

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 佐々木 隆 文 CMA

2018年の日本の夏も暑かったが、近年の猛暑は日本のみに見られる現象ではない。昨夏は北米や欧州でも歴史的な猛暑が記録されたし、今年1月の豪州の猛暑も記憶に新しいところである。各国の気象データを用いたWMO（世界気象機関）の調査によると、観測史上の平均気温のベスト4は直近4年間に集中している。また、洪水、森林火災など内外の自然災害のニュースを目にする機会も増えてきた。世界中の研究成果からの知見が反映されるIPCC（気候変動に関する政府間パネル）の昨年秋の特別報告によれば、産業革命前からの世界の平均気温の上昇は既に1℃に達し、2030年前後には1.5℃に達する見込みだという。同報告書の中では、温暖化による自然災害の増加が甚大な被害をもたらすことも予想されている（注1）。従来、気候変動リスク、より具体的には温暖化の進展とそれに伴う自然災害の増加には懐疑論も多く、遠い将来の問題と考えられてきた。しかし近年のデータと研究の蓄積は、気候変動リスクがより確度の高い近い将来の問題となっており、肌感覚で気候変動リス

クを感じる機会が増える中では、消費者意識、投資家意識もおのずと変わってこよう。実際、温暖化に消極的な国の一つとされてきた米国においても、温暖化を意識する人々の割合は急増しているようである（注2）。

地球温暖化の解決が難しく、長らく放置されてきた背景には、この問題が将来世代への外部不経済となりやすいことがある。当然ではあるが、将来世代は現世代に対し意見を述べたり影響力を行使したりすることができない。皮肉ではあるが、地球温暖化が現世代の問題となる程進展することによって、気候変動リスクへの取組みが本格化してきた。資本市場にとっても地球温暖化は現在の現役世代の老後の資産に関わる問題であり、ESG投資の中でも重要なファクターの一つであり続けよう。資本市場がこの問題に及ぼし得る影響もまた大きい。

水口論文「気候変動問題とESG投資」では、気候変動リスクに対する国際的な動きを概観した上で、ESG投資へのインプリケーションを探る。

（注1） IPCCの特別報告書に関しては、WWF（世界自然保護基金）の解説も分かりやすい。

<https://www.wwf.or.jp/activities/activity/3750.html>

（注2） National Geographic 「人為的な気候変動「ある」が急増、米意識調査」。

<https://natgeo.nikkeibp.co.jp/atcl/news/19/012500059/>

まず水口論文では、IPCCによる研究報告の歴史的推移を分析し、気候変動の評価や予測には一定の不確実性を伴うものの、研究の蓄積により地球温暖化の評価、予測の確度が高まってきていることが説明される。つまり、地球温暖化、及び温暖化によって引き起こされる異常気象の増加は、研究者の間でコンセンサスとなりつつあることが論じられる。

次いで、水口論文では、パリ協定に至るまでの国際政治の動きを概観し、温暖化対策の国際的合意と履行が難しく、外部不経済に対して政治が規制で対応するという通常の考え方では根本的な解決は望めないこと、つまり温暖化は政治任せにするのではなく、投資家が主体的に取り組むべき問題であることが論じられる。そこで水口論文で強調されるのは、ユニバーサルオーナーシップの考え方である。巨大年金基金の運用資産は世界中の資本市場で運用され、長期安定的な運用のためには、資本市場の安定、及びその背景にある環境、社会の安定が必要になる。気候変動は、温暖化や自然災害が事業活動に及ぼす直接的なリスクのほかに、環境規制、消費者意識、関連技術発展による競争状態の変化というリスクがあり、これらは既に現実のものとなりつつある。こうしたリスクをポートフォリオに反映する一般的な方法として、インテグレーション、スクリーニング等があるが、より直接的に企業の温暖化対策を後押しする方法として、株主としての権利を行使するエンゲージメントがある。エンゲージメントには、株主提案等を行う投資家のみがコストを負担する一方、そのベネフィットは他の投資家によっても享受されるというフリーライダー問題がある。しかしながら、前述のように、気候変動リスクは政治任せでは解決できない問題である。投資家全体の利益を守るためには、ユニバーサルオーナーシッ

プの考え方から投資家が積極的に関与することが欠かせないことを、水口論文は強調する。

規模的に小さい年金基金や機関投資家にも共通する関心は、温暖化対策を含む環境問題への取り組みとパフォーマンスとの関係であろう。浅野論文「企業の環境パフォーマンスと財務パフォーマンス—先行研究のサーベイ—」では、先行研究からの知見をまとめることにより、環境問題への積極的な取り組みが企業経営にどのような影響を及ぼすかを考察する。浅野論文では、まず企業戦略としての環境マネジメントに焦点を当てた研究を紹介し、戦略的な環境マネジメントが企業の環境パフォーマンスを改善させ、そこから生じる幾つかのベネフィットが企業の財務パフォーマンスをも向上させ得ることを論じる。

次いで浅野論文では、実証分析から得られる示唆を概観する。初期の研究では、環境への積極的な取り組みによる追加コストが、企業の財務パフォーマンスを低下させるという伝統的な見解が多かった。しかし最近の研究では、環境問題への積極的な取り組みが、企業の環境パフォーマンスも財務パフォーマンスも向上させる傾向が観察されるようになってきている。浅野論文は、このような関係が観察される背景として、実証分析方法の進化とともに、企業の環境パフォーマンス測度の進化があると指摘する。因果関係の問題等に対処した分析方法、より適切な環境パフォーマンス指標を用いた研究によりこのような傾向が観察されていることは、投資家にとって朗報であろう。また、浅野論文では、環境問題への積極的な取り組みが経営リスクを低下させ、資本コストの低下につながっていることを示唆する最近の研究を紹介している。つまり、環境問題に積極的に取り組むことで資金調達能力が向上する可能性がある。このよう

なりリスク低減効果は、一般に効果が短期的には現れにくい温暖化対策にも当てはまる可能性がある。

温暖化の進展は、消費者意識や環境規制の変化を通じて、企業の競争条件にも影響を及ぼし得る。日本の主要産業のうち、最も影響を受けるのは自動車産業であろう。自動車の電動化は完成品メーカーのみでなく、自動車部品産業や電機産業も含めた企業の競争力、ひいては株式市場に大きな影響を及ぼすと考えられる。小澤論文「新たな時代を迎えた自動車の電動化—電動化の自動車メーカーへの影響と戦い方の変化—」では、電動化が日本の自動車関連企業に及ぼす影響を展望し、採るべき戦略を提案する。小澤論文では、まず電動化が進む背景にある各国の環境規制の強化、電動車規制の現状を概観する。このような動きは、電動車のコスト削減や新技術の開発と相まって、自動車の電動化へのシフトを不可逆なものとする。

次いで、小澤論文では様々な要因を考慮したモデルによる将来予測を紹介し、電動化の進展度合い、普及する電動車のタイプが、各国ごとに異なってくることを示す。このような多様性に対応するためには、少量多種のモデル投入が必要となってくる。部品数が少なく、ガソリン車に比べ差別化が難しいことも考慮すれば、電動車市場で高い収益性を維持することは容易ではない。小澤論文では、ガソリン車で稼げる今後数年のうちに、電動車戦略等を練り直す必要があることを問題提起する。小澤論文は、今後の完成品メーカーの電動車戦略として、商品の多様性と量産体制を両立させるアーキテクチャの構築と、水平分業化が必要であると説く。また、陣営化の必要性も強調される。他方、電動化は部品サプライヤーにとって、更に厳しい競争環境を招く可能性が高い。電機メ

ーカーによる積極参加もある中、既存の部品サプライヤーは、コア事業への集中、従来の系列を超えた事業の見直しが必要であることを小澤論文は主張する。

温暖化が進展する中では、企業が温暖化に関わる事業リスクをどのように投資家に開示するかも重要になってくる。また、そのような情報は、投資家やESG評価機関にどのように評価されているであろうか。田中論文「気候変動に関する定性的情報開示と企業価値」では、有価証券報告書に記載されている気候変動に関する定性情報と、企業価値との関係を考察する。近年、温室効果ガス排出量などの定量的な情報開示と、企業価値との関係に関する研究は数多く行われているが、定性的な情報に踏み込んだ研究は少ない。田中論文では、05年度から17年度までの上場企業の有価証券報告書のテキスト情報を詳細に分析し、実務上も重要な研究課題に接近する。田中論文では、まず定性的な気候変動情報の開示状況を確認し、定性情報を開示している企業数は増加基調にはあるものの、依然として少数派であることを確認する。更に、田中論文では、こうした定性情報が情報ベンダーのESG評価に反映されているか否かを確認し、定性情報を開示していても情報ベンダーの評価では非開示となっている企業が少なくないことを示す。つまり、せっかく定性情報を開示していても、それが情報ベンダーによるESG評価に反映されないケースもあるということである。こうした現象は、どのような原因によりもたらされているのであろうか。更なる研究が待たれるところである。

次いで田中論文では、定性開示を行っている企業を似た属性を持つ企業と比較し、定性開示を行っている企業の時価総額が相対的に大きい傾向が

あること、そのような傾向はとりわけ情報ベンダーによって情報開示が評価されている企業で大きいことを発見する。こうした分析結果は、気候変動リスクに関する定性的な情報開示が、投資家からの高い評価につながることを示唆している。一方で田中論文では、同一の定性情報を毎年開示している企業が少なくないことも問題提起している。以上のような田中論文の示唆は、開示側、評価側双方にとって有益な示唆を与えよう。

日本では11年以降、火力発電への依存度が高

い状況が続いている。石油、石炭などの座礁資産に対する世界の評価が厳しくなる中で、日本企業の気候変動リスクは決して小さくはない。その一方、日本企業の高い技術力が、気候変動リスクの裏側にある新たなビジネスチャンスに活かされる可能性もある。ESG投資における気候変動リスクの反映は、評価する側にとっても評価される側にとっても現在進行形の課題と思われるが、今回の特集が投資家、企業の双方の議論に活用されることを期待したい。