

# 上場資産投資による インパクトの創出

2023年3月

---

インパクト投資は、世界が抱える最も大きな社会的・環境的課題に取り組みつつ、運用リターンを追求する強力な手法として台頭しつつあります。

本資料では、上場資産へのインパクト投資に対するアクサ IM のアプローチについて説明します。

### 3 エグゼクティブ・サマリー

---

### 4 インパクト投資：強力なアプローチ

---

### 5 アクサ IM のインパクト投資における 5 つの柱

---

### 6 インパクト投資：企業評価の方法

---

### 10 グリーン・ソーシャル・サステナビリティ・ボンド (GSSB) への投資に関する当社の枠組み

---

### 13 国連の持続可能な開発目標 (SDGs) について 企業に対しエンゲージメントを実施する方法

---

### 17 Q&A：大きな疑問に答える

---

- インパクト投資は、世界が抱える最も大きな社会的・環境的課題に取り組みつつ、運用リターンを追求する強力な手法として登場しました。インパクト投資の枠組みは、国連の持続可能な開発目標（SDGs）を2030年までに達成するという緊急の必要性を中心に形成されています。
- インパクト投資が上場資産を通して実施された場合の有効性については、激しい議論が交わされています。明確に定義された重要業績評価指標（KPI）がほとんど見当たらないことや、業界で合意されたインパクト投資基準がないことなど、課題は確かに残っています。しかし、これらの障害があるとしても、あらゆる上場資産クラスでインパクト投資を確固として行うことは可能であり、業界共通基準に影響を及ぼすという点で当社がリーダーシップを発揮することは可能であると考えています。
- 本資料では、上場資産へのインパクト投資に対するアクサIMのアプローチについて概説します。これは、当社のコア・インベストメントチーム（株式、債券、マルチアセット）が採用しているアプローチです。
- 当社は、株式投資で次の2つの重要なアプローチを提案します。すなわち、「インパクト・リーダー」と「インパクト貢献企業」への資本配分、および、焦点を絞った投資家エンゲージメントを通じて企業に変化を引き起こすことです。
- グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドへの投資を促進する枠組みについても詳述します。

# インパクト投資： 強力なアプローチ

インパクト投資はウィンウィンの関係を目指します。投資家は、魅力的な水準に達する可能性がある運用リターンを享受すると同時に、社会や環境にとってポジティブな結果を生み出します。簡単に言えば、インパクト投資とは人々や地球の長期的な繁栄に投資することです。

アクサ IM は 1998 年に初の社会的インパクト運用戦略を立ち上げ、フランスで持続可能な雇用創出を促進するために、上場中小型株に投資しました。現在、当社はプライベート投資、グリーンボンド、上場株式のインパクト・ファンドを運用し、環境・社会問題に直接的に対処するソリューションを支援しています。<sup>i</sup>

当社は、インパクト投資を通じて長期的なリターンを高めたいと考えており、この実現を目指して、推定市場規模が大きいアンメット（未だ満たされていない）ニーズをターゲットとしたサステナビリティ関連銘柄に資本を配分しています。これと並行して、投資家の権利を活用してインパクトを与えること、つまり、エンゲージメントを通じて企業に影響を与えることも目指しています。

インパクト投資のルーツはベンチャー・キャピタルと

プライベート・エクイティですが、近年では概念が進化し、急成長中のグリーンボンド市場を含むようになってきました。この点については後ほど詳しく説明します。さらに、この投資手法が主流になるにつれて、上場株式やより範囲の広い社債セクターへの投資を通じて、検証可能なインパクトを創出しようとする動きがかなり強まっています。こういった投資についての理論的根拠は説得力があるかもしれませんが、確固とした思慮深い方法によってインパクト創出を行うことは実に難しい課題です。

インパクト投資の領域が拡大している主な理由の一つは、国連の持続可能な開発目標（SDGs）の世界的な採用です。SDGs は貧困、不平等、気候、健康などの課題に対処するために 2015 年に定められ、インパクト課題の推進という点で重要な役割を果たしてきました。社会的・環境的なアンメット・ニーズを評価する枠組みとして、多くのステークホルダー（政府、企業、金融機関、非営利団体）が SDGs を広く用いています。

下に示す通り、明確に定義された目標を伴う 17 の SDGs と、その基礎にある 2030 年までに達成すべき 169 のサブ目標があります。

## 国連の持続可能な開発目標（SDGs）



出所：国際連合。説明目的でのみ作成。

<sup>i</sup> グリーン、ソーシャル、サステナビリティ・ボンドについては以下の当社の具体的な枠組みを参照してください。  
<https://www.axa-im.com/document/4135/view>

# アクサ IM のインパクト投資における 5つの柱

アクサ IM における上場資産へのインパクト投資は5つの柱から成り立っています。インパクト投資はこれらの柱によって特徴付けられ、責任投資の他の手法と差別化されています。これらの柱は、株式投資への当社のアプローチを推進し、また GSSB（グリーン・ソーシャル・サステナビリティ・ボンドのことで、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの総称）に関する当社の評価の出発点となっています。

**1 意図 (Intentionality)** : 当社は、「意図」がインパクト投資を定義する上で不可欠な要素であり、責任投資の他の手法と差別化される重要なポイントであるとと考えています。投資は、特定のポジティブな社会的または環境的成果を得るという目標を初めに設定してから実行されるべきです。

投資運用者は、事業活動を通じてより有意義でポジティブな成果を生み出すか、生み出す余地のある企業への資本配分を通じて、インパクトを創出する意図を持っていない限りなりません。したがって、ポートフォリオは、社会的または環境的な目標を目指す明確なアイデンティティを備えているはずで、次に、当社は、これらの分野でポジティブなインパクトを与えることに意図的、戦略的にコミットしている企業を特定するために、リサーチを実施します。

投資運用者は、投資家としての影響力を利用して企業との積極的なエンゲージメントを追求し、変化を通じてインパクトを生み出すこともできます。

**2 重大性 (materiality)** : 多くの企業は、社会や環境にポジティブな結果をもたらしています。しかし、すべてのインパクトが同じなわけではありません。当社の立場は、ポジティブな成果が受益者、当該企業、またはその両方にとって重要な意味を持つ企業に投資することです。理想的には、企業の取り組みが戦略的な重要性を有し、当該企業の事業活動全体の中で重要な割合を占めているべきです。しかし、ソリューションの重要な部分を占め、当該企業の活動全体の比較的小さい部分を通じて大きな変化を起こし得る企業も投資対象となる余地があります。

当社は、企業における SDGs と統合的な売上高の割合に注目しています。ただし、重要な点として、扱われている問題の深刻さや受益者（特に現在十分なサービスを受けていない人々）の数、当該企業が同業他社と比較してどの程度主要なソリューション・プロバイダーであるかなど、他のさまざまな要因も考慮します。企業間で重大性を比較しやすくするため、投資の規模に対して生み出

されるインパクトのレベルや、時価総額または売上高などに対する事業規模を考慮します。

**3 追加性 (Additionality)** : これは、慈善活動を行う非営利セクターで生まれた考え方です。このセクターでは、寄付金は環境的・社会的なアンメット・ニーズの解決に役立つ可能性の高さに基づき配分されています。追加性は、特に上場資産に関して追加性が可能かという点で、多くの議論的となってきました。

当社が主に注目するのは、企業がイノベーションや新技術、低価格化、流通の改善などにより、「必要とされる」製品やサービスをどの程度入手しやすく、または商業的に実行可能なものに行っているかということです。推定市場規模が非常に大きいアンメット・ニーズの充足機会を最もうまく活用できる企業にとって、こういった商業戦略は、利益を伴う場合、長期的な競争上の優位性を創出することができます。重要な点として、当社は、企業の実務慣行や行動様式、事業運営が、他社の取り組みを導き、影響を及ぼし、形成するという点で、空白をどの程度埋めているかも評価します。

**4 負の外部性 (Negative externality)** : 企業の実務慣行または製品・サービスは、他で生み出されているポジティブなインパクトを著しく損なう場合があります。例えば不祥事への関与や、事業活動における石炭の広範な使用などが挙げられます。重要なのは、負の外部性と、それに対処することへの企業のコミットメントが、ポジティブな成果と併せて十分に考慮されることです。

**5 測定可能性 (Measurability)** : 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。これらは時間をかけてモニタリングする必要があります。環境、社会、ガバナンス (ESG) 要因と比べて、インパクトを測定するのが難しいのは、データの利用可能性や標準化の程度が低いことです。これには、公開データや第三者の調査の公正性を照合・チェックすることも含まれます。

# インパクト投資： 企業評価の方法

当社のリサーチプロセスは、強固な基礎の上に立ち、精査に耐えられるものであると考えています。持続的で詳細な分析とハードワークに代わるものはない、と当社は根本的に考えています。第三者の調査方法やスコアだけに依存するつもりはなく、データ分析や情報を積極的かつ懐疑的に取り扱うつもりです。

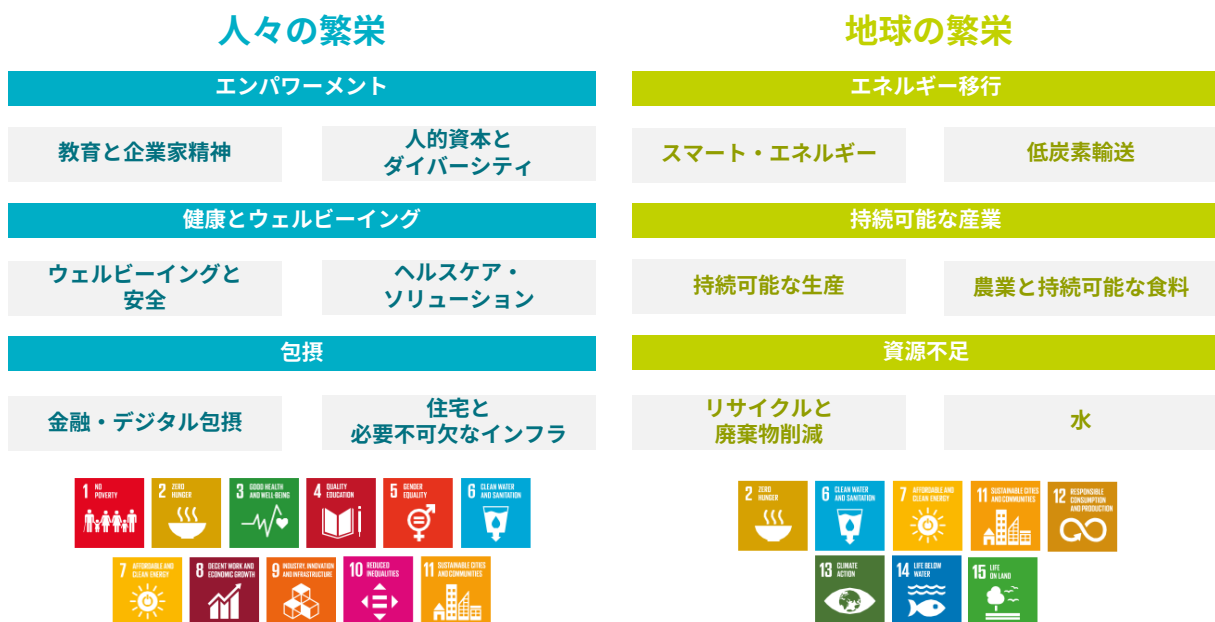
当社のインパクト投資の方法は、他の責任投資の手法とは明らかに異なると考えています。とはいえ、インパクト投資プロセスに ESG 要因を統合するために広範な技法を活用しています。例えば、当社の分析に ESG 関連の重要なリスクや機会の評価を体系的に組み入れています。また、[アクサ IM の ESG 基準方針](#)（英語）に準拠しています。そのため、非人道的兵器の製造など特定の産業活動に参与している企業、あるいは大きな不祥事や国際規範違反の原因となっている企業を除外する場合があります。

当社は、以下の表に示すテーマを通じてインパクト投資に取り組んでいます。これらのテーマは、当社が主要な世界的課題または重要なソリューションと考えるものをカバーしています。これらの投資テーマが取り組んでいると考えられる SDGs のサブ目標を特定しました。アクサ IM

のインパクト投資方針は、魅力的な運用リターンを実現すると同時に、主要な世界的課題についてポジティブな変化を促すことを目的として策定されました。当社のインパクト・リサーチの枠組みは、これらの目標を達成できる企業を特定するために構築されています。これはインパクト株式投資の場合に最もよく当てはまりますが、同じ優先順位付けは、本稿で後に詳しく取り上げる GSSB に対する当社の取り組みにおいても有効です。

インパクト戦略の有効性を確保するためには、当社独自の定性的インパクト評価が不可欠であると考えています。当社では専任のインパクト・アナリストが、企業に関する独自のインパクト・リサーチを行っています。ポートフォリオ・マネージャーは、これらの評価を使用してインパクト・ポートフォリオを構築します。当社はまた、特定のインパクト分野の専門家であるポートフォリオ・マネージャーが率いる「テーマ・ポッド」という組織を設置しました。テーマ・ポッド会議は、業界やテーマのトレンドについて議論するフォーラムです。同会議は、インパクト投資の潜在的機会を特定するのにも役立ちます。

## インパクト投資のテーマおよび SDGs との関連



出所：アクサ IM、国際連合。説明目的のみで作成。

株式投資の方法論としては、以下の5つのカテゴリについて企業関連のさまざまなインパクト指標または重要業績評価指標(KPI)を特定し、追跡することを目指します。

1. 製品・サービス
2. 研究開発
3. 事業運営
4. 「企業の社会的責任」(CSR)への取り組み
5. 負の外部性









これらのKPIを追跡することで、企業の社会的・環境的貢献やその進捗を判断できます。その結果、どの事業が特定のSDGsにどの程度沿っているかについて、優れた判断ができると考えています。KPIのモニタリングは、企業の情報開示の欠如を明らかにするのにも貢献します。この追跡が、あるセクターやインパクト・テーマに属する一群の企業に対して実施される場合には、比較したり明らかに改善すべき分野を見つけたりするのにも役立ち

ます。それを受けて、こういった情報開示の欠如について企業に対しエンゲージメントを慎重に実施し、改善すべき点を示すことができます。

当社の詳細なインパクト分析が従来型の企業分析や財務分析に統合されれば、長期的に勝者となり得る企業の特定に役立つ強力なツールになると考えられます。こういった企業は、優れた持続可能性の創出と運用成果との自己強化的な関係を楽しむことができると考えられる企業です。これをすべての企業が実現できるわけではありません。当社は、これを実現できる企業に投資したいと考えています。

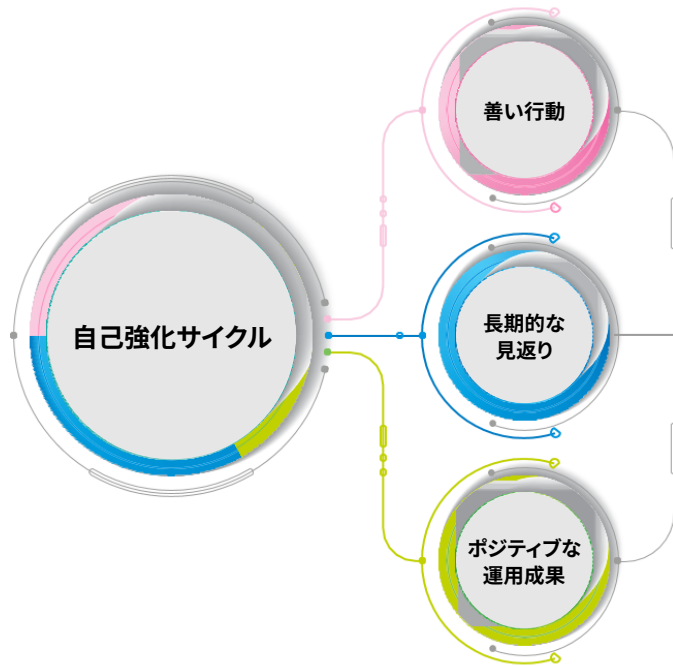
以下では、これらKPIのいくつかについて概説します。各KPIは、可能であれば企業目標との対比で追跡されます。次ページでは、インパクトとリターンの潜在的関連性を見方を概説します。

## テーマ別の KPI の例

テーマ	典型的な KPI	主要な SDG
スマート・エネルギー	再生可能エネルギー発電量	
	回避された温室効果ガス排出量	
水	節水量	
住宅と必要不可欠なインフラ	安全な水と衛生を新たに利用できる人数	
医療ソリューション	治療を受けた患者数	
人的資本と多様性	経営陣・取締役会に占める女性	
教育と企業家精神	職業訓練を受ける若者	
金融・デジタル包摂	マイクロファイナンス融資の比率	

出所：アクサ IM。説明目的でのみ作成。

## インパクトと運用リターンとの関係



- SDGSに貢献する意図と能力  
インパクトが最大になる業界・国での事業展開  
プラスアルファを加える行動 - コストの削減、アクセスの改善、  
「企業の社会的責任」プログラム
- ブランド・ロイヤルティやステークホルダー・ロイヤルティ  
推定市場規模が巨大な市場への早期参入  
イノベーション・効率性、低価格、高度な顧客対応による  
競争上の優位性の創出
- 利益率と収益力の維持に役立つ強力な無形価値  
長期的な成長トレンドとの関わり  
リスクの軽減  
堅調な運用リターンと、より強いインパクトのある  
ソリューションに再投資する能力

出所：アクサ IM。説明目的でのみ作成。

## インパクト企業の特定方法

当社はリサーチを通じて、検証可能なインパクトを与える可能性のある企業を、インパクト・リーダーとインパクト貢献企業という2つのカテゴリーにおいて特定しています。これは株式投資に最も直接的に適用され、GSSBへの具体的なアプローチについては後ほど詳述します。

**インパクト・リーダー**は、現在および将来においてポジティブな社会的インパクトを生み出すという点で最も高く評価されます。インパクト投資家は従来、商品やサービスの提供を通じてポジティブな成果を生み出す企業（製品・サービスのインパクト・リーダー）に注目してきました。当社のほとんどのリサーチでもこれらの企業に注目しています。しかし、当社は、企業の実務慣行や行動様式、事業運営を通じてポジティブな変化をもたらす例外的な企業もインパクト投資先の範囲に入ると考えています（事業運営的インパクト・リーダー）。

製品・サービスのインパクト・リーダーとは、非常に重要な商品やサービスを販売している企業、および技術や規模、イノベーションを活用して、潜在的な未開拓市場で商品やサービスを入手可能にし、それらを商業的に存立させることによって大きな「追加性」を生み出す企業です。こういった企業は、新たな成長市場で主導的地位を確立することにより、競争上の優位性を確保できます。

当社が期待しているのは、事業運営的インパクト・リーダーは、単に善良な企業市民であるだけでなく、企業の行動様式や実務慣行を通じてより広範な変化を促すことを目指さなければならないということです。この中には、業界最高水準の取り組みを世界的に行っている企業だけでなく、その実務慣行が国やセクターを牽引し、方向づけている企業も含まれます。扱われている問題としては、サプライチェーン管理や職場での女性のエンパワーメントなどに関連するものもあります。当社は、企業が実際に業界最高水準であること、真に野心的な経営目標を設定していること、問題を声に出して強調していること、リーダーシップや同業他社との協力を通じてソリューションを開拓していること、あるいは多くの受益者の生活に影響を与えていることを示す明確な証拠を必要とします。このようにして、当社は追加性テストを行っています。

インパクト・リーダーは、社会と環境に貢献する一方で健全な運用リターンの確保を目指す、という明確な戦略的意図を持っており、取締役会と上級経営陣がそれを明確に示しているはずですが。インパクト・リーダーは、こういった貢献が企業とその投資家に対しても恩恵をもたらしていることを明確に説明できなければなりません。こういった恩恵は、ブランド力や主要な利害関係者のロイヤルティの強化、またはリソースが制約された将来に向けた準備の強化という形をとる可能性があります。



インパクト・リーダーは、当社の重大性テストをパスする必要があります。インパクト・リーダーは、事業活動の大部分を通じて大きなポジティブ・インパクトを生み出すか、または事業の比較的小さい部分を通じて大きな受益者グループの重要な問題に対処している必要があります。このような企業の活動は、直接的な活動（再生可能エネルギー発電など）から、サプライチェーンに組み込まれ、重要なサービスや技術を提供するエネーブリング（可能にする）活動までさまざまなものがあります。インパクト・リーダーは、単一のSDGまたは複数のSDGsに取り組むことができます。

インパクト・リーダーの地位はリーディング・カンパニーにのみ与えられますが、当該企業が完全であるとか、過失

がないとかを意味するものではありません。この評価を長期間維持できる保証はありません。当社は、こういった企業の進捗を監視し、こういった企業がリーダーであり続けるように当該企業に対しエンゲージメントを行います。

一方、**インパクト貢献企業**とは、社会的または環境的に大きなポジティブ・インパクトを検証可能な形で生み出しているが、インパクト・テーマとの整合性の程度（おそらくごく一部の売上高のみがSDGsに貢献しており、残りの事業はほぼ中立的）などが考慮されたために、インパクト・リーダーの地位を得ていない企業を指します。扱われている問題の相対的な深刻さ、裏付けとなる開示の欠如、または負の外部性によっても、インパクト・リーダーの地位を得ることができない可能性があります。



# グリーン・ソーシャル・サステナビリティ・ボンド (GSSB) 投資に関する当社の枠組み

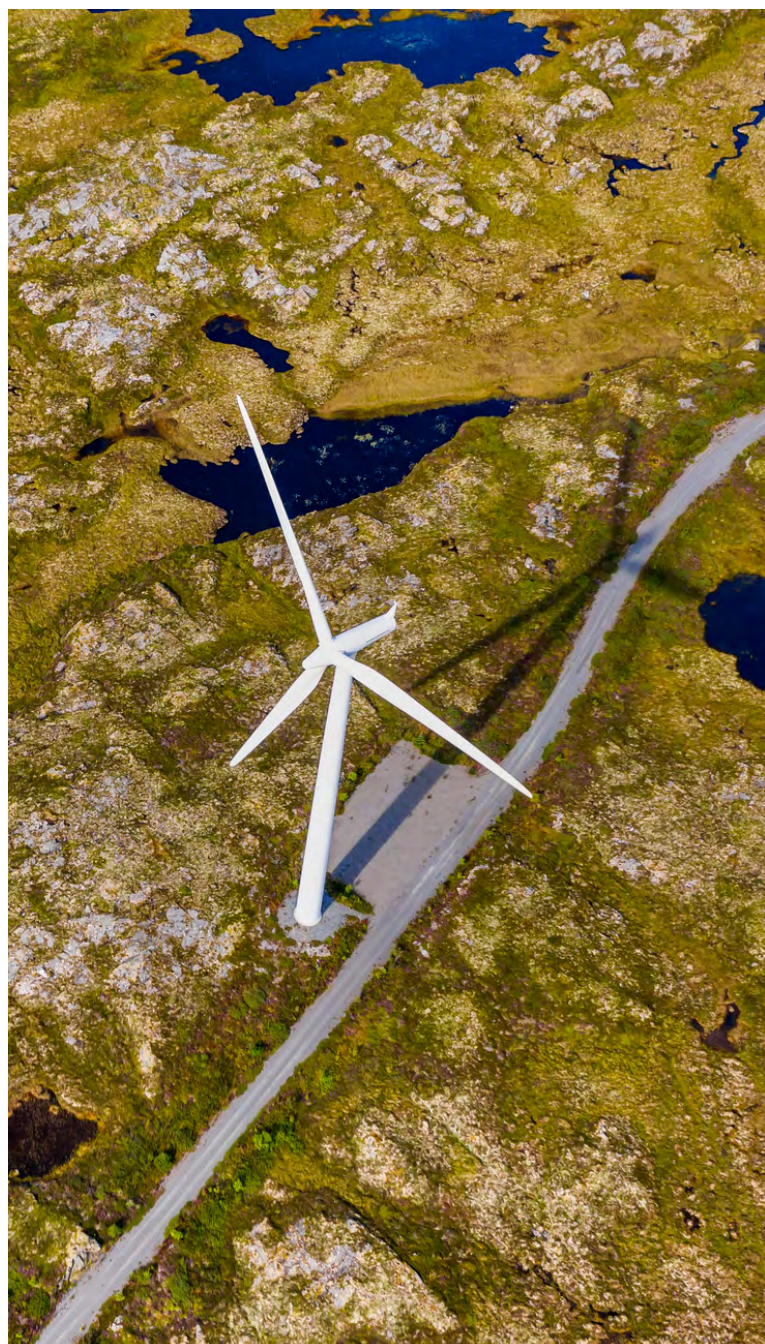
先に詳述したプロセスは、GSSB（グリーン・ソーシャル・サステナビリティ・ボンド。グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの総称）を発行する企業の評価方法でも使用されます。もっとも、当社はこの分野での発行可能性の判断に役立つ、この分野に特化した枠組みも構築しました。このアプローチは4つの単純明快な柱で構成されています。

1. 発行体の環境・社会・ガバナンス (ESG) の質と戦略
2. 調達資金の使途とプロジェクト選定プロセス
3. 調達資金の管理
4. インパクトレポート

それぞれの柱ごとに、当社のアナリストが複数の明確に定義された基準（多くは必須基準）をレビュー、評価、モニタリングしています。投資可能であるためには、少なくとも、発行体は当社の投資除外基準をクリアし、「要件」基準を遵守していなければなりません。

あるGSSBが当社の「期待」基準も満たす場合、その発行体はGSSBのリーダーの仲間入りができると当社は見ています。以下に示す要因は参考例であり、非網羅的なものです。その理由は主に、個々のGSSBは大きく異なる可能性があり、したがって、定性的分析では常にそうであるように、個々の評価が主観的な基準を含むためです。

グリーンボンドの調達資金の使途は、発行体の全体的な環境戦略の改善や気候変動に係るパリ協定との整合性の向上に向けた取り組みを反映すべきである、とアクサIMは考えています。社会的側面では、発行体はポジティブな社会的成果を実現するという野心的目標も明確にすべきです。そのため、ファイナンスされたプロジェクトや調達資金の追跡に関する完全な透明性は、当社の評価にとって不可欠です。当社はインパクトレポートに特に注目しており、定性的指標、定量的指標両方の報告を期待しています。



## 第1の柱：発行体の ESG の質と戦略

第1の柱は、アクサ IM のアプローチをグリーンボンド原則と異なるものにしてしています。同原則の中では、これは本格的な柱として考えられていません。当社の評価は、発行体の ESG の質と戦略を共に考慮することにより、「グリーンウォッシング」(実際には ESG に配慮していないのに広報的な理由で発行され、グリーンボンドと受け取られる可能性があるもの)を回避することを目指しています。

ESG の質は、アクサ IM の独自の ESG スコアや発行体が不祥事にさらされている程度に応じて考慮されます。当社は、発行体が ESG への最低限のコミットメントを示し、環境・社会リスクを適切に管理することを求めています。

環境戦略は将来予測的なアプローチです。ここでの目的は、グリーンボンドが発行体の短期および長期の環境目標に適合するかどうかを評価することです。グリーンボンドの発行体は、より広範な商業上の戦略・活動を COP21 パリ

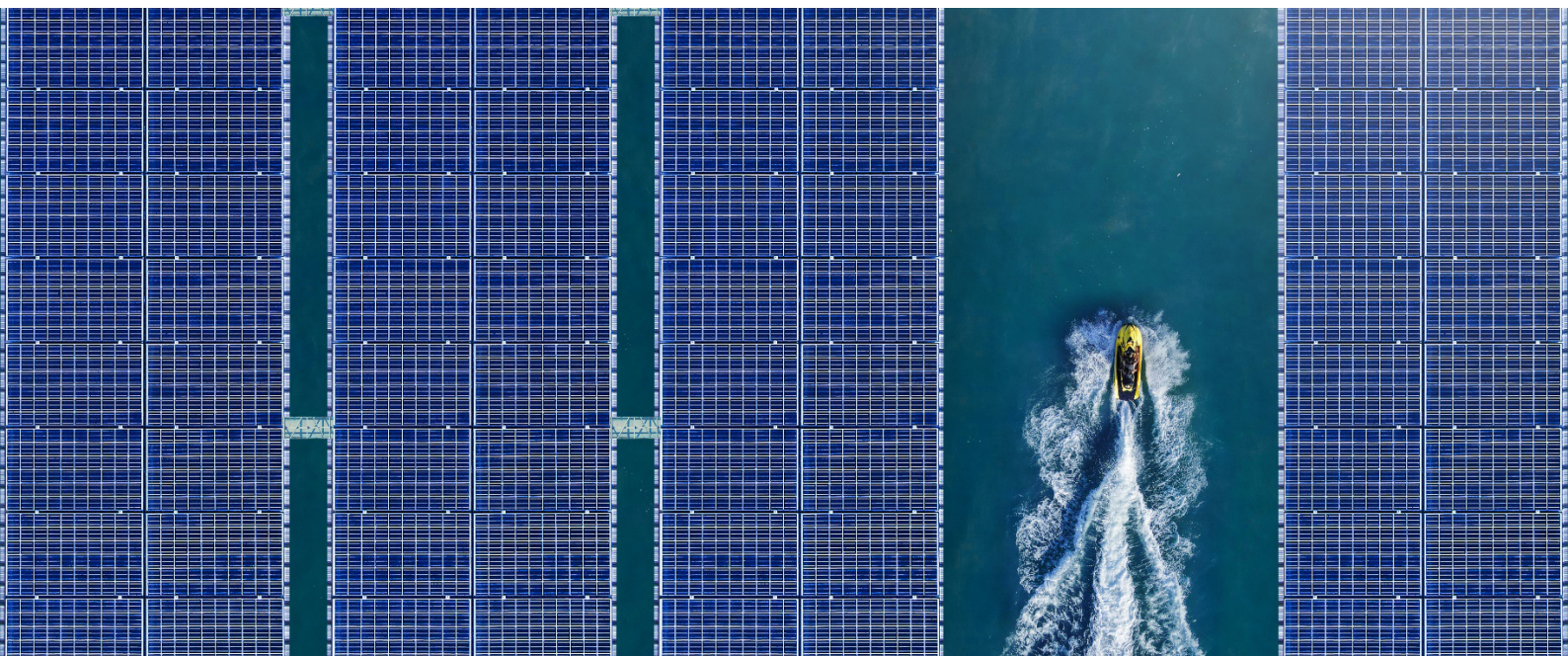
協定目標達成への貢献と整合させるというコミットメントを、上級経営陣や取締役会レベルで明確に示すべきです。当社はまた、グリーンボンドの発行体がビジネスモデルを 2°C 未満の地球温暖化シナリオに沿ったものにするために行動を起こすことを期待しています。環境戦略とグリーンボンドの発行の間に全体的な一貫性が必要です。

### 第1の柱：ソーシャルボンドの場合

ソーシャルボンドの評価プロセスは、期待事項を除いてグリーンボンドと類似しています。当社は、持続的な変化をもたらさない日和見的発行を避けるため、ソーシャルボンドと発行体の社会戦略との間で一貫性が確保されることを求めています。また、発行が単なる広報活動ではないことが保証されることを求めます。

## GSSB 第1の柱の内訳

要件	期待	除外基準
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 発行体の環境戦略とコミットメントの明確な定義</li><li>▶ グリーンボンドとサステナビリティ方針・プロセスとの整合性</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 定量化された短期・長期の環境目標</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 低い ESG スコア</li><li>▶ 大きな不祥事</li></ul>



## 第2の柱：調達資金の用途とプロジェクト選定プロセス

第2の柱は、グリーンボンドの調達資金がどのように使われるかに焦点を当てています。これは、グリーンボンド原則の最初の2つの柱を統合したものです。ここで当社の目的は、選定プロセスと適格基準を理解することによって、適格プロジェクトの質を管理することです。さらに重要な点として、当社は、追加性とインパクトをもたらすプロジェクトや資産に焦点を当てます。当社の

プロセスは、革新的でインパクトがあり、発行体の「通常のビジネス」を超えたプロジェクトに高い評価を与えます。アクサIMのグリーン・タクソノミーは、EUタクソノミーとクライメート・ボンド・イニシアティブの技術的基準に基づくことにより、Greenfinラベル要件との整合性を確保しています。

### ソーシャルボンドの第2の柱

当社のソーシャルボンド投資について、現在までのところ具体的な投資除外基準はありません。各プロジェクトの調達資金の支出内訳については、当社の経験上、発行体はソーシャルボンド発行から1年後までは内訳の目安を出す状況にないことが多いため、柔軟に考えてよいでしょう。

追加性の側面は重要ですが、ソーシャルボンド市場ではあまり報告されていません。ソーシャルプロジェクトの追加性は要件ではありませんが、これを立証できる発行体は有利に判断されます。

当社は、とはいっても、ソーシャルボンド発行体が信頼性の高い関連基準を適用して、資金提供されるプロジェクトの支援対象の人々と地域を明確にすることを期待しています。これは、インパクトのある社会プロジェクトに資金が提供されることを保証するために非常に重要です。

### GSSB 第2の柱の内訳

要件	期待	除外基準
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 適格資産とそれが属するカテゴリーの明確な説明</li><li>▶ アクサIMのタクソノミーに準拠</li><li>▶ 適格プロジェクトの各カテゴリーに関する適格基準の開示</li><li>▶ 適格プロジェクトに調達資金を配分する内訳の（少なくとも）目安、または予想</li><li>▶ 適格事業の選定・評価に使用されるプロセスの開示</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 適格プロジェクトに関連する環境的・社会的リスクおよびリバウンド効果の可能性をどのように考慮しているかの説明</li><li>▶ 既存資産のリファイナンスに対する新規資産のファイナンスの割合（推定）および既存資産のルックバック期間</li><li>▶ グリーンプロジェクトを選定するための適格で多様性のある社内委員会の設置</li><li>▶ 適格プロジェクトがどのように追加性をもたらすかの説明（例：グリーン資産への財務的インセンティブの適用を通じて）</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ バリューチェーンのどこに位置するかにかかわらず、化石燃料または原子力による発電に関連するあらゆるプロジェクト</li><li>▶ 大規模な新規水力発電プロジェクト</li></ul>



## 第3の柱：調達資金の管理

第3の柱は、グリーンボンド原則の第3の柱と同様に、調達資金の管理に関するものです。適格プロジェクトへの調達資金の配分を管理するのに十分な保証体制を、発行体が整備していることを検証するのが目的です。当社は、グリーンボンド調達資金による適格プロジェクトへの

効果的なファイナンスの確保を目指しています。

### ソーシャルボンドの第3の柱：

ソーシャルボンドの評価プロセスもグリーンボンドと同じです。

### GSSB 第3の柱の内訳

要件	期待
▶ 調達資金の追跡に使われる社内プロセスの説明およびその透明性	▶ 調達資金の配分に関する外部の／独立した検証 ▶ グリーンボンドの調達資金を分離された口座またはポートフォリオに隔離

## 第4の柱：インパクトレポーティング

第4の柱もグリーンボンド原則と同様、報告に焦点を当てています。グリーンボンド原則は、発行体に対しインパクト指標を提供するよう推奨するだけにとどまっていますが、当社の評価プロセスでは、これは必須の基準

です。インパクト指標によって、グリーンボンド投資のポジティブなインパクトや環境にもたらす便益を測定することができます。

### ソーシャルボンドの第4の柱：

ソーシャルボンドの評価プロセスもグリーンボンドに類似しています。当社は、ソーシャルボンド市場ではインパクトレポーティングがより困難になることを承知しているため、報告の質と明晰さについて慎重に対処しています。グリーンボンド市場でのインパクトレポーティングが成熟し、改善するにつれて、当社はグリーンボンド発行体に対し、実行可能な場合（例：グリーンプロジェクトが周辺のコミュニティにポジティブな社会的インパクトを与えている場合）には社会的 KPI によってインパクトレポーティングを充実させることも奨励しています。注意点として、発行時の公表内容と比べて違反があることに気付いた場合、当社は評価を引き下げる可能性があります。

### GSSB 第4の柱の内訳

要件	期待	除外基準
▶ 適格カテゴリーへの配分の報告および調達資金の未配分残高	▶ 環境へのインパクトの算定は独立した第三者に依頼すること	▶ インパクトレポートを公表せず
▶ 少なくとも適格カテゴリーごとに、関連する定性的、定量的重要業績評価指標（KPI）を提示	▶ 項目ごとに KPI を提示	
▶ インパクトの算出に使用される方法や前提条件、基準値の詳細を開示		

# 国連の持続可能な開発目標（SDGs）について

## 企業に対しエンゲージメントを 実施する方法

エンゲージメントは、投資家が上場資産（特に、上場株式と社債）を通してインパクトを与えるための重要な手段です。適切に行われれば、投資家による介入は、国連 SDGs などのより広範な目標の達成に貢献することができます。

エンゲージメントは、企業の実務慣行を変え、意思決定に影響を与える強力な方法であると当社は考えています。投資家の権利と責務を積極的かつ効果的に行使することは、大幅で迅速な変化が求められる SDGs の領域では特に重要です。政府や国際機関は後押ししてくれますが、こういった機関だけで負荷の軽減や、取り組みの効果的な調整が行われることは期待できません。

上場企業ユニバースは、変化を起こすのに不可欠な媒体であることは明らかです。世界の上場株式の時価総額は約 67 兆ドルと推定されています。<sup>ii</sup> エンゲージメントは主として、この巨大な経済的パワー・ベースを通じて変化を引き起こす手段であると当社は考えています。エンゲージメントの可能性のある主な分野は以下のとおりです。

**製品・サービス：**社会・環境問題に対しより効率的に貢献するソリューションへの転換を加速するよう、企業を促します。これには、新しい革新的なソリューションを商業的に取り込むことや、負の外部性と従来関連していた製品およびソリューションから撤退することが含まれます。

**事業運営：**事業運営のあり方をより健全なものにし、継続的に事業運営上のフットプリントを改善し、または雇用者と従業員の間を強化するよう、企業を促します。事業運営上のフットプリントの最適化は、伝統的にリスク軽減の観点から見られてきましたが、特に、製品および／またはソリューションのライフサイクルにおける排出量やインパクトを考慮すると、ポジティブ・インパクトを生み出す機会ともなり得ると当社は考えています。

**取締役会や経営陣の責任：**SDGs に関連する事業機会を評価し、そこから利益を得る能力に関して、取締役や上級幹部に対する明確な期待を設定します。これには、取締役会における適正な専門的能力の確保、および

インパクトに関連した新たな事業機会を特定できるようにする取締役レベルでの適切なプロセスと体制の確保が含まれます。

**透明性：**SDGs に関連する商業的活動についての戦略的意思決定プロセスやそういった活動への資本配分に関して、企業の透明性を要求します。当社はまた、この情報が報告書または口頭で公開されることを強く求めています。当社は、企業の SDG への貢献がどの程度真真正正なものであり、当該企業のより広範な戦略とどの程度整合的であるかを問いかけます。

**測定：**インパクト関連の機会への資本配分による潜在的なインパクトや追加性を事前に評価する際に、企業が社内で使用した方法論の詳細を提示するよう要請します。これは、企業が事後的に重要業績評価指標を測定するために導入し得る枠組みにつながると考えられます。

**報告：**インパクトと SDGs 関連指標に関する定期的な報告の実施を求めます。

<sup>ii</sup> 出所：ファクトセット、アクサ IM、2022 年 9 月

当社は、これらの目標は十分に野心的であり、エンゲージメントの長期目的であると考えています。現状、これらすべてのエンゲージメント関連目的を達成しそうな企業は、世界的に見て（仮に存在するとしても）非常に少ないです。

これとは別に、当社はまた、共同エンゲージメントや政策関連の公開対話について業界が行っている適切な取り組みに、引き続き関与していきます。また、他のグローバル金融機関と連携して、上場資産におけるインパクト投資が抱えるより広範な課題の一部を克服しよう

としています。これらの障害の一つとして、インパクト投資について業界で合意された基準や枠組みがないことが挙げられます。アクサIMは、責任投資原則（PRI）とグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）のメンバーです。後者では投資家評議会の一員です。

当社はまた、広範囲にわたるワーキンググループや公的な政策協議に長期にわたって参加しています。これには、例えば気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）への賛同や、環境的に持続可能な経済活動に関する欧州委員会のタクソノミーへのフィードバックなどが含まれます。<sup>iii</sup>



## GSSB 投資と SDGs とのマッピング（関連付け）

投資した GSSB に期待される高い透明性から、どのような種類のグリーンな活動や社会的活動に当社が資金を提供しているかを知り、それらを SDGs と整合させることができます。GSSB 市場で SDGs に取り組む方法については、コンセンサスが得られていません。そこで、当社は SDGs を GSSB タクソノミーとマッピングする独自の方法を構築しました。当社は、SDGs の一部に直接貢献するグリーンな活動や社会的活動と、SDGs に整合しているだけの活動とを区別します。

実施したマッピングの種類を次のページに例示しました。当社の目的は、GSSB への投資を通じた SDGs への貢献度を測定することです。また、一部の SDGs の達成に貢献する一方で他の SDGs に「害を与えていない」という点に、非常に注意を払っています。それを確実なものにするため、当社は、評価枠組みの最初の 2 つの柱、すなわち、発行体の ESG の質と持続可能性戦略、および調達資金の用途とプロジェクト選定プロセスを重視しています。

<sup>iii</sup> [Task Force on Climate Related Financial Disclosures Supporters](#)

## 環境プロジェクト／SDGs



環境プロジェクト	1	2	3	6	7	8	9	11	12	13	14	15
再生可能エネルギー			✓		✓	✓	✓	✓		✓		
エネルギー効率					✓	✓	✓	✓		✓		
グリーン・ビルディング								✓		✓		
低炭素輸送			✓				✓	✓		✓		
水の管理				✓				✓	✓		✓	✓
廃棄物管理				✓		✓		✓	✓		✓	
持続可能な土地利用			✓						✓		✓	✓
適応インフラ	✓	✓					✓	✓		✓		
生物多様性の保全		✓		✓							✓	✓

✓ 直接的インパクト    ✓ 整合性

出所：アクサIMおよび国際連合

## 社会的プロジェクト／SDGs



社会的プロジェクト	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
手頃な価格の基礎的インフラ						✓			✓		✓
金融サービスへのアクセス	✓							✓		✓	
教育へのアクセス	✓			✓				✓		✓	
エネルギーへのアクセス	✓						✓			✓	
医療へのアクセス	✓		✓							✓	
電気通信へのアクセス	✓								✓	✓	
手頃な価格の住宅	✓									✓	✓
雇用創出 マイクロファイナンス	✓										
雇用創出 中小企業ファイナンス								✓	✓		
食料安全保障／持続可能な農業			✓								
社会経済的エンパワーメント	✓									✓	
女性のエンパワーメント					✓					✓	

✓ 直接的インパクト    ✓ 整合性

出所：アクサIMおよび国際連合



# Q&A：大きな疑問に答える

インパクトと運用リターンの中にトレードオフは生じますか。

企業が短期的な思考で戦略を実行する場合、運用リターンまたは社会的・環境的インパクトの一時的な上昇を求めることにより、トレードオフが生じる可能性があると考えられます。例えば、企業が当年度に1株当たり利益を数セントさらに絞り出そうとする場合、顧客、サプライヤーまたはその他の利害関係者が損害を受ける可能性があり、また、一回限りまたは単独で製品を無料配布した場合、利益率が悪化する可能性があります。

ポジティブなインパクトを生み出そうとする意図が本物であり、それが企業の提供物や実務に反映されていると、企業の健全性が向上すると当社は考えています。また、投資家の長期的なリターンの向上につながることもあります。

利益を上げつつSDGsに貢献できる企業は、社会や環境を助けるだけでなく、以下によって長期的な勝者になるチャンスを得ていると考えられます。

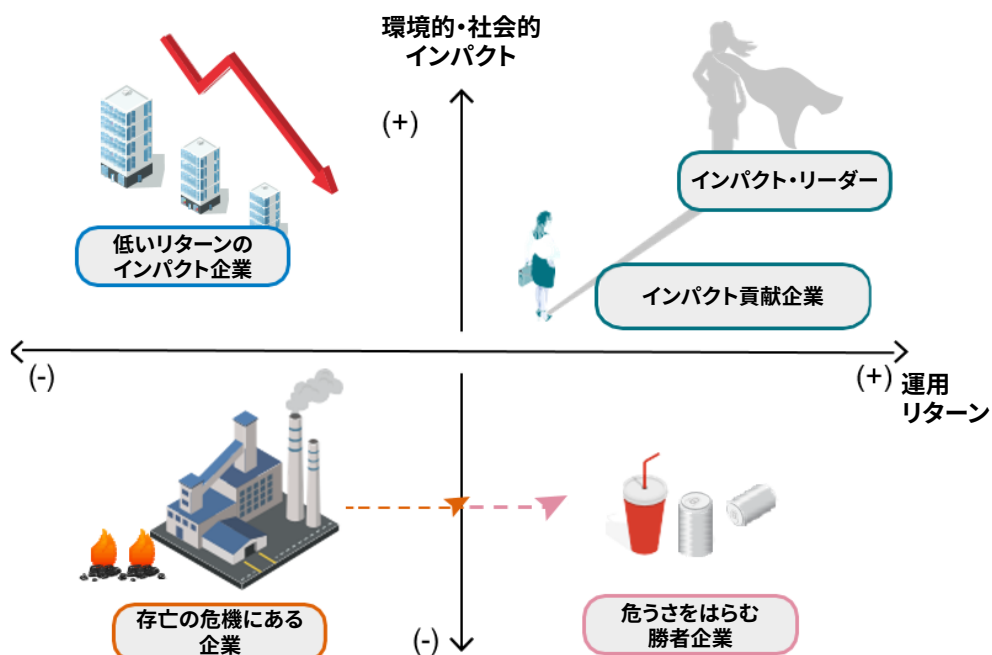
- SDGsにフォーカスし、アンメット・ニーズに対処する – 推定市場規模が巨大な市場に最初に参入する可能性が高まります。

- 自社の製品やサービスにアクセスできるようにする – 事業に関する著しい競争優位性を築くことができます。
- ソリューションの促進と責任ある行動を取る – 主要な利害関係者の間に大きなロイヤリティを生み出し、リソースが制約された将来に向けてよりしっかりと事業を備えることができます。

もちろん、多くの企業は、このインパクトとリターンの自己強化的なサイクルを決して実現することはありません。実現できないのは、経営陣の質、取締役会の監督の拙さ、あるいは当該企業の属する業種が原因となっている可能性があります。強力なポジティブ・インパクトが生じる業種の中には、コモディティ化した、競争が激しい、または資本集約的な業種もあります。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、こういった圧力を悪化させる場合があります。

以下の図は、企業について当社が現在考えているスペクトラム（配列）を示しています。右上の象限のインパクト・リーダーは、インパクトとリターンの間で正の因果関係・相関関係を最もしっかりと確立しているリーダーです。当社は、こういった企業の特定に役立つリサーチを目指しています。

## 企業のスペクトラム



出所：アクサIM。説明目的でのみ作成。

インパクト企業のユニバースを確立する上で、第三者のデータ・プロバイダーはどのような役割を果たすことができますか。

第三者の調査会社やインデックス・プロバイダーは、インパクトに関するさまざまな価値あるデータセットを提供することができ、その多くは多様な方法でインパクト企業のユニバースの創出に取り組んでいます。

一部は、特定のSDGsを業種とマッピングすることにより、セクター・ベースの基準を使用するという単純なアプローチをとっています。企業の売上構成に関するデータベースを使用している会社もあります。売上には、「ポジティブ」インパクトに分類されるものもあれば（例：再生可能エネルギー発電やヘルスケア・サービス）、「マイナス」に分類されるものもあります（例：糖分の多いスナックや飲み物）。こういった会社が提供するデータセットは、公正性が一旦確立されれば、アセット・マネージャーにとって知見に満ちた強力なツールとなり得ます。これらのデータセットは、当社の企業評価への追加情報として投資機会の特定を容易にし、また報告書の作成に役立ちます。データセットは時間の経過とともに改善され、これらの会社で用いられる方法論はより高度になっていくでしょう。

しかし、インパクト企業という概念の主観的性質のため、広範囲にわたる何千もの企業のインパクト評価を体系化することは困難です。標準化されたインパクト開示が多くの企業で欠如していることを考えるならば、さらに難しくなります。情報開示が改善されたとしてもなお、ある企業を判断する上で最も適切な一連のインパクトKPIが、別の企業では、それがたとえ同じ業界で

事業を展開している企業であっても、全く異なったものになる可能性があります。例えば、製薬企業の中には、医薬品の価格設定方針について判断される企業もあれば、研究開発の質や重点について評価される企業もあるでしょう。また、より多くの受益者がより広範に医薬品を利用できるようにする、という方針について判断される場合もあるでしょう。

アクサIMのアプローチは、企業の詳細な分析を重視しています。当社は、第三者からのデータを使用し、このデータが企業の売上高構成に関して提供する情報を、ESGのスコアや評価とともに活用することができます。もっとも、当社は他の多くの要因も考慮しています。それらには、扱われている問題の重大性、ポジティブな影響を受ける受益者の数、受益者が現在サービスを十分に受けていない程度、価格引き下げや必要とされる製品の入手しやすさの改善による企業の追加性などが含まれます。企業の行動が競合他社や業界全体の行動にどのような影響を与えるかについても考慮します。

これを効果的に行うには、範囲を絞った企業リストの中でKPIと企業行動を厳密に追跡することが重要です。

インパクト企業またはインパクト・ファンドの概念の曖昧さは、すぐには解消されそうにありません。そのため、インパクト企業に関して、信頼性のある広く認知されたユニバースや指標を確立することは困難です。したがって、インパクト投資のアセット・マネージャーは、クライアントとの間で高いレベルの透明性を保ち、ポートフォリオの判断の正当性を立証し、同業他社との間でベスト・プラクティスを確立してそれに準拠する必要があります。

インパクト投資家は、インパクト関連パフォーマンス指標に関する不十分で一貫性のない企業の開示にどのように対処すべきでしょうか。

インパクト投資をめぐる多くの議論は、過去のパフォーマンス測定の利用可能性あるいはその欠如を中心に行われています。こういった測定が、過去の行動の重要な証拠となることができ、企業が約束に対して実際にどのように行動したかを示すことができます。ただし、優れた情報開示だけでは気候変動、水不足、医療提供の欠如をめぐる世界的な問題を解決することはできません。

透明性の期待度が地域によって異なっていることを当社は認識しています。その結果、グローバル・スタンダードによる開示という点で、一部の企業はリーダーになれ

ない可能性があります。商業的に機密性の高いデータや企業内部の測定方法の進化、小規模な企業にとっての開示の負担などがその原因です。したがって、開示だけが障害となって、それを除けばインパクト・リーダーと評価できる企業に投資できなくなるとは考えていません。

それでもなお、インパクト・リーダーには以下のことを期待します。

- SDGsとの関連性を認識しつつ、インパクト関連の適切なパフォーマンス・データのモニタリングと開示を行う明確な意欲。これにより、社会にとってポジティブな結果を生み出す意図が企業の経営陣にあることがはっきりと示されます。経営陣は、自らがどのような貢献（プラスとマイナスの両面）

をしているのか、パフォーマンスを改善するためにさらに何ができるのかを認識する必要があります。

- 優れた情報開示が、広範な企業群の情報開示のあり方に影響を与えることができるという経営陣の認識。経営陣は、野心的で挑戦的な高い目標を設定すべき理由を理解している必要があります。
- インパクト投資に関する投資家とのオープンな関わり、および情報開示の改善提言への積極的な

対応。当社は、インパクト投資家が顧客に対して説明責任を果たす必要があることも認識しています。そのためには、入手可能なあらゆる有益データを測定する明確なシステムと、ポートフォリオ企業に対し情報開示の改善を促す取り組みが求められます。この分野を牽引する投資家は、この業界の将来を方向づけるという点で重要な役割を担っています。標準や枠組みがない現状やインパクト・データの不足は、金融業界のすべての参加者に関わってくる問題です。

### インパクト投資は、新興国市場戦略やフロンティア市場戦略とよく似ていますか。

SDGsの多くは、低所得国の課題に対処することに明確に焦点を当てています。SDGs 1、2、10が貧困、飢餓、不平等の撲滅に焦点を当てる一方、基本的なインフラやサービスへの貧困層のアクセス向上を目指すSDGsもあります（SDGs 3、4、6、7、9）。

国連貿易開発会議の2014年世界投資報告書は、SDGsの2030年目標を達成するためには、年間5兆ドルから7兆ドルの投資が必要であると推定しています。その約3分の2は発展途上国に投資される必要があります。したがって、SDGsの基礎にある169のサブ目標が、低所得国における経済開発の課題に対処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。

新興国市場の上場企業は、MSCI オール・カンントリー・ワールド・インデックス（MSCI ACWI）の約11%を占めています。しかし、発展途上国の上場企業に投資することだけが、低所得国での事業活動に関わる唯一の方法ではありません。現在、MSCI ACWI 上場企業すべての売上の27%近くは新興国市場で生じています。

### SDGsやサブ目標の多くは、投資対象として適していないのではないのでしょうか。この点をどう考えていますか。

SDGsの多く（例えばSDG 3「あらゆる年齢のすべての人々の健康的な生活を確保し、福祉を促進する」）は、商品やサービスの提供を通じて上場企業が直接、容易に取り組むことができます。その他のSDGsは、間接的に、または企業活動の結果として取り組まれていることの方が多いでしょう。SDG 10「各国内および各国間の不平等を是正する」はその一例です。

サブ目標を詳細に見ると、その多くは上場企業の活動に



先進国企業発か新興国企業発かにかかわらず、慢性的な医療課題や気候変動、資源不足に対処するソリューションの進歩の恩恵を、世界中が享受しているという点に留意することも重要です。

適合させるのが難しいことは明らかです。例えばSDGサブ目標1.1「すべての場所ですべての人々の貧困を2030年までになくす」のように、いくつかのサブ目標は非常に大まかなものです。サブ目標5.2「公的・私的空間におけるすべての女性と女兒に対するあらゆる形態の暴力を排除する」など、企業よりはむしろ政府によって促進される必要があると思われるサブ目標もあります。また、サブ目標16.3は、当局に対し、国内および国際レベルで法の支配を促進し、すべての人に司法への平等なアクセスを確保するよう求めています。

当社の評価によれば、サブ目標のうち約50は投資関連

活動によって直接的に取り組むことができます。それら以外のサブ目標は、政府や他の非営利組織などのステークホルダーの方がより適切に対処できるのではないかと考えられます。

重要な点は、企業活動のSDGsへの関連付け、ないしマッピングを厳密な科学として扱うことはできないということです。SDGsは非常に大まかであるため、変化する世界に非常にうまく適応することができます。もっとも、17の目標と169のサブ目標がありますが、この枠組みですべての重要な世界的ニーズが予見または

カバーされたわけではありません。

したがって、投資を通じてSDGsに取り組む場合には、ある程度の柔軟性と創造的自由が必要になります。当社は投資家に対し、厳密に適合するのではなく最も良く適合するSDGサブ目標を使用することを推奨しています。目的に合うサブ目標がない場合、投資家は当該SDGの包括的な目的に従うべきです。活動の副産物として目に見える形でSDGソリューションを提供できる企業を除外すべきではありません。完璧なタクソノミーが良い成果の障害となるべきではありません。



企業をインパクト・ポートフォリオに含める候補から除外する上で、負の外部性をどの程度考慮すべきでしょうか。

すべての投資について負の外部性を考慮すべきです。大きく異なる分野で正味でプラスと正味でマイナスの結果が生じた場合などでは、これらを比較照合することは非常に困難です。例えば、ある企業がインドで防虫剤の使用を広めようとする一方で、その生産をパーム油に依存しているという場合、これをどのように判断すればよいでしょうか。社会全体のコスト負担を軽減する可能性がある価格にもかかわらず、国民の目から見た場合に不当に高いように思える価格で、ある病気の新しい治療薬の販売を開始するヘルスケア企業をどのように評価すべきでしょうか。電気自動車（EV）業界では、枯渇する可能性がある原材料に依存していることを踏まえた議論が巻き起こっていますが、一方で、再生可能エネルギーを動力源とする技術の向上、機器の標準化、リサイクルといった最終的な目標に取り組むだけの価値を持っていることは明らかです。

社会的・環境的な正味の成果の完全な評価は数式によって得ることはできない、と当社は考えています。これは判断の問題なのです。意見や決定に到達するには、それらがデータによって裏付けられ、文書で十分に証明されている必要があります。負の外部性は、当然すべての企業について分析される必要があります。

どの上場資産ファンドがインパクト・ラベルにふさわしく、どのファンドがふさわしくないでしょうか。

上場資産インパクト戦略の概念を支える基本的な5つの柱（と当社が考えるもの）についてはすでに概説しました（5ページを参照）。この枠組みはまた、要求水準

が高い一方、投資戦略を通してどのようにポジティブな社会的変化を引き起こすことができるかという点に関する幅広い見方を受け入れることができます。

一部の戦略は、既存の企業モデルによってポジティブな変化が継続的に起きる可能性が高いインパクト・リー

ダーへの投資を優先します。一方、企業戦略の変化に伴い重要でポジティブな変化が起きる可能性がある企業や、投資家主導の追加性を立証しやすい企業への投資やエンゲージメントを優先する戦略もあります。

製品やサービスよりも、企業の事業運営（例：人材管理関連）を重視する戦略もあり得ます。こういったインパクト戦略は、特定の問題に関するポジティブな変化の促進という点でファンドのアイデンティティがより明確であるため、他の責任投資ファンドと差別化することができます。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、特定された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考慮すべきである、と当社は考えています。

異なる上場資産インパクト戦略の間に存在する微妙な違いにかかわらず、インパクト・ファンドが5つの柱の遵守を明確に実証し、報告の十分な透明性を提供することができるならば、当該インパクト・ファンドは確固とした基盤の上に立っていると考えられます。

上場インパクト戦略に資本を配分しようとする人々にとって、当社の5つの柱がアセット・マネージャーを差別化するための有用なガイドとなることを願っています。資産運用会社の責任投資へのコミットメントや、顧客ニーズやガイドラインに照らした業界最高水準の投資ソリューションの提供に関するファンド・マネージャーの実績など、他にも非常に重要な考慮事項があります。

#### ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本書で提示された意見、推計および予測は主観的であり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

#### 投資リスク及び費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行います。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。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の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お客様の負担となります。

#### 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

Ref-31872

