

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

Key Findings | CROSS ASSET Investment Strategy

# ESG投資と株式資産のプライシング: 注目すべき結果

Research  
& Macro  
Strategy

本書はプロフェッショナルな顧客、投資サービス提供者、そしてその他の金融業界のプロフェッショナルのみを対象としたものです。

---

## 責任投資とポートフォリオのリスク・リターン プロファイル：パラダイムの変化

---

責任投資は、アムンディの設立来のアイデンティティの中核にある重要な柱のひとつである。当社は以下の方法で金融市場における責任投資の発展を推進してきた。

- **理論を実践に移すために、各アセットクラスにおいて常に革新的な商品・戦略を生み出す**
- **マーケットリーダーとして、共同して責任投資のスタンダードを形成**
- **現在の手法や伝統的アプローチに関して客観的に検証することによりアカデミックな議論に貢献**

これまでのところ、リスク・リターンとESG\*1投資の間の関係を立証する学術的研究はまちまちの結果となっていたため、責任投資はほぼ信念として存在してきた。

実際、学術的研究によれば、ベスト・イン・クラスESG銘柄、ワースト・イン・クラスESG銘柄のいずれかまたはその両方から、ESGスコアに応じたリターンを得ることが可能であると示されていた。しかし、これらの研究結果には、以下のような難点が認められる。(i) 観察期間(大抵の場合、20-30年の長期間が基本)が十分ではない(ii) 非財務指標の堅固なデータは2010年代初頭までしか遡れない。

アムンディは独自のESGスコアおよび各要素(環境、社会、企業統治)のスコアを使用し、ESGの影響が効果的に表れると考えられる期間を対象にすることで、ESG投資がリターンに及ぼす影響をはっきりと示す有意義な結果を得ることができた。



「当社のリサーチは、欧州と北米においてESG導入が株価パフォーマンスに目に見えるインパクトを生み出していることをはっきりと示しています。ベスト・イン・クラスのESGアプローチを選好することにより、投資家はポートフォリオのパフォーマンスを長期的に向上させる投資戦略の恩恵を受けることができます」

ヴァンサン・モルティエ グループ副CIO

---

\*1 ESGは Environmental(環境)、Social(社会)、Governance(企業統治)への配慮を表します。

---

## 投資家のESG課題に寄せる大きな関心が ESGと株価の関係にインパクトをもたらす

---

世界中でESG課題に関する意識が高まり、機関投資家は責任投資について真剣に検討し始めている。欧州と北米では、過去5年間で責任投資は飛躍的に成長している。

### アルファ戦略として広くゆきわたり、 そしてベータ戦略に

欧州では、ESG投資に関する機関投資家の大きな動きが株式の需要メカニズム、ひいては株価に影響を与え、同投資戦略のより高いパフォーマンスをもたらしている。

COP21への期待感がメディアで大々的に報道されたのをきっかけに、2015年にパリ協定および国連の持続可能な開発目標17項目の採択を受けて、責任投資は注目の的となった。ESG関連課題の精査への要求が増し、議論が高まるなか、企業に対するプレッシャーが増大し、スキャンダルは株価に打撃を与える結果となった。この一連の出来事は金融業界に注意喚起を促し、2017年の気候変動サミットは、政府系ファンドや、さらには各国中央銀行などの金融界の中心的存在を動かすこととなった。もはやESGは無視できない課題であり、規制当局も議論に加わっている。

EUは、欧州において責任投資への統一的アプローチを提供すべく、サステナブル投資フレームワークの構築に取り組んでいる。英国では、労働年金省が年金投資の将来的な変革を打ち出し、年金基金が財務上重要なESGの要素をどのように考慮に入れるか、という見解を示すことが義務化された。他にも数々の例がある。

現段階ではマルチファクターポートフォリオにESGを導入し、より高い分散効果が得られるのはユーロ圏のみである。しかしながら、ユーロ圏および北米において、金融市場における投資家の行動が責任投資を重要なものに行っていることは明らかである。すなわち、将来的に機関投資家の動向は責任投資にとって極めて重要であり、この傾向は今後も続くものとみられる。



**「投資家の動向は、ESGを株価に反映させる鍵であり、直接的には株式の需要メカニズムを通して、間接的には供給メカニズムを通して影響を与えます。責任投資へのモメンタムは高まりつつあり、この傾向は今後もさらに強まるでしょう」**

ティエリー・ロンカッリ クォンツリサーチヘッド

# 注目すべき結果

本調査は2010～2017年を対象とし、アムンディ独自のESGスコアならびに環境、社会、企業統治(E、S、G)のサブ要素を用いてポートフォリオをスクリーニングしたものである。分析対象は欧州、北米などの地域のパッシブ運用、アクティブ運用、マルチファクター運用のポートフォリオである。

リターン・プロファイル																																														
1	<p>2010～2013年、欧州と北米の責任投資ポートフォリオはアクティブ運用、パッシブ運用ともにより低いリターンとなる傾向がみられた。同期間にアウトパフォーマンスを実現したのはユーロ圏の環境重視型パッシブ運用のみとなり、企業統治および社会重視型のポートフォリオへの影響はニュートラルかマイナスだった。</p>																																													
2	<p>2014～2017年、概ね責任投資はユーロ圏と北米でアウトパフォーマンスの源泉となった。ユーロ圏では、すべての要素（環境、社会、企業統治）ならびにESGスコアについて、ポートフォリオ構築における活用がプラスのリターンを生み出した。特に企業統治の貢献が際立った。北米でも、この期間のESG投資のリターンはプラスだったが、最も高いリターンを実現したのは環境要素だった。</p>																																													
3	<p>当社の調査は複数のパフォーマンス創出メカニズムを特定しており、様々なレベルでESG関連情報に対して株価がどのように反応したかを示している。こうしたメカニズムは分析対象となる地域、ESG要素、ランキング手法（ベスト銘柄のみ、ワースト銘柄のみ、両銘柄、あるいは全般的な傾向）、そして調査期間によって左右される。</p> <p><b>2014～2017年の北米の状況</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) ESGポートフォリオの超過リターンはESGスコアとともに上昇</li> <li>(ii) ベスト・イン・クラス銘柄がリターンに寄与したのは環境重視型ポートフォリオのみ。2016年以降では、社会重視のポートフォリオでもプラスに寄与</li> <li>(iii) 企業統治重視型ポートフォリオでは、ワースト・イン・クラス銘柄のみが不振であった</li> </ul> <p><b>2014～2017年のユーロ圏の状況</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) ESGおよび企業統治重視型ポートフォリオでは、ベスト・イン・クラス銘柄の好調かつ、ワースト・イン・クラス銘柄の不振がみられた。2016年以降、社会重視型ポートフォリオにおいて同様の傾向がみられた</li> <li>(ii) 環境重視型ポートフォリオでは、ベスト・イン・クラス銘柄の好調のみ観察された</li> </ul> <p>図表1 - 地域および調査期間ごとのパフォーマンス創出メカニズムの概略</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; text-align: center;"> <thead> <tr> <th></th> <th>全般的な傾向</th> <th colspan="3">上位銘柄と下位銘柄</th> <th colspan="2">上位銘柄のみ</th> <th colspan="2">下位銘柄のみ</th> </tr> <tr> <th></th> <th>非財務指標ランキングが高まるにつれ、超過リターンが上昇</th> <th colspan="3">ベスト・イン・クラス銘柄が好調かつ、ワースト・イン・クラス銘柄が不振</th> <th colspan="2">ベスト・イン・クラス銘柄が好調</th> <th colspan="2">ワースト・イン・クラス銘柄が不振</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>北米</td> <td>ESG</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>E</td> <td>S</td> <td></td> <td>G</td> </tr> <tr> <td>ユーロ圏</td> <td></td> <td>ESG</td> <td>G</td> <td>S</td> <td>E</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>北米およびユーロ圏</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>E</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right; margin-right: 50px;"> <span style="color: #0070C0;">■</span> 2014-2017    <span style="color: #002060;">■</span> 2016-2017         </p> <p>概していえば、環境要素に基づくベスト・イン・クラス銘柄が、2014年から2017年にかけて、北米とユーロ圏において一貫してより高いリターンを生み出している。</p>		全般的な傾向	上位銘柄と下位銘柄			上位銘柄のみ		下位銘柄のみ			非財務指標ランキングが高まるにつれ、超過リターンが上昇	ベスト・イン・クラス銘柄が好調かつ、ワースト・イン・クラス銘柄が不振			ベスト・イン・クラス銘柄が好調		ワースト・イン・クラス銘柄が不振		北米	ESG				E	S		G	ユーロ圏		ESG	G	S	E				北米およびユーロ圏					E			
	全般的な傾向	上位銘柄と下位銘柄			上位銘柄のみ		下位銘柄のみ																																							
	非財務指標ランキングが高まるにつれ、超過リターンが上昇	ベスト・イン・クラス銘柄が好調かつ、ワースト・イン・クラス銘柄が不振			ベスト・イン・クラス銘柄が好調		ワースト・イン・クラス銘柄が不振																																							
北米	ESG				E	S		G																																						
ユーロ圏		ESG	G	S	E																																									
北米およびユーロ圏					E																																									

## 分散効果プロファイル

4	ESGによるパフォーマンス改善については、注意深く適用しなければいけない。ポートフォリオのESGスコアの改善はある転換点を超えると、投資ユニバースを縮小し、ひいては分散効果とパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性がある。ポートフォリオにおけるESGスコアを改善する際には、その制約が強すぎると、投資ユニバースが縮小し、結果として分散効果も縮小する。
5	責任投資はユーロ圏ではベータ戦略になっているが(ESGがリスクファクターであるため)、北米では依然としてアルファ戦略である(ESGがリスクファクターではないため)。ユーロ圏においては、マルチファクター・アプローチによるポートフォリオ構築にESGをファクターとして組み入れることで、分散効果向上を通じた付加価値の上昇がみられるが、北米では事情が異なる。

## リスク・プロファイル

6	ESGスクリーニング(低スコア銘柄の排除)は必ずしもドローダウンの管理を改善するものではない。2010~2013年および2014~2017年の両期間において、ESGスクリーニングによるポートフォリオの最大ドローダウンの大幅な抑制効果はみられなかった。
7	ポートフォリオに対するESG投資の効果を確保するためには、パッシブ運用の投資家は時価総額加重のベンチマークに対する、抑制されているが追加的なトラッキングエラーを許容する必要がある。この追加的なトラッキングエラーを許容し、パッシブ運用にESGを組み合わせることは、ESGベースの戦略的アセットアロケーションを構築する必要性を示唆している。

当資料は、Amundiが「ESG投資と株式資産のプライシング」に関して作成した資料を、アムンディ・ジャパン株式会社が機関投資家の皆さまに情報提供を行う目的で翻訳して作成したものです。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入あるいは売却を勧誘する目的で作成されたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料に記載のあるAmundiの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また当資料に記載した見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料の作成にあたり、Amundiは情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。弊社は、当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製またはお客様を含めた第三者に再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社 (金融商品取引業者) 関東財務局長(金商)第350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 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 R1902053

This material is not deemed to be communicated to, or used by, any person, qualified investor or not, from any country or jurisdiction which laws or regulations would prohibit such communication or use. Consideration should be given to whether the risks attached to an investment are suitable for prospective investors who should ensure that they fully understand the contents of this document. A professional advisor should be consulted to determine whether an investment is suitable. The value of, and any income from, an investment can decrease as well as increase. The strategies do not have any guaranteed performance. Further, past performance is not a guarantee or a reliable indicator for current or future performance and returns. The performance data presented herein do not take account of the commissions and costs incurred on the issue and redemption of units if any. This document does not constitute an offer to buy nor a solicitation to sell in any country where it might be considered as unlawful, nor does it constitute public advertising or investment advice.

In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. Under no circumstances may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Past performance and simulations shown in this document do not guarantee future results, nor are they reliable indicators of future performance. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of “the Funds”, to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice.

Document issued by Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée” with a share capital of €1,086,262,605 – Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com