

シュローダー・イン・フォーカス

上場株式におけるインパクト投資： シュローダーのアプローチ

2024年4月

インパクト投資をスケールをもって実施していく上で上場株式は重要な役割を果たします。しかし、投資家はインパクト投資のいくつかの基本原則に則った投資が求められます。本資料では、シュローダーのアプローチをご紹介します。

近年グローバルのインパクト投資市場は大きく成長しており、投資家の習熟度も高まっています。グローバル・インパクト投資ネットワーク（Global Impact Investing Network、以下GIIN）¹によると、市場規模は1兆米ドルを超えるまでに成長しており、インパクト投資の中では比較的発展が出遅れていた資産クラス（例：上場株式）においても目覚ましい発展が見られています。

インパクト投資に求められるスケラビリティ

市場の発展は、経済リターン達成と同時に、SDGsに定められる課題の解決に向けた投資資本の呼び込みという意味でも歓迎すべきことと言えます。我々が直面している各種課題は、今まで以上の資本投下が求められています。GIINによると、SDGsの課題解決に取り組むためには年間5兆～7兆米ドルの投資が必要と言われており²、これは現在の1兆1,000億米ドルと推定されるインパクト投資市場規模をはるかに上回る水準となっています。そのため、上場株式を含めた資産クラス横断的なアプローチに基づくインパクト投資のスケール拡大が求められています。

スケラビリティ追求には注意点も

しかしながら、急速な市場の発展は同時にインパクト投資本来の趣旨との乖離を生みかねません。市場でインパクト投資の歴史や専門知識を有しない新規参入者が登場するに比例して、運用マネジャーが用いるインパクト投資の厳密性や堅確性に乖離が発生し始め、「インパクト・ウォッシング」のリスクが拡大する可能性があります。そのため、特に上場株のインパクト投資においては、ベストプラクティスを構成するものが何で、何がそうでないかを早急に明らかにすることが求められています。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。



キャサリン・マッコーリー
シュローダー
インパクト・マネジメント共同ヘッド



マリア・テレサ・ザッピア
シュローダー・キャピタル
ヘッド・オブ・サステナビリティ&インパクト

シュローダーでは、現在プライベート・マーケットにおいてインパクト投資のベストプラクティスを構成する上で重要な役割を担っている「インパクト投資の運用原則（Operating Principles of Impact Investing、インパクト原則）」、「インパクト・フロンティア」、「IRIS+」が、上場株式においても適用可能であり、そうすべきであると考えています。また今後英国で導入予定となっているサステナブル投資の分類ルール等の規制も、インパクト投資の一貫性を確保する上で重要となる可能性があるでしょう。

シュローダーでは、上場株式のインパクト投資のハードルを下げるつもりはありません。以下の図はシュローダーがどのように伝統的なインパクト投資のフレームワークを上場株式において一貫性を持った形で落とし込んでいくかを示すものです。

インパクト投資とその他戦略の違いは？

インパクト投資に求められる3つの中核的な特徴



意図 (Intent) インパクト投資戦略は、「セオリー・オブ・チェンジ」でも明確に示されるようなインパクト投資目標を有する。これは戦略がとるべき明確な投資手法と投資手段を設定すること、そしてそれらを測定する手段を有することを意味する。



貢献 (Contribution) インパクト投資は、ポートフォリオ企業のインパクト創出を深める投資家として、経済的および非経済的なサポートを提供する。貢献は、投資家およびポートフォリオ企業の付加価値提供を理解すべく双方の視点から評価されるべきである。



評価 (Measurement) インパクト投資戦略は、投資対象が創出するインパクトの度合いを定量化するため、インパクトKPIのデータを収集しモニタリングする。これはインパクト目標に向けた進捗を測定するためのフォワード・ルッキングな測定を含む。

インパクト投資には確固たるフレームワークに基づく厳密なアプローチが求められる

シュローダーでは、資産クラス横断的にインパクト投資戦略を提供しており、これらは経済リターン達成と社会課題解決の双方を目指し、一貫性が高く厳格なアプローチを取るべく、業界のベストプラクティスと言えるインパクト投資管理およびインパクト計測を搭載して運用されています。

一貫性をもってインパクト投資のスケール拡大を目指すという目標の下、シュローダーでは、インパクト投資に20年超の実績を有し業界最大手であるグループ傘下のインパクト投資専門会社ブルーオーチャードの知見を最大限活用し、ケイパビリティ構築を行ってきました。我々のフレームワークと提供戦略は純粋なインパクト投資家としての厳格性を有しており、シュローダーのサステナビリティ戦略ラインナップにおける「インパクト・ドリブン（経済的リターン創出と同時にインパクト創出の意図を明示的に有する戦略）」という分類に属しています。

「インパクト・ドリブン」の分類に属する戦略は、「インパクト投資の運用原則（インパクト原則）」、「インパクト・フロンティア」、「IRIS+」等のベストプラクティスに準拠した戦略です。シュローダーでは、2023年8月、外部の独立機関による「インパクト原則」との整合性の検証を通じて、この分野における最先端を追求しています。

インパクト投資の実際

シュローダーでは、製品やサービスが社会/環境におけるプラスのインパクト創出に大きく貢献する企業に投資することを「インパクト投資」と考えます。そのため、企業のビジネスモデルの大部分がSDGsの目標の少なくとも1つと関連するインパクトのある活動である必要があります。これは、我々の投資先企業のビジネスモデルにおいて、インパクトが中核的な位置にあり、企業業績の主要な原動力となっていることを意味します。

シュローダーでは、投資先企業の事業の中でインパクトのある事業が新しく急成長している場合、中期的にその事業が企業にとって意味のあるものになるよう、成長の軌跡をモデル化します。

～ケーススタディ～

エマージング株式におけるインパクト創出

一般的にエマージング市場は、先進国市場対比で環境・社会的課題に直面していることが多いと想定されます。また、同市場の企業の多くが、環境問題やサステナビリティの取り組みに遅れを取っており、資産運用会社がインパクト創出に当たって貢献する余地が大きいと考えられます。

AT Renew社の名前は「All Things Renew」の略称であり、様々な遊休品（一時的または恒久的に使用されない中古品）の再利用を目指すことを企業理念に掲げています。同社は中国で中古家電のリサイクルと下取りサービスを促進するプラットフォームを運営し、製品を再流通させることで製品のライフサイクルを長期化しています。中古電化製品の回収から再販に至るプロセスの促進を通じ社会にプラスのインパクトを与えており、2022年には、同社プラットフォームを通じて3,200万台の製品がリサイクルされ、取引されました。

シュローダーは、2022年から23年にかけて複数回にわたり同社に対してエンゲージメントを実施してきました。22年第1四半期には、中古電子機器の利用によって可能になる温室効果ガス排出削減量の推定値など、同社の環境問題に与えるインパクトの測定と開示を改善するよう同社と対話しました。その後公表されたサステナビリティ・レポートにおいて、同社は指摘事項のフィードバックを実施し、21年度に中古携帯電話の再利用を通じて464,000トンの炭素排出量を削減したと推定されることを記載したほか、適格廃棄物処理業者との提携を通じ、27万台の電子機器廃棄物を処理したこと、また22年度には43.2トンの電子機器廃棄物の削減を実施したこと等が明らかとなりました。同社は急成長する市場のリーダーであり、その影響力の増大と相まって利益率も改善しています。

インパクトは、経営改善や企業のサステナビリティ・パフォーマンスを超えたものであり、企業が何のインパクトをどのように世界に提供するかに着目します。またこれは、以下の米国企業の事例が示すように、インパクトはサステナビリティ・パフォーマンスを犠牲にするものではなく、追加的にもたらされるものと考えます。

～ケーススタディ～

米国小型株式のサステナビリティ・インパクト

米国の広範な小型株投資ユニバースには、機動性に富みかつダイナミックなビジネス・モデルを抱える優良企業が多く含まれます。その多くは過小評価されている可能性がある一方、SDGsに直接取り組むまたは大企業を通じた重要な製品・サービス提供をしている場合があります。

グラフィック・パッケージング社は、大手消費財メーカーのサステナビリティ目標達成に繋がる事業を行っている中小企業です。同社は、プラスチック製梱包商品に代わる紙製製品の開発において先進的技術を有しており、ファスナーや、電子レンジで温められる冷凍食品用の紙製ボウルなどを製作してきました。同社は規律ある資本配分政策に基づき、先進的な生産と最新設備への投資を実施してきており、2021年、同社は約350万トンの板紙を生産し、その26%が再生板紙でした。

シュローダーは、同社を訪問し、プラスチック包装から紙包装への移行をどのように考えているか、革新的な新製品を市場に投入するためにどのような努力をしているか、二酸化炭素排出量の削減と業務効率の改善に向けた取り組みについてのエンゲージメントを実施しました。

現在同社は、リサイクル率の向上と水使用量の削減を可能にする新しい施設を建設するため、多額の資本を投じています。また、既存工場におけるエネルギー効率改善方法についても議論しました。その結果、すべての工場でエネルギー監査を実施し、ボイラーの使用量を最適化し稼働時間を最大化するためのスマート・ユニット管理システムを導入したほか、交換予定のユニットについて耐用年数評価を実施するなどの取り組みを行っています。

また同社は、SBTiの検証に基づくスコープ1、2、3の排出削減目標を設定すべく手続きに入っています。その一環として、シュローダーは、意欲的な目標設定と、達成への明確なロードマップの確保のバランスをどのように設定するかについて同社と議論しました。

シュローダーは、SBTi排出量目標の策定とその実施、そして環境・社会に対してプラスのインパクト創出を促進する幅広い革新的製品について、グラフィック・パッケージング社との継続的なエンゲージメントを期待しています。

上場株式のインパクト投資の課題とは？

上場株式におけるインパクト投資には多くの機会が存在する一方で、シュローダーも策定に協力したGIINの「上場株式のためのインパクト投資ガイダンス」で指摘されているように、いくつかの課題も存在します。

課題

シュローダーのアプローチ

①投資家と企業の関係性が希薄

上場企業には多くの株主が存在するため、各投資家と企業間の個別の関係が希薄な場合があり、また投資家が企業に新規の投資資本を提供することが確約されていないこともあるため、上場株式における投資家の貢献の付加性を疑問視する声があります。

②分散投資とベンチマーク型投資

上場株式に投資する戦略において、ポートフォリオ・マネージャーは、十分な分散ポートフォリオの構築とベンチマーク型運用としてのリスク管理が求められる場合があり、例えばベンチマーク構成上位銘柄がインパクトの観点から魅力的でない場合に、インパクト投資テーマやインパクト目標の達成と反するポートフォリオ構築を強いられる可能性があるとの指摘があります。

この課題に対しては、投資先企業との関係の深さ、そしてシュローダーが投資家として提供可能な独自性に焦点を当てるべきであり、投資運用スタイルあるいは投資先にもたらす非金融的なサポートが重要と考えます。長期のファンダメンタルズ投資家として数十年にわたり構築してきたシュローダーのポートフォリオ・マネージャーと企業の関係は、戦略のインパクト目標をドライブする上で効果的なエンゲージメントを実施する際に不可欠であり、大手運用会社としてのシュローダーの投資規模とファンダメンタルズ投資家としてのレピュテーションは、当社のエンゲージメントに対して重みを持たせると考えます。

シュローダーでは、サステナビリティ関連戦略の分類を実施しており、明確なインパクト目標を有する戦略は「インパクト・ドリブン」という分類としています。この分類に入る戦略は、明確なインパクト目標とターゲットを定めており、これらのインパクト目標を追求すべく高いアクティブ・シェア（すなわちベンチマークからの乖離）を有する運用スタイルを取ります。シュローダーのインパクト・ガバナンス・プロセスでは、独立したインパクト・アセスメント・グループ（IAG）が投資先企業について議論し、承認する過程を経ることで、ミッション・ドリフトを防止しています。

③流動性

上場株式は一般的に流動性が高く、売買コストが相対的に低位と想定されます。そのため、インパクト戦略が求められるような高いインパクト創出に必要な、企業との長期的な関係構築には不利になる可能性があるとの指摘があります。

シュローダーの「インパクト・ドリブン」に分類される上場株式戦略は、売買回転率を低位とする設計としています。

④投資先企業の事業が複雑

上場企業の中には、ビジネスモデルが多様な多国籍企業が含まれ、企業が創出するインパクトを把握・測定することが困難な場合があるとの指摘があります。

インパクト・フロンティアの「インパクトの5つの側面」や「IRIS+」のようなインパクト分析のベストプラクティスと認識されているフレームワークを用いて、すべての投資案件についてトランザクション・レベルのインパクト評価を実施し、インパクトの原動力となる特定の事業活動や収益ライン、そしてそれを長期的に追跡するためのKPIを特定します。また、インパクトの定義に一貫性を持たせるため、SDGsや具体的なターゲットと照らし合わせています。

⑤データ取得の問題

データの課題については、上場企業が割り当てるインパクト関連予算が大きいほど、測定と開示が改善すると指摘されています。

インパクト関連データへのアクセスは、上記のエマージング株式インパクトのケーススタディでご説明のように、企業の経営陣とのエンゲージメントの重要な側面であると考え、エンゲージメント活動において注力しています。

サマリー

上記に示した課題は、上場株式におけるインパクト投資において、インパクトの測定と管理に関する厳格なフレームワークの構築の必要性を浮き彫りにしていると言えるでしょう。

一貫性： シュローダーのインパクト・フレームワークは、傘下のインパクト投資専門会社であるブルーオーチャードが20年以上にわたり蓄積してきた専門性に基づいて構築されており、資産クラスを問わず一貫したアプローチを採用しています。シュローダーは、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、債券の戦略で用いる原則と同じ原則を上場株式の戦略にも適用しています。この一貫性は、シュローダーが提供するサービスの中核であり、誠実さをもってインパクトを拡大するというミッションの中核でもあります。シュローダーは、コアとなる原則である「意図（Intent）」、「貢献（Contribution）」、「測定（Measurement）」、そしてインパクト管理と測定のフレームワークが、上場株式を含む資産クラス全体で厳格に適用可能と考えます。

厳格性： シュローダーの自社開発インパクト・ツールキットにより、全投資先について、投資ライフサイクル（インパクト投資の開始から、年次モニタリング、エンゲージメント、エグジット、そして更にその後まで）を通じたインパクトの進捗を測定・監視することができ、ブルーオーチャードのB.Impact™フレームワークに組み込まれた洞察と学習を活用しています。当社の独立したガバナンス組織であるインパクト・アセスメント・グループ（IAG）は、インパクト・ユニバースに参加するためにすべての取引を審査し、経済的リターンとともに、ポジティブな変化をもたらす企業に真に投資していることを確認するための追加的な精査を行います。

1 [PRI: investing with SDG outcomes](#), 2 [GIIN Sizing the impact investing market](#)

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するのに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。



創業から200年超、日本に根ざして50年。
卓越した資産運用サービスをお届けするため、
私たちの視線が向かうのは、いつもひとつ先の未来。
今また新たな投資機会の発掘に向け、
シュローダーは動き出しています。

Schroders