

1. インパクト「見える化」の潮流と経済学の「外部性」概念との関係

【ポイント】

- ・ 足許で、インパクトの「見える化」に向けた動きが相次いでいる
- ・ インパクトは投資家が単独で生み出せるものではなく、投資先企業との関係性において関与することができる
- ・ インパクトとは、投資先企業の直接の利害関係者にもたらされる便益がその全てではなく、より広範な効果・影響を含む概念である。経済学の「外部性」概念を当てはめることで、その理解を深めることができる
- ・ インパクトの「見える化」は、インパクト投資の枠内にとどまらず、今後さらに大きな流れになっていくことが予想される

近年、下表のように、投資活動に伴うインパクトの「見える化」に向けた動きが広がってきています。

表：インパクトの「見える化」に向けた主な動き

SFDR	・ 欧州で2021年3月に施行された資産運用会社等向けのサステナビリティ情報開示規制 ・ 金融商品に伴う地球環境や社会経済への影響などについての開示を求めている
責任投資原則 (PRI)	・ PRIに署名する機関投資家に対し、投資に伴うサステナビリティへの成果（アウトカム）の把握等を促している
インパクト投資	・ インパクトを生み出すという明確な意図をもって行われる投資活動。近年拡大傾向にある ・ 多くのインパクトファンドにおいて、投資活動に伴うインパクトの定期報告が行われている

出所：各種資料を基にニッセイアセットが作成

言葉の使い方は必ずしも同じではありませんが、投資活動に伴う地球環境や社会経済への効果・影響を測定し、明らかにしようという点は共通しています。

そもそもインパクトはどこで発生するのか？

インパクトは投資家が単独で生み出せるものではありません。あくまで投資先企業の活動を通じて生み出されるものであり、投資家は、投資先企業との関係性の中でインパクトの発生に間接的に関わっているにすぎません。そのため、投資に伴うインパクトを捕捉するためには、各投資先企業の諸活動によってどのようなインパクトが生じているのかを個別に検討する必要があります。

インパクトと経済学における「外部性」概念

インパクトの全体を捉えるためには、企業の製品・サービスの消費者や、企業に雇用された労働者など直接の利害関係者にもたらされた便益に着目するだけでは不十分な場合が多いと考えられます。

ここで極端な例として、昨今、一部の国で娯楽用の使用が合法化され議論を呼んでいる大麻と、様々な病気の予防に使われるワクチンを比較してみます。大麻が合法化されている国においては、大麻の娯楽目的の使用もワクチンの接種も個人の判断ということになりますが、多くの人は大麻にはマイナスのインパクトを、ワクチンにはプラスのインパクトをイメージすると思います。この違いはどこから来るのでしょうか。

この点を理解する上で、経済学における「外部性」の概念が役立ちます。依存性薬物とワクチンは、いずれも使用した当人だけでなく、その他の人々にも影響を及ぼします。依存性薬物は、強い依存症等によって周囲の人々や広く社会に悪影響を及ぼす可能性が指摘されています。一方のワクチンは、多くの人々が接種することで、接種していない人にとっても病気に感染するリスクが低下するという効果があります。

これらは経済学で「消費の外部性」と呼ばれるもので、前者は負の消費外部性、後者は正の消費外部性です^[1]。インパクトの全体を的確に捉えようとすればするほど、この外部性を如何に捉えるかが重要になると考えられます。

外部性をいかに評価するか

正の外部性について精緻な実証分析を試みた数少ない研究報告として、1980～90年代の米国における、自動車盗難時に車両の発見を手助けする無線送信機の普及がもたらした効果・影響についての分析があります^[2]。同機器の設置有無は自動車の外見からは分からないため（つまり、盗もうとする者にとって分からないため）、設置有無によらず機器の普及が全体として盗難減少に寄与したこと、犯罪の多い都市においては機器を設置した自動車が3台増えるごとに、年間1件の盗難減少効果があったこと等が推定されています。

このような精緻な分析は必ずしも容易ではありませんが、インパクトの適切な評価に向けては、投資先企業の直接の利害関係者にもたらされる便益だけでなく、より広範な効果・影響に意識を向ける必要があると言えます。そのためには、投資先企業の諸活動によって、どこにどのような効果・影響が生じうるかについての因果関係の仮説を、ロジックモデル等を活用して予め整理しておくことも重要と考えられます。

おわりに

インパクトの見える化は、インパクト投資という枠内にとどまらず、ESG投資、責任投資、サステナブル投資等と呼ばれる投資活動全体における関心事になりつつあり、この傾向は今後さらに強まっていくことが予想されます。

[1] なお、外部性には、消費の外部性とは別に「生産の外部性」も存在します。例えば、企業によるR&D投資や人材投資は、当該企業に留まらず、他の企業にも便益（スピルオーバー効果）をもたらすことが知られています（正の生産外部性）。

[2] Ayres, I., & Levitt, S. D. (1998) "Measuring positive externalities from unobservable victim precaution: an empirical analysis of Lojack" *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 43-77.

2. 企業のCO₂データの信頼性に関する学術研究からの示唆

近年、投資先企業の温室効果ガス排出量をCO₂に換算した値（以下CO₂データ）の活用が機関投資家の間に急速に広がっています。CO₂データを機関投資家に提供するデータ会社は世界に複数存在していますが、投資プロセスにおける当該データ活用の重要性が高まる中、その品質への関心も高まっています。

この点に関して独ハンブルク大学のティモ・ブッシュ教授らの分析^[1]は、企業の開示情報をデータ会社が収集したCO₂データの間にばらつきがあることを指摘しています。差異の発生理由までは明らかにされてはいませんが、企業各社の開示方法・内容が異なる中、それらを正確にデータベース化することは必ずしも容易ではない可能性が考えられます。

また、全ての企業が情報開示しているとは限りません。開示がない場合、データ会社の多くは**独自の方法による推計値**を

代わりに提供していますが、推計方法の違いなどから、データ会社間で必ずしも小さいとは言えない差異があることが指摘されており、こうしたデータを利用する際に留意が必要と言えます。

表：データ会社間のCO₂データの相関係数（スコープ1+2について）

企業開示を収集した値	0.9075～0.9996（6社の比較）
各社による推計値	0.5366～0.8759（5社の比較）

出所：Busch, Johnson & Pioch(2000)を基にニッセイアセットが作成

今後、機関投資家の間でCO₂データの利用が進めば進むほど、その品質に対する見方も厳しくなっていくと考えられます。CO₂データの品質を巡る議論には引き続き注視が必要です。

[1] Busch, T., Johnson, M. and Pioch, T. (2020) "Corporate carbon performance data: Quo vadis?," *Journal of Industrial Ecology*, 1-14.

3. Net Zero Asset Managersイニシアチブに参画しました

ニッセイアセットは、パリ協定において合意された「1.5℃」目標の達成に向けて、2050年までに温室効果ガス排出量をネットゼロ（全体としてゼロ）にすることへの貢献を目的として活動する**Net Zero Asset Managers Initiative**に参画しました。

2020年12月に発足したこのイニシアチブには、世界の資産運用会社73社が参画しており、その総受託資産額は32兆米ドル（世界全体の36%）となっています（2021年3月29日時点）。

表：機関投資家によるネットゼロに向けた主な活動

名称	概要
Net-Zero Asset Owner Alliance	2019年9月に開催された国連気候行動サミットにて立ち上げられたイニシアチブ - 国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP-FI）と責任投資原則（PRI）が招集
Net Zero Asset Managers Initiative	- パリ協定の採択から5年の節目となる2020年12月に立ち上げられたイニシアチブ - 気候変動に関するアジア投資家グループ（AIGCC）、CDP、米環境団体Ceres、オーストラリア・ニュージーランドの気候変動に関する投資家グループ（IGCC）、欧州の気候変動に関する投資家グループ（IIGCC）、責任投資原則（PRI）が支援

出所：各イニシアチブのホームページを基にニッセイアセットが作成

- ✓当資料は内外の債券、株式、為替市場等に関する情報提供を行うためのものです。予め特定の方や対応を推奨する目的のものではありません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、投資対象国・地域等の経済状況や金融資本市場の動向、また有価証券等の発行者の経済活動等の変化を背景に、投資対象資産の価格が変動し、その下落により損失を被るおそれがあるほか、投資元本を割り込むリスクがあります。詳しくは各商品の商品説明資料をご確認ください。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、お客様に手数料等をご負担いただきますが、手数料等の種類ごとの金額及びその合計額については具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等の商品説明資料に記載されたシミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ✓市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ✓当資料に記載された市場を投資対象とする運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のもとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ✓当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ✓当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ✓当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。