

変化への投資

多様性を考慮したプライベート市場ポートフォリオ
の意義と実践



welcome to brighter

はじめに

変革への挑戦 投資機会の創出 変化への投資



機関投資家がプライベート市場への投資を拡大するなか、ポートフォリオにDEI（ダイバーシティ（多様性）、エクイティ（公平性）、インクルージョン（一体性））を取り入れ、促進させたいという意欲が高まっている。マーサーは、投資戦略において、これらの目的を組み合わせるための最善の方法を探ってきた。

本レポートでは、マーサーおよび外部機関が、プライベート市場における DEI について調査した様々な研究を紹介する。また、組織全体への影響を総合的に理解するために、多様性への取り組みについて、より広範な調査を実施した。マーサーの調査には、さまざまな資産運用会社のプライベート市場 DEI プログラムの評価に加え、新興マネジャーの調査（どのようにして独自のプログラムを構築、実行、

監視しているか）を目的とした投資家とのディスカッションが含まれている。

少なくとも今のところ、投資実務における DEI の正確な定義については、コンセンサスが得られていない。また、運用機関の間でも、説明は一致しているように見えても、多様性の達成基準には乖離のあるケースがある。本レポートでは、共通のフレームワークを設定するために、少なくとも女性および（もしくは）マイノリティが過半数を占めるファンド・マネジャーを「DEI マネジャー」および「多様性マネジャー」と呼ぶこととする。¹

変化は投資機会をもたらす。そして、我々はこの変化を引き起こす力を有している。

¹「マイノリティ」は、アフリカ系アメリカ人、ヒスパニック系、アジア系、ネイティブ・アメリカン、LGBTQ+、障がい者、および、米軍退役軍人を指す。LGBTQ+は、レズビアン、ゲイ、バイセクシャル、トランスジェンダー、クィアおよび／またはクエスチョニング、および、独自のアイデンティティを持つ人々を指す。

DEIへの取り組み理由: ケーススタディ

近年において、機関投資家がDEI投資プログラムを採用を検討している背景には、複数の動機が存在する。

広範なESG関連目標に加え、受託者責任もしくは規制上の義務などが動機として挙げられる。また、運用業界における資金の大半をコントロールできる機関投資家が、システムティックな不均衡に対処するために行動しなければならないという認識を強めていることも、さらなる動機となっている。

機関投資家は、気候変動およびその他の環境問題について、迅速な行動を促してきた。そして、こうした協働は、DEIへの取り組みにおいても迅速かつ積極的な変革をもたらす可能性がある。

DEIがプライベート市場ファンドのパフォーマンスに与える影響はまだ明確にはなっていないものの、DEIが企業業績の向上につながる傾向があることを示す調査結果は報告されている。2015年のマッキンゼーの調査では、ジェンダーの多様性において上位25%の企業の収益率は、業界平均を15%上回り、人種の多様性において上位25%の企業の収益率は、業界平均を35%上回っている。²

因果関係は明確ではないものの、この相関関係は、多様性に取り組む企業のほうが勝ち組となる可能性が高いことを示唆している。この結論をプライベート市場ファンド・マネジャーにあてはめると、より多様性を推進しているマネジャーのほうが、市場平均リターンを上回る可能性が高いこととなる。すなわち、必ずしもリターンを犠牲にすることなくDEIマネジャー・プログラムの導入が可能であることが示唆されており、このことは、ESG関連の目標達成をサポートするために同プログラムの採用を検討することを、投資家に促すことになるはずである。

プライベート市場では多様性マネジャーの数が少ないため、それらのマネジャーに投資した場合の効果を完全に把握することは、まだ困難である。しかしながら、蓄積されつつある運用実績は、プライベート市場の多様性マネジャーが、市場平均リターンを上回る可能性があることを示唆している。^{3,4} DEIマネジャーのユニバースが拡大するにつれて、ファンドのパフォーマンスに対する多様性の影響がより明確になるだろう。

²Hunt V, Layton D and Prince S. "Why Diversity Matters," McKinsey & Company January 2015.

³Bella Private Markets. 2018 Diverse Asset Management Enhanced Performance Analysis, January 2019.

⁴NAIC. Examining the Returns, 2019.



パフォーマンス向上の可能性

プライベート市場のDEIマネージャーが、ベンチマークをアウトパフォームする可能性を示す、説得力のある根拠がある。つまり、さまざまなネットワークを活用して投資活動を行うことで、投資チームはアクセスが困難な投資機会やディールフローへのアクセスが可能になるかもしれない。また、多様性のあるチームがより良い意思決定を行うことを示す研究結果も増加している^{5,6,7}。さらに、多様な意見が表されることで、ファンド・マネージャーによる、自社チームや投資先企業における有能な人材の発掘および見極めの方法が改善する可能性がある。

さらに、チーム内の多様性は、マネージャーの資金配分方針にも影響を与える可能性がある。多様性のあるチームによって発掘されたディールフローは、これまでプライベート市場マネージャーが投資してこなかったコミュニティや業界における投資機会を網羅しているかもしれない。例えば、マイノリティや女性の企業家、もしくは、多様性のあるチームを擁する企業家が手

掛ける事業が含まれる可能性がある。多様性がより良い意思決定をもたらす限り、多様性により強化された意思決定プロセスは、より大きなイノベーションとより良いパフォーマンスを生み出す可能性があり、アルファ創出の可能性の高まりを示唆している。

カーライル・グループ（カーライル）による最近の分析は、この考えを支持する内容である。分析によると、カーライルの投資先企業ポートフォリオにおいて、取締役会メンバーのうち2名以上がマイノリティや女性である企業の平均収益成長率は、過去3年間を通じて、平均的な企業の成長率よりも年率で12%近くも高い結果となった。多様性のある取締役会を有する企業の平均収益成長率（年率）は、多様性で劣後する同業他社の成長率の5倍であり、マイノリティや女性の取締役1名当たり、収益成長率は5%増加した⁸。

⁵ Woolley AW, Chabris CF et al. "Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups," Science, Volume 330 (2010), pp. 686–688, available at <http://www.chabris.com/Woolley2010a.pdf>.

⁶ Kaplan S and VanderBrug J. "The Rise of Gender Capitalism," Stanford Social Innovation Review, Fall Issue (2014), available at https://ssir.org/articles/entry/the_rise_of_gender_capitalism#.

⁷ Phillips KW, Liljenquist KA and Neale MA. "Better Decisions Through Diversity," 2010, available at https://insight.kellogg.northwestern.edu/article/better_decisions_through_diversity.

⁸ Thomas JM and Starr M. "From Impact Investing to Investing for Impact," The Carlyle Group, February 2020.

投資におけるDEIの定義

投資家がプライベート市場で有効な DEI 投資プログラムを策定・実行するためには、投資業務におけるDEIについて、明確かつ一貫性があり定量化できる定義が必要不可欠である。定義は、DEIの原則を具体化したものでなければならず、また、似たようなマネジャーを区別するために、マネジャー・ユニバース全体に適用できるものでなければならない。例えば、新興マネジャーは、多様性があるチームによって運用されていることも多いが、特定のDEI 基準を満たさない可能性がある。本レポートでは、機関投資家の資金運用を開始して間もないマネジャーを、「新興マネジャー」と定義する。

変化に対応し、投資家に対して必要な指針を提供するために、時間の経過とともにDEIの定義を進化させていくこともまた重要である。

投資家は、DEIプログラムにおいて、実際の影響力および重要性が高い基準を重視すべきであると、我々は考えている。以下にいくつかの基準を示す。

運用会社の株主構成：プライベート市場において、マイノリティが株主に占める比率はマネジャーによって大きく異なる可能性があることから、同比率について明確な基準を設定することは、DEI プログラムの導入および評価の際に有用である。あるプログラムでは、最低保有比率を25%程度に設定しており、また、別のプログラムでは、マイノリティが「かなりの」比率の株式を保有する必要があると定めている。

投資委員会の人員構成：投資判断、および、場合によっては投資方針の策定を行う投資委員会についても、多様性の水準を評価することは重要である。それはさらに、DEIチェックリストの作成主体である運用会社の経営陣が、実際にはそうした理念および成長の推進を阻害しているような状況を特定し、回避することにも役立つ。

運用チームの人員構成：運用チームの構成は、DEIの評価におけるもう一つの重要な基準である。運用チームのメンバーは、投資活動に直接影響を与えるだけでなく、定期的に入れ替わるため、改善に向けた積極的な取り組みが実行されているか、投資家は判断することができる。



最低基準：DEIにおける最低要件の基準が高いほど、投資ユニバースは小さくなる。しかしながら、前述のような基準のいずれかにおいて過半数を目指すことは、運用業界の変革に対する投資家の強い関与の姿勢を示すものとなる。一方で、「少なくとも」という評価手法を導入し、評価基準に柔軟性を持たせることは、DEIへの取り組みを進めているファンド・マネジャーを投資家が発掘し、投資ユニバースを拡大することにつながる。

例えば、50%の最低要件を設定した場合、マイノリティと非マイノリティの比率が50：50のファンド・マネジャーを選定することが可能になる。この場合、マイノリティが過半数ではないものの、それでも意義があり、検討に値する水準であることに、多くが同意するだろう。投資ユニバースを拡大しつつ、DEIにおける妥協の可能性を排除するため、投資家は、前述のような複数の評価基準を設定し、それらのうち少なくとも一つを満たしたすべての運用会社を検討対象とすることも可能である。

公平性および整合性：マイノリティと従来からの運用担当者との間における、報酬の公平性および整合性もまた、投資家のDEIプログラムにとって有用な指標の一つである。資金配分を行う運用会社のすべての投資プロフェッショナルは、その業務内容に応じて、適切な配置、インセンティブ、および、報酬を与えられているべきである。

理論の実践

投資配分の決定方法

DEIプログラムは、投資家のポートフォリオ全体のリスク目標とも整合性を有するべきである。DEI投資プログラムが、より広範なプライベート市場ポートフォリオの一部である場合、投資家がプライベート市場のなかでもどの資産クラスを投資対象とするかを明示することは、有用である。投資配分の決定においては、戦略の目的および期待値を含む絶対的な配分目標、もしくは、変化する市場環境および投資機会に適應するための柔軟性を有するソフトな配分目標のどちらも可能である。

しかしながら、プログラムの開始時点では、DEIマネジャーに配分できるコミットメント額に制約があり得ることに、投資家は留意する必要がある。一方、投資ユニバースが進展し、さらにはパフォーマンスが向上するにつれて、この制約は改善される可能性がある。発展を促進するために、DEIプライベート市場マネジャーと同業の従来型マネジャーとを同列にして、スクリーニングを実施することを検討すべきである。そうすることで、多様性のみを目的としたマネジャー選定に陥るリスクを減らすことができるだろう。

実行方法

機関投資家の規模および投資判断能力が、実行される戦略に大きな影響を与えたと考えられる。利用可能な時間、リソース、および、専門知識のすべてが、各国の法律の下で投資活動を行うDEIマネジャーを調査、特定、および、評価する上での重要な要素である。

ただし、投資家には複数の選択肢がある。DEIマネジャーを特定するためのチームおよび専門知識を自ら有する投資家を対象とした助言特化型のサービスから、幅広い新規運用会社の発掘、調査、コミットメント枠の確保に外部の専門家チームを活用する完全一任型のソリューションまで、さまざまな選択肢が存在する。さらに、すべてのデュー・ディリジェンス業務を実施した上で、ポートフォリオ資産の配分までも行うよ

うなソリューションの活用も可能であり、プログラムには、継続的なモニタリングやレポートを含めることもできる。また、選定されなかったマネジャーや資金配分を終了したマネジャーに対してフィードバックを行うことで、将来関心を持った場合に備えて、良好な関係性を維持することができる。

デュー・ディリジェンス

マーサーは、すべてのマネジャーが同一の投資基準を満たすべきと考えているが、DEIマネジャーの選定には、特有の重要なデュー・ディリジェンス項目がある。以下にいくつかの項目を示す。

運用実績：DEIマネジャーのなかには、長期の運用実績が無いマネジャーも存在することから、パフォーマンス・リスクを軽減するための代替手段を講じることが必要不可欠である。シニア投資プロフェッショナルの過去の運用実績、もしくは、資産クラスにおける代表的なベンチマークやピア・マネジャーの運用実績は、参考になるだろう。

運用経験：マーサーは、ファンド・マネジャーの、機関投資家向けファンドの運用経験およびチームとしての運用経験を重視している。マネジャーが初号ファンドを募集する場合、運用経験は特に重要である。このような場合、シニア・リーダーが共にストレス局面を経験したことがあるかどうか、そして、シニア・メンバーが運用チームを構築した経験を有しているかどうかについて、評価することが有用である場合が多い。また、運用チームのアドバイザーやメンターに話を聞くことも参考になる。

評価の整合性：ファンド、運用メンバー、組織全体との間で、評価の整合性が必要である。報酬面でのインセンティブの調査も重要だが、会社のカルチャーの評価も有効である。DEIプログラムでは、運用チームだけでなく、組織全体のプロフェッショナルに対する、報酬面でのインセンティブの整合性を評価することが有効である。マイノリティの意思決定への影響力を検証し、人事方針が、特に運用チームにおいて能力主義かつDEIを取り入れた人材採用を促進していることを確認すべきである。

オペレーショナル・デュー・デリジエンス：会社の規模や営業年数の結果、DEI マネジャーのコンプライアンス機能もしくはレポート機能は、大規模かつ高い認知度を有する同業他社に劣後する可能性がある。また、シニア・プロフェSSIONALが複数の異なる業務を統括している可能性もあり、その場合は投資活動に専念できない懸念がある。それらの機能の監督および監視のために外部企業を活用することで、リスクは軽減することができる。適切な外部企業にアウトソーシングされているかどうかは、オペレーショナル・デュー・デリジエンスの過程で評価することができる。

プログラム導入後の対応：最終的に投資家は、DEI プログラムを監視および評価し、それらが関連目標および投資目標を達成していることを確認するための、独自のフレームワークを構築する必要がある。重要指標（KPI）の設定は有効性が高く、これによってDEIおよびその他の重要な基準に関するデータ収集が促進され、より幅広いDEI評価の活用が後押しされるだろう。

目標の達成および実現

機関投資家のプライベート市場における DEI プログラムをそのシニア・リーダーがサポートすることは、組織全体での同意を取り付ける上で必要不可欠だろう。また、DEIプログラムの達成および実行を目標設定に含めることで、より組織の賛同が得られるかもしれない。DEIマネジャーが魅力的なリターンをもたらす可能性を理解していること、および、直接的に次世代の人材育成に取り組むことを、シニア・リーダーが宣言することは、最初のステップとして適切である。

プログラムの目標達成において、可視性およびシニア・リーダーのサポートは必要不可欠である。最良なプロセスおよび投資目標を達成するために、プログラムの厳格な監視もまた必要不可欠である。より広く市場からの信頼を得るためには、こうした監視が、経験と信頼性を有し、DEIを実現しているチームによって行われるべきである。プログラムおよびプロセスが適

切に文書化され、改善および定期的な更新が実施されている必要がある。そして、プログラムは、投資家の全体的なポートフォリオ目標に合致したものであるべきである。

投資家自身もまた、DEI投資プログラムに則った行動をすべきである。スタッフの多様性を高めるために投資家実践できることとして、能力主義かつDEIを取り入れた人材の採用・維持方針の導入、および、偏見や非公平性に関するトレーニングがある。



終わりに：プライベート市場でのDEIの実現

プライベート市場におけるDEIプログラムの策定、実行、および、継続においては、多くの考慮すべき点が存在するものの、こうした市場への参入を前向きに検討している機関投資家の増加も示されている。明確に定義された戦略、厳格で規律ある投資配分アプローチ、そして、実践における持続的なサポートがあれば、これらのプログラムは、将来に向けて十分に適切なものであると確信している。

投資家は、一人でこの道を歩む必要はない。この分野に関するリソースおよび専門知識を有するアドバイザーが、戦略、実践、および、モニタリングに関して、指導とサポートを提供してくれる。

資産運用業界においてDEIの改善に向けた機運が高まるにつれ、ベストプラクティスを実現するための協働や新たな投資機会の発見の可能性が拡大している。マーサーは、こうした機運が、より多様でインクルーシブな業界を創り、ひいては投資目標の実現につながることを、望み、期待している。

まずは自らが変化しよう。そして、社会の変化を実現するための投資を実行しよう。

詳細については、マーサーのコンサルタントにお問い合わせください。
また、以下のサイトをご覧ください。

<https://www.mercer.com/what-we-do/investment-solutions.html>



重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。

Important notices

February 2021

Mercer Investments, LLC

99 High Street
Boston, MA 02110
www.mercer.com

References to Mercer shall be construed to include Mercer LLC and/or its associated companies.

© 2021 Mercer LLC. All rights reserved.

This contains confidential and proprietary information of Mercer and is intended for the exclusive use of the parties to whom it was provided by Mercer. Its content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity **without Mercer's prior written permission.**

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets **discussed. Past performance does not guarantee future results. Mercer's ratings do not constitute individualized investment advice.** The value of investments can go down as well as up, and you may not get back the amount you have invested. Investments denominated in a foreign currency will fluctuate with the value of the currency. Certain investments, such as securities issued by small capitalization, foreign and emerging market issuers, real property, and illiquid, leveraged or high-yield funds, carry additional risks that should be considered before choosing an investment manager or making an investment decision.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides **recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.**

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

Information contained herein has been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). In November 2018, Mercer Investments acquired Summit Strategies Group, Inc. ("Summit"), and effective March 29, 2019, Mercer Investment Consulting LLC ("MIC"), Pavilion Advisory Group, Inc. ("PAG"), and Pavilion Alternatives Group LLC ("PALTS") combined with Mercer Investments. Certain historical information contained herein may reflect the experiences of MIC, PAG, PALTS or Summit operating as separate entities. Mercer Investments is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Parts 2A and 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110. Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited.

Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.