

外部性の価格設定



ジェレミー・リチャードソン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル株式チーム

2025年5月



シリン・クラウチ
アナリスト
グローバル株式チーム

汚染対策費用を算出することは気候変動に取り組むうえで極めて重要です。しかし、多くの場合において炭素を排出する企業は、このような費用を負担しません。外部性の価格設定の失敗は、環境への炭素負荷につながり、そのコストは最終的には社会全体が負担することになります。

私たちに、多国間協定を通じた政策変更、訴訟を通じた法的対応、企業およびコミュニティの行動という、3つの主な対処方法があると考えています。全ては汚染に対するコストを負担させることを最終的な目標としています。

企業は政策リスクおよび訴訟リスクに対してますます脆弱になっており、一部の企業はこれに対処するために社内炭素価格（ICP）を設定しつつあります。ICPとは、企業による自主的な価格設定メカニズムです。自社の炭素排出量のコストを定量化することで、炭素削減戦略を促進し、広範な持続可能性に対する目標と事業運営を一致させるのです。

表面的には、ICPは企業の耐久力を高め、排出量を削減するための有効な手段となる可能性があります。しかし、ICPの運用と結果は十分に理解されていません。

私たちRBCグローバルアセットマネジメントは、英国のエクセター大学と提携し、このような企業の対応についてリサーチを行っています。[詳細はこちらをご覧ください。](#)

現在の炭素問題

「コモンズの悲劇」は、個々の自己利益の追求がシステム全体の失敗を招くときに生じます。アダム・スミスの「見えざる手」の説明とは異なり、自己利益の追求が貿易、為替、経済的繁栄の背後にある動機である場合、それは炭素排出量の増加と気候の悪化につながります。短期的な経済的繁栄は、長期的な経済的、社会的、環境的繁栄の犠牲によって達成されてきました。

経済学者は、環境的な公共財に対する効果的な価格設定が行われていないために、このような状況が起きていると主張します。民間の営利活動には汚染を防ごうというインセンティブが無く、排出量の増加による損失は世界全体で共有されています。したがって、業績的な観点だけで見ると、汚染について考慮する企業は、排出を続ける企業に対して、短期的には競争上不利な立場に置かれる可能性があります。排出削減の追加的なコスト増加が見られる場合は特にそうです。

これは、経済活動に伴う全コストが捕捉されていないという、市場の失敗の一例です。この問題を解決するための答えは、明白に思えるかもしれませんが、すなわち、外部性に価格を設定して経済的な意思決定が環境コストを考慮に入れるようにするのです。しかし、理論的に単純そうでも、実際には達成しにくいものです。単一の環境、単一の価格があれば、それは可能でしょう。しかし、それには、炭素予算、価格設定メカニズム、そしておそらく過去の排出による利益に関して国際的な合意が必要となります。実際にこれを達成するのは困難です。

しかしそれでも、世界は炭素予算の制約を受けており、それを超えるとシステムが脅かされ、最終的には損なわれます。炭素予算を上回ることによる社会経済的なコストは計り知れません¹。そのため、国際合意を見出すことは実際に難しくても、失敗による脅威を考えると、各国が一体となって前進する道筋を見つけ出し解決しようとする動機が生まれます。

国連気候変動枠組条約締約国会議（COP）が毎年開催されますが、2015年のパリ会議においては、各国が将来の排出量削減に向けた自国の貢献と目標について合意に達しました。これは世界の排出量を炭素予算内に収めるための重要な一歩でしたが、10年近く経った今、進展は様々であり、パリ協定に沿った世界は達成不可能な夢のように思われます。世界的なパンデミックによって、政府は即座の対応を迫られ、場合によっては、エネルギー移行への投資余地が失われました。また、社会的不平等が目立つようになり、その一部は政府の変化をもたらしましたが、そのすべてがパリ協定の目的を支援するわけではありません。このため、気候変動対応への進展は十分なスピードがなく、また、気候リスク軽減を達成するには政府の公約に十分な強さがないという警戒が存在し、厳しい現実につながっています。しかし、政府の公約に頼ることだけが、進歩の道ではありません。他に2つの方法があります。

第1は法的対応です。コモン・ローの法体系では、環境汚染に対する注意義務の適用が見えています。これは、1970年代から1980年代にかけてのたばこ会社への訴訟と類似しています。たばこ製品による被害の対象は当初直接的なものだけでしたが、最終的には「受動喫煙」による間接的なものも含まれるという主張が受け入れられました。そして、たばこ会社は巨額の損害賠償金を支払うことになりました。この訴訟は喫煙の外部性にコストを設定し、業界は過去の商慣行に向き合い、はるかに厳しい規制と高い代償を受け入れることになりました。

このような議論が、今再び用いられており、法律は、受動喫煙の代わりに、原因を特定する帰属科学に目を向けています。天候の変化や海面上昇の影響を人為的な力と結びつけることで、排出量の多い企業が被告と見なされることが増えています。

これらは難しい議論であり、証明することは困難です。すべての裁判所が同じ考えを持っているわけではありませんが、裁判所は、法律が無い部分を判例で埋める方法を持っています。従って、一般市民が提起する訴訟を通じて、社会における議論や意見を反映することができます。

気候変動による経済的、社会的、環境的コストが増加し、社会的関心がますます高まるにつれ、環境訴訟が増加することが予想されます。その当初の対象は、従来型の石油・ガス企業に加え、気候変動との結びつきが明白なエネルギー企業となりそうです。排出量が少ない、あるいはビジネスモデルと炭素排出との間に強力な直接的関係性がない企業に対しては、法的措置がとられる可能性は低いと思われます。

温室効果ガス排出量を管理するためのもう一つの方法は、地方や地域のコミュニティによるそれぞれの独自の行動です。これをすでに導入している地域があります。例えば、道路課金制度を実施している都市もあれば、炭素国境調整税が検討されている国もあります。気候変動の取り組みに対して上記のすべてのアプローチ（それが各国間で合意された多国間行動であれ、法による解決であれ、あるいは独自に変化を追求している地域社会であれ）が採用されたとしても、政策リスクや訴訟リスクの増大に企業がさらされることを投資家は認識しておく必要があります。

上記のメカニズムはそれぞれ異なるかもしれませんが、本質的に目的は同じです。すなわち、炭素外部性に対する価格設定を確実に行うことです。状況に変化がなければ、企業への影響は大きなものになる恐れがあります。企業の中には、この変化を先取りし、自社で社内炭素価格（ICP）を導入して、業績や新規プロジェクトを評価するという積極的な対応が見られ始めています。

¹ <https://www.pnas.org/doi/10.1073/pnas.2103081118>

社内炭素価格（ICP）とは

社内炭素価格（インターナル・カーボン・プライシング、ICP）とは、企業が低炭素プロジェクトに優先順位をつける手段として、温室効果ガス（GHG）排出量に経済的価値をつけることができる仕組みのことです。それは、気候リスクとコストを可視化し、企業が事業の継続性を守るような方法で戦略を策定し、事業の意思決定を導くことを可能にします。

実際には、ICPはいくつかの形態をとることがあります。

- ▶ インターナル・カーボン・フィー - 排出された炭素1トン当たり手数料を課します。このメカニズムにより、実際にキャッシュフローを生じさせ、このお金を企業全体の低炭素基金に充当したり、企業全体に再配分することができます。
- ▶ シャドー・プライス- 炭素排出に対する理論的な価格を設定し、それを企業の低炭素投資の優先順位付けを助けるために利用します。シャドー・プライスは、設備投資の判断において最も一般的に使用され、さらに研究・開発や資材調達においても使用されています。特筆すべきは、実際の資金フローは発生しないことです。
- ▶ インプリシット・プライス - 企業は過去に遡って脱炭素化投資の価値を計算します。これにより、企業は自社の脱炭素化プロジェクトの有効性を測定することが可能となります。
- ▶ オフセット - 社内炭素価格の代替として炭素排出を埋め合わせるためのコストを使用します。現在では、ほとんどの企業が自らのエネルギー移行計画の一環としてオフセットを使用しており、特に炭素削減が難しい分野ではオフセットの使用が顕著となっています。
- ▶ 内部取引- 社内の事業部門が、それぞれの排出量に基づいて配分されたカーボンクレジットを取引します。

ICPには、事業への影響、開発過程、炭素価格水準、温室効果ガス排出量の範囲という4つの主要な側面があります。

これらの各ウェイトは、政府の政策、法的課題、および地域社会のセンチメントといったマクロ的な影響に大きく左右されます。

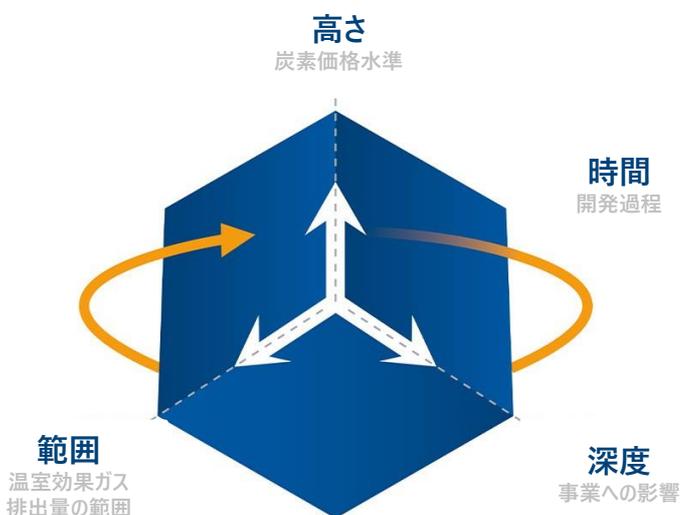
ICPは通常、低炭素投資を推進するために使用されますが、エネルギーの効率性を高め、社内行動を変え、投資のストレステストを実施する上で役立つとともに、温室効果ガス（GHG）規制や利害関係者の期待に応える上でも貢献します。

今後の課題

ICPのメカニズムは現在、十分に確立されていますが、このツールを最も効果的に活用する方法については、まだ理解が十分ではありません。

私たちの感覚では、時が経過し、世界の炭素予算が十分に活用されるにつれて、効果的な脱炭素社会への移行の必要性がより切迫したものになると思われます。投資家にとってもリスクは高まっており、単に理論的なものではなく、長期的な利益見通しの方向性に影響を及ぼす可能性のあるものになりつつあります。これは、割引キャッシュフローに影響を与え、企業の市場価格を左右することにつながります。

したがって、ICPは、企業がリスクを管理し、気候変動に関する政策リスクや訴訟リスクに対する頑健性があるといったシグナルを投資家に発信する上で重要な手段となる可能性があります。これが、エクセター大学と提携して詳細に研究している理由です。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.(RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM – UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM – Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、英国金融行動監視機構 (FCA) によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

