

2023年7月

意義あるインパクトを求めた プライベート・マーケットへの投資

インパクト投資をサポートするための要件に関する弊社の見解





意義あるインパクトを求めた プライベート・マーケットへの投資

インパクト投資の成長は加速していますが、その定義やアプローチは多種多様です。インパクト戦略の運用資産残高が引き続き増加するには、さらなる明確さが重要になると弊社は考えます。本稿では、プライベート・マーケットにおいて、プラスの意義あるインパクトを創出するのに必要と考えられる重要な構成要素について、弊社の見解を説明します。

要点

- インパクト投資の定義はさまざまですが、弊社では、考え抜かれ、エビデンスに基づき、測定可能であり、そしてエンゲージメントと連携したアプローチが必須と考えます。
- ビジネスモデルの中核となる商品やサービスの提供を通じて、重要な環境問題や社会問題について測定可能なプラスのインパクトを与えるソリューションの提供に努めている企業に対し、弊社は重点を置くようにしています。
- 本稿では、投資がもたらし得るインパクトのタイプとして、3つの独自のサステナビリティ類型²を紹介します。すなわち、「重要なプラス・インパクト」「プラス・メリット」「サステナビリティ・インブルーバー」です。
- 「重要なプラス・インパクト」は、プライベート・マーケットのインパクト投資で弊社が優先する企業の類型です。その評価は、投資におけるインパクトの重要性と付加性を考慮したアプローチに基づく、弊社独自のフレームワークとインパクト・スコアリング・システムにより行います。
- また、プライベート・マーケット投資の運営管理とインパクト測定に必要と弊社が考える、4つの重要な特性も定義しています。

執筆者



マット・クリステンセン
サステナブル&
インパクト・インベスティング
グローバルヘッド



ダイアン・マーク
インパクトの測定と管理、
ディレクター

弊社のインパクト投資の定義

アリアンツ・グローバル・インベスターズ（以下、アリアンツGI）の定義によれば、インパクト投資³は、商品やサービスの提供を通じて重要な環境問題や社会問題に関するソリューションの提供に努めている企業に投資することで、財務的利益と同時に、環境や社会への測定可能なプラス効果を意図して狙うことです。弊社は、投資を「インパクト」投資として認定するために、独自のインパクト・フレームワークを開発しました。これは、本稿で説明するとおり、企業が創出する可能性のある潜在的なプラスのインパクトの重要性、付加性、測定可能性の評価とともに、投

資家による貢献可能性の評価により行われます⁴。弊社は、企業がもたらす可能性のあるプラスのインパクトへの貢献に加えて、環境・社会に対する意図せぬマイナスのインパクト（たとえば温室効果ガス排出量や労働者の安全に関する配慮などの面）を回避するために、インパクト投資プロセスの一環としてマイナスのインパクトをリスク評価します。弊社は、インパクト投資を、投資に対する幅広いサステナブルなアプローチの一部と考えています。

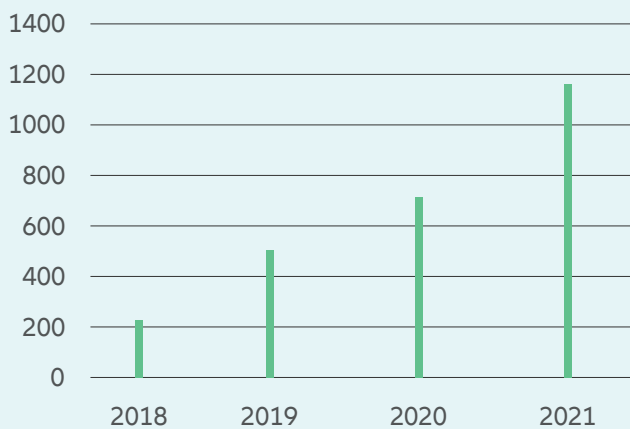
ブルームバーグ・インテリジェンスによれば、ESG（環境・社会・ガバナンス）投資⁵は世界の運用資産総額の3分の1を占めています⁶。ポートフォリオ管理においてESG要因を考慮することが主流となっている一方で、用語に関する混乱は依然として続いています。「ESG」「サステナブル投資⁸」「インパクト投資」という用語は、時に同じ意味で使われることがあり、インパクト投資に関しては、資産運用会社や投資家によって、プラスのインパクトに対する貢献の程度や種類の定義が異なります⁹。

インパクト投資の専門家を対象とした調査では、4分の3がこの明確さの欠如をインパクト投資業界の重要課題と考えていることがわかりました¹⁰。新たな規制ガイダンスの導入により、サステナブル投資全体の分類と開示に関してより一貫した定義が得られる可能性があります¹¹、この作業はまだ進行途中です。

インパクト投資は大きな成長の可能性を秘めており、2019年の5,020億米ドル¹³から、過去数年間で運用資産残高が1兆米ドルを超える規模に拡大¹²しました（図表1を参照）。インパクト投資は「槍の先端」であると理解できます。つまり、現在のサステナビリティ用語が対象とする広範な投資の最先端ということです。今日、この分野は岐路に立っています。インパクト戦略に対する投資家の資金配分の急速な拡大を、インパクトの測定と管理に関する定義やアプローチの明確性を改善し、コンセンサスを形成することによってサポートする必要があります。

図表1：過去数年間におけるインパクト投資残高の急速な拡大

インパクト投資の運用資産残高（10億米ドル）



出所（2018年、2020年）：[Annual Impact Investor Survey 2018, GIIN](#)
出所（2019年、2021年）：[2022 Market Sizing Report, GIIN](#)



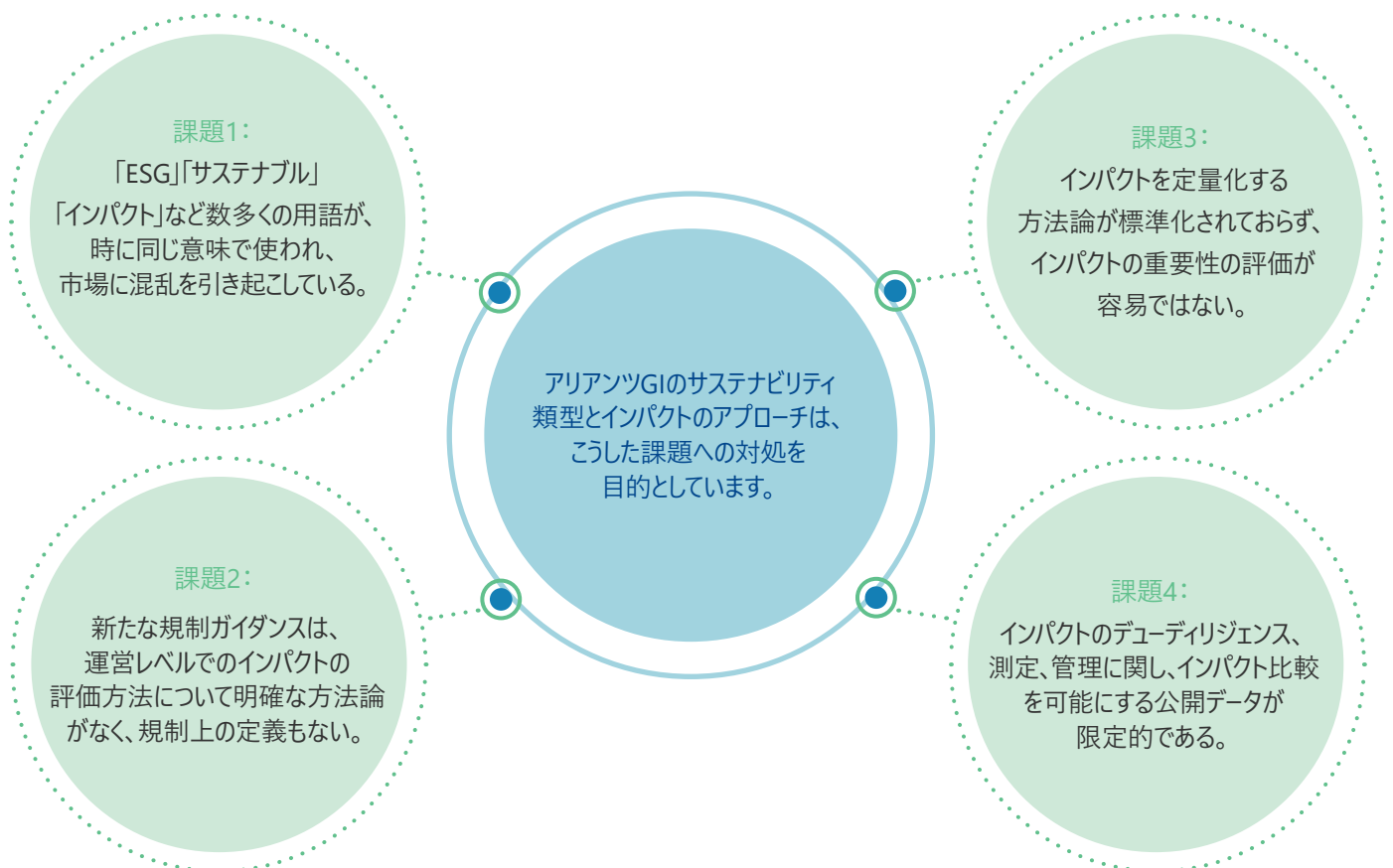
本稿では、相対的にインパクト市場が未成熟で規制適用が未整備ながらも、インパクト投資が最も革新性を見せているプライベート・マーケットに焦点を当て、インパクト投資がもたらす効果に対する弊社の見通しを概説します。

また弊社は、可能な場合は他の投資家や規制当局と協力し、国・地域を越えて当業界における明確性を高めていきたいと考えます。投資家はそれにより、ポートフォリオにインパクト関連投資を保有する意味についてより良い理解が可能です。結局、プライベート・マーケットでインパクト投資に関する明確性を高めれば、いずれはパブリック・マーケットでの投資指針の策定にも役立つことになると弊社は考えます。

図表2には、投資家によって常に提起される課題と、本稿を執筆した主な理由がまとめられています。投資家セグメントや地域を越えて指摘されるこれらの課題は、このテーマに関する理解を深めるために克服すべき障害を明らかにしてくれます。

初期の規制は繰り返しESGの分野全体に光を当ててきましたが、その結果、すべての市場関係者にとって複雑な環境が生まれました。以下のページでは、弊社の全体的なインパクト投資アプローチに支えられた、3つのサステナビリティ類型について説明します。これらの類型は、弊社のプライベート・マーケットでのインパクト投資について、より一貫性を持って分類し、伝えるために、必要に応じて適用されます。弊社の目的は、プライベート・マーケット全体でインパクト投資への理解を深めることです。

図表2：インパクトの定義、管理、測定における業界の課題



弊社のインパクトの定義方法：3つのサステナビリティ類型

弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略は、魅力的な財務的利益の可能性と同時に、重要性と付加性があり測定可能なプラスのインパクトをもたらすことを目指す企業への投資を意図して狙うものです。投資のインパクトを明確にし、そして定義するために、弊社は3つの類型（下記参照）を開発しました。弊社は、これらを継続的な実践を可能とする一連の特性と結び付けます。

「類型」とは何を意味するのでしょうか。それは、投資がもたらす可能性のあるインパクトの種類です。弊社は、それらを独自基準で定義

し、投資がもたらす可能性のあるインパクトの程度をより適切に判断することを目的としています。

サステナビリティ目標のない企業は、弊社のサステナビリティ類型の対象外であることに注意が必要です。言い換えれば、それ以外の点で、たとえ財務的利益の観点からは優れた投資であり、または適切に管理されESGと統合された事業特性を備えていたとしても、弊社のサステナビリティ類型の対象とは見なされません。

3つのサステナビリティ類型は次のとおりです。

1 重要なプラス・インパクト

これらの企業は、ビジネスモデルの中核として重要な社会や環境の課題を解決する商品またはサービスを提供することで、重要で測定可能なプラスの効果を創出することを目指しています。これは、弊社が最も先進的レベルと考えるインパクトであり、弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略の中心となります。提供されるソリューションは多くの場合、十分なサービスが行き渡らない人々や市場を対象にしたり、十分に対応されていない市場の失敗の事例に対処したりすることを目的としています。これらの企業は、目指すプラスのインパクトへの貢献に加えて、意図せぬマイナスの効果を避けるように継続して取り組んでいます。

2 プラス・メリット

これらの企業も、商品やサービスの提供によってプラスの効果を創出することを目指していますが、もたらされる潜在的なインパクトの重要度は下がります。たとえば企業が、十分なサービスが行き渡らない人々に特に重点を置いていなかったり、特定の商品やサービスのインパクトに規模と「奥行き」が欠けていたり（つまり、商品等のインパクト創出が漸進的で、重要なインパクトとはいえない）する可能性がある場合です。このカテゴリーには、高いプラスのインパクトをもたらす可能性があると考えられているものの、現在そのインパクトの重要性を測定するのが困難な企業も含まれます。これらの企業は、もたらすプラスのメリットに加えて、環境と社会への意図せぬマイナスのインパクトを避けるように継続して取り組んでいます。また、事業運営や行動面の優れたパフォーマンスに意識的に重点を置き、その分野のリーダーと考えられる企業も、弊社は選択的に含めています。その場合、独立した第三者によるベンチマーク¹⁴に対するパフォーマンス等の測定が行われます。企

業の優れたパフォーマンスが、環境や社会に対する効果にプラス寄与する主要経路となっている場合がこれに該当します。しかし、このグループの企業にとって、提供する商品やサービスがマイナスの効果を生み出さないことが重要であり、万一発生した場合はこのカテゴリーから除外されることに注意が必要です。

「プラス・メリット」の企業は、プラスの効果を創出する主要経路が（行動や事業運営ではなく）商品やサービスの提供を通じて行われる全体ポートフォリオの一部として、弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略における少数派の投資となる可能性があります。ただし、特定の企業が徐々にプラスのインパクトを拡大し実証するのを支援するためには、弊社が積極的なエンゲージメントに一層多くの時間を費やす（直接投資の場合）こと、またはファンドマネージャーが積極的なエンゲージメントに費やす時間がさらに増える（間接投資の場合）ことが期待されます。事業運営や行動を通じてプラスの効果に貢献する企業は、弊社の広範なプライベート・マーケット・サステナビリティ戦略の範疇にはありますが、弊社のインパクト戦略の焦点ではありません。

3 サステナビリティ・インプルーバー

これらの企業は、弊社独自の方法論に照らすと、現時点では環境的にも社会的にもサステナブルであるとは考えられません。しかし、弊社の見解では、このグループは事前に定義された目標に沿ってサステナビリティの改善を実現するための信頼できる¹⁵アプローチを持っており、時間とともに環境や社会へのマイナスのインパクトを有意に削減しています¹⁶。この種の投資は、弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略には含まれませんが、エネルギー転換戦略など、弊社のその他のプライベート・マーケット戦略の中で拡大していくと予想します。

弊社のプライベート・マーケット戦略で重要なプラスのインパクトを達成する

サステナビリティ類型によりインパクトの種類が明確になり定義される一方、弊社のインパクト投資の管理と測定に一貫した透明性のあるアプローチが適用されることも重要です。それにより、弊社はそれぞれの投資に期待されるインパクト貢献度の設定を決められます。インパクト・デューデリジェンスの環境として、弊社は投資先企業レベル（企業によるインパクト）と投資家レベル（投資家

による貢献）の双方でインパクト貢献度を評価します。

- **企業によるインパクト**とは、提供する商品やサービスを通じて、アライアンスGIの金融商品の投資先である企業または特定のプロジェクトが創出するインパクトのことです。

- **投資家による貢献**とは、積極的なエンゲージメント（可能な場合）または資金面の貢献を通じて、金融商品が投資で創出しようとするインパクトの価値のことです¹⁷。

弊社のインパクト投資アプローチを支える以下の特性は、弊社の全体的な投資プロセス¹⁸の一部となっています。



重要な特性1：「どのように」だけでなく「何を」に重点を置く

弊社のインパクト投資の重点は「何を」にあります。弊社は、魅力的な財務的利益の創出を追求しつつ、企業がビジネスモデルの中核となる商品やサービスを通じて、重要なプラスの貢献を確実に行えるようにすることに重点を置いています。

これは、主に「どのように」という点、つまり企業が責任あるやり方で運営または管理される方法自体に重点を置くESGインテグレーションの視点とは異なります。ESG要因だけを考慮していても、企業が社会に与えるプラスまたはマイナスのインパクトを理解することはできません。たとえば、ESG戦略では、エネルギーと水の消費量の削減に努め、廃棄物と汚染を減らすためのプロセスを導入する食肉生産者に対

して、相対的に低いESGリスクスコアが付与される可能性があります。しかし、同社の事業内容について、たとえば収益のかなりの部分が牛肉製品から得られていることに目を向けた場合、関連する温室効果ガス排出量の多さや、生産された牛肉が最も資源効率の悪い動物性タンパク質であるという事実を踏まえると、環境に対する同社のマイナスのインパクトが浮き彫りになります。インパクトの観点からは、こちらの方が、ESGリスクが企業またはその移行戦略にとって財務的にどのような重要性を持つのかを考えるよりも重要です。

インパクトを事業の中核に据えた企業は、気候危機問題への対処や、健康、教育、金融包摂などの分野における深刻な

不平等の軽減を目指している同社の商品やサービスへの市場需要が高まり、恩恵を受ける可能性があると考えられます。そこには、気候ソリューションをサポートするテクノロジー企業や、拡大するスキルギャップに対処する企業が含まれます。





重要な特性2：エビデンスに基づくアプローチの構築 – 企業によるインパクト

弊社は2021年に、アリアンツGIインパクト・フレームワーク¹⁹を導入しました。これは、「インパクト・マネジメント・プロジェクト」が定めたインパクトの5側面²⁰や「インパクト・マネジメント運用原則」²¹などの業界標準に沿った、インパクトの測定と管理のアプローチです。弊社は、プライベート・マーケット・インパクトにおけるエクイティ／デット戦略の投資ライフサイクル全体にわたって、このフレームワークを一貫して適用すると同時に、評価プロセスを多様なプライベート・マーケットの資産クラスと戦略に適応させる柔軟性も組み込んでいます²²。

弊社のインパクト投資戦略のデューデリジェンスプロセスには、企業によるインパクトと投資家による貢献の双方を考慮した社内のインパクト・スコアリング・システムが含まれます（投資家による貢献の構成要素の詳細は、図表3および重要な特性3を参照）。インパクトあるソリューションを提供する投資の選定だけでなく、

弊社のスコアリング・プロセスでは、投資インパクトの重要性を程度（どの程度のインパクトをもたらすか）と付加性（他の方法では創出されなかったかもしれない望ましい効果への貢献）の双方の観点から評価します。ただし、付加性はエビデンスの面で難しい場合があることは認識しています²³。

このスコアリング・プロセス²⁴は、投資をそれぞれのサステナビリティ類型に分類する際に直接反映されます。「企業のインパクトスコア」が高い投資は、「重要なプラス・インパクト」カテゴリーに該当します。「企業のインパクトスコア」が低い投資（インパクトへの貢献度はプラスでもそれほど重要ではない）は、「プラス・メリット」カテゴリーの対象となります。「プラス・メリット」に該当する企業へのインパクト投資と見なすためには、より十分なインパクトの創出に向けて投資家が貢献できる可能性を理解する必要があります。それは「投資家の貢献度スコア」によって把握されます。

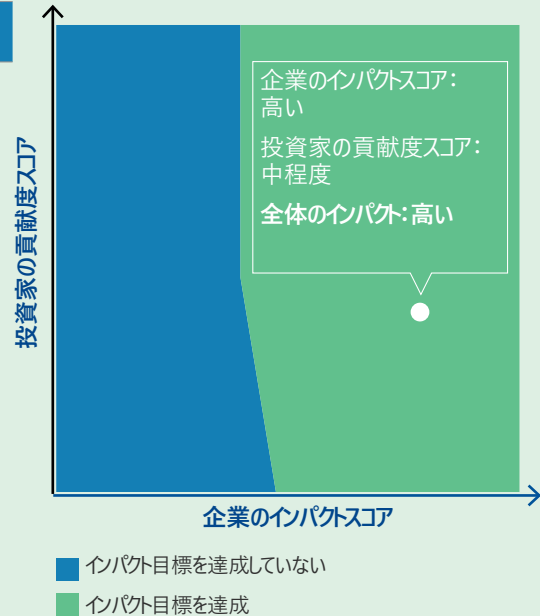
弊社は、企業の潜在的なインパクトへの貢献度を理解するために、入手可能な最良のデータを用いてインパクトを評価します。投資に応じて、たとえば投資期間中における、回避されるCO2排出量の推定トン数²⁵、十分なサービスが提供されていない顧客への予想リーチ数、それらの顧客に対し想定される純収入の伸びなどが、「現状どおり」のアプローチとの対比でデータに含まれる場合があります。その際、弊社は可能な限り企業データと第三者の独立した調査を利用します。

図表3：アリアンツGIのインパクト・スコアリング・システム

インパクト・スコアリング・システムの構成要素

企業によるインパクト	投資家による貢献
アリアンツGIが投資する企業／プロジェクトが、提供する商品・サービスを通じて創出するインパクト 弊社はインパクト・マネジメント・プロジェクトが定めるインパクトの5側面に基づいて企業のインパクトを評価 - 誰が - 何を - どの程度 - 企業の貢献度合い - 可能性（リスク）	弊社が投資家として、パートナーとともに創出しているインパクトの価値 - 積極的なエンゲージメント：投資先によるインパクト創出の支援 - 資金面の貢献：資金提供が不足している金融市場／セクターや、注目度の低いインパクト投資の起業家／ファンドマネージャーへの投資拡大など

インパクトへの貢献度の総合スコア



この評価を弊社の幅広いインパクト戦略に一貫して適用することで、最大のインパクトをもたらす投資を選択できます。たとえば、石油由来の包装材料の置き換えを支援するプロバイダーなど、サステナブルな包装ソリューションへの弊社の投資が増加するにつれて、弊社には回避された

CO2排出量のトン数²⁶や、置き換えられた使い捨てプラスチック包装のトン数などのデータが蓄積されています。これにより弊社は、最もインパクトを創出するサステナブルな包装ソリューションの種類についてさらなる洞察を得られます。その際の要因となるのは、特定の使用事例におい

て利用可能な代替手段と比較した、拡張性や技術的およびサステナビリティ面の特性などです。この評価はインパクト効率、すなわち必要投資額に対して創出されるインパクトの把握も可能にします。

インパクトの測定と比較

弊社のインパクト・フレームワークの重要な構成要素は、投資先と協力して、インパクトの重要業績評価指標（KPI）を選定することです。特定投資先のインパクトのテーマにとってKPIが重要な場合、弊社はそれらを測定して報告します。選定するKPIは、国連の持続可能な開発目標（SDGs）やグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）と、可能な限り整合性をとるようにしています²⁷。

現在のような市場発展の初期段階において、企業によるインパクトの評価に使用する情報とデータを決定する際に、弊社は実証済みの専門知識に大きく依存しています。プライベート・マーケットにおいて信頼できるインパクト比較を確立するには時間がかかります。それは特に、詳細なインパクトデータや計算手法は多くの場合データラ

ムに保管され、企業やファンドに投資した人だけが利用できるようなになっているためです。弊社は、ESGデータの進化と同様に、代替的情報ソース（独立性が高い学術研究や業界レポート、研究機関や政府機関のデータなど）からのインパクトデータを、より効率的に取得、分析、集約できるようにするテクノロジーやプロバイダーが増えていくものと予想します。

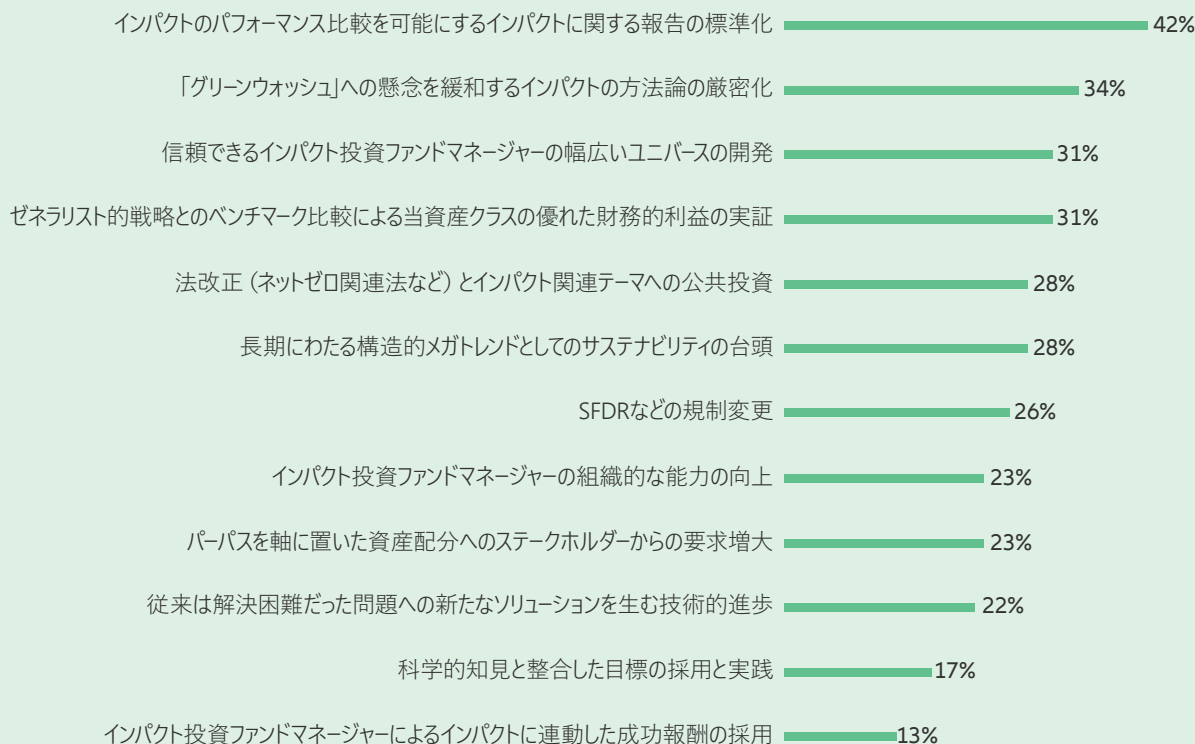
プライベート・マーケットにおけるインパクト関連データセットの標準化が限定的であることを踏まえると、投資家間の連携強化が今後は重要になるでしょう。インパクト評価を合理化し、インパクトの比較可能性を高めるためには、インパクトデータと計算手法のベストプラクティスを共有することが大切です。これにより、業界の能力が強化され、プラスのインパクトを最大限に達

成可能な投資への資金配分が促進されます。

最近の調査では、機関投資家のリミテッドパートナー（LP）の42%が、インパクト投資の長期的な成功の最大の要因として、インパクトに関する報告の標準化を挙げています。それによって、多様な企業のインパクトのパフォーマンスをより簡単に比較できるためです。一方、回答者の3分の1以上が、グリーンウォッシュへの懸念を緩和する最大の要因として、インパクトの方法論の厳密化を挙げています（図表4を参照）。

図表4：インパクト投資が将来成功するための最大要因に関するLPからのフィードバック

インパクト投資の将来を見据えたとき、このセクターの成功の最も重要な要因は何だとお考えですか？



出所: [Rede Partners, Private Markets Sustainability and Impact Report](#)

インパクトへの貢献度と弊社のサステナビリティ類型を結び付ける

よりサステナブルな経済と社会の発展には、3つのサステナビリティ類型すべてにわたる投資が必要ですが、弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略は、可能な限り「重要なプラス・インパクト」の企業を特にターゲットにしています。

また、弊社は「プラス・メリット」カテゴリーの企業やプロジェクトに投資することもあります。そのようなケースでは、企業がプラスのインパクトを拡大し実証できるように、弊社はより多くの時間を積極的なエンゲージメントに費やします（間接投資の場合は、弊社自身または外部のファンドマネージャーがそれを行います）。これは、商品ラインまたは地理的範囲の拡大による場合があります。企業やプロジェクトが

進化するにつれて、該当するサステナビリティ類型が変化し、「プラス・メリット」から「重要なプラス・インパクト」に移行する可能性もありますが、その場合には見直しを行います。

弊社が「重要なプラス・インパクト」をもたらすと考える投資の種類を示すため、市場が多様なセクターにわたる実際の適用を良く理解できるように、具体的事例を詳しく説明しました（図表5を参照）。

図表5：3つのサステナビリティ類型にマッピングされた企業のサステナビリティに関するプロフィール

アリアツGIのインパクト投資の重点				
セクターの例	サステナビリティ 目標を 考慮しない投資	マイナス効果の削減	プラス効果への貢献	
		「サステナビリティ・インブルーバー」	「プラス・メリット」	「重要なプラス・インパクト」
 エネルギー		海運業の顧客向けに化石燃料ベースの液化天然ガスを供給するサプライヤー。海運業界の脱炭素化という明確な戦略目標を掲げ、クリーン燃料ソリューションの供給へと急速に多角化を開始している。このため、同社は液化バイオメタンプラント（サステナブルな原料のみを調達）の建設や改修、および水素由来のメタンなどの他の再生可能燃料を供給可能とするインフラ設備の追加に多額の資本支出を行っている。同社は、化石燃料ベースにこれ以上の投資を行わず、これらの事業を大幅に縮小することを明言している。スコープ1、2、3の排出量 ²⁸ にもコミット。その結果、低炭素および無炭素燃料から生み出される収益の割合が増加し、急速に過半を超えた。	特殊変圧器および磁性部品の小規模な専門サプライヤー。これらの製品は、配電網の拡大と経済の脱炭素化に必要な高レベルの電化を可能にする重要な電気部品である。風力発電や太陽光発電施設に加え、公益事業や産業・商業の顧客にも幅広く変圧器製品を供給している。同社は、自社のカーボンフットプリント削減に強く取り組んでいる。	大規模な嫌気性消化プラントの建設・運営を主力とする企業。家畜のふん尿を主要な廃棄物ストリームとして利用し、バイオガスをバイオメタンにアップグレードすることで、カーボンネガティブな「再生可能天然ガス」を生産している。同社の主要顧客は、脱炭素化が最も困難な運輸セクター（海運業など）である。
 モビリティ		自動車メーカー。他社に比べてゼロエミッション車への移行を加速させるとともに、製造プロセスの脱炭素化に向けた進展を主導している。同社はより広範に、車両の安全性、ダイバーシティ、報告の透明性などの側面にも重点を置いている。	高級電気自動車（EV）メーカーおよび充電ソリューションのプロバイダー。アジア市場の高所得層を顧客ターゲットとし、先行者利益を得ている。同社はEVへの移行を可能にすることで環境面でプラスのメリットを創出しているが、製品価格が手頃でないため、そのインパクトの規模は今のところ限定的である。同社は、カーボンフットプリント削減の断固とした目標や、バージン材の使用の最小限化など、包括的なサステナビリティ戦略を持つ。	高性能で費用効率の高いグリーンなバッテリーのメーカー。その用途は、電気自動車、発電用電気機械、そして産業用であり、複数のセクターにわたり電化と炭素排出量の削減を可能にしている。ほぼすべてのエネルギー需要にクリーンエネルギーを使用していることや、古いバッテリーから材料をリサイクルし、バージン材の使用を大幅に削減する最先端のリサイクル施設があるおかげで、同社のバッテリー生産のカーボンフットプリントは同業他社に比べて大幅に少ない。

Continued overleaf...

	サステナビリティ 目標を 考慮しない 投資	マイナス効果の削減	プラス効果への貢献	
セクターの例		「サステナビリティ・インブルーバー」	「プラス・メリット」	「重要なプラス・インパクト」
 テクノロジー		地理空間マッピングおよび分析を手がける企業。従来は鉱業へのデータソリューションの提供に重点を置き、最適な採掘と運営コストの削減を可能にできた。その後、同社の活動分野は拡大し、農業エコシステム・ソリューションが収益に占める割合が増加している。このソリューションは、農業者による耕作の計画と最適化を可能とし、収量を改善しながら資源の使用量を削減することに寄与している。	多様な業界にサービスを提供するデータソリューション企業。インクルージョン（包摂）は、同社のミッションにおいて中核的な構成要素となっている。同社のデリバリーセンターは、テクノロジーの雇用機会が限られた地域にある。恵まれない環境にある女性や若年者の雇用に重点を置いており、従業員の大部分をそのような人たちが占めている。したがって、同社がプラスの効果に貢献する主要経路は、その運営と行動を通じてである。	森林の管理と再生のためのSaaSプラットフォーム。AIアプリケーションを利用してユーザーをサポートすることで、火災リスクの判断、水質の管理、絶滅危惧種の保護などを可能とし、気候変動の緩和や天然資源の保護に関して、重要なプラスの効果をもたらす可能性がある。
 教育		大学向けのジェネリック・マーケティングおよび事業運営サービス（会計など）のプロバイダー。同社の顧客は、十分なサービスが行き渡らない人々を特にターゲットにしていない。同社は教育サービスへのアクセス改善をサポートしておらず、競合他社に比較的取って代わられやすく、学習効果の創出にとって重要性が高くないため、弊社はこの企業の商品やサービスを通じたプラスのインパクトの創出は最小限に抑えられていると考える。しかし、同社は最近、職場におけるダイバーシティの向上やオフィスのカーボンフットプリントの削減など、サステナビリティ実践の向上に注力し始めている。	数学学習ゲームは、ユーザーにとって楽しく、生徒の数学学習の効果にプラスではあるものの、メリットとしては小さい。社会や環境への意図せぬマイナスのインパクトを避けつつ、さまざまな収入の世帯からの学生に対してサービスを提供している。	パーソナライズされた手頃な価格の数学学習用製品。生徒の学習効果に対するプラスのインパクトに関し堅固なエビデンス（高品質の独立した第三者調査を含む）を備え、低所得世帯の生徒の割合が中～高程度の学校を顧客としている。意図せぬマイナスのインパクトを回避するため、堅固なデータ保護システムなど、質の高いESG基準に取り組む。
 健康		チェーン展開する民間の高齢者福祉施設。提供するケアの質が低いと苦情を受けたことがあるが、新経営陣の下で、熟練スタッフの不足への対処と、より高レベルな品質管理の実施に大きな進展を見せている。これにより、顧客の幸福度と健康状態が目に見えて改善している。	病理検査室で使用する遺伝子解析ソフトウェアのプロバイダー。これは、予防的スクリーニング検査のコストを削減し、最終的には患者の健康状態を改善する標的治療を促進する可能性がある。しかし、遺伝子プロファイルの生成と改善効果との関連性を確実に証明するには時期尚早である。同社はデータのプライバシーと使用事例に関して強力な保護策を講じている。	バイオテクノロジー企業。患者の健康状態を有意に改善する効果的な治療法が現在は存在していない病気に対して、手頃な価格の治療法を提供している。製品の品質と有効性についての堅固なモニタリングなど、質の高いESGの実践に強力に取り組む。



重要な特性3：インパクトの効果をサポートするエンゲージメント

関連する資産クラスと投資戦略に応じて、投資家はいくつかの異なる方法でインパクトの創出に貢献する可能性があります。これは、積極的なエンゲージメントまたは資金面の貢献を通じて行われます（図表3を参照）。

インパクト・クレジット戦略を通じて企業に直接投資する場合、弊社はできる限り積極的に交渉します²⁹が、その範囲は、資金使途³⁰、サステナビリティ基準の遵守、インパクト関連報告の要件などに及びます。また、それが可能かつ妥当な場合には、サステナビリティやインパクトに連動したマージンラatchet（margin ratchet）³¹を使います。これは、所定の非財務指標に対する企業のパフォーマンスの向上に連動して、貸付金利のマージンを下げる仕組みです³²。このような構成要素を貸付契約書に組み込んで、資金使途を遵守させ、インパクトを奨励し加速させることが可能です。

資金面の貢献の観点からは、弊社の貸付先は、従来型の事業セグメントに重点を置く金融プロバイダーから成長資金を受けられないアーリーステージの企業である可能性が場合によってあります。あるいは、特定のインパクト関連の目標に必要な資金を調達するために、初めて借り入れをしようとする企業の可能性もあります。この点で、弊社の投資は、企業が他

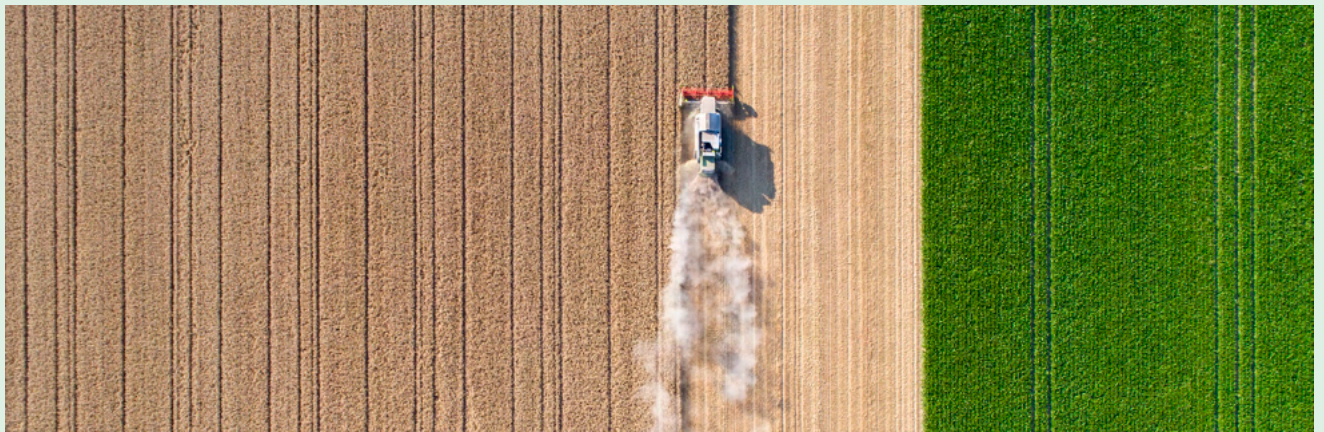
の場合と比べてより多くの事業拡大資金を調達できるようにサポートしています。

エクイティへの直接投資の場合、インパクトの範囲拡大と質的向上に重点を置き、企業の成長軌道を積極的にサポートすることで、インパクトの達成が可能となります。たとえば、投資家による貢献には、企業が製品の有効性をより良く理解できるように資金提供や支援をする場合があります。継続的な研究開発の努力は、より大きなインパクトの効果をもたらし、いわゆる「インパクトの度合い」が低い競合他社と比較して、企業に競争上の優位性を生み出す可能性があります。

間接投資（プライベートエクイティ・インパクトファンド経由など）の場合、投資家はゼネラルパートナー／スポンサーのデューデリジェンスを通じて、マネージャー／スポンサーのインパクト管理の質および保有資産のインパクトを増大させる能力を把握しようとする場合があります。この評価次第で、投資家がマネージャー／スポンサーとエンゲージメントを行い、インパクト測定³³および管理実務の強化の可能性に関する話し合いを通じて貢献したり、投資契約書の中で特定のインパクト関連の要件を設定したりする場合があります。たとえば弊社は、リミテッド・パートナー・アドバイザリー・コミティ（LPAC）の会合の常設議題として、インパクトとESGを含めるように求める場合があります。ブレンド・ファイナン

ス戦略³⁴の場合、弊社は新興市場で活動するファンドマネージャーにコーナーストーン投資を行うことがあります。これは民間投資家からさらなる投資を募集するのに寄与します。

資産クラスや戦略全体にわたり、弊社はファンドマネージャーや投資先企業とエンゲージメントを行い、対象となる投資先企業のインパクト測定実施への取り組みをサポートするよう努めています。弊社は、投資後に測定されたインパクトが投資前の推定と大きく異なる場合や、インパクトデータの収集が困難な場合があることを認識することで、原因を理解するためにより適切な質問をするようになります。このことは、投資先企業がインパクト目標を達成しようとする際に、弊社がより良いサポートを行うのを助け、さらに将来のインパクトに関する弊社の意思決定にも役立つ可能性があります。実現可能な場合、弊社はファンドマネージャーや投資先企業に対し、それにより投資がプラスのインパクトをもたらすと見込まれるステークホルダーからの情報を取り入れるように促します。たとえば、自社の商品やサービスが顧客にどのような効果をもたらしているのか、またその効果を高めるためにどのような改善が必要なのかをより深く理解するために、企業は調査機関に調査を依頼する場合があります。





重要な特性4：パフォーマンス管理とインセンティブ

弊社は、従業員のパフォーマンス管理やインセンティブ制度を、インパクトの効果と適切に連動させることが重要であると考えます。これはインパクト投資市場での新たな慣行となっています。インパクト検証会社のBlueMarkによると、インパクト管理制度の38%は、インパクトに関する考慮事項を従業員のパフォーマンス管理とインセンティブに明確に組み込んでいます³⁵。その手法には、従業員のパフォーマンス開発とレビューのプロセス、および直接的な財務上

の結果責任の仕組み（インパクトの達成に連動した年次ボーナスや成功報酬など）を通じた組み込み方などがあります。

アリアンツGIでは、直接的および間接的インパクト投資の双方で、独立して検証可能で³⁶インパクトに連動した業績インセンティブ体系の導入可能性について、投資先企業と議論する機会が増えています。このテーマは発展段階にあります。その展開が今後数年間で非常に重要となるでしょう。インパクト投資の市場参加

者は、インパクトに連動したインセンティブの導入におけるアプローチのベストプラクティスを調査中ですが、弊社では、インパクト連動インセンティブ体系を設計し、関連するステークホルダーとともにインパクト目標を設定するプロセス³⁷自体が、貴重な経験の場と考えます。インパクトの比較可能性が高まり、情報開示の標準化が進むと、この慣行の普及は徐々に加速すると弊社は予想します。





今後の展望

弊社の見解では、プラスのインパクトをもたらすことをビジネスモデルの中心に据えている企業は、今後数年間でインパクトの追い風から恩恵を受けるでしょう。弊社は、上記の3つのサステナビリティ類型と4つの重要な特性が、重要なプラスのインパクトの創出を目指して投資を強力に実行できるようにする上で、非常に重要なステップであると考えます。

サステナビリティ類型は、投資に期待されるインパクトをお客様に明確にお示しするのに役立ちます。一方で、弊社のインパクト投資アプローチを支える重要な特性は、インパクト戦略における投資意思決定の重要部分として機能します。これらは、ESG要因を意思決定とパフォーマンス管理に統合する弊社の既存プロセスを補完するものです³⁸。

過去数年間でインパクト戦略への投資家の資金配分が急増し、運用資産残高は1兆米ドルを超えました³⁹。このため、大規模なインパクトを創出する機会がかつてないほど大きくなっています。また、透明性を確保し、商品特性を実証し、インパクト投資が社会にもたらすべきものについての期待を定義することも不可欠になっています。弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略が、今後何年にもわたり重要なプラスのインパクトを創出していく上で、上記の類型と特性が重要な基盤になるものと、弊社は期待しています。





1. 弊社またはその他の当事者によるエンゲージメント、目標／中間目標、または投票など（該当する場合）に関して、特定の結果の達成をいかなる形であっても確約し、表明し、保証するものではありません。
2. 弊社が独自のサステナビリティ類型について言及するときに、本稿の時点で、これらの個別類型に基づいて正式に提供されているAllianz Global Investors GmbHおよびAllianz Capital Partners GmbHのプライベート・マーケット商品はありません。弊社のプライベート・マーケット・インパクト戦略の一部に関しては、プラスのインパクト度合いが高い投資である「重要なプラス・インパクト」とプラスのインパクト度合いが低い投資である「プラス・メリット」を区分するために、インパクト・フレームワークの一環として独自の社内用インパクト・スコアリング・システムが使用されています。「サステナビリティ・インプルーバー」は、弊社のインパクト戦略の対象外です。弊社が類型に言及するときに、そうしたラベルやアプローチによる特定の結果の達成をいかなる形であっても確約し、表明し、保証するものではありません。これらのラベルは主観的なものであり、弊社独自の見解に基づいています。類型は、独立した第三者による外部検証や評価を経ていません。
3. 現在、EUのサステナブルファイナンスの枠組みには、「インパクト」や「インパクト投資」などの用語またはその他のインパクト関連用語の使用と定義に関する規制上のルールはありません。インパクト関連情報の提供に関するEUの枠組みはまだ整備中です。2022年11月、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、ファンド名に「インパクト」の使用を制限するなどの、ファンド命名に関するガイドラインを提案しました。詳細は、https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guide-lines_on_funds_names.pdfをご覧ください。
4. 「インパクト」投資と認定されるのは、その投資がインパクトの重要性、付加性、測定可能性の点で重要な特性を満たしているとして弊社が判断する場合です。その評価結果は、インパクト・スコアリング・システムによってインパクトへの貢献度に関する独自の総合スコアに変換され、弊社のインパクト目標を満たす必要があります（詳細は図表3を参照）。インパクトへの貢献度に関する総合スコアで弊社独自のインパクト目標を満たしたものは、「重要なプラス・インパクト」類型（6ページを参照）および一部の「プラス・メリット」類型への投資に該当します（たとえば可能な場合には、投資家による貢献における潜在的な構成要素である積極的なエンゲージメントを通じて、「プラス・メリット」企業が時間をかけて「重要なプラス・インパクト」カテゴリ入りする可能性も期待されます）。弊社は、スコアまたはスコアリング手法に関して特定の結果の達成をいかなる形であっても確約し、表明し、保証するものではありません。
5. 規制上「ESG投資」の定義がないため、それについての言及は、広範なESG関連の投資または商品を指す「包括的（catch all）」なものであることを意図しています。
6. Bloomberg Intelligenceによると、ESG投資資産は2016年の22兆8,000億米ドル、2018年の30兆6,000億米ドルから、2020年には35兆米ドルを突破しました。Global Sustainable Investment Associationによると、これは世界の運用資産総額の3分の1に相当します。詳細は、[ESG May Surpass \\$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges, Finds Bloomberg Intelligence | Press | Bloomberg LP](#)をご覧ください。
7. 出所: [PwC Investor Survey: ESG Integration Goes Mainstream, Single ESG Reporting Standard Wanted - ESG Today](#)
8. 出所: “Sustainable investment” is defined under the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) as amended from time to time.
9. 出所: [ESG Is Not Impact Investing and Impact Investing Is Not ESG \(ssir.org\)](#)
10. 出所: [GIIN Annual Impact Investor Survey 2020.pdf \(thegiin.org\)](#).
11. 例として、EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の第6条、第8条、第9条に基づく開示が挙げられます。これはラベリング制度ではなく開示の枠組みです。ESGまたはサステナビリティ関連の用語（インパクト関連の用語を含む）を使用したファンド名の規制に関して協議中のESMAのガイドラインに加え、英国金融行為規制機構（FCA）も、「サステナビリティ情報開示要件（SDR）および投資ラベル」に関する協議（<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf>）において、いくつかのESG投資ラベルを提案しています。
12. 出所: [Impact funds grow 40% over last two years, hitting \\$1 trillion | Pensions & Investments \(pionline.com\)](#)
13. 出所: [Sizing the Impact Investing Market | The GIIN](#)
14. たとえば、B CorpのBインパクトアセスメントを使います。これは、社会および環境に関する企業のパフォーマンス、透明性、説明責任を高い基準に照らして評価するものです。
15. 目標設定に対する信頼できるアプローチとは、たとえば、科学的調査を通じて特定された社会的または生態学的しきい値を指す場合があります（科学的知見と整合した目標イニシアチブなど）。
16. 目標は、会社自身、または積極的な投資家と会社の協力など、さまざまな当事者により設定される場合があります。それらの目標は、科学的知見と整合した排出量削減やネットゼロ目標などに関連する可能性があります。弊社は、目標に関して特定の結果の達成をいかなる形であっても確約し、表明し、保証するものではありません。
17. 詳細は図表3をご覧ください。
18. たとえば、インパクトを考慮した投資の選定方法、法的文書へのインパクト要件の組み込み、インパクトの測定、モニタリング、そして可能な場合は、インパクトの側面をサポートする投資後のエンゲージメントなどです。
19. 弊社のインパクト・フレームワークとインパクト・スコアリング・システムの詳細は、アリアンゾGIのサイト [Managing and measuring impact in private markets | Allianz Global Investors \(allianzgi.com\)](#) で、「プライベート・マーケットへの投資がもたらすインパクトの管理・測定」の記事をご覧ください。弊社は、そのインパクト・フレームワークおよび関連するESGプロセスの適用によって、実体経済でもそれ以外でも、特定の環境的または社会的な効果が達成されることを声明し、表明し、保証するものではありません。これにはさまざまな要因が考えられます。たとえば、アーリーステージの企業に投資する場合、事業の構築や、想定されるインパクトの実現と測定には時間がかかるでしょう。弊社のインパクト・フレームワークと評価の一環として、さまざまな想定が行われる場合があります。それらは、実体経済において環境的または社会的に望ましい効果を達成するために実現する必要があるものです。また、実践では、外部要因やリスクによって、インパクトを効果的に創出できない場合もあります。

20. [Five Dimensions of Impact | Impact Frontiers](#) インパクト・マネジメント・プロジェクトによれば、企業が人々と地球に与える影響は5つの側面から理解できます。簡単に言うと次のとおりです。「何を」の側面は、企業がどのような効果に貢献しているかを示します。「誰が」の側面は、どのステークホルダーが効果を感じているかを示します。「どの程度」の側面は、効果を感じたステークホルダーの数、感じられた変化の程度、そして感じられた効果の期間を示します。「企業の貢献度合い」の側面は、企業の努力の結果、それがなかった場合よりも良い効果が得られる可能性が高いかどうかを示します。「可能性（リスク）」の側面は、インパクトが予想とは異なる可能性を示します。
21. [Invest for Impact | Operating Principles for Impact Management \(impactprinciples.org\)](#)
22. アリアンツGIが開発金融機関（DFI）との共同投資で運用することの多いブレンド型商品では、パートナーが独自のインパクト評価フレームワークを使い潜在的な投資機会についてインパクト・デューデリジェンスを行うことがあります。その場合、投資が重要なインパクトをもたらす能力を確保できるよう、パートナーと連携してインパクト目標と評価フレームワークが全体的に整合的であることを確認します。
23. 弊社では、インパクト・スコアリング・システムの「企業の貢献度合い」の側面を使用して、付加性に関する考慮事項を把握していることにご注意ください。これは、「インパクト・マネジメント・プロジェクト」とその3,000を超える企業や実務家からなるコミュニティによって促進された「インパクト・マネジメント規範」と整合的です。「インパクト・マネジメント規範」は、貢献について「企業による貢献」と「投資家による貢献」の2つのレベルを定義しています。詳細は、[Contribution – Five Dimensions of Impact | Impact Frontiers](#) をご覧ください。
24. 弊社独自のインパクト・フレームワークを適用する際、弊社はさまざまなデータソースに基づいてスコア評価を行います。たとえば、最善の努力により特定・分析がされている、企業データ、独立性が高い学術研究、業界および政府のデータ、その他関連するエビデンスのソースなどが挙げられます。しかし、いかなるスコアリングも、たとえば、正確で一貫性のある推定／仮定データの欠如など、さまざまな要因により固有のリスクにさらされます。独自のインパクト・スコアリングは、内部検証およびガバナンスプロセスに限定されます。可能な場合、弊社はスコアリングの背景にあるソースと仮定を提供します。スコアリング手法の詳細は、脚注19で述べられている関連記事をご覧ください。
25. 現在進行中の業界の取り組み（Project Frame、Mission Innovationなど）では、組織または製品が提供可能な温室効果ガス（GHG）に関する相対的メリット（つまり回避される排出量）を現状と比較して評価するために、GHG排出量へのインパクトの方法論を開発しています。市場には現在そのための標準化された方法論がなく、直接的インパクトを「主張」するのは場合により他の場合と比べて困難です（企業が実現技術を通じて気候へのインパクトに貢献している場合など）。回避される排出量の推定と測定は、一連の仮定と方法論の選択（インパクトの計算対象期間など）に基づいており、適用されるデータやエビデンスとともに、必要に応じて基礎的な仮定や方法論の選択について投資家に説明することが重要です。
26. 脚注25をご覧ください。
27. インパクトのKPIの例は、弊社のインパクト・プライベートクレジットに関する記事で説明されています。[こちら](#) からご覧ください。
28. スコア1、2、3の定義は、「[温室効果ガスプロトコル](#)」をご覧ください。
29. たとえば、エージェント、スポンサー、または貸し手と。
30. サステナビリティ関連証券またはその他の証券について、インパクト関連の考慮事項がある場合は、借入契約書の対象となります。
31. サステナビリティ・リンク・ローンおよびサステナビリティ・リンク証券に関するEUの規制および自主的な枠組みは現在検討中です。いかなるESGやインパクトとの関連性も、ファシリティ契約の具体的規定にのみ従います。
32. これは、ファシリティ契約の具体的規定によって異なります。
33. インパクトの測定は難しく、標準化が不十分であるため、投資と商品間の比較が困難であることは周知の事実です。弊社のインパクト・フレームワークは、考慮事項の中でも特に、支援を目的とした社会的または環境的効果への貢献に対するインパクトの測定方法について、さらに詳細な情報を提供します。
34. 出所: <https://www.allianzgi.com/en/capability-landing/development-finance/blended-finance>.
35. 出所: bluemarktideline.com/wp-content/uploads/2022/07/BlueMark_Making-the-Mark_Spotlighting-Leadership-in-Impact-Management.pdf.
36. 独立した第三者である専門保証サービス会社に依頼して検証することが可能です。
37. ここには、インパクト連動型のパフォーマンス報酬体系の設計における投資家との協議プロセスや、投資先企業の経営陣と行うインパクトKPIの目標設定などが含まれます。
38. 弊社のインパクト戦略の一部は、SFDRの適格条件を満たした場合、SFDR開示要件が適用となります。必要に応じて、弊社のインパクト戦略はSFDRフレームワークに基づき社内でも評価され、さらに弊社独自のインパクト・フレームワークに基づき個別評価が行われます。
39. 出所: [Impact funds grow 40% over last two years, hitting \\$1 trillion | Pensions & Investments \(pionline.com\)](#).

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよく読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入