があります。いくつかのプラスの影響を受ける産業はコモディティ化されており、競争性が高く、資本集約的です。政府の影響は、資本配分のインセンティブを歪めることによってこれらの圧力を悪化させる可能性があります。この10年間のソーラーパネル製造業はその良い例を示しています。

下の図は、現在見ている企業の範囲を示したものです。右上のインパクト・リーダーはインパクトとリターンの間に正の因果関係と相関関係を最も確立されている企業です。当社の調査は、これらの企業を特定するのに役立つような方法で構築されており、

企業の範囲



出所：アクサ・インベストメント・マネージャーズ。例示のみを目的としております。

インパクト企業ユニバースの確立において、第三者のデータ提供者はどのような役割を果たすことができるか

第三者の調査会社や指数提供者は、インパクトに関する様々なデータセットを提供することができ、多くの会社がインパクト企業ユニバースを異なる方法で作り上げようとしています。ある業種に特定のSDGsをマッピングすることにより、セクターベースの基準を用いるという実践的なアプローチを取っている企業もあります。また、企業の売上構成のデータベースを活用している会社もあります。売上の種類によっては、「正の」効果のある群（再生可能エネルギー発電や医療サービスなど）に分類されるものと、「負の」売上群（例：糖類スナックやドリンク）に分類されるものがあります。加えて、インパクトKPIをSDGsに直接結び付けることにより、よりきめ細かく企業の評価を試みている会社もあります。これらの会社が提供するデータセットは、その完全性が確立されると、資産運用者にとって有用で強力なツールになる可能性があります。当社は、当社の企業評価における追加的なインプットとして機会の特定に役立て、また

報告の際に、支援材料になります。データセットは継続的に改善され、これらの会社が使用する方法論は、より洗練されたものになります。

しかし、少なくとも当面は、かかるデータセットに過度に依存したり、それらを分離して使うことのメリットについては疑問があります。インパクト企業を構成するものの非常に主観的な性質は、何千社にも及ぶ広範な企業の評価を体系化しようとするツールの信頼性を論理的に損なう可能性があります。多くの企業で標準化されたインパクトのディスクロージャがないことを考えるときに、この問題は大きくなります。よりよいディスクロージャがなされたとしても、ある企業を判断するために最も適切なインパクトKPIのデータセットが依然として別のデータセットと全く異なる場合があり、同じ業種で事業を行っている2社でさえ、そうなることがあります。例えば、いくつかの医薬品企業を価格設定方針について評価する一方、他は品質を評価したり、または、研究開発に重点を置いています。他にも、使用する患者の数や、薬や診断、治療へのアクセス度に基づいて評価しています。

AXA IM のアプローチは、ビジネスの詳細な分析に寄っています。第三者のデータを検証し使用し、企業売上構成、ESGスコアや評価に関連して提供会社が提供する情報を活用することができます。ただし、当社は他にも多くの要因を考慮しております。これらには対処される問題の重要度や、プラスの影響を受ける利用者の数、利用者が供給不足ないし利用できない状況になっている度合いや、価格を引き下げようとしたり必要な製品へのアクセス性を改善しようとしたりする企業の付加性が含まれます。また、当社は、企業の行動がどのように競合他社または業界全体の行動に影響を与えるかも考慮します。これを効果的に行うためには、KPIや注目リストにある企業の企業行動を厳密に追跡することが重要です。企業をよく知るポートフォリオ・マネージャやアナリストがビジネスのインパクト評価プロセスに参加することが重要です。どの企業がインパクトを持ち、どの企業がそうでないかについて、情報やデータに基づいて協議する場合も重要です。

インパクト企業や基金を構成するものについての曖昧さは、すぐに解決される可能性は低いでしょう。このように、インパクト企業の信頼できる広く認知されているユニバースや指数を確立することは課題となります。従って、インパクト投資運用会社は、ポートフォリオの決定を正当化するために顧客との間で高い透明性を維持する必要があり、同業他社と連携してベスト・プラクティスを確立し、遵守する必要があります。

企業によるインパクト関連業績指標の不十分かつ一貫性のないディスクロージャに対して、インパクト投資家はどのように対応すべきですか。

インパクト投資に関する多くの議論は、過去の振り返りによるパフォー

マンス測定の利用可能性、ないし、その欠如に焦点が当てられています。これらは間違いなく、企業が約束に対して誠実に実行した過去の行動の重要な証拠や印を表すことができます。しかし、良質なディスクロージャだけでは、気候変動、水不足、医療提供不足などの世界的な問題を解決することはできません。

当社の認識として、透明性に関して各地域市場において異なる期待があり、その結果、企業によっては、グローバル基準の観点ではディスクロージャにおいて指導的立場にはないこともあります。こうした異なる期待は、時には、商業的には取扱いに注意の必要なデータや、測定における社内手法の開発、小規模企業にとってのディスクロージャ負担などが原因となります。従って、当社は、ディスクロージャだけでは、インパクト・リーダーと評価される企業に投資することを妨げるものではないと考えています。

とはいえ、インパクト・リーダーからは依然として以下のようなことが予想されます。

- SDGsへのつながりを把握した上で、関係するインパクト関連パフォーマンスデータのモニタリングとディスクロージャを実施しようとする明確な意欲。これは、企業経営者が社会に対してプラスの成果を生み出そうとしている良い兆しです。経営陣は、会社がプラスとマイナスの両方についてどのような貢献を作り出していて、パフォーマンスを向上するためにもっと何ができるかを理解する必要があります。
- ディスクロージャをめぐりしっかりと実践することがより広い企業の活動状況にわたるディスクロージャの実施に影響を及ぼすという、経営陣の理解。経営陣は、野心的で広範な目標を設定する背景にある理由を理解すべきです
- この問題について投資家とともに携わる開放性と、ディスクロージャを改善する提言に積極的に対応すること

当社は、インパクト投資家は顧客に対して説明責任を負う必要があることも認識しております。これには、有用なデータが何であれ測定するための明確なシステムや、ポートフォリオ企業のディスクロージャの改善を促すことへのコミットメントが求められます。この分野の主要投資家は、この業界の未来を形作る重要な役割を担っています。基準や枠組みが現在存在しないことや、インパクト・データが不足していることは、すべての金融業界の参加者に影響を与える問題です。当社としては、各産業グループや共同の発議を通じて議論や影響の動向をリードしていくことを目指します。この中で、当社は、投資に関係する行動以外の方法でも影響を与えることもできます。

(続き) 主な質問への回答

インパクト投資は、新興市場やフロンティア市場の戦略をパッケージ化するためのもう一つの方法に過ぎませんか。

SDGsの多くは、低所得国の課題を目標とすることに明確に焦点を当てています。SDGs 1、2、10は貧困、飢餓、不平等を撲滅することに重点を置いている一方、他のSDGsは貧しい人々が基礎的なインフラやサービスをよりよく利用できるようにしようとしています(SDGs 3、4、6、7、9)。

国際連合貿易開発会議 世界投資レポート2014は、SDG 2030目標を達成するためには、年間5〜7兆米ドルの投資が必要になる、との見通しを示しました。その約3分の2は途上国に投資される必要があります。従って、SDGsの169の基礎的な目標が低所得国の経済発展課題を達成することに明確に焦点を当てていることは、驚くべきことではありません。

新興市場上場企業は、MSCI オールカントリー・ワールド・インデックス (MSCI ACWI) の約12% を占めています。しかし、途上国上場企業に投資することが、低所得国における事業活動に対するエクスポージャーを持つ唯一の方法ではないことは注目に値します。現在、MSCI ACWI 上場企業の売上のほぼ4分の1は、新興市場であげられています¹⁰。

また、行う企業が新興国であれ新興市場企業であれ、慢性的な健康問題や気候変動、資源不足に対処するソリューションの進歩によって、誰もが世界中で恩恵を受けていることにも十分に注目すべきです。

SDGsや目標の多くは投資可能には見えません。どのように対処しているのでしょうか。

SDGsの多くは、上場企業がモノやサービスの提供を通じて直接的に取り組むことができます。例えば、SDG3は、健康な生活を確保し、あらゆる年齢の全ての人々に幸福を増進することを目的としています。その他のSDGsは、間接的または企業活動の結果として対処される可能性が高いものです。例えば、SDG10では、国内および国家間の不平等を削減するものです。目標を掘り下げてみると、その多くを上場企業の活動と一致させることが困難であることは明らかです。2030年までにあらゆる人々の貧困を撲滅するというSDG目標1.1のように、いくつかの目標は非常に広範囲にわたるものです。目標によっては、企業よりもむしろ政府が促進する必要があります。例えば、目標5.2は公的・私的分野においてすべての女性と少女に対するあらゆる形態の



暴力を排除することであり、また、目標16.3は、国家及び国家間のレベルで法のルールを推進し、すべての人々にとって裁判を等しく利用できるようにすることです。

当社の評価では、目標の約50は投資関連の活動により直接対処できます。その他の目標については、政府や非利益団体などの関係者によって対処するほうがよいと思われます。

重要な点は、SDGsと企業活動の統合やマッピングは正確な科学として扱うことができないということです。SDGsは非常に幅広いため、変化する世界に対して非常に適応が可能です。しかし、17の目標と169の目標があるにもかかわらず、世界的に重要な必要性のすべてがこの枠組みによって予期または網羅されていたわけではありません。従って、投資を通じてSDGsを目標にする際には、ある程度の柔軟性と創造的な許容度が必要です。投資家には、“正確に適合する”ではなく、“最適に適合する”SDG目標を使用することをお勧めします。目的を果たすことができる目標が存在しない場合、投資家は当該SDGの包括的な目的によって導かれるべきです。活動の副産物としてSDGソリューションをはっきりと提供できる企業は排除すべきではありません。完璧な分類法が善の敵になるべきではありません。

インパクト・ポートフォリオの中で包摂としての組み入れ候補として、否定的外部性は企業をどの程度除外すべきでしょうか。

すべての投資について否定的外部性を考慮する必要があります。差し引きでプラスとマイナスの成果を両立させることは非常に困難であり、特に異なる分野においてなおさらです。例えば、ビジネスがインドで虫の駆除剤の使用を促しているかもしれないが、またその生産においてパーム油に依存しているかもしれないという事実について、どう考えればよいのでしょうか。または、社会への全体的なコスト負担を下げたほうがよいにもかかわらず、涙が出るほど高い価格の面で疾病に対する新しい治療法を投入する医療ビジネスはどうでしょうか。電気自動車(EV)産業は、石炭をベースとした発電や消耗原材料へ

¹⁰ 出典: FactSet GeoRevデータベース、アクサ・インベストメント・マネージャーズ

の依存を考えると、最終的な目標は明らかに努力する価値があるものの、テクノロジーが進展し、再生可能エネルギーによって発電され、設備の標準化とリサイクルが増えることなどについて、議論を呼んでいます。

当社は、社会的な純成果の評価は方程式によってはできないと考えています。これは判断の問題です。意見や判断に達するには、データにより裏付けられ、十分に文書化する必要があります。否定的外部性については分析する必要が明らかにあります。ポートフォリオ構築やエンゲージメントの過程において、これらをどのように扱うかは、最終的には判断の問題です。否定的外部性を評価する資産運用者のアプローチは、顧客に明確に示す必要があります。

どれが、インパクト標章に値する上場資産ファンドであり、どれがそうでないファンドですか。

これは、新たなインパクト戦略を確立しようとする資産運用者にとって同じように、上場インパクト・ファンドへの資金配分を希望する方にとって、極めて重要な問題です。しかし、現在のところ、インパクト標章を監視する規制上の監督機関はありません。加えて、インパクト・ファンドを定義するものについて、資産運用業界内で広い合意はありません。しかし、持続可能な投資世界内での分類や最低基準をめぐる合意を考察する取り組みがあります。これには、欧州委員会の持続可能な金融に関するハイレベル専門家グループなどが含まれています。こうしたプロジェクトは全体的に、理解を深め、共通の用語を促進するのに役立つはずであり - インパクト・ファンドについては、結果的に確定的な分類につながる可能性があります。当面は、資産運用者は業界の規範の変化に協力したり注意を払ったりすることが重要です。当社は、これらの展開において重要な声となることを目指しています。

当社は、上場資産インパクト戦略を構成する5つの基本的な柱であると考えていることの概要(5ページ参照)を述べました。また、当社は、この枠組みが必要である一方で、投資戦略を通じてどのようにプラスの社会的変化を起こすことができるかということをめぐる幅広い視点に対して十分な余地を提供するものと考えています。例えば：

- 企業の既存モデルによってプラスの変化が生じ続けると思われるインパクト・リーダーに投資を優先させる戦略があります。他の戦略では、移行企業に投資して、関与することを優先にしている、こうした企業では、企業の戦略が変化することによって大幅なプラスの変化が実現でき、また、投資家主導の付加性が発揮しやすくなっています。

- 狭い目標（水不足など）に重点を置いた戦略は、重点領域外の否定的外部性に対しては緩やかな視点を持っている可能性があります。一方、より広範なテーマに関するインパクト・ポートフォリオは、より広い視野で差し引きプラスの結果を得る目的によって、一部のSDGsに対して強いプラス寄与を発揮できる企業を除外するという代償を払っても、否定的外部性を最小化するためのしつかりとした処置を取ることが求められる可能性があります。
- 一部の戦略は、企業の製品やサービスよりも業務（例：人材関連）に多くの重点を置くものがあります。このようなインパクト戦略は、特定の問題を巡るポジティブな変化を促進する中でファンドの独自性がより明確になるので、他の責任投資ファンドから差別化できる可能性があります。当社の考えでは、このようなポートフォリオでは、ファンド・マネージャーは、特定の問題やソリューションに関して、ポートフォリオ企業がリーダーシップを発揮しているかどうかを検討すべきです。
- インパクト・ポートフォリオに企業を組み入れることを正当化するために必要なデータの範囲において、戦略間でコミットメントの度合いが異なる場合があります。一部の戦略は、すべてのポートフォリオ企業について、各企業の活動をインパクト・テーマやSDGsにはっきりと結びつけるデータの収集にコミットするかもしれません。一方で、他の戦略では、ある程度限定された柔軟性を持っており、例えば、運用資産残高の約10~20%は、インパクトテーマまたはSDG分類がまだしっかりと確立されていない、またはKPIを通じては容易に追跡されていない企業に割り当てることができるという戦略もあります。

当社は、異なる上場資産インパクト戦略間の差異にかかわらず、インパクト・ファンドが当社の5本柱の遵守を明確に示すことができ、十分な報告の透明性を提供できれば、こうしたファンドはしっかりとした基礎に立脚していると考えています。上場インパクト戦略への資本配分を検討している人にとっても、資産運用者を区別するための有用な指針として当社の5つの柱を見ていただきたいと思います。その他の考慮事項も重要です。例えば、資産運用組織の責任投資へのコミットメントやお客様のニーズやガイドラインに対して業界最高クラスの投資ソリューションを提供するというファンド・マネージャーの実績などが含まれます。これらに沿って、AXA IMはアクサ・グループの支援を受け、上場インパクトの分野において信頼されるパートナーであり業界のリーダーであることに専念しています。

責任投資とインパクト投資に対するAXA IMのアプローチの詳細については、www.axa-am.com/en/responsible-investing をご覧になるか、現地の営業担当者にお問い合わせください。

ディスクレマー

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズが作成したものです。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

投資リスク及び費用について

投資一任契約及び投資助言契約に基づき、主に有価証券への投資の実行又は助言を行います。当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

投資一任契約及び投資助言契約にかかる報酬額およびその他費用は、お客様に委任された運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

詳しくは、弊社担当者までお問い合わせいただくか契約締結前交付書面をご覧ください。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号： 関東財務局長（金商）第16号

加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

アクサ・インベストメント・マネージャーズ

Tour Majunga - La Défense 9 - 6, place de la Pyramide 92800 Puteaux - France

Société de gestion de portefeuille titulaire de l'agrément AMF n°GP 92-08 en date du 7 avril 1992

S.A. au capital de 1 384 380 euros, 353 534 506 RCS Nanterre.
