

インベスコ ESGセミナー 2021 「ESG投資と現代投資理論」

2021年5月27日

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
投資戦略部 部長
セルフインデックス・ESG事業推進担当

内 誠一郎

本日のセミナー内容について

● 第1部

- ESG投資の背景にある考え方
- ESG投資と金融理論に関する整理

● 第2部

- ESG投資とパフォーマンスに関する多くの実証研究の紹介と整理
- 受託者責任に関する各国の違い

クイズ

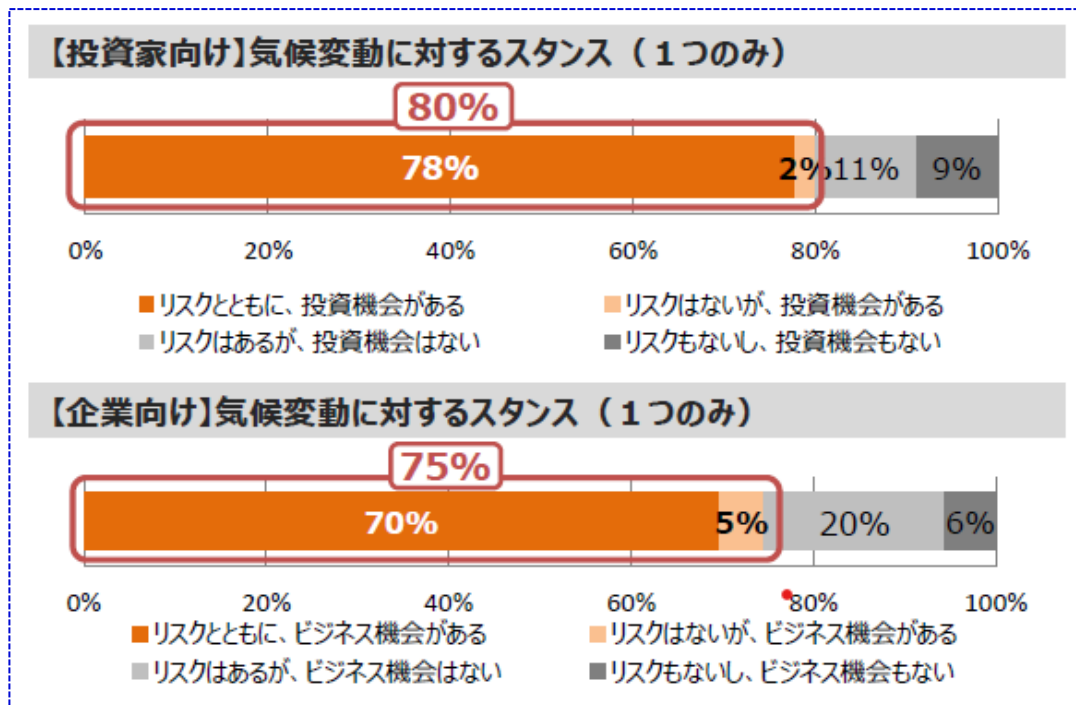
パリ協定：
「今世紀末の気温上昇を、産業革命以前と比較して
2℃以下、できれば1.5℃以下に抑える」

産業革命以前の世界の平均気温は何℃だったでしょうか？

- ① 12～15℃
- ② 15～17℃
- ③ 17～19℃

はじめに

企業と投資家の大多数が、気候変動を「リスクと機会」と捉えている



「生命保険会社の資産運用を通じた「持続可能な社会の実現」と「株式市場の活性化」に向けた取組について」、生命保険協会、2021年4月

ESG投資と金融理論の関係

現代投資理論の基本的考え方

- **市場は効率的である。（あらゆる情報が瞬時に市場に織り込まれるので、誰かが継続して先んじることはできない）**
 - 市場ポートフォリオが最も効率的→パッシブ運用の有効性
 - しかし、バブルのようなオーバーシュートや大暴落もある。短期的にはそれほど効率的ではないので、中長期的に効率的という整理か
- **一方、Fama-Frenchその他の学者による実証研究では、市場の一部が継続して市場全体をアウトパフォームしたことが確認された。**
 - 小型株効果
 - 割安株効果
 - モメンタム効果
 - 市場が効率的ならそんなことは起こらないはず

2つの考え方

市場は効率的である

- リターンが高いのはリスクも高いから
 - 小型株（景気変動に脆弱）
 - 割安株（財務体質が脆弱）
- 追加的リスクに見合うだけの追加的リターンが提供される、ということで投資理論と整合的

市場は非効率である

- 投資家は合理的ではない（行動経済学）
 - 割高な銘柄は買わなければ良いが、ベンチマークで評価されるため、一定程度は組み入れてしまう（十分に売り込まれない）
 - 投資家は大きなリターンを狙うので、ボラティリティが大きな銘柄が好きで、そうした銘柄は割高になる

いずれにしても背景にある構造的な要因が解消しない限り、その現象は継続すると考えられる。ファクター投資（スマートベータ）の考え方につながる

**ESG投資とパフォーマンスに関する多くの実証研究はこの分析をしている。
すなわち、「ESGとはリスクプレミアムなのか、アノミーなのか」**

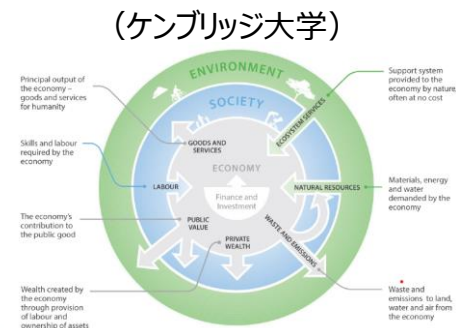
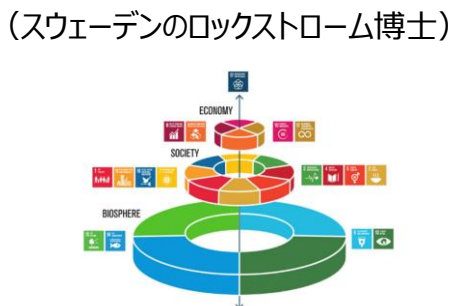
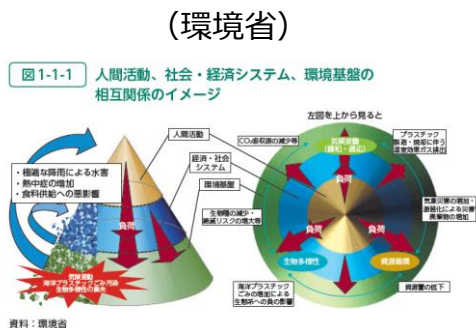
現代投資理論においてESG投資をどう考えるか

「ESG情報」について、市場は効率的なのか

- そもそもESG情報はほとんど開示されていないし、情報開示の標準化もされていない
- しかも、ESG格付け／スコアは調査会社によってばらついている
 - 今の市場ポートフォリオにESG情報が十分に織り込まれていると考えるのは不自然ではないか ([ESG情報について](#)は、市場は非効率と考える余地がある)
- 「市場が非効率」であれば、ESG情報から継続して超過収益を獲得できる可能性が出てくる
 - 情報の取捨選択が重要になるので、アクティブ運用が有効である可能性は高い
 - パッシブ運用においても、ESG指数の方が（今の市場ポートフォリオとの比較すると）効率的ポートフォリオになっている可能性がある。さらに、ESG指数にも多くの種類があるので、その中でもパフォーマンスに差が出る可能性がある

ESG投資の本質

- ESG／SDGsの構造モデルの例。いずれも地球社会を3つの階層で説明
 - 「経済」は、法律や教育などの「社会資本」によって成り立ち、「社会資本」は「自然資本」によって支えられているというのが共通する考え方



経済活動を支える基盤にリスクが発生している。これは市場全体に影響するリスク（システムック・リスク）なので、資産分散でも対応できない

出所：「令和2年度版安協白書」環境省、「Big world, Small planet」Johan Rockström 2015、University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership

システミック・リスクとしての外部性

「外部性」とは、人間の様々な活動が生み出す影響を指す。外部性の負の影響が大きくなり過ぎて、経済活動を支える「社会」と「自然環境」という基盤が損なわれている

- 正の外部性とは、養蜂家と果物農園の関係のように、ある人の経済活動が他の人にポジティブな影響を与えるもの
- 「負の外部性」の典型が公害。そもそも公害を出さないための対策をすれば良いが、単に目先の利潤追求だけを目的とすると、対策を打たないのが合理的になる。（温暖化ガス対策が自主的にはできない理由）

外部性の問題に対しては、それを「内部化する」ことが重要な対策になる。例えば、政府が工場廃液に課税すると、企業はその課税を商品価格に転嫁して経済の中に織り込まれていく。（炭素税／カーボンプライシング）

ESG情報の開示を通じて、外部性の内部化を行おうとしているのが今のESG投資とすることができる。それによってシステミック・リスクに対処しようとしている

Appendix

インベスコ・リミテッドについて

1935

インベスコの起源

Pure & Independent

運用に特化した世界有数の独立系運用会社

8000

全世界に8,000名超の
従業員を擁す

155兆円超¹

運用資産
1.4兆米ドル超

800

全世界に800名超の
運用プロフェッショナルを配置

NYSE

ニューヨーク証券取引所に上場

S&P500

普通株式（IVZ）はS&P500の指数
構成銘柄に採用

120

世界120カ国超にわたる幅広い顧客層と
伝統的・オルタナティブを網羅した豊富な
商品ラインアップを有する

ESG (A+)

PRIの評価においてStrategy &
Governance部門でA+を2017、2018、
2019、2020年と4年連続で獲得



<インベスコ グローバル本社>

インベスコは、米国アトランタにグループ
本社を構え、世界25ヶ国以上に拠点を
置き、ニューヨーク証券取引所に上
場しています。

インベスコは、グローバル市場で培った
特色ある運用力を強みとするブランドを
傘下に収め、世界の機関投資家など
の顧客の資産運用ニーズに対し、グ
ループの総合力を結集して包括的な
解決策を提供しています。

	格付機関	格付
信用格付状況 ²	ムーディーズ	A3 Stable
	スタンダード&プアーズ	BBB+ / Stable
	フィッチ・レーティング	A- Stable

出所：インベスコ、2021年3月末時点。2021年3月末時点の運用資産残高は1兆4,041億米ドル。

¹ 為替レートは110.5円/米ドルで換算、WMOイターのレートに基づく。² 信用格付状況は直近公表された格付に基づき、2021年3月末時点。格付は事前の予告なく変更される場合があります。

世界トップクラスのESG評価

- Capital Finance International (CFI) から「Best ESG Responsible Investment Expert United States 2020」を受賞
- PRIの評価主要8項目のうち、4つにおいて**最高A+評価、残りもA評価を達成**¹
- Top 5 Most ESG-Friendly Fund Shop² (アクティブ運用資産250億米ドル超の運用会社中)
- Top 10 Overall ESG Score with Top 5 Governance Pillar³ (ESGインテグレーションに関する評価を受けているトップ20の運用会社中)

PRIのアセスメント ¹		
項目	2019 インベスコ	2020 インベスコ
Strategy & Governance	A+	A+
Listed Equity – Incorporation	A+	A+
Listed Equity – Active Ownership	A	A
Fixed Income – SSA (Supranational, Sovereign and Agency)	A	A+
Fixed Income – Corporate Financial	A	A
Fixed Income – Corporate Non-Financial	A	A+
Fixed Income – Securitized	E	A
Property	A	A

GRESBによる高い不動産運用評価

GRESBは、不動産会社やファンド単位でのESGを評価し、投資先の選定や投資先との対話に用いるためのツールとして、APGやPGGMなどの欧州の年金基金を中心に2009年に創設。実物資産関連投資における投資判断ツールとしてGRESBの利用が広がる。

- **インベスコ不動産 (IRE) は2019年にGRESBの4つ星の格付けを取得**
- **GRESBグリーンスターランキングを5年連続で実施**
- **GRESBはIREファンドを地域／セクターにおけるリーダーとしてランク付けしました**

上記ランキングやレイティングの記載は、あくまでも参考情報であり、パフォーマンス等を保証するものではなく、また今後も同等のものを確保することを保証するものではありません。

¹ PRIによるアセスメントレポート。各カテゴリには6つのパフォーマンスバンド (A+, A, B, C, D, E) を用いて評価されます。A+は署名機関のうち上位5%以上に分類され、Aは上位25%以上に分類されます。

² Ignites 10 Shops With The Most ESG-Friendly Funds 12 December 2018

³ Ignites Europe Revealed: most ESG-friendly asset managers 26 November 2018.

ディスクレーム

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。内容には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会